

Tổng Công ty Dầu Việt Nam (OIL)

KHẢ QUAN +18,5%

Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	17/10/2025
Giá hiện tại	10.800 VND
Giá mục tiêu	12.700 VND
Giá mục tiêu gần nhất	13.300 VND
TL tăng	17,6%
Lợi suất cổ tức	0,9%
Tổng mức sinh lời	18,5%

GT vốn hóa	11,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	658,4 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	10,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	80,5%
SL cổ phiếu lưu hành	1.034 tr
Pha loãng	1.034 tr

	OIL	VNI
P/E (trượt)	37,3x	17,0x
P/B (hiện tại)	1,1x	2,2x
ROE	2,8%	13,3%
ROA	0,7%	2,0%

Tổng quan Công ty

OIL, một công ty con của PetroVietnam, chuyên về lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam với 21% thị phần. Tính đến cuối quý 3/2025, công ty có 910 trạm COCO (cửa hàng do công ty sở hữu & vận hành, bán lẻ) và 1.800 trạm DODO (cửa hàng do đại lý sở hữu & vận hành). Các mảng khác bao gồm kinh doanh dầu thô, hóa dầu (khí ngưng tụ và dầu nhờn), dịch vụ nhận ủy thác dầu thô và các dịch vụ khác.

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	124.460	138.891	119.566	130.842
% YoY	21%	12%	-14%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS	411	167	589	662
% YoY	-27%	-59%	253%	12%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	383	386	561	634
EPS (đồng/cổ phiếu)	316	80	453	509
Biên LN gộp	3,3%	2,8%	3,7%	3,9%
Biên LN từ HĐKD	0,2%	0,1%	0,5%	0,6%
ROE	4,2%	1,5%	5,0%	5,4%
Nợ vay ròng/VCSH	-71,3%	-64,2%	-65,6%	-67,5%
Lợi suất cổ tức	2,3%	0,9%	2,8%	3,2%
P/E	34,2x	135,1x	23,8x	21,2x
P/E, cốt lõi	37,3x	37,0x	25,3x	22,4x
P/B	1,1x	1,1x	1,0x	1,0x
EV/EBITDA	8,3x	11,4x	5,8x	4,4x

Mở rộng mạng lưới COCO tiếp tục là trụ cột cho lợi nhuận gộp/lít dù nghị định mới kém thuận lợi hơn

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu xuống mức 12.700 đồng/cổ phiếu, nhưng vẫn duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với Tổng Công ty Dầu Việt Nam (OIL). Mức điều chỉnh giảm đối với giá mục tiêu phản ánh mức giảm của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (với các thay đổi lần lượt là +27%/-2%/-9%/-5%/-5% cho các năm trong giai đoạn 2025-2029).
- Chúng tôi điều chỉnh giảm tổng LNST sau lợi ích CĐTS do chúng tôi lùi thời điểm áp dụng nghị định mới thêm một năm, sang tháng 1/2027, loại bỏ giả định trước đó về mức tăng 30 đồng/lít từ tháng 7/2025 đối với chi phí kinh doanh định mức, qua đó hạ mức nền tảng trưởng của lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi lít (LN gộp/lít) trong năm 2026, đồng thời điều chỉnh giảm 8% đối với dự báo giá dầu năm 2026. Các yếu tố này lần ắt tác động tích cực từ (1) mức tăng 1,3% của sản lượng bán trong nước nhờ hoạt động mở mới của hàng diễn ra nhanh hơn dự kiến trong 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025), và (2) mức tăng 1,2% của LN gộp/lít nhờ mức đóng góp cao hơn từ chuỗi cửa hàng do doanh nghiệp sở hữu và vận hành (COCO). Tính đến cuối tháng 9/2025, OIL đã sở hữu 915 cửa hàng COCO (+9,1% so với đầu năm).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 sẽ đi ngang so với cùng kỳ, nhờ mức tăng 2,5% YoY của sản lượng bán và khoản thu nhập thêm từ việc mở rộng trạm sạc xe điện; các yếu tố này bị ảnh hưởng một phần bởi mức giảm 6% cả LN gộp/lít. Trong khi đó, LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến sẽ giảm 60% YoY do khoản trích lập dự phòng một lần 247 tỷ đồng cho dự án Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ. Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi sẽ tăng 45% YoY, nhờ được hỗ trợ bởi mức tăng 4,5% YoY của sản lượng bán và mức tăng 7,7% YoY của LN gộp/lít.
- Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng kép (CAGR) LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2028 sẽ đạt mức 25%, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức CAGR 4,6% của sản lượng (cao hơn một chút so với mức tăng trưởng 4,2% của ngành), (2) mức CAGR 9,3% của LN gộp/lít nhờ tỷ trọng cao hơn của COCO và cơ chế giá mới, cùng với (3) mức CAGR 21% của lợi nhuận gộp mảng dịch vụ, nhờ được dẫn dắt bởi mức CAGR 9% của mảng cho thuê trạm sạc xe điện.
- OIL hiện có định giá tương đối hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 đạt 23,8 lần, tương ứng với mức PEG là 0,9 (với CAGR EPS giai đoạn 2026-2028 ở mức 25%), thấp hơn 22% so với P/E trung bình của công ty trong giai đoạn từ năm 2019 đến nay.
- Yếu tố hỗ trợ:** Lợi nhuận gộp/lít cao hơn kỳ vọng; đóng góp từ xăng E10 và nhiên liệu máy bay (xem chi tiết tại trang 18).
- Rủi ro:** Giá dầu biến động mạnh; mức chiết khấu cao hơn dự kiến cho chuỗi cửa hàng do đại lý sở hữu và vận hành (DODO).

Chúng tôi hiện dự phóng cơ chế định giá mới sẽ có hiệu lực vào tháng 1/2027, chậm hơn một năm so với kỳ vọng. Mặc dù Dự thảo 7 kém thuận lợi hơn Dự thảo 6, thay thế chi phí thực tế bằng cấu phần chi phí định mức, LN gộp/lít của OIL sẽ duy trì khả năng phục hồi nhờ tỷ trọng COCO cao hơn. Với dự địa biên lợi nhuận có thể cắt giảm có giới hạn, OIL có khả năng sẽ ưu tiên khả năng

sinh lời. Chúng tôi dự phóng tổng chi phí điều tiết và lợi nhuận của công ty đạt trung bình 40% trong giai đoạn 2025–2029 (so với 46% trong giai đoạn 2015–2019 và 45% trong giai đoạn 2020–2024).

OIL có thể đối mặt với những thách thức trong nửa đầu năm 2026 trong bối cảnh giá dầu giảm nhẹ. Dầu Brent được dự kiến giảm 8% YoY trước khi phục hồi 8% YoY vào năm 2027 (xem thêm [Báo cáo Ngành Dầu khí](#) của chúng tôi). Mặc dù mức giảm này có thể gây áp lực lên LN gộp/lít trong ngắn hạn, nhưng mức giảm này nhẹ hơn so với mức giảm 19% YoY vào năm 2025, cho thấy biến động vừa phải và một bối cảnh ít thách thức hơn đối với các nhà phân phối.

OIL sẽ hưởng lợi từ việc Việt Nam chuyển đổi 100% sang xăng E10 từ tháng 4/2026. Chúng tôi ước tính xăng E10-RON95 mang lại lợi nhuận ròng cao hơn 14% so với xăng thông thường, được hỗ trợ bởi biên pha trộn nội bộ và chi phí hoạt động và lợi nhuận điều tiết cao hơn (1.550 đồng/lít, +7,6% so với RON95), tăng cường khả năng sinh lời và vị thế dẫn đầu trong quá trình chuyển đổi nhiên liệu sạch hơn của đất nước (trang 19).

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận cốt lõi chịu áp lực do giá dầu giảm và trích lập dự phòng bất thường

Hình 1: Dự báo năm 2025, Phần 1

	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Xăng, dầu diesel (giá trung bình)					
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	80	65	-18,6%	0,0%	(a) Chúng tôi duy trì giả định giá dầu Brent như đã đề cập trong Báo cáo Ngành Dầu khí của chúng tôi ngày 23/9/2025.
Giá xăng A95 (đồng/lít)	22.581	18.584	-17,7%	1,6%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giả định tỷ giá USD/VND tăng 2%/năm (từ mức 0%/năm).
Tổng chi phí định mức & lợi nhuận xăng (đồng/lít)	1.410	1.440	2,1%	0,0%	(a) Tác động cả năm từ việc thay đổi chi phí định mức của Bộ Công Thương và Bộ Tài chính kể từ tháng 7/2024.
Giá dầu diesel (đồng/lít)	18.620	15.992	-14,1%	1,6%	(b) Chúng tôi điều chỉnh giả định tỷ giá USD/VND tăng 2%/năm (từ mức 0%/năm).
Tổng chi phí định mức & lợi nhuận dầu diesel (đồng/lít)	1.400	1.470	5,0%	0,0%	(a) Tác động cả năm từ việc thay đổi chi phí định mức của Bộ Công Thương và Bộ Tài chính kể từ tháng 7/2024.
Lợi nhuận gộp/lít (đồng/lít)	533	500	-6,2%	5,5%	(a) Do giá dầu giảm 19% YoY, dự kiến khiến LN gộp/lít giảm. Tác động tiêu cực này lớn hơn tác động của việc tăng chi phí định mức. (b) Do KQKD 6T 2025 tốt hơn kỳ vọng.
Sản lượng bán hàng trong nước (triệu m3)	5,37	5,49	2,4%	1,8%	(b) Sản lượng bán hàng nội địa sơ bộ 9T 2025 tăng 4% YoY.
Tăng trưởng sản lượng bán hàng %					
Tổng mức tăng trưởng sản lượng bán hàng	7,4%	2,4%			(a) Được thúc đẩy bởi (1) việc bổ sung 120 trạm COCO, nâng tổng số lên 950 (+13,4% YoY) và (2) tăng trưởng 5% trong doanh số trên cùng một trạm ở kênh COCO. (b) Tính đến cuối tháng 9/2025, các trạm COCO của OIL đạt 915 (+9,1% so với đầu năm - YTD), với tốc độ tăng trưởng nhanh hơn dự kiến. Mục tiêu cuối năm là 950 trạm.
Tăng trưởng sản lượng bán hàng trong nước	5,3%	2,4%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của COCO	10,9%	20,0%			
Tăng trưởng sản lượng bán bán hàng của DODO	10,6%	-5,0%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng cho khách hàng công nghiệp	-23,9%	3,0%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng tại Lào	81,3%	3,0%			
Cơ cấu sản lượng bán hàng					
COCO	25,8%	30,3%			
DODO	63,0%	58,5%			
Khách hàng C&I	11,2%	11,3%			
Biên lợi nhuận và chi phí			Δ điểm %		
Biên lợi nhuận gộp %	3,3%	2,8%	-0,5		(a) Được thúc đẩy bởi giá dầu Brent giảm 19% YoY, vốn lớn hơn chi phí hoạt động định mức cao hơn (có hiệu lực từ tháng 7/2024), và bởi sự đóng góp cao hơn từ kênh trạm COCO có biên lợi nhuận cao trong tổng sản lượng bán hàng. Trong các năm qua, biên lợi nhuận gộp bình quân của OIL là 4,1% trong giai đoạn 2020–2024 và 4,9% trong 2015–2019, trước đại dịch COVID-19.
Chi phí bán hàng/doanh thu	2,2%	2,0%	-0,2		
Chi phí G&A/doanh thu	0,9%	0,7%	-0,1		

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 2: Dự báo năm 2025, Phần 2

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	124.460	138.891	11,6%	31,4%	Doanh thu 6T đạt 72,7 nghìn tỷ đồng (+13% YoY; đạt 69% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi). Doanh thu sơ bộ 9T 2025 đạt 107 nghìn tỷ đồng (+12,6% YoY; hoàn thành 102% dự báo 2025 của chúng tôi).
Phân phối xăng dầu	90.513	75.573	-16,5%	-2,6%	(a) Chủ yếu do giá dầu Brent giảm 19% YoY, lớn hơn mức tăng 2,4% YoY trong sản lượng bán hàng nội địa.
Kinh doanh dầu thô quốc tế	32.799	62.101	89,3%	131,1%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025.
Khi ngưng tụ & dầu nhờn	540	493	-8,7%	0,0%	(a) Chúng tôi dự phóng giá bán trung bình giảm 9% YoY, dựa theo giá dầu Brent giảm 19% YoY.
Dịch vụ bán hàng & các mảng khác	419	523	24,9%	0,0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi 130 trạm sạc xe điện mới lắp đặt (+37% YoY). Tính đến cuối tháng 6/2025, tổng số trạm sạc xe điện vượt quá 400 (+50 đơn vị YTD hoặc +14% YTD).
Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	190	200	5,4%	0,0%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi nhập khẩu ủy thác cho đa phục hồi sản lượng của BSR.
Lợi nhuận gộp	4.139	3.949	-4,6%	5,2%	Lợi nhuận gộp 6T 2025 đạt 2,0 nghìn tỷ đồng (-12% YoY; hoàn thành 53% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi).
Xăng dầu	2.999	2.881	-3,9%	7,3%	(a) Được thúc đẩy bởi dự phóng LN gộp/lít giảm 6% YoY của chúng tôi. Điều này đến từ giá dầu giảm 19% YoY được dự kiến khiến giảm LNS/lít, do OIL bán hàng tồn kho đã mua với giá cao hơn. Tác động tiêu cực này lớn hơn sự hỗ trợ từ việc tăng chi phí định mức. Trong tháng 7/2024, chi phí định mức/lít đối với xăng và dầu diesel được tăng thêm lần lượt 60 đồng và 140 đồng, lên 1.140 đồng (+6%) và 1.170 đồng (+14%).
Kinh doanh dầu thô quốc tế	714	584	-18,1%	0,0%	(b) Do kết quả 6T 2025 tốt hơn dự kiến.
Khi ngưng tụ & dầu nhờn	61	64	6,0%	0,0%	(a) Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện, hỗ trợ bởi môi trường giá dầu thấp hơn, do dầu nhờn sử dụng nguyên liệu đầu vào như dầu gốc và phụ gia có nguồn gốc từ dầu thô.
Dịch vụ bán hàng	177	220	24,7%	0,0%	
Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	190	200	5,4%	0,0%	
Chi phí bán hàng	-2.774	-2.760	-0,5%	4,1%	Kết quả 6T 2025 là 1,4 nghìn tỷ đồng (-6% YoY; hoàn thành 52% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi).
Chi phí quản lý	-1.078	-997	-7,5%	8,3%	Kết quả 6T 2025 là 525 tỷ đồng (-7% YoY; đạt 57% dự báo 2025 cũ của chúng tôi).
Lợi nhuận từ HĐKD	288	193	-32,9%	5,9%	Kết quả 6T 2025 đạt 401 tỷ đồng (+5% YoY; hoàn thành 60% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi).
Thu nhập tài chính	674	706	4,8%	5,9%	
Chi phí tài chính	-357	-440	23,3%	0,0%	
Trong đó, chi phí lãi vay	-188	-271	44,2%	0,0%	Kết quả 6T 2025 là 140 tỷ đồng (+69% YoY; hoàn thành 51% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi).
Thu nhập từ CTLK	14	14	0,0%	0,0%	
Khác	14	-233	-1738,0%	0,0%	Chúng tôi dự phóng các khoản chi phí một lần phản ánh dự phòng đầu tư cho nhà máy Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ. OIL hiện đang xử lý việc phá sản nhà máy để loại bỏ ý kiến kiểm toán ngoại trừ - một bước quan trọng hướng tới việc niêm yết HOSE. Công ty có kế hoạch trích lập dự phòng 247 tỷ đồng.
LNTT	633	240	-62,0%	26,5%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	411	167	-59,5%	26,5%	Thấp hơn LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi, chủ yếu do các khoản chi phí một lần liên quan đến dự phòng đầu tư cho nhà máy Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	383	386	0,7%	9,9%	Kết quả 6T 2025 đạt 199 tỷ đồng (-34% YoY; hoàn thành 57% dự báo 2025 trước đây của chúng tôi). (a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 2,5% trong sản lượng bán lẻ xăng dầu nội địa và (2) lợi nhuận cao hơn từ doanh thu dịch vụ sau việc mở rộng các trạm sạc xe điện, một phần bị ảnh hưởng bởi (3) LN gộp/lít giảm 6% YoY. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) sản lượng bán hàng cao hơn 1,8%, phản ánh doanh số 9T sơ bộ cao hơn kỳ vọng, và (2) LN gộp/lít cao hơn 5% do kết quả 6T 2025 tốt hơn kỳ vọng.

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận gộp/lít phục hồi thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi

Hình 3: Dự báo năm 2026, Phần 1

	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Xăng, dầu diesel (giá trung bình)					
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	65	60	-7,7%	-7,7%	(a & b) Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent giảm 8% YoY, như đã đề cập trong Báo cáo Ngành Dầu khí của chúng tôi, ngày 23/9/2025. (a) Thuế bảo vệ môi trường đối với Xăng A95 sẽ tăng từ 2.000 đồng lên 4.000 đồng/lít sau khi hết hạn vào cuối năm 2025, lớn hơn mức giảm của giá dầu so với cùng kỳ. (b) Được thúc đẩy bởi việc chúng tôi điều chỉnh tăng thuế bảo vệ môi trường (do đến nay chưa có phê duyệt gia hạn giảm thuế bảo vệ môi trường đối với xăng cho đến cuối năm 2026), lớn hơn việc điều chỉnh giảm giá dầu Brent. Phản ánh cùng xu hướng như xăng. (a) Mặc dù chúng tôi dự báo giá dầu Brent giảm 8% YoY, chúng tôi dự phóng LN gộp/lít của OIL sẽ tăng, được hỗ trợ bởi sự đóng góp cao hơn từ kênh trạm COCO có biên lợi nhuận cao trong tổng sản lượng bán hàng. Ngoài ra, mức giảm 8% YoY trong năm 2026 nhỏ hơn mức giảm 19% vào năm 2025, cho thấy biến động vừa phải và bối cảnh ít thách thức hơn đối với các nhà phân phối. (b) Do (1) giá dầu Brent giảm 8%, (2) chi phí hoạt động và lợi nhuận định mức thấp hơn 30 đồng/lít do không có thông báo nào từ Chính phủ, và (3) việc trì hoãn cơ chế định giá nghị định mới sang năm 2027.
Giá xăng A95 (đồng/lít)	18.584	19.286	3,8%	6,3%	
Giá dầu diesel (đồng/lít)	15.992	16.141	0,9%	3,5%	
Lợi nhuận gộp/lít (đồng/lít)	500	538	7,7%	-3,9%	
Sản lượng bán hàng trong nước (triệu m3)	5,49	5,74	4,5%	1,4%	(a) Chúng tôi dự báo OIL sẽ gia tăng thị phần; chúng tôi dự báo tăng trưởng sản lượng toàn ngành với CAGR 4,2%. (b) Nhờ tốc độ mở trạm mới nhanh hơn dự kiến trong năm 2025.
Tăng trưởng sản lượng bán hàng %					
Tổng mức tăng trưởng sản lượng bán hàng	2,4%	4,4%			Được thúc đẩy bởi (a) việc bổ sung 60 trạm COCO, nâng tổng số lên 1.010 (+6,3% YoY) và (b) tăng trưởng 2% trong doanh số trên cùng một trạm ở kênh COCO.
Tăng trưởng sản lượng bán hàng trong nước	2,4%	4,5%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của COCO	20,0%	12,0%			
Tăng trưởng sản lượng bán bán hàng của DODO	-5,0%	1,0%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng cho khách hàng công nghiệp	3,0%	2,5%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng tại Lào	3,0%	3,0%			
Cơ cấu sản lượng bán hàng					
COCO	30,3%	32,4%			
DODO	58,5%	56,5%			
Khách hàng C&I	11,3%	11,1%			
Biên lợi nhuận và chi phí			Δ điểm %		
Biên lợi nhuận gộp %	2,8%	3,7%	0,8		Trong các năm qua, biên lợi nhuận gộp bình quân của OIL là 4,1% trong giai đoạn 2020–2024 và 4,9% trong 2015–2019, trước đại dịch COVID-19.
Chi phí bán hàng/doanh thu	2,0%	2,4%	0,4		
Chi phí G&A/doanh thu	0,7%	0,8%	0,1		

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 4: Dự báo năm 2026, Phần 2

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Diễn giải cho: (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo mới so với dự báo cũ
Doanh thu	138.891	119.566	-13,9%	8,6%	
Phân phối xăng dầu	75.573	73.936	-2,2%	-8,4%	(b) Do dự báo giá dầu Brent thấp hơn 8%.
Kinh doanh dầu thô quốc tế	62.101	44.353	-28,6%	57,4%	(b) Dựa theo kết quả 6T 2025.
Khi ngưng tụ & dầu nhờn	493	503	2,0%	0,0%	
Dịch vụ bán hàng & các mảng khác	523	570	9,0%	0,0%	(a) Chúng tôi dự phóng 50 trạm sạc xe điện mới lắp đặt (+10% YoY).
Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	200	204	2,0%	0,0%	
Lợi nhuận gộp	3.949	4.397	11,3%	-2,0%	
Xăng dầu	2.881	3.241	12,5%	-2,6%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 4,5% trong sản lượng bán hàng nội địa và (2) mức tăng 7,7% trong LN gộp/lít. LN gộp/lít cao hơn chủ yếu đến từ sự đóng góp lớn hơn của các trạm COCO, điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ khả năng sinh lời. (b) Do dự phóng LN gộp/lít thấp hơn 3,9%.
Kinh doanh dầu thô quốc tế	584	613	4,9%	0,0%	
Khi ngưng tụ & dầu nhờn	64	65	2,0%	0,0%	
Dịch vụ bán hàng	220	274	24,6%	0,0%	(a) Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp tăng lên 48% vào năm 2026 (+6 điểm % YoY), được thúc đẩy bởi mảng kinh doanh sạc xe điện. Biên lợi nhuận mở rộng được hỗ trợ bởi hiệu quả chi phí từ việc tận dụng các trạm COCO của OIL, nơi đất đai thuộc sở hữu của OIL và chi phí cố định đã được chi trả bởi HĐKD xăng dầu cốt lõi.
Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	200	204	2,0%	0,0%	
Chi phí bán hàng	-2.760	-2.890	4,7%	0,1%	
Chi phí quản lý	-997	-958	-3,8%	0,1%	
Lợi nhuận từ HĐKD	193	549	184,4%	-14,5%	(b) Do nghị định xăng dầu kém thuận lợi hơn.
Thu nhập tài chính	706	706	-0,1%	12,7%	
Chi phí tài chính	-440	-433	-1,7%	0,7%	
Trong đó, chi phí lãi vay	-271	-264	-2,7%	1,2%	
Thu nhập từ CTLK	14	14	0,0%	0,0%	
Khác	-233	14	N.M.	0,0%	Chúng tôi kỳ vọng OIL sẽ không phát sinh các khoản chi phí một lần trong năm 2026, không giống như năm 2025 (có bao gồm dự phóng đầu tư cho nhà máy Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ).
LNTT	240	850	253,4%	-1,9%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	167	589	253,4%	-1,9%	Cao hơn LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi, chủ yếu do không có các khoản chi phí một lần.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	386	561	45,4%	-2,0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) tăng 4,5% YoY trong sản lượng bán hàng, (2) tăng 7,7% trong LN gộp/lít, và (3) lợi nhuận cao hơn từ phân khúc dịch vụ sau việc tăng số lượng trạm sạc xe điện. (b) Chủ yếu do hạ 8% dự báo giá dầu, và hạ 3,9% dự báo LN gộp/lít.

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Dự báo dài hạn

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 4% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2025-29, tương ứng +27%/-2%/-9%/-5%/-5% cho dự báo các năm 2025-2029.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) chúng tôi trì hoãn ngày có hiệu lực của nghị định mới thêm một năm sang tháng 1/2027 và loại bỏ giả định tăng chi phí định mức 30 đồng/lít trước đó từ tháng 7/2025, điều này làm giảm cơ sở tăng trưởng LN gộp/lít trong năm 2026. (2) Mức giảm 8% trong giá dầu năm 2026 tiếp tục gây áp lực cho lợi nhuận. Các yếu tố này lớn hơn (1) mức tăng 1,3% trong sản lượng bán hàng nội địa nhờ việc mở trạm mới nhanh hơn dự kiến trong 9T 2025 và (2) mức tăng 1,2% trong LN gộp/lít được thúc đẩy bởi mức đóng góp lớn hơn từ các trạm COCO. Tính đến cuối tháng 9/2025, số lượng trạm COCO của OIL đạt 915 (+9,1% YTD).

Mặc dù cơ chế định giá kém thuận lợi hơn trong Dự thảo 7, thay thế cấu trúc chi phí hoạt động thực tế trong Dự thảo 6 bằng cấu phần chi phí định mức – chúng tôi dự phóng LN gộp/lít sẽ cao hơn so với kỳ vọng trước đây, được hỗ trợ bởi sự đóng góp ngày càng tăng của các trạm COCO. Chúng tôi cũng tin rằng OIL có dư địa hạn chế trong việc giảm LN gộp/lít, với các mức thấp lịch sử là 547 đồng vào năm 2017, 543 đồng vào năm 2019, 533 đồng vào năm 2024, và mức cực thấp 365 đồng vào năm 2020. Chúng tôi cho rằng OIL có thể chuyển chiến lược sang ưu tiên khả năng sinh lời hơn là tăng trưởng sản lượng. Hiện tại, chúng tôi dự phóng LN gộp/lít của OIL là tổng chi phí hoạt động định mức và lợi nhuận ở mức trung bình 40% trong giai đoạn 2025-2029 (so với 46% trong 2015-2019 và 45% trong 2020-2024).

Hình 5: Các thay đổi trong dự báo

	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng giai đoạn 2025-2029
LN gộp/lít (đồng)						
Dự báo mới	500	538	602	643	683	593
Dự báo cũ	474	560	589	632	674	586
% thay đổi	5,5%	-3,9%	2,2%	1,7%	1,3%	1,2%
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo (tỷ đồng)						
Dự báo mới	167	589	662	925	1.171	3.514
Dự báo cũ	132	600	726	971	1.233	3.661
% thay đổi	26,5%	-1,9%	-8,8%	-4,7%	-5,0%	-4,0%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (tỷ đồng)						
Dự báo mới	386	561	634	898	1.143	3.622
Dự báo cũ	351	573	698	943	1.205	3.770
% thay đổi	9,9%	-2,0%	-9,2%	-4,8%	-5,1%	-3,9%

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Định giá

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi áp dụng 100% phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) do chúng tôi tin rằng đây là phương pháp phù hợp nhất để phản ánh giá trị nội tại của một doanh nghiệp phân phối xăng dầu. Chúng tôi không áp dụng phương pháp định giá bằng bội số so sánh với các đối thủ trong ngành vì chúng tôi cho rằng các đối thủ trong khu vực không hoàn toàn tương thích với OIL do sự khác biệt về cơ chế định giá và quy định xăng dầu, cũng như tỷ trọng đóng góp của các mảng kinh doanh ngoài dầu khí khác nhau.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu xuống mức 12.700 đồng/cổ phiếu, nhưng vẫn duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN đối với OIL. Mức điều chỉnh giảm đối với giá mục tiêu phản ánh mức giảm 4% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (với các thay đổi lần lượt là +27%/-2%/-9%/-5%/-5% cho các năm trong giai đoạn 2025-2029).

Hình 6: Xác định giá mục tiêu

Phương pháp	Định giá CKDT
Giá mục tiêu (đồng)	12.700
P/E trượt tại giá mục tiêu	43,9x
P/E dự phóng các năm 2025/26 tại giá mục tiêu	158,9x/28,0x

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Chiết khấu dòng tiền

Hình 7: Định giá CKDT và các giả định

Chi phí vốn	Mới	Cũ	Dự báo DTTD (5 năm)	Tỷ đồng
Beta	1,1	1,1	GTHT của DTTD	1.122
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của GT cuối (TT 3,0%)	5.335
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GT cuối	6.457
Chi phí vốn cổ phần %	15,1	15,1	+ Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	16.247
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	- Nợ	-8.568
Nợ vay %	40,0	40,0	- Lợi ích CĐTS	-1.022
Vốn CSH %	60,0	60,0	Giá trị vốn CSH	13.114
Thuế DN %	20,0	20,0	Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.034
WACC %	11,6	11,6	Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)	12.700

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 8: Dự báo dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	193	549	720	1.037	1.364
- Thuế	(39)	(110)	(144)	(207)	(273)
+ Khấu hao	288	335	353	371	389
- Vốn XDCB	(545)	(456)	(258)	(263)	(268)
- Tăng vốn lưu động	(532)	7	(108)	(95)	(482)
DTTD	(635)	326	563	843	730
GTHT của DTTD	(601)	276	428	574	445
GTHT tích lũy của DTTD	(601)	(325)	103	677	1.122

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 9: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu OIL của chúng tôi và WACC của phương pháp CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, giả định các biến số khác không đổi

Tốc độ tăng trưởng giá trị cuối %	WACC					
		10,4%	11,0%	11,6%	12,2%	12,8%
	2,0%	13.100	12.600	12.100	11.700	11.300
	2,5%	13.400	12.900	12.400	11.900	11.600
	3,0%	13.900	13.200	12.700	12.200	11.800
	3,5%	14.400	13.600	13.000	12.500	12.000
	4,0%	14.900	14.100	13.400	12.800	12.300

Nguồn: Ước tính của Vietcap

So sánh với các công ty cùng ngành

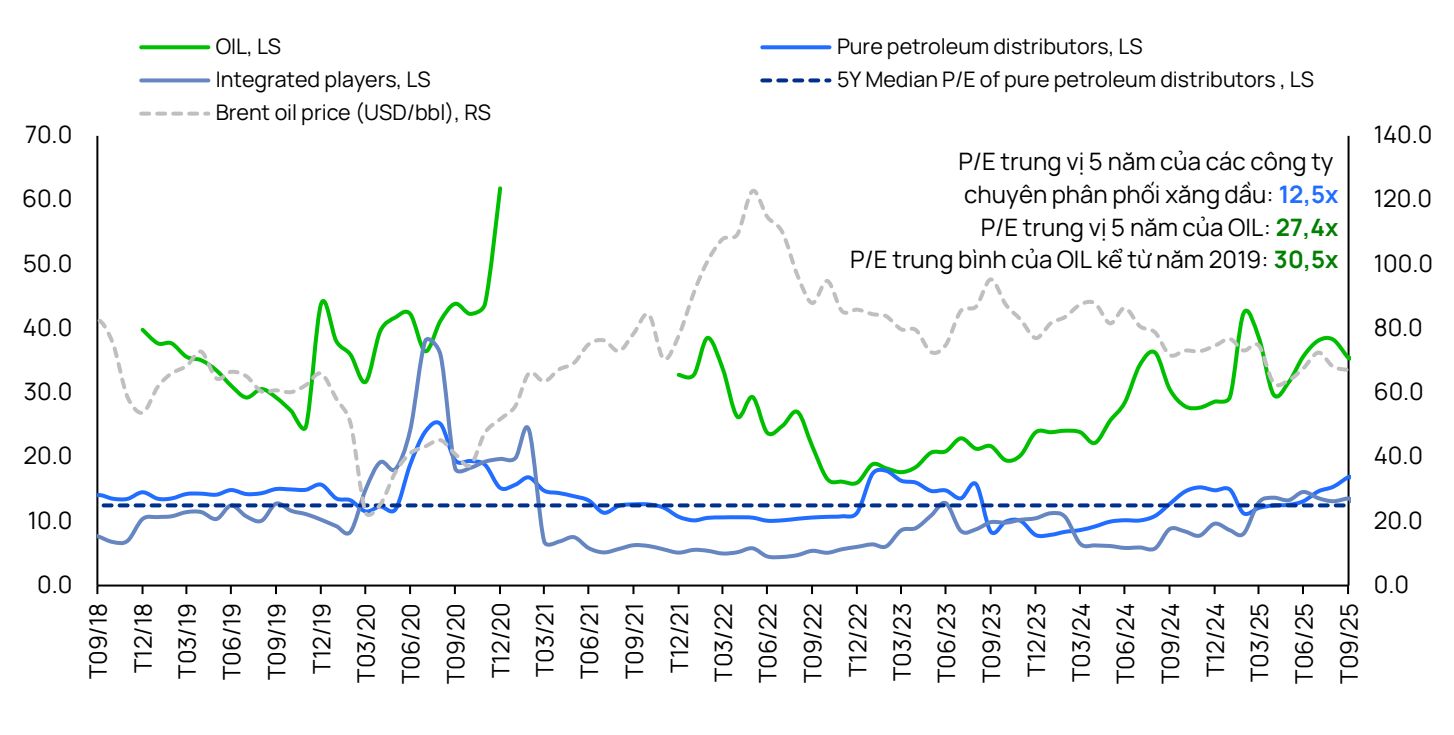
Chúng tôi đã chọn hai nhóm công ty cùng ngành: 1) các công ty chuyên phân phối xăng dầu và 2) các công ty có mô hình kinh doanh tích hợp thăm dò & sản xuất, lọc dầu và phân phối xăng dầu. P/E của các công ty tích hợp dao động nhiều hơn P/E của các công ty chuyên phân phối xăng dầu, điều mà chúng tôi cho là do 1) hoạt động kinh doanh lọc dầu rủi ro hơn nhiều do các nhà máy lọc dầu bị ảnh hưởng nặng nề hơn bởi biến động giá dầu so với các nhà phân phối xăng dầu và/hoặc 2) các doanh nghiệp thượng nguồn được hưởng lợi từ giá dầu tăng và bị tổn hại khi giá dầu giảm. Chúng tôi tin rằng OIL nên được phân loại là công ty chuyên phân phối xăng dầu vì công ty không tham gia vào lĩnh vực lọc dầu hoặc kinh doanh thượng nguồn.

Hình 10: Các công ty cùng ngành trong khu vực của OIL – công ty chuyên phân phối xăng dầu

(triệu USD) Tên công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần trượt YoY%	LNST trượt YoY%	Nợ ròng/ vốn CSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức trượt %	P/E trượt	P/E dự báo 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA trượt
PTT Oil & Retail Business PCL	Thái Lan	5.139	-5	-31	-17,0	7,1	N/A	20,8	15,8	1,5	8,2
PTG Energy PCL	Thái Lan	463	8	-37	289,2	8,8	5,2	18,9	13,5	1,6	6,7
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	5.386	-6	32	-33,1	19,5	4,1	19,9	20,2	3,9	9,2
Pakistan State Oil Co Ltd	Pakistan	790	-10	-16	165,6	6,1	N/A	14,6	7,1	0,9	5,8
Attock Petroleum Ltd	Pakistan	239	-10	-25	-49,5	17,5	N/A	6,5	7,2	1,1	2,0
Shell Pakistan Ltd	Pakistan	131	-2	-65	-17,5	18,0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Hankook Shell Oil Co Ltd	Hàn Quốc	382	2	1	-59,0	33,2	N/A	13,9	N/A	4,6	7,0
Trung bình		1.790	-3	-20	39,8	15,7	4,7	15,7	12,8	2,3	6,5
Trung vị		463	-5	-25	-17,5	17,5	4,7	16,8	13,5	1,6	6,8
PLX	Việt Nam	1.638	-3	-43	-38,0	8,1	3,5	23,5	18,9	1,7	9,1
OIL	Việt Nam	430	21	-27	-72,3	2,8	2,3	37,3	23,8	1,1	10,1

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu các công ty cùng ngành tính đến ngày 9/10/2025)

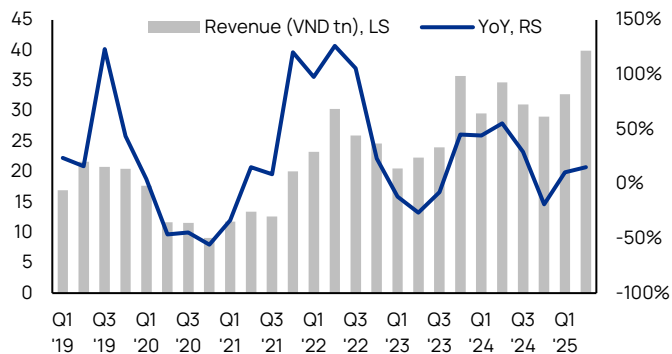
Hình 11: P/E trượt của trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực của OIL (chuyên phân phối xăng dầu và tích hợp)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 7/10/2025)

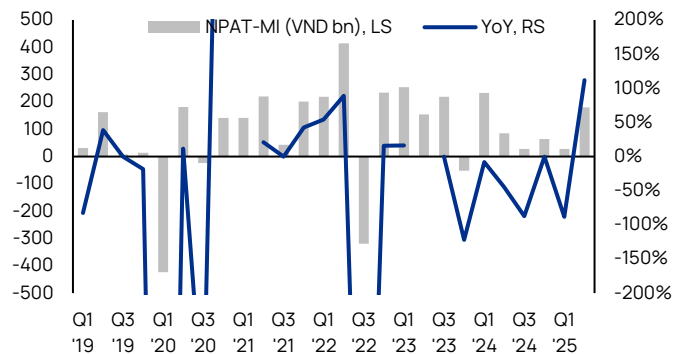
KQKD theo quý của OIL

Hình 12: Doanh thu theo quý



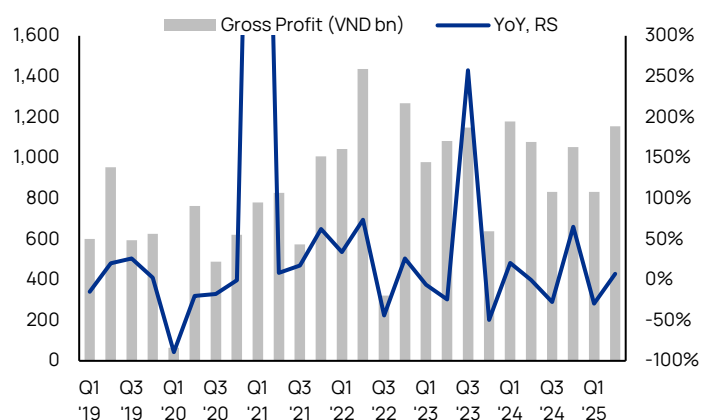
Nguồn: OIL, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý



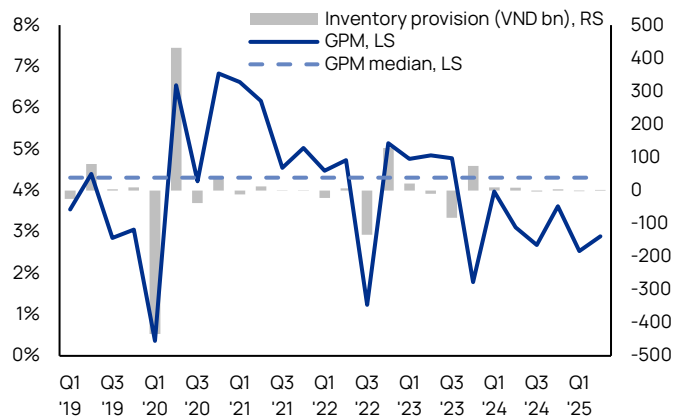
Nguồn: OIL, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp theo quý



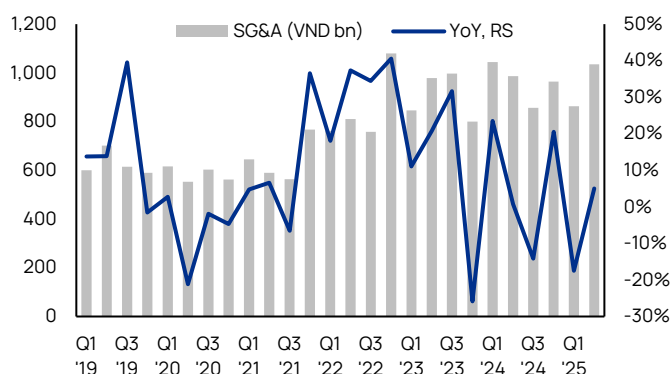
Nguồn: OIL, Vietcap

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp so với trích lập tổn kho *



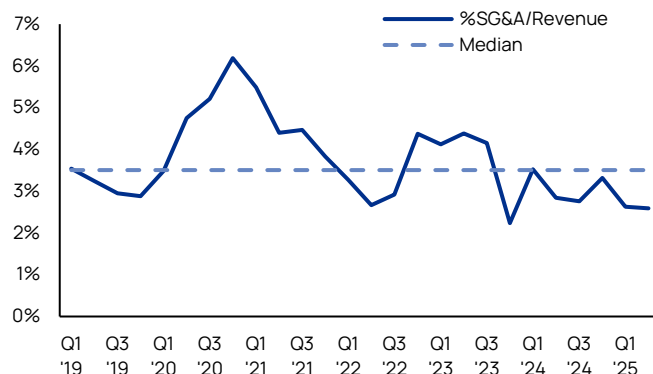
Nguồn: OIL, Vietcap. * Trích lập dự phòng tổn kho/hoàn nhập trích lập trong nửa đầu năm 2020 do giá dầu giảm mạnh do COVID-19; Dự phòng tổn kho/hoàn nhập quý 3-quý 4/2022 khi giá dầu tăng mạnh do xung đột Nga-Ukraine.

Hình 16: Chi phí SG&A theo quý



Nguồn: OIL, Vietcap

Hình 17: Chi phí SG&A/doanh thu*



Nguồn: OIL, Vietcap (*Chi phí SG&A cao trong quý 2-quý 4/2020 do giá dầu giảm mạnh khiến doanh thu giảm)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	124.460	138.891	119.566	130.842
Giá vốn hàng bán	-120.320	-134.941	-115.169	-125.711
Lợi nhuận gộp	4.139	3.949	4.397	5.131
Chi phí bán hàng	-2.774	-2.760	-2.890	-3.261
Chi phí quản lí DN	-1.078	-997	-958	-1.150
LN thuần HĐKD	288	193	549	720
Doanh thu tài chính	674	706	706	601
Chi phí tài chính	-357	-440	-433	-395
Trong đó, chi phí lãi vay	-188	-271	-264	-226
Lợi nhuận từ công ty LDLK	14	14	14	14
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	14	-233	14	14
LNTT	633	240	850	955
Thuế TNDN	-159	-48	-170	-191
LNST trước CĐTS	474	192	680	764
Lợi ích CĐTS	-63	-26	-91	-102
LNSR sau CĐTS, báo cáo	411	167	589	662
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	383	386	561	634
EBITDA	569	481	884	1.073
EPS báo cáo, VND	316	80	453	509
EPS cốt lõi (1), VND	289	292	426	482
DPS báo cáo, VND	250	100	300	350
DPS/EPS báo cáo (%)	79%	125%	66%	69%
(1) Lợi nhuận sau các khoản bất thường, lỗ tỷ giá và quỹ khen thưởng & phúc lợi				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng YoY				
Tăng trưởng doanh thu	21%	12%	-14%	9%
Tăng trưởng LN HĐKD	27%	-33%	184%	31%
Tăng trưởng LNTT	-21%	-62%	253%	12%
Tăng trưởng EPS báo cáo	-4%	1%	46%	13%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	3,3%	2,8%	3,7%	3,9%
Biên LN từ HĐ %	0,2%	0,1%	0,5%	0,6%
Biên EBITDA	0,5%	0,3%	0,7%	0,8%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	0,3%	0,1%	0,5%	0,5%
ROE %	4,2%	1,5%	5,0%	5,4%
ROA %	1,0%	0,4%	1,4%	1,6%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	12	12	12	12
Số ngày phải thu	29	27	27	27
Số ngày phải trả	41	38	38	38
TG luân chuyển tiền	(1)	1	1	1
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,2
CS thanh toán nhanh	1,1	1,0	1,1	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,1	0,1
Nợ/Tài sản	18,1%	20,3%	18,6%	19,2%
Nợ/Vốn sử dụng	39,7%	43,5%	38,5%	39,7%
Nợ/Vốn CSH	-71,3%	-64,2%	-65,6%	-67,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	1,5x	0,7x	2,1x	3,2x

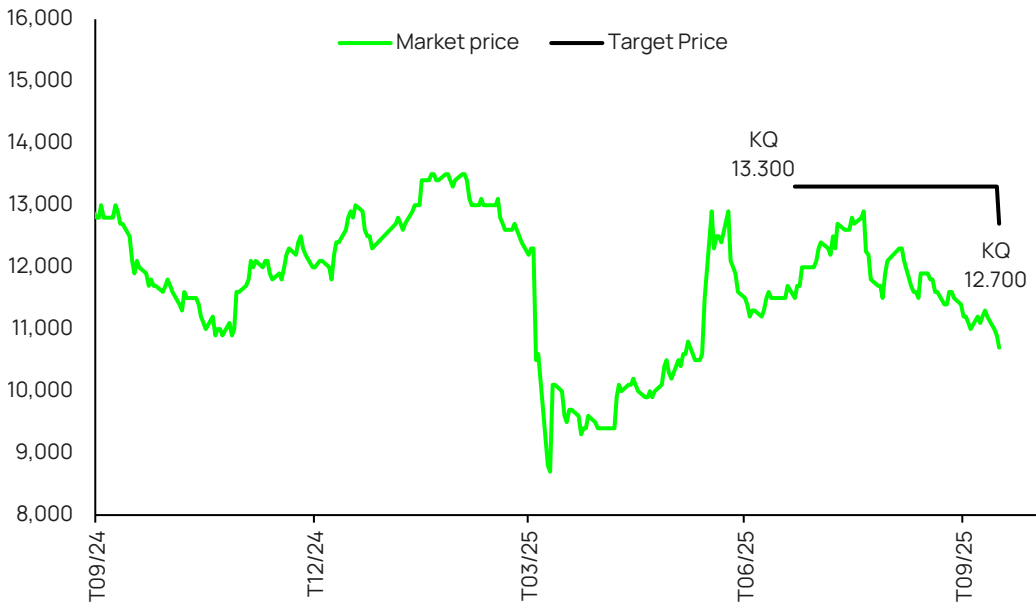
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	4.124	3.582	2.760	3.887
Đầu tư TC ngắn hạn	10.853	12.041	12.041	12.041
Các khoản phải thu	16.488	16.333	14.927	15.748
Hàng tồn kho	3.540	4.744	4.084	4.469
TS ngắn hạn khác	538	538	538	538
Tổng TS ngắn hạn	35.543	37.238	34.351	36.682
TS dài hạn (gộp)	8.910	9.455	9.911	10.169
- Khấu hao lũy kế	-5.380	-5.668	-6.003	-6.357
TS dài hạn (ròng)	3.529	3.787	3.907	3.812
Đầu tư TC dài hạn	708	708	708	708
TS dài hạn khác	1.954	1.954	1.954	1.954
Tổng TS dài hạn	6.191	6.449	6.569	6.474
Tổng Tài sản	41.734	43.687	40.920	43.156
Phải trả ngắn hạn	13.532	14.049	11.990	13.088
Nợ ngắn hạn	7.423	8.771	7.486	8.171
Nợ ngắn hạn khác	8.997	8.997	8.997	8.997
Tổng nợ ngắn hạn	29.953	31.817	28.473	30.256
Nợ dài hạn	111	111	111	111
Nợ dài hạn khác	223	223	223	223
Tổng nợ	30.286	32.150	28.806	30.589
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	10.342	10.342	10.342	10.342
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	70	98	595	1.010
Vốn khác	21	21	21	21
Lợi ích CĐTS	1.015	1.041	1.132	1.234
Vốn chủ sở hữu	11.448	11.537	12.114	12.567
Tổng cộng nguồn vốn	41.734	43.687	40.920	43.156
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	1.034	1.034	1.034	1.034

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	5.377	4.124	3.582	2.760
Lợi nhuận sau thuế	474	192	680	764
Khấu hao	281	288	335	353
Thay đổi vốn lưu động	-490	-532	7	-108
Điều chỉnh khác	-1.082	0	0	0
Tiền từ HĐKD	-816	-52	1.022	1.009
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-395	-545	-456	-258
Đầu tư, ròng	-212	-1.188	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-607	-1.734	-456	-258
Cổ tức đã trả	-230	-103	-103	-310
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	457	1.348	-1.285	685
Tăng (giảm) nợ dài hạn	23	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	-1	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	249	1.244	-1.389	375
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.175	-541	-822	1.126
Tiền cuối năm	4.124	3.582	2.760	3.887

Nguồn: OIL, dự báo của Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Phụ lục

1. Nghị định sửa đổi dự kiến hỗ trợ thúc đẩy lợi nhuận

Đề xuất nghị định mới: Dự thảo 7 của nghị định xăng dầu mới kém tích cực hơn so với dự thảo 6.

Bộ Công Thương (MoIT) đã công bố bản Dự thảo 7 của Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu, với những thay đổi đáng chú ý trong cơ chế định giá như sau:

- Dự thảo 7: Giá thị trường bán phần = Chi phí đầu vào thực tế + **chi phí kinh doanh định mức + lợi nhuận** + thuế (bao gồm thuế nhập khẩu, tiêu thụ đặc biệt, bảo vệ môi trường, GTGT và các loại thuế khác nếu có).
- Dự thảo 6: Giá thị trường = Chi phí đầu vào thực tế + **chi phí kinh doanh thực tế + lợi nhuận** + thuế.
- Nghị định hiện hành (Nghị định 80/2023): Giá cơ sở = Chi phí đầu vào (bao gồm chi phí đầu vào + premium + chi phí vận định mức) + **Chi phí vận hành định mức + Lợi nhuận định mức** + Phí và thuế + Các khoản khác.

Quan điểm của chúng tôi: Dự thảo 7 kém thuận lợi hơn so với Dự thảo 6. Cụ thể, Dự thảo 7 thay thế thành phần chi phí kinh doanh thực tế (trong Dự thảo 6) bằng chi phí kinh doanh định mức. Mức chi phí định mức này sẽ được Chính phủ công bố, điều chỉnh hằng năm dựa theo CPI, và rà soát lại ba năm một lần. Trong khi đó, thành phần lợi nhuận vẫn được giữ tương tự như trong Dự thảo 6. So với nghị định hiện hành, Dự thảo 7 cho phép các nhà phân phối xăng dầu được tự xác định giá bán, qua đó mang lại tính linh hoạt cao hơn về biên lợi nhuận, trong khi nghị định hiện hành giới hạn lợi nhuận ở mức 300 đồng/lít.

Chúng tôi dự báo nghị định sẽ được phê duyệt trong năm 2026 và chính thức có hiệu lực từ ngày 01/01/2027, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận của OIL kể từ năm 2027 trở đi.

Quy định hiện hành về HĐKD xăng dầu

Ngày 17/11/2023, Chính phủ đã ban hành **Nghị định số 80/2023/NĐ-CP** sửa đổi một số điều của Nghị định số 95/2021/NĐ-CP và Nghị định 84/2014/NĐ-CP về kinh doanh xăng dầu (**Hình 19**). Theo Nghị định 80/2023, giá cơ sở của các sản phẩm xăng dầu được xác định bởi 3 yếu tố chính: **(1) Chi phí đầu vào và các thành phần liên quan:** Giá nhập khẩu, giá trong nước, premium, chi phí vận chuyển, thuế và chi phí tìm nguồn cung ứng đầu vào; **(2) Chi phí kinh doanh định mức** nhằm trang trải khấu hao, lưu kho, chi phí SG&A; **(3) Lợi nhuận định mức** nhằm đảm bảo biên lợi nhuận hợp lý cho các nhà phân phối.

Do đó, khi tất cả các thành phần trong giá cơ sở phản ánh chính xác chi phí thực tế, LN gộp/lít của các nhà phân phối xăng dầu sẽ bao gồm toàn bộ chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận/lít. Đối với các trạm COCO (kênh bán lẻ), các thương nhân đầu mối sẽ giữ lại cả chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận/lít xăng được phân phối. Đối với các trạm DODO (kênh bán buôn), các thương nhân đầu mối phải chia sẻ lợi nhuận này với các đại lý thông qua các khoản chiết khấu. Ví dụ, thông thường PLX chiết khấu 500-1.000 đồng/lít, trong khi OIL chiết khấu 800-1.200 đồng/lít cho các đại lý.

Hình 19: Công thức giá bán lẻ xăng dầu

Nghị định 80/2023 & Nghị định 95/2021	
Giá cơ sở = (1) Giá nhập khẩu * trọng lượng xăng dầu nhập khẩu (%) + (2) Giá trong nước * trọng lượng xăng dầu trong nước (%)	
(1) Giá nhập khẩu = Giá quốc tế +/- premium + chi phí vận chuyển định mức (vận chuyển từ nước ngoài về Việt Nam) + Chi phí vận hành định mức + Lợi nhuận định mức + "Quỹ bình ổn giá xăng dầu" + Các loại phí và thuế khác	
(2) Giá trong nước = Giá quốc tế +/- Premium (nếu có) + chi phí vận chuyển định mức (vận chuyển từ nhà máy lọc dầu đến cảng phân phối) + Chi phí vận hành định mức + Lợi nhuận định mức + "Quỹ bình ổn giá xăng dầu" + Các loại phí, thuế khác	

Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

Hình 20: Các yếu tố định giá hiện tại của giá cơ sở

Đồng/lít	Xăng	Dầu Diesel	Dầu hỏa	Dầu Mazut/FO
(1) Chi phí định mức*	1.140	1.170	1.180	430
(2) Lợi nhuận định mức	300	300	300	300
(1) + (2) Tổng chi phí & lợi nhuận định mức	1.440	1.470	1.480	730
(3) Quỹ bình ổn	300	300	300	300
(4) Thuế nhập khẩu*	5,62%	0,58%	0,08%	1,38%
(5) Thuế tiêu thụ đặc biệt	10%	N/A	N/A	N/A
(6) Thuế môi trường**	2.000	1.000	600	1.000
(7) Thuế GTGT***	8%	8%	8%	8%

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap (*Áp dụng từ 04/07/2024; **thuế môi trường được áp dụng từ ngày 01/01/2023, đến ngày 31/12/2025, *** Thuế GTGT 8% áp dụng từ ngày 1/7/2025 đến ngày 31/12/2026)

Hình 21: So sánh Dự thảo 7 của nghị định mới với nghị định hiện hành và dự thảo trước đó

	Nghị định 83/2014	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023 (Hiện hành)	Nghị định mới (Dự thảo 3 & 4)	Nghị định mới (Dự thảo 6)	Nghị định mới (Dự thảo 7)
Các bên tham gia chuỗi giá trị dầu khí	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Tổng đại lý 4. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Tổng đại lý 4. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)	1. Thương nhân đầu mỗi 2. Nhà phân phối bán buôn 3. Nhà phân phối bán lẻ (Đại lý)
Công thức tính giá bán lẻ	Giá cơ sở Thương nhân phân phối bán tại giá cơ sở, do Chính phủ tính toán	Giá cơ sở Thương nhân phân phối bán tại giá cơ sở, do Chính phủ tính toán	Giá cơ sở Thương nhân phân phối bán tại giá cơ sở, do Chính phủ tính toán	Giá trần Các thương nhân phân phối có thể tự định giá, miễn là dưới mức giá trần do Chính phủ quy định.	Giá thị trường Thương nhân phân phối tự tính toán và công bố giá bán lẻ của mình (dựa trên chi phí tạo nguồn thực tế + chi phí kinh doanh + lợi nhuận hoạt động + thuế GTGT).	Giá thị trường bán phần Chính phủ quy định thành phần chi phí kinh doanh; các nhà phân phối tự xác định phần lợi nhuận và tự kê khai giá bán lẻ (dựa trên chi phí đầu vào thực tế + chi phí kinh doanh định mức + lợi nhuận từ HDKD + thuế).
Premium	Không đề cập.	Bộ Tài chính sẽ xem xét 6 tháng một lần.	Bộ Tài chính sẽ xem xét 3 tháng một lần.	Dự thảo 3: Xem xét trung bình 7 ngày/lần (thứ 5 hàng tuần), do Bộ Công Thương công bố cùng với giá quốc tế. Dự thảo 4: Bộ Tài chính sẽ xem xét 3 tháng/lần.	Không quy định.	Không quy định.
Chi phí vận chuyển định mức	Không đề cập.	Bộ Tài chính sẽ xem xét 6 tháng một lần.	Bộ Tài chính sẽ xem xét 3 tháng một lần.	Bộ Tài chính sẽ xem xét 3 tháng một lần.	Không quy định.	Không quy định.
Chi phí kinh doanh định mức	Xăng: 1.050 đồng Dầu: 950 đồng	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm.	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm. Chi phí kinh doanh định mức hiện hành tại Công văn số 6808/BTC-QLG ngày 01/07/2024. Giá định mức đối với xăng A95: 1.140 đồng/lít. Giá định mức đối với dầu diesel: 1.170 đồng/lít.	Chi phí định mức được điều chỉnh hàng năm dựa trên chỉ số CPI. Chi phí định mức sẽ được xem xét 3 năm 1 lần để đảm bảo tính chính xác (dựa theo cách hiểu của chúng tôi).	Không quy định.	Chi phí định mức sẽ được Chính phủ công bố, điều chỉnh hàng năm dựa trên CPI, và rà soát lại ba năm một lần.
Lợi nhuận định mức	300 đồng/lít	300 đồng/lít	300 đồng/lít	300 đồng/lít	Không quy định.	Không quy định.
Chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu	15 ngày	10 ngày	7 ngày	7 ngày	7 ngày (điều chỉnh chính thứ vào thứ Năm hàng tuần); cho phép giảm giá không giới hạn giữa các kỳ điều chỉnh.	7 ngày (điều chỉnh chính thứ vào thứ Năm hàng tuần); cho phép giảm giá không giới hạn giữa các kỳ điều chỉnh.
Số ngày tồn kho	30 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp
Số thương nhân phân phối tối đa cho nhà phân phối bán lẻ	1	1	3	1	1	1

Nguồn: Bộ Công Thương, Bộ Tài chính, Vietcap

Cơ chế định giá linh hoạt có thể thúc đẩy lợi nhuận

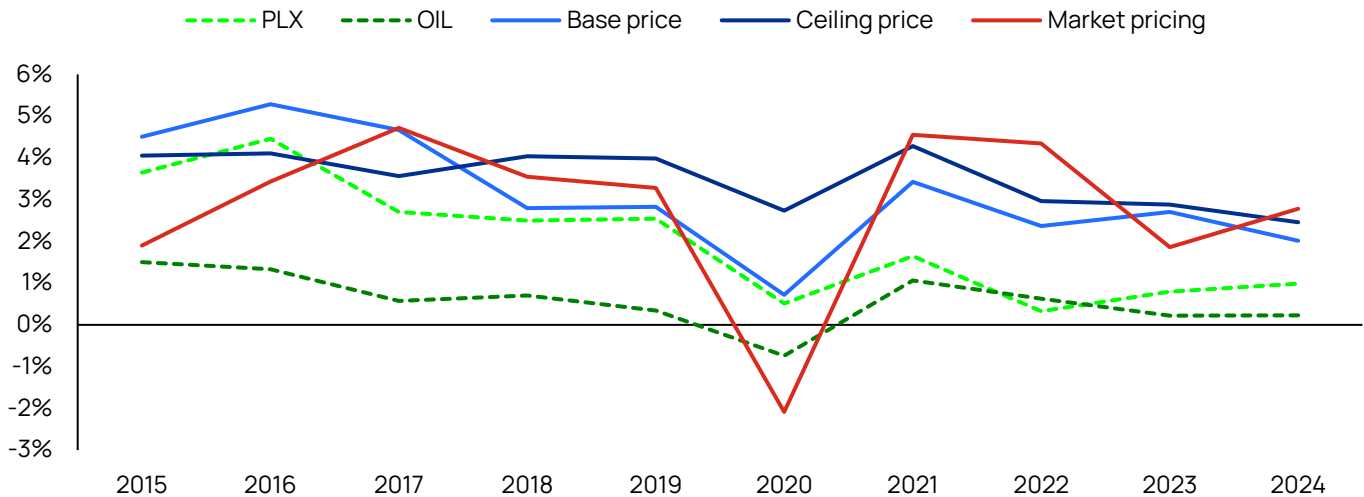
Thông tin chi tiết vui lòng tham khảo [Báo cáo Ngành Xăng dầu](#) của chúng tôi (ngày 24/9/2024).

Các nhà phân phối xăng dầu Việt Nam có biên lợi nhuận từ HĐKD thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Dựa trên phân tích của chúng tôi về 19 nhà phân phối niêm yết trên khắp châu Á – bao gồm Thái Lan, Malaysia, Philippines, Trung Quốc và Hàn Quốc – các công ty hoạt động theo cơ chế giá thị trường hoặc giá trần đạt biên lợi nhuận từ HĐKD trung bình lần lượt là 3,4% và 3,8%. Ngược lại, PLX chỉ đạt trung bình 2,1% và PV OIL chỉ đạt 0,6%.

Chênh lệch này chủ yếu đến từ cơ chế định giá. Định giá theo thị trường cho phép chuyển toàn bộ chi phí sang người tiêu dùng, trong khi hệ thống giá trần của Trung Quốc hỗ trợ bằng cách xem xét chính xác tất cả các thành phần để tính toán giá bán lẻ sau mỗi 10 ngày nhằm phản ánh chi phí thực tế. Ngược lại, hệ thống giá cơ sở của Việt Nam, với chi phí kinh doanh không thay đổi từ năm 2014-2022 và sự chậm trễ trong việc thực hiện các điều chỉnh, đã gây áp lực lên khả năng sinh lời của các nhà phân phối trong nước trước và sau đại dịch.

Chúng tôi kỳ vọng Nghị định sửa đổi mới sẽ giúp các nhà phân phối xăng dầu phản ánh tốt hơn chi phí kinh doanh thực tế. Những thay đổi chính bao gồm việc cho phép các nhà phân phối tự thiết lập giá bán lẻ. Các sửa đổi này sẽ hỗ trợ các nhà phân phối khôi phục biên lợi nhuận hoạt động trước COVID và có thể cải thiện khả năng sinh lời để đạt mức ngang bằng với khu vực.

Hình 22: So sánh biên lợi nhuận hoạt động



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Hình 23: So sánh cơ chế định giá

Quốc gia	Cơ chế định giá	Chu kỳ điều chỉnh giá bán lẻ
Hàn Quốc	Theo thị trường	7 ngày
Ấn Độ	Theo thị trường	Mỗi ngày
Nhật Bản	Theo thị trường	7 ngày
Philippines	Theo thị trường	7 ngày
Thái Lan	Theo thị trường	4 ngày
Malaysia	Giá cơ sở	7 ngày
Trung Quốc	Giá trần	10 ngày
Việt Nam	Hiện hành: Giá cơ sở	7 ngày
Mục tiêu Dự thảo 3 & 4: Giá trần		
Mục tiêu Dự thảo 6: Theo thị trường		
Mục tiêu Dự thảo 7: Giá theo thị trường bán phần		

Nguồn: Các quốc gia trên, Vietcap tổng hợp (Lưu ý: Theo thị trường - các nhà phân phối tự do quy định giá và Chính phủ chỉ can thiệp tối thiểu, dẫn đến sự khác biệt về giá giữa các trạm; Giá trần - các nhà phân phối có thể quy định giá nhưng không được vượt quá mức tối đa do Chính phủ quy định; Giá cơ sở - Chính phủ quy định giá bán lẻ nhiên liệu và tất cả các nhà bán lẻ phải tuân thủ mức giá bắt buộc này)

2. Các quy định chặt chẽ hơn sẽ tạo ra một thị trường thuận lợi cho việc tăng trưởng mạnh sản lượng bán

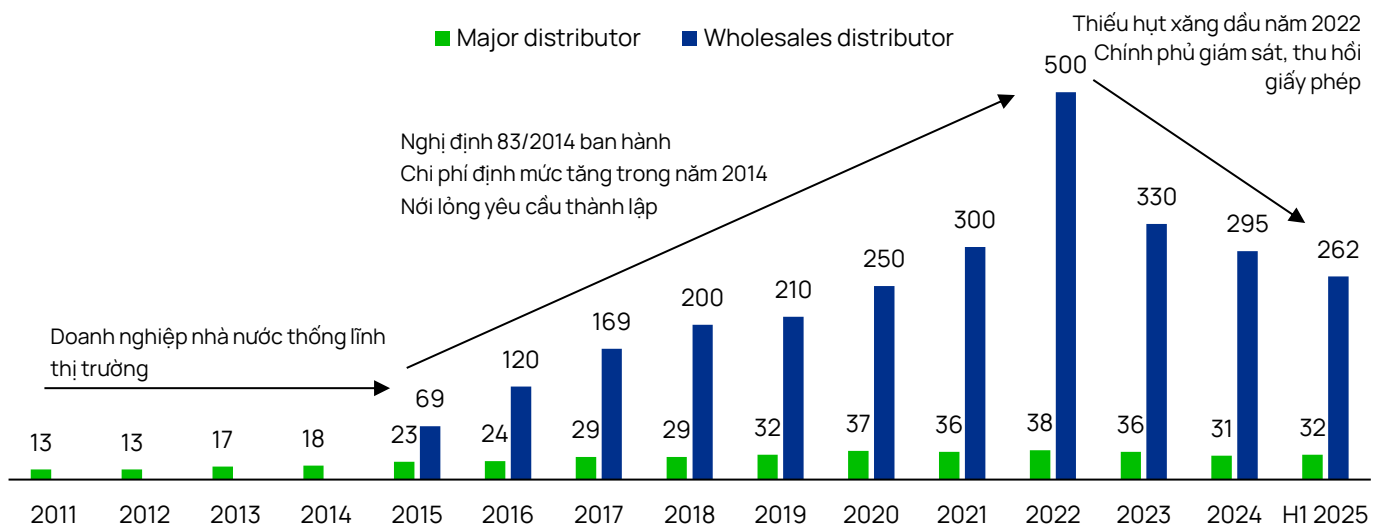
Thông tin chi tiết vui lòng tham khảo [Báo cáo Ngành Xăng dầu](#) của chúng tôi (ngày 24/9/2024).

Theo OIL, năm 2024 đã có 5 thương nhân phân phối xăng dầu bị thu hồi giấy phép, đưa tổng số thương nhân phân phối có giấy phép xuống còn 31 (bao gồm cả các nhà cung cấp nhiên liệu hàng không).

Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục khi Chính phủ tăng cường giám sát và thu hồi giấy phép. Chúng tôi kỳ vọng các thương nhân phân phối xăng dầu uy tín như PLX sẽ gia tăng thị phần trong bối cảnh quy định chặt chẽ hơn, từ đó thúc đẩy tăng sản lượng bán hàng. 1) Chính phủ thúc đẩy sử dụng 100% hóa đơn điện tử sẽ gây nhiều khó khăn cho các hoạt động bất hợp pháp và (2) việc thắt chặt các quy định có khả năng sẽ giảm số lượng thương nhân đầu mỗi xuống còn khoảng 10 nhà phân phối. Giấy phép có hiệu lực 5 năm của các thương nhân đầu mỗi có thể sẽ bị thanh tra gắt gao trong giai đoạn 2025-2027, tiếp nối giai đoạn cao điểm năm 2020-2022.

Trong 6T 2025, số lượng nhà phân phối bán buôn tiếp tục giảm, đạt 262 nhà phân phối (-33 nhà phân phối hay -11% so với đầu năm), trong khi số lượng thương nhân đầu mỗi tăng nhẹ lên 32 (+1 so với đầu năm). Sự gia tăng này do OIL có được giấy phép mới vào ngày 10/01/2025 để phân phối nhiên liệu Jet A1. Công ty hiện đang hoàn tất các thủ tục cần thiết và dự kiến bắt đầu vận hành vào quý 4/2025, với doanh số thương mại bắt đầu vào quý 1-quý 2/2026. OIL đặt mục tiêu tổng sản lượng nhiên liệu Jet A1 2 triệu tấn trong năm năm đầu tiên (400.000 tấn/năm) và nhằm nắm giữ 10% thị phần ban đầu.

Hình 24: Số lượng thương nhân đầu mỗi và nhà phân phối bán buôn từ năm 2011 đến giữa năm 2025



Nguồn: Bộ Công Thương, Truyền thông đại chúng, Vietcap tổng hợp (Lưu ý: Các nhà phân phối bán buôn được thành lập sau khi Nghị định 83/2014 được ban hành)

3. Dự báo đủ nguồn cung xăng tại Việt Nam trong năm 2025

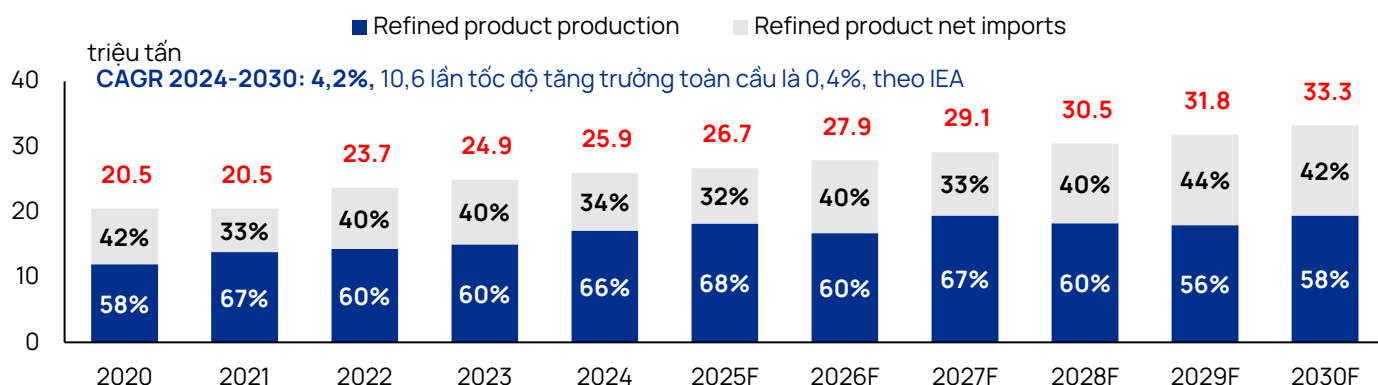
Dự báo này được hỗ trợ bởi các nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSRP) và Bình Sơn (BSR) hoạt động bình thường trở lại, không có kế hoạch bảo trì lớn nào. Tổng sản lượng từ NSRP và BSR dự kiến sẽ đạt 18,2 triệu tấn (+6% YoY), đáp ứng 68% nhu cầu trong nước. Phần còn lại có thể sẽ được đáp ứng bằng nhập khẩu, ước tính đạt 8,5 triệu tấn (-3% YoY). Ngoài ra, giá dầu Brent thấp hơn so với cùng kỳ sẽ giúp giảm bớt các thách thức về nhập khẩu so với năm 2022.

Theo Bộ Công Thương, lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam đạt 12,6 triệu tấn trong 6T 2025, giảm 4,5% YoY. Đây là sự đảo chiều đáng chú ý so với mức tăng trưởng 6% YoY được ghi nhận trong 4T 2025. Theo các chuyên gia trong ngành, mức giảm mạnh trong tháng 5 và tháng 6 là do giá dầu giảm, khiến các nhà phân phối bán buôn và bán lẻ giảm lượng nhập hàng từ các thương nhân đầu mối. Mặc dù lượng tiêu thụ giảm, tổng khối lượng nhập hàng của các thương nhân đầu mối vẫn tăng nhẹ đạt 13,9 triệu tấn (+0,4% YoY) trong 6T 2025, cho thấy việc tích trữ tồn kho nhằm đáp ứng cho nhu cầu tăng trong tương lai.

Bộ Công Thương đặt mục tiêu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam trong năm 2025 sẽ tăng trưởng hơn 8% YoY (gấp đôi tốc độ 4% của năm 2024) và dự kiến tiêu thụ năm 2025 sẽ đạt 27-28 triệu tấn. Dựa theo mục tiêu này, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ 6 tháng cuối năm 2025 sẽ phục hồi, với nhu cầu cả năm tăng trưởng khoảng 3% YoY.

Chúng tôi ước tính thị phần của OIL đã tăng 0,9 điểm % YoY tính đến cuối tháng 6/2025. Mức tăng này được thúc đẩy bởi tiêu thụ toàn quốc giảm 5% YoY trong 6T 2025, trong khi sản lượng bán hàng nội địa của OIL đi ngang, với sản lượng bán lẻ tăng 12% YoY. Đà tăng trưởng này tiếp tục được củng cố, với sản lượng bán hàng nội địa sơ bộ 9T 2025 của OIL tăng 4,0% YoY (so với đi ngang trong 6T 2025). Điều này cho thấy OIL đang tiếp tục gia tăng thị phần và củng cố vị thế là nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai Việt Nam.

Hình 25: Dự báo tiêu thụ và nhập khẩu xăng dầu của Việt Nam



Nguồn: Ước tính của Vietcap, Bộ Công Thương, BSR, PLX

4. Tiến độ niêm yết trên HOSE: Chúng tôi dự kiến OIL sẽ niêm yết trên HOSE trong nửa đầu năm 2027, tùy thuộc vào sự phục hồi của ROE

OIL đang tiến hành xử lý phá sản nhà máy Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ để loại bỏ ý kiến kiểm toán ngoại trừ (một bước quan trọng để niêm yết trên HOSE). Công ty hiện đang phát hành thông báo lần thứ ba tới các nhà đầu tư. Nếu không có giải pháp nào sau đó, công ty sẽ tiến hành quy trình phá sản theo pháp luật. Ban lãnh đạo kỳ vọng quá trình này sẽ hoàn tất vào năm 2026. Trong tài liệu ĐHCĐ năm 2025, OIL cho biết khoản đầu tư vào CTCP Nhiên liệu Sinh học Phú Thọ khó có khả năng thu hồi. Do đó, công ty có kế hoạch trích lập dự phòng 247 tỷ đồng (tương đương 40% kế hoạch LNST năm 2025).

Hình 26: Các điều kiện niêm yết cổ phiếu

STT	Tiêu chí	Nhận định của Vietcap
1	Vốn điều lệ đã góp tối thiểu là 120 tỷ đồng*.	Đạt.
2	ĐHCD đã thông qua việc niêm yết.	Đạt.
3	Cổ phiếu đã được giao dịch trên UPCOM tối thiểu 2 năm.	Đạt.
4	Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trong năm liền trước tối thiểu là 5%, và HĐKD có lãi trong 2 năm liền trước.	Chưa đạt để niêm yết vào năm 2025 do ROE của OIL năm 2024 là 4,2%. Chúng tôi cho rằng cũng sẽ khó đáp ứng điều kiện này để niêm yết vào năm 2026, với ROE được báo cáo năm 2025 và ROE định kỳ dự phóng của chúng tôi lần lượt là 1,4% và 3,3%.
5	Không có lỗi lũy kế trong báo cáo tài chính kiểm toán năm gần nhất hoặc báo cáo tài chính soát xét bán niên gần nhất.	Đạt. Khoản lỗ lũy kế 2,9 nghìn tỷ đồng của OIL vào năm 2014 đã chuyển thành số dư lợi nhuận giữ lại dương 70 tỷ đồng vào cuối năm 2024.
6	Công ty có tối thiểu 15% số cổ phiếu có quyền biểu quyết do tối thiểu 100 cổ đông nắm giữ (trừ trường hợp doanh nghiệp cổ phần hóa).	Đạt.
7	Các cổ đông nội bộ có cam kết giữ cổ phần trong thời gian quy định sau khi niêm yết.	Đạt.
8	Công ty có một công ty chứng khoán cung cấp dịch vụ tư vấn niêm yết.	Đạt.
9	Doanh nghiệp và người đại diện theo pháp luật không bị xử phạt trong 2 năm trước khi nộp hồ sơ.	Đạt.
10	Báo cáo tài chính đã kiểm toán của công ty có ý kiến chấp nhận toàn phần**.	Chưa đạt. Báo cáo tài chính kiểm toán năm 2024 của OIL có ý kiến ngoại trừ liên quan đến khoản đầu tư vào CTCP Nhiên liệu Sinh học PetroVietnam.

Nguồn: OIL, Vietcap; * điều kiện được sửa đổi tại Thông tư 69/2023/TT-BTC; **: điều kiện để không bị hủy niêm yết bắt buộc.

5. Kinh doanh nhiên liệu bay: Động lực tăng trưởng mới

Việc OIL gia nhập thị trường phân phối nhiên liệu Jet A1 đánh dấu sự mở rộng chiến lược danh mục sản phẩm xăng dầu của công ty. Sau khi nhận được giấy phép vào tháng 1/2025, công ty dự kiến hoàn tất mọi công tác chuẩn bị vận hành vào quý 4/2025 và bắt đầu kinh doanh thương mại vào quý 1–quý 2/2026. OIL đặt mục tiêu tổng sản lượng Jet A1 đạt 2 triệu tấn trong 5 năm (400.000 tấn/năm), và hướng tới 10% thị phần ban đầu.

Ngoài OIL, Việt Nam có 4 nhà phân phối nhiên liệu hàng không khác: (1) Petrolimex Aviation (PA), công ty con do Petrolimex (PLX: HOSE) sở hữu 59%; (2) Skypec, công ty con do Vietnam Airlines (HVN: HOSE) sở hữu 100%; (3) CTCP Kinh doanh Xăng dầu Tân Sơn Nhất (TAPETCO), trong đó Sasco (SAS: HOSE) nắm giữ 38% cổ phần; và (4) CTCP tập đoàn Nhiên liệu hàng không Đông Dương – INAP. Thị trường nhiên liệu hàng không Việt Nam hiện do Skypec và PA thống trị với thị phần lần lượt là 67% và 28% tính đến cuối năm 2024.

Chúng tôi tin rằng việc OIL gia nhập thị trường là đúng thời điểm, phù hợp với sự phục hồi và tăng trưởng của ngành hàng không Việt Nam. Từ năm 2016–2019, tiêu thụ nhiên liệu bay tăng trưởng với CAGR 24% - vượt xa CAGR 10% của số lượt cất hạ cánh. Đội ngũ phân tích ngành hàng không của Vietcap dự báo số lượt cất hạ cánh sẽ tăng trưởng với CAGR 11% đến năm 2029, cho thấy nhu cầu nhiên liệu bay mạnh mẽ và bền vững. Theo các bên trong ngành, tiêu thụ nhiên liệu bay của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng với CAGR ít nhất 9% đến năm 2030.

Mảng kinh doanh nhiên liệu bay hưởng lợi từ khả năng sinh lời ổn định hơn. Điều này được hỗ trợ bởi các hợp đồng B2B dài hạn với các hãng hàng không và không chịu áp lực chiết khấu so với doanh số bán xăng và dầu diesel vốn tập trung vào kênh DODO. Với ít trung gian và khách hàng tập trung, phân phối nhiên liệu bay mang lại cấu trúc chi phí hiệu quả hơn và lợi nhuận cao hơn trên mỗi lít. Do đó, chúng tôi kỳ vọng phân khúc này sẽ giúp cải thiện cơ cấu lợi nhuận chung của OIL.

6. Chính phủ có kế hoạch sử dụng xăng E10 trên toàn quốc

OIL có thể được hưởng lợi từ việc ngành xăng dầu chuyển sang sử dụng 100% xăng E10 từ ngày 1/1/2026, hoặc ngày 01/04/2026. Chính phủ đang có kế hoạch sử dụng xăng E10 (xăng

pha 10% ethanol) trên toàn quốc từ ngày 1/1/2026, phù hợp với các cam kết giảm phát thải. Hiện tại, chỉ có PLX và PV OIL (OIL) thí điểm pha chế và bán lẻ xăng E10 (bắt đầu từ ngày 1/8/2025), mang lại lợi thế tiên phong cho các doanh nghiệp này. Ngược lại, các nhà phân phối khác có thể sẽ phải (1) mua xăng E10 đã được pha chế sẵn từ các nhà phân phối như PLX/OIL hoặc (2) đầu tư vào cơ sở hạ tầng pha chế mới.

Theo ban lãnh đạo của OIL, để hỗ trợ nguồn cung thị trường ổn định, công ty cũng sẽ cung cấp dịch vụ pha chế cho các nhà phân phối khác và thu phí. Mặc dù Chính phủ vẫn chưa công bố cơ chế định giá hoặc hướng dẫn chính thức cho kế hoạch này, chúng tôi tin rằng các nhà phân phối xăng dầu như PLX và OIL sẽ hưởng lợi thông qua việc cải thiện biên lợi nhuận, vì E10 là một sản phẩm có giá trị gia tăng được pha chế nội bộ so với việc phân phối xăng và dầu diesel truyền thống.

E10 sẽ thay thế hoàn toàn xăng truyền thống cũng như xăng E5. Sau gần hai tháng thí điểm, cả hai doanh nghiệp đều báo cáo kết quả khả quan. Theo PLX, E10-RON95 chiếm khoảng 10% tổng doanh số bán xăng tính đến cuối tháng 8/2025. Theo OIL, E10-RON95 chiếm từ 15–20% doanh số bán xăng hằng ngày tính đến cuối tháng 9/2025, cải thiện đáng kể so với mức chỉ 5% khi bắt đầu giai đoạn thí điểm. Mặc dù E10 hiện vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ, nhưng mức tiêu thụ vẫn đang tăng đều đặn. Các doanh nghiệp trong ngành kỳ vọng E10 lần này sẽ thay thế hoàn toàn xăng truyền thống, khác với đợt triển khai thất bại xăng E5 trước đây do E5 được bán song song với xăng truyền thống. Trong thời gian tới, Chính phủ đặt mục tiêu E10 sẽ trở thành loại xăng duy nhất được bán trên thị trường.

Chúng tôi ước tính rằng E10-RON95 sẽ mang lại mức tăng lợi nhuận ròng khoảng 14% so với việc phân phối xăng truyền thống. Mức cải thiện này đến từ lợi thế trong việc pha trộn ethanol-xăng – tức khả năng thu thêm lợi nhuận từ hoạt động pha trộn trong cùng hệ thống hạ tầng hiện có, thay vì chỉ bán lại nhiên liệu nhập khẩu. Theo quy định hiện hành, thành phần chi phí định mức + lợi nhuận đối với xăng E5 là 1.550 đồng/lít, cao hơn khoảng 110 đồng/lít (+7,6%) so với RON95. Chúng tôi giả định E10 sẽ có mức chi phí định mức + lợi nhuận tương tự như xăng E5. Chúng tôi cho rằng sản phẩm này không chỉ tăng khả năng kiểm soát biên lợi nhuận mà còn củng cố vị thế chiến lược của OIL trong quá trình chuyển dịch sang nhiên liệu sạch hơn của Việt Nam.

7. Độ phủ của xe điện chỉ tác động tiêu cực nhẹ đối với OIL trong 5 năm tới

Mặc dù có mối đe dọa dài hạn, các chuyên gia trong ngành cho rằng sự thống trị của các phương tiện chạy bằng xăng sẽ tiếp tục ít nhất cho đến năm 2030. Hiệp hội Các nhà sản xuất Ô tô Việt Nam (VAMA) dự kiến số lượng xe điện tại Việt Nam sẽ tăng lên 293.000 chiếc vào năm 2025 (tăng 2,6 lần YoY). Chúng tôi ước tính con số này chiếm 4,7% tổng số ô tô đang hoạt động (tăng từ 0,4%/2,0% trong năm 2023/2024).

VAMA dự kiến số lượng xe điện tại Việt Nam sẽ tăng lên 1 triệu chiếc vào năm 2028 và 3,5 triệu chiếc vào năm 2040. Dựa trên dự báo của chúng tôi về tổng số ô tô tăng trưởng CAGR 8% từ 2024–2040, xe điện có thể chiếm 15,4%/17,6% tổng số ô tô lần lượt vào các năm 2030/2040. Sự tăng trưởng nhanh chóng của việc áp dụng xe điện đặt ra rủi ro cơ cấu dài hạn đối với nhu cầu xăng dầu.

Khung pháp lý cũng đang dần thay đổi: Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Chỉ thị số 20/CT-TTg, ngày 12/7/2025, yêu cầu Hà Nội thực hiện các biện pháp giao thông xanh, bao gồm việc cấm dẫn xe hai bánh chạy bằng xăng và hạn chế lưu thông đối với ô tô cá nhân chạy bằng xăng trong khu vực nội thành theo lộ trình sau: Từ ngày 1/7/2026: Cấm xe máy và xe tay ga chạy bằng xăng trong Vành đai 1. Từ ngày 1/1/2028: Cấm xe máy chạy bằng xăng và hạn chế lưu thông đối với ô tô cá nhân chạy bằng xăng trong Vành đai 1 và 2. Từ năm 2030 trở đi: Mở rộng các biện pháp hạn chế lưu thông đến Vành đai 3.

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng đây chỉ là hạn chế lưu thông đối với ô tô cá nhân chạy bằng xăng, không phải cấm tất cả ô tô chạy bằng xăng (bao gồm cả xe kinh doanh). Các chuyên gia trong ngành cũng giải thích rằng các phương tiện kinh doanh như taxi có thể vẫn được miễn trừ, do đó tác động hạn chế trong ngắn hạn đến nhu cầu nhiên liệu.

Ngay cả khi Hà Nội loại bỏ hoàn toàn xe hai bánh chạy xăng, tác động đến nhu cầu xăng dầu toàn quốc vẫn sẽ ở mức hạn chế, tối đa khoảng 3,1%. Ước tính này dựa trên giả định của chúng tôi rằng xe máy chạy xăng chiếm khoảng 40% tổng lượng tiêu thụ xăng dầu, trong khi Hà Nội chiếm khoảng 7,4% tổng nhu cầu xăng dầu của Việt Nam (bao gồm cả xăng và dầu diesel). Nếu Hà Nội đồng thời loại bỏ cả xe bốn bánh chạy xăng, tác động tiềm năng có thể tăng lên khoảng 4,4%.

TP. HCM cũng đề xuất triển khai dần các Vùng Phát thải Thấp (VPTT) bắt đầu từ năm 2026. Các phương tiện không đạt tiêu chuẩn khí thải (xe máy dưới Euro 2 và ô tô dưới Euro 4) sẽ bị cấm lưu thông, trong khi các phương tiện phát thải thấp và xe công vụ vẫn được phép hoạt động. Thành phố dự kiến thí điểm VPTT tại khu vực trung tâm (quận 1 và quận 3, theo ranh giới trước sáp nhập) và hành lang Rừng Sác (Cần Giờ) vào năm 2026. Đến năm 2027, tất cả xe máy phải trải qua kiểm định khí thải, và những xe không đạt tiêu chuẩn sẽ bị cấm lưu thông vào khu vực VPTT. Đến cuối năm 2028, toàn bộ xe máy công nghệ (xe chở khách công nghệ) phải chuyển sang xe điện, và từ tháng 12/2029, xe máy chạy xăng sẽ không còn được phép hoạt động trong các dịch vụ xe công nghệ. Từ năm 2030 trở đi, VPTT sẽ bao phủ toàn bộ các phương tiện cá nhân chạy xăng trong khu vực trung tâm, với khả năng mở rộng ra khu vực Vành đai 1 sau năm 2032.

Ngay cả khi TP. HCM loại bỏ hoàn toàn xe hai bánh chạy xăng, nhu cầu xăng dầu toàn quốc cũng chỉ giảm khoảng 4,1%. Ước tính này dựa trên giả định rằng TP. HCM (trước sáp nhập) chiếm khoảng 10% tổng lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam. Nếu thành phố đồng thời loại bỏ cả xe bốn bánh chạy xăng, tác động tiềm năng có thể tăng lên khoảng 6,0%. Tuy nhiên, đây là kịch bản xấu nhất, trong khi ở kịch bản cơ sở, các phương tiện đạt tiêu chuẩn khí thải vẫn sẽ được phép hoạt động, qua đó cho thấy rủi ro tổng thể đối với nhu cầu xăng dầu của Việt Nam từ sáng kiến VPTT của thành phố vẫn ở mức rất thấp.

Ngược lại, những diễn biến gần đây như kế hoạch của Việt Nam giảm thuế nhập khẩu đối với ô tô sản xuất tại Mỹ xuống 0% có thể thúc đẩy nhu cầu xăng dầu. Trước đây, thuế đối với xe nhập khẩu từ Mỹ dưới 9 chỗ ngồi có 3 mức: 70%, 52% hoặc 32% tùy thuộc vào dung tích động cơ. Diễn biến này có thể khuyến khích người tiêu dùng chuyển sang các mẫu xe tiêu thụ nhiên liệu hơn, có khả năng làm chậm quá trình chuyển đổi sang xe điện. Những phương tiện này, vốn nổi tiếng với mức tiêu thụ nhiên liệu cao, có thể duy trì nhu cầu về xăng dầu bất chấp việc áp dụng xe điện ngày càng tăng.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.