

Tăng tỷ trọng

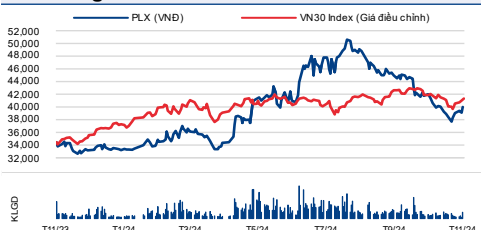
Giá mục tiêu: VNĐ45,300

Tiềm năng tăng/giảm: 13.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (29/11/2024)	40,000
Mã Bloomberg	PLX VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	32,529-50,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,550
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	51,755
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,042
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,294
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	259
Slg CP NN được mua (tr.đv)	31.1
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	20.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	17.6%
Tỷ lệ freefloat	9.25%
Cổ đông lớn	là nước tại doanh ng (75.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(4.53)	(18.0)	16.1
So với chỉ số	(2.75)	(17.1)	(3.21)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	2,019	3,025	(33.3)
2025F	1,843	3,481	(47.1)
2026F	2,074	3,737	(44.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

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

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã

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

Nguyễn Hoàng Nam

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

Doanh nghiệp phân phối xăng dầu hàng đầu; khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng

- HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với PLX, Công ty dẫn đầu thị phần trong lĩnh vực phân phối sản phẩm xăng dầu, với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 45.300đ (tiềm năng tăng giá 13,3%).
- Dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) trong 3 năm tới đạt 5%, được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của sản lượng tiêu thụ đạt 6,4% và lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu không đổi. Các động lực tăng trưởng chính đến từ sự phân phối lại thị phần từ các thương nhân nhập lậu xăng dầu, sự gia tăng sản lượng tiêu thụ do giá bán tương đối thấp hơn và nâng cấp CSHT giao thông.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 4,4% trong 1 tháng qua, PLX đang có EV/EBITDA dự phóng cho năm 2025 là 8,7 lần, cao hơn 22% so với các công ty cùng ngành trong nước trong khi có ROE dự phóng năm 2025 cao hơn 9%.

Công ty dẫn đầu thị phần trong lĩnh vực phân phối sản phẩm xăng dầu

Được Bộ Thương nghiệp thành lập vào năm 1956, PLX đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong thị trường phân phối xăng dầu, chiếm 47% thị phần vào năm 2023. Tại thời điểm cuối năm 2023, mạng lưới phân phối của PLX bao gồm 4.790 cửa hàng/điểm bán lẻ xăng dầu, trong đó có 2.834 cửa hàng COCO (do Công ty sở hữu và vận hành), đứng đầu thị trường về cả số lượng cửa hàng bán lẻ xăng dầu và cửa hàng COCO.

HĐKD cốt lõi của PLX là kinh doanh các sản phẩm xăng dầu, đóng góp 94% doanh thu và 88% lợi nhuận gộp trong năm 2023. Ngoài ra, PLX còn tham gia kinh doanh khí hóa lỏng (LPG) với 7% thị phần bán lẻ, hóa dầu với 30% thị phần nhựa đường, 44% thị phần dầu mỡ nhờn, cùng với lĩnh vực vận tải.

Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2023-2026 đạt 5%

Trong ba năm qua, chính phủ đã tăng cường điều tra hoạt động buôn lậu xăng dầu với các đối tượng bị bắt giữ chiếm gần 7-8% thị phần. HSC kỳ vọng rằng PLX, với mạng lưới bán lẻ lớn nhất, hiện có cơ hội giành thêm thị phần từ những thành viên này. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng rằng việc nâng cấp CSHT giao thông, chẳng hạn như đường cao tốc Bắc - Nam, và giá dầu Brent duy trì ở mức thấp cho đến năm 2026, sẽ đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 4,4% trong 1 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,2 lần. So với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 cao hơn 22% trong khi ROE dự phóng năm 2025 cao hơn 9%.

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 45.300đ (tiềm năng tăng giá 13,3%). Dự địa tăng giá vẫn còn do chúng tôi chưa đưa vào mô hình dự báo khả năng cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu đến từ việc sửa đổi các quy định về kinh doanh sản phẩm xăng dầu.

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

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,493	4,489	4,780	4,565	4,974
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,450	2,834	2,612	2,384	2,683
EPS ĐC (đồng)	1,120	2,190	2,019	1,843	2,074
DPS (đồng)	700	1,500	1,000	1,200	1,400
BVPS (đồng)	18,930	20,048	18,813	19,206	19,264
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	12.8	11.6	12.0	11.1
P/E ĐC (lần)	35.7	18.3	19.8	21.7	19.3
Lợi suất cổ tức (%)	1.75	3.75	2.50	3.00	3.50
P/B (lần)	2.11	2.00	2.13	2.08	2.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.9)	95.5	(7.84)	(8.72)	12.6
ROAE (%)	5.84	11.2	10.4	9.69	10.8

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

Những luận điểm đầu tư chính

PLX hiện là công ty dẫn đầu thị trường phân phối sản phẩm xăng dầu. Tại thời điểm cuối năm 2023, PLX có 4.790 cửa hàng bán lẻ (trong đó có 2.834 cửa hàng COCO và 1.956 trạm còn lại là cửa hàng DODO). PLX chiếm 47% thị phần trong năm 2023. Dự báo của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới đạt 5%, được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 6,4% và lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu không đổi. Sau khi giá cổ phiếu giảm 4,4% trong 1 tháng qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,2 lần. HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với PLX với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 45.300đ (tiềm năng tăng giá 13,3%).

Công ty dẫn đầu thị trường phân phối sản phẩm xăng dầu

Được Bộ Thương nghiệp thành lập vào năm 1956, PLX đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong thị trường phân phối xăng dầu, chiếm 47% thị phần vào năm 2023.

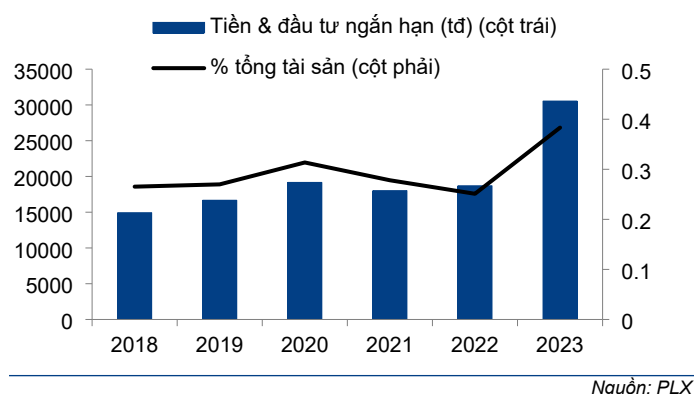
PLX có bảng CĐKT vững mạnh, với tỷ lệ tiền mặt, tiền gửi ngắn hạn và trái phiếu cấp 2 do các ngân hàng TMCP có vốn nhà nước phát hành chiếm 38% tổng tài sản tính tại thời điểm cuối năm 2023. Ngoài ra, PLX cũng cho thấy dòng tiền ổn định trong những năm gần đây.

So với các đối thủ khác, PLX sở hữu những lợi thế cạnh tranh sau đây:

- **Mạng lưới phân phối:** PLX dẫn đầu thị trường với 4.790 cửa hàng bán lẻ (tương đương 29% tổng số cửa hàng bán lẻ xăng dầu tại thời điểm cuối năm 2023), trong đó có 2.834 cửa hàng COCO. Tỷ lệ cửa hàng COCO lớn hơn giúp PLX tạo ra lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh.
- **Hệ thống kinh doanh và cơ sở vật chất hỗ trợ đầy đủ:** PLX có chuỗi giá trị hoàn chỉnh để hỗ trợ tất cả các HĐKD của mình. PLX sở hữu hệ thống kho cảng và kho chứa với tổng công suất 2,2 triệu m³.

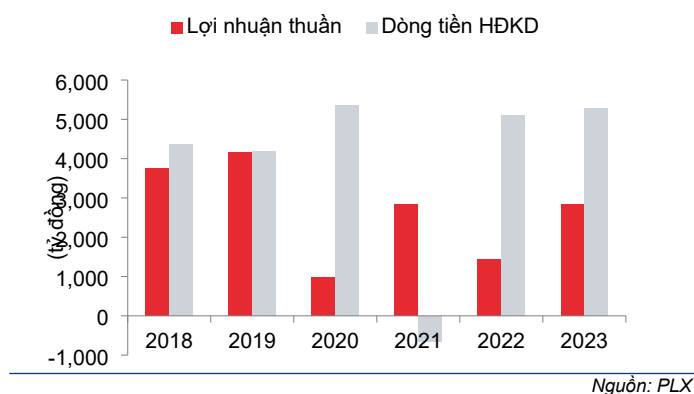
Biểu đồ 1: Tiền và đầu tư ngắn hạn trên tổng tài sản

...đang tăng lên trong 6 năm qua



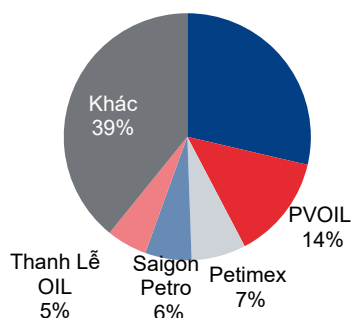
Biểu đồ 2: Lợi nhuận thuần và dòng tiền HĐKD, PLX

Dòng tiền HĐKD của PLX hầu như đều cao hơn lợi nhuận thuần, ngoại trừ năm 2021



Biểu đồ 3: Tỷ trọng số điểm bán lẻ xăng dầu theo nhà phân phối

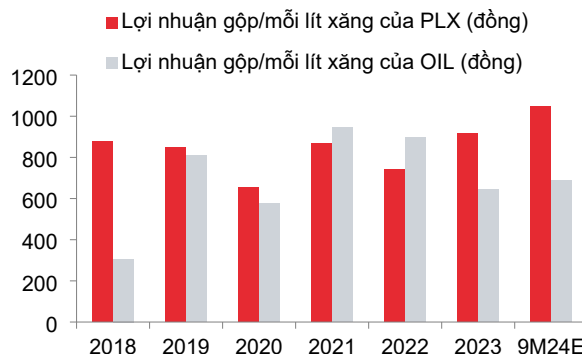
PLX dẫn đầu thị trường với 33% số điểm bán lẻ



Nguồn: Website công ty, báo chí, HSC thu thập

Biểu đồ 4: Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng, PLX và OIL

Lợi nhuận gộp/mỗi lít xăng của PLX năm 2023 cao hơn của OIL



Ghi chú: dữ liệu tổng sản lượng tiêu thụ, bao gồm cả qua kênh COCO và DODO
Nguồn: PLX

Triển vọng tăng trưởng

Với mạng lưới phân phối rộng khắp và hệ thống kho cảng, kho chứa sẵn có, HSC tin rằng PLX đã sẵn sàng để giành thị phần từ các thương nhân nhỏ hơn, đặc biệt là từ các đối tượng buôn lậu xăng dầu. Xét ba doanh nghiệp lớn đã bị truy tố từ năm 2022, cụ thể là Xuyên Việt Oil, Hải Hà Petro và Công ty TNHH Hà Lộc, chúng tôi ước tính mức thị phần được phân phối lại cho các doanh nghiệp khác trên thị trường có thể đạt 7-8%. Với số lượng cửa hàng bán lẻ lớn, PLX có lợi thế trong việc giành thị phần bằng cách đáp ứng nhu cầu của khách hàng/đại lý từng mua sản phẩm từ các bên bị bắt giữ.

Ngoài ra, chúng tôi cũng kỳ vọng PLX có thể hưởng lợi từ những nỗ lực của Chính phủ trong việc phát triển CSHT giao thông. Việc phát triển đường cao tốc Bắc - Nam dự kiến sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng phương tiện cá nhân để di chuyển, được kỳ vọng sẽ phản ánh qua việc tăng doanh thu tại các cửa hàng COCO tại các trạm dừng chân dọc theo tuyến đường cao tốc.

Bộ Công Thương đang đề xuất dự thảo Nghị định sửa đổi các quy định về kinh doanh xăng dầu. HSC kỳ vọng việc thay đổi quy định sẽ mang lại lợi ích cho PLX thông qua mức lợi nhuận gộp cao hơn trên mỗi lít xăng dầu. Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa những thay đổi dự kiến từ dự thảo Nghị định vào dự báo hiện tại của mình.

Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi của PLX sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 5% trong giai đoạn 2023-2026, nhờ tổng sản lượng dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 6,4% trong cùng kỳ. Các yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bao gồm sự gia tăng tiêu thụ trong bối cảnh giá dầu Brent thấp, việc phân phối lại thị phần sau những nỗ lực của cơ quan chức năng trong việc kiểm soát buôn lậu xăng dầu, và các CSHT giao thông mới đưa vào hoạt động, chẳng hạn như các trạm dừng chân trên tuyến đường cao tốc Bắc - Nam phía Đông.

Tuy nhiên, do giá dầu Brent dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp trong năm 2025 và 2026, lợi nhuận gộp bình quân trên mỗi lít xăng dầu dự báo sẽ ở mức vừa phải, khoảng 900-911đ cho đến năm 2026. Dựa trên các giả định trên, lợi nhuận thuần của PLX dự báo đạt lần lượt 2.612 tỷ đồng, 2.384 tỷ đồng và 2.683 tỷ đồng trong các năm 2024, 2025, 2026. Nếu không tính đến tác động của khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn PGBank (PGB - UPCoM, chưa khuyến nghị), lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng lần lượt 19,3%, -8,7% và 12,6% cho giai đoạn 2024-2026.

Khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu 45.300đ

HSC sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để tính toán ra giá mục tiêu là 45.300đ vào cuối năm 2025, cho thấy tiềm năng tăng giá 13,3%. Mức giá này tương ứng với P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 22,5 lần và 24,6 lần. Chúng tôi áp

dụng phần bù rủi ro vốn CSH (ERP) là 7,5% (nhất quán cho toàn bộ danh sách khuyến nghị) và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% trong kịch bản cơ sở.

PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,2 lần. PLX hiện đang có EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025 cao hơn lần lượt 22% và 51% so với các công ty cùng ngành trong khu vực vì Công ty mang lại ROE cao hơn 9% trong năm 2025. PLX có P/B dự phóng năm 2025 cao hơn 45% so với các công ty cùng ngành trong nước nhưng có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 thấp hơn 36%, bù đắp cho việc ROE dự phóng năm 2025 thấp hơn 2% so với các công ty này.

Giá cổ phiếu PLX đã giảm 4,4% trong 1 tháng qua và HSC cho rằng đó là do KQKD cốt lõi Q3/2024 kém tích cực cũng như triển vọng giá dầu Brent không khả quan. Tuy nhiên, giá cổ phiếu PLX đã tăng 16,2% trong 12 tháng qua nhờ việc rút ngắn chu kỳ điều chỉnh giá bán lẻ từ 10 ngày xuống 7 ngày kể từ tháng 11/2023, giúp giá bán trong nước sát hơn với giá thế giới.

Rủi ro đối với khuyến nghị của HSC

Rủi ro giảm giá

- Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu có thể giảm do thay đổi trong quyết định của cơ quan chức năng hoặc do tăng mức chiết khấu dành cho các thương nhân phân phối cấp thấp hơn để cạnh tranh.
- Giá dầu Brent thấp hơn so với giá định của HSC có thể ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX, do tác động trễ vì PLX cần dự trữ hàng tồn kho tương đương 20 ngày bán hàng, dẫn đến việc trích lập dự phòng hàng tồn kho cao hơn, được phản ánh vào giá vốn hàng bán.

Tiềm năng tăng giá

- Việc hoàn thiện Nghị định về kinh doanh xăng dầu, dự kiến sẽ mang lại lợi ích cho lợi nhuận gộp của các thương nhân đầu mối như PLX bằng cách thay đổi cơ chế điều chỉnh chi phí định mức hằng năm.
- Giá dầu Brent cao hơn so với giá định của chúng tôi có thể cải thiện lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX.

Tổng quan doanh nghiệp

Được Bộ Thương nghiệp thành lập vào năm 1956, PLX đã trở thành doanh nghiệp hàng đầu trong thị trường phân phối xăng dầu với 47% thị phần trong năm 2023 và mạng lưới rộng khắp với 4.790 cửa hàng bán lẻ trong đó có 2.834 cửa hàng COCO. Các mảng kinh doanh cốt lõi của PLX bao gồm kinh doanh sản phẩm xăng dầu, kinh doanh khí hóa lỏng (LPG), hóa dầu và vận tải.

Lịch sử hình thành và các cột mốc phát triển

Được Bộ Thương nghiệp thành lập vào năm 1956 với tên gọi Tổng công ty Xăng dầu mỡ, Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) được tái lập vào năm 1995 thông qua việc sáp nhập Tổng công ty Xăng dầu mỡ với Công ty Dầu lửa Trung Ương và 24 công ty cung ứng vật tư tổng hợp.

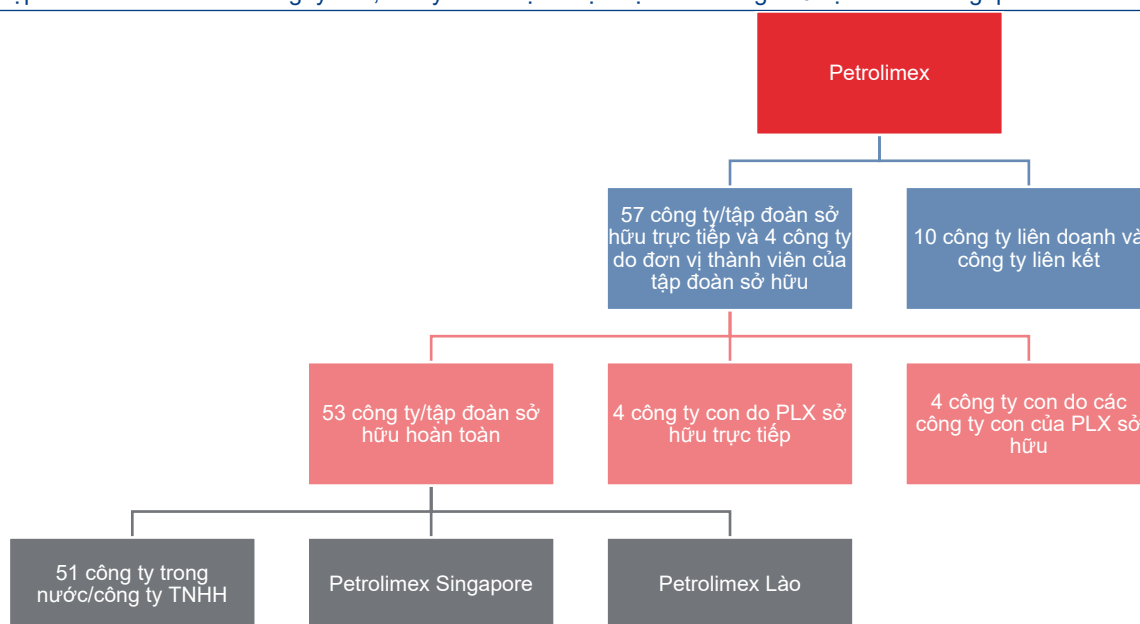
PLX đã cổ phần hóa thành công và thực hiện IPO trên sàn HNX vào tháng 7/2011 trước khi chính thức niêm yết trên sàn HSX vào tháng 4/2017. Năm 2016, PLX phát hành thành công 103,5 triệu cổ phiếu (tương đương 9,09% vốn điều lệ sau phát hành) thông qua hình thức phát hành riêng lẻ cho Công ty TNHH Tư vấn và Đầu tư JX Nippon Oil & Energy Việt Nam (công ty này sau đó được đổi tên thành Công ty TNHH ENEOS Việt Nam vào tháng 4/2021).

Trải qua 68 năm hình thành và phát triển, PLX đã trở thành doanh nghiệp lớn nhất trên thị trường xăng dầu Việt Nam với thị phần khoảng 47% trong năm 2023. Tính đến cuối năm 2023, mạng lưới phân phối của PLX bao gồm 4.790 cửa hàng bán lẻ, trong đó có 2.834 cửa hàng COCO.

Bên cạnh phân phối xăng dầu, PLX còn tham gia vào các mảng kinh doanh khác, bao gồm hóa dầu (từ năm 1992), bảo hiểm (từ năm 1995), kinh doanh khí gas và LPG (từ năm 1999), và vận tải (từ năm 1999).

Biểu đồ 5: Sơ đồ tổ chức, PLX

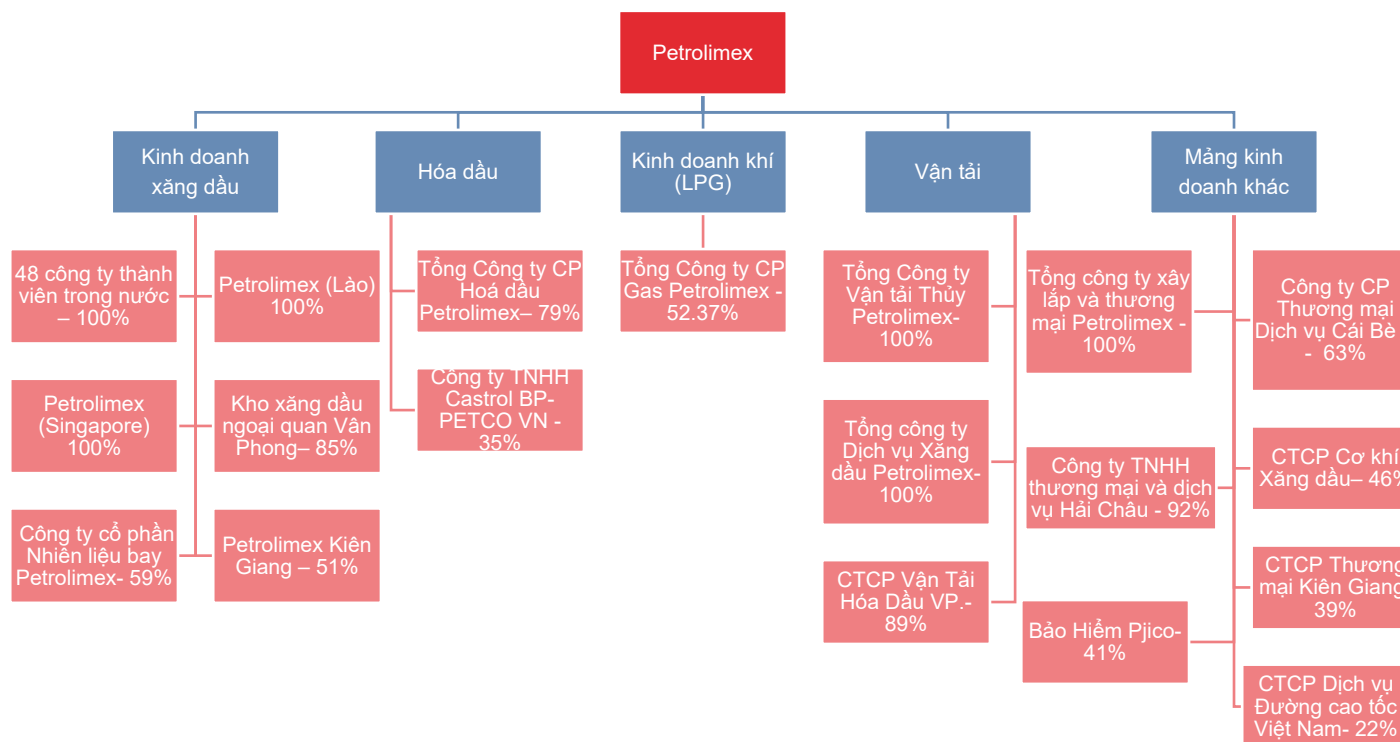
PLX là một tập đoàn lớn với nhiều công ty con, chủ yếu có trụ sở tại Việt Nam cũng như tại Lào và Singapore



Nguồn: PLX

Biểu đồ 6: Cơ cấu sở hữu theo mảng kinh doanh, PLX

Hoạt động kinh doanh chính của PLX là kinh doanh sản phẩm xăng dầu



Nguồn: PLX

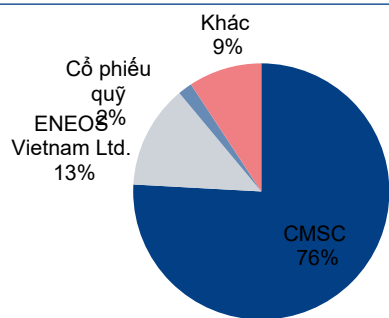
Cơ cấu cổ đông

Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp (CMSC) sở hữu 75,87% cổ phần của PLX, cơ quan này quản lý phần vốn góp từ Bộ Công Thương.

Công ty TNHH ENEOS Việt Nam (sở hữu 13,08% cổ phần của PLX) đại diện cho Tập đoàn ENEOS có trụ sở tại Nhật Bản, chuyên về kinh doanh năng lượng và kim loại màu, hoạt động trải dài từ khâu thượng nguồn đến hạ nguồn. ENEOS đã mua cổ phần PLX trong nhiều đợt. Đợt đầu tiên mua 9,09% cổ phần thông qua phát hành riêng lẻ vào năm 2016 với giá trị giao dịch dựa trên P/B năm 2015 là 2,5 lần và P/E năm 2015 là 13,6 lần. Điều đáng chú ý là trước đợt phát hành riêng lẻ, PLX và Tập đoàn ENEOS đã ký kết Biên bản ghi nhớ về hợp tác chiến lược vào cuối năm 2014, một năm sau khi ENEOS gia nhập thị trường Việt Nam. Năm 2019, PLX và ENEOS tiếp tục ký kết Biên bản ghi nhớ về nghiên cứu trong ngành công nghiệp LNG và khí đốt tại Việt Nam.

Biểu đồ 7: Cơ cấu cổ đông tính đến cuối năm 2023, PLX

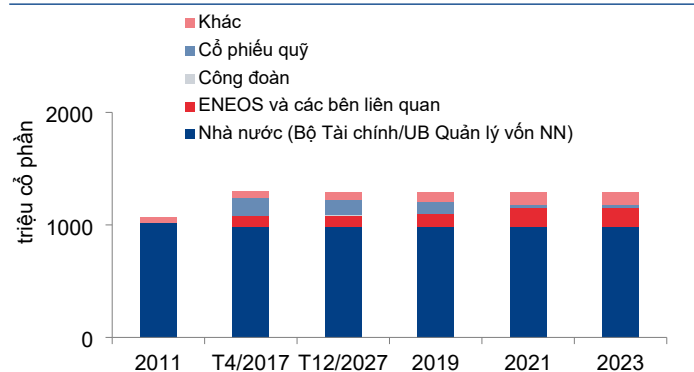
Nhà nước nắm giữ gần 76% cổ phần của PLX...



Nguồn: PLX

Biểu đồ 8: Cơ cấu cổ đông qua các năm, PLX

...và đang dần tăng tỷ lệ sở hữu tại PLX

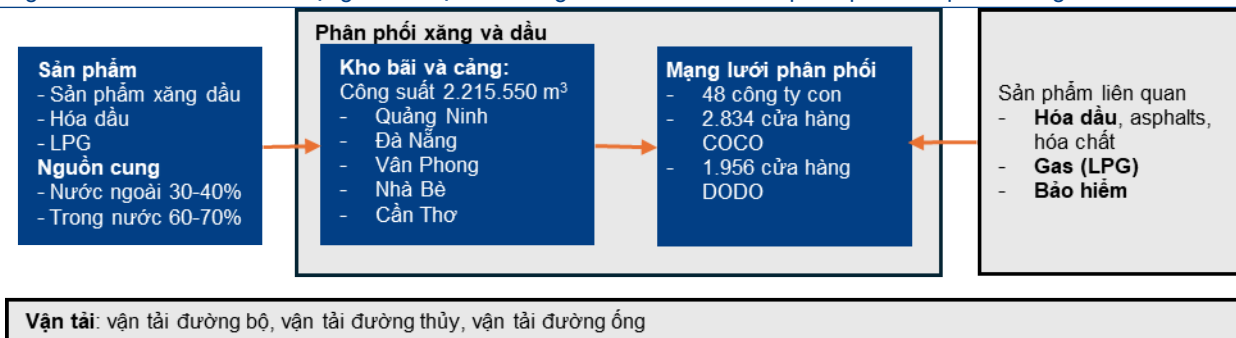


Nguồn: PLX

Những mảng kinh doanh chính

Biểu đồ 9: Chuỗi kinh doanh giá trị, PLX

Các mảng kinh doanh của PLX đa dạng và hỗ trợ cho mảng kinh doanh chính là phân phối sản phẩm xăng dầu



Ghi chú: Mảng kinh doanh chính của PLX là chữ màu đen, in đậm
Nguồn: PLX

Phân phối sản phẩm xăng dầu

Như được trình bày trong Biểu đồ 9, chuỗi giá trị của PLX trong mảng phân phối xăng dầu bao gồm các hoạt động tìm nguồn cung ứng, lưu trữ và phân phối, được hỗ trợ bởi cơ cấu nắm giữ của tập đoàn được trình bày trong Biểu đồ 10.

Về hoạt động tìm nguồn cung ứng, 60-70% nguồn cung của PLX đến từ hai nhà máy lọc dầu trong nước là Dung Quất và Nghi Sơn trong khi phần còn lại được nhập khẩu từ Hàn Quốc, Malaysia và Singapore.

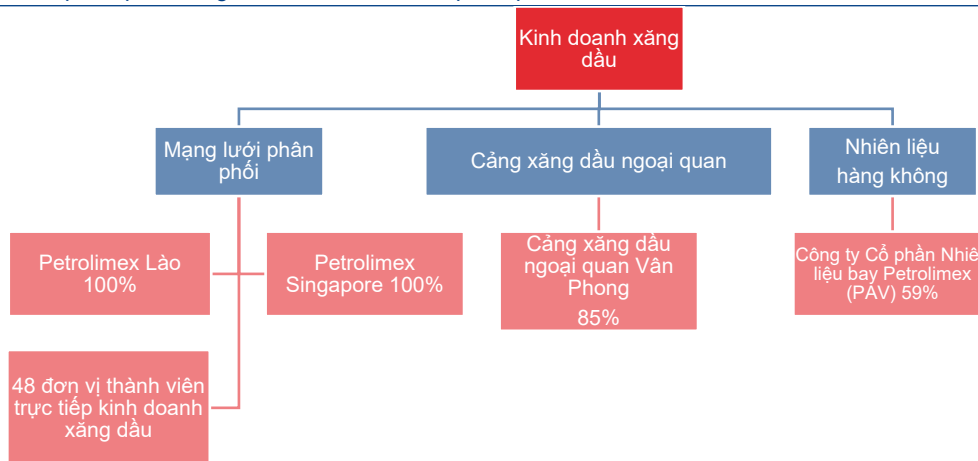
Tính đến cuối năm 2023, Petrolimex có 4.790 cửa hàng bán lẻ xăng dầu, bao gồm 2.834 cửa hàng thuộc sở hữu của Petrolimex (cửa hàng COCO) và 1.956 cửa hàng thuộc các đại lý nhượng quyền (cửa hàng DODO), chiếm 47% sản lượng bán ra tại thị trường trong nước năm 2023, giữ vị trí số 1 trên thị trường phân phối xăng dầu. Theo sau là PVOIL (OIL; Mua vào, giá mục tiêu 14.200đ) với thị phần 22-24%.

Mảng kinh doanh nhiên liệu bay được thực hiện thông qua CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex (PAV, Chưa niêm yết, PLX sở hữu 59% cổ phần). PAV cung cấp nhiên liệu chất lượng cao và dịch vụ tiếp nhiên liệu cho máy bay của hơn 50 hãng hàng không trong nước và quốc tế tại 6 sân bay quốc tế (Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Cát Bi, Đà Nẵng, Cam Ranh, Phú Quốc) và 2 sân bay nội địa (Điện Biên và Cà Mau) cùng nhiều sân bay quốc tế ở Hàn Quốc, Nhật Bản, Indonesia và Đài Loan.

Kho xăng dầu ngoại quan Vân Phong (VPT, Chưa niêm yết, PLX sở hữu 85% cổ phần). VPT sở hữu kho xăng dầu ngoại quan lớn nhất Việt Nam với sức chứa 505.000 m³ tại tỉnh Khánh Hòa. Năm 2023, VPT chủ yếu phục vụ cho PLX và CTCP nhiên liệu bay Petrolimex (PAV). Tỷ lệ lấp đầy của VPT đạt 40% trong năm 2023.

Biểu đồ 10: Cơ cấu sở hữu mạng phân phối xăng và dầu, PLX

Chuỗi giá trị của HĐKD phân phối xăng và dầu là kho bãi và phân phối



Nguồn: PLX

Biểu đồ 11: Tỷ trọng mảng nhiên liệu bay của PLX

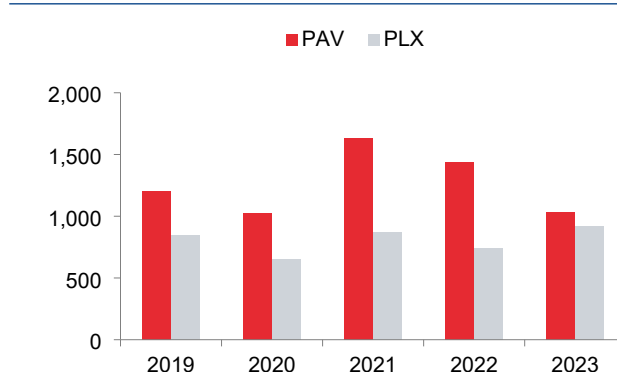
... tăng lên sau khi hoạt động của ngành hàng không hồi phục trở lại



Nguồn: PLX

Biểu đồ 12: Lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng, PAV và PLX

Lợi nhuận gộp trên mỗi lít nhiên liệu hàng không thường ở mức cao



Nguồn: Fiingate, PLX, HSC ước tính

Kinh doanh khí hóa lỏng (gas)

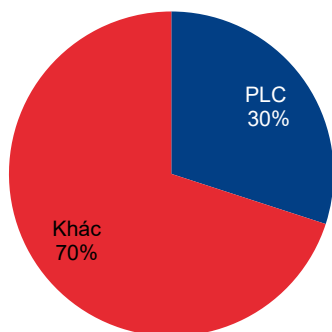
Mảng kinh doanh khí gas của PLX chủ yếu được thực hiện thông qua Tổng công ty Gas Petrolimex (HNX: PGC, chưa niêm yết). PGC cung cấp đa dạng các loại khí gas và sản phẩm liên quan trên toàn quốc nhờ hệ thống cơ sở vật chất gồm một kho cảng LPG 4.000 tấn và hệ thống cảng, cùng 1.253 trạm dịch vụ trải rộng khắp 63 tỉnh thành của Việt Nam. PGC được coi là một trong những thương hiệu hàng đầu trong thị trường LPG tại Việt Nam, chiếm khoảng 7% thị phần bán lẻ LPG vào năm 2023.

Hóa dầu

Mảng hóa dầu của PLX hiện do hai công ty vận hành: Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (HNX: PLC, Chưa niêm yết) và Công ty TNHH Castrol BP PETCO Việt Nam (Chưa niêm yết). Hai công ty này giúp PLX kiểm soát 30% thị phần nhựa đường và 44% thị phần dầu mỡ nhờn trong nước.

Biểu đồ 13: Thị phần nhựa đường, PLX

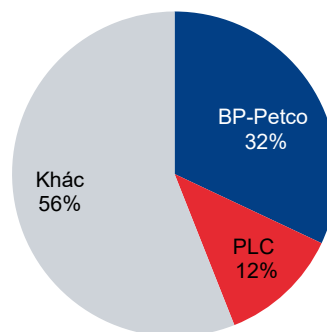
PLC chiếm 30% thị phần nhựa đường



Nguồn: PLX

Biểu đồ 14: Thị phần mỡ nhờn, PLX

BP-Petro và PLC chiếm 44% thị phần mỡ nhờn



Nguồn: PLX

Vận tải và các dịch vụ khác

Dịch vụ vận tải của PLX bao gồm ba phân khúc: vận tải bộ, vận tải thủy và vận tải tuyến ống.

Tổng công ty Vận tải Xăng dầu Petrolimex (PTC, Chưa niêm yết, PLX sở hữu 100% cổ phần) phụ trách vận tải bộ. Tính đến cuối năm 2023, PTC có 898 xe bồn với tổng dung tích 19.460 m³. Theo số liệu năm 2020, PTC chiếm 68% tổng số phương tiện vận tải xăng dầu tại Việt Nam.

Tổng Công ty Vận tải Thủy Petrolimex (PGT, Chưa niêm yết, PLX sở hữu 100% cổ phần) phụ trách vận tải thủy. PGT có đội tàu chở xăng dầu lớn nhất Việt Nam với tổng trọng tải 500.000 DWT. Năm 2023, tổng khối lượng vận chuyển của PGT đạt 14,1 triệu m³, tương đương 64% tổng nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước trong năm. PGT đảm nhận 100% việc vận chuyển sản lượng xăng dầu của Tập đoàn và đang phục vụ các đối tác uy tín như BP, Aramco, Vitol, Marubeni, Idemitsu.

Về vận tải tuyến ống, hệ thống đường ống của PLX bao gồm cảng B12 và đường ống B12 với tổng chiều dài 570km và tổng dung tích chứa 340.000 m³ với phạm vi hoạt động tại 6 tỉnh miền Bắc.

Ngoài vận tải, PLX còn hoạt động trong các lĩnh vực khác như bảo hiểm và xây dựng: PJICO (PGI - HSX, chưa khuyến nghị, PLX sở hữu 41% cổ phần) là doanh nghiệp lớn thứ 7 trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ về doanh thu phí bảo hiểm gốc năm 2023 (chiếm 5,63% thị phần). Tổng công ty Xây lắp và Thương mại Petrolimex (PGCC, Chưa niêm yết, PLX sở hữu 100% cổ phần) chuyên về xây dựng và vận tải.

Lợi thế cạnh tranh

Nhờ lịch sử hình thành và hoạt động lâu dài trên thị trường, PLX có nhiều cửa hàng COCO nhất và cung cấp nhiều loại hình dịch vụ hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi là phân phối xăng dầu.

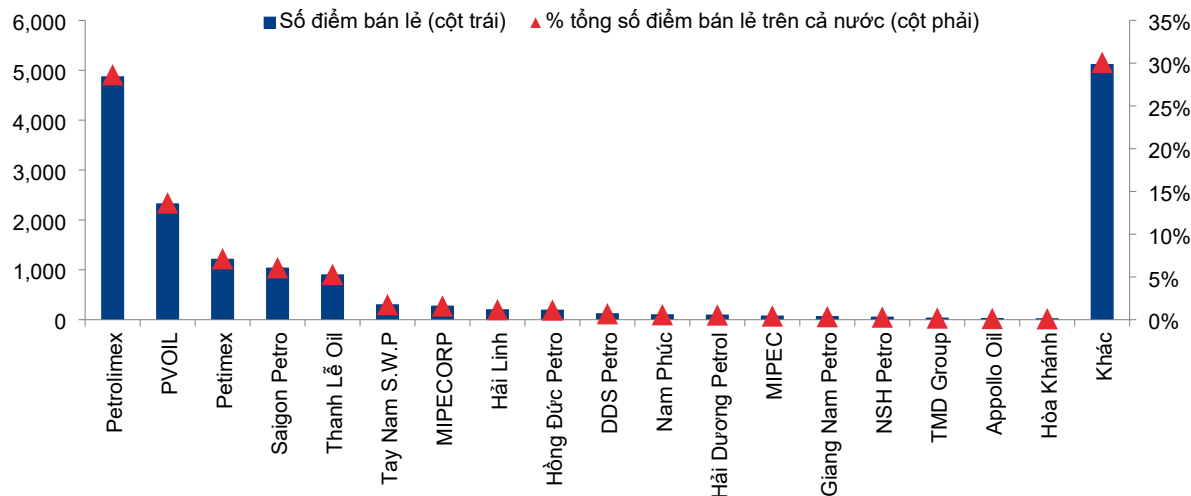
Thương nhân đầu mối lớn nhất với nhiều cửa hàng COCO nhất

Trong 9 tháng đầu năm 2024, PLX đã bổ sung thêm 80 cửa hàng COCO mới, nâng tổng số cửa hàng bán lẻ lên 4.870 (trong đó có 2.914 cửa hàng COCO), duy trì vị trí số 1 trong lĩnh vực phân phối xăng dầu về số lượng cửa hàng bán lẻ. Theo sau là PVOIL với 2.323 cửa hàng bán lẻ (trong đó có 823 cửa hàng COCO tại thời điểm cuối Q3/2024).

Việc có nhiều cửa hàng COCO không chỉ giúp Petrolimex gia tăng nhận diện thương hiệu mà còn mang lại cho họ lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu cao nhất so với việc bán hàng thông qua kênh DODO hoặc bán cho khách hàng công nghiệp với mức chiết khấu cao. Các cửa hàng bán lẻ xăng dầu của PLX thường nằm ở những vị trí đắc địa tại các thành phố lớn.

Biểu đồ 15: Mạng lưới phân phối xăng dầu

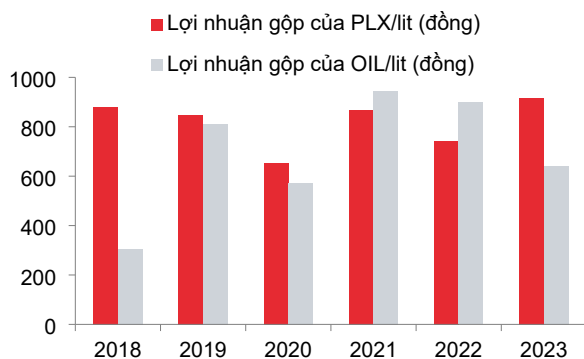
PLX dẫn đầu thị trường với 4.870 điểm bán lẻ xăng dầu tính đến cuối T9/2024



Nguồn: Website công ty, HSC ước tính

Biểu đồ 16: Lợi nhuận gộp/ lít, PLX và OIL

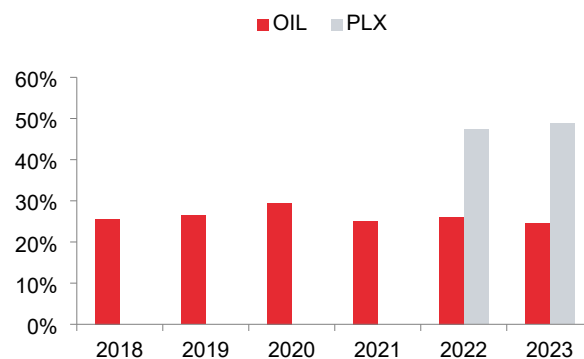
Biến động...



Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Biểu đồ 17: Doanh thu bán lẻ/tổng doanh thu, PLX & OIL

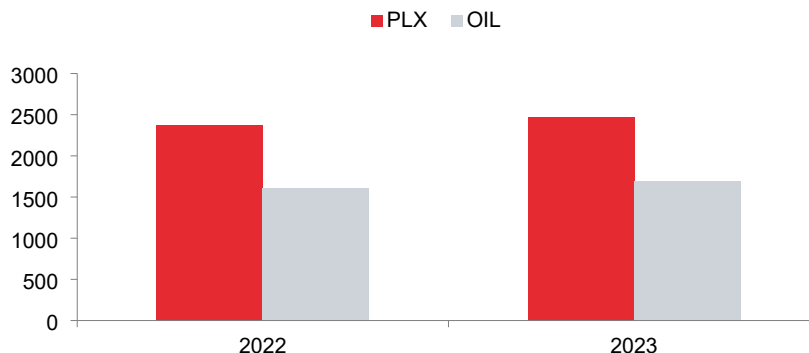
... sát với biến động của doanh thu bán lẻ



Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Biểu đồ 18: Sản lượng tiêu thụ tại mỗi trạm COCO (m³/COCO mỗi năm)

Không chỉ doanh thu trên mỗi cửa hàng COCO mà sản lượng tiêu thụ trên mỗi cửa hàng COCO của PLX cũng cao hơn OIL



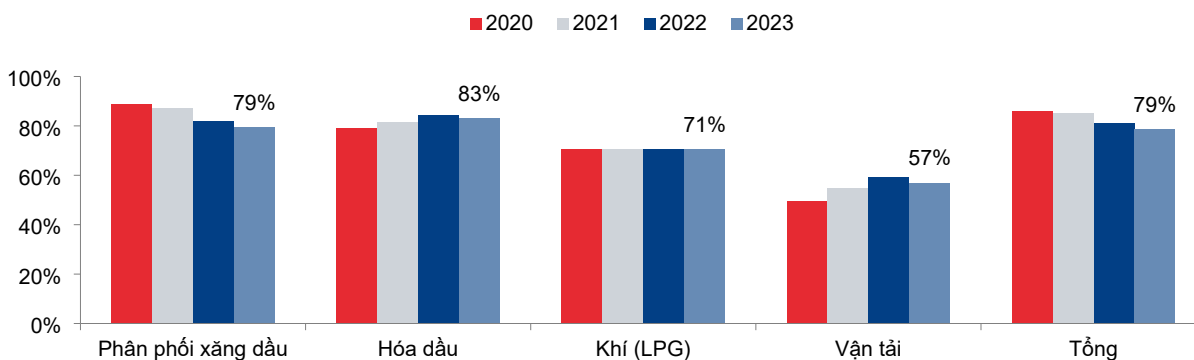
Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Các mảng kinh doanh hỗ trợ để hoàn thiện chuỗi giá trị

Hầu hết các mảng kinh doanh của PLX đều phục vụ cho công ty mẹ hoặc các công ty con thuộc PLX, đặc biệt là mảng vận tải và kinh doanh khí, với tỷ lệ doanh thu đến từ khách hàng bên ngoài lần lượt là 57% và 71%, thấp nhất trong số các mảng kinh doanh.

Biểu đồ 19: Doanh thu từ khách hàng bên ngoài trên tổng doanh thu trước hợp nhất, PLX

Mảng vận tải chủ yếu hỗ trợ cho hoạt động của PLX và các công ty con



Nguồn: PLX

Tổng quan về ngành

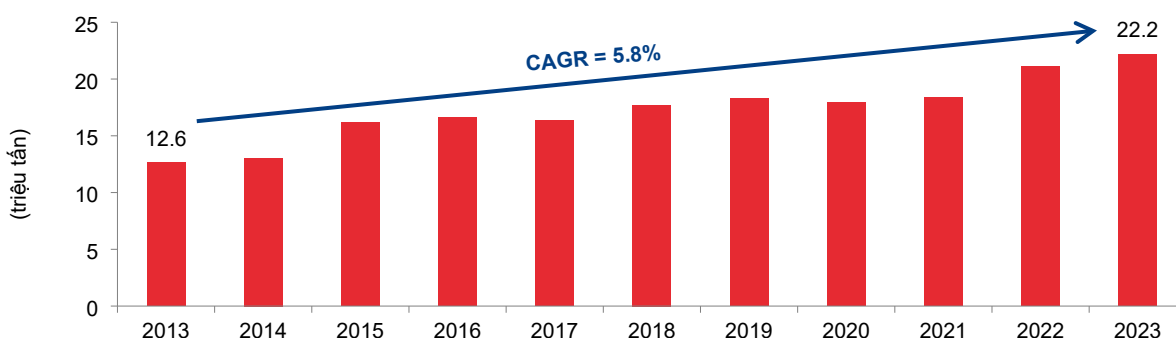
Nhu cầu các sản phẩm xăng dầu tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2013-2023 là 5,8%, phù hợp với tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm là 5,7% trong cùng kỳ. Chuỗi phân phối sản phẩm xăng dầu bao gồm ba cấp, với 34 thương nhân đầu mối và 276 thương nhân phân phối. Thị trường phân phối xăng dầu có tính tập trung khá cao với 5 thương nhân đầu mối kiểm soát 88% thị phần vào năm 2022, trong đó PLX chiếm 50%. Hiện tại, Bộ Công Thương đang đề xuất Dự thảo lần 4 Nghị định kinh doanh xăng dầu, có thể giúp các thương nhân phân phối như PLX tăng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu.

Quy mô và tổng quan thị trường

Nhu cầu tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước của Việt Nam đã tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 5,8% trong 10 năm qua. Tính đến cuối năm 2023, nguồn cung trong nước đáp ứng được 65,4% tổng nhu cầu xăng dầu của cả nước. Phần còn lại chủ yếu được nhập khẩu từ Hàn Quốc, Singapore và Malaysia với tỷ lệ đóng góp lần lượt là 39%, 22% và 19% tổng lượng nhập khẩu sản phẩm xăng dầu năm 2023. Nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước dự kiến sẽ được thúc đẩy bởi tăng trưởng GDP mạnh mẽ, số lượng phương tiện mới đăng ký nhờ tỷ lệ sở hữu ô tô thấp so với khu vực và việc nâng cấp CSHT giao thông.

Biểu đồ 20: Nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu trên cả nước

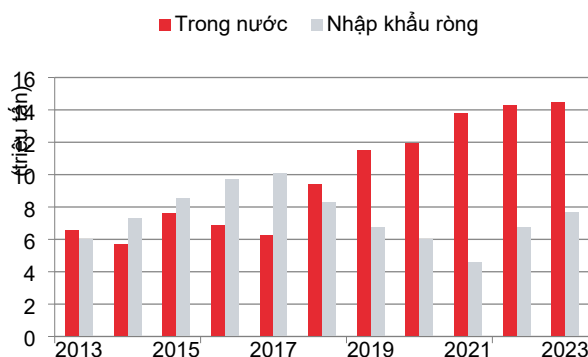
Quy mô thị trường ngày càng được mở rộng với tốc độ tăng trưởng CAGR là 5,8% trong 10 năm qua



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

Biểu đồ 21: Nguồn cung xăng và dầu theo nguồn gốc giai đoạn 2013-2023

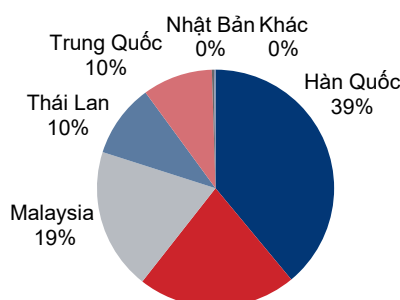
Nguồn cung trong nước tăng từ năm 2018 nhờ có nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn



Nguồn: HSC ước tính

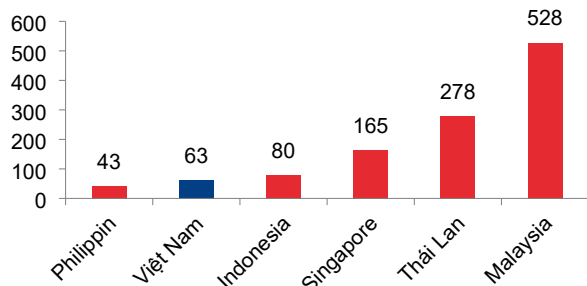
Biểu đồ 22: Nhập khẩu xăng dầu theo quốc gia, 2023

61% khối lượng xăng dầu nhập khẩu đến từ Hàn Quốc và Singapore



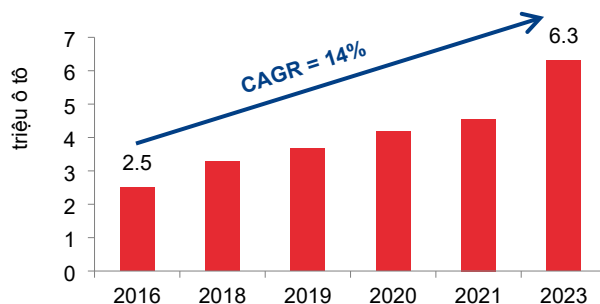
Nguồn: Tổng cục hải quan, HSC ước tính

Biểu đồ 23: Tỷ lệ thâm nhập ô tô (xe/1.000 dân)
...của Việt Nam vẫn thấp hơn các nước ASEAN



Ghi chú: * Việt Nam: dữ liệu năm 2023; các quốc gia khác: dữ liệu năm 2022
Nguồn: HSC thu thập

Biểu đồ 24: Số xe ô tô đang hoạt động tại Việt Nam
Giai đoạn 2016-23 tăng trưởng với CAGR đạt 14%



Nguồn: Cục Đăng kiểm Việt Nam, HSC

Cấu trúc thị trường

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

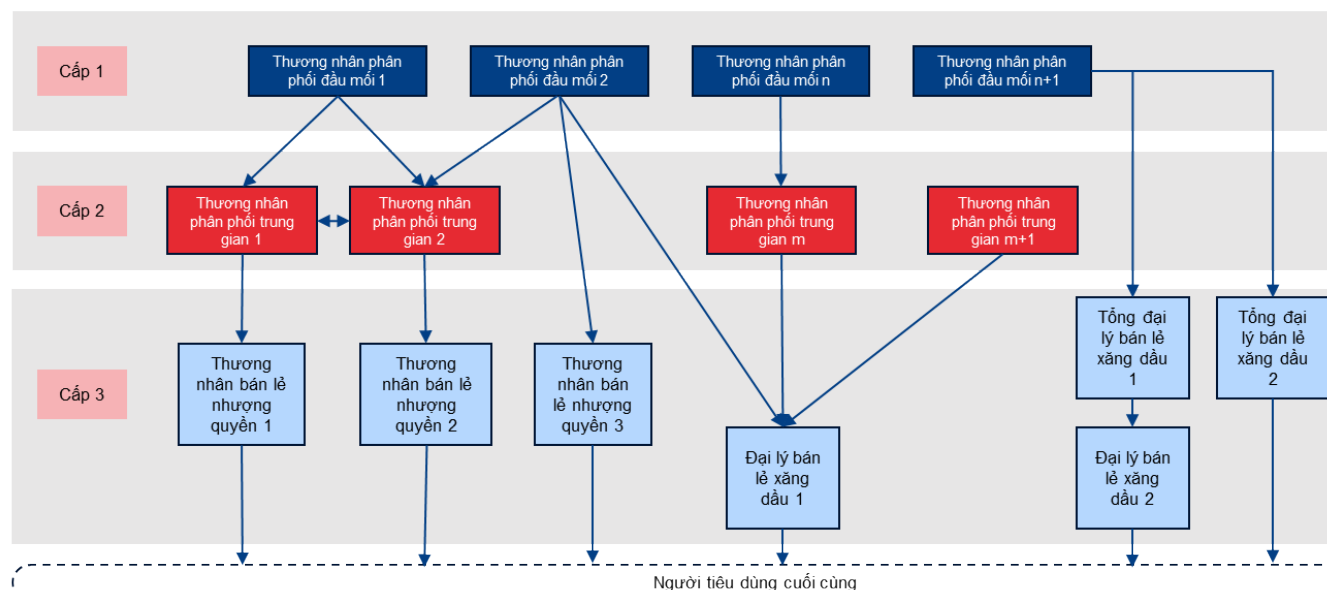
- Thương nhân đầu mối được phép mua xăng dầu từ các thương nhân sản xuất/thương nhân trong nước và quốc tế và bán lại cho các thương nhân phân phối cấp thấp hơn và người dùng cuối.
- Thương nhân phân phối được phép mua xăng dầu từ các thương nhân đầu mối/thương nhân phân phối khác và bán lại cho các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

Quy định về giá: Ngoại trừ nhiên liệu bay, giá của hầu hết các sản phẩm xăng dầu như xăng và dầu diesel đều do Chính phủ quy định theo Luật Giá.

Biểu đồ 25: Chuỗi phân phối các sản phẩm xăng dầu hiện tại

Căn cứ Nghị định 83/2014, Nghị định 95/2021 và Nghị định 80/2023 về kinh doanh xăng dầu

Nguồn cung: nhập khẩu, thương nhân kinh doanh, thương nhân sản xuất xăng dầu trong nước...

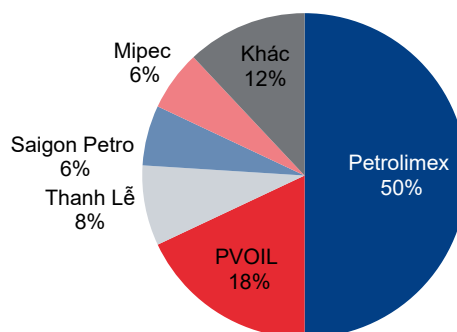


Nguồn: HSC thu thập

Tình hình cạnh tranh

Biểu đồ 26: Thị phần phân phối xăng dầu đầu mỗi, 2022

76% thị phần tập trung ở 3 công ty lớn nhất



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

Lưu ý, theo thông tin của PLX, thị phần của Công ty đã giảm xuống mức 47% vào năm 2023. Dựa trên dữ liệu hiện có, HSC ước tính PVOIL đã mở rộng thị phần lên mức 22-24% vào năm 2023. Nguyên nhân chính cho sự gia tăng này là nỗ lực của OIL trong việc mở rộng kênh DODO, cùng với sản lượng tăng trưởng 30% vào năm 2023.

Kể từ năm 2022, các cơ quan chức năng đã tích cực điều tra và xử lý các vụ buôn lậu xăng dầu, cũng như các hành vi tham nhũng và sử dụng sai mục đích quỹ bình ổn giá. Điều này đã tạo cơ hội cho các doanh nghiệp khác mở rộng thị phần. Chúng tôi ước tính rằng ba doanh nghiệp vi phạm (Xuyên Việt Oil, Hải Hà Petrol và Hà Lộc) chiếm khoảng 7-8% thị phần. Thị phần này hiện đang được phân bổ lại cho các doanh nghiệp khác trên thị trường.

Những tiềm năng thay đổi quy định

Bộ Công Thương đã trình dự thảo lần thứ tư về việc sửa đổi các quy định liên quan đến kinh doanh xăng dầu. Một điểm đáng chú ý trong dự thảo này là việc điều chỉnh chi phí kinh doanh định mức sẽ được thực hiện tối thiểu 1 lần hàng năm, dựa trên mức tăng trưởng chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân của năm gần nhất, thay vì dựa trên chi phí thực tế phát sinh trong năm trước đó. Ví dụ, nếu CPI của năm trước tăng 3%, chi phí định mức bình quân sẽ được điều chỉnh tăng 3%. PLX và các thương nhân xăng dầu khác có thể hưởng lợi khi chi phí hoạt động thực tế tăng với tốc độ chậm hơn so với mức tăng của CPI. Dựa trên dữ liệu quá khứ hiện có về chi phí định mức, HSC nhận thấy mức tăng của CPI thường cao hơn so với hằng năm của chi phí định mức. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX có thể tăng nếu quy định này được áp dụng và chi phí hoạt động thực tế tăng chậm hơn so với CPI.

Bảng 27: Chi phí định mức trung bình cho mỗi lít xăng dầu

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

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

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

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

Tình hình tài chính

Mảng phân phối xăng dầu là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính của PLX, đóng góp khoảng 94% doanh thu và 83% lợi nhuận gộp. Những thay đổi trong lợi nhuận thuần của PLX hầu hết đều nhất quán với biến động của lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu. PLX có bảng CĐKT lành mạnh với tiền mặt, tiền gửi ngắn hạn và trái phiếu cấp 2 chiếm 38% tổng tài sản và dòng tiền tốt. Dòng tiền HĐKD của Công ty cũng ổn định và đáp ứng được nhu cầu dòng tiền cho hoạt động đầu tư trong hầu hết các năm quan sát được.

Lịch sử lợi nhuận

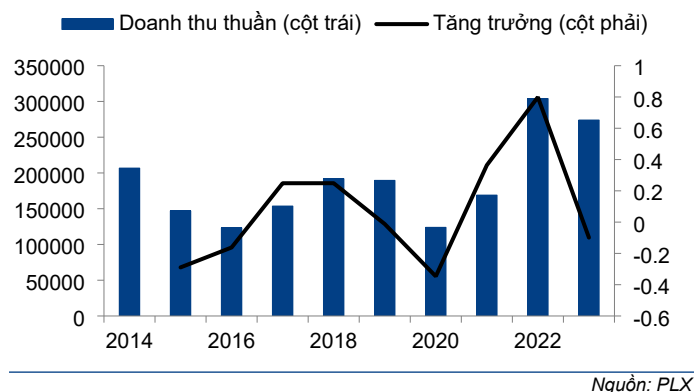
PLX ghi nhận lợi nhuận từ thoái vốn trong 5 năm trong số 6 năm cho giai đoạn 2018-2023; HSC đã loại bỏ những khoản lợi nhuận này khỏi lợi nhuận thuần để ước tính lợi nhuận HĐKD cốt lõi của Công ty.

Doanh thu của PLX có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 6,11% trong giai đoạn 2018-2023, được hỗ trợ mảng kinh doanh xăng dầu nhờ tổng sản lượng và giá bán bình quân có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm giai đoạn 2018-2023 lần lượt là 3,96% và 5,4%.

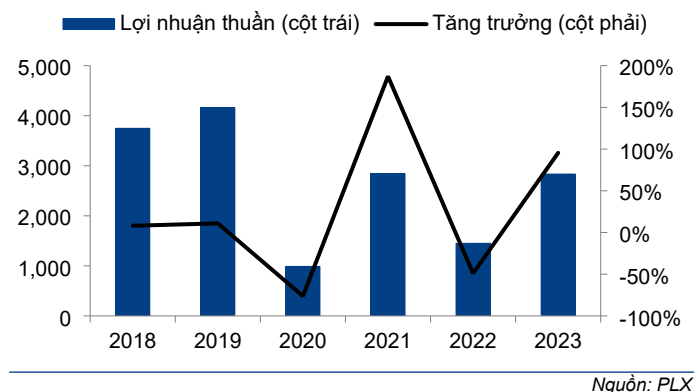
Là mảng kinh doanh cốt lõi, kinh doanh xăng dầu đóng góp 94% doanh thu thuần và 83,3% tổng lợi nhuận gộp trong năm 2023. Tuy nhiên, đây là mảng có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất của PLX, với tỷ suất lợi nhuận gộp dao động từ 3-7%. Điều này là do sự giám sát chặt chẽ của cơ quan chức năng đối với lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu để đảm bảo ổn định kinh tế - xã hội. Biểu đồ 30 và Biểu đồ 31, cho thấy lợi nhuận thuần của PLX biến động tương đồng với biến động của lợi nhuận gộp trên mỗi lít của mảng xăng dầu.

So với các đối thủ có ít mảng kinh doanh hỗ trợ và mạng lưới phân phối hơn hẹp hơn, PLX đang cho thấy khả năng sinh lời cao hơn về tỷ suất lợi nhuận gộp, ROAA và ROAE. Các công ty con đóng góp khoảng 10% vào LNST của PLX, làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp thêm 1-1,1 điểm phần trăm trong những năm gần đây, thể hiện vị thế của PLX so với các đối thủ khác.

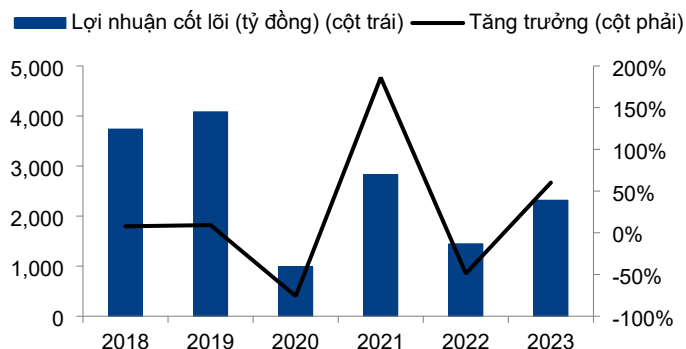
Biểu đồ 28: Doanh thu thuần (nghìn tỷ đồng), PLX



Biểu đồ 29: Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), PLX

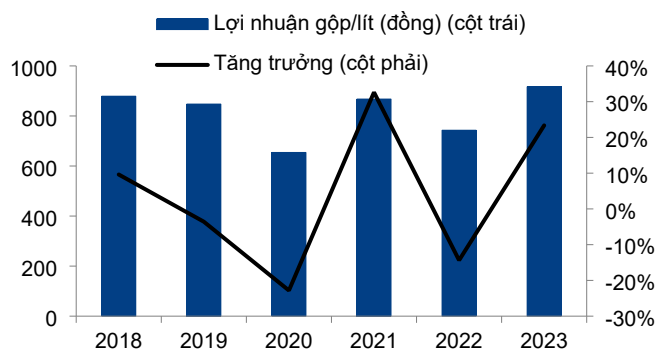


Biểu đồ 30: Lợi nhuận "cốt lõi", PLX



Nguồn: PLX, HSC ước tính

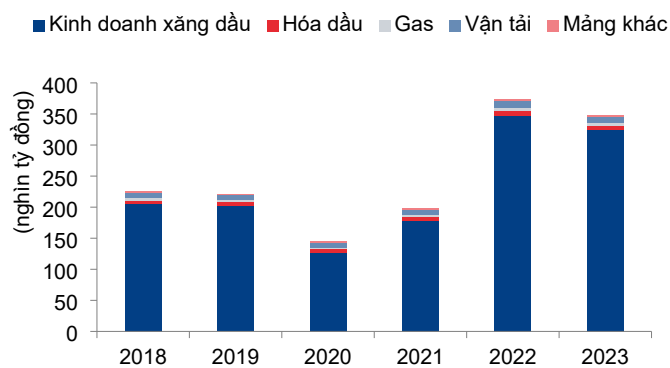
Biểu đồ 31: Lợi nhuận gộp/lít, PLX



Nguồn: PLX, HSC ước tính

Biểu đồ 32: Cơ cấu doanh thu thuần, hợp nhất, PLX

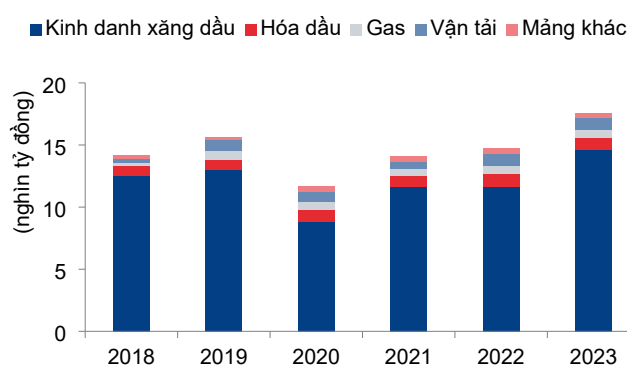
Mảng xăng dầu đóng góp 94% vào tổng doanh thu...



Nguồn: PLX

Biểu đồ 33: Cơ cấu lợi nhuận gộp, trước hợp nhất, PLX

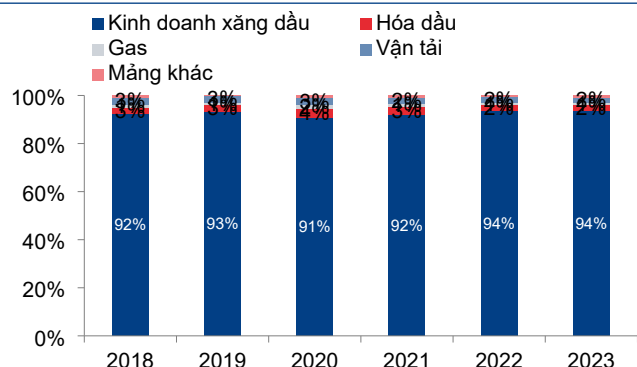
... trong khi chỉ chiếm 88% tổng lợi nhuận gộp



Nguồn: PLX

Biểu đồ 34: Cơ cấu doanh thu thuần (theo tỷ trọng), PLX

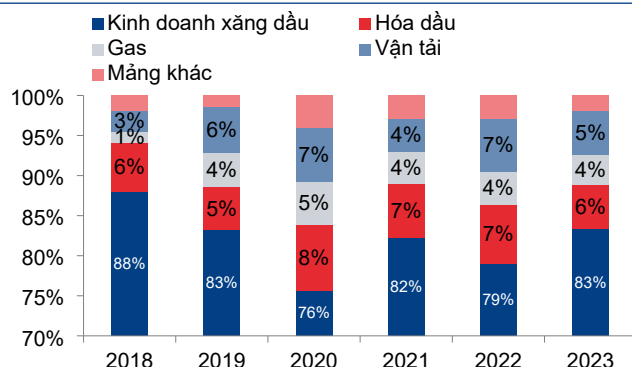
Mảng kinh doanh xăng dầu chiếm 94% tổng doanh thu...



Nguồn: PLX

Biểu đồ 35: Cơ cấu lợi nhuận gộp (theo tỷ trọng), PLX

...trong khi chỉ đóng góp 83% vào lợi nhuận gộp

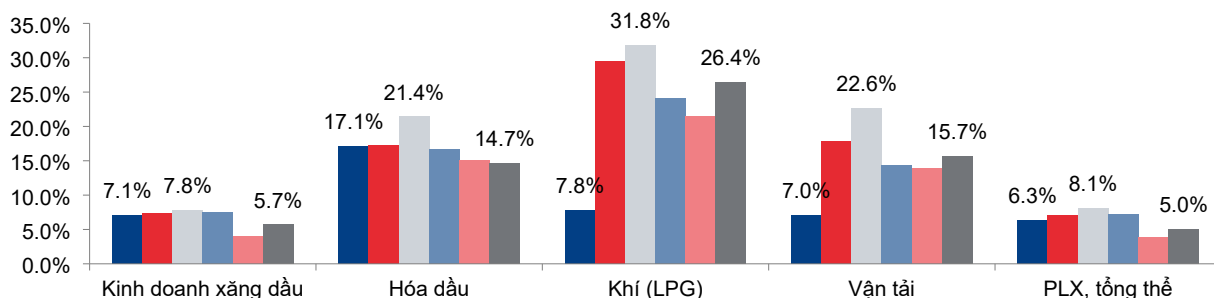


Nguồn: PLX

Biểu đồ 36: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, PLX

Trong khi doanh thu của mảng kinh doanh xăng dầu đóng góp lớn nhất vào tổng doanh thu của PLX thì tỷ suất lợi nhuận gộp lại đóng góp thấp nhất do một số quy định

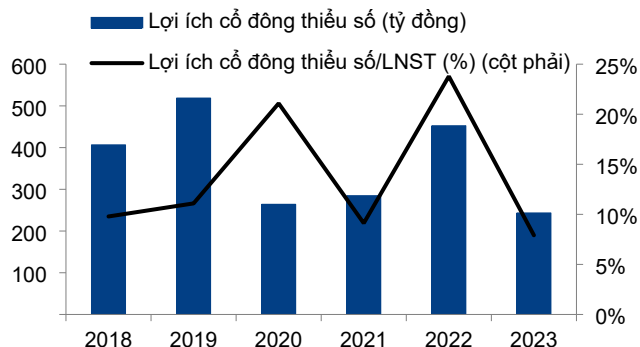
■ 2018 ■ 2019 ■ 2020 ■ 2021 ■ 2022 ■ 2023



Nguồn: PLX, HSC ước tính

Biểu đồ 37: Tỷ trọng lợi ích cổ đông thiểu số, PLX

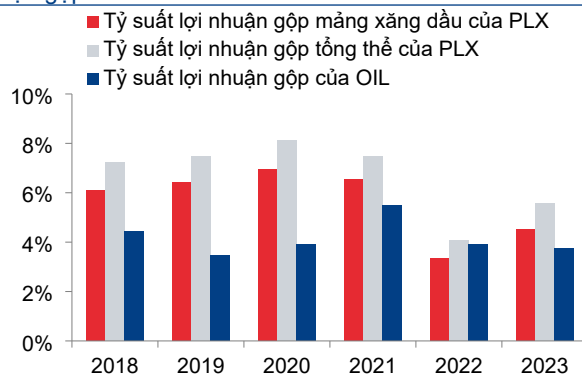
Lợi ích cổ đông thiểu số chiếm khoảng 10% LNST của PLX



Nguồn: PLX

Biểu đồ 38: Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng xăng dầu-PLX, tổng thể PLX và OIL

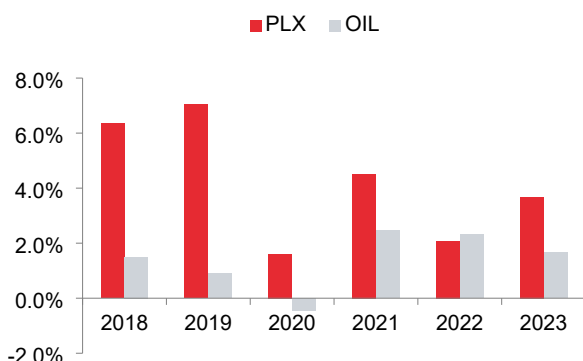
Mảng kinh doanh hỗ trợ nhấn mạnh sự chênh lệch tỷ suất lợi nhuận gộp của PLX so với OIL



Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Biểu đồ 39: So sánh ROAA của OIL, PLX

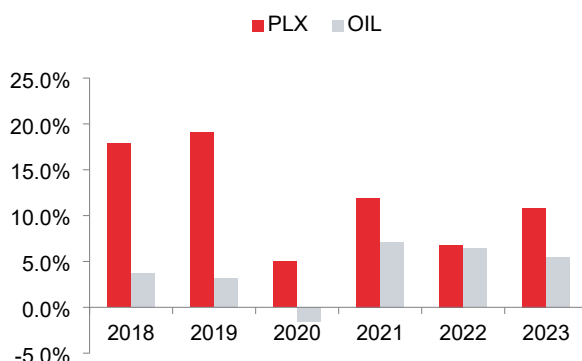
ROAA tổng thể năm 2023 của PLX gấp 2 lần ROAA của OIL ...



Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Biểu đồ 40: So sánh ROAE của OIL, PLX

...và ROAE năm 2023 cũng vậy



Nguồn: PLX, OIL, HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền HĐKD lành mạnh

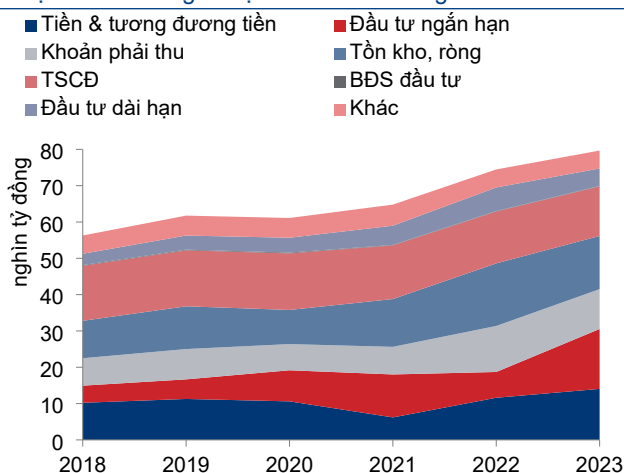
PLX có bảng CĐKT lành mạnh, trong đó tiền mặt và đầu tư ngắn hạn chiếm 38% tổng tài sản tại thời điểm cuối năm 2023. Đầu tư ngắn hạn của PLX bao gồm 73,7% tiền gửi và 26,3% trái phiếu cấp 2 của các ngân hàng nhà nước, cụ thể là BID và CTG. Do đó, các khoản đầu tư này có tính thanh khoản cao và an toàn.

Chỉ 32% tổng tài sản được tài trợ bằng vốn CSH. Về cơ cấu nợ phải trả, các khoản vay có phát sinh lãi ngắn hạn và dài hạn chỉ chiếm 24,8% tổng tài sản. Hầu hết các khoản vay ngắn hạn được tính bằng VND trong khi các khoản vay dài hạn bao gồm cả các khoản vay bằng VND và các khoản vay bằng USD. Lãi suất áp dụng cho các khoản vay tính bằng USD là lãi suất thả nổi.

PLX đã duy trì dòng tiền HĐKD mạnh mẽ trong suốt 10 năm qua (ngoại trừ thời gian giãn cách xã hội do COVID vào năm 2021). Đa phần dòng tiền từ HĐKD có thể đáp ứng được nhu cầu dòng tiền cho các hoạt động đầu tư, cho thấy công ty không phụ thuộc vào nguồn vốn/nợ vay bên ngoài để mở rộng kinh doanh. Dòng tiền ra từ hoạt động tài chính cho thấy sự điều đặn chi trả cổ tức của Công ty.

Biểu đồ 41: Cơ cấu tổng tài sản, PLX

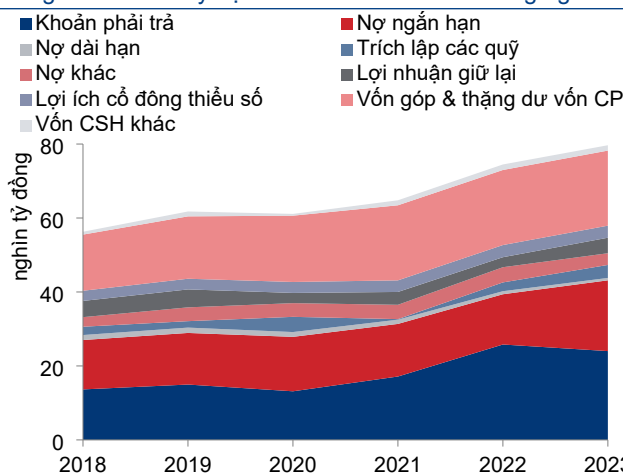
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn chiếm 38% tổng tài sản...



Nguồn: PLX

Biểu đồ 42: Cơ cấu tổng nguồn vốn, PLX

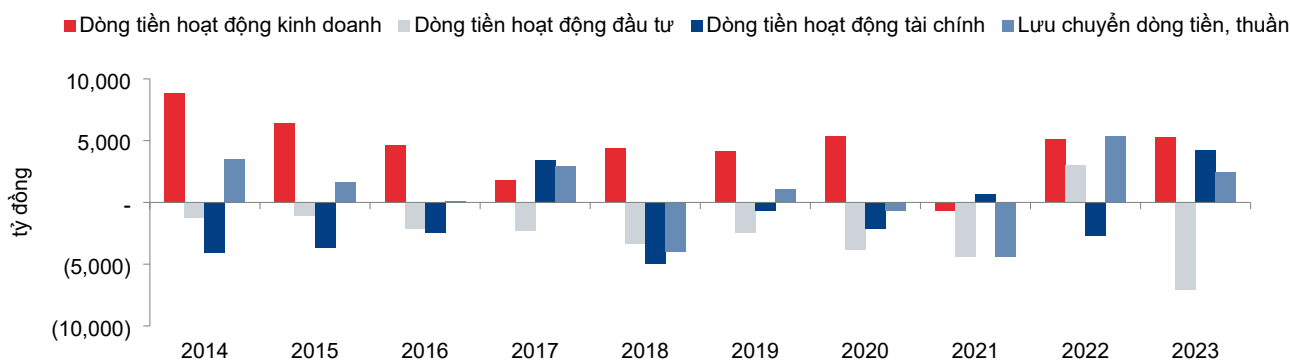
...trong khi khoản vay nợ có sinh lãi chiếm 25% tổng nguồn vốn



Nguồn: PLX

Biểu đồ 43: Phân tích dòng tiền, PLX

Dòng tiền hoạt động kinh doanh mạnh mẽ qua các năm



Nguồn: PLX

Triển vọng

Phát triển các cửa hàng COCO tại các trạm dừng chân dọc theo tuyến cao tốc Bắc - Nam

Giai đoạn 1 của tuyến cao tốc Bắc - Nam (tuyến cao tốc Bắc - Nam phía Đông), từ Cửa khẩu Quốc tế Hữu Nghị đến tỉnh Cà Mau, đã khánh thành dự án thành phần cuối cùng vào tháng 4/2024 tạo ra nhu cầu xây dựng các trạm dừng chân dọc theo tuyến cao tốc.

Vào tháng 8/2023, Bộ Giao thông Vận tải (GTVT) đã phê duyệt việc xây dựng 36 trạm dừng chân trên tuyến cao tốc Bắc - Nam phía Đông. Tại thời điểm cuối tháng 10/2024,

đã có 9 trạm dừng chân đang được xây dựng/hoạt động. Trong số 27 trạm dừng chân còn lại, 1 trạm sẽ do chính quyền địa phương quản lý, 2 trạm do Tổng công ty Đường cao tốc Việt Nam quản lý và Bộ GTVT sẽ tiến hành đấu thầu 24 trạm còn lại.

Theo Cục Đường cao tốc Việt Nam, các nhà đầu tư cho 8 trong số 24 trạm dừng chân thuộc quản lý của Bộ GTVT đã được xác định. Trong số đó, các liên doanh của Petrolimex đã thành công trở thành nhà đầu tư của 3 trong số 8 trạm dừng chân kể trên. Hiện vẫn còn 13 trạm dừng chân cần lựa chọn nhà đầu tư trước cuối năm 2024, để đảm bảo tất cả 36 trạm dừng chân đã được phê duyệt sẽ hoàn thành vào cuối năm 2025.

Cả ba trạm dừng chân mà liên doanh của PLX trở thành nhà đầu tư đều có tổng thời gian thi công là 17 tháng và thời gian vận hành là 25 năm với diện tích mỗi trạm là 6ha. Các thông số kỹ thuật khác của từng dự án như sau:

Bảng 44: Thông tin về ba trạm dừng nghỉ mà liên doanh của PLX trở thành nhà đầu tư

Tổng vốn đầu tư cho ba trạm dừng là 601 tỷ đồng, tương đương 28,6% tổng vốn đầu tư dự kiến cho năm 2025

Trạm	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Chi phí giải phóng mặt bằng (tỷ đồng)	Đóng góp vào ngân sách Nhà nước (tỷ đồng)	Cơ sở hạ tầng
Nha Trang - Cam Lâm	202.8	20.4	107.1	Cấp xăng dầu, khách sạn, nhà hàng, phòng vệ sinh, dịch vụ bảo trì phương tiện
Nghi Sơn – Diễn Châu	196.4	16.7	86	Cấp xăng dầu, khách sạn, nhà hàng, phòng vệ sinh, dịch vụ bảo trì phương tiện, văn phòng du lịch
Mai Sơn – Cao tốc 45	201.7	10.5	111	Cấp xăng dầu, khách sạn, nhà hàng, phòng vệ sinh, dịch vụ bảo trì phương tiện

Nguồn: Bộ Công thương, Báo chí, HSC thu thập

Dự kiến 6 trong số 12 dự án thành phần của giai đoạn 2 tuyến cao tốc Bắc - Nam sẽ hoàn thành vào cuối tháng 4/2025 và các dự án còn lại sẽ được khánh thành vào năm 2026. Do đó, các trạm dừng chân cho những dự án này dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ năm 2026 trở đi.

Việc bắt giữ những đối tượng buôn lậu xăng dầu mang đến cơ hội tăng thị phần

Như đã đề cập, cơ quan chức năng đã tích cực bắt giữ và truy tố những đối tượng phạm tội kinh tế liên quan đến việc sử dụng sai mục đích quỹ bình ổn giá và buôn lậu xăng dầu. Hiện nay, các bên liên quan đến Xuyen Việt Oil, Hải Hà Petro và Hà Lộc ước tính chiếm khoảng 7-8% thị phần phân phối xăng dầu vào năm 2022.

Chúng tôi kỳ vọng rằng PLX, với số lượng cửa hàng bán lẻ lớn nhất trong mạng lưới phân phối, có thể đáp ứng nhu cầu của khách hàng từ các thương nhân bị truy tố nói trên.

Sửa đổi nghị định kinh doanh xăng dầu

Như đã đề cập, Bộ Công Thương đang xin ý kiến về dự thảo lần thứ 4 của nghị định sửa đổi quy định về kinh doanh xăng dầu. Dự thảo này có thể tác động tích cực đến lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX. Chúng tôi coi đây là động lực tăng trưởng cho toàn ngành, và với vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường với số lượng cửa hàng COCO nhiều nhất, PLX sẽ hưởng lợi từ sự thay đổi này.

Dự báo lợi nhuận

Lợi nhuận HĐKD cốt lõi của PLX dự báo sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 7% trong giai đoạn 2023-2026. Kết quả này được đẩy mạnh bởi tổng sản lượng dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 6,4% nhờ nhu cầu vận tải tăng trong bối cảnh giá dầu Brent dự kiến duy trì ở mức thấp, thị phần được phân phối lại từ các đơn vị buôn lậu và hoạt động của CSHT giao thông như các trạm dừng chân dọc theo tuyến cao tốc Bắc - Nam. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu sẽ ở mức vừa phải do giá dầu Brent có thể tiếp tục duy trì ở mức thấp và lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng 19,3% trong năm 2024, giảm 8,7% trong năm 2025 và tăng trưởng 12,6% trong năm 2026.

Tóm tắt KQKD 9 tháng đầu năm 2024

PLX ghi nhận lợi nhuận thuần Q3/2024 đạt 65 tỷ đồng (giảm 91% so với cùng kỳ và giảm 96% so với quý trước). Lợi nhuận thuần kém tích cực là do sự sụt giảm của lợi nhuận gộp (giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 25% so với quý trước).

Lưu ý, PLX đã ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 516 tỷ đồng (sau thuế) từ thoái vốn PGBank (UPCoM: PGB, chưa khuyến nghị) trong Q3/2023. Nếu không tính đến khoản lợi nhuận bất thường này, PLX ghi nhận lợi nhuận thuần giảm mạnh 71% so với cùng kỳ trong Q3/2024 nhưng lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng 42% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2024.

Bảng 45: KQKD Q3/2024, PLX

Lợi nhuận thuần "cốt lõi" của PLX 9 tháng đầu năm 2024 tăng 42% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q3/2023	Q3/2024	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T2024	So với cùng kỳ
Doanh thu	72,414	64,324	-11%	-13%	212,990	4%
Giá vốn hàng bán	(68,635)	(60,888)	-11%	-12%	(200,278)	3%
Lợi nhuận gộp	3,780	3,436	-9%	-25%	12,712	13%
Lợi nhuận gộp hoạt động	454	(150)	-133%	-112%	2,319	32%
Thu nhập tài chính	1,189	496	-58%	26%	1,341	-37%
Chi phí tài chính	(627)	(232)	-63%	-31%	(942)	-31%
Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết	137	109	-20%	-34%	385	-20%
Thu nhập khác	27	19	-31%	-66%	96	21%
Lợi nhuận thuần	738	65	-91%	-95%	2,343	8%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	516	0	-100%	N/a	0	-100%
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	222	65	-71%	-95%	2,343	42%

Nguồn: PLX, HSC ước tính

Lợi nhuận gộp sụt giảm đáng kể là do với lợi nhuận gộp mảng phân phối xăng dầu Q3/2024 giảm 9% so với cùng kỳ và 26% so với quý trước, trong khi lợi nhuận gộp mảng khí ghi nhận cải thiện 18% so với cùng kỳ.

Bảng 46: KQKD theo mảng Q3/2024, PLX

Mảng phân phối sản phẩm dầu mỏ ghi nhận khoản lỗ hoạt động ròng 177 tỷ đồng trong quý 3 năm 2024

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	So với cùng kỳ	Q2/24	So với quý trước	9T23	9T24	Sv cùng kỳ
Doanh thu	72,414	64,324	-11%	73,559	-13%	205,596	212,990	4%
Kinh doanh xăng dầu & mảng khác	69,706	61,786	-11%	70,804	-13%	197,289	205,095	4%
Hóa dầu	1,924	1,468	-24%	1,741	-16%	5,774	4,808	-17%
LPG	784	1,070	37%	1,014	6%	2,533	3,087	22%
Lợi nhuận gộp	3,780	3,436	-9%	4,606	-25%	11,270	12,712	13%
Kinh doanh xăng dầu & mảng khác	3,404	3,096	-9%	4,212	-26%	10,085	11,607	15%
Hóa dầu	222	159	-29%	217	-27%	727	580	-20%
LPG	153	181	18%	176	3%	458	525	15%
Lợi nhuận HĐ	454	(150)	-133%	1,237	-112%	1,752	2,319	32%
Kinh doanh xăng dầu & mảng khác	339	(177)	N/a	1,164	N/a	1,432	2,201	54%
Hóa dầu	92	2	-98%	38	-95%	227	30	-87%
LPG	23	25	7%	35	-30%	94	88	-6%

PLX, HSC ước tính

Sự sụt giảm lợi nhuận gộp mảng phân phối xăng dầu là do lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu giảm xuống 848đ (giảm 9% so với cùng kỳ) trong Q3/2024 từ mức 934đ

trong Q3/2023 và tổng sản lượng tiêu thụ đi ngang. Kết quả này là do giá dầu Brent suy yếu trong Q3/2024, giảm 7,7% so với cùng kỳ và 5,5% so với quý trước.

Bảng 47: HĐKD xăng dầu 9 tháng đầu năm 2024, PLX

Lợi nhuận gộp/lít giảm 9% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ đi ngang

Tỷ đồng	Q3/23	Q3/24	So với cùng kỳ	Q2/24	So với quý trước	9T23	9T24	Sv cùng kỳ
Doanh thu xăng dầu	69,706	61,786	-11%	70,804	-13%	197,289	205,095	4%
Lợi nhuận gộp xăng dầu	3,404	3,096	-9%	4,212	-26%	10,085	11,607	15%
Tổng sản lượng tiêu thụ* (ngìn m ³)	3,644	3,653	0%	3,781	-3%	11,100	11,182	1%
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	934	848	-9%	1,114	-24%	909	1,038	14%

Ghi chú: Tổng sản lượng ước tính dựa trên sản lượng tiêu thụ trong nước và cơ cấu sản lượng cuối năm 2023.
Nguồn: PLX, HSC ước tính

Dự báo cho năm 2024 và những năm tiếp theo

Dựa trên sản lượng tiêu thụ trong nước 9 tháng đầu năm 2024, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ của PLX sẽ tăng trưởng vừa phải 2,3% trong năm 2024. Cho năm 2025, sản lượng phân phối xăng dầu dự báo tăng trưởng 7%, cao hơn một chút so với tăng trưởng GDP nhờ giá bán thấp thúc đẩy nhu cầu vận tải và việc giành thêm thị phần từ các đơn vị buôn lậu.

Cho năm 2026, sản lượng của PLX dự báo tăng trưởng 10%, bao gồm 6% từ việc nhu cầu tăng trưởng tự nhiên và 4% từ việc giá sản phẩm xăng dầu tiếp tục ở mức thấp, cùng với sự hoạt động của các cửa hàng COCO bổ sung tại các trạm dừng chân trên tuyến cao tốc.

Giả sử không có sự thay đổi trong cơ cấu sản phẩm và đóng góp từ các kênh phân phối, lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX dự báo sẽ biến động cùng chiều với giá dầu Brent.

Bảng 48: Giả định cho giai đoạn 2024-26F, PLX

Dự báo hiện tại của HSC dựa trên giả định giá dầu Brent năm 2025 và 2026 lần lượt là 76,7 USD/thùng và 75 USD/thùng

	2023A	2024F	2025F	2026F
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82.6	81.0	76.7	75.0
<i>Tăng trưởng (%)</i>		<i>-1.9%</i>	<i>-5.3%</i>	<i>-2.2%</i>
Lợi nhuận gộp/lít (đồng)	916	911	900	910
<i>Tăng trưởng (%)</i>		<i>-0.7%</i>	<i>-1.2%</i>	<i>1.1%</i>
Tổng sản lượng (nghìn m ³)	14,395	14,726	15,757	17,333
<i>Tăng trưởng (%)</i>		<i>2.3%</i>	<i>7.0%</i>	<i>10.0%</i>

Nguồn: Giả định giá dầu Brent theo Bloomberg, HSC ước tính

Dựa trên các giả định chính nêu trên, cho năm 2024, lợi nhuận thuần dự báo đạt 2.612 tỷ đồng (giảm 7,8%). Như đã đề cập trong phần tóm tắt KQKD 9 tháng đầu năm 2024, PLX đã ghi nhận khoản lợi nhuận không thường xuyên 516 tỷ đồng từ việc thoái vốn PGBank (UPCoM: PGB) trong Q3/2023. Không tính đến khoản mục này, lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi của PLX dự báo tăng trưởng lần lượt 12,7% và -8,7% trong năm 2024-2025. HSC đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024, theo đó lợi nhuận thuần Q4/2024 đạt 268 tỷ đồng (giảm 59,5% so với cùng kỳ nhưng tăng 316% so với quý trước) dựa trên giả định sản lượng Q4/2024 sẽ tăng 10% so với cùng kỳ, duy trì tốc độ tăng trưởng sản lượng như trong tháng 10/2024.

Cho năm 2025, lợi nhuận thuần dự báo đạt 2.384 tỷ đồng (giảm 8,7%). Lợi nhuận thuần dự báo giảm trong năm 2025 do chúng tôi giả định giá dầu Brent ở mức thấp. Cho năm 2026, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu sẽ phục hồi nhờ giá dầu Brent ổn định và sản lượng tiêu thụ tăng trưởng nhờ hoạt động của các trạm dừng chân liên doanh của PLX trên tuyến cao tốc Bắc - Nam, dẫn đến lợi nhuận thuần tăng trưởng 12,6%.

Như đã đề cập trước đó, dự thảo nghị định sửa đổi quy định về kinh doanh xăng dầu có thể giúp PLX mở rộng lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự thảo này vẫn cần được sửa đổi thêm, nên chưa đưa yếu tố này vào dự báo hiện tại.

Bảng 49: Dự báo giai đoạn 2024-26, PLX

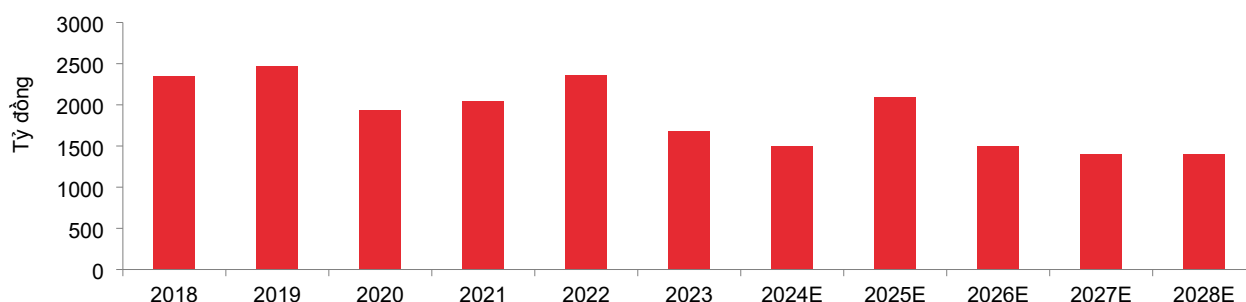
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi' ước tính tăng trưởng với tốc độ CAGR là 5%

Tỷ đồng	2023	2024F	Tăng trưởng	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	273,979	255,336	-6.8%	259,737	1.7%	278,139	7.1%
Lợi nhuận gộp	15,264	15,505	1.6%	16,252	4.8%	17,843	9.8%
Thu nhập tài chính	2,743	2,139	-22.0%	1,560	-27.1%	1,611	3.3%
Chi phí tài chính	(1,723)	(1,532)	-11.1%	(934)	-39.0%	(894)	-4.3%
Chi phí BH&QL	(13,089)	(13,191)	0.8%	(14,273)	8.2%	(15,541)	8.9%
Lợi nhuận/(lỗ) hoạt động	3,818	3,494	-8.5%	3,178	-9.1%	3,594	13.1%
Lợi nhuận thuần	2,834	2,612	-7.8%	2,384	-8.7%	2,683	12.6%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	516	-	-100.0%	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	2,317	2,612	12.7%	2,384	-8.7%	2,683	12.6%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 50: Chi phí đầu tư thực hiện và kế hoạch, PLX

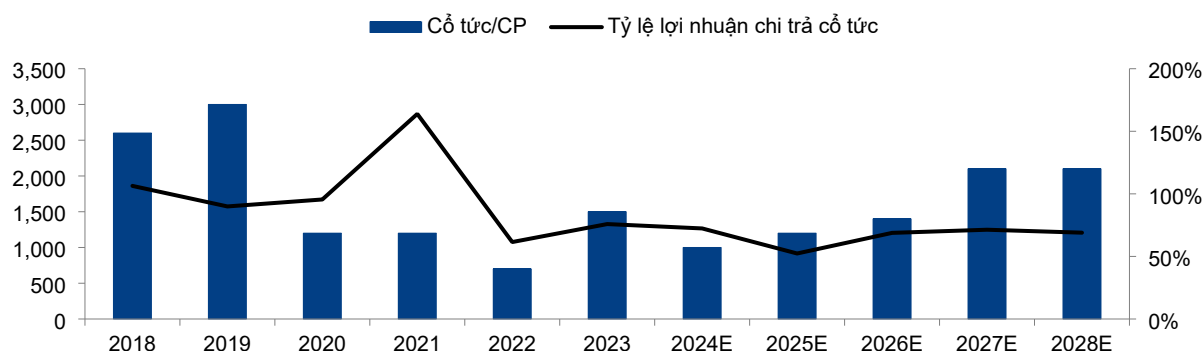
Chi phí đầu tư cho 3 trạm dừng nghỉ dự kiến tăng đáng kể trong năm 2025 trong khi kế hoạch mở rộng mạng lưới không thay đổi



Nguồn: PLX, HSC ước tính

Biểu đồ 51: Cổ tức/cổ phiếu (đồng) và tỷ lệ chi trả (%) – thực hiện và dự báo, PLX

HSC dự báo PLX sẽ duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức là 70%



Nguồn: PLX, HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC khuyến nghị lần đầu Tăng tỷ trọng đối với PLX với giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 45.300đ (tiềm năng tăng giá 13,3%), tương đương P/E dự phóng năm 2024-2205 lần lượt là 22,5 lần và 24,6 lần. Sau khi giá cổ phiếu giảm 4,4% trong 1 tháng qua và tăng 16,2% trong 1 năm qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 20,2 lần. Là thương nhân xăng dầu với mạng lưới rộng khắp với nhiều mảng kinh doanh hỗ trợ, PLX đang có vị thế thuận lợi để giành thị phần nhờ việc Chính phủ tăng cường trấn áp nạn buôn lậu xăng dầu và phát triển CSHT giao thông trên cả nước.

Phương pháp định giá

HSC áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PLX trong năm 2025. Trong đó, giả định WACC là 9,2% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% Các giả định chính của chúng tôi được trình bày như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 4%, áp dụng nhất quán cho toàn bộ các công ty trong danh sách khuyến nghị.
- Giả định WACC là 9,2%, được tính toán dựa trên giả định phân bù rủi ro vốn CSH là 7,5% (áp dụng chung cho toàn bộ các công ty trong danh sách nghiên cứu) và chi phí nợ trước thuế là 4%.
- Beta ở mức 0,97, được tính toán dựa trên số liệu 1 năm qua.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%.
- Chúng tôi cộng khoản đầu tư ngắn hạn vào nợ thuần được sử dụng trong tính toán DCF. Cách làm này giống với một công ty phân phối xăng dầu khác là PVOIL (UPCoM: OIL).
- Thời gian tính DCF kéo dài đến năm 2028.

Chúng tôi tóm tắt tính toán và giả định định giá trong Bảng 52Bảng 52-Bảng 55.

Bảng 52: Định giá DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi, PLX

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	2,314	1,979	2,303	4,216	3,488
Lợi nhuận thuần không sử dụng vốn vay	1,851	1,583	1,842	3,373	2,790
Cộng: khấu hao	2,336	2,456	2,541	2,621	2,701
Trừ: vốn đầu tư	-1,500	-2,100	-1,500	-1,400	-1,400
Trừ: tăng vốn lưu động	547	-64	-223	-347	-266
Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay	3,234	1,875	2,660	4,247	3,825
Chiết khấu		1.0	1.1	1.2	1.3
Giá trị hiện tại của UFCF		1,875	2,436	3,561	2,936
Tổng giá trị hiện tại		10,808			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 53: Tính toán giá trị vốn CSH cho mảng kinh doanh cốt lõi, PLX

Tỷ đồng	
Giá trị hiện tại giai đoạn 2025-28	10,808
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Giá trị dài hạn	41,574
Giá trị hợp lý của mảng kinh doanh chính	49,871
Trừ nợ ròng	-11,998
Trừ lợi ích cổ đông thiểu số	3,224
Vốn hóa	58,645
Giá mục tiêu (đồng)	45,300
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,293.9

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 54: Tính toán WACC, PLX

Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phân bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta (lần)	1.0
Chi phí vốn CSH (%)	11.3%
Lãi suất bình quân	3.8%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế (%)	2.9%
Tỷ trọng nợ	24.8%
WACC (%)	9.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 55: Phân tích độ nhạy, PLX

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

		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	6.5%	55,800	52,600	49,900	47,400	45,200
	7.0%	52,700	50,000	47,500	45,300	43,300
	7.5%	50,000	47,600	45,300	43,300	41,500
	8.0%	47,600	45,400	43,400	41,500	39,900
	8.5%	45,500	43,400	41,600	39,900	38,400

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

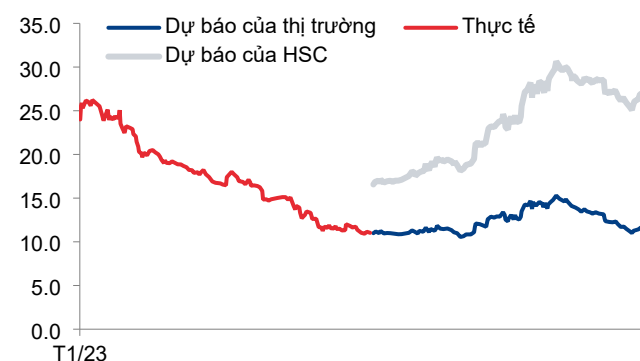
Sau khi giá cổ phiếu giảm 4,4% trong 1 tháng qua nhưng tăng 16,2% trong 1 năm qua, PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,1 lần (Biểu đồ 56-Biểu đồ 57).

So với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX có vẻ kém hấp dẫn hơn về hầu hết các chỉ số định giá, với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2025 cao hơn lần lượt 19% và 18%. Tuy nhiên, PLX có ROE dự phóng năm 2025 là 13,8%, cao hơn 19% so với ROE bình quân của các công ty cùng ngành. Do đó, mức định giá cao hơn này là hợp lý.

HSC nhận thấy PLX đang có EV/EBITDA thấp hơn 26% và 36% so với các công ty cùng ngành trong nước trong lĩnh vực Dầu khí, bù đắp cho ROE dự phóng năm 2025 dự kiến ở mức thấp là 2%.

Biểu đồ 56: P/E trượt dự phóng 1 năm

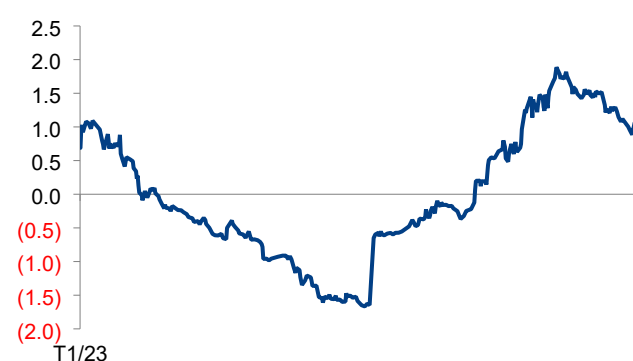
PLX đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 26,9 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 57: Độ lệch chuẩn so với bình quân

... cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 58: So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực, PLX

PLX hiện giao dịch ở mức cao hơn 21% bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực theo P/E 2024

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

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 59: So sánh với các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị, PLX

PLX hiện giao dịch với mức giá chiết khấu đáng kể so với bình quân các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị theo EV/EBITDA

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2024	EV/EBITDA 2025	P/E 2024	P/E 2025	P/B 2024	P/B 2025	ROE 2025 (%)
VN National Petroleum Gp.	2,042	11.3	12.0	19.6	21.7	2.1	2.1	9.7
PetroVietnam Oil Corp.	592	21.7	28.7	20.6	23.4	1.1	1.1	4.8
PetroVietnam Drill. & Well	520	6.9	6.0	15.0	10.2	0.8	0.8	8.0
PetroVietnam Gas	6,433	10.1	7.6	15.0	10.9	2.7	2.4	23.9
PetroVietnam Tech'l Services	649	24.2	48.2	14.8	12.2	1.3	1.2	10.0
Binh Son Refining & Petroch.	2,410	17.9	10.1		46.3	1.1	1.0	2.9
Bình quân	2,107	15.4	18.8	17.0	20.8	1.5	1.4	9.9
PLX (thấp)/cao hơn so với bình quân	-3%	-26%	-36%	15%	5%	41%	45%	-2%
Bình quân không bao gồm OIL	2,120	16.2	20.1	16.3	20.6	1.4	1.3	9.9
PLX (thấp)/cao hơn so với bình quân	-4%	-30%	-40%	20%	5%	53%	59%	-2%

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro đối với quan điểm đầu tư của HSC

Rủi ro giảm giá

Khó kiểm soát lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu

Hiện tại, lợi nhuận định mức quy định ở mức 300đ/lít. HSC dự báo các cơ quan chức năng sẽ tiếp tục giám sát lợi nhuận định mức của các thương nhân xăng dầu nhằm ổn định hoạt động kinh tế - xã hội.

Vì PLX có số lượng cửa hàng COCO nhiều nhất nên việc chiết khấu cho các đại lý phân phối DODO/cấp thấp hơn sẽ gây ra tác động nhỏ hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác như PVOIL. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng PLX có thể đưa ra mức chiết khấu cao hơn cho các đối tác phân phối cấp thấp hơn để giành thêm thị phần, dẫn đến làm giảm lợi nhuận gộp thực tế trên mỗi lít xăng dầu.

Giá dầu thô giảm

Việc giá dầu Brent giảm xuống dưới mức giá định có thể là rủi ro giảm giá đối với khuyến nghị của chúng tôi. Điều này có thể xảy ra theo hai cách: (1) tác động trực tiếp giữa giá nhập hàng và giá bán lẻ; (2) trích lập dự phòng hàng tồn kho.

Về HDKD, các thương nhân đầu mối được yêu cầu dự trữ lượng hàng tồn kho bằng 20 ngày bán hàng. Do đó, khi giá dầu thô giảm, lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu sẽ giảm sút do hoạt động nhập hàng trước đó được thực hiện ở mức giá cao hơn nhiều. Khi giá dầu thô đi ngang hoặc tăng, tỷ suất lợi nhuận dự kiến sẽ không bị ảnh hưởng.

Về mặt tài chính, giá dầu thô giảm dẫn đến giá trị thị trường của hàng tồn kho của PLX tại ngày báo cáo giảm, điều này buộc Công ty phải trích lập dự phòng tổn thất hàng tồn kho trong giá vốn hàng bán.

Tiềm năng tăng giá

Giá dầu thô thực tế cao hơn dự kiến

Ngược lại với rủi ro giảm giá, lợi nhuận gộp trên mỗi lít xăng dầu của PLX thường biến động cùng chiều với giá dầu thô. Do đó, giá dầu Brent cao hơn dự kiến có thể mang lại tiềm năng tăng giá cho dự báo và khuyến nghị của HSC.

Dự kiến điều chỉnh tăng chi phí định mức

Dự thảo lần 4 Nghị định kinh doanh xăng dầu gần đây nhất đã đề xuất thay đổi cách tính chi phí định mức, một thành phần trong giá bán lẻ xăng dầu. Nếu được thông qua, Nghị định này sẽ là động lực cho toàn ngành vì sẽ giúp các thương nhân phân phối xăng dầu cải thiện tỷ suất lợi nhuận.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	304,064	273,979	255,336	259,737	278,139
Lợi nhuận gộp	12,320	15,264	15,505	16,252	17,843
Chi phí BH&QL	(11,323)	(13,089)	(13,191)	(14,273)	(15,541)
Thu nhập khác	396	195	174	174	174
Chi phí khác	(68.5)	(65.3)	(43.5)	(43.5)	(43.5)
EBIT	1,325	2,304	2,444	2,109	2,433
Lãi vay thuần	242	1,019	607	626	717
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	703	624	574	574	574
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	2,270	3,947	3,625	3,309	3,724
Chi phí thuế TNDN	(368)	(870)	(723)	(660)	(743)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(452)	(243)	(290)	(265)	(298)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,450	2,834	2,612	2,384	2,683
Lợi nhuận thuần ĐC	1,450	2,834	2,612	2,384	2,683
EBITDA ĐC	3,493	4,489	4,780	4,565	4,974
EPS (đồng)	1,120	2,190	2,019	1,843	2,074
EPS ĐC (đồng)	1,120	2,190	2,019	1,843	2,074
DPS (đồng)	700	1,500	1,000	1,200	1,400
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)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	11,606	14,048	15,210	14,453	13,364
Đầu tư ngắn hạn	7,098	16,496	15,373	15,638	16,746
Phải thu khách hàng	12,674	10,975	9,695	9,862	10,561
Hàng tồn kho	17,232	14,640	13,602	13,809	14,763
Các tài sản ngắn hạn khác	1,560	1,148	1,277	1,299	1,391
Tổng tài sản ngắn hạn	50,170	57,307	55,157	55,061	56,825
TSCĐ hữu hình	12,516	12,230	11,465	11,109	10,068
TSCĐ vô hình	2,325	2,344	2,374	2,374	2,374
Bất động sản đầu tư	121	116	113	113	113
Đầu tư dài hạn	3,354	3,425	1,647	1,647	1,647
Đầu tư vào Cty LD,LK	3,145	1,387	1,443	1,443	1,443
Tài sản dài hạn khác	2,845	2,866	3,049	3,093	3,294
Tổng tài sản dài hạn	24,305	22,369	20,091	19,779	18,940
Tổng cộng tài sản	74,476	79,676	75,248	74,840	75,764
Nợ ngắn hạn	13,590	19,135	18,135	17,135	16,135
Phải trả người bán	24,221	22,157	20,386	20,696	22,125
Nợ ngắn hạn khác	6,205	5,979	6,145	6,083	6,263
Tổng nợ ngắn hạn	45,695	49,661	46,860	45,943	46,793
Nợ dài hạn	823	647	550	550	550
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	19.9	22.0	97.9	97.9	97.9
Nợ dài hạn khác	116	142	142	142	142
Tổng nợ dài hạn	959	810	790	790	790
Tổng nợ phải trả	46,693	50,474	47,682	46,766	47,615
Vốn chủ sở hữu	24,493	25,940	24,342	24,851	24,925
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,290	3,263	3,224	3,224	3,224
Tổng vốn chủ sở hữu	27,783	29,202	27,566	28,074	28,149
Tổng nợ phải trả và VCSH	74,476	79,676	75,248	74,840	75,764
BVPS (đ)	18,930	20,048	18,813	19,206	19,264
Nợ thuần*/(tiền mặt)	2,807	5,734	3,475	3,233	3,321

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	1,325	2,304	2,444	2,109	2,433
Khấu hao	(2,168)	(2,185)	(2,336)	(2,456)	(2,541)
Lãi vay thuần	242	1,019	607	626	717
Thuế TNDN đã nộp	(368)	(870)	(723)	(660)	(743)
Thay đổi vốn lưu động	1,686	1,315	744	(280)	(751)
Khác	37.7	(680)	(621)	(276)	(37.7)
LCT thuần từ HKKD	5,092	5,274	4,787	3,975	4,160
Đầu tư TS dài hạn	(2,120)	(1,652)	(1,500)	(2,100)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	(19,911)	(28,587)	(31,860)	(31,002)	(32,375)
Thanh lý	23,937	21,750	32,982	30,737	31,267
Khác	1,339	1,447	1,534	1,626	1,723
LCT thuần từ HĐĐT	3,004	(7,075)	(378)	(2,365)	(2,608)
Cổ tức trả cho CSH	(1,746)	(1,100)	(2,051)	(1,367)	(1,641)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(961)	5,344	(1,197)	(1,000)	(1,000)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(2,706)	4,245	(3,247)	(2,367)	(2,641)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	6,192	11,606	14,048	15,210	14,453
LCT thuần trong kỳ	5,389	2,443	1,162	(757)	(1,088)
Ảnh hưởng của tỷ giá	24.1	(1.08)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	11,606	14,048	15,210	14,453	13,364
Dòng tiền tự do	2,971	3,622	3,287	1,875	2,660

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.05	5.57	6.07	6.26	6.42
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.15	1.64	1.87	1.76	1.79
Tỷ suất LNT (%)	0.48	1.03	1.02	0.92	0.96
Thuế TNDN hiện hành (%)	16.2	22.0	19.9	19.9	19.9
Tăng trưởng doanh thu (%)	79.9	(9.89)	(6.80)	1.72	7.08
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(34.1)	28.5	6.48	(4.51)	8.98
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(48.9)	95.5	(7.84)	(8.72)	12.6
Tăng trưởng EPS (%)	(48.9)	95.5	(7.84)	(8.72)	12.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(48.9)	95.5	(7.84)	(8.72)	12.6
Tăng trưởng DPS (%)	(41.7)	114	(33.3)	20.0	16.7
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	62.5	68.5	49.5	65.1	67.5
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	5.84	11.2	10.4	9.69	10.8
ROACE (%)	4.54	7.84	8.37	7.36	8.41
Vòng quay tài sản (lần)	4.37	3.55	3.30	3.46	3.69
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	3.84	2.29	1.96	1.88	1.71
Số ngày tồn kho	21.6	20.7	20.7	20.7	20.7
Số ngày phải thu	15.9	15.5	14.8	14.8	14.8
Số ngày phải trả	30.3	31.3	31.0	31.0	31.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	12.9	23.2	15.3	14.1	14.4
Nợ/tài sản (%)	19.8	25.2	25.2	24.0	22.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	4.22	4.47	3.96	3.93	3.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.10	1.15	1.18	1.20	1.21
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.18	0.21	0.22	0.21	0.20
EV/EBITDA ĐC (lần)	15.6	12.8	11.6	12.0	11.1
P/E (lần)	35.7	18.3	19.8	21.7	19.3
P/E ĐC (lần)	35.7	18.3	19.8	21.7	19.3
P/B (lần)	2.11	2.00	2.13	2.08	2.08
Lợi suất cổ tức (%)	1.75	3.75	2.50	3.00	3.50

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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