

Cuộc đua mở rộng nóng lên để giành lấy thị phần hấp dẫn

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã
 Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng Lượng
 nha.nht@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

- Các cuộc điều tra về tham nhũng và buôn lậu xăng dầu đã để lại 7-8% thị phần phân phối xăng dầu và trở thành mục tiêu mà các công ty dẫn đầu thị trường như PLX và OIL nhắm đến.
- HSC hạ lần lượt 14,7% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần của OIL cho năm 2024-2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Theo đó cho giai đoạn 2023-2026, lợi nhuận thuần của OIL có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới đạt 4,6%, thấp hơn so với tốc độ của PLX ở mức 5% trong cùng giai đoạn.
- Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PLX với giá mục tiêu 45.300đ, nâng khuyến nghị đối với OIL lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 23,5% giá mục tiêu lên 14.200đ. OIL là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành Tiện ích - Gas với tiềm năng tăng giá 22,4%.

Cơ hội mở rộng thị phần trong thị trường có tính tập trung cao

Tiêu thụ xăng dầu trong nước của Việt Nam đã tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm giai đoạn 2013-2023 là 5,8% (sát với tốc độ tăng trưởng GDP là 5,7%). Kể từ khi lãnh đạo các doanh nghiệp lớn như Xuyên Việt Oil, Hải Hà Petro và Hà Lộc bị bắt giữ, ngành này đã có tăng trưởng vượt trội so với GDP trong hai năm qua. HSC ước tính thị phần của các doanh nghiệp này là 7-8%, hiện đang là mục tiêu mà doanh nghiệp khác trên thị trường nhắm đến, bao gồm 5 doanh nghiệp đầu ngành nắm giữ 88% thị phần.

Chiến lược cạnh tranh ảnh hưởng đến lợi nhuận

Đối với OIL, HSC hạ lần lượt 14,8% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 xuống lần lượt 575 tỷ đồng và 512 tỷ đồng do điều chỉnh giảm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, nhưng giả định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 12% (so với 4% trong dự báo trước đó). Lợi nhuận tăng trưởng khiêm tốn là do triển vọng dầu thô kém tích cực và chiến lược cạnh tranh của OIL để giành thị phần.

Đối với PLX, HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024, 2025, 2026 với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 2.612 tỷ đồng (giảm 7,8%), 2.384 tỷ đồng (giảm 8,7%) và 2.683 tỷ đồng (tăng trưởng 12,6%). Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần ở mức thấp do dựa trên giả định về giá dầu Brent yếu. Nếu không tính đến tác động từ việc PLX thoái vốn PGB trong năm 2023, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của PLX sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong giai đoạn 2023-2026 đạt 5,0%.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với OIL lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 23,5% giá mục tiêu do chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024), giảm giả định WACC xuống mức 9,9% (từ 10,6% trước đó) và cộng thêm các khoản đầu tư ngắn hạn vào nợ thuần trong tính toán DCF với thời gian tính toán đến năm 2028. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng cho năm 2025 và 2026 lần lượt là 25,6 lần và 28,7 lần.

Chúng tôi khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với PLX với giá mục tiêu là 45.300đ, theo phương pháp DCF tương tự như OIL, với giả định WACC là 9,2% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng cho năm 2024 và 2025 lần lượt là 22,1 lần và 21,9 lần.

HSC ưa thích cổ phiếu OIL hơn PLX vì OIL có dư địa tăng trưởng lớn hơn trên thị phần nhỏ hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 3/12.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
OIL	11,600	Mua vào	-	14,200	-	22.4	20.8	23.4	21.7	28.2	2.16	2.16
PLX	40,000	Tăng tỷ trọng	-	45,300	-	13.3	19.8	21.7	11.6	12.0	2.50	3.00

Giá cổ phiếu tại ngày 29/11/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Phân bổ lại thị phần	3
Báo cáo thành phần	
TCT Dầu Việt Nam - CTCP (OIL)	14

Phân bổ lại thị phần

Nhu cầu các sản phẩm xăng dầu tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2013-2023 là 5,8%, sát với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm là 5,7% trong cùng giai đoạn. Thị trường phân phối xăng dầu có tính tập trung cao với 5 thương nhân đầu mỗi kiểm soát 88% thị phần vào năm 2022. HSC kỳ vọng việc bắt giữ những đối tượng buôn lậu xăng dầu và tội phạm sử dụng sai mục đích quỹ bình ổn giá là động lực cho thị trường trong ngắn hạn và trung hạn. Ngoài ra, Bộ Công Thương đang đề xuất dự thảo lần 4 nghị định sửa đổi quy định về kinh doanh xăng dầu, dự kiến sẽ tăng cường kiểm soát xăng dầu nhập lậu và cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cho các doanh nghiệp trong ngành.

Tổng quan ngành phân phối sản phẩm xăng dầu

Nguồn cung trong nước đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu trong nước

Trong 10 năm qua, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước của Việt Nam đã tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 5,8%. Trong đó, tỷ trọng đóng góp của xăng dầu trong nước trong tổng nguồn cung đã tăng đáng kể lên mức 65% vào năm 2023 (từ 43,7% năm 2013). HSC dự báo mức tiêu thụ xăng dầu trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng 8% trong 3-5 năm tới, nhanh hơn tốc độ tăng trưởng GDP, nhờ việc phân bổ lại thị phần từ những đối tượng buôn lậu, sự gia tăng doanh số bán ô tô và tăng trưởng của ngành hàng không.

Nguồn cung xăng dầu trong nước chủ yếu đến từ sản lượng lọc dầu và sản lượng chế biến condensate. Nguồn cung xăng dầu trong nước tăng mạnh là nhờ hoạt động của Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (NSRF, Chưa niêm yết) vào năm 2018, bổ sung 10 triệu tấn/năm vào tổng công suất lọc dầu của cả nước. Trước NSRF, Dung Quất là nhà máy lọc dầu lớn nhất với tổng công suất 6,5 triệu tấn/năm, phần còn lại đến từ bốn nhà máy chế biến condensate với tổng công suất 700.000 tấn/năm. Theo đó, tổng công suất của các nhà máy lọc dầu đạt 17,2 triệu tấn/năm.

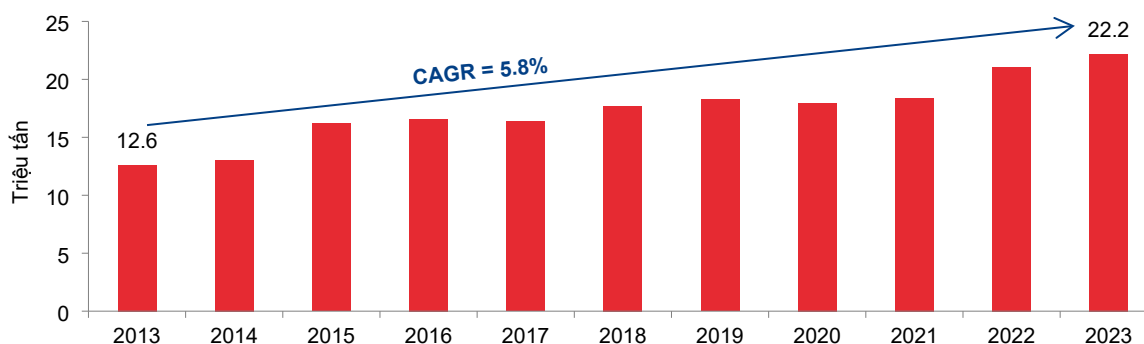
Tại thời điểm cuối năm 2023, sản lượng lọc dầu của Việt Nam đạt 14,5 triệu tấn/năm, đạt 83% công suất hoạt động. HSC kỳ vọng vẫn còn dư địa để mở rộng cho đến khi sản lượng lọc dầu trong nước đạt 110% công suất, tương đương 19,1 triệu tấn/năm.

Hiện tại, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất dự kiến sẽ mở rộng công suất lên 7,5 triệu tấn vào năm 2028 (từ 6,5 triệu tấn năm 2023). Ngoài ra, Chính phủ đang có kế hoạch xây dựng một nhà máy chế biến condensate mới với tổng sản lượng 500.000 tấn/năm tính đến năm 2030. Do đó, tổng sản lượng xăng dầu của cả nước có thể tăng lên 20,6 triệu tấn/năm vào năm 2030, tương đương tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2023-2030 là 5,1%.

Về nguồn cung quốc tế, Hàn Quốc là nước cung cấp sản phẩm xăng dầu lớn nhất, chiếm 32% tổng lượng nhập khẩu 9 tháng đầu năm 2024 nhờ thuế quan ưu đãi, tiếp theo là Malaysia, Thái Lan và Singapore.

Biểu đồ 1: Tăng trưởng nhu cầu xăng dầu trong nước

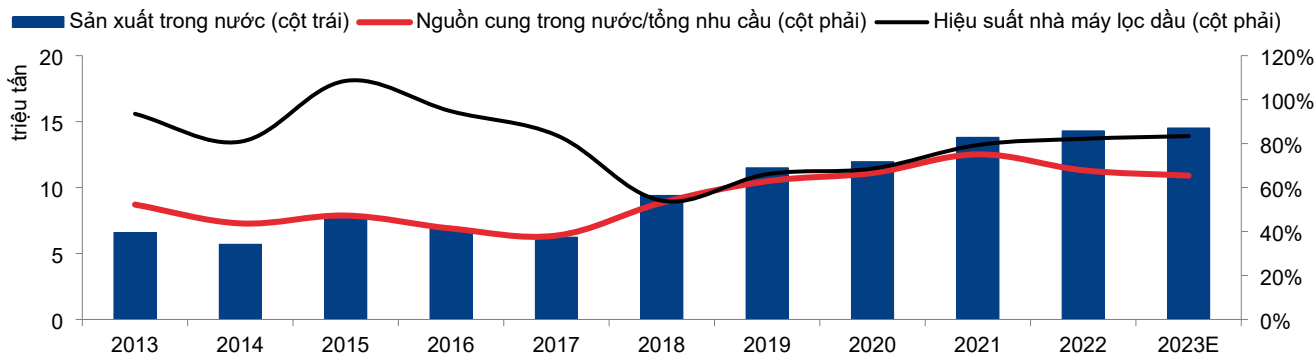
... CAGR là 5,8% trong 10 năm qua



Nguồn: Bộ Công thương, Tổng cục Hải quan, HSC ước tính

Biểu đồ 2: Nguồn cung xăng dầu

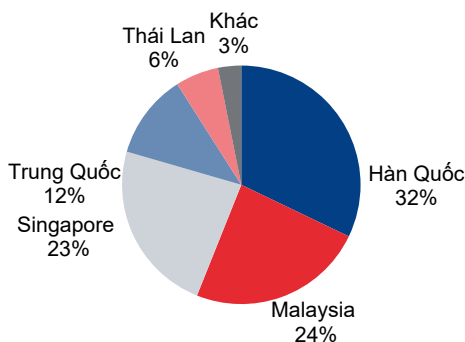
...tăng với CAGR là 8,2% trong 10 năm qua



Nguồn: Báo cáo Thống kê Năng lượng Thế giới 2024, Bộ Công thương, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Thị trường nhập khẩu xăng dầu 9 tháng đầu năm 2024

Hàn Quốc, Malaysia, Singapore là những nhà cung cấp lớn nhất...



Nguồn: Tổng cục Hải quan

Biểu đồ 4: Thuế suất tối thiểu đối với sản phẩm xăng dầu nhập khẩu

... nhờ mức thuế suất ưu đãi

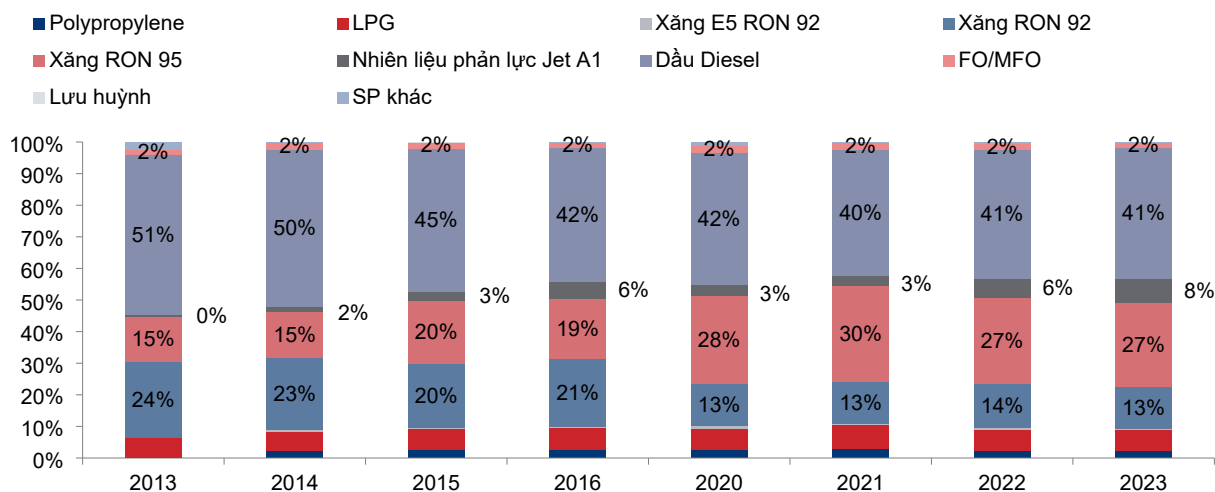
	Xăng dầu	Ghi chú	Dầu Diesel	Ghi chú
Hàn Quốc	8%	VKFTA	0%	VKFTA
Malaysia	7%	CPTPP	0%	AKFTA
Singapore	7%	CPTPP	0%	AKFTA
Thái Lan	8%	AKFTA	0%	AKFTA
Trung Quốc	20%	ACFTA	8%	ACFTA

Ghi chú: Xăng là loại xăng không chì (Mã HS: 27101224)
 Dầu diesel là dầu diesel được sử dụng cho ô tô (Mã HS: 27101971)
 Nguồn: Cơ sở Dữ liệu Thương mại Việt Nam - Bộ Công Thương

HSC sử dụng cơ cấu sản phẩm của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (BSR; Mua vào, Giá mục tiêu 19.000đ) làm chỉ báo phân tích động lực thúc đẩy tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước.

Biểu đồ 5: Cơ cấu sản lượng của BSR

Tỷ trọng của nhiên liệu máy bay và xăng RON95 trên tổng sản lượng đang tăng lên nhanh chóng

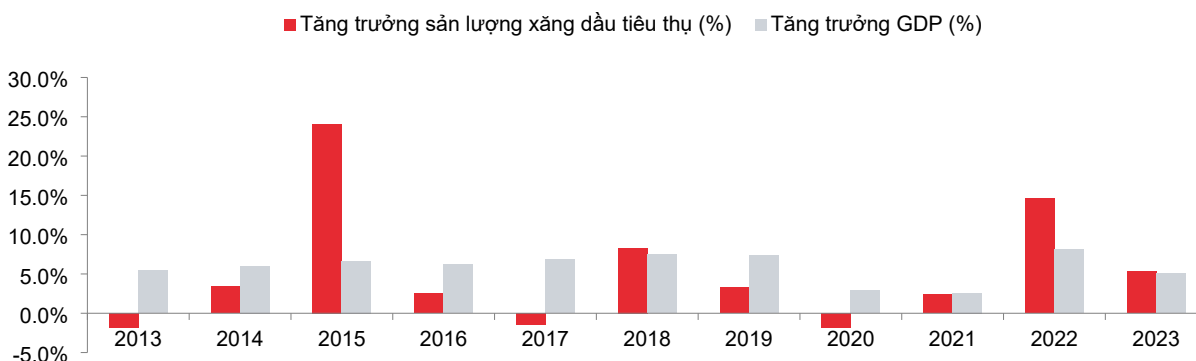


Nguồn: BSR

Trong dài hạn, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu sát với tốc độ tăng trưởng GDP ở mức từ 5-6% mỗi năm. Tốc độ tăng trưởng của ngành này thậm chí còn vượt trội hơn so với tốc độ tăng trưởng GDP trong hai năm qua. HSC cho rằng điều này là nhờ việc bắt giữ các thương nhân lớn (Hải Hà, Xuyên Việt), giúp chuyển doanh thu của ngành sang các doanh nghiệp hoạt động minh bạch hơn và tăng doanh thu được báo cáo. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng này có thể tiếp tục trong vài năm tới sau khi Chính phủ áp đặt các biện pháp kiểm soát chặt chẽ hơn đối với hoạt động của các thương nhân đầu mối.

Biểu đồ 6: Tốc độ tăng trưởng sản lượng xăng dầu tiêu thụ so với tốc độ tăng trưởng GDP

Trong 10 năm qua, sản lượng xăng dầu tiêu thụ và GDP tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 5,8% và 5,7%

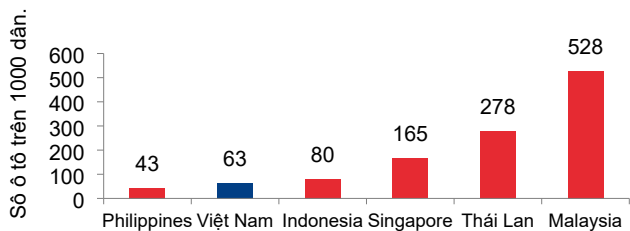


Nguồn: Tổng cục Thống kê, HSC ước tính

Vì nhiên liệu cho giao thông vận tải, bao gồm RON 92 và RON 95, chiếm khoảng 40% lượng tiêu thụ xăng dầu nên triển vọng của ngành giao thông vận tải liên quan chặt chẽ đến tăng trưởng doanh thu xăng dầu. Tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam hiện đang thấp hơn so với các nước láng giềng trong khu vực ASEAN.

Biểu đồ 7: Tỷ lệ thâm nhập ô tô

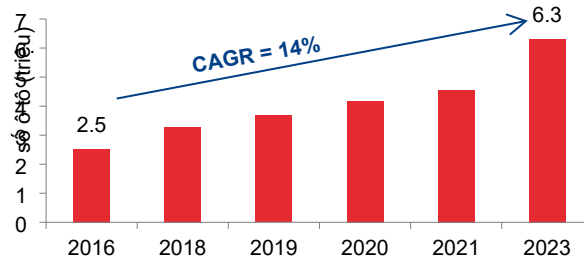
...của Việt Nam vẫn thấp hơn các nước trong ASEAN



*Việt Nam: dữ liệu năm 2023, các nước khác: dữ liệu năm 2022
 Nguồn: HSC thu thập

Biểu đồ 8: Số xe hiện đang lưu hành tại Việt Nam

CAGR giai đoạn 2016-2023 đạt 14%

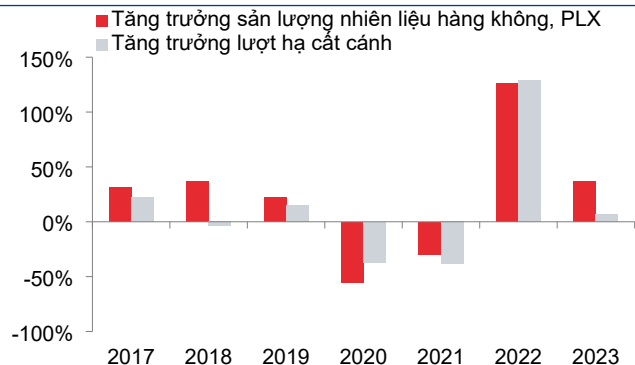


Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Mặc dù chỉ chiếm 8% tổng lượng tiêu thụ xăng dầu nhưng Jet A1 là sản phẩm tăng trưởng nhanh nhất trong cơ cấu sản phẩm xăng dầu, nhờ số lượng chuyến bay cất cánh và hạ cánh tăng mạnh. Theo Quy hoạch Phát triển Quốc gia về Xây dựng Sân bay, sẽ có thêm 8 sân bay được xây dựng, nâng tổng số sân bay lên 30 vào cuối năm 2030. Chúng tôi tin rằng đây sẽ là động lực tăng trưởng tiềm năng cho phân khúc nhiên liệu bay trong 10 năm tới.

Biểu đồ 9: Tăng trưởng sản lượng nhiên liệu hàng không và số lượt cất/hạ cánh

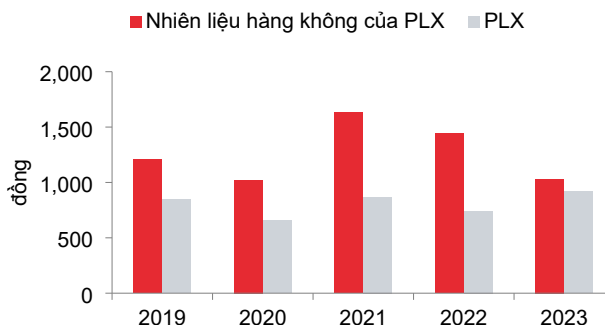
...gần như sát với tăng trưởng nhiên liệu bay, vượt trội trong 5 trên 7 năm



Nguồn: PLX, HSC ước tính

Biểu đồ 10: Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, so sánh giữa nhiên liệu bay và tổng các sản phẩm

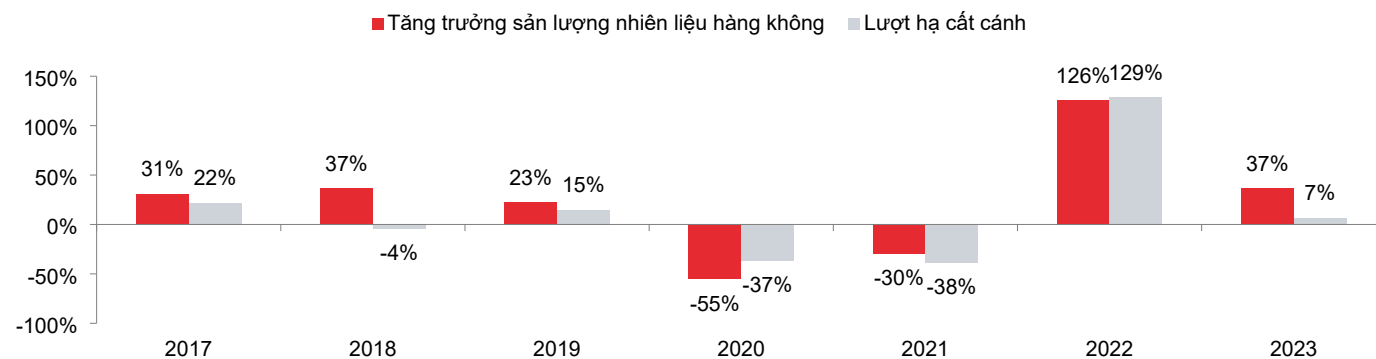
Lợi nhuận gộp trên mỗi lít nhiên liệu bay cao hơn mặt bằng chung



Nguồn: Fiingate, PLX, HSC ước tính

Biểu đồ 11: Tăng trưởng sản lượng nhiên liệu hàng không sát với tăng trưởng số lượt cất/hạ cánh

Tăng trưởng sản lượng nhiên liệu hàng không vượt trội hơn hoạt động của tàu bay trong 5 trong số 7 năm quan sát



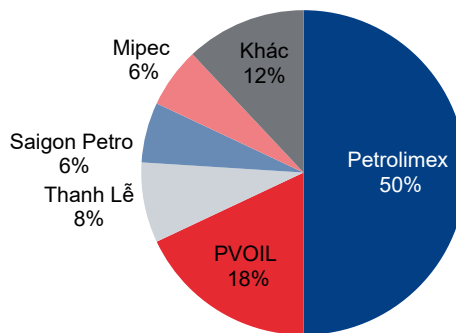
Nguồn: PLX, ACV

- Các thương nhân đầu mối được phép mua xăng dầu từ các nhà sản xuất/thương nhân trong nước và quốc tế và bán lại cho các thương nhân phân phối cấp thấp hơn và người dùng cuối.
- Thương nhân phân phối được phép mua xăng dầu từ các thương nhân đầu mối hoặc các thương nhân phân phối khác và bán lại cho các thương nhân bán lẻ và người dùng cuối.
- Thương nhân bán lẻ được phép mua xăng dầu từ các thương nhân đầu mối hoặc thương nhân phân phối và bán lại trực tiếp cho người dùng cuối.

Chuỗi phân phối sản phẩm xăng dầu hiện bao gồm ba cấp phân phối: thương nhân đầu mối, thương nhân phân phối và thương nhân bán lẻ. Theo công bố của Bộ Công Thương, hiện có 34 thương nhân đầu mối (bao gồm 4 thương nhân đầu mối chỉ kinh doanh nhiên liệu hàng không và 2 thương nhân sản xuất sản phẩm xăng dầu) và 276 thương nhân phân phối tham gia thị trường phân phối sản phẩm xăng dầu.

Biểu đồ 12: Thị phần của các công ty phân phối xăng dầu

3 công ty có thị phần lớn nhất chiếm tổng cộng 76% thị phần toàn ngành



Nguồn: Trung tâm Nghiên cứu Kinh tế và Chiến lược Việt Nam 2023

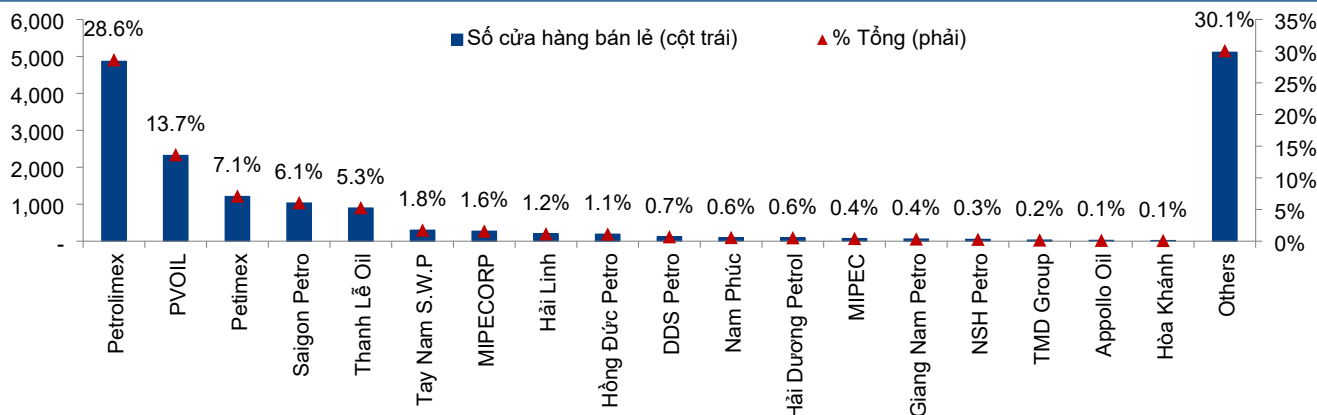
Một số công ty trong danh mục "Khác" đã bị truy tố vì phạm tội kinh tế, đáng chú ý là Hải Hà Petro và Xuyên Việt Oil phạm tội tham nhũng và sử dụng sai mục đích quỹ bình ổn giá, với thị phần ước tính khoảng 7,3% vào năm 2022. Việc bắt giữ lãnh đạo của những công ty này dự kiến sẽ tạo thêm cơ hội cho các thương nhân đầu mối khác như PLX và OIL mở rộng thị phần nhờ mạng lưới phân phối rộng lớn.

Ngoài Hải Hà Petro và Xuyên Việt Oil, cơ quan chức năng cũng đẩy mạnh điều tra các vụ buôn lậu xăng dầu. Đáng chú ý nhất là Chuyên án 902G điều tra vụ buôn lậu xăng dầu liên quan đến Công ty Hà Lộc với tổng khối lượng 196 triệu lít xăng dầu nhập lậu được phân phối ra thị trường từ tháng 3/2020 đến tháng 2/2021, ước tính chiếm khoảng 1% nhu cầu trong nước trong giai đoạn này.

Việc bắt giữ các bên nêu trên khiến 8,3% thị phần của họ bị bỏ ngỏ. HSC kỳ vọng rằng các nhà phân phối có mạng lưới lớn như Petrolimex và PVOIL sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ điều này bởi vì họ có thể đáp ứng nhu cầu của những khách hàng từng sử dụng dịch vụ của các nhà phân phối bị bắt giữ.

Biểu đồ 13: Mạng lưới bán lẻ của 18 công ty phân phối xăng dầu hàng đầu

Các công ty dẫn đầu về thị phần cũng đứng đầu về mạng lưới bán lẻ



Nguồn: Website các công ty, báo chí, HSC

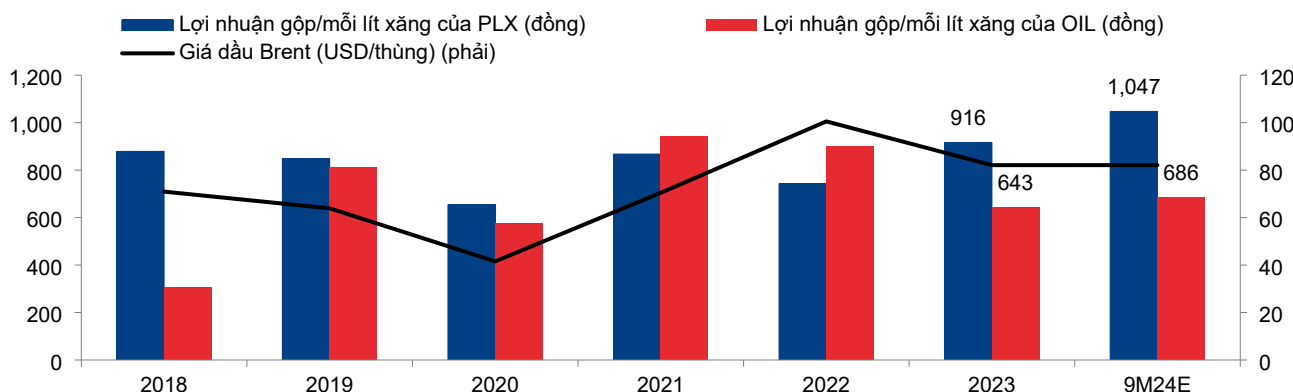
Môi trường pháp lý

Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện nhờ rút ngắn thời gian điều chỉnh giá

Chính phủ đã ban hành Nghị định 80/2023/NĐ-CP trên cơ sở sửa đổi, bổ sung Nghị định 95/2021/NĐ-CP và Nghị định 83/2014/NĐ-CP về kinh doanh xăng dầu. Nghị định này có hiệu lực từ ngày 17/11/2023. Nghị định đã rút ngắn thời gian điều chỉnh giá bán lẻ tối đa đối với xăng dầu từ 10 ngày xuống 7 ngày, giúp giảm độ trễ giữa giá mua và giá bán cho các thương nhân đầu mối. Như trình bày trong Biểu đồ 14, mặc dù giá dầu Brent bình quân duy trì ổn định trong 9 tháng đầu năm 2024, cả PLX và OIL đều ghi nhận sự cải thiện về lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.

Biểu đồ 14: Giá dầu Brent và lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng, PLX và OIL

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng của PLX và OIL được cải thiện trong 9 tháng đầu năm 2024 trong khi dầu Brent đi ngang



Ghi chú: PLX 9 tháng đầu năm: lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng so với cùng kỳ được ước tính dựa trên sản lượng tiêu thụ trong nước, cơ cấu doanh thu vào cuối năm 2023 và điều chỉnh theo lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng năm 2023
 Nguồn: HSC ước tính

Những điểm đáng lưu ý trong Dự thảo lần 4

Dự thảo lần 4 Nghị định về kinh doanh xăng dầu (20/8/2024) đã sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu, nhấn mạnh việc tăng cường giám sát đối với các thương nhân đầu mối sau các vụ án kinh tế liên quan đến Xuyên Việt Oil, Hải Hà Petro. Trong dài hạn, HSC tin rằng các thương nhân đầu mối hàng đầu sẽ hưởng lợi từ các quy định này nhờ có mạng lưới phân phối rộng lớn nhất. Ngoài ra, đề xuất sửa đổi cơ chế tính giá bán lẻ tối đa dự kiến sẽ có lợi cho tỷ suất lợi nhuận gộp của các thương nhân khi một trong những thành phần tính toán có khả năng được sửa đổi theo hướng ổn định hơn.

Yêu cầu tối thiểu về sở hữu cơ sở vật chất (bao gồm nhưng không giới hạn ở kho chứa, phòng thử nghiệm, cửa hàng bán lẻ, phương tiện vận chuyển) được đề xuất tăng lên mức 50% (so với 35% trước đây). Điều này dự kiến sẽ làm tăng nhu cầu chi tiêu vốn của các thương nhân đầu mối trong tương lai sau khi hình thức đồng sở hữu không còn được áp dụng và sẽ có nhiều hoạt động mua bán và sáp nhập hơn trong ngành.

Về việc thay đổi chi phí hoạt động định mức, dựa trên dữ liệu quá khứ về chi phí phát sinh và chỉ số giá tiêu dùng (CPI), HSC kỳ vọng rằng trong điều kiện bình thường, các nhà phân phối có thể hưởng lợi từ sự thay đổi quy định này vì trong quá khứ, CPI thường tăng nhanh hơn mức tăng của chi phí định mức.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rằng dự thảo lần thứ 4 vẫn cần phải trải qua thêm nhiều lần chỉnh sửa trước khi có phiên bản cuối cùng. Chúng tôi nhận thấy có một số sửa đổi liên quan đến việc tổ chức các thương nhân bán lẻ trong chuỗi phân phối nhưng các chi tiết cụ thể liên quan đến những sửa đổi này vẫn chưa được làm rõ trong dự thảo hiện tại. Do đó, chúng tôi tin rằng các quyền và nghĩa vụ của các bên này sẽ được đề cập chi tiết trong các phiên bản tiếp theo. Ngoài ra, một số thay đổi như cấm giao dịch giữa các thương nhân phân phối cũng gây tranh cãi và các nhà phân phối này đang đề xuất với Chính phủ thành lập thị trường giao dịch thứ cấp.

Bảng 15: Những đề xuất chính trong Dự thảo Nghị định sửa đổi lần thứ 4 về kinh doanh xăng dầu

...cho thấy quyết tâm của nhà nước trong việc xóa bỏ nạn buôn lậu xăng dầu

	Quy định hiện hành	Quy định được đề xuất	Tác động và ý nghĩa	Nhận xét của HSC
Chuỗi phân phối	Các thương nhân phân phối được phép giao dịch với nhau	Cấm giao dịch giữa các thương nhân phân phối	Tiêu cực trong trường hợp thiếu hụt nguồn cung	Giảm các giao dịch thứ cấp được cho là không tạo thêm nguồn cung cho thị trường nhưng lại làm tăng chi phí và gây khó khăn hơn cho cơ quan quản lý trong việc giám sát
Sở hữu tối thiểu đối với các cơ sở vật chất kinh doanh xăng dầu	Trên 35%	Trên 50%	Tiêu cực Cho nhóm thương nhân đầu mỗi nhỏ lẻ	Giúp kiểm soát cơ sở vật chất và mạng lưới nhà phân phối dễ dàng hơn, không còn tình trạng đồng sở hữu.
Yêu cầu hoạt động đối với thương nhân đầu mỗi	Không yêu cầu về năng lực tối thiểu, kết nối hệ thống của các cơ quan quản lý	Tổng nguồn cung tối thiểu: 100.000m3/năm Kết nối với Bộ Công Thương để cung cấp dữ liệu về số liệu nhập khẩu, xuất khẩu, tồn kho	Tiêu cực với các đối tượng buôn lậu	Các công cụ bổ sung cho cơ quan chức năng kiểm soát nạn buôn lậu xăng dầu.
Yêu cầu đối với thương nhân phân phối và bán lẻ	Áp dụng các yêu cầu về kho bãi và phương tiện vận chuyển	Không yêu cầu về kho bãi và phương tiện vận chuyển	Tích cực	
Giá trần bán lẻ	Bộ Công Thương và Bộ Tài chính tính toán	Các thương nhân đầu mỗi tính toán	Trung lập	Đầu vào cho tính toán vẫn do Bộ Công Thương và Bộ Tài chính quyết định. Do đó, giá vẫn do các cơ quan quản lý điều hành.
	Trích lập và sử dụng quỹ bình ổn giá	Không áp dụng quỹ bình ổn giá	Tích cực Cao	Giảm áp lực lên dòng tiền, ngăn ngừa tham nhũng và sử dụng sai mục đích.
	Chi phí định mức theo quy định được Bộ Tài chính và Bộ Công Thương điều chỉnh ít nhất một lần mỗi năm, phản ánh chi phí thực tế phát sinh trong năm trước hoặc giai đoạn trước.	Chi phí định mức theo quy định được Bộ Công Thương điều chỉnh ít nhất một lần mỗi năm dựa trên CPI của năm trước.	Tích cực Cao	Giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của thương nhân phân phối nếu CPI tăng nhanh hơn chi phí thực tế phát sinh trong năm trước.

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Chi phí định mức trung bình cho mỗi lít xăng dầu

Trong quá khứ, CPI thường tăng vượt trội so với mức điều chỉnh chi phí định mức hàng năm đối với hầu hết các sản phẩm xăng dầu

	E5 RON 92	RON95	DO	Dầu Mazut	Tổng theo trọng số	CPI
2021	1,050	1,250	1,000	561		
2022	1,110	1,309	869	522		
	5.7%	4.8%	-13.1%	-6.9%	-4.2%	3.1%
2023	952	1,082	633	369		
	-14.2%	-17.4%	-27.2%	-29.4%	-22.0%	3.3%
9T/2024	922	972	606	281		
	-3.2%	-10.1%	-4.3%	-23.8%	-6.4%	3.9%
2021-2023 CAGR	-5%	-7%	-20%	-19%	-13.4%	3.4%

(*) Ghi chú: Trọng số theo cơ cấu sản lượng của BSR

Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ Tài chính và Bộ Công Thương, HSC ước tính

KQKD 9 tháng đầu năm 2024 của các công ty trong danh sách khuyến nghị

Dựa trên số liệu của PLX và OIL, hai công ty chiếm 68% thị phần phân phối sản phẩm xăng dầu, sản lượng tiêu thụ xăng dầu đã tăng lần lượt 2% và 4% so với cùng kỳ trong Q3/2024 và 9 tháng đầu năm 2024.

Lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi lít xăng dầu của PLX và OIL giảm xuống mức 725đ trong Q3/2024 từ 909đ trong Q3/2023, khiến lợi nhuận gộp mảng phân phối xăng dầu của PLX và OIL giảm lần lượt 9% so với cùng kỳ và 49% so với cùng kỳ. HSC cho rằng kết quả này là do giá dầu Brent suy yếu trong Q3/2024, giảm 7,7% so với cùng kỳ và 5,5% so với quý trước.

Bảng 17: Hoạt động kinh doanh phân phối xăng dầu Q3/2024, PLX và OIL

Lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi lít của cả 2 công ty đều giảm 20% so với cùng kỳ

	Q3/23	Q3/24	So với cùng kỳ	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ	4,964	5,054	2%	11,554	12,028	4%
PLX	3,645	3,654	0%	7,770	7,828	1%
OIL	1,319	1,400	6%	3,784	4,200	11%
Lợi nhuận gộp	4,510	3,666	-19%	13,096	14,490	11%
PLX	3,404	3,096	-9%	10,085	11,607	15%
OIL	1,106	569	-49%	3,011	2,883	-4%
Lợi nhuận gộp/lít	909	725	-20%	1,133	1,205	6%

Nguồn: HSC ước tính

Chiến lược của công ty

PLX, với vị thế dẫn đầu trong mạng lưới phân phối sản phẩm xăng dầu, đang tiếp tục mở rộng mạng lưới các cửa hàng COCO với định hướng cung cấp thêm các dịch vụ GTGT tại các trạm này. Do đó, các cửa hàng COCO mới mà PLX nhắm đến được đặt ở những vị trí đặc địa như trạm dừng chân trên đường cao tốc hoặc ở những vị trí có CSHT điện tốt để tích hợp hệ thống sạc xe điện. Cho đến nay, liên doanh của PLX đã trúng 3 gói thầu để trở thành nhà đầu tư của 3 trạm dừng chân dọc theo tuyến cao tốc Bắc - Nam, một trong số đó là trạm dừng chân quy mô lớn có đi kèm đại lý du lịch. Cả ba trạm đều bao gồm nhiều hạng mục dự án như dịch vụ bơm xăng dầu, khách sạn và nhà hàng. HSC tin rằng với chiến lược mở rộng mạng lưới các cửa hàng COCO này, PLX có thể tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh mẽ về sản lượng tiêu thụ trên mỗi cửa hàng COCO.

Trong hai năm qua, OIL đã đạt mức tăng trưởng sản lượng xăng dầu gần 30% mỗi năm. Dự kiến, công ty sẽ tiếp tục phấn đấu giành thêm thị phần chủ yếu nhờ mở rộng kênh DODO và tăng cường phục vụ khách hàng công nghiệp. Khách hàng mục tiêu của OIL trong hai năm qua là kênh DODO và khách hàng công nghiệp với tốc độ tăng trưởng sản lượng từ hai kênh này đạt khoảng 30% trong năm 2022 và 2023. HSC tin rằng OIL có thể tiếp tục mở rộng thị phần theo chiến lược hiện tại trong ít nhất 3-5 năm tới. OIL cũng đặt kế hoạch mở rộng mạnh mẽ, bổ sung bình quân 70-80 cửa hàng COCO mỗi năm cho đến năm 2030, cao hơn tốc độ mở mới trong giai đoạn 2019-2022 là 25-30 cửa hàng COCO mỗi năm. Việc bổ sung thêm các cửa hàng COCO mang lại lợi ích cho OIL theo hai cách: (1) cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, giúp giảm bớt áp lực lên lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu trong giai đoạn Công ty mở rộng mạnh mẽ mạng lưới các trạm DODO và tệp khách hàng công nghiệp, (2) tăng cường hoạt động xây dựng thương hiệu tốt hơn để tiếp cận nhiều khách hàng hơn.

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với **PLX**, HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024, 2025, 2026 với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 2.612 tỷ đồng (giảm 7,8%), 2.384 tỷ đồng (giảm 8,7%) và 2.683 tỷ đồng (tăng trưởng 12,6%). Điều này dựa trên giả định rằng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu sẽ giảm lần lượt xuống 911đ, 900đ và 911đ cho giai đoạn 2024-2026, vẫn ở mức thấp do triển vọng giá dầu Brent suy yếu và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng lần lượt 2,3%, 7% và 10%. Cho năm 2025, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trưởng nhờ việc phân bổ lại thị phần từ những đối tượng buôn lậu và sản lượng tiêu thụ bổ sung từ ba trạm dừng chân trên tuyến cao tốc Bắc - Nam. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm giai đoạn 2023-2026 đạt 5% sau khi loại bỏ khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn PLX vào năm 2023.

Đối với **OIL**, HSC tăng 12,6% dự báo doanh thu thuần cho năm 2024 lên 131,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 27,8%) và giảm 6,6% dự báo doanh thu thuần năm 2025 xuống 109 nghìn tỷ đồng (giảm 16,9%) do triển vọng giá dầu thô suy yếu. Chúng tôi giảm lần lượt 14,7% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 xuống lần lượt 576 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) và 512 tỷ đồng (giảm 11%) do điều chỉnh giảm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu nhưng giả định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 12% (từ 4% trong dự báo trước đó). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với doanh thu thuần đạt 120 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10,2%) và lợi nhuận thuần đạt 643 tỷ đồng (tăng trưởng 25,5%), theo đó lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong giai đoạn 2023-2026 đạt 9%.

Bảng 18: Dự báo chính, PLX

Lợi nhuận "cốt lõi" của PLX được kỳ vọng sẽ duy trì tăng trưởng mạnh mẽ, ngoại trừ năm 2025 do giá dầu Brent dự báo giảm

Tỷ đồng	Dự báo				Tăng trưởng			3Y CAGR
	2023A	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
Doanh thu thuần	273,979	255,336	259,737	278,139	-6.8%	1.7%	7.1%	1%
Lợi nhuận thuần	2,834	2,612	2,384	2,683	-7.8%	-8.7%	12.6%	-2%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	516	-	-	-	-100.0%	N/m	N/m	-100%
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	2,317	2,612	2,384	2,683	12.7%	-8.7%	12.6%	5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Dự báo cũ và dự báo mới, OIL

Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 4,6% trong giai đoạn 2023A-26

Tỷ đồng	2023A	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2026	3Y CAGR	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025			2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	102,663	131,199	109,047	120,202	5.4%	116,483	116,793	12.6%	-6.6%
Lợi nhuận thuần	563	576	512	643	4.6%	675	705	-14.7%	-27.4%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	66	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần "cốt lõi"	497	576	512	643	9.0%	675	705	-14.7%	-27.4%

Nguồn: HSC ước tính

Trong ngắn hạn và trung hạn, cả PLX và OIL đều có chiến lược giành lại thị phần từ các doanh nghiệp buôn lậu xăng dầu bị truy tố. Tuy nhiên, hai công ty này áp dụng các chiến thuật khác nhau. Trong khi OIL tập trung vào các khách hàng của kênh DODO và khách hàng công nghiệp, nơi họ phải đánh đổi tỷ suất lợi nhuận gộp để đạt tăng trưởng, thì PLX nỗ lực bán hàng kết hợp bằng cách cung cấp các sản phẩm và dịch vụ có GTGT cao hơn tại các cửa hàng COCO của mình tại các vị trí chiến lược/đặc địa. Do đó, HSC dự báo lợi nhuận thuần của OIL sẽ chịu áp lực trong 5 năm tới trong khi PLX vẫn ghi nhận lợi nhuận thuần mạnh mẽ.

Khả năng sửa đổi các quy định, nhất là cơ chế mới để xác định lợi nhuận định mức hàng năm, dự kiến sẽ mang lại cho PLX và OIL lợi nhuận thuần cao hơn so với dự báo hiện tại của HSC do yếu tố này chưa được đưa vào mô hình dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp DCF để tính toán giá mục tiêu của PLX và OIL. Những giá định chính của chúng tôi như sau:

- Áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (từ 8,5% trước đó), nhất quán với tiêu chuẩn nội bộ của HSC.
- Hệ số beta là 0,97 cho PLX và giảm hệ số beta cho OIL từ 1,2 xuống 1,0 dựa trên diễn biến trong 1 năm qua.
- Theo đó, giả định WACC đối với PLX và OIL lần lượt là 9,2% và 9,9% (từ 10,6% trước đó).
- Tiếp tục áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% cho cả OIL và PLX.
- Cộng các khoản tiền gửi ngắn hạn vào nợ thuần trong tính toán DCF để tính ra giá mục tiêu của PLX và OIL.
- Sử dụng cùng thời gian tính toán DCF cho đến năm 2028 cho cả hai công ty.

Bối cảnh định giá
Bảng 20: Diễn biến cổ phiếu PLX, OIL và VNIndex

PLX và OIL có diễn biến giá kém khả quan hơn so với VNIndex trong 1 tháng và 3 tháng

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PLX	-4.4%	-17.9%	16.2%
OIL	-1.7%	-23.8%	13.2%
VNIndex	-0.7%	-2.3%	13.6%

Nguồn: HSC ước tính

Giá cổ phiếu PLX và OIL diễn biến kém tích cực hơn VN Index trong 3 tháng qua. HSC cho rằng diễn biến kém khả quan này là do giá dầu thô giảm 8,8% trong 3 tháng qua, thị trường thất vọng về KQKD Q3/2024 và có thể là do tiến trình phê duyệt nghị định mới chậm hơn dự kiến.

Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu PLX diễn biến tích cực hơn VN Index 2,7% trong khi giá cổ phiếu OIL diễn biến kém tích cực hơn VN Index 0,4%. Chúng tôi cho rằng điều này là do OIL có mức định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực về P/E trong khi ROE dự phóng năm 2025 lại thấp hơn 46% và PVOIL có mức độ tập trung cao hơn vào mảng phân phối xăng dầu so với các mảng kinh doanh đa dạng của PLX.

Bảng 21: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX và OIL

PLX và OIL đang giao dịch với mức chiết khấu 19% và 7%, theo EV/EBITDA 2025

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE 2025 (%)
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	22,946	4.2	4.1	4.4	11.1	1.2	1.0	8.6
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	15,065	3.9	3.9	4.7	9.5	1.7	1.5	16.4
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	16,551	9.4	9.7	10.2	10.9	0.8	0.7	6.8
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	9,314	7.1	7.1	7.4	9.6	0.8	0.7	7.7
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4,357	8.7	8.6	18.2	18.5	3.2	3.2	17.1
Mari Petroleum Co Ltd	Pakistan	2,006	4.2	4.2	7.9	7.8	2.6	2.2	30.2
S-Oil Corp	Hàn Quốc	4,594	13.6	13.6	51.7	9.2	0.7	0.7	7.6
Thai Oil PCL	Thái Lan	2,431	9.6	9.3	7.3	5.9	0.5	0.5	8.0
Bangchak Corp PCL	Thái Lan	1,287	3.3	3.7	8.2	4.7	0.6	0.5	11.8
Bình quân		8,728	7.1	7.1	13.3	9.7	1.3	1.2	12.7
Vietnam National Petroleum (PLX)		1,989	8.7	8.7	16.2	14.7	1.9	1.8	13.8
<i>PLX cao/(thấp) hơn bình quân</i>			23%	22%	21%	51%	43%	53%	9%
PetroVietnam Oil Corp (OIL)		477	9.3	9.3	20.8	17.2	1.1	1.1	6.9
<i>OIL cao/(thấp) hơn bình quân</i>			30%	30%	56%	77%	-15%	-7%	-46%

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 22: So sánh với các công ty ngành Năng lượng - dầu khí HSC khuyến nghị, PLX và OIL

PLX hiện giao dịch ở mức giá rẻ hơn trong khi OIL giao dịch ở mức giá cao hơn theo P/E 2025

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E điều chỉnh		P/B		ROE 2025 (%)	
		2024	2025	2024	2025	2024	2025		
VN National Petroleum Gp.	2,042	11.3	12.0	19.6	21.7	2.1	2.1	9.7	
PetroVietnam Oil Corp.	592	21.7	28.7	20.6	23.4	1.1	1.1	4.8	
PetroVietnam Drill. & Well	520	6.9	6.0	15.0	10.2	0.8	0.8	8.0	
PetroVietnam Gas	6,433	10.1	7.6	15.0	10.9	2.7	2.4	23.9	
PetroVietnam Tech'l Services	649	24.2	48.2	14.8	12.2	1.3	1.2	10.0	
Binh Son Refining & Petroch.	2,410	17.9	10.1	N/m	46.3	1.1	1.0	2.9	
Bình quân	2,108	15.4	18.8	17.0	20.8	1.5	1.4	9.9	
<i>PLX cao/(thấp) hơn bình quân</i>		-3%	-26%	-36%	15%	5%	41%	45%	-2%
<i>OIL cao/(thấp) hơn bình quân</i>		-72%	41%	53%	21%	13%	-25%	-22%	-51%

Nguồn: HSC ước tính

HSC nhận thấy cả PLX và OIL đều đang giao dịch ở mức EV/EBITDA cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực. P/B dự phóng năm 2024-2025 của PLX đang

cao hơn lần lượt 43% và 53% trong khi của OIL thấp hơn lần lượt 15% và 7% so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Đối với PLX, chúng tôi thấy rằng công ty mang lại ROE năm 2025 cao hơn 9% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Do đó, mức định giá cao hơn là hợp lý. Tuy nhiên, PLX mang lại ROE thấp hơn 2% so với các công ty cùng ngành trong nước, điều này được phản ánh qua mức chiết khấu 26% & 36% của EV/EBITDA năm 2024-2025 so với các công ty cùng ngành trong nước. PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

Đối với OIL, công ty mang lại ROE dự phóng năm 2025 thấp hơn 46% và 51% so với các công ty cùng ngành trong khu vực và trong nước, bù đắp cho mức chiết khấu trong định giá P/B. Về EV/EBITDA và P/E, OIL hiện đang giao dịch ở mức cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành cả trong khu vực và trong nước. Điều này chủ yếu là do lợi nhuận thuần dự báo sẽ chịu áp lực trong quá trình OIL triển khai chiến lược mở rộng thị phần. OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,2 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

- Diễn biến giá dầu thô thấp hơn dự kiến có thể làm giảm dự báo lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.
- Cạnh tranh khốc liệt có thể buộc OIL và PLX phải đưa ra mức chiết khấu hấp dẫn hơn cho khách hàng DODO, điều này làm giảm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.
- Đồng VND mất giá có thể là rủi ro đối với cả OIL và PLX vì cả hai công ty đều có các khoản vay bằng USD, khiến chi phí tài chính tăng cao hơn.

Tiềm năng tăng giá

- Sửa đổi có lợi trong khung pháp lý liên quan đến việc tính toán giá bán lẻ xăng dầu có thể cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của các nhà phân phối hàng đầu như PLX và OIL.
- Giá dầu thô tốt hơn mong đợi có thể hỗ trợ lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu trong toàn ngành.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

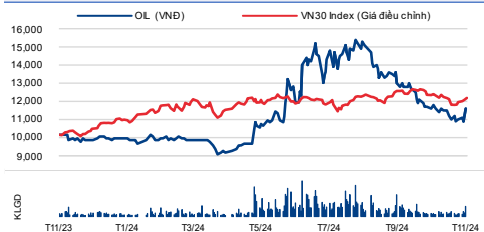
Giá mục tiêu: VNĐ14,200 (từ VNĐ11,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 22.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	11,600
Mã Bloomberg	OIL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,076-15,488
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	11,240
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,009
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	592
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,294
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	68.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2.87
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	6.62%
Tỷ lệ sở hữu của NN	5.07%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	án Dầu khí Việt Nam (80.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.85)	(23.1)	14.2
So với chỉ số	1.00	(22.2)	(4.83)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	556	563	(1.1)
2025F	495	681	(27.2)
2026F	622	780	(20.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

OIL là doanh nghiệp đứng thứ 2 trên thị trường xăng dầu Việt Nam với thị phần khoảng 22-24% vào cuối năm 2023 với hệ thống phân phối bao gồm 823 cửa hàng xăng dầu do PVOIL quản lý (tính đến cuối tháng 9/2024)

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã

Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng
nha.nht@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Phân đầu mở rộng thị phần; Khuyến nghị Mua vào

- Sản lượng tiêu thụ của OIL tăng trưởng 29% trong hai năm qua nhờ chiến lược đánh đổi lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu. Chiến lược này dường như sẽ tiếp tục song hành với OIL bổ sung các cửa hàng COCO mới trong 3-5 năm tới.
- HSC giảm 14,7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 sau LNST 9 tháng đầu năm 2024 yếu (giảm 43% so với cùng kỳ). Cho năm 2025, chúng tôi giảm 27,6% dự báo lợi nhuận thuần do giá dầu Brent dự báo vẫn ở mức thấp bình quân 76,5 USD/thùng trong năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,7% trong 1 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 23,2 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với OIL và tăng giá mục tiêu lên 14.200đ do điều chỉnh kỹ thuật DCF.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q3/2024

Trong Q3/2024, OIL đã thành công duy trì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ở mức 5% so với cùng kỳ và giá bán bình quân cũng tăng 23% so với cùng kỳ, đưa doanh thu thuần lên 31,1 nghìn tỷ đồng (tăng 29% so với cùng kỳ). Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, doanh thu của OIL tăng 43% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, giá dầu thô giảm đã làm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm 51% so với cùng kỳ và mặt bằng lãi suất thấp đã làm thu nhập lãi tiền gửi giảm 36% so với cùng kỳ, dẫn đến lợi nhuận thuần kém tích cực ở mức 28 tỷ đồng (giảm 87% so với cùng kỳ). Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, lợi nhuận thuần đạt 347 tỷ đồng (giảm 45% so với cùng kỳ), chỉ đạt 50% dự báo trước đó của HSC.

Tác động: Giảm 14,7% dự báo lợi nhuận cho năm 2024

HSC hạ lần lượt 14,7% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 xuống lần lượt 576 tỷ đồng (tăng trưởng 2,1%) và 512 tỷ đồng (giảm 11%) do điều chỉnh giảm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, nhưng giữ định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 12% (từ mức 4% trong dự báo trước đó). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 643 tỷ đồng (tăng trưởng 25,5%), tương đương có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới đạt 9%.

Dự báo thu nhập khiêm tốn này được đưa ra dựa trên giả định rằng OIL sẽ tiếp tục đánh đổi lợi nhuận để giành lấy thị phần nhiều hơn cho đến năm 2030.

Định giá và khuyến nghị

HSC tăng 23,5% giá mục tiêu lên 14.200đ (tiềm năng tăng giá 22,4%) chủ yếu nhờ cộng thêm tiền gửi ngắn hạn vào nợ thuần trong tính toán DCF và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng cho năm 2024-2025 lần lượt là 25,5 lần và 28,6 lần. Cách làm này được áp dụng cho tất cả các công ty ngành Tiện ích – Gas trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,008	630	593 ▼	409 ▼	580
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	651	563	576 ▼	512 ▼	643
EPS ĐC (đồng)	514	450	556 ▼	495 ▼	622
DPS (đồng)	200	200	250 ▼	250 ▼	250
BVPS (đồng)	9,872	10,021	10,245	10,385	10,652
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	21.7	21.7	28.2	21.5
P/E ĐC (lần)	22.6	25.8	20.8	23.4	18.7
Lợi suất cổ tức (%)	1.72	1.72	2.16	2.16	2.16
P/B (lần)	1.17	1.16	1.13	1.12	1.09
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.36	(12.5)	23.7	(11.0)	25.5
ROAE (%)	6.44	5.47	5.49	4.80	5.91

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Ưu tiên tăng trưởng sản lượng tiêu thụ hơn tỷ suất lợi nhuận gộp

HSC ưa thích chiến lược của OIL là từ bỏ lợi nhuận gộp cao hơn trên mỗi lít xăng dầu để đổi lấy thị phần và kế hoạch mở rộng mạnh mẽ hệ thống cửa hàng COCO (thêm 70-80 cửa hàng mới mỗi năm cho đến năm 2030). Do đó, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ duy trì ở mức thấp trong ít nhất ba năm tới trong khi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh hơn so với bình quân của ngành. Theo đó, chúng tôi giảm lần lượt 14,8% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 xuống lần lượt 576 tỷ đồng (tăng trưởng 2,3%) và 629 tỷ đồng (tăng trưởng 9,5%). Chúng tôi tăng giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 14.200 đ (từ 11.500 đ) do cộng tiền gửi ngắn hạn vào nợ thuần trong tính toán DCF, chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 và giảm 100 điểm cơ bản trong phần bù rủi ro vốn CSH.

Sản lượng tiêu thụ tăng tốc nhờ mở rộng nhanh chóng

Sản lượng tiêu thụ của OIL đã tăng trưởng đáng kể 29% trong hai năm qua và vượt trội so với tốc độ tăng trưởng của thị trường chỉ lần lượt ở mức 14,6% và 5,3%. HSC dự báo thị phần của OIL đã tăng lên mức 22% (cuối năm 2023) từ 18% (cuối năm 2022). Động lực đằng sau tăng trưởng sản lượng tiêu thụ mạnh mẽ của OIL là kênh DODO (đại lý sở hữu, đại lý vận hành) và khách hàng công nghiệp. Sản lượng tiêu thụ của kênh này có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2018-2023 là 11,5%, sát với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của tổng sản lượng tiêu thụ của OIL trong cùng giai đoạn là 11,1%. Do các cơ quan chức năng đang tích cực điều tra các hoạt động buôn lậu xăng dầu, HSC kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tại qua kênh DODO và khách hàng công nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong 3-5 năm tới.

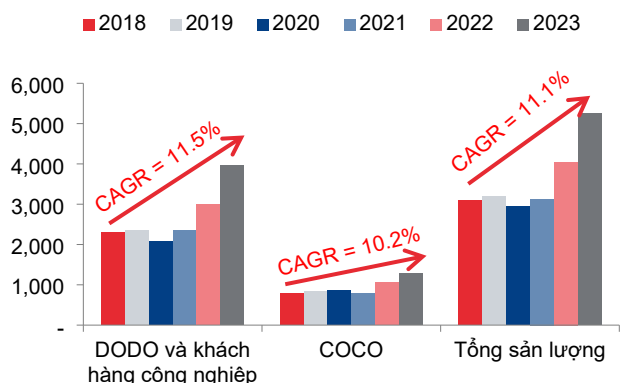
Lưu ý, đây là sự đánh đổi giữa việc giành thị phần và nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp. Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của OIL đã giảm 32% so với mức đỉnh đạt được trong năm 2021 trong khi lợi nhuận gộp của công ty tăng 2 lần kể từ năm 2021 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng. Theo đó, HSC cho rằng OIL sẽ chấp nhận mức lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu thấp này trong những năm tới để giành thị phần.

Về kênh COCO (Công ty sở hữu, Công ty vận hành), OIL vẫn có kế hoạch mở rộng mạnh mẽ mạng lưới các cửa hàng COCO lên 1.245 trạm vào cuối năm 2030 từ 756 trạm vào cuối Q3/2024, tương đương với việc mở mới 70-80 trạm mỗi năm từ đây cho đến năm 2030. Tốc độ mở mới cao hơn nhiều so với tốc độ trước đó là 25-30 trạm mới mỗi năm từ năm 2019 đến năm 2022. Trong khi số lượng cửa hàng COCO đang tăng nhanh chóng, sản lượng tiêu thụ tại mỗi cửa hàng COCO cũng tăng qua các năm (ngoại trừ thời gian giãn cách xã hội do COVID vào năm 2021), cho thấy hiệu quả của việc mở rộng mạng lưới cửa hàng COCO của OIL.

Vì OIL đang tích cực mở rộng mạng lưới phân phối, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ mỗi năm trong 5 năm tới sẽ tăng trưởng ở mức 12% (từ 4% vào tháng 2/2024), theo đó, sản lượng tiêu thụ của OIL sẽ tăng mạnh hơn tốc độ tăng trưởng của ngành (ở mức 8% theo dự báo của chúng tôi).

Biểu đồ 23: Sản lượng tiêu thụ theo kênh phân phối (nghìn lít), OIL

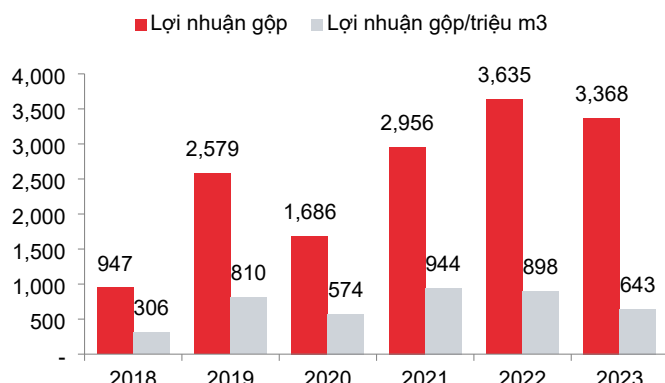
Kênh DODO và khách hàng công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng sản lượng



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 24: Lợi nhuận gộp và lợi nhuận gộp/triệu m³, OIL

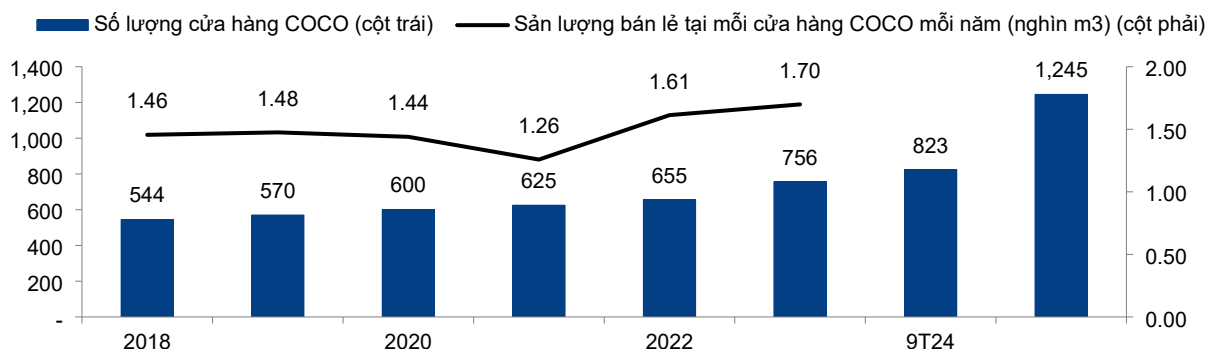
Lợi nhuận gộp/triệu m³ giảm xuống mức 643 tỷ đồng năm 2023



Nguồn: OIL, HSC ước tính

Biểu đồ 25: Mạng lưới COCO và sản lượng bán lẻ tại mỗi cửa hàng COCO (nghìn m³), OIL

OIL đặt kế hoạch táo bạo trong việc mở rộng mạng lưới cửa hàng COCO đến năm 2030



Nguồn: HSC

Những thay đổi sắp tới trong quy định

Bộ Công Thương đã trình dự thảo lần 4 về việc sửa đổi các quy định liên quan đến kinh doanh xăng dầu. Một điểm đáng chú ý trong dự thảo này là việc điều chỉnh chi phí kinh doanh sẽ được thực hiện ít nhất hằng năm, dựa trên mức tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân của năm gần nhất, thay vì dựa trên chi phí thực tế phát sinh trong năm trước đó. Ví dụ, nếu CPI của năm trước tăng 3%, chi phí định mức bình quân sẽ được điều chỉnh tăng 3%. OIL và các nhà phân phối xăng dầu khác có thể hưởng lợi khi chi phí hoạt động thực tế tăng với tốc độ chậm hơn so với mức tăng của CPI. Dựa trên dữ liệu quá khứ hiện có về chi phí định mức, HSC nhận thấy mức tăng của CPI thường cao hơn so với mức tăng hằng năm của chi phí định mức. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của OIL có thể tăng nếu quy định này được áp dụng và chi phí hoạt động thực tế tăng chậm hơn so với CPI.

Bảng 26: Chi phí bình quân cho mỗi lít xăng dầu

Thông thường, CPI vượt trội so với mức điều chỉnh chi phí định mức hàng năm đối với hầu hết các sản phẩm xăng dầu

	E5 RON 92	RON95	DO	Dầu Mazut	Tổng theo trọng số	CPI
2021	1,050	1,250	1,000	561		
2022	1,110	1,309	869	522		
	5.7%	4.8%	-13.1%	-6.9%	-4.2%	3.1%
2023	952	1,082	633	369		
	-14.2%	-17.4%	-27.2%	-29.4%	-22.0%	3.3%
9M2024	922	972	606	281		
	-3.2%	-10.1%	-4.3%	-23.8%	-6.4%	3.9%
CAGR 2021-23	-5%	-7%	-20%	-19%	-13.4%	3.4%

(*) ghi chú: Trọng số theo cơ cấu sản lượng của BSR

Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ Tài chính và Bộ Công Thương, HSC ước tính

Khả năng niêm yết trên sàn HSX

Trong ĐHCĐ năm 2024, BLĐ OIL cho biết Công ty đang cố gắng đáp ứng 3 tiêu chí để chuyển sang HSX, cụ thể là:

- ROE năm gần nhất đạt từ 5% trở lên: ROE của OIL trong ba năm qua đã vượt ngưỡng 5%.
- Không có lỗ lũy kế trên BCTC hợp nhất sau kiểm toán: OIL ghi nhận lợi nhuận chưa phân phối lũy kế là 275,2 tỷ đồng trên BCTC soát xét 6 tháng đầu năm 2024 (và 85,2 tỷ đồng trong BCTC chưa soát xét 9 tháng đầu năm 2024). Theo đó, HSC kỳ vọng OIL có thể chuyển lỗ lũy kế năm 2023 thành lãi vào cuối năm 2024.
- Không còn ý kiến kiểm toán ngoại trừ trên BCTC: Ý kiến ngoại trừ này liên quan đến khoản đầu tư của OIL vào CTCP Hóa dầu và Nhiên liệu sinh học Dầu khí (PVB, chưa niêm yết), PVB hiện vẫn đang chờ phê duyệt từ các cơ quan có thẩm quyền để tiến hành làm thủ tục phá sản. OIL dự kiến quá trình phá sản của công ty này sẽ được giải quyết vào cuối năm 2025. Tuy nhiên, HSC cho rằng quá trình phá sản của PVB sẽ mất thời gian và chúng tôi duy trì quan điểm thận trọng về khả năng đáp ứng tiêu chí này của OIL.

Tóm tắt KQKD 9 tháng đầu năm 2024

Tính chung 9 tháng đầu năm 2024, OIL ghi nhận doanh thu 96,4 nghìn tỷ đồng (tăng 43% so với cùng kỳ), đạt 82% dự báo cho cả năm của HSC đồng thời hoàn thành 115% kế hoạch HĐKD mà Công ty đề ra. Doanh thu tăng trưởng mạnh là nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 11% và giá bán bình quân tăng 28,8% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, OIL ghi nhận lợi nhuận thuần yếu đạt 347 tỷ đồng (giảm 45% so với cùng kỳ) do lợi nhuận gộp thấp ở mức 3.087 tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ), thu nhập lãi giảm chỉ đạt 419 tỷ đồng (giảm 17% so với cùng kỳ) và không còn khoản lợi nhuận không thường xuyên 66 tỷ đồng, là khoản hoàn nhập quỹ dự phòng môi trường theo quy định của Bộ Tài chính. Nếu không tính đến tác động của khoản mục không thường xuyên này, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của OIL giảm 38%.

Lợi nhuận gộp yếu trong 9 tháng đầu năm 2024 là do lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm 13,7% so với cùng kỳ. Điều này là do lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm 52% trong Q3/2024 trong khi lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu 6 tháng đầu năm 2024 đã cải thiện 6,9%. Chúng tôi cho rằng điều này là do giá dầu thô giảm 7,7% trong Q3/2024.

Bảng 27: Tóm tắt KQKD 9 tháng đầu năm 2024, OIL

KQKD kém do lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu thấp

	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T23	9T24	So với cùng kỳ
Doanh thu	31,077	29%	-10%	66,875	95,410	43%
Giá vốn hàng bán	(30,245)	32%	-10%	(63,666)	(92,322)	45%
Lợi nhuận gộp	832	-27%	-23%	3,209	3,087	-4%
Chi phí BH&QL	(856)	-14%	-13%	(2,822)	(2,887)	2%
Thu nhập tài chính	136	-45%	-22%	643	517	-20%
Thu lãi tiền gửi	121	-36%	-13%	507	419	-17%
Thu khác	15	-74%	-58%	136	98	-28%
Chi phí tài chính	(66)	-29%	-53%	(284)	(259)	-9%
Chi phí lãi vay	(50)	-31%	13%	(206)	(133)	-35%
Lỗi tỷ giá đã thực hiện	(11)	-42%	-88%	(69)	(120)	73%
Chi phí khác	(5)	517%	484%	(8)	(6)	-26%
Thu nhập từ công ty liên kết	(1)	-159%	-114%	6	9	69%
Thu nhập khác	8	-454%	-20%	85	24	-71%
Lợi nhuận thuần	28	-87%	-67%	628	347	-45%
Lợi nhuận thuần trừ các khoản mục ròng không thường xuyên	28	-87%	-67%	562	347	-38%

Nguồn: OIL, HSC

Bảng 28: KQKD các sản phẩm xăng dầu Q3/2024, OIL

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của OIL giảm 51% so với cùng kỳ và 46% so với quý trước

	Q3/24	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ xăng dầu (nghìn m ³)	1,400	5%	0%	4,200	11%
Giá bán bình quân (đồng/lit)	22,188	23%	-10%	22,636	29%
Lợi nhuận gộp (đồng/lit)	407	-51%	-46%	686	-14%

Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC giảm lần lượt 14,7% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025 dựa trên giả định về giá dầu Brent yếu (ở mức 81 USD, 76,5 USD và 75 USD mỗi thùng cho giai đoạn 2024-2026) và chiến lược của OIL nhằm giành thị phần trên kênh DODO.

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu dự báo sẽ tiếp tục khiêm tốn cho đến năm 2028 do Công ty đang hy sinh tỷ suất lợi nhuận để giành thị phần. Theo đó, cho năm 2024 và 2025, chúng tôi tăng lần lượt 7,5% và 16,6% dự báo sản lượng tiêu thụ trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp là 629đ và 605đ trên mỗi lít xăng dầu do triển vọng giá dầu Brent thấp. HSC tăng lần lượt 21,6% và 20,9% dự báo lợi nhuận gộp cho năm 2024-2025.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần đạt 643 tỷ đồng (tăng trưởng 25,5% so với cùng kỳ) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 12% và lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu tăng trưởng 4%.

Lưu ý, dự báo của HSC chưa xem xét tác động của dự thảo lần 4 nghị định về kinh doanh xăng dầu và tác động của PVB đến lợi nhuận thuần của OIL. Chúng tôi sẽ tính đến các yếu tố này khi có thêm thông tin cập nhật.

Bảng 29: Giả định cũ và giả định mới, OIL

Dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2024 và 2025 sẽ tăng lần lượt 7% và 14%

	2023	Dự báo mới		Dự báo lần đầu	CAGR 3 năm	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025			2024	2025	2024	2025
Sản lượng tiêu thụ xăng dầu (nghìn m ³)	5.2	5.8	6.5	7.3	11.9%	5.4	5.6	7.5%	16.6%
Giá bán bình quân (đồng/lit)	19,457	17,573	16,597	16,271	-5.8%	21,435	20,614	-18.0%	-19.5%
Lợi nhuận gộp đơn vị (đồng/lit)	643	629	605	630	-0.7%	936	951	-32.8%	-36.4%
Chi phí BH&QL đơn vị (đồng/lit)	692	667	672	668	-1.2%	860	885	-22.4%	-24.1%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Ước tính lợi nhuận cũ và mới, OIL

LNTT được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR là 4,8% trong giai đoạn 2023-2026 do giả định lợi nhuận gộp mỗi lít xăng ở mức khiêm tốn

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới		Dự báo lần đầu		3Y CAGR	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025	2026	2026		2024	2025	2024	2025
Doanh thu	102,663	131,199	109,047	120,202	5.4%	116,483	116,793	12.6%	-6.6%	
Lợi nhuận gộp	3,853	4,115	4,424	5,102	9.8%	5,250	5,568	-21.6%	-20.5%	
Lãi HD tài chính	461	505	618	644	11.7%	424	490	19.1%	26.1%	
Chi phí BH&QL	-3,627	-3,874	-4,383	-4,905	10.6%	-4,781	-5,126	-19.0%	-14.5%	
Lợi nhuận thuần	563	576	512	643	4.6%	675	705	-14.7%	-27.4%	
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	497	576	512	643	9.0%	675	705	-14.7%	-27.4%	

Nguồn: HSC

Giá mục tiêu 14.200đ, tiềm năng tăng giá 30,3%, nâng khuyến nghị lên Mua vào
Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 14.200đ do tác động trái chiều của một số yếu tố như sau:

- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).
- Tăng lần lượt 14,7% và 27,4% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025.
- Cộng tiền gửi ngắn hạn của OIL vào tính toán nợ thuần trong định giá DCF. Cách xử lý này nhất quán đối với tất cả các công ty Tiện ích – Gas trong danh sách khuyến nghị của HSC (Bảng 31).
- Giảm giả định WACC xuống 9,9% (so với 10,6% trước đây) do phần bù rủi ro vốn CSH giảm xuống 7,5% (từ 8,5% trước đó) để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ của HSC (Bảng 33).

Bảng 31: Định giá DCF với các mảng kinh doanh chính, OIL

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	274	74	229	388	636
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	219	59	183	310	508
Cộng: khấu hao	319	335	351	366	382
Trừ: vốn đầu tư	-450	-450	-450	-450	-450
Trừ: tăng vốn lưu động	1,402	-141	105	143	155
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay (UFCF)	1,490	-197	189	370	595
Chiết khấu		1.0	1.1	1.2	1.3
Giá trị hiện tại của UFCF		-197	172	306	448
Tổng UFCF		729			

Nguồn: HSC

Bảng 32: Tính toán giá trị vốn CSH của mảng kinh doanh chính, OIL

Tỷ đồng	
Giá trị hiện tại giai đoạn 2025-28	729
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	5,769
Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh chính	6,318
Trừ nợ ròng	-9,423
Trừ lợi ích cổ đông thiểu số	1,026
Vốn hóa	14,715
Giá mục tiêu (đồng)	14,200
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,034.2

Nguồn: HSC

Bảng 33: Tính toán WACC, OIL

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH (%)	11.5%
Lãi suất bình quân	3.7%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.8%
Tỷ trọng nợ	18.2%
WACC (%)	9.9%

Nguồn: HSC

Bảng 34: Phân tích độ nhạy, OIL

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	16,100	15,500	15,000	14,600	14,200
	7.0%	15,500	15,000	14,600	14,200	13,900
	7.5%	15,000	14,600	14,200	13,900	13,600
	8.0%	14,600	14,200	13,900	13,600	13,300
	8.5%	14,200	13,900	13,600	13,300	13,000

Nguồn: HSC

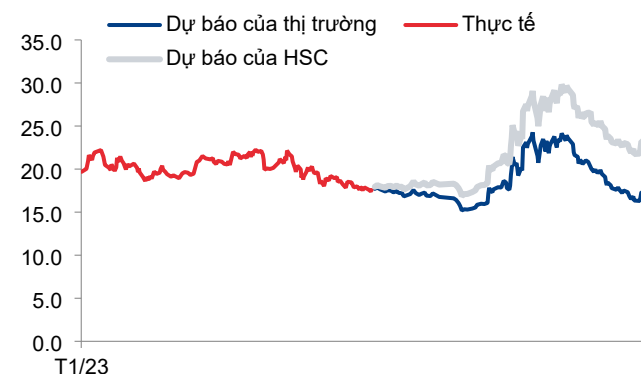
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1,7% trong 1 tháng qua nhưng tăng 13,2% trong 12 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,2 lần, cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

OIL đang có P/B dự phóng năm 2024-2025 nhỏ hơn lần lượt 15% và 7% so với các công ty cùng ngành trong khu vực, phản ánh ROE dự phóng năm 2025 hơn 46% so với các công ty này. Tương tự, OIL đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2024-2025 nhỏ hơn 29% và 26%, điều này có thể được giải thích bởi ROE dự phóng năm 2025 thấp hơn 46% so với các công ty này.

Bảng 35: P/E trượt dự phóng 1 năm, OIL

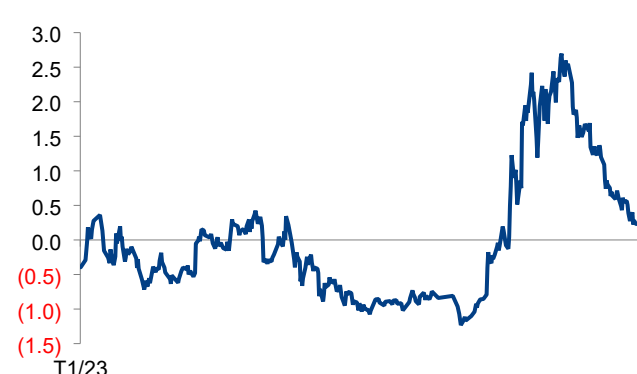
OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,2 lần ...



Nguồn: HS

Bảng 36: Độ lệch chuẩn so với bình quân, OIL

...cao hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023



Nguồn: HS

Bảng 37: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, OIL

OIL hiện giao dịch với mức P/B năm 2024 và 2025 là 1,1 lần, thấp hơn 15% và 17% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE 2025
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	22,946	4.2	4.1	4.4	11.1	1.2	1.0	8.6
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	15,065	3.9	3.9	4.7	9.5	1.7	1.5	16.4
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	16,551	9.4	9.7	10.2	10.9	0.8	0.7	6.8
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	9,314	7.1	7.1	7.4	9.6	0.8	0.7	7.7
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4,357	8.7	8.6	18.2	18.5	3.2	3.2	17.1
Mari Petroleum Co Ltd	Pakistan	2,006	4.2	4.2	7.9	7.8	2.6	2.2	30.2
S-Oil Corp	Hàn Quốc	4,594	13.6	13.6	51.7	9.2	0.7	0.7	7.6
Thai Oil PCL	Thái Lan	2,431	9.6	9.3	7.3	5.9	0.5	0.5	8.0
Bangchak Corp PCL	Thái Lan	1,287	3.3	3.7	8.2	4.7	0.6	0.5	11.8
Bình quân		8,728	7.1	7.1	13.3	9.7	1.3	1.2	12.7
PetroVietnam Oil Corp (OIL)		477	9.3	9.3	20.8	17.2	1.1	1.1	6.9
<i>OIL (cao/thấp) so với bình quân</i>			30%	30%	56%	77%	-15%	-7%	-46%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 38: So sánh với các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị, OIL

OIL hiện giao dịch với mức P/B năm 2024 và 2025 là 1,1 lần, thấp hơn 15% và 17% so với các công ty cùng ngành

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE 2025
		2024	2025	2024	2025	2024	2025	
VN National Petroleum Gp.	2,042	11.3	12.0	19.6	21.7	2.1	2.1	9.7
PetroVietnam Oil Corp.	592	21.7	28.7	20.6	23.4	1.1	1.1	4.8
PetroVietnam Drill. & Well	520	6.9	6.0	15.0	10.2	0.8	0.8	8.0
PetroVietnam Gas	6,433	10.1	7.6	15.0	10.9	2.7	2.4	23.9
PetroVietnam Tech'l Services	649	24.2	48.2	14.8	12.2	1.3	1.2	10.0
Binh Son Refining & Petroch.	2,410	17.9	10.1	N/m	46.3	1.1	1.0	2.9
Bình quân	2,108	15.4	18.8	17.0	20.8	1.5	1.4	9.9
<i>OIL (thấp)/cao hơn so với bình quân .</i>	<i>-72%</i>	<i>41%</i>	<i>53%</i>	<i>21%</i>	<i>13%</i>	<i>-25%</i>	<i>-22%</i>	<i>-51%</i>
Bình quân không bao gồm OIL	2,411	14.1	16.8	16.1	20.3	1.6	1.5	10.9
<i>OIL (thấp)/cao hơn so với bình quân</i>	<i>-75%</i>	<i>54%</i>	<i>71%</i>	<i>28%</i>	<i>16%</i>	<i>-29%</i>	<i>-26%</i>	<i>-56%</i>

Nguồn: HSC

Rủi ro
Tiềm năng tăng giá

- Giá dầu thô tốt hơn dự kiến có thể tạo ra tiềm năng tăng giá đối với khuyến nghị của HSC vì điều này tác động trực tiếp đến biến động của lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.
- Việc giành thị phần mạnh mẽ dự kiến sẽ nâng cao vị thế của PVOIL trên thị trường.
- Việc Chính phủ tăng cường điều tra nạn buôn lậu xăng dầu mang đến cơ hội tốt để PVOIL mở rộng thị phần.
- Tiềm năng tỷ suất lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cải thiện khi Bộ Công thương đang đề xuất Dự thảo lần 4 sửa đổi Nghị định về kinh doanh xăng dầu. Chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo khả năng cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu này.
- Việc niêm yết trên sàn HSX sẽ hỗ trợ tâm lý NĐT đối với OIL.

Rủi ro giảm giá

- Giá dầu thô thấp hơn dự kiến có thể tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo của HSC.
- Cạnh tranh gay gắt giữa các doanh nghiệp có thể khiến OIL phải hy sinh lợi nhuận gộp lâu hơn dự kiến.
- Ghi giảm tài sản tối đa 271,5 tỷ đồng trong quá trình phá sản của PVB, ảnh hưởng đến lợi nhuận thuần và giá trị sổ sách năm 2025 của OIL.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	104,214	102,663	131,199	109,047	120,202
Lợi nhuận gộp	4,067	3,853	4,115	4,424	5,102
Chi phí BH&QL	(3,412)	(3,627)	(3,874)	(4,383)	(4,905)
Thu nhập khác	52.5	112	56.3	56.3	56.3
Chi phí khác	(35.5)	(12.0)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
EBIT	672	326	274	73.5	229
Lãi vay thuần	237	461	505	618	644
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	3.04	10.5	20.0	20.0	20.0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	912	798	799	711	893
Chi phí thuế TNDN	(189)	(177)	(159)	(142)	(178)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(72.0)	(58.7)	(63.9)	(56.9)	(71.5)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	651	563	576	512	643
Lợi nhuận thuần ĐC	532	465	576	512	643
EBITDA ĐC	1,008	630	593	409	580
EPS (đồng)	630	544	556	495	622
EPS ĐC (đồng)	514	450	556	495	622
DPS (đồng)	200	200	250	250	250
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	4,082	5,377	6,399	7,895	7,168
Đầu tư ngắn hạn	7,666	9,893	10,276	8,541	9,415
Phải thu khách hàng	8,091	13,110	12,917	10,736	11,834
Hàng tồn kho	2,941	4,171	3,545	2,918	3,210
Các tài sản ngắn hạn khác	452	426	509	423	466
Tổng tài sản ngắn hạn	23,233	32,977	33,646	30,513	32,093
TSCĐ hữu hình	2,135	2,157	2,193	2,241	2,283
TSCĐ vô hình	1,629	1,455	1,606	1,753	1,897
Bất động sản đầu tư	105	101	98.1	94.9	91.8
Đầu tư dài hạn	73.1	67.0	69.9	69.9	69.9
Đầu tư vào Cty LD,LK	690	643	636	636	636
Tài sản dài hạn khác	945	1,439	2,817	4,212	5,147
Tổng tài sản dài hạn	5,577	5,863	7,420	9,006	10,125
Tổng cộng tài sản	28,810	38,839	41,066	39,519	42,218
Nợ ngắn hạn	2,701	6,967	7,147	7,327	7,507
Phả trả người bán	9,264	13,631	14,869	12,241	13,467
Nợ ngắn hạn khác	4,822	5,748	6,311	7,159	8,007
Tổng nợ ngắn hạn	17,215	27,144	29,120	27,429	29,852
Nợ dài hạn	62.7	87.8	106	106	106
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	157	170	184	184	184
Nợ dài hạn khác	48.5	43.7	34.0	34.0	34.0
Tổng nợ dài hạn	268	302	324	324	324
Tổng nợ phải trả	17,483	27,446	29,444	27,753	30,176
Vốn chủ sở hữu	10,210	10,364	10,596	10,741	11,016
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,117	1,029	1,026	1,026	1,026
Tổng vốn chủ sở hữu	11,327	11,393	11,622	11,766	12,042
Tổng nợ phải trả và VCSH	28,810	38,839	41,066	39,519	42,218
BVPS (đ)	9,872	10,021	10,245	10,385	10,652
Nợ thuần/(tiền mặt)	(1,318)	1,677	853	(463)	445

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	672	326	274	73.5	229
Khấu hao	(336)	(304)	(319)	(335)	(351)
Lãi vay thuần	237	461	505	618	644
Thuế TNDN đã nộp	(189)	(177)	(159)	(142)	(178)
Thay đổi vốn lưu động	2,284	(1,106)	1,402	(141)	105
Khác	(164)	(446)	(461)	(491)	(511)
LCT thuần từ HĐKD	3,176	(638)	1,880	253	639
Đầu tư TS dài hạn	(400)	(419)	(450)	(450)	(450)
Góp vốn & đầu tư	(7,705)	(10,404)	(12,447)	(11,613)	(11,081)
Thanh lý	7,965	8,237	12,064	13,348	10,208
Khác	414	553	741	815	897
LCT thuần từ HĐĐT	269	(2,046)	(833)	1,285	(1,324)
Cổ tức trả cho CSH	(384)	(221)	(221)	(221)	(221)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,886)	4,289	198	180	180
Khác	(0.72)	(1.97)	(0.90)	(0.90)	(0.90)
LCT thuần từ HĐTC	(2,271)	4,066	(24.4)	(42.1)	(42.1)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,991	4,082	5,377	6,399	7,895
LCT thuần trong kỳ	1,175	1,382	1,022	1,495	(727)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(83.7)	(87.2)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4,082	5,377	6,399	7,895	7,168
Dòng tiền tự do	2,776	(1,056)	1,430	(197)	189

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	3.90	3.75	3.14	4.06	4.24
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	0.97	0.61	0.45	0.37	0.48
Tỷ suất LNT (%)	0.62	0.55	0.44	0.47	0.54
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.7	22.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	80.2	(1.49)	27.8	(16.9)	10.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	1.69	(37.6)	(5.75)	(31.2)	42.0
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	5.36	(12.5)	23.7	(11.0)	25.5
Tăng trưởng EPS (%)	7.67	(13.6)	2.29	(11.0)	25.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.36	(12.5)	23.7	(11.0)	25.5
Tăng trưởng DPS (%)	(42.9)	0	25.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.8	36.8	44.9	50.5	40.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.44	5.47	5.49	4.80	5.91
ROACE (%)	5.83	2.80	2.32	0.61	1.87
Vòng quay tài sản (lần)	3.72	3.04	3.28	2.71	2.94
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	4.73	(1.96)	6.86	3.43	2.79
Số ngày tồn kho	10.7	15.4	10.2	10.2	10.2
Số ngày phải thu	29.5	48.4	37.1	37.5	37.5
Số ngày phải trả	33.8	50.4	42.7	42.7	42.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(12.2)	16.7	8.75	(3.73)	4.66
Nợ/tài sản (%)	9.84	18.3	17.8	19.0	18.2
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	2.81	11.3	12.3	18.3	13.2
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.35	1.21	1.16	1.11	1.08
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.10	0.13	0.10	0.11	0.10
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	21.7	21.7	28.2	21.5
P/E (lần)	18.4	21.3	20.8	23.4	18.7
P/E ĐC (lần)	22.6	25.8	20.8	23.4	18.7
P/B (lần)	1.17	1.16	1.13	1.12	1.09
Lợi suất cổ tức (%)	1.72	1.72	2.16	2.16	2.16

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn