

Ngành bán lẻ xăng dầu gặp giai đoạn khó khăn

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

- Giá đoạn chuỗi cung ứng bắt nguồn từ tình hình Trung Đông nhiều khả năng sẽ làm suy yếu lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu, do khả năng chuyển phần tăng của chi phí đầu vào sang giá bán lẻ bị hạn chế.
- Trên cơ sở các giá đoạn này, HSC giảm lần lượt 73,4% và 38,8% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 của hai cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích – Bán lẻ xăng dầu trong danh sách khuyến nghị.
- Chúng tôi không đánh giá cao cổ phiếu nào trong số hai cổ phiếu này; thay vào đó, chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu ngành Dầu khí (PVS, PVD). HSC hiện nâng khuyến nghị đối với PLX lên Nắm giữ (từ Bán ra) với tiềm năng tăng giá chỉ 2% và hạ khuyến nghị đối với OIL xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 25%.

Giá đoạn chuỗi cung ứng do chiến sự tại Trung Đông

Các giá đoạn chuỗi cung ứng gần đây đang tác động đáng kể đến ngành Dầu khí, kéo theo giá dầu Brent và chênh lệch giữa dầu thô và dầu sản phẩm của các sản phẩm xăng dầu, bao gồm dầu diesel và nhiên liệu bay, tăng mạnh. Tỷ suất lợi nhuận của các nhà phân phối xăng dầu dự báo sẽ suy yếu do khả năng chuyển chi phí đầu vào sang giá bán lẻ cuối cùng còn hạn chế.

Trong bối cảnh này, PLX ưu tiên duy trì sản lượng tiêu thụ nước hơn là tỷ suất lợi nhuận và cho biết sẽ chấp nhận tỷ suất lợi nhuận thấp hơn – đây là tín hiệu tiêu cực theo quan điểm của chúng tôi. OIL cũng nhiều khả năng sẽ chịu tác động tiêu cực. Cần nhấn mạnh rằng rủi ro chính đối với PLX không nằm ở mức giá dầu Brent, mà ở sự tương tác giữa tình trạng giá đoạn nguồn cung và cơ chế điều tiết giá. Trong 6 tháng đầu năm 2022, khi Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn giảm công suất hoạt động xuống 55-60% trong bối cảnh giá dầu Brent tăng 38%, lợi nhuận thuần của PLX đã giảm 92% so với cùng kỳ, cho thấy lợi nhuận có thể sụt giảm rất nhanh khi áp lực chi phí không thể chuyển sang giá bán dưới cơ chế điều tiết giá hiện hành. Trên thực tế, mối tương quan giữa giá dầu Brent và lợi nhuận thuần của các nhà phân phối là khá yếu (R^2 dưới 0,3 đối với cả PLX và OIL), do cơ chế điều tiết giá tạo ra sự thu hẹp tỷ suất lợi nhuận phi tuyến tính thay vì cơ chế chuyển chi phí trơn tru.

Đề xuất sửa đổi Nghị định về kinh doanh xăng dầu

Dự thảo Nghị định lần thứ 10 về kinh doanh xăng dầu của Chính phủ – được ban hành vào tháng 1/2026 nhằm giải quyết các giá đoạn này – vẫn chưa được thông qua, nhiều khả năng do vẫn còn các tranh luận liên quan đến một số chi tiết trong Nghị định. Điều này khiến thị trường tiếp tục ở trạng thái thiếu chắc chắn. HSC kỳ vọng Nghị định mới sẽ có hiệu lực từ năm 2027.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần

HSC giảm lần lượt 75% và 37% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 đối với PLX, xuống mức tương ứng với tăng trưởng -74% và 227%, và giảm lần lượt 67% và 44% đối với OIL (xuống mức tương ứng với tăng trưởng -659% và 189%). Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng lợi nhuận thuần mạnh; lợi nhuận thuần của PLX dự báo đạt 3.659 tỷ đồng (tăng trưởng 57%), trong khi lợi nhuận thuần của OIL dự báo đạt 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65%). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm của PLX và OIL trong giai đoạn 3 năm đạt lần lượt 11% và 25,6%.

Định giá và khuyến nghị

HSC giảm lần lượt 75% và 37% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 đối với PLX, xuống mức tương ứng với tăng trưởng -74% và 227%, và giảm lần lượt 67% và 44% đối với OIL (xuống mức tương ứng với tăng trưởng -659% và 189%). Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng lợi nhuận thuần mạnh; lợi nhuận thuần của PLX dự báo đạt 3.659 tỷ đồng (tăng trưởng 57%), trong khi lợi nhuận thuần của OIL dự báo đạt 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65%). Dự báo mới của chúng tôi cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm của PLX và OIL trong giai đoạn 3 năm đạt lần lượt 11% và 25,6%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/4.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
OIL	15,100	Bán ra	Tăng tỷ trọng	11,300	(10.3)	(25.2)	87.0	30.0	161	38.6	2.32	2.32
PLX	40,200	Nắm giữ	Bán ra	41,000	(4.65)	1.99	73.1	22.3	28.0	13.4	0	0

Giá cổ phiếu tại ngày 3/4/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Biến động và gián đoạn trên thị trường xăng dầu	3
Phản ứng của Chính phủ và doanh nghiệp	4
Dự thảo lần thứ 10 nghị định về kinh doanh xăng dầu	4
Dự báo lợi nhuận mới	4
Định giá và khuyến nghị	6

Báo cáo thành phần

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX)	9
TCT Dầu Việt Nam - CTCP (OIL)	16

Ứng phó trong bối cảnh biến động

Thị trường xăng dầu trong nước chịu áp lực từ chiến sự tại Trung Đông, khiến công suất hoạt động của Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn giảm và giá các sản phẩm xăng dầu tăng mạnh. Một số quốc gia như Trung Quốc và Nga đã tạm thời cấm xuất khẩu các sản phẩm xăng dầu nhằm đảm bảo an ninh năng lượng. Các gián đoạn thị trường làm suy yếu triển vọng lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. HSC hiện nâng khuyến nghị lên Nắm giữ (từ Bán ra) đối với PLX và hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) đối với OIL sau khi giảm dự báo các năm 2026-2027 đối với cả hai cổ phiếu và giá cổ phiếu suy yếu.

Biến động và gián đoạn trên thị trường xăng dầu

Việc giá dầu Brent tăng mạnh gần đây cùng với chênh lệch giữa dầu thô và dầu sản phẩm mở rộng đã tạo ra môi trường HĐKD nhiều bất định đối với các doanh nghiệp đầu mối trong nước như Petrolimex và PetroViet Nam Oil. Bên cạnh biến động toàn cầu, các doanh nghiệp này còn chịu áp lực vận hành đáng kể từ việc Bộ Công Thương liên tục điều chỉnh giá bán lẻ. Như minh họa trong bảng dưới đây, các điều chỉnh mang tính thường xuyên này buộc các nhà phân phối phải thích ứng với diễn biến giá biến động mạnh.

Bảng 1: Giá bán lẻ cơ sở (đồng/lít), một số sản phẩm xăng dầu

Bộ Công Thương đã điều chỉnh giá bán lẻ cơ sở 4 lần từ ngày 7-12/3

Ngày	Gasoline (RON95)	Diesel oil
7-3	27,047	30,239
10-3	33,120	35,717
<i>Thay đổi</i>	22.5%	18.1%
11-3	29,240	31,470
<i>Thay đổi</i>	-11.7%	-11.9%
12-3	29,575	32,025
<i>Thay đổi</i>	1.1%	1.8%
19-3	33,690	37,420
<i>Thay đổi</i>	13.9%	16.8%
25-3	32,957	41,899
<i>Thay đổi</i>	-2.2%	12.0%

Nguồn: Petrolimex, HSC ước tính

Tình hình nguồn cung trở nên phức tạp hơn do gián đoạn tại Nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSRP), đơn vị gần như phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn nguyên liệu đầu vào từ Kuwait theo hợp đồng bao tiêu dài hạn. NSRP đã nhận lô dầu Kuwait Export Crude cuối cùng vào giữa tháng 3, sau đó việc đóng cửa eo biển Hormuz đã làm gián đoạn lịch giao hàng tiếp theo. Kể từ đó, nhà máy đã thu xếp nguồn nguyên liệu thay thế và xác nhận đã đảm bảo đủ nguồn dầu thô để duy trì hoạt động ở công suất tối ưu đến tháng 5/2026. NSRP đã mua 5 triệu thùng dầu từ các nguồn ngoài Kuwait, bao gồm WTI của Mỹ, Das Blend của Abu Dhabi và Al-Shaheen của Qatar cho các lô hàng giao từ tháng 4 đến tháng 6. Trong khi đó, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đang vận hành ở mức 120% công suất thiết kế.

Trong khu vực, Thái Lan đã ra sắc lệnh khẩn cấp cấm xuất khẩu sản phẩm xăng dầu từ ngày 6/3, trong khi Philippines tuyên bố tình trạng khẩn cấp năng lượng quốc gia vào ngày 24/3 với nguồn cung dầu trong nước giảm xuống mức tương đương khoảng 45 ngày tiêu thụ. Các biện pháp phòng vệ đang gia tăng tại các quốc gia cung ứng dự phòng chủ chốt trong khu vực: Ủy ban Cải cách và Phát triển Quốc gia Trung Quốc (NDRC – cơ quan quản lý kinh tế vĩ mô cấp cao nhất, thường được gọi là “siêu bộ”) đã áp dụng lệnh cấm chính thức đối với xuất khẩu xăng, dầu diesel và nhiên liệu bay từ ngày 11/3, trong khi Nga công bố lệnh cấm xuất khẩu xăng từ ngày 1/4 đến hết ngày 31/7 nhằm ổn định giá trong nước. Các hạn chế này đang dần thu hẹp nguồn cung thay thế trên thị trường xăng dầu tại châu Á, qua đó làm gia tăng rủi ro thu mua đối với các nhà nhập khẩu tại Việt Nam.

Phản ứng của Chính phủ và doanh nghiệp

Để giảm thiểu tác động từ đà tăng mạnh của giá toàn cầu, Chính phủ đã tích cực sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu. Kể từ ngày 10/3, quỹ đã được giải ngân ở mức cao kỷ lục: 5.000đ/lít đối với dầu diesel và 4.000đ/lít/kg đối với xăng sinh học, xăng không chì, dầu hỏa và dầu nhiên liệu. Tại thời điểm ngày 19/3, số dư của Quỹ này ước tính ở mức 2.600 tỷ đồng, giảm mạnh so với mức hơn 5.600 tỷ đồng vào cuối Q3/2025. Trước tốc độ chi quỹ không bền vững, ngày 27/3, Thủ tướng đã phê duyệt bổ sung 8 nghìn tỷ đồng (303,7 triệu USD) từ ngân sách nhà nước năm 2026 dưới hình thức tạm ứng cho Quỹ. Đáng chú ý, đây là khoản tạm ứng mang tính ngắn hạn chứ không phải là khoản hỗ trợ ngân sách vĩnh viễn: Bộ Công Thương phải hoàn trả toàn bộ trong vòng 12 tháng khi điều kiện thị trường ổn định. Ngân hàng Nhà nước cũng được chỉ đạo ổn định tỷ giá và yêu cầu các ngân hàng thương mại ưu tiên cấp tín dụng cho các doanh nghiệp xăng dầu. Mức chi từ Quỹ bình ổn giá xăng dầu sau đó đã được điều chỉnh giảm xuống 3.000đ/lít đối với xăng và 4.000đ/lít đối với dầu diesel.

Vào ngày 9/3, Chủ tịch PLX – thành viên tổ công tác tạm thời của Chính phủ về đảm bảo an ninh năng lượng – cho biết Công ty sẵn sàng hy sinh lợi nhuận để tăng nhập khẩu và ổn định nguồn cung trong nước, qua đó cho thấy áp lực lên lợi nhuận trong ngắn hạn. Trong khi đó, OIL cho biết trong giai đoạn từ ngày 5 đến 13 tháng 3, số dư Quỹ bình ổn giá xăng dầu tại cấp công ty đã chuyển từ âm 138,4 tỷ đồng xuống âm 402,9 tỷ đồng, tương đương mức chi thuần khoảng 33 tỷ đồng mỗi ngày. Với tốc độ này, khoản tạm ứng 8.000 tỷ đồng từ ngân sách sẽ giúp kéo dài thời gian hỗ trợ nhưng chỉ trong giới hạn nhất định, phụ thuộc vào việc giá dầu toàn cầu duy trì ở mức cao trong bao lâu và liệu mức chi hiện tại có tiếp tục duy trì được hay không. Những diễn biến này cho thấy áp lực bất lợi đối với triển vọng lợi nhuận của ngành.

Dự thảo lần thứ 10 nghị định về kinh doanh xăng dầu

Dự thảo lần thứ 10 nghị định về kinh doanh xăng dầu (trình Chính phủ vào tháng 1/2026) phản ánh một đợt cập nhật mang tính cấu trúc sâu rộng nhằm hiện đại hóa cơ chế quản lý thị trường, từng bước tự do hóa thị trường và giải quyết các thách thức mới phát sinh liên quan đến vận hành và định giá. Khác với các điều chỉnh mang tính phát sinh trong năm 2021, dự thảo lần này cho thấy sự điều chỉnh toàn diện hơn đối với khung giám sát, cơ chế thị trường và các công cụ điều hành của Nhà nước trong ngành xăng dầu tại Việt Nam. Những thay đổi chính trong dự thảo lần thứ 10 bao gồm:

- **Cho phép các thương nhân đầu mỗi tự xác định mức lợi nhuận mong muốn:** Chúng tôi cho rằng đây là một bước tiến hướng tới tự do hóa thị trường. Mỗi thương nhân đầu mỗi có thể xác định giá bán dựa trên các chi phí đã được kiểm toán, bao gồm chi phí vận chuyển, premium, lưu kho, chi phí phân phối và vẫn nằm trong phạm vi điều tiết của Luật Giá. Các điểm đáng chú ý gồm:
 - Chi phí vận chuyển sẽ được tính toán riêng cho từng thương nhân đầu mỗi thay vì dựa trên mức bình quân gia quyền toàn ngành, qua đó khuyến khích doanh nghiệp tối ưu hóa chi phí vận chuyển.
 - Các sản phẩm xăng dầu có ảnh hưởng lớn đến CPI, do đó vẫn thuộc phạm vi điều tiết của Luật Giá theo dự thảo lần thứ 10. Cụ thể, khi giá bán lẻ biến động mạnh, Chính phủ có thể can thiệp vào giá bán lẻ.
- **Bãi bỏ Quỹ bình ổn giá xăng dầu:** Quyết định này có thể giúp giảm gánh nặng tài chính cho doanh nghiệp trong trường hợp Chính phủ chi vượt quỹ, khiến doanh nghiệp phải vay nợ ngắn hạn để bù đắp phần thiếu hụt mà không có cơ chế hoàn trả.
- **Siết chặt yêu cầu về hạ tầng phân phối:** Bộ Công Thương yêu cầu các thương nhân đầu mỗi và thương nhân phân phối phải kết nối dữ liệu tồn kho với hệ thống của Bộ. Chúng tôi cho rằng mục tiêu là kiểm soát sản lượng xăng dầu và đảm bảo an ninh năng lượng, đặc biệt sau khi xung đột tại Trung Đông bùng phát.

Dự báo lợi nhuận mới

Chủ yếu do tác động từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu (cùng với các yếu tố bất lợi khác, đáng chú ý là sự thiếu chắc chắn về mặt pháp lý liên quan đến dự thảo

lần thứ 10 Nghị định về kinh doanh xăng dầu), HSC điều chỉnh giảm lần lượt 67,8% và 33,7% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 đối với PLX và OIL (trong đó mức giảm đối với PLX lớn hơn). Đáng chú ý, chúng tôi cũng áp dụng các giả định mới về giá dầu Brent bình quân hằng năm cho giai đoạn 2026-2028 đối với các cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích - Gas trong danh sách khuyến nghị, lần lượt ở mức 67,4 USD/thùng, 69,5 USD/thùng và 73,8 USD/thùng (theo [báo cáo ngành Năng lượng - Dầu khí, ngày 27/3](#)). Chúng tôi lưu ý rằng giá dầu Brent bình quân trong Q1 đạt 80,7 USD/thùng, trong khi giá giao ngay tại thời điểm ngày 2/4 là 109,2 USD/thùng.

Bảng 2: Dự báo cũ và dự báo mới lợi nhuận thuần, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

Hạ ước tính tổng lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lần lượt là 73,4% và 38,8%

Tỷ đồng	Dự báo mới					Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	3 năm-CAGR	2026	2027	2026	2027
PLX	2,696	711	2,327	3,659	10.7%	2,809	3,717	-74.7%	-37.4%
OIL	435	180	520	860	25.5%	542	932	-66.8%	-44.2%
Tổng	3,131	891	2,847	4,519	13.0%	3,351	4,649	-73.4%	-38.8%
Tăng trưởng									
PLX	-6.7%	-73.6%	227.2%	57.2%		4.2%	32.3%		
OIL	-5.8%	-58.6%	188.9%	65.4%		24.6%	72.0%		
Tổng	-5.1%	-71.5%	219.5%	58.7%		7.0%	38.7%		

Nguồn: HSC ước tính

Cụ thể:

- Đối với PLX:** HSC giảm lần lượt 74,7% và 37,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, chủ yếu do giảm giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, xuất phát từ việc PLX sẵn sàng hy sinh lợi nhuận để duy trì nguồn cung sản lượng trong nước. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 57,2%. Dự báo mới cho các năm 2026, 2027, 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 700 tỷ đồng (giảm 74%), 2.300 tỷ đồng (tăng trưởng 227%) và 3.600 tỷ đồng.

PLX tiếp tục dẫn đầu về thị phần trong mảng phân phối và kinh doanh xăng dầu. Công ty có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ việc dư công suất pha chế ethanol. Nguồn cung nội bộ này giúp công ty giảm thiểu tác động từ biến động ngắn hạn của chi phí đầu vào ethanol, qua đó hỗ trợ lợi nhuận thuần.

- Đối với OIL:** HSC giảm 66,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 44,2% cho năm 2027, chủ yếu do tác động từ gián đoạn chuỗi cung ứng. Đồng thời, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho các năm 2026, 2027, 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 180 tỷ đồng (giảm 58,6%), 520 tỷ đồng (tăng trưởng 188,9%) và 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65,4%, được hỗ trợ nhờ đóng góp lợi nhuận dự kiến từ mảng phân phối nhiên liệu bay).

OIL đã mở rộng chiến lược sang mảng nhiên liệu hàng không và đã ký kết các hợp đồng tại Cảng hàng không Cam Ranh. Công ty hiện đang hướng tới gia tăng thị phần tại các Cảng hàng không Tân Sơn Nhất và Nội Bài nhằm cạnh tranh với Petrolimex Aviation và Skypec.

Độ nhạy lợi nhuận

HSC phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 theo giá dầu Brent đối với PLX và OIL, dựa trên dữ liệu lợi nhuận thuần theo quý trong giai đoạn 2019-2025. Đáng chú ý, mối tương quan giữa giá dầu Brent và lợi nhuận thuần của các nhà phân phối xăng dầu là yếu (R^2 đạt 0,02 đối với PLX và 0,24 đối với OIL), chủ yếu do thị trường phân phối xăng dầu chịu sự điều tiết chặt chẽ và cạnh tranh từ các doanh nghiệp phân phối trong nước.

Bảng 3: Mối tương quan giữa giá dầu Brent và lợi nhuận thuần theo quý

 Hệ số R² ở mức thấp đối với cả PLX và OIL

Công ty	R ²
PLX	0.02
OIL	0.19

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 4: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần với lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng (đồng), PLX

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng cứ giảm 50 đồng, thì lợi nhuận thuần của PLX sẽ giảm 692 tỷ đồng

Kịch bản	Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng	Lợi nhuận thuần năm 2026
-100	680	-674
-50	730	19
0	780	711
+50	830	1,404
+100	880	2,096

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 5: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần với lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng (đồng), OIL

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng cứ giảm 50 đồng, thì lợi nhuận thuần của OIL sẽ giảm 234 tỷ đồng

Kịch bản	Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng	Lợi nhuận thuần năm 2026
-100	440	(289)
-50	490	(55)
0	540	180
+50	590	414
+100	640	648

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi cũng trình bày độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 theo lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu. Trong kịch bản cơ sở, giá định lợi nhuận gộp trên mỗi lít năm 2026 của PLX là 780đ, tương ứng lợi nhuận thuần đạt 711 tỷ đồng, trong khi giá định đối với OIL là 540đ, tương ứng lợi nhuận thuần đạt 180 tỷ đồng.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các mảng kinh doanh cốt lõi của PLX và OIL, tương ứng với các cổ phiếu ngành Dầu khí khác trong danh sách khuyến nghị. Các giả định chính bao gồm:

- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ 8,75%.
- Cập nhật hệ số beta (điều chỉnh theo 2 năm) từ Bloomberg: đối với PLX là 0,9 (từ 1,0) và đối với OIL là 0,8 (từ 1,2).
- Chi phí nợ vay sau thuế của PLX và OIL lần lượt ở mức 3,5% (trước đó là 3,3%) và 2,4% (trước đó là 3,2%).
- Giả định WACC của PLX và OIL lần lượt là 9,9% (trước đó là 10,6%) và 8,9% (trước đó là 12,1%).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn của cả PLX và OIL được giữ nguyên ở mức 2%
- Thời gian dự phóng trong mô hình định giá DCF được kéo dài đến năm 2030 đối với cả PLX và OIL.

- HSC điều chỉnh dự báo lợi nhuận (như đã đề cập ở trên) nhưng giữ nguyên giả định về giá dầu Brent.

Chúng tôi trình bày kết quả tổng hợp từ mô hình DCF dưới đây, trong đó phân tách tổng giá trị vốn CSH thành các thành phần gồm dòng tiền tương lai, giá trị cuối kỳ và tiền mặt thuần/(nợ thuần). Tiền mặt thuần của PLX chiếm 11,5% tổng giá trị, trong khi đối với OIL, vị thế tiền mặt thuần/(nợ thuần) chiếm 60,4% trong mô hình định giá.

Bảng 6: Tính toán cơ cấu vốn CSH, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

PLX và OIL có vị thế tiền thuần rất mạnh

Tỷ đồng	PLX	OIL
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	9,371	573
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	32,290	4,058
Tổng giá trị DN	41,661	4,631
Tiền thuần	5,426	7,055
Tổng giá trị vốn CSH	47,087	11,687
% tổng giá trị vốn CSH		
Dòng tiền tương lai	19.9%	4.9%
Giá trị dài hạn	68.6%	34.7%
Tiền/nợ thuần	11.5%	60.4%
Tổng	100.0%	100.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Diễn biến giá cổ phiếu, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

Tăng bình quân 19,1% trong vòng 3 tháng qua, nhưng giảm 39,2% trong 1 tháng gần nhất

%	1 tháng	3 tháng	12 tháng
OIL	-39.1	39.8	46.7
PLX	-39.2	13.9	11.1
Trung bình*	-39.2	19.1	17.8
VN Index	-7.1	-5.6	36.9

Ghi chú: *theo tỷ trọng vốn hóa.
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá các cổ phiếu ngành Dịch vụ tiện ích – bán lẻ xăng dầu trong danh sách khuyến nghị của HSC đã tăng bình quân 19,1% trong 3 tháng qua (dẫn đầu là OIL, tăng 40%), chủ yếu nhờ kỳ vọng của thị trường về việc triển khai dự thảo lần thứ 10 Nghị định kinh doanh xăng dầu liên quan đến công thức điều chỉnh giá bán lẻ. Tuy nhiên, trong bối cảnh tình hình Trung Đông diễn biến phức tạp, giá các cổ phiếu này cũng đã giảm bình quân 39% trong 1 tháng qua.

Dù giảm 39% trong 1 tháng qua, giá PLX vẫn tăng 13,9% trong 3 tháng qua và 11,1% trong 1 năm qua, nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu tiếp tục cải thiện bất chấp giá dầu Brent giảm vào cuối năm 2025. Trong khi đó, OIL, dù giá cũng giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng vẫn tăng 40% trong 3 tháng qua và 47% trong 1 năm qua.

Định giá hiện tại của thị trường

Cả hai cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm cao. Cụ thể, PLX đang giao dịch cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 26,4 lần, trong khi OIL cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 41,3 lần.

Bảng 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

PLX & OIL hiện đang giao dịch ở mức giá chiết khấu so với bình quân quá khứ

	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E dự phóng bình quân 3 năm	độ lệch chuẩn so với bình quân
PLX	47.2	37.4	1.2
OIL	73.1	56.4	1.5

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: So sánh với các công ty cùng ngành, Các công ty ngành Dịch vụ tiện ích - Gas HSC khuyến nghị

Các cổ phiếu ngành bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam đang giao dịch ở mức giá rẻ hơn theo trung vị EV/EBITDA và P/E

Doanh nghiệp	Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	P/E 2026	P/E 2027	P/B 2026	ROE 2026
Các công ty Việt Nam								
Việt Nam National Petroleum (PLX)	Việt Nam	1,940	27.9	13.4	74.1	22.8	1.8	2.6%
PetroViệt Nam Oil Corp (OIL)	Việt Nam	593	161.0	38.6	109.0	37.5	1.5	3.5%
Trung vị - các công ty Việt Nam		1,266	94.5	26.0	91.6	30.2	1.7	3.1%
PetroChina Co Ltd	Trung Quốc	321,374	5.5	5.1	10.1	10.4	1.1	10.6%
SINOPEC CORP	Trung Quốc	97,579	6.5	5.6	10.2	8.9	0.6	5.4%
Oil & Natural Gas Corp Ltd	Ấn Độ	37,945	5.4	5.0	9.0	7.9	1.0	12.5%
Ấn Độ Oil Corp Ltd	Ấn Độ	20,260	9.3	5.5	5.9	7.3	0.9	16.9%
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	12,918	6.7	5.3	4.8	6.1	1.2	28.1%
Hindustan Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	7,562	8.4	5.6	4.5	4.9	1.1	28.6%
ENEOS Holdings Inc	Nhật Bản	24,317	11.6	6.5	17.5	12.5	1.2	6.1%
Idemitsu Kosan Co Ltd	Nhật Bản	12,553	18.9	10.0	16.7	10.6	1.1	5.5%
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	5,451	8.7	8.5	18.5	18.0	3.5	18.9%
SK Innovation Co Ltd	Hàn Quốc	12,440	15.8	9.4	76.8	22.5	0.8	-0.2%
S-Oil Corp	Hàn Quốc	7,989	17.5	6.6	11.9	10.7	1.3	11.0%
Thai Oil PCL	Thái Lan	3,413	11.3	6.6	8.0	7.9	0.6	7.1%
PTG Energy PCL	Thái Lan	432	6.6	6.0	11.3	9.5	1.3	11.5%
Trung vị - Các DN trong khu vực		12,553	8.7	6.0	10.2	9.5	1.1	11.0%
Các DN Việt Nam (Chênh lệch so với Các DN trong khu vực)			986.2%	333.3%	798.0%	217.9%	54.5%	-7.9ppt
Trung vị - tổng thể		12,440	9.3	6.5	11.3	10.4	1.1	10.6%

Nguồn: HSC ước tính đối với các công ty trong nước, các công ty còn lại theo dự báo của Bloomberg

So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

So với trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, các cổ phiếu Việt Nam ngành Dịch vụ tiện ích – bán lẻ xăng dầu trong danh sách khuyến nghị của HSC đang giao dịch với mức cao hơn nhiều, với EV/EBITDA dự phóng năm 2026-2027 cao hơn lần lượt 986% và 333%, và P/E dự phóng năm 2026-2027 cao hơn lần lượt 798% và 218%. Đây là điều đáng chú ý khi các doanh nghiệp Việt Nam có ROE thấp hơn đáng kể, với ROE năm 2026 ở mức 3,1%.

Kết luận và quan điểm đầu tư

HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên **Nắm giữ** (từ **Bán ra**) và hạ khuyến nghị đối với OIL xuống **Bán ra** (từ **Tăng tỷ trọng**). Quan điểm đầu tư này của chúng tôi đối với ngành phân phối xăng dầu là dựa trên triển vọng kém tích cực hơn trong bối cảnh giá dầu Brent ở mức cao và sự thiếu chắc chắn liên quan đến thời điểm triển khai dự thảo Nghị định.

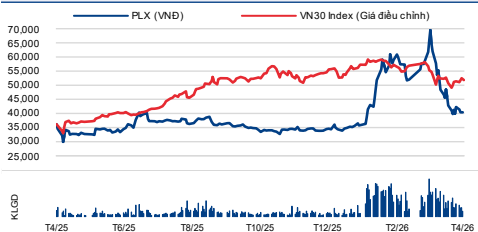
Năm giữ (từ Bán ra)

Giá mục tiêu: VNĐ41,000 (từ VNĐ43,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 2.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/4/2026)	40,200
Mã Bloomberg	PLX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	29,947-69,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	40,620
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	51,078
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,940
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,271
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	60.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	20.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.6%
Tỷ lệ freefloat	9.25%
Cổ đông lớn	Bộ Tài Chính (75.9%)

Source: Company, HSC Research estimates

Share price performance


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(39.2)	13.9	11.1
So với chỉ số	(35.1)	25.9	(22.4)
So với ngành	-	-	-

Source: Company, FactSet

HSC vs. consensus

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	540	2,846	(81.0)
2027F	1,766	3,375	(47.7)
2028F	2,776	3,356	(17.3)

Source: Bloomberg, HSC Research estimates

Company description

PLX is the #1 player in Vietnam's petroleum distribution market with about 50% market share. At end FY25, PLX's distribution network consisted of 5,500 stores/point of sales, 2,889 of which are COCOs.

Chuyên viên phân tích

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

Nâng khuyến nghị lên Năm giữ sau khi giá cổ phiếu giảm 39%

- HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên Năm giữ (từ Bán ra) sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh trong 1 tháng qua, dù giảm 5% giá mục tiêu xuống 41.000đ (tiềm năng tăng giá: 2%).
- Trước những quan ngại của dư luận về việc giá xăng dầu trong nước tăng, Chủ tịch PLX gần đây khẳng định Công ty sẵn sàng hy sinh lợi nhuận trong ngắn hạn để duy trì sản lượng tiêu thụ xăng dầu. Điều này là tích cực đối với Việt Nam nhưng kém tích cực đối với lợi nhuận của PLX.
- Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 14% trong 3 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 47,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 26,4 lần.

Sự kiện: Phát biểu từ Chủ tịch Petrolimex

Trong bối cảnh thiếu hụt nguồn cung dầu toàn cầu hiện nay, Chủ tịch PLX gần đây khẳng định cam kết rõ ràng của Công ty trong việc chấp nhận gánh phần chi phí tăng thêm phát sinh từ việc nhập khẩu xăng dầu khẩn cấp nhằm phù hợp với các biện pháp bình ổn của Chính phủ để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia, đồng thời tuân thủ cơ chế bình ổn giá theo Luật Giá, được triển khai từ ngày 10/3 thông qua việc sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu. Trên cơ sở đó, HSC giảm dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu của PLX.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

HSC giảm lần lượt 74,7% và 37,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 và đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 – thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 711 tỷ đồng (giảm 74%), 2.327 tỷ đồng (tăng trưởng 2,3 lần) và 3.659 tỷ đồng (tăng trưởng 57%). Việc điều chỉnh giảm dự báo năm 2026 chủ yếu do gián đoạn chuỗi cung ứng dầu toàn cầu dẫn đến giảm lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu, tương ứng với việc PLX giảm giá bán, trong khi việc giảm dự báo năm 2027 là do chúng tôi đưa ra các giả định thận trọng hơn về mức tiết giảm chi phí bán hàng & quản lý từ quá trình tái cấu trúc. HSC giữ nguyên giả định về giá dầu Brent.

Định giá và khuyến nghị

Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 14% trong 3 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 47,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 là 26,4 lần. Giá mục tiêu mới là 41.000đ (giảm từ 43.000đ do điều chỉnh giảm dự báo các năm 2026-2027) cho thấy tiềm năng tăng giá 2% và tương ứng với P/E dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 75,9 lần và 23,2 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Bán ra).

Trong ngắn hạn, triển vọng giá dầu Brent còn biến động khi các cuộc đàm phán hòa bình tại Trung Đông vẫn bế tắc. Đồng thời, các biện pháp giảm giá theo định hướng của Chính phủ gần đây sẽ làm thu hẹp đáng kể tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn. Việc công bố cắt giảm lợi nhuận là yếu tố bất lợi đáng kể đối với PLX trong thời gian tới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	5,182	4,653	2,129 ▼	4,514 ▼	6,337
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,890	2,696	711 ▼	2,327 ▼	3,659
EPS ĐC (đồng)	2,192	2,045	540 ▼	1,766 ▼	2,776
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	20,112	20,196	21,974 ▼	22,568 ▼	24,382
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	12.9	28.0	13.4	9.39
P/E ĐC (lần)	18.3	19.7	74.5	22.8	14.5
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	2.00	1.99	1.83	1.78	1.65
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.02	(6.70)	(73.6)	227	57.2
ROAE (%)	11.1	10.3	2.61	8.08	12.0

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

Sẵn sàng hy sinh lợi nhuận trong bối cảnh gián đoạn nguồn cung; Năm giữ

Lợi nhuận trong ngắn hạn của PLX dự báo sẽ chịu tác động tiêu cực bởi (1) tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu trong bối cảnh xung đột Mỹ/Israel và Iran và (2) việc Công ty sẵn sàng thực hiện “nhiệm vụ quốc gia” khi ưu tiên sản lượng hơn lợi nhuận trong bối cảnh khả năng Quý bình ổn giá xăng dầu có thể cạn trước khi nguồn cung toàn cầu trở lại bình thường. Do đó, HSC giảm 75% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 khi PLX đối mặt với sự thu hẹp đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp trong bối cảnh hiện tại; đồng thời giảm 37% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 và giảm 5% giá mục tiêu xuống 41.000đ. Tuy nhiên, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Bán ra) sau khi giá cổ phiếu giảm 39% trong 1 tháng qua.

Giảm giá bán trong bối cảnh giá xăng dầu tăng mạnh

Ngày 9/3, Chủ tịch Petrolimex Phạm Văn Thanh đã lên tiếng trước những quan ngại của dư luận về việc giá xăng dầu trong nước tăng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông gia tăng và gián đoạn chuỗi cung ứng trên toàn cầu. Để đảm bảo ổn định thị trường và duy trì nguồn cung năng lượng liên tục, ông Thanh khẳng định Petrolimex sẵn sàng hy sinh lợi nhuận để tăng nhập khẩu xăng dầu, ưu tiên cung ứng cho các đô thị lớn như Hà Nội và TP.HCM. Đồng thời, ông cũng đề cập đến các giải pháp ngắn hạn và dài hạn của Chính phủ nhằm kiểm soát tình hình như sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu, tạm thời dừng thu thuế nhập khẩu và đa dạng hóa nguồn cung dầu từ Singapore và Hàn Quốc.

Thay vì chuyển phần chi phí tăng thêm này sang người tiêu dùng, PLX lựa chọn thu hẹp đáng kể tỷ suất lợi nhuận gộp. Bên cạnh tác động tiêu cực ngay lập tức đến lợi nhuận, việc duy trì mức lợi nhuận thấp trong thời gian kéo dài có thể gây ra những hệ quả đáng kể như hạn chế dòng tiền và làm suy giảm nguồn lực dự trữ chiến lược. Quyết định ưu tiên an ninh năng lượng quốc gia thông qua việc hy sinh tỷ suất lợi nhuận doanh nghiệp dự báo sẽ ảnh hưởng tiêu cực đáng kể đến lợi nhuận thuần.

Ngược lại, PLX có thể hưởng lợi nếu xung đột tại Trung Đông kết thúc sớm hơn dự kiến và thị trường trở lại trạng thái bình thường sau giai đoạn điều chỉnh, khi giá dầu Brent dần quay về mức hợp lý trong bối cảnh các gián đoạn chuỗi cung ứng trước chiến tranh được giải quyết.

Dự báo mới

HSC giảm lần lượt 74,7% và 37,4% dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho các năm 2026, 2027, 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 711 tỷ đồng (giảm 74%), 2.327 tỷ đồng (tăng trưởng 227%) và 3.659 tỷ đồng (tăng trưởng 57%). Bình quân dự báo trên Bloomberg đối với lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lần lượt ở mức 2.895 tỷ đồng và 3.686 tỷ đồng. Theo đó, dự báo năm 2026 của HSC thấp hơn 75% so với bình quân dự báo thị trường, trong khi dự báo năm 2027 thấp hơn 37%.

Bảng 10: Dự báo cũ và dự báo mới, PLX

HSC hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 75%, và năm 2027 là 37%

Tỷ đồng	2025A	Dự báo mới			Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	309,924	298,618	343,957	379,915	243,923	298,341	22.4%	15.3%
Giá vốn hàng bán	(291,754)	(281,502)	(322,837)	(356,409)	(224,935)	(276,832)	25.1%	16.6%
Lợi nhuận gộp	18,170	17,116	21,120	23,505	18,988	21,509	-9.9%	-1.8%
Lợi nhuận tài chính	547	568	528	655	500	629	13.6%	-16.0%
Chi phí BH&QL	(15,646)	(17,343)	(19,063)	(19,724)	(16,279)	(17,667)	6.5%	7.9%
LNTT	3,698	985	3,230	5,080	3,899	5,160	-74.7%	-37.4%
Lợi nhuận thuần	2,696	711	2,327	3,659	2,809	3,717	-74.7%	-37.4%

Nguồn: HSC ước tính

Cụ thể

- HSC áp dụng cho PLX các giả định mới về giá dầu Brent bình quân hàng năm cho giai đoạn 2026-2028 lần lượt ở mức 67,4, 69,5, 73,8 USD/thùng (tăng từ mức 62,5, 67, 70 USD/thùng trong dự báo trước đó) dựa trên cập nhật dự báo trung vị của Bloomberg. Chúng tôi lưu ý rằng giá dầu Brent bình quân trong Q1 ở mức 80,7 USD/thùng, trong khi giá giao ngay tại thời điểm ngày 2/4 là 109,2 USD/thùng.

Bảng 11: Dự báo tăng trưởng, PLX

Dự báo tăng trưởng, PLX với CAGR giai đoạn 2025-2028 là 10,3%

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	9%	-4%	15%	10%	-21%	22%
Giá vốn hàng bán	9%	-4%	15%	10%	-23%	23%
Lợi nhuận gộp	5%	-6%	23%	11%	5%	13%
Lợi nhuận tài chính	25%	4%	-7%	24%	-9%	26%
Chi phí BH&QL	7%	11%	10%	3%	4%	9%
LNTT	-7%	-73%	228%	57%	5%	32%
Lợi nhuận thuần	-7%	-74%	227%	57%	4%	32%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Các giả định mới với hoạt động kinh doanh xăng dầu

Giả định giá dầu Brent năm 2026, 2027 và 2028 là lần lượt là 67.4 USD/thùng, 69.5 USD/thùng và 73.8 USD/thùng

	2025A	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	69.0	67.4	69.5	73.8	62.5	67.0	70.0	7.9%	3.7%	5.4%	
<i>Tăng trưởng</i>		-2.3%	3.1%	6.2%	-8.1%	7.3%	4.5%				
Lợi nhuận gộp /lit (đồng)	878	780	870	924	864	875	883	-9.7%	-0.6%	4.6%	
<i>Tăng trưởng</i>		-11.1%	11.5%	6.3%	-1.6%	1.3%	0.9%				
Chi phí BH&QL/lit (đồng)	920	902	877	860	846	813	787	6.5%	7.9%	9.3%	
<i>Tăng trưởng</i>		-2.0%	-2.7%	-1.9%	-8.0%	-4.0%	-3.2%				
Tổng sản lượng (nghìn m3)	17,010	19,236	21,740	22,930	19,236	21,740	22,930	0.0%	0.0%	0.0%	
<i>Tăng trưởng</i>		13.1%	13.0%	5.5%	13.1%	13.0%	5.5%				

Nguồn: HSC ước tính

- HSC giảm giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cho các năm 2026-2027 xuống lần lượt 780đ (từ 864đ trước đó) và 870đ (từ 875đ trước đó), đồng thời dự phóng mức 924đ cho năm 2028. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ chấp nhận tỷ suất lợi nhuận thấp hơn trong ngắn hạn nhằm hỗ trợ trong bối cảnh giá xăng dầu trong nước tăng. Theo đó, dự báo lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028 đạt lần lượt 17.343 tỷ đồng (giảm 6%), 21.120 tỷ đồng (tăng trưởng 23%) và 23.205 tỷ đồng (tăng trưởng 11%).
- HSC tăng giả định chi phí bán hàng & quản lý trong các năm 2026 và 2027 lên lần lượt 17.343 tỷ đồng (tăng trưởng 11%) và 19.063 tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Theo trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng tác động từ việc giảm chi phí đối với PLX sẽ thấp hơn so với kỳ vọng ban đầu do Công ty chỉ cắt giảm tốc độ tăng nhân sự thông qua việc không tuyển mới.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2026-2028, được hỗ trợ nhờ tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu nhưng được bù đắp nhờ định hướng tăng trưởng từ Chính phủ.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với PLX lên **Nắm giữ** dù giảm 5% giá mục tiêu xuống 41.000đ để phản ánh việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027 đồng thời cập nhật mức WACC thấp hơn. HSC tiếp tục sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá mục tiêu, trong đó áp dụng mô hình DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi của PLX.

Các giả định trong mô hình DCF đối với mảng kinh doanh cốt lõi của PLX tiếp tục bao gồm lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (theo tiêu chuẩn nội bộ), cùng với thuế TNDN 20%. Tuy nhiên, HSC hiện sử dụng hệ số beta điều chỉnh theo dữ liệu 2 năm từ Bloomberg ở mức 0,9 (giảm từ 1,0 trước đó). Theo đó, giả định WACC ở mức 9,9% (giảm từ 10,6%). HSC giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Các tính toán và giả định phục vụ cho định giá và phân tích độ nhạy được trình bày tại Bảng 13-20.

Bảng 13: Định giá SOTP (tỉ VND), 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%	47,087
Mảng kinh doanh khác				4,509
Castrol-BP Petco	Chế biến các sản phẩm dầu nhờn	Chiết khấu cổ tức	35%	3,258
PJICO (HSX: PGI; không khuyến nghị)	Bảo hiểm phi nhân thọ	Giá thị trường	41%	897
Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Đường cao tốc Việt Nam (UPCoM: VES; chưa niêm yết)	Đầu tư, xây dựng, vận hành, quản lý và bảo trì mạng lưới đường cao tốc quốc gia	Giá thị trường	22%	16
Công ty Cổ phần Thương mại Kiên Giang	Kinh doanh nông sản, xăng dầu	Giá trị sổ sách	39%	166
Công ty Cổ phần Cơ khí Dầu khí	Cơ khí xăng dầu	Giá trị sổ sách	46%	77
Tập đoàn Công ty Cổ phần Xây dựng 1 Petrolimex	Xây dựng, sửa chữa, gia công cơ khí, kinh doanh	Giá trị sổ sách	30%	74
Công ty Cổ phần Lắp máy số III Petrolimex	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%	22
Vốn CSH				51,596
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				1,271
Giá mục tiêu (đồng/cp)				41,000

Ghi chú: Giá PGI và VES đóng cửa ngày 3/4.
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Định giá DCF HĐKD cốt lõi của PLX (tỉ VND)

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	-227	2,058	3,781	4,602	5,474
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	-181	1,646	3,025	3,682	4,379
Cộng: khấu hao	2,286	2,386	2,486	2,586	2,686
Trừ: vốn đầu tư	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-1,500
Trừ: tăng vốn lưu động	-1,316	-554	-416	-243	-257
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	-1,211	1,479	3,095	4,025	5,309
Chiết khấu	1.00	1.10	1.2	1.3	1.5
Giá trị hiện tại của UFCF (giữa năm 2026)	-1,211	1,346	2,563	3,033	3,640
Tổng giá trị hiện tại	9,371				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Tính toán WACC, PLX

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	0.9
Chi phí vốn CSH (%)	11.9%
Lãi suất bình quân	4.4%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	3.5%
Tỷ trọng nợ	23.7%
WACC	9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Tính toán giá trị vốn CSH cho mảng kinh doanh cốt lõi, PLX

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị hiện tại giai đoạn 2026-2030	9,371
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	47,090
Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh chính	41,661
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	9,371
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	32,290
Nợ/(tiền) thuần (điều chỉnh)	5,426
Giá trị vốn CSH của mảng kinh doanh cốt lõi	47,087

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Tính toán WACC cho Castrol - BP

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta (lần)	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Tỷ trọng nợ	0.0%
WACC	11.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Tính toán WACC cho Castrol - BP

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2026 cho PLX	346
Chi phí vốn CSH (%)	11.9%
Giá trị công ty, Castrol-BP	3,258*

 Ghi chú: *Cổ tức ước tính qua báo cáo lợi nhuận thuần của Castrol-BP.
 Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Phân tích độ nhạy với các giả định chính (đồng), 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%

Phần bù rủi ro vốn CSH		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
7.75%		51,000	48,000	45,000	42,000	40,000
8.25%		48,000	45,000	43,000	40,000	38,000
8.75%		45,000	43,000	41,000	39,000	37,000
9.25%		43,000	41,000	39,000	37,000	35,000
9.75%		41,000	39,000	37,000	35,000	34,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu và lợi nhuận thuần năm 2026 với giá dầu Brent (USD/thùng), PLX

Giá định giá dầu Brent 2026 (TB năm) (USD/thùng)	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận thuần 2026 (Tỷ đồng)
62.4	38,000	19
67.4	41,000	711
72.4	43,000	1,404
77.4	45,000	2,096

Nguồn: HSC ước tính

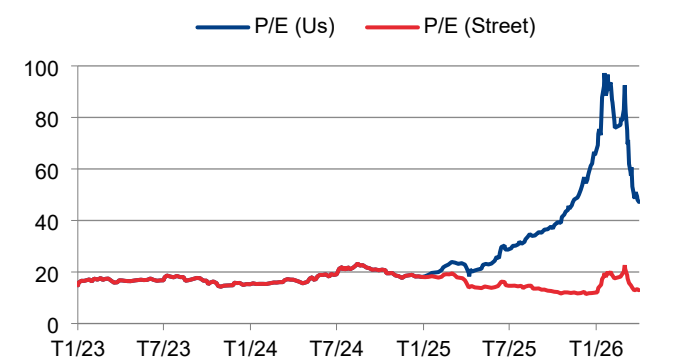
Bối cảnh định giá

Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 13,9% trong 3 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 47,2 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 là 26,4 lần.

Xét theo EV/EBITDA, PLX có mức định giá thấp hơn so với OIL, điều này là hợp lý đối với doanh nghiệp có thị phần lớn nhất. HSC dự báo ROE năm 2026 của PLX chỉ ở mức 2,6%, thấp và kém hơn so với mức 3,5% của OIL.

Biểu đồ 21: P/E trượt dự phóng 1 năm, PLX

PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 47,2 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 22: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PLX

... cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 là 26,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX và OIL

P/E năm 2026 của PLX dự báo sẽ tăng ổn định trước khi quay trở lại mức TB vào năm 2027

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	P/E 2026	P/E 2027	P/B 2026	ROE 2026	CAGR lợi nhuận thuần 3 năm
PXL	1,939.8	27.9	13.4	74.1	22.8	1.83	2.6%	10.3%
OIL	593.1	54.9	24.9	52.9	25.8	1.48	3.5%	38.0%

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro**Rủi ro giảm giá**

- Diễn biến bất lợi của giá dầu có thể tiếp tục ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX.
- Kế hoạch tái cấu trúc của PLX phản ánh vào KQKD chậm hơn so với kỳ vọng.

Tiềm năng tăng giá

- Việc thị trường trở lại trạng thái bình thường sớm hơn dự kiến có thể mang lại dư địa tăng cho dự báo nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cải thiện.
- Nghị định sửa đổi quy định về kinh doanh xăng dầu có thể mang lại lợi ích cho PLX khi cho phép Công ty quyết định giá bán gần hơn với giá bán của thị trường quốc tế.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	284,017	309,924	298,618	343,957	379,915
Lợi nhuận gộp	17,351	18,170	17,116	21,120	23,505
Chi phí BH&QL	(14,558)	(15,646)	(17,343)	(19,063)	(19,724)
Thu nhập khác	295	157	157	157	157
Chi phí khác	(82.7)	(87.4)	(87.4)	(87.4)	(87.4)
EBIT	3,005	2,593	(157)	2,127	3,851
Lãi vay thuần	439	547	568	528	655
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	528	558	574	574	574
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	3,972	3,698	985	3,230	5,080
Chi phí thuế TNDN	(811)	(660)	(195)	(644)	(1,014)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(271)	(342)	(79.0)	(259)	(407)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,890	2,696	711	2,327	3,659
Lợi nhuận thuần ĐC	2,837	2,647	698	2,285	3,592
EBITDA ĐC	5,182	4,653	2,129	4,514	6,337
EPS (đồng)	2,233	2,084	550	1,799	2,828
EPS ĐC (đồng)	2,192	2,045	540	1,766	2,776
DPS (đồng)	0	0	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)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	14,933	10,803	12,237	12,478	14,799
Đầu tư ngắn hạn	15,109	17,727	16,429	18,922	20,900
Phải thu khách hàng	12,465	16,175	11,620	13,384	14,783
Hàng tồn kho	15,673	13,948	15,965	18,310	20,214
Các tài sản ngắn hạn khác	1,364	1,193	1,493	1,720	1,900
Tổng tài sản ngắn hạn	59,544	59,846	57,744	64,814	72,596
TSCĐ hữu hình	12,644	13,299	13,013	12,627	12,140
TSCĐ vô hình	2,387	2,429	2,495	2,539	2,584
Bất động sản đầu tư	108	116	116	116	116
Đầu tư dài hạn	1,642	5,138	5,138	5,138	5,138
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,579	1,579	1,579	1,579	1,579
Tài sản dài hạn khác	3,371	3,709	3,711	4,207	4,610
Tổng tài sản dài hạn	21,731	26,270	26,052	26,205	26,166
Tổng cộng tài sản	81,275	86,117	83,796	91,019	98,762
Nợ ngắn hạn	17,385	18,075	19,275	20,475	21,675
Phả trả người bán	25,234	28,063	24,209	27,764	30,651
Nợ ngắn hạn khác	6,142	6,895	6,701	7,051	7,248
Tổng nợ ngắn hạn	51,180	55,680	51,057	57,513	62,909
Nợ dài hạn	487	619	619	619	619
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	101	122	122	122	122
Nợ dài hạn khác	142	205	205	205	205
Tổng nợ dài hạn	730	946	946	946	946
Tổng nợ phải trả	51,967	56,640	52,018	58,473	63,869
Vốn chủ sở hữu	26,023	26,131	28,432	29,201	31,547
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,285	3,346	3,346	3,346	3,346
Tổng vốn chủ sở hữu	29,308	29,476	31,778	32,546	34,893
Tổng nợ phải trả và VCSH	81,275	86,117	83,796	91,019	98,762
BVPS (đ)	20,112	20,196	21,974	22,568	24,382
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,939	7,891	7,657	8,616	7,495

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	3,005	2,593	(157)	2,127	3,851
Khấu hao	(2,177)	(2,060)	(2,286)	(2,386)	(2,486)
Lãi vay thuần	439	547	568	528	655
Thuế TNDN đã nộp	(811)	(660)	(195)	(644)	(1,014)
Thay đổi vốn lưu động	(692)	1,094	(4,989)	(1,742)	(1,460)
Khác	(1,745)	(1,380)	3,262	779	510
LCT thuần từ HĐKD	2,373	4,254	776	3,436	5,028
Đầu tư TS dài hạn	(1,996)	(2,939)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Góp vốn & đầu tư	(22,861)	(49,649)	1,312	(2,491)	(1,975)
Thanh lý	26,113	43,648	292	193	135
Khác	1,340	1,264	1,264	1,264	1,264
LCT thuần từ HĐĐT	2,551	(7,694)	(542)	(4,394)	(3,907)
Cổ tức trả cho CSH	(2,107)	(1,524)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,934)	822	1,200	1,200	1,200
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(4,041)	(702)	1,200	1,200	1,200
Tiền & tương đương tiền đầu kì	14,048	14,933	10,803	12,237	12,478
LCT thuần trong kỳ	883	(4,141)	1,434	241	2,321
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.66	11.5	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	14,933	10,803	12,237	12,478	14,799
Dòng tiền tự do	377	1,315	(1,224)	1,436	3,028

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.11	5.86	5.73	6.14	6.19
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.82	1.50	0.71	1.31	1.67
Tỷ suất LNT (%)	1.02	0.87	0.24	0.68	0.96
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.4	17.9	19.8	19.9	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.66	9.12	(3.65)	15.2	10.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	15.4	(10.2)	(54.2)	112	40.4
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	2.02	(6.70)	(73.6)	227	57.2
Tăng trưởng EPS (%)	1.97	(6.70)	(73.6)	227	57.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	2.02	(6.70)	(73.6)	227	57.2
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.1	10.3	2.61	8.08	12.0
ROACE (%)	10.00	8.57	(0.50)	6.42	11.1
Vòng quay tài sản (lần)	3.53	3.70	3.51	3.94	4.00
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.79	1.64	(4.94)	1.62	1.31
Số ngày tồn kho	21.5	17.4	20.7	20.7	20.7
Số ngày phải thu	17.1	20.2	15.1	15.1	15.1
Số ngày phải trả	34.5	35.1	31.4	31.4	31.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	12.4	32.1	28.0	30.7	25.0
Nợ/tài sản (%)	22.4	22.3	24.1	23.6	23.0
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.51	4.12	9.48	4.75	3.58
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.16	1.07	1.13	1.13	1.15
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.19	0.19	0.20	0.18	0.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	12.9	28.0	13.4	9.39
P/E (lần)	18.0	19.3	73.1	22.3	14.2
P/E ĐC (lần)	18.3	19.7	74.5	22.8	14.5
P/B (lần)	2.00	1.99	1.83	1.78	1.65
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

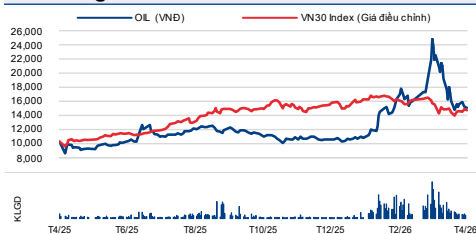
Bán ra (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ11,300 (từ VNĐ12,600)
 Tiềm năng tăng/giảm: -25.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (3/4/2026)	15,100
Mã Bloomberg	OIL VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	8,527-24,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,360
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	15,617
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	593
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,034
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	68.5
Slg CP NN được mua (tr.đv)	62.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	6.62%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.58%
Tỷ lệ freefloat	14.7%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (80.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(39.1)	39.8	46.7
So với chỉ số	(35.1)	54.5	2.47
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	139	423	(67.1)
2027F	402	602	(33.1)
2028F	666	0	high

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

OIL là doanh nghiệp đứng thứ 2 trên thị trường xăng dầu Việt Nam, chiếm khoảng 23% thị phần phân phối xăng dầu trong năm 2025 với 909 cửa hàng xăng dầu do PVOIL quản lý (tính đến cuối tháng quý 3 năm 2025)

Chuyên viên phân tích

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

Dự thảo nghị định mới chưa đủ sức hỗ trợ; hạ khuyến nghị xuống Bán ral

- HSC hạ khuyến nghị đối với OIL xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 10% giá mục tiêu xuống 11.300đ do tác động dự kiến từ gián đoạn chuỗi cung ứng liên quan đến xung đột tại Trung Đông. Giá mục tiêu cho thấy rủi ro giảm giá 25%.
- Chúng tôi giảm 67% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 44% cho năm 2027; đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho các năm 2026, 2027, 2028 – thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 180 tỷ đồng (giảm 59%), 520 tỷ đồng (tăng trưởng 190%) và 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65%).
- Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 40% trong 3 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 73,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: KQKD năm 2025 và triển vọng các năm 2026-2027

OIL công bố KQKD năm 2025 kém tích cực với lợi nhuận thuần tăng trưởng 6%, trong khi lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm từ 672đ/lít xuống 659đ/lít. Mặc dù giá dầu Brent bình quân giảm, OIL vẫn ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận thuần nhờ giảm 3,1% chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít. Triển vọng năm 2026 được đánh giá kém tích cực do gián đoạn chuỗi cung ứng liên quan đến xung đột tại Trung Đông.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần các năm 2026-2027

HSC giảm 67% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 44% cho năm 2027. Dự báo mới, bao gồm dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần các năm 2026, 2027, 2028 đạt lần lượt 180 tỷ đồng (giảm 59%), 520 tỷ đồng (tăng trưởng 190%) và 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65%) (tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong giai đoạn 3 năm đạt 25,6%). Việc điều chỉnh giảm dự báo năm 2026 chủ yếu do điều chỉnh giảm giá định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu xuống 540đ (từ 616đ, giảm 18%), đồng thời chúng tôi bắt đầu đưa mảng nhiên liệu bay của OIL vào mô hình từ năm 2026. Đáng chú ý, chúng tôi cho rằng nghị định mới về kinh doanh xăng dầu sẽ được ban hành chậm hơn dự kiến và có tác động thấp hơn kỳ vọng đến khả năng sinh lời của các doanh nghiệp do giá bán vẫn chịu sự kiểm soát chặt chẽ từ Chính phủ.

Định giá và khuyến nghị

Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 40% trong 3 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 73,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 41,3 lần, và cao hơn 38% so với P/B dự phóng năm 2026 bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực – mức định giá cao trong bối cảnh ROE năm 2026 của OIL thấp hơn bình quân ngành. HSC giảm 10% giá mục tiêu xuống 11.300đ (từ 12.600đ) do tác động tiêu cực dự kiến từ gián đoạn chuỗi cung ứng liên quan đến xung đột tại Trung Đông (dẫn đến việc giảm dự báo các năm 2026-2027), trong khi một phần được bù đắp bởi việc giảm giá định WACC. Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 25%.

Các yếu tố hỗ trợ chính đối với giá cổ phiếu OIL bao gồm việc nghị định mới về kinh doanh xăng dầu được phê duyệt sớm hơn dự kiến và đóng góp từ mảng nhiên liệu bay cao hơn kỳ vọng.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	609	826	137 ▼	605 ▼	1,008
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	411	435	180 ▼	520 ▼	860
EPS ĐC (đồng)	316	342	139 ▼	402 ▼	666
DPS (đồng)	350	350	350 ▲	350 ▲	350
BVPS (đồng)	10,088	10,173	10,054	10,265 ▼	10,804
EV/EBITDA ĐC (lần)	31.3	25.4	161	38.6	25.0
P/E ĐC (lần)	47.8	44.1	109	37.5	22.7
Lợi suất cổ tức (%)	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32
P/B (lần)	1.50	1.48	1.50	1.47	1.40
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(29.7)	8.31	(59.4)	190	65.4
ROAE (%)	3.95	4.15	1.72	4.95	7.90

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

Triển vọng điều chỉnh cơ chế giá chưa rõ ràng; Bán ra

HSC giảm 10% giá mục tiêu đối với OIL xuống 11.300đ (từ 12.600đ) do tác động tiêu cực của việc giảm dự báo lợi nhuận – chủ yếu do (1) gián đoạn chuỗi cung ứng đối với mảng kinh doanh xăng dầu và (2) việc triển khai chậm hơn dự kiến của nghị định mới về kinh doanh xăng dầu, liên quan đến cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ – lớn hơn tác động tích cực của việc giảm nhẹ giá định WACC. Dù giá cổ phiếu giảm 39% trong 1 tháng qua, OIL vẫn đang giao dịch với định giá cao, với P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. HSC hạ khuyến nghị xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 25%.

Đánh giá KQKD năm 2025

OIL công bố KQKD năm 2025 tương đối kém tích cực với lợi nhuận thuần tăng trưởng 6%, trong khi lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm từ 672đ/lít xuống 659đ/lít. Sản lượng tiêu thụ đạt 6 triệu tấn (tăng trưởng 6,6%). Công ty cũng nâng số lượng cửa hàng lên 950 (tăng thêm 112 cửa hàng), phù hợp với kế hoạch 5 năm giai đoạn 2021-2025. Nhờ các biện pháp giảm chi phí được BLĐ triển khai theo kế hoạch hành động, chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít giảm 3,1%.

Triển vọng trung và dài hạn

Dự thảo lần thứ 10 Nghị định về kinh doanh xăng dầu, được công bố vào khoảng tháng 2/2026, đưa ra một số thay đổi mang tính nền tảng đối với cách thức OIL phân phối các sản phẩm xăng dầu trong thời gian tới. Theo đó, ngành sẽ dần chuyển từ cơ chế áp trần “lợi nhuận định mức” do Nhà nước quy định sang cơ chế cho phép doanh nghiệp tự xác định mức lợi nhuận trong cấu phần giá bán lẻ. Sự thay đổi này mang lại lợi thế lớn hơn cho các doanh nghiệp có hiệu quả HĐKD cao như OIL. Với khoảng 80% nguồn cung xăng dầu đến từ Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn và Dung Quất, OIL có thể thiết lập mức giá bán cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Về dài hạn, luận điểm đầu tư đối với OIL dựa trên việc dự thảo lần thứ 10 nhiều khả năng sẽ xóa bỏ cơ chế “lợi nhuận định mức” và thay thế bằng cơ chế tự xác định lợi nhuận trong khung giá bán lẻ mới, qua đó tạo lợi thế cho các doanh nghiệp có chi phí thấp và mức độ tích hợp cao. HSC kỳ vọng quy định mới sẽ có hiệu lực từ năm 2027.

Bảng 24: Công thức tính giá do Bộ Công thương đề xuất

Nội dung	Quy định hiện hành	Dự thảo lần thứ 10	Tác động của việc thay đổi
Công thức/cơ chế giá	<p>Công thức tính trần giá bán lẻ: $(CIF + \text{thuế nhập khẩu} + \text{thuế TTĐB}) \times \text{tỷ giá}$</p> <p>(+) thuế GTGT</p> <p>(+) Chi phí kinh doanh định mức</p> <p>(+) Trích lập Quỹ bình ổn giá</p> <p>(+) Lợi nhuận định mức</p> <p>(+) Thuế bảo vệ môi trường</p> <p>(+) Thuế, phí và khoản đóng góp bắt buộc khác theo quy định hiện hành.</p>	<p>Công thức tính trần giá bán lẻ:</p> <p>(+) Chi phí tạo nguồn/nhập khẩu</p> <p>(+) Chi phí kinh doanh định mức</p> <p>(+) Lợi nhuận mục tiêu</p> <p>(+) Các loại thuế (bao gồm thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế bảo vệ môi trường, thuế giá trị gia tăng và các loại thuế khác nếu có)</p>	<p>Chuyển dịch sang cơ chế thị trường, trong đó doanh nghiệp cạnh tranh về giá trong khuôn khổ quản lý của Nhà nước.</p> <p>Loại bỏ mức lợi nhuận định mức, thay thế bằng mức lợi nhuận mục tiêu.</p> <p>Chấm dứt việc trích lập và sử dụng Quỹ bình ổn giá (PSF).</p>

Nguồn: MOIT, HSC

Dự báo mới

HSC giảm 67% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 và 44% cho năm 2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho các năm 2026, 2027, 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 180 tỷ đồng (giảm 59%), 520 tỷ đồng (tăng trưởng 190%) và 860 tỷ đồng (tăng trưởng 65%) (tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong giai đoạn 3 năm đạt 25,6%).

Việc điều chỉnh giảm dự báo năm 2026 chủ yếu do điều chỉnh giảm giá định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu và tăng giá định chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít lên 659đ (tăng 3% so với năm trước), đồng thời chúng tôi bắt đầu đưa mảng nhiên liệu

bay của OIL vào mô hình từ năm 2026. Trong khi đó, việc điều chỉnh giảm dự báo năm 2027 đến từ các giả định thận trọng hơn liên quan đến gián đoạn chuỗi cung ứng do xung đột tại Trung Đông.

Bảng 25: Dự báo mới và dự báo cũ, OIL

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	150,557	160,026	181,905	214,137	141,600	170,434	13%	7%
Giá vốn hàng bán	(146,163)	(156,016)	(177,015)	(208,342)	(137,034)	(164,888)	14%	7%
Lợi nhuận gộp	4,393	4,010	4,890	5,794	4,566	5,546	-12%	-12%
Lợi nhuận tài chính	335	432	438	507	397	497	9%	-12%
Chi phí BH&QL	(3,973)	(4,289)	(4,701)	(5,202)	(4,230)	(4,769)	1%	-1%
LNTT	654	249	722	1,195	752	1,294	-67%	-44%
Lợi nhuận thuần	435	180	520	860	542	932	-67%	-44%

Nguồn: HSC ước tính

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

HSC kỳ vọng lợi nhuận giai đoạn 2025-2028 sẽ tăng trưởng với CAGR là 25,6%

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027
Doanh thu thuần	21%	6%	14%	18%	-6%	20%
Giá vốn hàng bán	21%	7%	13%	18%	-6%	20%
Lợi nhuận gộp	6%	-9%	22%	18%	4%	21%
Lợi nhuận tài chính	6%	29%	1%	16%	18%	25%
Chi phí BH&QL	3%	8%	10%	11%	6%	13%
LNTT	3%	-62%	190%	65%	15%	72%
Lợi nhuận thuần	6%	-59%	190%	65%	25%	72%

Nguồn: HSC ước tính

Chi tiết:

- HSC áp dụng cho OIL các giả định mới về giá dầu Brent bình quân hàng năm cho giai đoạn 2026-2028 lần lượt ở mức 67,4, 69,5, 73,8 USD/thùng (tăng từ mức 62,5, 67 USD/thùng cho các năm 2026-2027 trong dự báo trước đó) dựa trên cập nhật dự báo trung vị của Bloomberg. Chúng tôi lưu ý rằng giá dầu Brent bình quân trong Q1 ở mức 80,7 USD/thùng, trong khi giá giao ngay tại thời điểm ngày 2/4 là 109,2 USD/thùng.
- Chúng tôi giảm giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cho các năm 2026-2027 xuống lần lượt 540đ (từ 616đ trước đó) và 604đ (từ 665đ trước đó), đồng thời đưa ra giả định 648đ cho năm 2028, do điều chỉnh giả định sản lượng từ việc gia tăng tiêu thụ nhiên liệu bay Jet A1 và tình trạng thiếu hụt nguồn cung toàn cầu trong bối cảnh xung đột tại Trung Đông. Theo đó, dự báo lợi nhuận gộp các năm 2026, 2027, 2028 đạt lần lượt 4.010 tỷ đồng (giảm 9%), 4.890 tỷ đồng (tăng trưởng 22%) và 5.794 tỷ đồng (tăng trưởng 18%).
- HSC điều chỉnh giả định chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít xăng dầu cho các năm 2026-2027 xuống mức 659đ (giảm 0,4%) và 655đ (giảm 0,7%). So với báo cáo trước, giả định chi phí bán hàng & quản lý trên mỗi lít cho các năm 2026-2027 tăng lần lượt 3% và 4%, phản ánh hiệu quả hoạt động cải thiện nhờ hệ thống ERP mới.
- Chúng tôi giảm 2% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2026 và 5% cho năm 2027 do triển vọng giá dầu Brent cao hơn, qua đó có thể làm suy yếu nhu cầu trong nước.

Bảng 27: Giả định mới cho hoạt động kinh doanh xăng dầu

Giả định giá dầu Brent năm 2026, 2027 và 2028 là 62,4 USD/thùng, 64,5 USD/thùng và 68,8 USD/thùng

	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Giá dầu Brent (USD/thùng)	69.2	67.4	69.5	73.8	62.5	67.0	8%	4%
<i>Tăng trưởng</i>		-2.5%	3.1%	6.2%	-9.7%	7.3%		
Lợi nhuận gộp /lit (đồng)	659	540	604	648	616	665	-12%	-9%
<i>Tăng trưởng</i>		-18.1%	12.0%	7.2%	-6.5%	7.8%		
Chi phí BH&QL/lit (đồng)	662	659	655	650	639	632	3%	4%
<i>Tăng trưởng</i>		-0.4%	-0.7%	-0.7%	-3.5%	-1.1%		
Tổng sản lượng (nghìn m3)	6,000	6,504	7,182	8,008	6,622	7,545	-2%	-5%
<i>Tăng trưởng</i>		8.4%	10.4%	11.5%	10.4%	13.9%		

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với OIL xuống Bán ra (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 11.300đ. Giá mục tiêu mới phản ánh triển vọng lợi nhuận kém tích cực hơn trong ngắn hạn so với tác động tích cực từ việc giảm giả định WACC.

Mô hình DCF đối với OIL tiếp tục sử dụng lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (theo tiêu chuẩn nội bộ), cùng với thuế TNDN 20%. Tuy nhiên, HSC hiện sử dụng hệ số beta điều chỉnh theo dữ liệu 2 năm từ Bloomberg ở mức 0,8 (từ 1,2 trước đó), qua đó kéo WACC xuống 8,9% (trước đó: 12,0%). HSC giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%.

Các tính toán và giả định phục vụ cho định giá và phân tích độ nhạy được trình bày tại Bảng 28-32.

Bảng 28: Định giá DCF (Tỷ VND), OIL

Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029	2030
EBIT	-203	264	668	850	1,021
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	-163	212	534	680	817
Cộng: khấu hao	340	340	340	330	316
Trừ: vốn đầu tư	-300	-300	-300	-300	-300
Trừ: tăng vốn lưu động	-594	46	-12	-78	-77
Trừ: Quỹ khen thưởng và phúc lợi	-81	-36	-104	-172	-211
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	-797	262	459	460	545
Chiết khấu	1.00	1.09	1.19	1.29	1.41
Giá trị hiện tại của UFCF (cuối năm 2026)	-797	240	387	356	387
Tổng giá trị hiện tại	573				

Nguồn: HSC ước tính

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

Tỷ đồng	Giá trị
Giá trị hiện tại giai đoạn 2026-2029	573
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	5,712
Giá trị DN	4,631
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4,058
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến năm 2029	573
Nợ/(tiền) thuần	-7,055
Vốn CSH	11,687
Giá mục tiêu (đồng/cp)	11,300

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	8.8%
Beta (lần)	0.8
Chi phí vốn CSH	11.0%
Lãi suất bình quân	3.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	2.4%
Tỷ trọng nợ	24.4%
WACC	8.9%

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 phân bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	7.75%	12,826	12,329	11,893	11,510	11,170
	8.25%	12,422	11,975	11,582	11,234	10,924
	8.75%	12,059	11,656	11,300	10,983	10,699
	9.25%	11,732	11,367	11,043	10,752	10,492
	9.75%	11,436	11,104	10,808	10,541	10,301

Nguồn: HSC ước tính

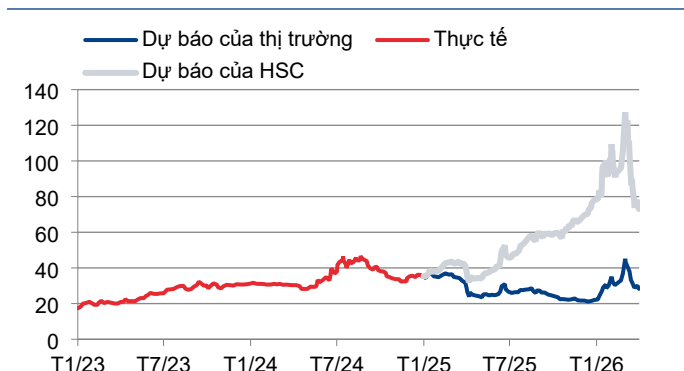
Bảng 32: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu và lợi nhuận thuần năm 2026 với giá dầu Brent (USD/thùng), OIL

	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận thuần 2026 (Tỷ đồng)	
		Giá mục tiêu (đồng/cp)	Lợi nhuận thuần 2026 (Tỷ đồng)
Giả định giá dầu Brent 2026 (TB năm) (USD/thùng)	57.4	9,094	14
	62.4	10,677	97
	67.4	11,300	180
	72.4	11,592	262
	77.4	11,732	345

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 33: P/E trượt dự phóng 1 năm, OIL

OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 73,1 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 34: Độ lệch chuẩn so với bình quân, OIL

... cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 là 41,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

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

OIL đang giao dịch ở mức giá cao hơn so với PLX ở hầu hết các chỉ tiêu

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	P/E 2026	P/E 2027	P/B 2026	ROE 2026	CAGR Lợi nhuận thuần 3 năm
PXL	1,939.8	27.9	13.4	74.1	22.8	1.8	2.6%	10.3%
OIL	593.1	161.0	38.6	109.0	37.5	1.5	3.5%	25.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Dù giảm 39% trong 1 tháng qua nhưng giá cổ phiếu vẫn tăng 40% trong 3 tháng qua, OIL đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 73,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 là 41,3 lần.

HSC sử dụng các ước tính nội bộ để so sánh với các doanh nghiệp trong nước. OIL kém hơn PLX ở hầu hết các chỉ tiêu, ngoại trừ ROE và tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm ở mức 25,6%.

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

- Diễn biến tích cực hơn dự kiến của giá dầu có thể mang lại dư địa tăng cho dự báo nhờ lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cải thiện.

- Việc triển khai sớm hơn dự kiến hoạt động phân phối nhiên liệu bay Jet A1 tại các Cảng hàng không Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng và Cam Ranh có thể mang lại dư địa tăng cho dự báo.
- Dự thảo lần thứ 10 Nghị định về kinh doanh xăng dầu có thể mang lại lợi ích cho OIL khi tạo điều kiện giúp Công ty gia tăng thị phần và tự điều chỉnh mức lợi nhuận, đồng thời cho phép phản ánh chi phí bán hàng & quản lý cao hơn vào giá bán lẻ.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Income statements (VNDbn)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Sales	124,460	150,557	160,026	181,905	214,137
Gross profit	4,139	4,393	4,010	4,890	5,794
SG&A	(3,852)	(3,973)	(4,289)	(4,701)	(5,202)
Other income	58.7	298	298	298	298
Other expenses	(44.5)	(223)	(223)	(223)	(223)
EBIT	302	496	(203)	264	668
Net interest	317	335	432	438	507
Associates/affiliates	14.2	(176)	20.0	20.0	20.0
Other non-operational	0	0	0	0	0
Exceptional items	0	0	0	0	0
Pre-tax profit	633	654	249	722	1,195
Taxation	(159)	(151)	(49.6)	(144)	(239)
Minority interests	(63.4)	(68.7)	(20.0)	(57.8)	(95.6)
Exceptional items after tax	0	0	0	0	0
Net profit	411	435	180	520	860
Net profit adj'd	327	354	144	416	688
EBITDA adj.	609	826	137	605	1,008
EPS (VND)	397	420	174	503	832
EPS adj. (VND)	316	342	139	402	666
DPS (VND)	350	350	350	350	350
Basic shares, average (mn)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
Basic shares, period end (mn)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034
Fully diluted shares, period end (mn)	1,034	1,034	1,034	1,034	1,034

Balance sheets (VNDbn)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Cash	4,124	5,500	5,225	5,947	7,006
Short-term investments	10,853	13,468	14,316	16,273	19,156
Accounts receivable	16,488	16,709	17,487	19,632	22,834
Inventory	3,540	2,778	4,598	5,122	6,004
Other current assets	538	482	513	583	686
Total current assets	35,543	38,938	42,139	47,556	55,687
PP&E	2,267	2,451	2,348	2,259	2,181
Intangible assets	1,465	1,487	1,571	1,653	1,733
Investment properties	98.1	94.6	88.7	85.7	82.9
Long-term investments	66.7	65.5	65.5	65.5	65.5
Associates/JVs	641	445	445	445	445
Other long-term assets	1,654	2,129	1,439	2,072	2,608
Total long-term assets	6,191	6,672	5,957	6,580	7,115
Total assets	41,734	45,610	48,096	54,136	62,801
Short-term debt	7,423	10,735	11,582	13,539	16,422
Accounts payable	13,532	16,688	18,722	21,242	25,001
Other current liabilities	8,091	5,039	5,458	5,983	6,620
Total current liabilities	29,953	33,687	36,306	42,128	50,236
Long-term debt	111	145	145	145	145
Deferred tax	183	173	173	173	173
Other long-term liabilities	40.2	50.5	40.8	40.8	40.8
Long-term liabilities	334	368	358	358	358
Total liabilities	30,286	34,055	36,664	42,487	50,594
Shareholders' funds	10,433	10,522	10,399	10,616	11,174
Minority interests	1,015	1,034	1,034	1,034	1,034
Total equity	11,448	11,555	11,432	11,650	12,208
Total liabilities and equity	41,734	45,610	48,096	54,136	62,801
BVPS (VND)	10,088	10,173	10,054	10,265	10,804
Net debt/(cash)*	3,410	5,379	6,501	7,737	9,561

Cash flow statements (VNDbn)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	302	496	(203)	264	668
Depreciation & amortisation	(307)	(331)	(340)	(340)	(340)
Net interest	317	335	432	438	507
Tax paid	(159)	(151)	(49.6)	(144)	(239)
Changes in working capital	(1,027)	572	(594)	45.8	(11.9)
Others	(556)	(673)	(378)	(450)	(574)
Cash flow from operations	(816)	910	(452)	494	690
Capex	(399)	(564)	(300)	(300)	(300)
Acquisitions & investments	(12,413)	(14,023)	(847)	(1,957)	(2,883)
Disposals	11,458	11,460	0	0	0
Others	751	529	782	831	973
Cash flow from investing	(607)	(2,625)	(366)	(1,426)	(2,210)
Dividends	(230)	(303)	(303)	(303)	(303)
Issue of shares	0	0	0	0	0
Change in debt	480	3,347	847	1,957	2,883
Other financing cash flow	(1.35)	(1.34)	(1.34)	(1.34)	(1.34)
Cash flow from financing	249	3,043	543	1,653	2,579
Cash, beginning of period	5,377	4,124	5,500	5,225	5,947
Change in cash	(1,175)	1,328	(275)	721	1,060
Exchange rate effects	(78.6)	48.9	0	0	0
Cash, end of period	4,124	5,500	5,225	5,947	7,006
Free cash flow	(1,215)	346	(752)	194	390

Financial ratios and other	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Operating ratios					
Gross margin (%)	3.33	2.92	2.51	2.69	2.71
EBITDA adj. margin (%)	0.49	0.55	0.09	0.33	0.47
Net profit margin (%)	0.33	0.29	0.11	0.29	0.40
Effective tax rate (%)	25.1	23.0	19.9	20.0	20.0
Sales growth (%)	21.2	21.0	6.29	13.7	17.7
EBITDA adj. growth (%)	(3.30)	35.7	(83.4)	341	66.6
Net profit adj. growth (%)	(29.7)	8.31	(59.4)	190	65.4
EPS growth (%)	(26.9)	5.77	(58.7)	190	65.4
EPS adj. growth (%)	(29.7)	8.31	(59.4)	190	65.4
DPS growth (%)	0	0	0	0	0
Dividend payout ratio (%)	88.1	83.3	202	69.6	42.1
Efficiency ratios					
Return on avg. equity (%)	3.95	4.15	1.72	4.95	7.90
Return on avg. CE (%)	2.57	4.18	(1.71)	2.22	5.43
Asset turnover (x)	3.09	3.45	3.42	3.56	3.66
Operating cash/EBIT (x)	(2.70)	1.84	2.23	1.87	1.03
Inventory days	10.7	6.94	10.8	10.6	10.5
Accounts receivable days	50.0	41.7	40.9	40.5	40.0
Accounts payable days	41.1	41.7	43.8	43.8	43.8
Leverage ratios					
Net debt*/equity (%)	33.4	52.2	63.7	74.2	87.0
Debt/capital (%)	18.2	24.1	24.6	25.5	26.6
Interest coverage (x)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Debt/EBITDA (x)	12.5	13.3	86.3	22.9	16.6
Current ratio (x)	1.19	1.16	1.16	1.13	1.11
Valuation					
EV/sales (x)	0.15	0.14	0.14	0.13	0.12
EV/EBITDA adj. (x)	31.3	25.4	161	38.6	25.0
P/E (x)	38.0	35.9	87.0	30.0	18.1
P/E adj. (x)	47.8	44.1	109	37.5	22.7
P/B (x)	1.50	1.48	1.50	1.47	1.40
Dividend yield (%)	2.32	2.32	2.32	2.32	2.32

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
 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