

Tối ưu chi phí thấp lựa lợi nhuận

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

- Ngành Dịch vụ tiện ích - Gas đang đứng trước triển vọng năm 2025 đầy thách thức, với lợi nhuận được hỗ trợ từ việc cắt giảm mạnh chi phí, mở rộng hệ thống cửa hàng cũng như những thay đổi tiềm năng về mặt pháp lý theo hướng có lợi cho các công ty lớn và hoạt động hiệu quả như PLX và OIL.
- HSC giảm 5% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2025 do giá dầu Brent giảm nhưng tăng 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 nhờ PLX & OIL quản lý chi phí hiệu quả hơn. Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tổng lợi nhuận thuần giảm 17% trong năm 2025 và tăng trưởng lần lượt 69%/19% trong năm 2026-2027.
- HSC khuyến nghị Mua vào đối với PLX & OIL với tiềm năng tăng giá lần lượt là 27% và 28%. Cả hai công ty đều đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn bình quân quá khứ. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PLX hơn OIL nhờ có ROE dự kiến cao hơn và định giá thấp hơn.

Sự kiện: KQKD Q1/2025 và đề xuất 'Dự thảo 6' Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu

Trong Q1/2025, tổng lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu giảm mạnh 88% so với cùng kỳ, chủ yếu do tổng lợi nhuận gộp từ HĐKD xăng dầu giảm 24% so với cùng kỳ. HSC cho rằng lợi nhuận gộp giảm là do giá dầu Brent giảm và sản lượng tiêu thụ thấp hơn.

Những thay đổi tiềm năng về mặt pháp lý trong Dự thảo 6 sửa đổi các quy định trong kinh doanh xăng dầu được kỳ vọng sẽ đưa ra nhiều công cụ hơn để giảm thiểu tình trạng buôn lậu xăng dầu và trao nhiều quyền hơn trong việc quyết định giá bán cho các thương nhân đầu mỗi xăng dầu. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh khốc liệt hơn và mang lại lợi ích cho các công ty có cơ cấu chi phí tốt và có doanh thu đóng góp từ kênh bán lẻ nhiều hơn.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Nhằm phản ánh tình trạng giá dầu Brent sụt giảm trong thời gian gần đây, HSC giảm 5% dự báo tổng lợi nhuận của hai nhà phân phối xăng dầu trong danh sách khuyến nghị xuống 2,7 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 (giảm 17% so với cùng kỳ), nhưng tăng 40% dự báo cho năm 2026 lên 4,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 69%) do chúng tôi kỳ vọng việc quản trị chi phí tốt hơn trong năm 2026, chủ yếu đối với PLX, trong khi OIL dự kiến sẽ ghi nhận lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn nhờ Công ty tham gia vào lĩnh vực kinh doanh nhiên liệu bay. Sau cùng, dự báo lần đầu cho năm 2027 cho thấy tổng lợi nhuận tăng trưởng 19%, nhờ giá dầu Brent phục hồi nhẹ cùng với kỳ vọng sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, ở mức 8% đối với PLX và 12,1% đối với OIL. Tổng lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm là 19%.

Khuyến nghị: Cả 2 Công ty đều có định giá hấp dẫn

HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhưng giảm 2,9% giá mục tiêu xuống 44.000đ, sau khi giảm dự báo lợi nhuận thuần và đưa ra các điều chỉnh thận trọng hơn đối với các giá định giá cơ bản. PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Đối với OIL, chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 9,2% giá mục tiêu xuống 12.900đ, sau khi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026, tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH cao hơn. OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PLX hơn OIL nhờ có ROE cao hơn và định giá thấp hơn.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
OIL	10,100	Mua vào	-	12,900	-	27.7	19.4	14.1	17.3	15.2	2.48	2.48
PLX	34,700	Mua vào	Tăng tỷ trọng	44,000	-	26.8	20.4	11.5	10.5	6.19	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 26/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Giảm chi phí bán hàng & quản lý để thúc đẩy lợi nhuận

Thị trường phân phối xăng dầu tăng trưởng mạnh 10,8% so với cùng kỳ, cao hơn mức tăng trưởng GDP năm 2024 là 7,05%. Lợi nhuận thuần Q1/2025 của các công ty Tiện ích - Gas trong danh sách khuyến nghị giảm 88%, chủ yếu do giá dầu giảm. Chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh năm 2025 sẽ có nhiều thách thức, nhưng PLX và OIL đang triển khai các biện pháp tái cấu trúc và cắt giảm chi phí nhằm hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận thuần trong dài hạn. Việc này phần nào bù đắp cho những bất lợi từ sự biến động của giá dầu Brent, dẫn đến tổng lợi nhuận thuần năm 2025 giảm 17% so với cùng kỳ và hồi phục với mức tăng trưởng lần lượt 40%/19% trong năm 2026/2027.

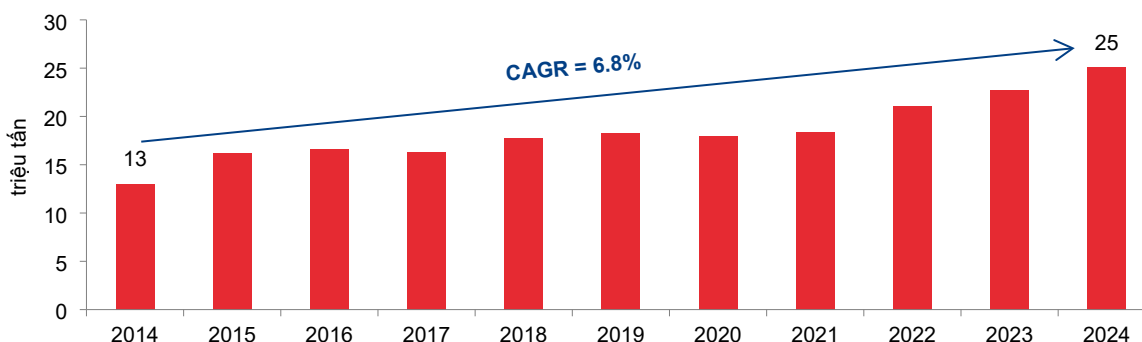
Tổng quan thị trường phân phối sản phẩm xăng dầu năm 2024

Nhu cầu xăng dầu trong nước đạt 25 triệu tấn trong năm 2024 (tăng 10,8% so với cùng kỳ), với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm lên 6,8% trong giai đoạn 10 năm, cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP bình quân ở mức 6% trong cùng giai đoạn. Trong đó, 65% đến từ nguồn cung trong nước và 35% đến từ nguồn cung nước ngoài. Xét theo thị trường, Hàn Quốc, Singapore và Malaysia là những thị trường xuất khẩu nhiều xăng dầu sang Việt Nam nhất. HSC cho rằng thị trường xăng dầu tăng trưởng mạnh là nhờ (1) GDP thực tế của năm 2024 tăng mạnh 7,05%, (2) hoàn thành các dự án thành phần thuộc dự án đường cao tốc Bắc - Nam và (3) giành được thị phần từ các đối tượng buôn lậu xăng dầu bị bắt giữ trong thời gian gần đây, như chúng tôi đã thảo luận trong báo cáo '[Cuộc đua mở rộng nóng lên để giành lấy thị phần hấp dẫn](#)', trong đó, chúng tôi dự báo có khoảng 7-8% thị phần sẽ được phân bổ lại cho các thương nhân khác. Trong năm 2024, Bộ Công Thương đã thu hồi giấy phép của 5 thương nhân đầu mối, giảm tổng số thương nhân đầu mối xăng dầu xuống còn 27, tạo ra sự cạnh tranh khốc liệt hơn nữa trên thị trường. Chúng tôi cho rằng việc tiếp tục thu hồi giấy phép từ các thương nhân đầu mối xăng dầu không đạt chuẩn sẽ thúc đẩy tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu và mang lại cơ hội cho các công ty đang hoạt động giành thêm thị phần.

Đối với các công ty trong danh sách khuyến nghị, cả PLX và OIL đều ghi nhận KQKD kém hơn thị trường. Cụ thể, sản lượng tiêu thụ trong nước của OIL tăng 7% trong khi sản lượng tiêu thụ trong nước của PLX tăng 3%. Sự tăng trưởng tích cực của thị trường chủ yếu nhờ động lực từ các công ty không niêm yết. Đối với PLX và OIL, sản lượng tiêu thụ tăng chủ yếu đến từ kênh bán lẻ, với mức tăng 13% đối với OIL và 7% đối với PLX. Chúng tôi cho rằng kết quả trên có được là nhờ tích cực mở rộng hệ thống trạm xăng dầu COCO (công ty sở hữu - công ty vận hành) mới, trong đó PLX đã mở thêm 93 trạm (tăng 3% so với cùng kỳ) và OIL đã mở thêm 95 trạm (tăng 13% so với cùng kỳ).

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

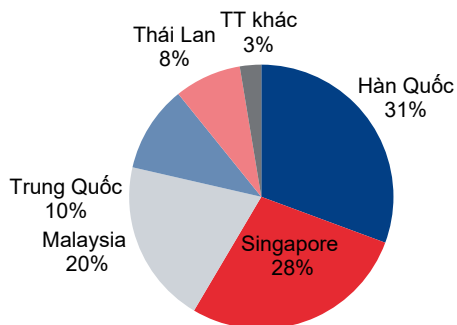
... CAGR 10 năm qua đạt 6,8%



Nguồn: MOIT, Tổng cục Thống kê, HSC dự báo

Biểu đồ 2: Tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu tinh chế của Việt Nam của các thị trường khác, năm 2024

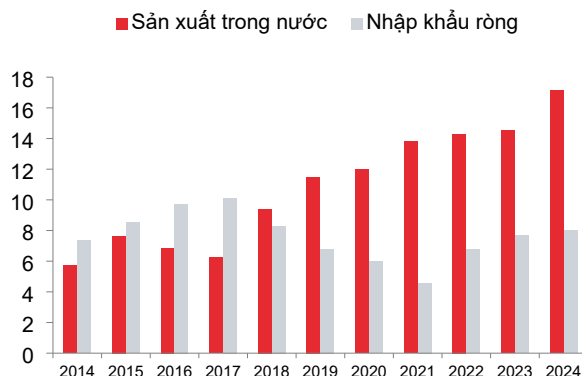
Hàn Quốc, Singapore, Malaysia là các nhà cung ứng lớn nhất



Nguồn: Tổng cục Thống kê

Bảng 3: Nguồn cung xăng dầu (triệu tấn)...

... nội địa đang tăng lên



Nguồn: MOIT, Tổng cục Thống kê, HSC ước tính

Tóm tắt KQKD Q1/2025: Giá dầu giảm ảnh hưởng đến lợi nhuận

Trong Q1/2025, tổng lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu giảm mạnh 88% so với cùng kỳ, chủ yếu do tổng lợi nhuận gộp từ HĐKD xăng dầu giảm 24% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp xăng dầu sụt giảm chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm 1% và lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm 23% do giá dầu Brent đi ngang trong Q1/2025 (so với tăng 14% trong Q1/2024) và tổng sản lượng tiêu thụ giảm 1% dẫn đến sản lượng tiêu thụ của OIL giảm 4%. Trong khi sản lượng tiêu thụ của PLX đi ngang trong Q1/2025, sản lượng tiêu thụ của OIL lại giảm, nhấn mạnh sự khác biệt trong phân khúc khách hàng giữa hai công ty này. Trong khi sản lượng tiêu thụ của OIL phần lớn được đóng góp từ các khách hàng DODO (đại lý sở hữu - đại lý vận hành) và khách hàng công nghiệp, chiếm 74,2% tổng sản lượng tiêu thụ trong năm 2024, thì tỷ lệ này của PLX chỉ ở mức 53%. Trong bối cảnh giá dầu giảm, khách hàng doanh nghiệp có xu hướng giữ lượng hàng tồn kho thấp, có nghĩa là sức mua của khách hàng OIL sẽ giảm. Do chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng nhóm khách hàng doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất của OIL sẽ đẩy mạnh sản xuất trong thời gian tạm hoãn áp thuế 90 ngày, dự kiến cải thiện sản lượng tiêu thụ so với quý trước.

Bảng 4: Cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị Q1/2025

Lợi nhuận thuần giảm 88%

	PLX	OIL	Tổng thể
Doanh thu thuần	67,861	32,789	100,650
- Kinh doanh xăng dầu	64,462	20,038	84,500
Lợi nhuận gộp	3,712	831	4,543
- Lợi nhuận gộp xăng dầu	3,535	736	4,271
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-22%</i>	<i>-33%</i>	<i>-24%</i>
Lợi nhuận HĐ tài chính	128	70	198
Chi phí BH&QL	(3,617)	(863)	(4,479)
<i>Tăng trưởng</i>	<i>5%</i>	<i>-17%</i>	<i>0%</i>
Lợi nhuận thuần	133	28	161
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-88%</i>	<i>-88%</i>	<i>-88%</i>
Sản lượng tiêu thụ xăng dầu	4.0	1.3	5.3
<i>Tăng trưởng</i>	<i>0%</i>	<i>-4%</i>	<i>-1%</i>
Giá bán bình quân/lít	16,237	15,192	15,977
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-11%</i>	<i>-8%</i>	<i>-10%</i>
Lợi nhuận gộp/lít	890	558	807
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-22%</i>	<i>-30%</i>	<i>-23%</i>

Nguồn: PLX, OIL, HSC dự báo

Cập nhật triển vọng năm 2025 và trung hạn

HSC nhận thấy năm 2025 là một năm đầy khó khăn của các công ty trong ngành Dịch vụ tiện ích - Gas trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể, chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ tạo áp lực lên kế hoạch sản xuất của các công ty sản xuất, có thể làm nhu cầu xăng dầu chững lại nếu kết quả đàm phán không thuận lợi. Mặc dù tác động có tính gián tiếp, nhưng dẫn đến giảm cả sản lượng tiêu thụ và giá dầu thô, từ đó làm giảm mức lợi nhuận gộp trên mỗi lít sản phẩm xăng dầu và lợi nhuận gộp của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng các công ty trong ngành Dịch vụ tiện ích - Gas trong danh sách khuyến nghị có thể giải quyết được vấn đề này bằng cách giảm chi phí bán hàng & quản lý. Trong ngắn hạn, hiệu quả chi phí của OIL có thể sẽ tốt hơn so PLX. Bên cạnh đó, cả OIL và PLX đều đang đẩy mạnh mở rộng HĐKD, bằng cách mở rộng mạng lưới chiến lược hoặc tham gia vào phân khúc có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng những thay đổi tiềm năng về mặt pháp lý có thể mang lại lợi ích cho các công ty lớn như PLX và OIL.

Cắt giảm chi phí và mở rộng mạng lưới là động lực tăng trưởng lợi nhuận

Các sáng kiến cắt giảm chi phí đang được các nhà phân phối xăng dầu tích cực triển khai. Đối với PLX, tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 18/3/2025, cổ đông đã thông qua kế hoạch sáp nhập Tổng công ty Dịch vụ Vận tải Xăng dầu Petrolimex vào HĐKD của PLX – một phần của kế hoạch tái cơ cấu tổng thể của Công ty – và mô hình DOC (Trung tâm quản lý, điều động tập trung) sẽ thay thế mô hình quản lý vận tải hiện tại, dự kiến sẽ cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý và mang lại hiệu quả cao hơn cho phân khúc này. Ngoài ra, PLX đang giải thể một số đơn vị quản lý trung gian. HSC tin rằng tác động của việc cắt giảm chi phí sẽ được phản ánh vào lợi nhuận của PLX từ năm 2026.

Mặt khác, chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít của OIL cũng giảm từ năm 2023 và chi phí bán hàng & quản lý Q1/2025 giảm mạnh 15%. Chúng tôi cho rằng hiệu quả chi phí cao hơn này đến từ nỗ lực chuyển đổi số của OIL. Công ty đã triển khai hệ thống hoạch định nguồn lực để cắt giảm chi phí vận hành. HSC kỳ vọng trong năm 2025 những nỗ lực cắt giảm chi phí này sẽ bù trừ cho tác động tiêu cực của việc giá dầu Brent giảm lên lợi nhuận. Đối với triển vọng trong trung hạn, chúng tôi dự báo OIL sẽ tham gia vào lĩnh vực phân phối nhiên liệu máy bay từ năm 2026. Điều này có thể sẽ hỗ trợ lợi nhuận gộp trên một lít xăng dầu và sản lượng tiêu thụ.

Bên cạnh đó, cả hai công ty vẫn tiếp tục việc mở rộng hệ thống cửa hàng. Cụ thể, PLX, vốn có nhiều trạm xăng dầu COCO nhất, đã trúng thầu sáu cặp trạm dừng chân dọc theo các dự án thành phần của tuyến đường cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1). Xét đến vị trí chiến lược của các trạm dừng chân này, chúng tôi cho rằng không chỉ sản lượng tiêu thụ của PLX sẽ tăng mà doanh thu ngoài mảng xăng dầu cũng sẽ cải thiện. Đối với OIL, Công ty đủ điều kiện để tham gia kinh doanh nhiên liệu bay từ ngày 10/1/2025. Chúng tôi dự báo Công ty sẽ bắt đầu kinh doanh nhiên liệu bay trong năm 2026, điều này sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ cũng như lợi nhuận gộp trên mỗi lít.

Dự thảo 6: Các công ty lớn là những đơn vị hưởng lợi chính

Chính phủ đã đề xuất Dự thảo 6 Nghị định sửa đổi quy định về kinh doanh xăng dầu vào ngày 18/4/2025. Trách nhiệm của các thương nhân đầu mỗi xăng dầu khi tính toán giá trần bán lẻ được đề xuất tăng, trong đó chi phí thực tế phát sinh từ khâu vận hành của các đơn vị này sẽ là yếu tố quyết định giá trần bán lẻ trong hệ thống phân phối của từng đầu mỗi xăng dầu. Khác với Dự thảo 4 trước đó, khi các yếu tố đầu vào dùng để tính giá trần bán lẻ xăng dầu được đề xuất tính toán và công bố bởi các cơ quan có thẩm quyền. Ngoài ra, quy định hiện hành cho phép Bộ Tài chính và Bộ Công Thương tính toán bán trần lẻ xăng dầu, với các yếu tố đầu vào bao gồm chi phí nhập hàng bình quân, chi phí vận hành và lợi nhuận được điều chỉnh.

Do đó, với phương pháp tính giá trần bán lẻ đang được đề xuất này, chi phí thực tế của thương nhân đầu mỗi xăng dầu sẽ được sử dụng làm yếu tố đầu vào để tính toán và lợi nhuận định mức không còn được áp dụng, chúng tôi cho rằng giá bán trên thị trường của thương nhân đầu mỗi xăng dầu như PLX và OIL sẽ cạnh tranh hơn nhờ có lợi thế về quy mô kinh doanh. Sự thay đổi trong cơ chế xác định giá bán cũng khuyến khích sự cạnh tranh giữa các đơn vị kinh doanh xăng dầu và tối ưu hóa chi phí/quản trị nguồn hàng tồn kho.

Trong Dự thảo này, các cơ quan chức năng vẫn áp dụng quy định hiện hành, cho phép giao dịch giữa các thương nhân phân phối xăng dầu, so với đề xuất “nghiêm cấm” trong Dự thảo 4. Các thương nhân phân phối xăng dầu cũng được yêu cầu kết nối dữ liệu tồn kho với Bộ Công Thương, cũng giống như quy định đang được đề xuất áp dụng cho các nhà thương nhân đầu mối xăng dầu. Cùng với các yêu cầu về việc lập hóa đơn bán xăng dầu cho khách hàng trong mỗi giao dịch, HSC cho rằng các quy định nêu trên giúp xác định và loại bỏ tình trạng buôn lậu xăng dầu, có lợi cho các nhà phân phối xăng dầu tuân thủ đúng quy định nhờ có thêm tiềm năng trong việc mở rộng thị phần.

Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy ‘Dự thảo Nghị định lần 6’ về kinh doanh xăng dầu yêu cầu các đơn vị phân phối phải tuân thủ các yêu cầu nghiêm ngặt hơn để trở thành thương nhân đầu mối xăng dầu. Nghị định này cũng cung cấp cho các cơ quan chức năng nhiều công cụ hơn để loại bỏ tình trạng buôn lậu xăng dầu cũng như trao cho thương nhân đầu mối xăng dầu nhiều quyền hơn trong việc xác định giá bán. HSC cho rằng quy định này sẽ tạo ra môi trường cạnh tranh gay gắt và loại bỏ các công ty yếu kém khỏi thị trường, để lại nhiều thị phần hơn cho các công ty còn lại.

Do PLX có tỷ trọng doanh thu bán lẻ ở mức cao (khoảng 70% sản lượng tiêu thụ trong nước) nhờ có nhiều trạm xăng dầu COCO nhất, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ chấp nhận mức lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng/dầu thấp hơn khi tính giá bán lẻ. Ngoài ra, PLX đang tái cấu trúc các công ty vận tải trực thuộc. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp cải thiện lợi thế chi phí so với các đối thủ. HSC cho rằng PLX có đủ khả năng để đưa ra mức giá bán cạnh tranh hơn so với hầu hết các công ty cùng ngành.

Về phía OIL, chúng tôi cho rằng Công ty có lợi thế về chi phí hơn ở nguồn cung. Tại buổi trao đổi với chuyên viên phân tích gần đây, đại diện của OIL cho biết nguồn cung trong nước đóng góp 80% tổng nguồn cung của Công ty, trong khi tỷ lệ này của cả nước chỉ ở mức 70%. Do đó, Công ty dự kiến sẽ có lợi thế về chi phí nguồn cung, ít chịu rủi ro từ biến động tỷ giá và có chi phí logistics thấp hơn.

Bảng 5: Những đề xuất chính trong Dự thảo lần 6 sửa đổi các Nghị định về kinh doanh xăng dầu

... cho thấy những thay đổi căn bản trong cơ chế quản lý giá bán lẻ.

Quy định hiện hành	Quy định được đề xuất trong Dự thảo lần 6	Tác động và mức độ ảnh hưởng	Nhân định của HSC	
Tỷ lệ sở hữu tối thiểu đối với cơ sở kinh doanh xăng dầu	Tối thiểu 35%	Tối thiểu 50%	Tiêu cực Đối với các thương nhân nhỏ	Đễ dàng quản lý các cơ sở và mạng lưới phân phối; không cho phép "đồng sở hữu".
Yêu cầu vận hành đối với thương nhân đầu mối	- Không có yêu cầu về công suất tối thiểu, kết nối hệ thống với cơ quan quản lý - Yêu cầu đối với phương tiện vận chuyển: phải sở hữu hoặc thuê với thời hạn còn lại tối thiểu 5 năm	- Công suất tối thiểu sẽ do Bộ Công Thương quy định, ít nhất 100.000 m ³ /năm (ngoại trừ thương nhân phân phối nhiên liệu cho máy bay) - Kết nối với Bộ Công Thương để cung cấp dữ liệu về nhập khẩu, xuất khẩu và tồn kho - Yêu cầu tối thiểu 36 tháng kinh nghiệm với vai trò là nhà phân phối cấp trung để được trở thành thương nhân đầu mối - Không có yêu cầu cụ thể về phương tiện vận chuyển, nhưng thương nhân đầu mối phải có đủ năng lực đảm bảo phương tiện vận chuyển	Tiêu cực Với các đối tượng thương buôn lậu	Cung cấp thêm công cụ cho cơ quan chức năng để kiểm soát hoạt động buôn lậu xăng dầu.
Yêu cầu đối với các thương nhân phân phối và bán lẻ.	- Áp dụng yêu cầu về kho bãi, và thương nhân phân phối cấp trung cần sở hữu hoặc thuê phương tiện vận chuyển với thời hạn còn lại tối thiểu 5 năm. - Không có yêu cầu về kết nối với cơ quan quản lý.	- Không có yêu cầu cụ thể về kho bãi và phương tiện vận chuyển, nhưng các thương nhân phân phối có đủ năng lực đảm bảo phương tiện vận chuyển. - Kết nối với Bộ Công Thương để cung cấp dữ liệu về nguồn hàng, bán hàng và tồn kho.	Tích cực	
Giá trần bán lẻ xăng dầu	Bộ Công Thương và Bộ Tài chính tính toán và công bố vào mỗi thứ Năm hàng tuần.	- Mỗi thương nhân đầu mối sẽ tự tính toán và công bố giá trần bán lẻ, áp dụng cho các thương nhân phân phối và thương nhân bán lẻ trong mạng lưới của từng thương nhân đầu mối. - Chi phí đầu vào để tính giá dựa trên chi phí thực tế phát sinh tại từng thương nhân đầu mối. Không còn áp dụng mức lợi nhuận định mức. - Giá trần bán lẻ bắt buộc phải được điều chỉnh vào mỗi thứ Năm và không giới hạn số lần giảm giá trong khoảng thời gian giữa hai kỳ điều chỉnh bắt buộc.	Tích cực cao	Giá bán lẻ theo cơ chế thị trường sẽ thúc đẩy cạnh tranh khốc liệt hơn, khuyến khích thương nhân đầu mối cắt giảm chi phí và tối ưu hóa nguồn cung để thiết lập mức giá cạnh tranh hơn.
Trích lập và sử dụng Quỹ bình ổn giá	Quỹ bình ổn giá sẽ không còn được áp dụng nữa.		Tích cực cao	Giảm áp lực lên dòng tiền, ngăn ngừa tham nhũng và việc sử dụng quỹ không đúng mục đích.

Nguồn: HSC dự báo

Dự báo lợi nhuận mới

Do giá dầu neo ở mức thấp từ đầu năm đến nay, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 12%/14% dự báo giá dầu Brent năm 2025/2026 xuống 67,5/64,7 USD/thùng (cho cả hai công ty). Dựa trên cơ sở này, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít tại PLX. Đối với OIL, do chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận gộp trên mỗi lít sau khi Công ty công bố KQKD năm 2024 vững chắc, tác động chung là lợi nhuận gộp trên mỗi lít được cải thiện.

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 của PLX đạt 2.205 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ), 3.909 tỷ đồng (tăng trưởng 77%) và 4.581 tỷ đồng (tăng trưởng 17%). Dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi dựa trên giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu ở mức 863đ cho năm 2025, 867đ cho năm 2026 và 891đ cho năm 2027, tính trên dự báo giá dầu Brent và sản lượng tiêu thụ năm 2025, 2026 và 2027 dự kiến tăng 8% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ năm 2025 tăng được kỳ vọng là nhờ nhanh chóng giành thêm thị phần từ thương nhân đầu mối xăng dầu bị loại khỏi thị trường và phần sản lượng tiêu thụ tăng thêm tại các trạm dừng chân dọc tuyến đường cao tốc Bắc - Nam. Chi phí bán hàng & quản lý dự kiến sẽ giảm từ năm 2026 nhờ hoạt động tái cấu trúc.

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 của OIL đạt 538 tỷ đồng (tăng trưởng 31%), 739 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) và 985 tỷ đồng (tăng trưởng 33%). Dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi dựa trên giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng

dầu ở mức 638đ cho năm 2025, 645đ cho năm 2026 và 672đ cho năm 2027 Các dự báo này dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ tăng 9,4% trong năm 2025, 11% trong năm 2026 và 12,1% trong năm 2027. Các dự báo cũng đã phản ánh việc giảm 10% và 11% chi phí bán hàng & quản lý cho năm 2025 và 2026, nhằm thể hiện những cải thiện của chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít sau khi Công ty triển khai các sáng kiến chuyển đổi số. Chúng tôi dự báo OIL sẽ tham gia vào lĩnh vực phân phối nhiên liệu bay Jet A1 từ năm 2026, dự kiến sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận gộp trên mỗi lít.

Bảng 6: Giả định cho hoạt động kinh doanh xăng dầu, 2025-2027

Dự báo hiện tại của HSC dựa trên giả định giá dầu Brent năm 2025 và 2026 lần lượt là 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng

	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ		
		2025	2026		2024	2025	2026
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80.5	67.5	64.7	65.6	81	76.7	75
Tăng trưởng	-2.5%	-16.2%	-4.1%	1.4%	-1.9%	-5.3%	-2.2%
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX)							
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	873	863	867	891	911	900	910
Tăng trưởng (%)	-4.7%	-1.1%	0.5%	2.8%	-0.7%	-1.20%	1.1%
Tổng sản lượng (nghìn m ³)	15,750	17,010	18,371	19,840	14,726	15,757	17,333
Tăng trưởng (%)	9.4%	8.0%	8.0%	8.0%	2.3%	7.0%	10.0%
TCT Dầu Việt Nam (OIL)							
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	672	638	645	672	629	605	630
Tăng trưởng (%)	4.6%	-5.1%	1.2%	4.1%	-2.0%	-3.9%	4.1%
Tổng sản lượng (nghìn m ³)	5,631	6,162	6,840	7,665	5,804	6,530	7,346
Tăng trưởng (%)	7.4%	9.4%	11.0%	12.1%	10.7%	12.5%	12.5%

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 7: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, Cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

Lợi nhuận thuần tổng thể dự báo tăng trưởng với CAGR 3 năm là 19%

Tỷ đồng	2024A	2025F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng	3Y CAGR
PLX	2,890	2,205	-7%	-24%	3,909	46%	77%	4,581	17%	17%
OIL	411	538	5%	31%	739	15%	37%	985	33%	34%
Tổng thể	3,301	2,743	-5%	-17%	4,648	40%	69%	5,566	20%	19%

Nguồn: HSC dự báo

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp DCF để xác định giá mục tiêu của OIL, sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá mục tiêu của PLX, và sử dụng phương pháp DCF để xác định giá trị mạng kinh doanh cốt lõi của cả hai công ty cũng như áp dụng phương pháp giá thị trường/giá trị sổ sách để định giá các công ty liên kết và liên doanh. Một số giả định DCF chính của chúng tôi như sau:

- HSC áp lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó), phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ.
- Chúng tôi sử dụng hệ số beta là 1 lần cho PLX và tăng hệ số beta lên 1,2 lần từ 1 lần trước đó đối với OIL, dựa trên hệ số beta được điều chỉnh hàng ngày trong 2 năm của Bloomberg để phù hợp với các công ty Năng lượng và Tiện ích khác trong danh sách khuyến nghị.
- Do đó, giả định WACC đối với PLX và OIL lần lượt là 10,8% (so với 9,2% trước đó) và 12% (so với 9,9% trước đó).
- Đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn, chúng tôi giữ nguyên mức 2% cho cả hai công ty.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 và sử dụng cùng giai đoạn định giá đến năm 2029 cho cả hai công ty.

Bảng 8: Giá mục tiêu và định giá, PLX và OIL

MÃ CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá	P/E trượt dự phóng 1 năm (lần)
PLX	Mua vào	34,700	44,000	26.80%	15.9x
OIL	Mua vào	10,100	12,900	27.72%	21.1x

Nguồn: HSC dự báo

Bối cảnh định giá

Cổ phiếu PLX và OIL đều diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN30 trong 1 tháng qua, 3 tháng qua và một năm qua do giá dầu Brent giảm, với mức giảm lần lượt là 4%/11,5%/21,9% trong 1 tháng/3 tháng/12 tháng qua.

So với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX có vẻ kém hấp dẫn hơn ở hầu hết các chỉ số định giá khi giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025 cao hơn lần lượt 2% và 21%. Tuy nhiên, cổ phiếu có ROE năm 2025-2026 là 10,6% và 12,1%, cao hơn lần lượt 2,2 điểm phần trăm và 1,9 điểm phần trăm so với bình quân của các công ty cùng ngành. Do đó, cổ phiếu xứng đáng được định giá ở mức cao hơn.

Trong khi đó, OIL, có định giá hấp dẫn hơn, đang giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025/2026 lần lượt ở mức 34%/30% và 17%/15% thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này bù trừ ROE kỳ vọng thấp hơn, dự kiến đạt 5,1% và 6,9%, thấp hơn 3,3 điểm phần trăm so với ROE bình quân của các công ty cùng ngành.

Chúng tôi sử dụng các ước tính nội bộ để so sánh sự khác biệt giữa các công ty cùng ngành trong nước. Ngoại trừ P/B dự phóng, PLX có vẻ hấp dẫn hơn OIL ở hầu hết các chỉ số, đặc biệt là ROE năm 2025/2026.

Bảng 9: Diễn biến giá cổ phiếu PLX, OIL và VN30

PLX và OIL có diễn biến giá kém khả quan hơn VN Index trong 3 tháng và 12 tháng

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PLX	1.31	(19.77)	(15.37)
OIL	5.21	(24.63)	(5.20)
VN30	8.10	4.65	10.94
Giá dầu Brent (USD/thùng)	(4.02)	(11.51)	(21.85)

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 10: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX

PLX hiện giao dịch ở mức cao hơn 2% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực theo EV/EBITDA 2025

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	12,681	8.8	6.3	12.1	7.2	0.6	0.6	4.4	6.7
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	7,684	8.1	8.1	9.5	7.2	0.6	0.6	7.0	7.6
S-Oil Corp	Hàn Quốc	4,138	16.2	16.2	26.9	10.5	0.7	0.6	2.6	6.3
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4,646	9.7	8.9	18.2	18.0	3.3	3.2	17.8	17.8
Thai Oil PCL	Thái Lan	1,827	10.0	9.1	5.7	4.9	0.4	0.3	6.1	6.9
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	23,887	9.7	9.7	20.2	10.4	1.1	1.0	5.3	9.6
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	16,232	7.3	7.3	10.3	9.0	1.6	1.5	15.5	16.4
Bình quân		10,157	10.0	9.4	14.7	9.6	1.2	1.1	8.4	10.2
PLX		1,752	10.2	10.2	17.8	13.6	1.7	1.7	10.6	12.1
PLX so với bình quân		-83%	2%	9%	21%	42%	43%	51%	+2.2ppt	+1.9ppt
OIL (*)		399	6.6	6.6	24.0	17.5	1.0	0.9	5.1	6.9
OIL so với bình quân		-96%	-34%	-30%	63%	82%	-17%	-15%	-3.3ppt	-3.3ppt

Nguồn: Bloomberg tại 16/5, HSC dự báo

Bảng 11: So sánh 2 công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị, PLX

Cổ phiếu PLX có định giá hấp dẫn hơn OIL ở hầu hết các chỉ tiêu, ngoại trừ P/B

Công ty	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
OIL	17.2	15.1	24.0	17.5	1.0	0.9	5.1%	6.9%
PLX	10.7	6.3	21.1	11.9	1.7	1.5	8.2%	13.6%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm

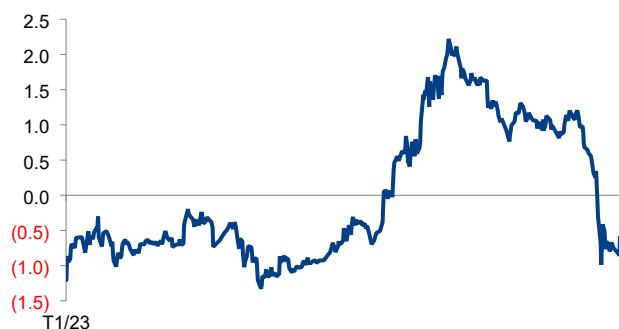
PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với bình quân

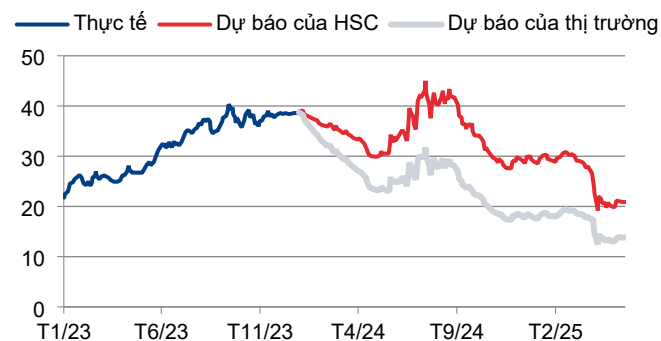
... cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 18,9 lần (từ đầu năm 2023)



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 14: P/E trượt dự phóng 1 năm

OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 15: Độ lệch chuẩn so với bình quân

...thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 32,4 lần (từ đầu năm 2023)



Nguồn: HSC ước tính

Các lựa chọn hàng đầu của HSC

Chúng tôi nêu ra các động lực tăng trưởng cho từng cổ phiếu như sau:

- PLX là công ty dẫn đầu về thị phần phân phối xăng dầu với nhiều trạm xăng dầu COCO nhất trên cả nước. Công ty đang trong quá trình tái cấu trúc, áp dụng mô hình quản lý tinh gọn DOC (Trung tâm quản lý, điều động tập trung) thay thế mô hình quản lý vận tải hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp tăng hiệu quả hoạt động, thúc đẩy lợi nhuận gộp của mảng vận tải. Ngoài ra, PLX có kế hoạch giải thể một số đơn vị quản lý cấp trung với kỳ vọng cải thiện chi phí bán hàng & quản lý.
- OIL là nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai về thị phần và có số lượng trạm xăng dầu COCO nhiều thứ 2 trên cả nước. Cổ phiếu đang có mức định giá rẻ và đang giao dịch sát với giá trị sổ sách và P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023. Về hoạt động cốt lõi, chi phí bán hàng & quản lý trên một lít của OIL đã giảm trong 2 năm qua và mức giảm mạnh trong

Q1/2025 cho thấy xu hướng giảm bền vững của chi phí này. Ngoài ra, OIL đã đủ điều kiện để tham gia kinh doanh nhiên liệu bay từ ngày 10/1/2025. Điều này cho thấy Công ty sẽ sớm tham gia vào lĩnh vực kinh doanh mới này, không chỉ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ mà còn cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.

Mặc dù OIL cho tiềm năng tăng nhiều hơn PLX, chúng tôi ưa thích PLX hơn OIL nhờ có vị thế dẫn đầu trên thị trường phân phối xăng dầu và lợi nhuận dự kiến cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng việc cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý của PLX sẽ có tác động đáng kể hơn OIL nhờ có lợi thế kinh tế theo quy mô nhiều hơn.

Rủi ro

Rủi ro giảm:

- Giá dầu thô thấp hơn kỳ vọng có thể dẫn đến lợi nhuận gộp trên một lít thấp hơn kỳ vọng.
- Việc 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. Do đó, chi phí tài chính có thể sẽ tăng cao hơn.

Rủi ro tăng:

- Giá dầu diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn.
- Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu có thể mang lại lợi thế cho PLX, OIL trong việc giành thêm thị phần và tận dụng lợi thế cạnh tranh của mạng lưới phân phối lớn nhất nước.

Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ12,900 (từ VNĐ14,200)

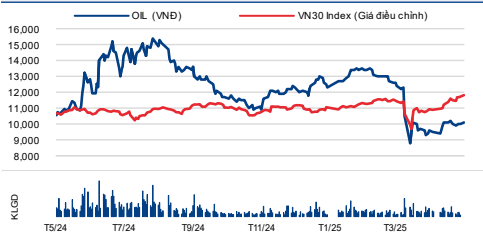
Tiềm năng tăng/giảm: 27.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/5/2025) 10,100

Mã Bloomberg	OIL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,700-15,488
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	10,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	13,068
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	504
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)	6.26
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	6.62%
Tỷ lệ sở hữu của NN	4.81%
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	5.21	(24.6)	(5.20)
So với chỉ số	(2.67)	(28.0)	(14.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	416	745	(44.1)
2026F	572	815	(29.9)
2027F	762	-	N/a

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

Cắt cánh nhờ chi phí tinh gọn và mảng nhiên liệu bay; Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 9,2% giá mục tiêu xuống 12.900đ, sau khi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026, tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 và tăng giả định phân bù rủi ro vốn CSH.
- Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 được điều chỉnh tăng 5%/15% đạt 538 tỷ đồng (tăng trưởng 31%) và 739 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) sau khi HSC hạ 10%/11% dự báo chi phí bán hàng & quản lý. Ngoài ra, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 985 tỷ đồng, tăng trưởng 33%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,2% trong 1 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 28%.

Sự kiện: Phân tích KQKD Q1/2025 và được cấp phép mảng kinh doanh mới

Lợi nhuận thuần Q1/2025 của OIL giảm mạnh 88% so với cùng kỳ xuống 28 tỷ đồng, chủ yếu do lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm mạnh 30% và sản lượng tiêu thụ giảm 4% dù chi phí bán hàng & quản lý giảm 17%. Hơn nữa, ngày 10/1/2025, OIL công bố đủ điều kiện để tham gia kinh doanh nhiên liệu bay, gợi mở việc Công ty bắt đầu triển khai mảng kinh doanh này trong tương lai gần.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 nhờ chi phí bán hàng & quản lý giảm

HSC tăng lần lượt 5% và 15% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 lên 538 tỷ đồng (tăng trưởng 31%) và 739 tỷ đồng (tăng trưởng 37%), đa phần do giảm khoảng 10% dự báo chi phí bán hàng & quản lý dựa trên hiệu quả chi phí sau khi tiến hành chuyển đổi số. Dựa trên các giả định cơ bản bao gồm việc điều chỉnh giảm 9.4% và 11% dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cho năm 2025 và 2026, nhưng tăng dự báo lợi nhuận gộp trên mỗi lít nhờ KQKD năm 2024 cao hơn kỳ vọng, chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận gộp. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, với lợi nhuận thuần đạt 985 tỷ đồng (tăng trưởng 33%), với giả định sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng và giá dầu Brent phục hồi nhẹ. HSC cũng giả định OIL sẽ bắt đầu kinh doanh nhiên liệu bay từ năm 2026.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,2% trong 1 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 32,4 lần. Giá mục tiêu theo phương pháp DCF được điều chỉnh giảm 9,2% xuống 12.900đ, dựa trên tác động của nhiều yếu tố, bao gồm việc chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026, tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026 và tăng giả định phân bù rủi ro vốn CSH.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu OIL nhờ sự cải thiện trong việc kiểm soát chi phí bán hàng & quản lý, mở rộng HĐKD sang lĩnh vực mới. Mảng kinh doanh mới được kỳ vọng không chỉ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ mà còn nâng cao lợi nhuận gộp trên mỗi lít. Ngoài ra, OIL đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, cho thấy mức định giá hấp dẫn, dựa trên việc Công ty tham gia vào mảng kinh doanh mới và tiềm năng tăng giá cả cổ phiếu ở mức 29%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	630	609	749 ▲	869 ▲	1,160
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	563	411	538	739 ▲	985
EPS ĐC (đồng)	450	316	416 ▼	572 ▼	762
DPS (đồng)	200	250	250	250	250
BVPS (đồng)	10,021	10,088	10,260	10,556	11,089
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	22.8	17.3	15.2	11.8
P/E ĐC (lần)	22.5	31.9	24.3	17.7	13.3
Lợi suất cổ tức (%)	1.98	2.48	2.48	2.48	2.48
P/B (lần)	1.01	1.00	0.98	0.96	0.91
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.5)	(29.7)	31.6	37.4	33.2
ROAE (%)	5.47	3.95	5.11	6.87	8.80

Note: Use of ▲ ▼ indicates that the item has changed by at least 5%.
Source: Bloomberg, HSC Research estimates

Tiết giảm chi phí ngắn hạn và mảng kinh doanh mới trung hạn

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với OIL nhưng giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 12.900đ, dựa trên việc chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 và tăng giả định WACC. HSC tăng lần lượt 5% và 15% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 lên 538 tỷ đồng (tăng trưởng 31%) và 739 tỷ đồng (tăng trưởng 37%), đa phần nhờ tác động tích cực của việc giảm mạnh dự báo chi phí bán hàng & quản lý lớn hơn tác động tiêu cực của việc điều chỉnh giảm 1%/4% dự báo lợi nhuận gộp. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 985 tỷ đồng, tăng trưởng 33%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,2% trong 1 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Định giá của cổ phiếu có vẻ hấp dẫn hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực về chỉ số EV/EBITDA và P/E, giao dịch sát với giá trị sổ sách mặc dù ROE thấp hơn kỳ vọng.

Phân tích KQKD Q1/2025

OIL công bố lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 28 tỷ đồng (giảm 88% so với cùng kỳ, hoàn thành 4,7% dự báo của HSC) và doanh thu đạt 32.789 tỷ đồng (tăng trưởng 10,7%). Lợi nhuận thuần kém tích cực là do lợi nhuận gộp mảng phân phối xăng dầu giảm 33,2%, do sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm lần lượt 4% và 30,4%. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm là do giá dầu Brent không đổi trong Q1/2025 (so với tăng 14% trong Q1/2024) và sản lượng tiêu thụ giảm là do khách hàng doanh nghiệp và khách hàng bán buôn của OIL giảm tích trữ hàng tồn kho trong bối cảnh giá dầu giảm. Hai nhóm khách hàng này đóng góp 74% sản lượng tiêu thụ của OIL trong năm 2024.

Ngoài ra, lợi nhuận tài chính thuần của OIL cũng giảm 55%, chủ yếu do chi phí lãi vay tăng 75% do tỷ lệ nợ/vốn CSH tăng lên mức 74% (so với 61% vào cuối Q1/2024), thu nhập từ tiền gửi giảm 14% và lỗ tỷ giá tăng 162%.

Mặt khác, nỗ lực cắt giảm chi phí của OIL có thể thấy rõ ở chi phí bán hàng & quản lý (giảm 17% so với cùng kỳ) nhờ chi phí lao động thấp hơn (giảm 15% so với cùng kỳ) và chi phí thuê ngoài (giảm 21% so với cùng kỳ) nhưng vẫn không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm mạnh của lợi nhuận gộp và lợi nhuận tài chính. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng & quản lý giảm mạnh nhờ quá trình chuyển đổi số tại OIL.

Bảng 16: KQKD Q1/2025, OIL

Lợi nhuận thuần giảm 88% so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm 30%

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	29,624	32,789	11%
Kinh doanh xăng dầu	22,740	20,038	-12%
Mảng khác	143	161	12%
Lợi nhuận gộp	1,177	831	-29%
Kinh doanh xăng dầu	1,101	736	-33%
Mảng khác	76	95	25%
Lợi nhuận tài chính	155	69	-55%
Lợi nhuận/(lỗ) từ công ty liên kết	5	(0)	-110%
Chi phí BH&QL	(1,045)	(863)	-17%
LNTT	299	41	-86%
Lợi nhuận thuần	233	28	-88%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Kết quả hoạt động kinh doanh xăng dầu Q1/2025, OIL

	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (triệu m ³)	1.37	1.32	-4%
Giá bán bình quân (đồng/lit)	16,550	15,192	-8%
Lợi nhuận gộp/lít (đồng/lit)	802	558	-30%
Giá dầu bình quân (USD/thùng)	83	76	-8%
Thay đổi giá dầu Brent theo quý (cuối kỳ)	14%	0%	-14ppt

Nguồn: HSC ước tính

Cập nhật triển vọng ngắn và trung hạn

HSC nhận thấy năm 2025 là một năm đầy khó khăn không chỉ đối với OIL mà cả các công ty trong ngành Dịch vụ tiện ích - Gas trong danh sách khuyến nghị. Cụ thể, chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ tạo áp lực lên kế hoạch sản xuất của các công ty sản xuất, nên có thể dẫn đến nhu cầu xăng dầu chững lại nếu kết quả đàm phán không thuận lợi. Mặc dù đây là tác động là gián tiếp, nhưng sẽ ảnh hưởng đến OIL khi sản lượng tiêu thụ của nhóm khách hàng doanh nghiệp giảm trong bối cảnh giá dầu thô ở mức thấp. Từ đó, lợi nhuận gộp trên mỗi lít và lợi nhuận gộp của Công ty sụt giảm.

Tuy nhiên, do chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít của OIL đã cải thiện, chúng tôi kỳ vọng tác động tiêu cực từ việc giá dầu Brent giảm lên lợi nhuận sẽ được bù đắp phần nào. Đối với triển vọng trong trung hạn, chúng tôi dự báo OIL sẽ tham gia vào lĩnh vực phân phối nhiên liệu máy bay từ năm 2026. Điều này có thể sẽ hỗ trợ lợi nhuận gộp trên một lít và sản lượng tiêu thụ.

KHKD năm 2025

OIL đặt mục tiêu 624 tỷ đồng LNST cho năm 2025 (tăng trưởng 32%) và tổng doanh thu (bao gồm doanh thu tài chính và các khoản thu nhập khác) đạt 97,5 nghìn tỷ đồng (giảm 22% so với cùng kỳ). Công ty đề ra mục tiêu này dựa trên mục tiêu sản lượng xuất bán ở mức 5,4 triệu m³ (giảm 4% so với cùng kỳ).

OIL đề xuất mức cổ tức 2,5% cho năm 2024 và 2025, không nêu rõ hình thức chi trả cổ tức. Dựa trên các lần chi trả cổ tức trong quá khứ, chúng tôi kỳ vọng OIL sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 2,5% (hơn là cổ tức bằng cổ phiếu) cho năm 2024.

Về chiến lược, năm nay OIL dự kiến giữ nguyên kế hoạch (1) phát triển các dịch vụ ngoài xăng dầu, (2) xúc tiến việc tham gia vào lĩnh vực kinh doanh Jet A1 (nhiên liệu bay), (3) tái cơ cấu mô hình kinh doanh, tập trung thực hiện thủ tục phá sản cho các nhà máy nhiên liệu sinh học và sắp xếp lại các công ty con và đơn vị kinh doanh.

Dựa trên các KQKD trong quá khứ, OIL có xu hướng đề ra mục tiêu kinh doanh thận trọng. Trong 3 năm qua, Công ty đã liên tiếp ghi nhận doanh thu và sản lượng tiêu thụ xăng dầu cao hơn kỳ vọng. Do đó, chúng tôi cho rằng sự sụt giảm về doanh thu và sản lượng tiêu thụ là do Công ty đề ra KHKD thận trọng, chứ không phải triển vọng kinh doanh của Công ty đang suy yếu.

Bảng 18: Kế hoạch kinh doanh năm 2025, OIL

Tỷ đồng	2025	Mức tăng trưởng tương ứng
Doanh thu	97,500	-22%
LNST	780	23%
LNST	624	32%
Kế hoạch sản lượng tiêu thụ (triệu m ³)		
Sản lượng xăng dầu kinh doanh	5,400	-4%
Tỷ trọng bán lẻ (*)	27%	+1.2đpt
Sản lượng bán lẻ	1,458	0%
Sản lượng bán buôn	3,942	-6%

Nguồn: OIL, HSC ước tính

Bảng 19: OIL ghi nhận KQKD vượt kế hoạch

Tỷ đồng	2020	2021	2022	2023	2024
Kế hoạch doanh thu	52,200	55,750	45,000	50,000	83,000
Doanh thu thực tế	50,541	58,299	104,833	103,639	125,193
Doanh thu (thực tế/kế hoạch)	97%	105%	233%	207%	151%
LNST kế hoạch	376	320	400	480	480 (*)
LNST thực tế	(166)	773	723	621	474
LNST (thực tế/kế hoạch)	N/a	242%	181%	129%	99%
Sản lượng kế hoạch	3,250	3,150	3,150	3,300	5,000
Sản lượng thực tế	2,938	3,132	4,048	5,242	5,631
Sản lượng xăng dầu kinh doanh (thực tế/kế hoạch)	90%	99%	129%	159%	113%

Lưu ý: Kế hoạch LNST 2024 được điều chỉnh giảm từ 592 tỷ đồng trong ngày 10/01/2025

Note: 2024 NPAT guidance was revised from VND592bn on 10 January.

Nguồn: OIL, HSC ước tính

Bảng 20: Tăng trưởng kế hoạch qua các năm

OIL thường đặt kế hoạch khiêm tốn

Tăng trưởng kế hoạch hàng năm	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu	-35%	10%	-23%	-52%	-20%	-22%
LNST	8%	-293%	-48%	-34%	-23%	32%
Sản lượng xăng dầu kinh doanh	2%	7%	1%	-18%	-5%	-4%

Nguồn: OIL, HSC ước tính

Chi phí tối ưu hơn giúp cải thiện hiệu quả kinh doanh

Chi phí bán hàng và quản lý trên mỗi lít của OIL cải thiện đáng kể khoảng 15% so với cùng kỳ trong Q1/2025. HSC cho rằng chi phí bán hàng & quản lý của OIL trong Q1/2025 giảm là một tín hiệu cho các sáng kiến cắt giảm chi phí trong dài hạn hơn là việc cắt giảm tạm thời, vì chúng tôi nhận thấy chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít của OIL đã giảm 17% vào cuối năm 2024 (từ mức đỉnh trong năm 2022). Chúng tôi tin cho rằng đây là kết quả của quá trình chuyển đổi số, khi OIL đã triển khai hệ thống hoạch định nguồn lực doanh nghiệp (ERP) cho giai đoạn 2023-2025.

Trong năm 2024, OIL đã nâng cấp các ứng dụng PVOIL Easy (sử dụng nội bộ, để quản lý khách hàng), PVOIL B2B (dành cho khách hàng doanh nghiệp, bao gồm dịch vụ trả sau) và ra mắt ứng dụng mới PVOIL 4U (dành cho khách hàng bán lẻ, bao gồm thanh toán không dùng tiền mặt và lựa chọn trả sau) vào tháng 9/2024. Chúng tôi tin rằng những ứng dụng này đã góp phần kéo giảm mạnh chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít của OIL từ Q3/2024. Tại thời điểm cuối năm 2024, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cao gấp sáu lần TSLN trước thuế của OIL. Điều này cho thấy việc cắt giảm 10% chi phí bán hàng & quản lý có thể cải thiện lên đến 60% LNST..

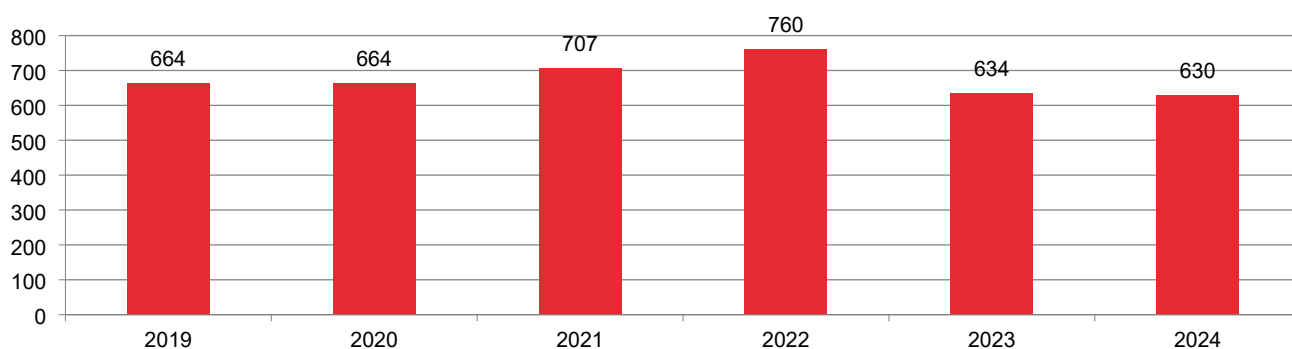
Bảng 21: Chi phí BH&QL và chi phí BH&QL trên mỗi lít theo quý, OIL

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Chi phí BH&QL (Tỷ đồng)	846	780	997	805	1,045	1,169	856	965	863
<i>So với cùng kỳ</i>					24%	50%	-14%	20%	-17%
Chi phí BH&QL/lít (đồng)	761	576	756	552	761	835	611	662	654
<i>So với cùng kỳ</i>					0%	45%	-19%	20%	-14%
<i>So với cùng kỳ</i>		-24%	31%	-27%	38%	10%	-27%	8%	-1%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 22: Chi phí BH&QL/lít (đồng), OIL

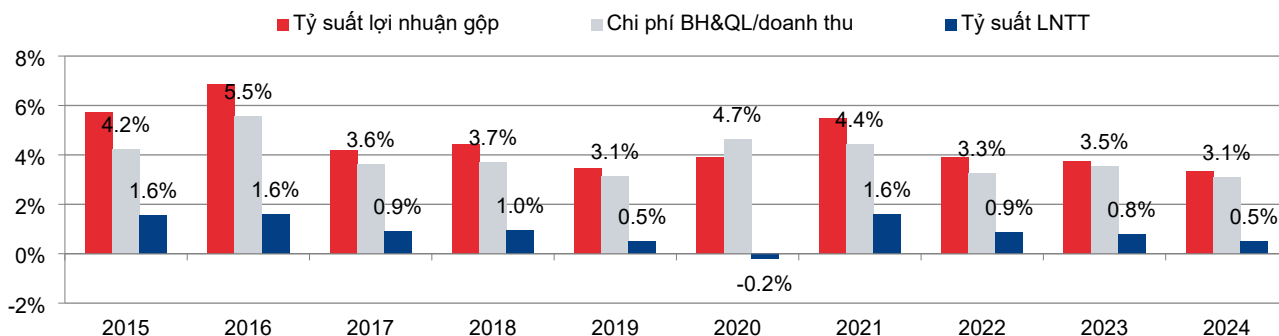
Chi phí BH&QL/lít của OIL đang giảm sau khi đạt đỉnh vào năm 2022



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 23: Tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất LNTT và chi phí BH&QL, PLX

Chi phí BH&QL/doanh thu cao hơn nhiều so với tỷ suất LNTT



Nguồn: HSC ước tính

Tham gia phân phối Jet A1 giúp đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận gộp

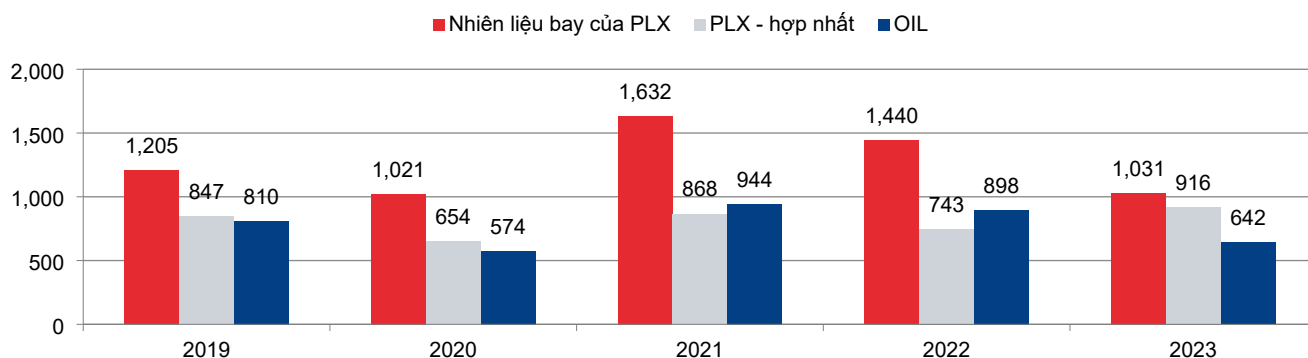
Công ty cho biết đã đủ điều kiện tham gia kinh doanh nhiên liệu máy bay từ ngày 10/1/2025. Để chính thức bán nhiên liệu Jet A1, OIL vẫn cần sự chấp thuận từ các cơ quan chức năng tại mỗi sân bay mà Công ty dự kiến sẽ hoạt động. Điều này đòi hỏi Công ty phải mua sắm thiết bị tra nạp nhiên liệu hàng không. Chúng tôi cho rằng OIL sẽ cần khoảng một năm để hoàn thành đầu tư hạ tầng cho lĩnh vực kinh doanh này và sẽ bắt đầu kinh doanh nhiên liệu máy bay từ đầu năm 2026.

Bên cạnh việc nộp đơn xin giấy phép mới, HSC nhận thấy OIL tăng cường tham gia vào lĩnh vực kinh doanh này bằng cách tham gia vào các dự án có liên quan chặt chẽ đến lĩnh vực này. Đáng chú ý, OIL đã trở thành nhà thầu xây dựng đường ống dẫn nhiên liệu dài 22km giữa Tổng kho xăng dầu Gò Dầu (tỉnh Đồng Nai) và Sân bay Quốc tế Long Thành. Dự án dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 9/2026. Cho năm 2025, OIL đang đẩy mạnh việc nâng cấp Kho xăng dầu Ba Ngòi (tỉnh Khánh Hòa) và có tích hợp kinh doanh nhiên liệu máy bay.

Chúng tôi cho rằng đây là một cột mốc đáng chú ý đối với OIL vì mảng kinh doanh mới này không chỉ mang lại cơ hội cải thiện sản lượng tiêu thụ mà còn nâng cao lợi nhuận gộp trên mỗi lít nhiên liệu bay được bán ra. Như được thể hiện trong Biểu đồ 24, lợi nhuận gộp trên mỗi lít của PAV (Petrolimex Aviation; chưa niêm yết, chưa khuyến nghị) nhìn chung cao hơn 59% so với PLX. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự chênh lệch này là do giá bán nhiên liệu bay được các nhà cung cấp xăng dầu và các công ty hàng không tự thương lượng quyết định và không bị cơ quan quản lý điều hành. Tương tự, chúng tôi kỳ vọng rằng HĐKD nhiên liệu bay sẽ giúp OIL đạt mức lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn so với các hoạt động thường nhật hiện tại.

Biểu đồ 24: Lợi nhuận gộp/lít nhiên liệu bay của PLX, PLX (hợp nhất) và OIL (đồng)

Bình quân, lợi nhuận gộp/lít nhiên liệu bay của PLX cao hơn 59% so với lợi nhuận gộp/lít PLX tổng thể (hợp nhất)



Nguồn: HSC ước tính

Những thay đổi pháp lý tiềm năng sẽ có lợi cho OIL

Dự thảo Nghị định 6 về sửa đổi quy định kinh doanh xăng dầu đề xuất sự thay đổi lớn trong cách tính giá trần bán lẻ. Theo đó, các chi phí thực tế phát sinh tại các thương nhân đầu mỗi xăng dầu sẽ có tác động trực tiếp đến giá bán lẻ và không áp dụng lợi nhuận định mức. Dự thảo cũng đã đưa ra các công cụ bổ sung cho cơ quan chức năng để quản lý hoạt động buôn lậu xăng dầu, chẳng hạn như cơ sở dữ liệu chung về sự biến động hàng tồn kho giữa các nhà phân phối và cơ quan chức năng, cũng như các đòi hỏi nghiêm ngặt hơn để trở thành thương nhân đầu mỗi xăng dầu. Những công cụ bổ sung nhằm kiểm soát tình trạng buôn lậu xăng dầu được kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội cho các nhà phân phối xăng dầu có kinh nghiệm như OIL giành thêm thị phần. Để có thêm thông tin về Dự thảo Nghị định 6 về kinh doanh xăng dầu, vui lòng tham khảo phần Báo cáo ngành ở đầu báo cáo này.

Chúng tôi nhận thấy các đề xuất này sẽ khuyến khích sự cạnh tranh khốc liệt hơn, đặc biệt là cạnh tranh về giá bán. Những thay đổi trong quy định này sẽ có lợi cho các công ty có khả năng kiểm soát chi phí tốt hơn. OIL có đến 80% nguồn cung trong nước nên chi phí vận chuyển thấp và không bị ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá. Tỷ lệ nguồn cung trong nước của OIL cao hơn nhiều so với mức bình quân 70% của thị trường. Do đó, chúng tôi tin rằng Công ty sẽ có giá vốn hàng bán tốt hơn so với các đối thủ cạnh tranh. Ngoài ra, bằng cách thúc đẩy chuyển đổi số, OIL liên tục giảm chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít. Cân nhắc những yếu tố này, chúng tôi tin rằng OIL có đủ khả năng để đưa ra mức giá bán hấp dẫn hơn so với các đối thủ cạnh tranh và có được lợi thế chi phí tốt hơn.

Nhiều doanh nghiệp rời thị trường để lại nhiều cơ hội tăng trưởng

Như đã thảo luận trong báo cáo '[Cuộc đua mở rộng nóng lên để giành lấy thị phần hấp dẫn](#)', các cơ quan chức năng trong những năm gần đây đã tích cực bắt giữ và thu hồi giấy phép của các thương nhân đầu mỗi xăng dầu không đủ điều kiện. Trong năm 2024, Bộ Công Thương đã thu hồi giấy phép của 5 thương nhân đầu mỗi xăng dầu, nên tổng số công ty phân phối xăng dầu cấp cao nhất giảm xuống còn 27 đơn vị. Chúng tôi tin rằng việc tiếp tục tăng cường kiểm soát các HĐKD xăng dầu sẽ tiếp tục mang lại thị phần và cơ hội mới cho các công ty lớn như OIL.

Cập nhật tiến độ niêm yết trên sàn HSX

Trong năm 2024, OIL đã ghi nhận chuyển biến tích cực với lợi nhuận lũy kế 70 tỷ đồng vào cuối năm 2023, từ lỗ lũy kế 6,1 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2023. Tuy nhiên, OIL đã không đáp ứng được yêu cầu về ngưỡng ROE 5% trong năm gần nhất. Do đó, chúng tôi kỳ vọng OIL chưa thể chuyển sàn giao dịch trước năm 2026.

Liên quan đến việc làm thủ tục phá sản công ty liên doanh nhiên liệu sinh học Phú Thọ, OIL đã tìm ra giải pháp, nhưng sẽ cần thời gian. Công ty có thể nộp đơn phá sản sau 3 lần không thể triệu tập cổ đông của công ty nhiên liệu sinh học Phú Thọ. Do đó, việc phá sản công ty liên doanh nhiên liệu sinh học Phú Thọ, giúp loại bỏ ý kiến kiểm toán ngoại trừ trên BCTC của OIL, chỉ còn là vấn đề thời gian. Tình huống này cũng đã xảy ra ở BSR. Công ty này đã có thể niêm yết trên HSX sau khi hoàn tất thủ tục phá sản của công ty nhiên liệu sinh học.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC tăng lần lượt 5% và 15% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025/2026, đạt 538 tỷ đồng (tăng trưởng 31%) và 739 tỷ đồng (tăng trưởng 37%). Lợi nhuận cao hơn là kết quả của việc cắt giảm 10%/11% chi phí bán hàng & quản lý, bù đắp cho việc chúng tôi điều chỉnh giảm 1% và 4% dự báo lợi nhuận gộp cho năm 2025/2026 do sản lượng tiêu thụ tăng chậm lại. Chi tiết như sau:

- Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ tăng chậm hơn ở mức 9,4% (từ 12,5% trước đó) và tăng 11% (từ 12,5% trước đó) trong năm 2025/2026 do sản lượng tiêu thụ thực tế của năm 2024 tăng chậm hơn sơ với kỳ vọng (7,4% so với kỳ vọng của chúng tôi ở mức 10,7%).
- Dự báo lợi nhuận gộp trên mỗi lít trong năm 2025/2026 được điều chỉnh tăng lên 638 đồng (từ 605đ trước đó) và 645 đồng (từ 630 đồng trước đó) do lợi nhuận gộp trên mỗi lít trong năm 2024 cao hơn so với dự báo ở mức 672đ (so với kỳ vọng của chúng tôi ở mức 629đ). Tóm lại, dự báo lợi nhuận gộp năm 2025/2026 được điều

chỉnh giảm 1% và 4% xuống còn 4.368 tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ) và 4.896 tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ). Dự phóng của chúng tôi đã bao gồm khả năng tăng sản lượng tiêu thụ và lợi nhuận gộp từ giá định Công ty tham gia kinh doanh nhiên liệu bay.

- Cùng với việc cắt giảm dự báo sản lượng tiêu thụ, chúng tôi giảm 5% dự báo chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít (sau khấu hao) cho năm 2025/2026 sau khi OIL ghi nhận sự cải thiện về chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít trong thời gian gần đây. Từ đó, chúng tôi giảm 10%/11% dự báo chi phí bán hàng & quản lý năm 2025/2026.
- Ngoài ra, HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần ở mức 985 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) trên doanh thu thuần 160 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 33%). Lợi nhuận gộp dự kiến đạt 5.680 tỷ đồng (tăng trưởng 16%), trong đó chúng tôi giả định giá dầu Brent tăng nhẹ bình quân 1,4% so với năm 2026 và sản lượng tiêu thụ tăng 12,1% so với cùng kỳ.

Chúng tôi chưa phản ánh những thay đổi tiềm năng của Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu vào mô hình dự báo lợi nhuận do cần thêm thời gian để quan sát và đánh giá tác động của Nghị định này lên hiệu quả hoạt động tài chính của Công ty.

Bảng 25: Dự báo lợi nhuận, OIL

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 lên lần lượt 5% và 15%, chủ yếu nhờ cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý lần lượt 10% và 11%.

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025F	2026F	lần đầu 2027	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	124,460	132,239	142,536	159,923	131,199	109,047	120,202	-5%	21%	19%
Giá vốn hàng bán	(120,320)	(127,871)	(137,640)	(154,243)	(127,084)	(104,623)	(115,101)	-5%	22%	20%
Lợi nhuận gộp	4,139	4,368	4,896	5,680	4,115	4,424	5,102	1%	-1%	-4%
Lợi nhuận tài chính	317	308	458	508	505	618	644	-37%	-50%	-29%
Chi phí BH&QL	(3,852)	(3,949)	(4,348)	(4,841)	(3,874)	(4,383)	(4,905)	-1%	-10%	-11%
LNTT	633	746	1,026	1,367	799	711	893	-21%	5%	15%
Lợi nhuận thuần	411	538	739	985	576	512	643	-29%	5%	15%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Tăng trưởng theo dự báo cũ và dự báo mới, OIL

HSC kỳ vọng lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 tăng trưởng 30%

	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ		
		2025	2026		2024	2025	2026
Doanh thu thuần	21%	6%	8%	12%	28%	-17%	10%
Giá vốn hàng bán	22%	6%	8%	12%	29%	-18%	10%
Lợi nhuận gộp	7%	6%	12%	16%	7%	8%	15%
Lợi nhuận tài chính	-31%	-3%	49%	11%	9%	22%	4%
Chi phí BH&QL	6%	3%	10%	11%	7%	13%	12%
LNTT	-21%	18%	37%	33%	0%	-11%	26%
Lợi nhuận thuần	-27%	31%	37%	33%	2%	-11%	26%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Giả định cho hoạt động kinh doanh xăng dầu, 2025-2027

Dự báo hiện tại của HSC dựa trên giả định giá dầu Brent năm 2025 và 2026 lần lượt là 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng

	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ		
		2025F	2026F	đầu 2027	2024F	2025F	2026F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80.5	67.5	64.7	65.6	81	76.7	75
Tăng trưởng (%)	-2.5%	-16.2%	-4.1%	1.4%	-1.9%	-5.3%	-2.2%
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	672	638	645	672	629	605	630
Tăng trưởng (%)	4.6%	-5.1%	1.2%	4.1%	-2.0%	-3.9%	4.1%
Tổng sản lượng (nghìn m ³)	5,631	6,162	6,840	7,665	5,804	6,530	7,346
Tăng trưởng (%)	7.4%	9.4%	11.0%	12.1%	10.7%	12.5%	12.5%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 12.900đ do tác động trái chiều của một số yếu tố như sau:

- Dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 được điều chỉnh tăng lần lượt 5% và 15%.
- Chúng tôi áp dụng giả định WACC cao hơn là 12% (từ 9,9% trước đó) với phần bù rủi ro vốn CSH cao hơn là 8,75% (từ 7,5%) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ và hệ số beta được điều chỉnh hằng ngày trong 1 năm qua của Bloomberg là 1,2 lần (từ 1 lần trước đó).
- Chúng tôi lùi thời điểm định giá đến giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 28: Định giá DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi, OIL

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	418	548	839	987	1,125
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	335	438	671	790	900
Cộng: khấu hao	331	321	321	321	311
Trừ: vốn đầu tư	-550	-300	-300	-300	-300
Trừ: tăng vốn lưu động	1,091	-20	10	-39	-1
Trừ: Quý khen thưởng và phúc lợi	-108	-148	-197	-228	-259
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	1,099	291	505	544	650
Chiết khấu		1.1	1.2	1.3	1.5
Giá trị hiện tại của UFCF (giữa năm 2026)		275	426	410	437
Tổng giá trị hiện tại		1,548			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 29: Tính toán giá trị vốn CSH cho mảng kinh doanh cốt lõi, OIL

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị hiện tại giai đoạn 2026-2029	1,548
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	4,457
Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh chính	5,497
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	4,457
Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	1,040
Trừ: nợ thuần điều chỉnh	-7,843
Vốn CSH	13,340
Giá mục tiêu (đồng/cp)	12,900
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,034.2

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Tính toán WACC, OIL

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.2
Chi phí vốn CSH (%)	14.2%
Lãi suất bình quân	3.6%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.7%
Tỷ trọng nợ	18.8%
WACC (%)	12.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 31: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu (đồng), 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 8,75%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	14,200	13,900	13,500	13,200	13,000
	8.25%	13,800	13,500	13,200	12,900	12,700
	8.75%	13,400	13,200	12,900	12,700	12,400
	9.25%	13,100	12,900	12,600	12,400	12,200
	9.75%	12,800	12,600	12,400	12,200	12,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu và lợi nhuận thuần năm 2025 với giá dầu Brent (USD/thùng), OIL

Giá định giá dầu Brent 2025	Giá mục tiêu (đồng/cp)		Lợi nhuận thuần 2025 (Tỷ đồng)
		57.5	12,500
	62.5	12,700	459
	67.5	12,900	538
	72.5	13,100	617
	77.5	13,300	692

Nguồn: HSC ước tính

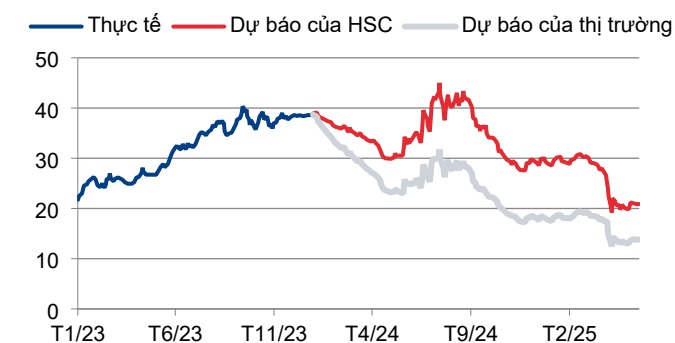
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,2% trong 1 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 32,4 lần.

Trong khi đó, OIL, có định giá hấp dẫn hơn, đang giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025/2026 lần lượt ở mức 34%/30% và 17%/15% thấp hơn so với các công ty cùng ngành. Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này bù đắp cho ROE kỳ vọng khiêm tốn hơn ở mức 5,1% và 6,9%, thấp hơn 3,3 điểm phần trăm so với ROE bình quân của các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm

OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 21,1 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 34: Độ lệch chuẩn so với bình quân

...thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 32,4 lần (từ đầu năm 2023)



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 35: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, OIL

OIL hiện giao dịch với chiết khấu 34/30% năm 2025/26 theo bình quân EV/EBITDA

Công ty	Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	12,681	8.8	6.3	12.1	7.2	0.6	0.6	4.4	6.7
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	7,684	8.1	8.1	9.5	7.2	0.6	0.6	7.0	7.6
S-Oil Corp	Hàn Quốc	4,138	16.2	16.2	26.9	10.5	0.7	0.6	2.6	6.3
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4,646	9.7	8.9	18.2	18.0	3.3	3.2	17.8	17.8
Thai Oil PCL	Thái Lan	1,827	10.0	9.1	5.7	4.9	0.4	0.3	6.1	6.9
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	23,887	9.7	9.7	20.2	10.4	1.1	1.0	5.3	9.6
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	16,232	7.3	7.3	10.3	9.0	1.6	1.5	15.5	16.4
Bình quân		10,157	10.0	9.4	14.7	9.6	1.2	1.1	8.4	10.2
(*) (OIL)	Việt Nam	399	6.6	6.6	24.0	17.5	1.0	0.9	5.1	6.9
OIL so với bình quân		-96%	-34%	-30%	63%	82%	-17%	-15%	-3.3ppt	-3.3ppt

Nguồn: Bloomberg as of 16 May; HSC ước tính

Bảng 36: So sánh 2 công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị, PLX và OIL

PLX có định giá hấp dẫn hơn OIL ở hầu hết các chỉ tiêu, ngoại trừ P/B

Công ty	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
OIL	17.2	15.1	24.0	17.5	1.0	0.9	5.1%	6.9%
PLX	10.7	6.3	21.1	11.9	1.7	1.5	8.2%	13.6%

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi sử dụng các ước tính nội bộ để so sánh sự khác biệt giữa các công ty cùng ngành trong nước. PLX có vẻ hấp dẫn hơn OIL về hầu hết các chỉ số, ngoại trừ P/B. Tuy nhiên, OIL đang giao dịch sát với giá trị sổ sách, mang lại cơ hội đầu tư rất hấp dẫn ở thời điểm hiện tại.

Rủi ro

Rủi ro giảm

- Diễn biến bất lợi của giá dầu có thể làm giảm thêm lợi nhuận gộp trên mỗi lít của OIL.
- Việc chi phí có thể tăng do đầu tư/tham gia vào lĩnh vực kinh doanh nhiên liệu bay có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá thấp hơn kỳ vọng.

Rủi ro tăng

- Giá dầu diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn.
- Việc triển khai kinh doanh nhiên liệu Jet A1 sớm hơn dự kiến có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng.
- Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu có thể mang lại lợi thế cho OIL trong việc giành thêm thị phần và tận dụng lợi thế cạnh tranh về cơ cấu nguồn hàng.
- Việc PVOIL hoàn tất thủ tục phá sản tại công ty Phú Thọ biofuel có khả năng hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư trong việc niêm yết PVOIL trên sàn HSX.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	102,663	124,460	132,239	142,536	159,923
Lợi nhuận gộp	3,853	4,139	4,368	4,896	5,680
Chi phí BH&QL	(3,627)	(3,852)	(3,949)	(4,348)	(4,841)
Thu nhập khác	112	58.7	0	0	0
Chi phí khác	(12.0)	(44.5)	0	0	0
EBIT	326	302	418	548	839
Lãi vay thuần	461	317	308	458	508
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	10.5	14.2	20.0	20.0	20.0
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	798	633	746	1,026	1,367
Chi phí thuế TNDN	(177)	(159)	(149)	(205)	(273)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(58.7)	(63.4)	(59.8)	(82.1)	(109)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	563	411	538	739	985
Lợi nhuận thuần ĐC	465	327	430	591	788
EBITDA ĐC	630	609	749	869	1,160
EPS (đồng)	544	397	520	715	952
EPS ĐC (đồng)	450	316	416	572	762
DPS (đồng)	200	250	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)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,377	4,124	5,538	6,319	7,410
Đầu tư ngắn hạn	9,893	10,853	11,396	12,429	13,945
Phải thu khách hàng	13,110	16,488	15,228	16,194	17,952
Hàng tồn kho	4,171	3,540	3,860	4,048	4,550
Các tài sản ngắn hạn khác	426	538	565	609	683
Tổng tài sản ngắn hạn	32,977	35,543	36,586	39,599	44,540
TSCĐ hữu hình	2,157	2,267	2,334	2,277	2,225
TSCĐ vô hình	1,455	1,465	1,645	1,720	1,794
Bất động sản đầu tư	101	98.1	91.7	88.7	85.7
Đầu tư dài hạn	67.0	66.7	65.8	65.8	65.8
Đầu tư vào Cty LD,LK	643	641	638	638	638
Tài sản dài hạn khác	1,439	1,654	1,634	2,109	2,442
Tổng tài sản dài hạn	5,863	6,191	6,409	6,899	7,251
Tổng cộng tài sản	38,839	41,734	42,995	46,498	51,791
Nợ ngắn hạn	6,967	7,423	7,966	9,000	10,516
Phả trả người bán	13,631	13,532	15,345	16,517	18,509
Nợ ngắn hạn khác	5,748	8,091	6,810	7,488	8,336
Tổng nợ ngắn hạn	27,144	29,953	31,021	34,218	38,960
Nợ dài hạn	87.8	111	115	115	115
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	170	183	196	196	196
Nợ dài hạn khác	43.7	40.2	38.6	38.6	38.6
Tổng nợ dài hạn	302	334	350	350	350
Tổng nợ phải trả	27,446	30,286	31,370	34,568	39,310
Vốn chủ sở hữu	10,364	10,433	10,611	10,917	11,468
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,029	1,015	1,013	1,013	1,013
Tổng vốn chủ sở hữu	11,393	11,448	11,625	11,930	12,481
Tổng nợ phải trả và VCSH	38,839	41,734	42,995	46,498	51,791
BVPS (đ)	10,021	10,088	10,260	10,556	11,089
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,677	3,410	2,544	2,796	3,221

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	326	302	418	548	839
Khấu hao	(304)	(307)	(331)	(321)	(321)
Lãi vay thuần	461	317	308	458	508
Thuế TNDN đã nộp	(177)	(159)	(149)	(205)	(273)
Thay đổi vốn lưu động	(1,106)	(1,027)	1,091	(20.2)	9.50
Khác	(446)	(556)	(351)	(511)	(600)
LCT thuần từ HĐKD	(638)	(816)	1,649	591	805
Đầu tư TS dài hạn	(419)	(399)	(550)	(300)	(300)
Góp vốn & đầu tư	(10,404)	(12,413)	(543)	(1,034)	(1,516)
Thanh lý	8,237	11,458	0	0	0
Khác	553	751	598	777	873
LCT thuần từ HĐĐT	(2,046)	(607)	(495)	(556)	(943)
Cổ tức trả cho CSH	(221)	(230)	(287)	(287)	(287)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	4,289	480	547	1,034	1,516
Khác	(1.97)	(1.35)	(0.33)	(0.33)	(0.33)
LCT thuần từ HĐTC	4,066	249	260	746	1,229
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4,082	5,377	4,124	5,538	6,319
LCT thuần trong kỳ	1,382	(1,175)	1,414	781	1,091
Ảnh hưởng của tỷ giá	(87.2)	(78.6)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5,377	4,124	5,538	6,319	7,410
Dòng tiền tự do	(1,056)	(1,215)	1,099	291	505

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	3.75	3.33	3.30	3.43	3.55
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	0.61	0.49	0.57	0.61	0.73
Tỷ suất LNT (%)	0.55	0.33	0.41	0.52	0.62
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.1	25.1	19.9	19.9	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1.49)	21.2	6.25	7.79	12.2
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(37.6)	(3.30)	23.0	16.0	33.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(12.5)	(29.7)	31.6	37.4	33.2
Tăng trưởng EPS (%)	(13.6)	(26.9)	30.9	37.4	33.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(12.5)	(29.7)	31.6	37.4	33.2
Tăng trưởng DPS (%)	0	25.0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	62.9	48.1	35.0	26.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.47	3.95	5.11	6.87	8.80
ROACE (%)	2.80	2.57	3.52	4.52	6.68
Vòng quay tài sản (lần)	3.04	3.09	3.12	3.19	3.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(1.96)	(2.70)	3.94	1.08	0.96
Số ngày tồn kho	15.4	10.7	11.0	10.7	10.8
Số ngày phải thu	48.4	50.0	43.5	42.9	42.5
Số ngày phải trả	50.4	41.1	43.8	43.8	43.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	16.7	33.4	24.7	26.4	28.9
Nợ/tài sản (%)	18.3	18.2	19.0	19.8	20.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	11.3	12.5	10.9	10.6	9.25
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.21	1.19	1.18	1.16	1.14
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.12	0.11	0.10	0.09	0.09
EV/EBITDA ĐC (lần)	19.3	22.8	17.3	15.2	11.8
P/E (lần)	18.6	25.4	19.4	14.1	10.6
P/E ĐC (lần)	22.5	31.9	24.3	17.7	13.3
P/B (lần)	1.01	1.00	0.98	0.96	0.91
Lợi suất cổ tức (%)	1.98	2.48	2.48	2.48	2.48

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ44,000 (từ VNĐ45,300)

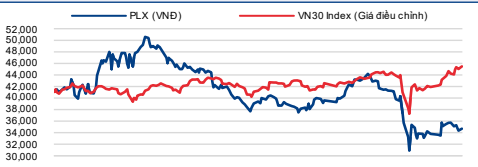
Tiềm năng tăng/giảm: 26.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (26/5/2025) 34,700

Mã Bloomberg	PLX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	30,950-50,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,617
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	44,898
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,733
Sig CP lưu hành (tr.đv)	1,294
Sig CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Sig CP NN được mua (tr.đv)	34.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	20.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.4%
Tỷ lệ freefloat	9.25%
Cổ đông lớn	là nước tại doanh ng (75.9%)

Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.31	(19.8)	(15.4)
So với chỉ số	(6.28)	(23.3)	(23.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,673	2,349	(28.8)
2026F	2,965	2,938	0.9
2027F	3,475	3,378	2.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PLX là công ty dẫn đầu thị trường phân phối xăng dầu tại Việt Nam với 47% thị phần vào năm 2023. Tại thời điểm cuối năm 2023, mạng lưới phân phối của PLX bao gồm 4.790 cửa hàng/điểm bán, trong đó có 2.834 cửa hàng/điểm bán trực thuộc Petrolimex.

Vững vàng vượt bão, nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) nhưng giảm 2,9% giá mục tiêu xuống 44.000đ, sau khi giảm dự báo lợi nhuận thuần và đưa ra các giả định định giá cơ bản mới thận trọng hơn.
- Chúng tôi giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống còn 2.205 tỷ đồng (giảm 77% so với cùng kỳ) dựa trên giả định giá dầu giảm và tăng 46% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 3.909 tỷ đồng (tăng trưởng 77%) dựa trên giả định chi phí bán hàng & quản lý giảm 7% so với cùng kỳ.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 27%.

Sự kiện: KQKD Q1/2025 và phê duyệt kế hoạch tái cơ cấu

PLX công bố lợi nhuận thuần Q1/2025 đạt 133 tỷ đồng (giảm 88% so với cùng kỳ) trên doanh thu 67.861 tỷ đồng (giảm 9,6% so với cùng kỳ), đa phần do lợi nhuận từ hoạt động phân phối xăng dầu giảm khi sản lượng tiêu thụ đi ngang trong bối cảnh giá dầu Brent thấp. Trong khi đó, tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 18/3/2025, cổ đông đã thông qua kế hoạch sáp nhập Tổng công ty Dịch vụ Vận tải Xăng dầu Petrolimex vào PLX. Đây cũng là một phần của quá trình tái cơ cấu của Công ty.

Tác động: Giảm 7% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng tăng 46% dự báo cho năm 2026

HSC giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 2.205 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ), dựa trên giả định giá dầu Brent giảm 16% so với cùng kỳ và sản lượng tiêu thụ tăng 8% (từ 7% trước đó), và tăng 46% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 3.909 tỷ đồng (tăng trưởng 77%) do tác động tích cực của giả định phí bán hàng & quản lý giảm nhờ quá trình tái cơ cấu lớn hơn tác động tiêu cực từ việc giảm giả định mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xuống còn 8% (từ 10% trước đó). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 4.581 tỷ đồng (tăng trưởng 17%), dựa trên giả định giá dầu Brent phục hồi 1,4% và sản lượng tiêu thụ tăng 8%. Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 17%. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của chúng tôi thấp hơn so bình quân dự báo của thị trường do chúng tôi đã phản ánh sự sụt giảm gần đây của giá dầu Brent vào mô hình dự báo lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,9 lần. HSC giảm 2,9% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 44.000đ (từ 45.300đ), đa phần do các thay đổi kỹ thuật trong giả định DCF và kỹ thuật định giá các công ty liên kết của PLX.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PLX vì Công ty còn nhiều dư địa để cải thiện hiệu quả kinh doanh và giành thêm thị phần, từ đó thúc đẩy lợi nhuận của mảng kinh doanh cốt lõi trong dài hạn. Ngoài ra, mặc dù triển vọng giá dầu Brent không thuận lợi ở thời điểm hiện tại, nhưng các điều kiện kinh doanh đang cải thiện, với việc các cơ quan quản lý siết chặt kiểm soát đối với các thương nhân đầu mối xăng dầu không đủ điều kiện. Điều này mang lại cơ hội cho Công ty giành thêm thị phần và tận dụng lợi thế cạnh tranh nhờ có hệ thống cửa hàng lớn nhất khi so với các công ty cùng ngành.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,489	5,182	4,408	6,898 ▲	7,831
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,834	2,890	2,205 ▼	3,909 ▲	4,581
EPS ĐC (đồng)	2,149	2,192	1,673 ▼	2,965 ▲	3,475
DPS (đồng)	1,500	1,000	0 ▼	0 ▼	0
BVPS (đồng)	20,048	20,112	21,222 ▲	23,080 ▲	26,013
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.3	9.23	10.5	6.19	5.02
P/E ĐC (lần)	16.1	15.8	20.7	11.7	9.98
Lợi suất cổ tức (%)	4.32	2.88	0	0	0
P/B (lần)	1.73	1.73	1.64	1.50	1.33
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	95.8	2.02	(23.7)	77.2	17.2
ROAE (%)	11.2	11.1	8.25	13.6	14.4

Note: Use of ▲ ▼ indicates that the item has changed by at least 5%. Source: Bloomberg, HSC Research estimates

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

Tái cơ cấu thúc đẩy cải thiện hiệu quả kinh doanh; nâng khuyến nghị lên Mua vào

HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng nhưng giảm 2,9% giá mục tiêu xuống 44.000đ do chúng tôi chuyển sang phương pháp định giá SoTP. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được điều chỉnh giảm 7% xuống 2.205 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ) do diễn biến giá dầu không thuận lợi, nhưng tăng 46% dự báo cho năm 2026 lên 3.909 tỷ đồng (tăng trưởng 77%), dựa trên kỳ vọng chi phí bán hàng & quản lý giảm nhờ tiến hành tái cơ cấu và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh khi Công ty giành thêm thị phần cũng như có thêm các trạm dừng chân mới. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần dự kiến đạt 4.581 tỷ đồng, tăng trưởng 17%. Cổ phiếu đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ nhưng mức định giá vẫn cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực, được cân bằng bởi ROE kỳ vọng cao hơn.

Phân tích KQKD Q1/2025

Doanh thu Q1/2025 đạt 67.861 tỷ đồng (giảm 9,6% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần chỉ đạt 133 tỷ đồng (giảm 88% so với cùng kỳ) do lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm 22%. Đáng chú ý, chúng tôi phân tích KQKD Q1/2025 của PLX dựa trên giả định doanh thu của công ty chỉ đến từ 3 lĩnh vực kinh doanh – phân phối xăng dầu, hóa dầu và kinh doanh LPG.

Xét theo mảng kinh doanh, lợi nhuận thuần giảm mạnh 88% chủ yếu do lợi nhuận gộp từ mảng phân phối xăng dầu giảm 22% so với cùng kỳ. Tác động tiêu cực từ sự sụt giảm này lớn hơn nhiều so với tác động tích cực từ sự cải thiện lợi nhuận gộp trong HĐKD hóa dầu và LPG, lần lượt tăng 22% và 12% so với cùng kỳ. Đối với mảng phân phối xăng dầu, HSC nhận thấy lợi nhuận gộp thấp là do lợi nhuận gộp trên mỗi lít giảm, do giá dầu Brent Q1/2025 gần như đi ngang so với Q4/2024.

Bảng 37: KQKD Q1/2025, PLX

Lợi nhuận thuần giảm 88% so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng giảm 22%.

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ
Tổng doanh thu	75,132	67,890	-10%
Kinh doanh xăng dầu	72,128	64,462	-11%
Hóa dầu	1,599	1,912	20%
LPG	1,024	1,149	12%
Doanh thu thuần	75,106	67,861	-9.6%
Lợi nhuận gộp	4,669	3,712	-21%
Kinh doanh xăng dầu	4,508	3,535	-22%
Hóa dầu	204	248	22%
LPG	187	211	12%
Thu nhập tài chính	75	128	71%
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	111	114	3%
Chi phí BH&QL	(3,436)	(3,617)	5%
Kinh doanh xăng dầu	(3,134)	(3,249)	4%
Hóa dầu	(163)	(205)	25%
LPG	(139)	(163)	18%
LNTT	1,439	358	-75%
Lợi nhuận thuần		133	-88%

Nguồn: PLX, HSC ước tính

Bảng 38: Kết quả hoạt động kinh doanh xăng dầu Q1/2025, PLX

	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ
Sản lượng tiêu thụ (triệu m ³)	3.97	3.97	flat
Giá bán bình quân (đồng/lit)	18,168	16,237	-11%
Lợi nhuận gộp/lít (đồng/lit)	1,135	890	-22%
Giá dầu bình quân (USD/thùng)	83	76	-8%
Thay đổi giá dầu Brent theo quý (cuối giai đoạn)	14%	0%	-13ppt

Nguồn: PLX, HSC ước tính

Cập nhật triển vọng trong trung hạn

HSC lưu ý rằng PLX gần đây đã đề ra KHKD cho năm 2025 với LNTT 3,2 nghìn tỷ đồng (giảm 19% so với cùng kỳ) và doanh thu 248 nghìn tỷ đồng (giảm 13% so với cùng kỳ), dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ tăng 8% so với cùng kỳ. PLX cũng có cổ tức bằng cổ phiếu 12% cho năm 2024 (cao hơn so với mức được đề xuất trong tài liệu ĐHCĐ là 10%), và Công ty đã đề xuất mức cổ tức 10% cho năm 2025 (chưa xác định bằng tiền mặt hay cổ phiếu).

Thật vậy, dựa trên tình hình giá dầu Brent giảm trong thời gian gần đây và triển vọng chung trong năm 2025, chúng tôi tin rằng PLX sẽ chịu áp lực lớn trong việc duy trì tỷ suất lợi nhuận gộp do mức chênh lệch giữa giá bán và chi phí hàng tồn kho khi giá dầu giảm. Tuy nhiên, PLX đang trong quá trình tái cơ cấu, mà chúng tôi tin rằng sẽ giúp tiết kiệm nhiều chi phí hoạt động hơn và bù đắp phần nào cho sự sụt giảm của tỷ suất lợi nhuận do giá dầu giảm. Một điểm nổi bật khác nữa là liên doanh của PLX cũng đã trúng thầu và trở thành nhà đầu tư của sáu trạm dừng chân trên tuyến đường cao tốc Bắc - Nam. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp cải thiện tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ.

Hơn nữa, các quy định mới trong 'Dự thảo Nghị định lần thứ 6' (sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu) dự kiến sẽ mang lại lợi ích cho PLX trong việc giành thêm thị phần và có lợi thế cạnh tranh về giá tốt hơn, đặc biệt trong bối cảnh các cơ quan chức năng tiếp tục tăng cường kiểm soát các thương nhân đầu mỗi xăng dầu không đủ điều kiện.

Nhìn chung, HSC tin rằng năm 2025 sẽ là một năm khó khăn đối với PLX, nhưng sự cải thiện cả về yếu tố nền tảng của Công ty và môi trường kinh doanh được kỳ vọng sẽ cải thiện trong dài hạn.

Tái cơ cấu hướng tới hiệu quả chi phí tốt hơn

Việc sáp nhập Tổng công ty Dịch vụ Vận tải Xăng dầu Petrolimex (PTC) vào HDKD vận tải của PLX đã được thông qua tại ĐHCĐ bất thường diễn ra vào ngày 18/3/2025. Cụ thể, PLX sẽ tiếp quản tất cả tài sản và nợ phải trả của PTC, bao gồm tất cả các công ty con của PTC và thay thế chức năng vận chuyển đường bộ của PTC bằng mô hình Trung tâm quản lý, điều động tập trung (DOC).

Dựa trên thông tin do các công ty con PTS Hà Tây và PETAJICO Hà Nội (trực thuộc PTC) công bố, có khả năng PLX đã thử nghiệm mô hình này với các đơn vị vận tải ở miền Bắc từ năm 2024 hoặc thậm chí trước đó. Theo kết quả nghiên cứu của chúng tôi, mô hình DOC mới bao gồm nhưng không giới hạn ở các thay đổi sau trong mô hình logistics của PLX:

- Thay đổi tuyến đường vận chuyển, cụ thể là thay đổi kho cung cấp và trạm xăng dầu được chỉ định, ưu tiên các tuyến đường vận chuyển dài hơn so với các tuyến ngắn. Sản lượng vận tải của PTS Hà Tây tăng mạnh như thể hiện trong Bảng 39 là nhờ sự tái phân bổ lưu lượng từ PETAJICO Hà Nội và sản lượng vận tải tại công ty này giảm 1,2% so với cùng kỳ nhưng khoảng cách vận chuyển tăng 4,5% so với cùng kỳ.
- Hoạt động vận chuyển cho khách hàng ngoài Tập đoàn PLX sẽ không còn được triển khai. Trên thực tế, đóng góp của khách hàng bên ngoài cho toàn bộ mảng vận tải, bao gồm cả vận tải đường bộ và đường thủy, đã giảm từ 59% trong năm 2022, 57% trong năm 2023 và 54% trong năm 2024.
- Công ty sẽ triển khai một hệ thống quản lý tinh gọn hơn, tạo điều kiện cho việc đưa ra quyết định trực tiếp hơn và chi phí bán hàng & quản lý thấp hơn.

Chúng tôi đã thực hiện phương thức so sánh đơn giản tổng tỷ suất lợi nhuận gộp của 4 trong số 6 công ty con hoạt động trong lĩnh vực vận tải đường bộ của PTC. Trong đó, PTS Hà Tây và PETAJICO Hà Nội được thí điểm với mô hình DOC mới, còn các công ty khác PTS Sài Gòn và PTS Nghệ Tĩnh không được thí điểm. Đối với PTS Hà Tây và PETAJICO Hà Nội, mặc dù giá bán bình quân giảm, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 của hai công ty này vẫn cải thiện lần lượt là 1,8 điểm phần trăm và 0,4 điểm phần trăm. Ngược lại, mặc dù cả hai công ty đều có giá bán bình quân tăng, PTS Nghệ Tĩnh và PTS Sài Gòn lại ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn trong

năm 2024 lần lượt giảm 0,01 điểm phần trăm và 0,4 điểm phần trăm. Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận gộp của PTS Hà Tây và PETAJICO Hà Nội cải thiện, trở thành động lực chính giúp nâng cải thiện 0,4 điểm phần trăm tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng vận tải.

Hơn nữa, mặc dù PETAJICO Hà Nội phải chia sẻ lưu lượng vận tải với PTS Hà Tây, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp của cả hai công ty đều cải thiện, tạo ra tình huống đôi bên cùng có lợi đối với PLX. Do đó, chúng tôi kỳ vọng khi mô hình DOC mới được triển khai rộng rãi cho các công ty con khác hoạt động trong lĩnh vực vận tải, hiệu quả kinh doanh của cả tập đoàn sẽ cải thiện đáng kể.

Thêm vào đó, vào cuối năm 2024, PLX đã yêu cầu các công ty con hoạt động trong mảng vận tải giảm ít nhất 2% chi phí vận chuyển, bắt đầu từ tháng 1/2025. Quyết định này gây thêm áp lực lên các công ty con trong việc cải thiện hiệu quả kinh doanh, giúp PLX tiết kiệm nhiều chi phí hơn trong dài hạn.

Ngoài những thay đổi trong hoạt động logistics, tại ĐHCĐ, Công ty công bố giải thể một số đơn vị quản lý trung gian. Chúng tôi cho rằng đây cũng nằm trong nỗ lực đơn giản hóa bộ máy quản lý, nhằm cắt giảm chi phí bán hàng & quản lý.

Xin nhắc lại, chi phí bán hàng & quản lý trong 10 năm gần đây chiếm 4-8% doanh thu thuần, trong tỷ suất LNTT của PLX chỉ dao động quanh mức 1-5%. Do đó, nỗ lực tiết giảm chi phí bán hàng & quản lý được kỳ vọng sẽ tác động đáng kể lên lợi nhuận thuần của PLX trong những năm tới. Vào cuối năm 2024, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần bằng 3,7 lần tỷ suất LNTT. Nói cách khác, việc cắt giảm 10% chi phí bán hàng & quản lý được kỳ vọng sẽ giúp LNTT tăng 37%.

Bảng 39: KQKD mảng kinh doanh vận tải, so sánh với các công ty con của PTC

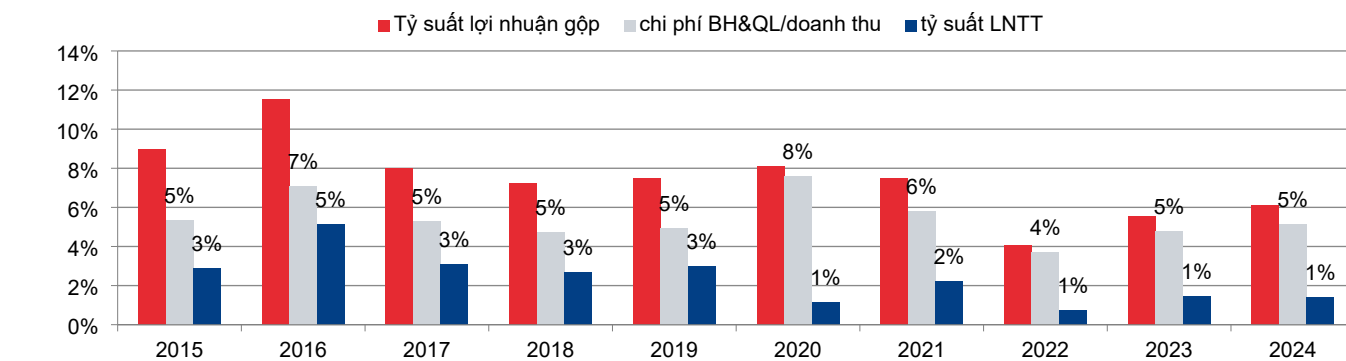
Nhìn chung, tỷ suất lợi nhuận gộp của các mảng vận tải đã được cải thiện dù cho giá bán bình quân giảm.

	PTS Hà Tây (Thử nghiệm mô hình DOC)	PETAJICO Hà Nội (Thử nghiệm mô hình DOC)	PTS Sài Gòn	PTS Nghệ Tĩnh	Tổng 4 công ty
Tăng trưởng doanh thu mảng vận tải 2024	13.8%	-1.5%	6.4%	-3.3%	2.7%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp mảng vận tải 2024	26.0%	0.6%	6.3%	-5.8%	5.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng vận tải 2024	18.6%	17.5%	13.9%	13.3%	16.1%
Tăng trưởng	1.8ppt	0.4ppt	-0.01ppt	-0.4ppt	0.4ppt
Tăng trưởng giá bán bình quân 2024	-3.8%	-4.7%	2.0%	1.3%	-1.7%
Tăng trưởng sản lượng vận chuyển 2024 (tỷ m ³ .km)	18%	3%	4%	-5%	5%
Tăng trưởng quãng đường vận chuyển 2024 (km)	N/A	4.5%	12.9%	-5.1%	N/A
Tăng trưởng khối lượng vận chuyển 2024 (tỷ m ³)	N/A	-1.2%	-7.6%	0.6%	N/A

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 40: Tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất LNTT và chi phí BH&QL, PLX

Tỷ suất LNTT giảm từ năm 2020



Nguồn: HSC ước tính

Những thay đổi tiềm năng về pháp lý sẽ có lợi cho PLX

Dự thảo 6 Nghị định sửa đổi các quy định kinh doanh xăng dầu cũng đề xuất sự thay đổi lớn trong cách tính giá trần bán lẻ. Theo đó, các chi phí thực tế phát sinh tại từng thương nhân đầu mỗi xăng dầu sẽ có tác động đến giá bán lẻ và không còn áp dụng lợi nhuận định mức. Dự thảo cũng đã đưa ra các công cụ bổ sung cho cơ quan chức năng để quản lý hoạt động buôn lậu xăng dầu, chẳng hạn như cơ sở dữ liệu chung về sự biến động hàng tồn kho giữa các thương nhân phân phối và cơ quan chức năng, cũng như các đòi hỏi nghiêm ngặt hơn để trở thành thương nhân đầu mỗi xăng dầu. Những công cụ bổ sung nhằm kiểm soát tình trạng buôn lậu xăng dầu được kỳ vọng sẽ mang lại cơ hội cho các nhà phân phối xăng dầu có kinh nghiệm như PLX giành thêm thị phần. Để có thông tin về Dự thảo Nghị định 6 về kinh doanh xăng dầu, vui lòng tham khảo phần Báo cáo ngành ở phần đầu của báo cáo này.

HSC cũng cho rằng PLX sẽ hưởng lợi từ việc điều chỉnh cách tính giá trần bán lẻ vì Công ty có lợi thế về chi phí nhờ có chuỗi cung ứng hỗ trợ hoàn chỉnh từ các công ty con, mang lại hiệu quả chi phí tốt hơn nhờ có lợi thế kinh tế theo quy mô. Ngoài ra, PLX cũng có tỷ trọng doanh thu bán lẻ cao và có nhiều cửa hàng xăng dầu COCO (Công ty sở hữu - Công ty vận hành) nhất, có nghĩa là mức chiết khấu dành cho các cửa hàng xăng dầu thuộc sở hữu của đại lý - do đại lý điều hành (DODO) hoặc khách hàng công nghiệp tương đối nhỏ. Do đó, chúng tôi dự báo PLX sẽ yêu cầu mức lợi nhuận gộp trên mỗi lít khi tính giá bán lẻ thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh có tỷ trọng khách hàng bán buôn cao hơn, gợi mở khả năng PLX đưa ra giá bán hấp dẫn hơn. Lưu ý, PLX đang triển khai kế hoạch tái cơ cấu, đặc biệt trong hoạt động vận tải, với kỳ vọng sẽ giúp kéo giảm chi phí bán hàng & quản lý.

Vận hành các trạm dừng nghỉ dọc tuyến đường cao tốc Bắc - Nam

Tính đến tháng 5/2025, công ty liên doanh của PLX đã trúng thầu và trở thành nhà đầu tư của 6 cặp trạm dừng chân dọc tuyến đường cao tốc Bắc - Nam (giai đoạn 1) và đã nhận được giấy phép môi trường cho 4 trong số 6 cặp trạm dừng chân này. Bốn cặp trạm dừng chân nêu trên dự kiến sẽ giúp Công ty có thêm 163.606 m³ sản lượng tiêu thụ/năm, tương đương 1% sản lượng tiêu thụ vào cuối năm 2024.

Bảng 41: Thông tin về 6 trạm dừng nghỉ thuộc liên doanh của PLX

4 trong 6 trạm dừng nghỉ mà PLX đã được cấp giấy phép môi trường dự kiến sẽ đóng góp khoảng 1% vào sản lượng tiêu thụ trong năm 2024.

Trạm	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Hạ tầng dự kiến	Sản lượng tiêu thụ dự kiến (m ³ /năm)	Giấy phép môi trường	Khoảng cách giữa 2 trạm liên tiếp (km)	Quy mô (ha)
Mai Sơn - Quốc Lộ 45	201.7	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì	50,803	Đã có	60.3 - 36.7	3.0 x 2
Nghi Sơn - Diên Châu	196.4	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì, công ty lữ hành	27,000	Đã có	60.6 - 51.3	3.0 x 2
Diễn Châu - Bãi Vọt	234.0	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì	50,803	Đã có	51.3 - 56	3.0 x 2
Vân Ninh - Cam Lộ	354.3	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì	N/a	Chưa có	74.5 - 67.6	5.0 x 2
Vân Phong - Nha Trang	201.5	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì	N/a	Chưa có	66.7 - 64.9	3.0 x 2
Nha Trang - Cam Lâm	202.8	Cây xăng, khách sạn, nhà hàng, nhà vệ sinh, dịch vụ bảo trì	35,000	Đã có	64.9 - 57.0	3.0 x 2
Total	1,391		163,606			

Nguồn: HSC ước tính

Nhiều doanh nghiệp rời thị trường để lại nhiều cơ hội tăng trưởng hơn

Như đã thảo luận trong báo cáo '[Cuộc đua mở rộng nóng lên để giành lấy thị phần hấp dẫn](#)', các cơ quan chức năng trong những năm gần đây đã tích cực bắt giữ và thu hồi giấy phép của các thương nhân đầu mỗi xăng dầu không đủ điều kiện. Trong năm 2024, Bộ Công Thương đã thu hồi giấy phép của 5 thương nhân đầu mỗi xăng dầu, nên tổng số công ty đầu mỗi xăng dầu giảm xuống còn 27 đơn vị. Chúng tôi tin rằng việc tiếp tục tăng cường kiểm soát các HĐKD xăng dầu sẽ tiếp tục mang lại thị phần và cơ hội mới cho các công ty lớn như PLX.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 2.205 tỷ đồng (giảm 24% so với cùng kỳ), trong khi tăng 46% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 lên 3.909 tỷ đồng (tăng trưởng 77%). Các yếu tố dẫn đến việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận bao gồm: (1) Diễn biến bất lợi của giá dầu sau khi Mỹ công bố thuế 'đối ứng' vào đầu tháng 4 (giá dầu Brent đã giảm 14,2% từ 77,23 USD/thùng vào ngày 31/3/2025 xuống 66,25 USD/thùng vào ngày 19/5/2025); (2) Sản lượng tiêu thụ tăng nhờ có nhiều thương nhân đầu mối xăng dầu rút khỏi thị trường và đưa vào vận hành các cặp trạm dừng chân mới dọc theo tuyến đường cao tốc Bắc - Nam; và (3) Chi phí bán hàng & quản lý dự kiến giảm nhờ quá trình tái cơ cấu của PLX, trong đó các đơn vị quản lý trung gian bị giải thể và sử dụng các trung tâm điều hành phân phối cho các hoạt động vận tải. Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ bắt đầu được phản ánh vào BCTC của PLX từ năm 2026.

Ngoài ra, HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần ở mức 4.581 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) trên doanh thu thuần 282 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 9%). Lợi nhuận gộp dự kiến đạt 20,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%) dựa trên giả định giá dầu Brent tăng nhẹ bình quân 1,4% so với năm 2026 và sản lượng tiêu thụ tăng 8% so với cùng kỳ.

Bảng 42: Dự báo lợi nhuận, PLX

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của PLX năm 2025 và 2026 yếu

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025	2026		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	284,017	249,883	258,580	282,103	255,336	259,737	278,139	11%	-4%	-7%
Giá vốn hàng bán	(266,666)	(232,984)	(240,340)	(262,006)	(239,831)	(243,485)	(260,295)	11%	-4%	-8%
Lợi nhuận gộp	17,351	16,899	18,239	20,097	15,505	16,252	17,843	12%	4%	2%
Lợi nhuận tài chính	439	269	220	291	607	626	717	-	-	-
Chi phí BH&QL	(14,558)	(14,892)	(13,817)	(14,811)	(13,191)	(14,273)	(15,541)	28%	57%	69%
LNTT	3,972	3,063	5,429	6,362	3,625	3,309	3,724	10%	4%	-
Lợi nhuận thuần	2,890	2,205	3,909	4,581	2,612	2,384	2,683	10%	-7%	46%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 43: Tăng trưởng theo dự báo cũ và dự báo mới, PLX

HSC dự báo 2025 tăng trưởng yếu, và hồi phục mạnh trở lại trong năm 2026

	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ		
		2025	2026		2024	2025	2026
Doanh thu thuần	4%	-12%	3%	9%	-7%	2%	7%
Giá vốn hàng bán	3%	-13%	3%	9%	-7%	2%	7%
Lợi nhuận gộp	14%	-3%	8%	10%	2%	5%	10%
Lợi nhuận tài chính	-57%	-39%	-18%	32%	-40%	3%	15%
Chi phí BH&QL	11%	2%	-7%	7%	1%	8%	9%
LNTT	1%	-23%	77%	17%	-8%	-9%	13%
Lợi nhuận thuần	25%	-24%	77%	17%	13%	-9%	13%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 44: Giá định cho hoạt động kinh doanh xăng dầu, 2025-2027

Dự báo hiện tại của HSC dựa trên giả định giá dầu Brent năm 2025 và 2026 lần lượt là 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng

	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ		
		2025	2026		2024	2025	2026
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80.5	67.5	64.7	65.6	81	76.7	75
Tăng trưởng (%)		-2.5%	-16.2%	-4.1%	1.4%	-1.9%	-2.2%
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	873	863	867	891	911	900	910
Tăng trưởng (%)		-4.7%	-1.1%	0.5%	2.8%	-0.7%	1.1%
Tổng sản lượng (nghìn m ³)	15,750	17,010	18,371	19,840	14,726	15,757	17,333
Tăng trưởng (%)		9.4%	8.0%	8.0%	2.3%	7.0%	10.0%

Nguồn: HSC ước tính

Chi tiết như sau:

- HSC giảm bình quân lần lượt 12% và 14% giả định giá dầu Brent hàng năm cho năm 2025-2026 xuống lần lượt là 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng, thấp hơn 5,3% và 2,2% so với cùng kỳ. Đáng chú ý, giá dầu bình quân kể từ đầu năm ở mức 72,7 USD/thùng, giảm 16% so với cùng kỳ và 2,5% so với cuối năm 2024.
- Dựa trên các dự báo mới, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận gộp trên mỗi lít cho năm 2025-2026 xuống lần lượt là 863đ (giảm 4% so với dự báo trước đó là 900đ và giảm 1,1% so với cùng kỳ) và 867đ (giảm 5% so với dự báo trước đó là 910đ và tăng 0,5% so với cùng kỳ).
- Chúng tôi tăng nhẹ dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2025 lên 8% (từ 7% trước đó) dựa trên kỳ vọng quá trình phân chia thị phần từ những công ty rút khỏi thị trường diễn ra nhanh hơn, việc hoàn thành tuyến cao tốc Bắc - Nam và giảm dự báo mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2026 xuống 8% (từ 10% trước đó) do có quan điểm thận trọng hơn về sản lượng tiêu thụ sau khi Mỹ công bố thuế 'đổi ứng'.
- Về chi phí bán hàng & quản lý, chúng tôi tăng 4% báo cho năm 2025 và giảm 11% cho năm 2026, sau khi phản ánh kế hoạch tái cơ cấu của PLX vào mô hình dự báo lợi nhuận. Cụ thể, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & quản lý sẽ tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ trong năm 2025 nhờ tác động tích cực từ hoạt động tái cơ cấu lớn hơn tác động tiêu cực của chi phí phát sinh thêm trong quá trình tái cơ cấu, chẳng hạn như chi phí bồi thường cho các bên liên quan trong quá trình giải thể các đơn vị quản lý trung gian. Chi phí bán hàng & quản lý năm 2026 cũng sẽ giảm đáng kể khi tác động tích cực việc tái cơ cấu bắt đầu phản ánh vào BCTC của Công ty.

Chúng tôi chưa phản ánh những thay đổi tiềm năng của Nghị định về kinh doanh xăng dầu vào mô hình dự báo lợi nhuận do cần thời gian để quan sát và đánh giá tác động của Nghị định này lên hiệu quả hoạt động tài chính của Công ty.

Định giá và phương pháp định giá

HSC giảm giá mục tiêu xuống 44.000đ và nâng khuyến nghị đối với PLX lên Mua và (từ Tăng tỷ trọng). Giá mục tiêu mới phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần và thay đổi phương pháp định giá - chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP thay vì DCF để xác định giá mục tiêu của PLX – cũng như thay đổi các giả định định giá cơ bản.

Cụ thể, thay vì chỉ sử dụng phương pháp DCF để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của PLX, chúng tôi áp dụng phương pháp SoTP để định giá các công ty liên doanh và liên kết của PLX. Đối với các công ty liên doanh liên kết đã niêm yết và giao dịch trên sàn UPCoM, cụ thể là Tổng công ty Cổ phần Bảo hiểm Petrolimex ("PJICO" viết tắt; HSX: PGI; chưa khuyến nghị) và CTCP Tư vấn Thiết kế Đường cao tốc Việt Nam ("VES" viết tắt; UPCoM: VES; chưa khuyến nghị), HSC áp dụng giá thị trường để định giá. Đối với Công ty TNHH Castrol BP Petco (Castrol-BP; lợi suất cổ tức cao; chưa niêm yết), chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu cổ tức. Đối với các công ty liên doanh và liên kết khác chưa niêm yết và có cổ tức thấp, chúng tôi áp dụng giá trị sổ sách của các công ty này trên BCTC mới nhất của PLX.

Các giả định DCF đối với mảng kinh doanh cốt lõi của PLX bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5%), phù hợp với các giả định nội bộ của chúng tôi. Chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh hàng ngày trong 2 năm của Bloomberg là 1 lần (phù hợp với các công ty khác trong lĩnh vực Năng lượng - Tiện ích trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi). Ngoài ra, mức thuế 20% (không đổi) và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% (không đổi) cũng được áp dụng. Nhìn chung, các yếu tố này dẫn đến giả định WACC ở mức 10,8% (từ 9,2% trước đó). Chúng tôi cũng kéo dài giai đoạn định giá DCF đến năm 2029.

Đối với các giả định DDM của Castrol-BP, chúng tôi giả định rằng Công ty sẽ giữ nguyên mức chi trả cổ tức 400 tỷ đồng trong những năm tới mà không có tăng trưởng trong giai đoạn còn lại. Đối với chi phí vốn CSH, chúng tôi giả định hệ số beta là 1 lần và tỷ lệ nợ trên vốn CSH là 0 vì chúng tôi nhận thấy công ty không sử dụng đòn bẩy

trong những năm gần đây, nên giả định WACC đối với Castrol-BP được điều chỉnh lên 12,8%.

Các tính toán và giả định cơ bản trong phân tích định giá và phân tích độ nhạy của chúng tôi được trình bày trong Bảng 45-16.

Bảng 45: Định giá SOTP, PLX

Tỷ đồng	Mảng kinh doanh	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu của PLX	Định giá cho PLX
HĐKD cốt lõi của PLX	Kinh doanh xăng dầu	DCF	100%	52,298
Mảng kinh doanh khác				4,611
Castrol-BP Petco	Chế biến các sản phẩm dầu nhờn	DDM	35%	3,331
PJICO (HSX: PGI)	Bảo hiểm phi nhân thọ	Giá thị trường	41%	954
Công ty Cổ phần Dịch vụ Đường cao tốc Việt Nam (UPCoM: VES)	Đầu tư, xây dựng, vận hành, quản lý và bảo trì mạng lưới đường cao tốc quốc gia	Giá thị trường	22%	19
CTCP Thương mại Kiên Giang	Kinh doanh nông sản, xăng dầu	Giá trị sổ sách	39%	159
Công ty Cổ phần Cơ khí Xăng dầu	Cơ khí xăng dầu	Giá trị sổ sách	46%	68
Công ty Cổ phần Tập đoàn Xây lắp 1	Xây dựng, sửa chữa, gia công cơ khí, kinh doanh	Giá trị sổ sách	30%	54
Công ty Cổ phần Xây lắp III	Thi công và lắp đặt các công trình phục vụ ngành công nghiệp xăng dầu, dân dụng, công nghiệp, cơ khí, v.v.	Giá trị sổ sách	30%	26
Công ty Cổ phần Thương mại Dịch vụ Sửa chữa Ô tô Việt Nam	Sửa chữa ô tô	Giá trị sổ sách	20%	1
Vốn CSH				56,909
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành				1,294
Giá mục tiêu (đồng/cp)				44,000

*Ghi chú: Giá PGI và VES đóng cửa tại 16/5/2025
Các đơn vị hạch toán giá trị sổ sách khác được hạch toán theo vốn chủ sở hữu.
Nguồn: HSC ước tính*

*Ngoại trừ Công ty Cổ phần Thương mại và Dịch vụ sửa chữa ô tô Petrolimex được hạch toán theo giá vốn, các đơn vị hạch toán giá trị sổ sách khác được hạch toán theo vốn chủ sở hữu.
Nguồn: HSC ước tính*

Bảng 46: Định giá DCF với mảng kinh doanh cốt lõi, PLX

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029
EBIT	2,007	4,422	5,286	5,639	6,019
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	1,606	3,538	4,229	-1,128	4,816
Cộng: khấu hao	2,189	2,264	2,334	2,404	2,474
Trừ: vốn đầu tư	-2,640	-1,500	-1,400	-1,400	-1,400
Trừ: tăng vốn lưu động	-1,171	-163	-391	-271	-287
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	-17	4,139	4,771	-395	5,602
Chiết khấu		1.05	1.2	1.3	1.4
Giá trị hiện tại của UFCF (giữa năm 2026)		3,930	4,089	305	3,911
Tổng giá trị hiện tại		11,625			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 47: Tính toán WACC, PLX

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH (%)	13.1%
Lãi suất bình quân	4.8%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	3.8%
Tỷ trọng nợ	24.8%
WACC (%)	10.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 48: Tính toán giá trị vốn CSH cho mảng kinh doanh cốt lõi, PLX

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị hiện tại giai đoạn 2026-2029	11,625
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	45,358
Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh chính	43,288
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	11,625
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	31,663
Trừ: Nợ (tiền mặt) ròng, điều chỉnh	-9,010
Giá trị VCSH	52,298

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Chi phí vốn CSH cho Castrol - BP

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4%
Phần bù rủi ro vốn CSH	1
Beta (lần)	8.8%
Chi phí vốn CSH (%)	12.8%
Lãi suất bình quân	0.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	0.0%
Tỷ trọng nợ	0.0%
WACC (%)	12.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 50: Định giá DDM, Castrol – BP

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2026, được phân bổ cho PLX (Tỷ đồng)	400
Chi phí vốn CSH (%)	12.8%
Giá trị công ty, Castrol-BP (Tỷ đồng)	3,331

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 51: Phân tích độ nhạy, PLX

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	52,400	50,000	47,900	45,900	44,100
	8.25%	49,900	47,800	45,800	44,000	42,400
	8.75%	47,700	45,700	44,000	42,400	40,900
	9.25%	45,700	43,900	42,300	40,800	39,500
	9.75%	43,900	42,300	40,800	39,500	38,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu và lợi nhuận thuần năm 2025 với giá dầu Brent (USD/thùng), PLX

	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận thuần 2025 (Tỷ đồng)	
Giá định giá dầu Brent 2025	57.5	39,000	1,585
	62.5	41,500	1,889
	67.5	44,000	2,205
	72.5	46,500	2,522
	77.5	48,800	2,826

Nguồn: HSC ước tính

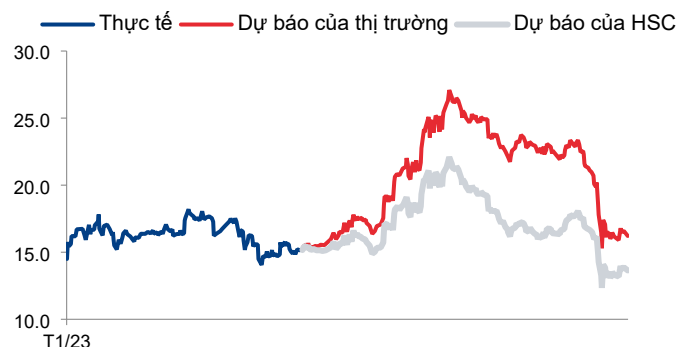
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,9 lần.

So với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX có vẻ kém hấp dẫn hơn ở hầu hết các chỉ số định giá khi giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025 cao hơn lần lượt 2% và 21%. Tuy nhiên, PLX cho thấy ROE dự phóng năm 2025-2026 là 10,6% và 12,1%, cao hơn lần lượt 2,2 điểm phần trăm và 1,9 điểm phần trăm so với bình quân của các công ty cùng ngành. Do đó, mức định giá cao hơn là hợp lý. Chúng tôi sử dụng các ước tính nội bộ để so sánh sự khác biệt giữa các công ty cùng ngành trong nước. Ngoại trừ P/B dự phóng, PLX có vẻ hấp dẫn hơn OIL ở hầu hết các chỉ số.

Biểu đồ 53: P/E trượt dự phóng 1 năm

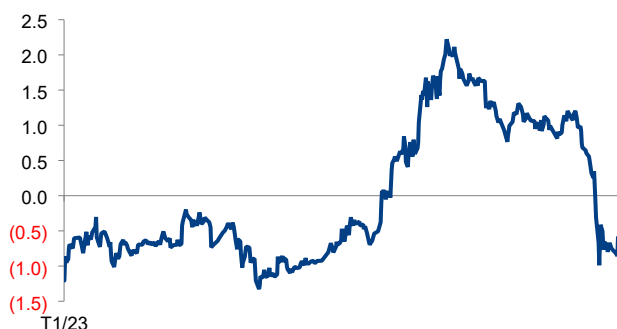
PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,8 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 54: Độ lệch chuẩn so với bình quân

... cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 18,9 lần (từ đầu năm 2023)



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 55: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX

PLX hiện giao dịch ở mức cao hơn 2% so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực theo EV/EBITDA 2025

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	12,681	8.8	6.3	12.1	7.2	0.6	0.6	4.4	6.7
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	7,684	8.1	8.1	9.5	7.2	0.6	0.6	7.0	7.6
S-Oil Corp	Hàn Quốc	4,138	16.2	16.2	26.9	10.5	0.7	0.6	2.6	6.3
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4,646	9.7	8.9	18.2	18.0	3.3	3.2	17.8	17.8
Thai Oil PCL	Thái Lan	1,827	10.0	9.1	5.7	4.9	0.4	0.3	6.1	6.9
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	23,887	9.7	9.7	20.2	10.4	1.1	1.0	5.3	9.6
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	16,232	7.3	7.3	10.3	9.0	1.6	1.5	15.5	16.4
Bình quân		10,157	10.0	9.4	14.7	9.6	1.2	1.1	8.4	10.2
PLX		1,752	10.2	10.2	17.8	13.6	1.7	1.7	10.6	12.1
PLX so với bình quân		-83%	2%	9%	21%	42%	43%	51%	+2.2ppt	+1.9ppt

Nguồn: Bloomberg tại ngày 16/5, HSC ước tính

Bảng 56: So sánh 2 công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị, PLX

Cổ phiếu PLX có định giá hấp dẫn hơn OIL ở hầu hết các chỉ tiêu, ngoại trừ P/B

Công ty	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
OIL	17.2	15.1	24.0	17.5	1.0	0.9	5.1%	6.9%
PLX	10.7	6.3	21.1	11.9	1.7	1.5	8.2%	13.6%

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro giảm

- Diễn biến bất lợi của giá dầu có thể làm giảm thêm lợi nhuận gộp trên mỗi lít của PLX.
- Tác động từ kế hoạch tái cơ cấu được phản ánh vào BCTC chậm hơn dự kiến.

Tiềm năng tăng

- Giá dầu diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn.
- Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu có thể mang lại lợi thế cho PLX trong việc giành thêm thị phần và tận dụng lợi thế cạnh tranh nhờ có mạng lưới phân phối lớn nhất nước.
- Bên cạnh việc sáp nhập PTC, kế hoạch tái cơ cấu của PLX bao gồm việc thoái vốn khỏi các công ty con như Công ty TNHH MTV Petrolimex Lào (PLL), Tổng

công ty Cổ phần Hóa dầu Petrolimex (PLC) và Tổng công ty Cổ phần Xây lắp và Thương mại Petrolimex (PGCC). Chúng tôi không phản ánh việc thoái vốn khỏi các công ty này vào dự báo lợi nhuận do thời điểm cụ thể để thực hiện giao dịch và ghi nhận lợi nhuận/lỗ từ việc thoái vốn còn tùy thuộc vào nhiều yếu tố khách quan. Do đó, bất kỳ khoản lợi nhuận nào được ghi nhận từ việc thoái vốn khỏi các công ty con của PLX sẽ mang lại tiềm năng lợi nhuận cao hơn dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	273,979	284,017	249,883	258,580	282,103
Lợi nhuận gộp	15,264	17,351	16,899	18,239	20,097
Chi phí BH&QL	(13,089)	(14,558)	(14,892)	(13,817)	(14,811)
Thu nhập khác	195	295	295	295	295
Chi phí khác	(65.3)	(82.7)	(82.7)	(82.7)	(82.7)
EBIT	2,304	3,005	2,219	4,634	5,498
Lãi vay thuần	1,019	439	269	220	291
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	624	528	574	574	574
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	3,947	3,972	3,063	5,429	6,362
Chi phí thuế TNDN	(870)	(811)	(613)	(1,086)	(1,272)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(243)	(271)	(245)	(434)	(509)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,834	2,890	2,205	3,909	4,581
Lợi nhuận thuần ĐC	2,780	2,837	2,165	3,837	4,497
EBITDA ĐC	4,489	5,182	4,408	6,898	7,831
EPS (đồng)	2,190	2,233	1,704	3,021	3,540
EPS ĐC (đồng)	2,149	2,192	1,673	2,965	3,475
DPS (đồng)	1,500	1,000	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,294	1,294	1,294	1,294	1,294

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	14,048	14,933	18,068	22,556	26,789
Đầu tư ngắn hạn	16,496	15,109	13,748	14,226	15,520
Phải thu khách hàng	10,975	12,465	10,665	11,036	12,040
Hàng tồn kho	14,640	15,673	13,214	13,631	14,860
Các tài sản ngắn hạn khác	1,148	1,364	1,249	1,293	1,411
Tổng tài sản ngắn hạn	57,307	59,544	56,944	62,742	70,620
TSCĐ hữu hình	12,230	12,644	13,096	12,332	11,398
TSCĐ vô hình	2,344	2,387	2,387	2,387	2,387
Bất động sản đầu tư	116	108	108	108	108
Đầu tư dài hạn	3,425	1,642	1,392	1,392	1,392
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,387	1,579	1,579	1,579	1,579
Tài sản dài hạn khác	2,866	3,371	2,970	3,058	3,318
Tổng tài sản dài hạn	22,369	21,731	21,531	20,856	20,182
Tổng cộng tài sản	79,676	81,275	78,475	83,598	90,802
Nợ ngắn hạn	19,135	17,385	18,969	19,869	20,709
Phả trả người bán	22,157	25,234	19,804	20,429	22,270
Nợ ngắn hạn khác	5,979	6,142	6,201	6,125	6,330
Tổng nợ ngắn hạn	49,661	51,180	46,857	49,576	52,984
Nợ dài hạn	647	487	487	487	487
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	22.0	101	101	101	101
Nợ dài hạn khác	142	142	142	142	142
Tổng nợ dài hạn	810	730	730	730	730
Tổng nợ phải trả	50,474	51,967	47,644	50,363	53,771
Vốn chủ sở hữu	25,940	26,023	27,458	29,862	33,657
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,263	3,285	3,373	3,373	3,373
Tổng vốn chủ sở hữu	29,202	29,308	30,831	33,236	37,030
Tổng nợ phải trả và VCSH	79,676	81,275	78,475	83,598	90,802
BVPS (đ)	20,048	20,112	21,222	23,080	26,013
Nợ thuần*/(tiền mặt)	5,734	2,939	1,388	(2,200)	(5,593)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,304	3,005	2,219	4,634	5,498
Khấu hao	(2,185)	(2,177)	(2,189)	(2,264)	(2,334)
Lãi vay thuần	1,019	439	269	220	291
Thuế TNDN đã nộp	(870)	(811)	(613)	(1,086)	(1,272)
Thay đổi vốn lưu động	1,315	(692)	(1,503)	(525)	(915)
Khác	(680)	(1,745)	21.3	58.9	152
LCT thuần từ HĐKD	5,274	2,373	2,583	5,567	6,087
Đầu tư TS dài hạn	(1,652)	(1,996)	(2,640)	(1,500)	(1,400)
Góp vốn & đầu tư	(28,587)	(22,861)	1,608	(478)	(1,294)
Thanh lý	21,750	26,113	0	0	0
Khác	1,447	1,340	1,420	1,505	1,595
LCT thuần từ HĐĐT	(7,075)	2,551	(1,032)	(1,978)	(2,694)
Cổ tức trả cho CSH	(1,100)	(2,107)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	5,344	(1,934)	1,584	900	840
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	4,245	(4,041)	1,584	900	840
Tiền & tương đương tiền đầu kì	11,606	14,048	14,933	18,068	22,556
LCT thuần trong kỳ	2,443	883	3,135	4,488	4,233
Ảnh hưởng của tỷ giá	(1.08)	1.66	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,048	14,933	18,068	22,556	26,789
Dòng tiền tự do	3,622	377	(57.1)	4,067	4,687

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.57	6.11	6.76	7.05	7.12
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.64	1.82	1.76	2.67	2.78
Tỷ suất LNT (%)	1.03	1.02	0.88	1.51	1.62
Thuế TNDN hiện hành (%)	22.0	20.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(9.89)	3.66	(12.0)	3.48	9.10
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	28.5	15.4	(14.9)	56.5	13.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	95.8	2.02	(23.7)	77.2	17.2
Tăng trưởng EPS (%)	95.5	1.97	(23.7)	77.2	17.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	95.8	2.02	(23.7)	77.2	17.2
Tăng trưởng DPS (%)	114	(33.3)	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	68.5	44.8	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.2	11.1	8.25	13.6	14.4
ROACE (%)	7.84	10.00	7.19	14.1	15.3
Vòng quay tài sản (lần)	3.55	3.53	3.13	3.19	3.24
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.29	0.79	1.16	1.20	1.11
Số ngày tồn kho	20.7	21.5	20.7	20.7	20.7
Số ngày phải thu	15.5	17.1	16.7	16.8	16.8
Số ngày phải trả	31.3	34.5	31.0	31.0	31.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	23.2	12.4	5.97	(6.50)	(15.8)
Nợ/tài sản (%)	25.2	22.4	25.1	24.7	23.7
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	4.47	3.51	4.47	2.99	2.74
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.15	1.16	1.22	1.27	1.33
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.18	0.17	0.19	0.17	0.14
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.3	9.23	10.5	6.19	5.02
P/E (lần)	15.8	15.5	20.4	11.5	9.80
P/E ĐC (lần)	16.1	15.8	20.7	11.7	9.98
P/B (lần)	1.73	1.73	1.64	1.50	1.33
Lợi suất cổ tức (%)	4.32	2.88	0	0	0

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