



## Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX)

MUA +23,9%

Ngành	Xăng dầu
Ngày báo cáo	10/07/2024
Giá hiện tại	46.000 VND
Giá mục tiêu	55.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	44.500 VND
TL tăng	19,6%
Lợi suất cổ tức	4,3%
Tổng mức sinh lời	23,9%
GT vốn hóa	58,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	1,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	90 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	76%
SL cổ phiếu lưu hành	1,27 tỷ
Pha loãng	1,27 tỷ

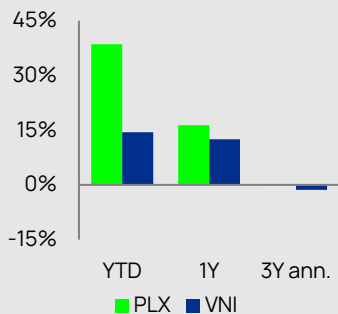
	PLX	Peers*	VNI
P/E (trượt)	19,7x	10,4x	15,9x
P/B (ht)	2,2x	1,7x	1,8x
ROE	12,5%	15,3%	12,1%
ROA	4,4%	7,7%	1,9%

\* Các CT cùng ngành trong khu vực

### Tổng quan Công ty

Petrolimex (PLX) là công ty hàng đầu trong mảng phân phối sản phẩm xăng dầu với 50% thị phần. PLX có 2.700 trạm COCO (do chính công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ) và 2.800 trạm DODO (do đại lý sở hữu và vận hành, bán buôn). Các mảng kinh doanh khác bao gồm hóa dầu (dầu nhờn, nhựa đường), khí hóa lỏng (LPG), vận chuyển xăng dầu, và bảo hiểm.

### Diễn biến giá cổ phiếu



**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

**Đình Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	273.979	285.907	258.275	267.433
% YoY	-9,9%	4,4%	-9,7%	3,5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.834	3.789	5.196	6.007
% YoY	95,5%	33,7%	37,1%	15,6%
EPS	95,5%	33,7%	37,1%	15,6%
Biên LN gộp	5,6%	6,4%	7,4%	7,4%
Biên LN ròng	1,0%	1,3%	2,0%	2,2%
ROE	9,9%	12,5%	15,7%	16,7%
Nợ ròng/vốn CSH	-29,7%	-28,5%	-31,4%	-37,9%
Lợi suất cổ tức	3,3%	4,3%	6,5%	6,5%
Cổ tức (đồng)	1.500	2.000	3.000	3.000
P/E	22,7x	17,0x	12,4x	10,7x
Giá CP/DTHĐ	11,1x	19,3x	12,2x	8,1x
EV/EBITDA	11,9x	7,8x	6,2x	5,5x

### Chi phí kinh doanh định mức tăng và giá mới thúc đẩy nâng tầm giá trị

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 24% giá mục tiêu cho PLX lên 55.000 đồng/CP và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 tăng 11% (thay đổi +4%/+14%/+13%/+12%/+12% lần lượt trong các năm 2024/25/26/27/28) và (2) giả định tốc độ tăng trưởng cuối của chúng tôi tăng từ 2% lên 3%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E năm 2024/2025 lần lượt là 20,3 lần/14,8 lần, so với P/E trung bình 5 năm lịch sử của PLX là 20,3 lần.
- Dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS tăng là do lợi nhuận gộp trên mỗi lít cao hơn khoảng 5% sau khi Bộ Công Thương và Bộ Tài chính điều chỉnh chi phí kinh doanh định mức cho các sản phẩm xăng dầu, có hiệu lực từ ngày 04/07.
- Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2024 sẽ tăng 34% do (1) sản lượng thương phẩm trong nước tăng 4% YoY và (2) lợi nhuận gộp trên mỗi lít tăng 9% YoY, vượt xa khoản lỗ mà chúng tôi ước tính là khoảng 300 tỷ đồng từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào. Sản lượng trong nửa đầu năm 2024 của PLX tăng 1% YoY.
- Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 sẽ tăng 37% YoY và LNST cốt lõi tăng 30% YoY.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS báo cáo đạt 28% cho giai đoạn 2023-2026, nhờ tăng trưởng sản lượng là 4,1%/năm và dự kiến biên lợi nhuận gộp tăng lên 7,4% trong năm 2025/2026 so với mức trung bình trước đại dịch Covid 19 là 8,6%, theo kỳ vọng Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu sẽ được phê duyệt vào cuối năm 2024.
- Định giá của PLX là khá hấp dẫn với P/E năm 2025 là 12,4 lần, thấp hơn 24% so với mức của các công ty cùng ngành tương đồng nhất (PTT Retail & Oil của Thái Lan) và thấp hơn 37% so với P/E trung bình 5 năm trước đây của công ty. Chúng tôi dự báo cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu sẽ tăng gấp đôi trong năm 2025 so với năm 2023 (lợi suất tương ứng là 6,5%) do lượng tiền mặt ròng ngày càng tăng của PLX.
- Rủi ro:** Giá dầu biến động bất lợi; rủi ro chính sách (số ngày tồn kho cao hơn), lỗ tỷ giá.

**Chúng tôi tăng giả định về tổng lợi nhuận gộp trên mỗi lít, phản ánh mức tăng trong chi phí định mức.** Vào ngày 04/7, Bộ Công Thương đã thông qua phương án tăng chi phí định mức cho mỗi lít xăng và dầu diesel từ 60 đồng và 140 đồng lên 1.140 đồng (+6%, gấp 2 lần mức tăng vào năm 2023) và 1.170 đồng (+14%, gấp 4,7 lần mức tăng vào năm 2023), điều này sẽ giúp tăng giá xăng dầu. Vào tháng 7/2023, chi phí định mức trên mỗi lít xăng và dầu diesel tăng lần lượt 30 đồng lên 1.080 đồng và 1.030 đồng, giúp LNST quý 1/2024 của PLX tăng 73% YoY (xem Hình 22). Chúng tôi cho rằng các mức tăng này sẽ cải thiện khả năng trang trải chi phí kinh doanh thực tế của PLX. Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp thực tế trên mỗi lít của PLX vào khoảng 80% tổng chi phí và lợi nhuận định mức trong giai đoạn 2020-2023, do giá dầu biến động mạnh, trái ngược với lợi nhuận gộp trên mỗi lít là khoảng 95% tổng chi phí vận hành & lợi nhuận định mức trước đại dịch Covid 19.

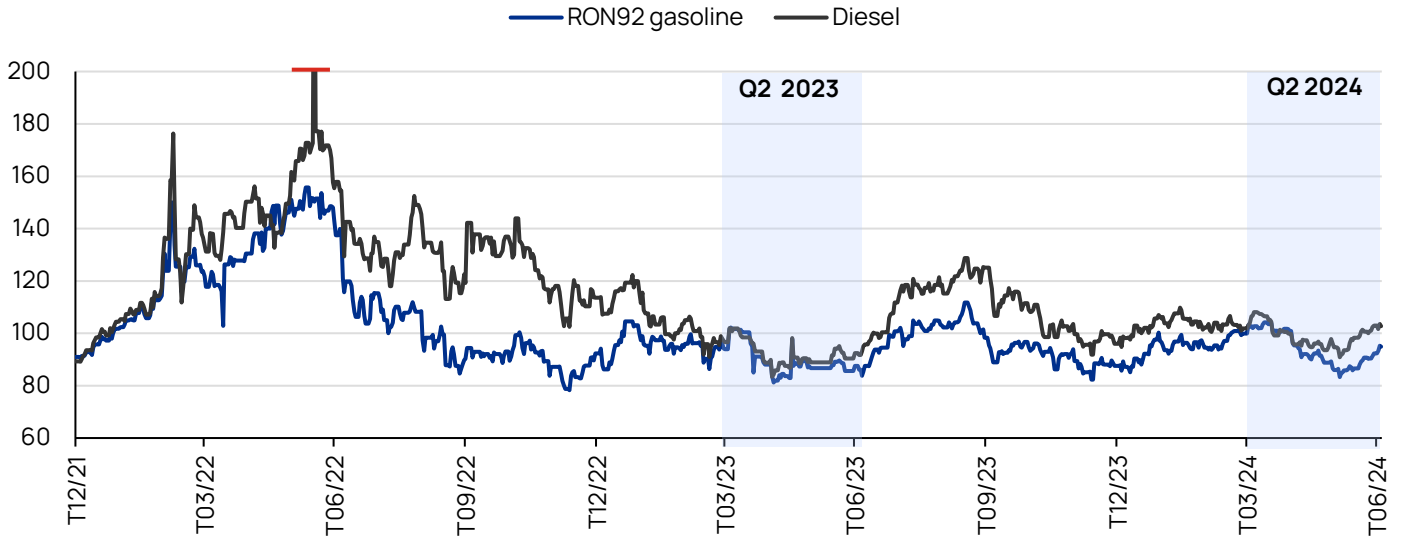
**Chúng tôi tăng giả định tốc độ tăng trưởng ổn định từ 2% lên 3%** do chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ được hưởng lợi trong dài hạn từ việc mở rộng phân phối nhiên liệu máy bay khi Sân bay Quốc tế Long Thành (LTA) bắt đầu hoạt động. Tại ĐHCĐ vừa qua, ban lãnh đạo cho biết PLX có kế hoạch cung cấp nhiên liệu máy bay cho các hãng hàng không tại LTA trong kế hoạch kinh doanh 2020-2030. Hoạt động phân phối nhiên liệu máy bay phản lực đóng góp trung bình khoảng 10% vào LNTT của PLX trong giai đoạn 2019-2023 thông qua công ty con Petrolimex Aviation do PLX sở hữu 59%. Ngoài ra, trong cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư gần đây, PV OIL cho rằng việc tham gia kinh doanh nhiên liệu máy bay là rất khó khăn, vốn đang bị thống trị bởi Skypec và Petrolimex Aviation, cho thấy vị thế cạnh tranh của PLX trong hoạt động kinh doanh này.

## Tác động của diễn biến giá xăng dầu đối với PLX

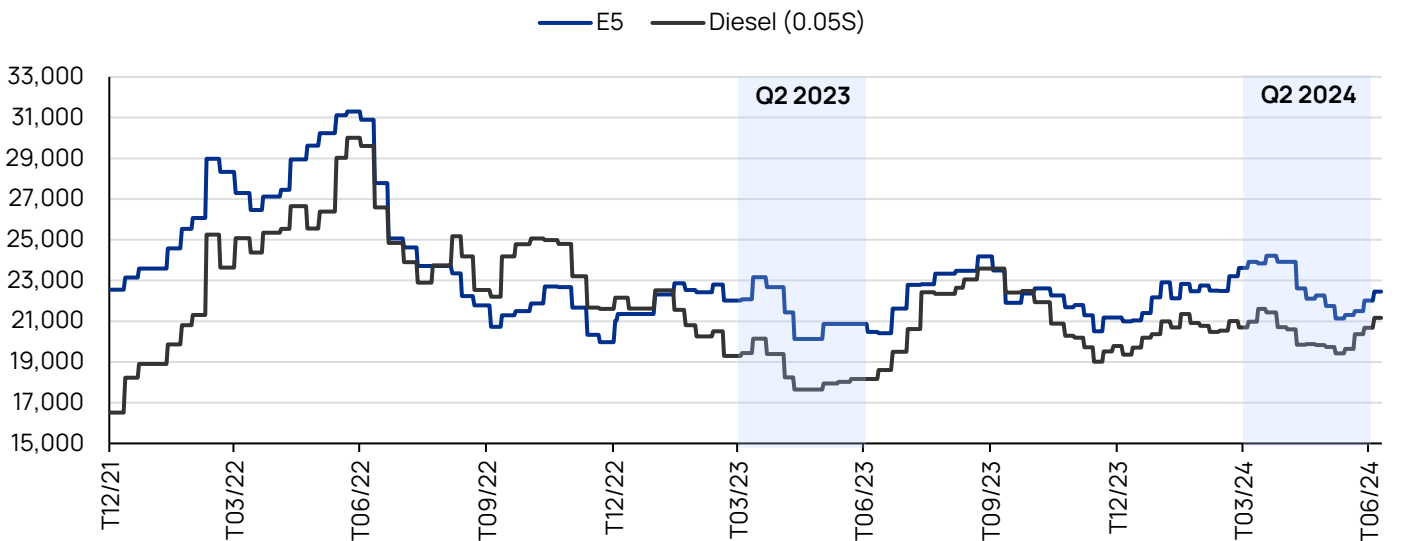
PLX thường có biên lợi nhuận tốt hơn trong thị trường giá dầu ổn định so với thị trường giá dầu biến động. Do trong thị trường giá dầu ổn định, PLX có thể tìm nguồn và kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn.

**Hình 1: Diễn biến giá xăng dầu**

Diễn biến giá Platts Singapore, USD/ thùng (tham chiếu cho giá bán lẻ xăng dầu Việt Nam, dữ liệu tính đến ngày 03/07/2024)



Giá bán lẻ xăng E5, dầu diesel của Việt Nam, đồng/lít (bao gồm tác động của Quỹ bình ổn xăng dầu, dữ liệu tính đến ngày 07/07/2024)



Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

## Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận gộp/lít cao hơn thúc đẩy LNST

Hình 2: Dự báo năm 2024, phần 1

	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ	Giải thích cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
<b>Xăng, dầu diesel và nhiên liệu phản lực (giá trung bình)</b>					
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	82	83	1,0%	0,0%	(2) Chúng tôi duy trì khuyến nghị về giá dầu Brent như đã nêu trong <a href="#">Báo cáo cập nhật ngành dầu khí</a> ngày 09/10/2023.
Giá xăng A95 (đồng/lít)	22.943	23.429	2,1%	0,2%	(2) Do Bộ Công Thương và Bộ Tài chính tăng chi phí định mức xăng A95 thêm 60 đồng/lít lên 1.140 đồng/lít vào tháng 7/2024; do đó, mức trung bình thực tế là 1.110 đồng/lít
Chi phí định mức xăng A95 (đồng/lít)	1.065	1.110	4,2%	2,8%	
Giá dầu diesel (đồng/lít)	18.694	19.297	3,2%	0,4%	(2) Do Bộ Công Thương và Bộ Tài chính tăng giá định mức cho dầu diesel thêm 140 đồng/lít lên 1.170 đồng/lít vào tháng 7/2024; do đó, mức trung bình thực tế là 1.100 đồng/lít
Chi phí định mức dầu diesel (đồng/lít)	1.015	1.100	8,4%	6,8%	
<b>Sản lượng bán hàng trong nước (triệu m<sup>3</sup>)</b>	<b>10,3</b>	<b>10,8</b>	<b>4,1%</b>	<b>0,0%</b>	
<b>Tăng trưởng sản lượng bán hàng %</b>					
Tổng mức tăng trưởng sản lượng bán hàng	4,0%	2,9%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng trong nước	-1,0%	4,1%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của COCO	7,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của DODO	-15,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng cho khách hàng công nghiệp	-15,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng tái xuất khẩu	19,4%	0,0%			
<b>Cơ cấu sản lượng bán hàng</b>					
COCO	68,0%	68,1%			
DODO	24,2%	24,3%			
Khách hàng C&I	7,8%	7,7%			
<b>Biên lợi nhuận và chi phí</b>					
Biên lợi nhuận gộp %	5,6%	6,4%	+0,8		(1) Do chi phí định mức cao hơn, hỗ trợ giá bán cao hơn bù đắp chi phí vận hành thực tế. Biên lợi nhuận gộp quý 1/2024 là 6,2% (+0,9 điểm % so với quý 1/2023)
Chi phí bán hàng/doanh thu	4,4%	4,4%	+0,0		
Chi phí G&A/doanh thu	0,3%	0,4%	+0,0		

Nguồn: Bloomberg, PLX, ước tính của Vietcap

Hình 3: Dự báo năm 2024, phần 2

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ	Giải thích cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
<b>Doanh thu</b>	<b>273.979</b>	<b>285.907</b>	<b>4%</b>	<b>0,2%</b>	
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu phân lức)	257.018	267.739	4%	0,2%	(1) Được hỗ trợ chủ yếu bởi sản lượng bán nội địa tăng 4,1% YoY. (2) Do chi phí định mức cao hơn, dẫn đến giá bán cao hơn. Doanh thu quý 1/2024 đạt 75,1 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), tương đương 26,3%/26,3% dự báo cũ/mới của chúng tôi.
Hóa dầu (dầu nhờn & nhựa đường)	6.623	7.057	7%	0,0%	
Vận chuyển	6.042	6.146	2%	0,0%	
Khác	4.840	4.964	3%	0,0%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.264</b>	<b>18.157</b>	<b>19%</b>	<b>2,1%</b>	
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu máy bay phân lức)	12.508	15.141	21%	2,5%	Lợi nhuận gộp quý 1/2024 đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (+31% YoY), tương đương 26,3%/25,7% dự báo cũ/mới của chúng tôi. (1) Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp sẽ cải thiện so với cùng kỳ do chi phí định mức tăng. Vào tháng 7/2023, chi phí định mức cho mỗi lít xăng và dầu diesel tăng lần lượt là 30 đồng lên 1.080 đồng (+3%) và 1.030 đồng (+3%). Vào tháng 7/2024, chi phí định mức cho mỗi lít xăng và dầu diesel tăng lần lượt là 60 đồng và 140 đồng lên 1.140 đồng (+6%) và 1.170 đồng (+14%). (2) Dựa theo những thay đổi về chi phí định mức vào tháng 7/2024 của Bộ Công Thương và Bộ Tài chính.
Hóa dầu	940	1.002	7%	0,0%	
Vận chuyển	844	859	2%	0,0%	
Khác	971	1.155	19%	0,0%	
Chi phí bán hàng	-12.140	-12.673	4%	0,1%	
G&A	-949	-1.023	8%	0,1%	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>2.175</b>	<b>4.461</b>	<b>105%</b>	<b>8,9%</b>	
Thu nhập tài chính	2.743	1.850	-33%	0,0%	(1) Chúng tôi dự báo thu nhập tài chính sẽ giảm so với cùng kỳ do không có khoản thoái vốn vào năm 2024, so với mức tăng từ thoái vốn PG Bank vào năm 2023.
Chi phí tài chính	-1.723	-1.452	-16%	15,9%	(2) Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND tăng 4,7% trong nửa đầu năm, chủ yếu là trong quý 2, sẽ làm tăng khoản lỗ tỷ giá của PLX.
Trong đó, chi phí lãi suất	-899	-1.064	18%	0,1%	
Thu nhập từ công ty liên kết	624	630	1%	0,0%	
Khác	129	-215	-266%	0,0%	(1) Chúng tôi đưa khoản lỗ bất thường từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào là 300 tỷ đồng (theo ước tính của chúng tôi) vào dự báo của chúng tôi.
<b>LNTT</b>	<b>3.947</b>	<b>5.273</b>	<b>34%</b>	<b>3,3%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>2.834</b>	<b>3.789</b>	<b>34%</b>	<b>3,7%</b>	(1) Chủ yếu nhờ (a) sản lượng bán trong nước tăng 4% YoY và (b) PLX có khả năng trang trải chi phí đầu vào tốt hơn, được hỗ trợ bởi thị trường xăng dầu ổn định hơn vào năm 2024 so với năm 2023, cùng với chi phí định mức xăng và dầu diesel trung bình tăng 4% và 8%. (2) Do chúng tôi tăng lợi nhuận gộp khi chi phí định mức trên mỗi lít tăng, bù đắp nhiều hơn so với ước tính của chúng tôi về khoản lỗ tỷ giá tăng. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo quý 1 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+73% YoY), tương đương 29,4%/28,3% dự báo cũ/mới.

Nguồn: PLX, Vietcap ước tính

## Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận gộp/lít tiếp tục tăng dự kiến dẫn dắt tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐT

Hình 4: Dự báo năm 2025, phần 1

	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Giải thích tăng trưởng YoY
<b>Xăng, dầu diesel và nhiên liệu phản lực (giá trung bình)</b>				
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	83	75	-9,6%	Chúng tôi duy trì khuyến nghị về giá dầu Brent như đã nêu trong <a href="#">Báo cáo cập nhật ngành dầu khí</a> ngày 09/10/2023.
Giá xăng A95 (đồng/lít)	23.429	23.256	-0,7%	Thuế môi trường đối với xăng A95 sẽ tăng từ 2.000 đồng lên 4.000 đồng/lít sau khi mức thuế hiện tại hết hiệu lực vào cuối năm 2024, điều này bù đắp cho giả định giá dầu Brent thấp hơn của chúng tôi.
Chi phí định mức xăng A95 (đồng/lít)	1.110	1.140	2,7%	Tác động cả năm từ việc Bộ Công Thương và Bộ Tài chính thay đổi chi phí định mức kể từ tháng 7/2024.
Giá dầu diesel (đồng/lít)	19.297	18.845	-2,3%	Thuế môi trường đối với dầu diesel sẽ tăng từ 1.000 đồng lên 2.000 đồng/lít sau khi mức thuế hiện tại hết hiệu lực vào cuối năm 2024, điều này bù đắp cho giả định giá dầu Brent thấp hơn của chúng tôi.
Chi phí định mức dầu diesel (đồng/lít)	1.100	1.170	6,4%	Tác động cả năm từ việc Bộ Công Thương và Bộ Tài chính thay đổi chi phí định mức kể từ tháng 7/2024.
<b>Sản lượng bán hàng trong nước (triệu m3)</b>	<b>10,8</b>	<b>11,2</b>	<b>4,1%</b>	
<b>Tăng trưởng sản lượng bán hàng %</b>				
Tổng mức tăng trưởng sản lượng bán hàng	2,9%	3,0%		
Tăng trưởng sản lượng bán hàng trong nước	4,1%	4,1%		
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của COCO	4,2%	4,1%		
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của DODO	4,2%	4,1%		
Tăng trưởng sản lượng bán hàng cho khách hàng công nghiệp	4,2%	4,1%		
Tăng trưởng sản lượng bán hàng tái xuất khẩu	0,0%	0,0%		
<b>Cơ cấu sản lượng bán hàng</b>				
COCO	68,1%	68,1%		
DODO	24,3%	24,3%		
Khách hàng C&I	7,7%	7,7%		
<b>Biên lợi nhuận và chi phí</b>				
Biên lợi nhuận gộp %	6,4%	7,4%	+1,0	Do chi phí định mức cao hơn, từ đó hỗ trợ giá bán cao hơn để trang trải chi phí vận hành thực tế. Trong lịch sử, biên lợi nhuận gộp trung bình của PLX là 6,3% trong giai đoạn 2020-2023 và 8,6% trong giai đoạn 2015-2019 trước đại dịch Covid-19.
Chi phí bán hàng/doanh thu	4,4%	4,7%	+0,3	
Chi phí G&A/doanh thu	0,4%	0,4%	+0,0	

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 5: Dự báo năm 2025, phần 2

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Giải thích tăng trưởng YoY
<b>Doanh thu</b>	<b>285.907</b>	<b>258.275</b>	<b>-9,7%</b>	Chủ yếu do giả định của chúng tôi về giá xăng dầu sẽ giảm.
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu phản lực)	267.739	239.623	-10,5%	
Hóa dầu (dầu nhờn & nhựa đường)	7.057	7.410	5,0%	
Vận chuyển	6.146	6.146	0,0%	
Khác	4.964	5.096	2,6%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>18.157</b>	<b>19.032</b>	<b>4,8%</b>	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện so với cùng kỳ do chi phí định mức tăng. Vào tháng 7/2024, chi phí định mức cho mỗi lít xăng và dầu diesel tăng lần lượt là 60 đồng và 140 đồng lên 1.140 đồng (+6%) và 1.170 đồng (+14%).
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu máy bay phản lực)	15.141	15.931	5,2%	
Hóa dầu	1.002	1.052	5,0%	
Vận chuyển	859	847	-1,4%	
Khác	1.155	1.202	4,1%	
Chi phí bán hàng	-12.673	-12.127	-4,3%	Do dự báo doanh thu giảm
G&A	-1.023	-952	-6,9%	Do dự báo doanh thu giảm
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>4.461</b>	<b>5.953</b>	<b>33,4%</b>	Chủ yếu là do số dư nợ ròng giảm so với cùng kỳ và chúng tôi giả định tỷ giá không biến động vào năm 2025
Thu nhập tài chính	1.850	1.275	-31,1%	
Chi phí tài chính	-1.452	-942	-35,1%	
Trong đó, chi phí lãi suất	-1.064	-942	-11,4%	
Thu nhập từ công ty liên kết	630	661	5,0%	
Khác	-215	85	N.M.	
Do giả định của chúng tôi là không ghi nhận khoản lỗ bất thường vào năm 2025 so với khoản lỗ bất thường 300 tỷ đồng vào năm 2024.				
<b>LNTT</b>	<b>5.273</b>	<b>7.032</b>	<b>33,3%</b>	Được thúc đẩy bởi (a) doanh số bán hàng trong nước tăng 4% YoY và (b) tác động cả năm của việc chi phí định mức điều chỉnh đối với xăng và dầu diesel tăng lần lượt là 6% và 14% vào tháng 7/2024 và (c) giả định của chúng tôi về không ghi nhận khoản lỗ bất thường vào năm 2025. <b>LNST cốt lõi tăng khoảng 30%.</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>3.789</b>	<b>5.196</b>	<b>37,1%</b>	

Nguồn: Ước tính của Vietcap

## Dự báo dài hạn

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 thêm 11,3%, do giả định lợi nhuận gộp trên mỗi lít tăng 5% sau khi Bộ Công Thương và Bộ Tài chính điều chỉnh chi phí định mức cho các sản phẩm xăng dầu vào tháng 7/2024.

Hình 6: Thay đổi trong dự báo

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng giai đoạn 2024-2028
<b>Lợi nhuận gộp/lít (đồng)</b>						
Dự báo mới	1.408	1.423	1.436	1.440	1.443	7.151
Dự báo cũ	1.374	1.353	1.366	1.369	1.373	6.836
% thay đổi	<b>2,5%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,1%</b>	<b>4,6%</b>
<b>LNST (tỷ đồng)</b>						
Dự báo mới	3.789	5.196	6.007	6.552	7.183	28.726
Dự báo cũ	3.655	4.571	5.331	5.835	6.411	25.804
% thay đổi	<b>3,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>12,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,3%</b>

Nguồn: Ước tính của Vietcap

## Định giá

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) do chúng tôi cho rằng phương pháp này là phương pháp phù hợp nhất để phản ánh giá trị nội tại của HDKD phân phối xăng dầu. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng các công ty cùng ngành trong khu vực không hoàn toàn tương đồng với PLX do sự khác biệt trong cơ chế và quy định về giá xăng dầu cũng như mức độ tiếp xúc khác nhau với các doanh nghiệp phi dầu mỏ.

**Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho PLX thêm 23,6% lên 55.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA.** Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn 11,3% trong báo cáo giai đoạn 2024-2028 và (2) mức tăng trong giả định về tốc độ tăng trưởng ổn định của chúng tôi từ 2% lên 3%. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng P/E dự phóng các năm 2024/2025 lần lượt là 20,3 lần/14,8 lần, so với mức P/E trung bình 5 năm là 20,3 lần.

Hình 7: Xác định giá mục tiêu

Phương pháp	Định giá CKDT
Giá mục tiêu (đồng)	55.000
P/E trượt tại giá mục tiêu	23,6x
Dự báo P/E năm 2024/25 tại giá mục tiêu	20,3x/14,8x
Dự báo EV/EBITDA năm 2024/25 tại giá mục tiêu	9,5x/7,6x

Nguồn: Dự báo của Vietcap

## Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi lưu ý rằng dự báo vốn đầu tư XDCB của chúng tôi cho giai đoạn 2024-2028 bao gồm vốn để mở các trạm mới (khoảng 50 trạm/năm) cũng như bảo trì và đầu tư thêm phương tiện vận tải.

Hình 8: Định giá CKDT, tỷ đồng (trừ khi được nêu rõ)

Chi phí vốn	Mới	Cũ	Dự báo DTTD (5 năm)	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	15.218
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của GT cuối (TT 3,0%)	47.151
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	<b>GTHT của DTTD và GT cuối</b>	<b>62.369</b>
Chi phí vốn cổ phần %	13,2	13,2	+ Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	30.544
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	- Nợ	-19.782
Nợ vay %	40,0	40,0	- lợi ích CĐTS	-3.263
Vốn CSH %	60,0	60,0	<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>69.869</b>
Thuế DN %	22,4	22,4	SL cổ phiếu BQGQ (triệu)	1.271
<b>WACC %</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (đồng)</b>	<b>55.000</b>

Nguồn: Ước tính của Vietcap



Hình 9: Dự báo dòng tiền

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>4.461</b>	<b>5.953</b>	<b>6.512</b>	<b>7.167</b>	<b>7.679</b>
- Thuế	-1.055	-1.406	-1.609	-1.745	-1.903
+ Khấu hao	2.105	2.105	2.105	2.105	2.105
- Vốn XDCB	-1.978	-1.685	-1.726	-1.768	-1.961
- Tăng vốn lưu động	-2.229	-1.857	-202	-207	-558
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1.304</b>	<b>3.109</b>	<b>5.080</b>	<b>5.552</b>	<b>5.362</b>
Present Value of FCF	1.241	2.677	3.959	3.917	3.424
<b>Cumulative PV of FCF</b>	<b>1.241</b>	<b>3.918</b>	<b>7.877</b>	<b>11.794</b>	<b>15.218</b>

Nguồn: Ước tính của Vietcap

Hình 10: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu PLX 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				
	9,4%	10,0%	10,6%	11,2%	11,8%
2,0%	57.900	53.800	50.300	47.200	44.600
2,5%	61.100	56.400	52.500	49.100	46.200
3,0%	64.700	59.400	<b>55.000</b>	51.200	48.000
3,5%	68.900	62.900	57.800	53.600	50.000
4,0%	74.000	66.900	61.100	56.300	52.300

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 PLX 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 11: Các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX – 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 cốt tủy trượt %	P/E trượt	P/E dự báo 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA trượt	Dự báo TT EPS 2024 %	Dự báo TT EPS 2025 %
PTT Oil & Retail Business PCL	Thái Lan	5.368	-7	25	-14,7	10,7	N/A	16,5	15,7	1,7	10,8	13	6
PTG Energy PCL	Thái Lan	385	6	-12	260,4	10,6	2,4	15,0	13,0	1,6	6,7	13	19
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	3.674	1	-10	-23,2	15,3	3,7	19,9	17,4	3,0	12,1	5	3
Pakistan State Oil Co Ltd	Pakistan	294	5	-58	181,3	6,1	N/A	5,8	3,8	0,3	7,0	277	32
Attock Petroleum Ltd	Pakistan	184	8	-22	-70,0	28,1	N/A	3,8	4,1	1,0	0,3	2	-29
Shell Pakistan Ltd	Pakistan	119	-2	N/A	20,8	73,1	0,0	3,0	N/A	1,7	3,1	N/A	N/A
Hankook Shell Oil Co Ltd	Hàn Quốc	288	4	37	-66,2	37,6	N/A	10,4	N/A	3,8	4,7	N/A	N/A
Trung bình		<b>1.473</b>	<b>2</b>	<b>-7</b>	<b>41,2</b>	<b>25,9</b>	<b>2,0</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>1,9</b>	<b>6,4</b>	<b>62</b>	<b>6</b>
Trung vị		<b>294</b>	<b>4</b>	<b>-11</b>	<b>-14,7</b>	<b>15,3</b>	<b>2,4</b>	<b>10,4</b>	<b>13,0</b>	<b>1,7</b>	<b>6,7</b>	<b>13</b>	<b>6</b>
PLX	Việt Nam	<b>2.304</b>	<b>-8</b>	<b>80</b>	<b>-36,9</b>	<b>12,6</b>	<b>3,2</b>	<b>19,7</b>	<b>14,7</b>	<b>2,2</b>	<b>10,0</b>	<b>34</b>	<b>37</b>

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (dữ liệu các CT cùng ngành tính đến ngày 09/07/2024)

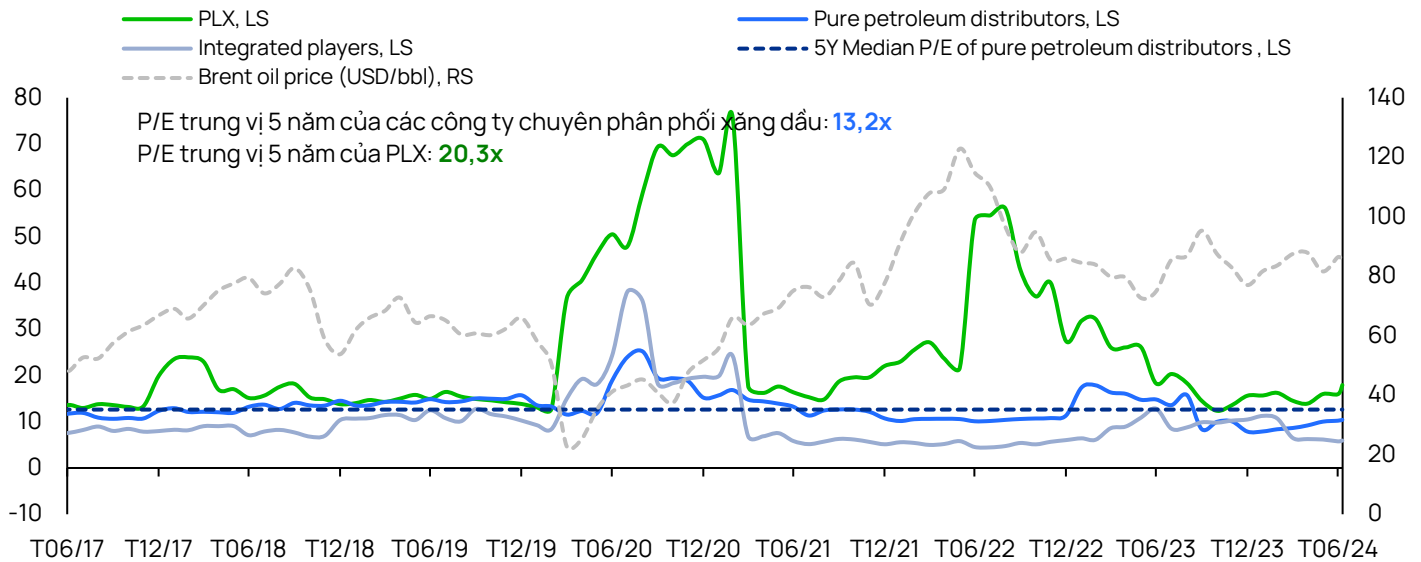
Chúng tôi nhận thấy PPT Oil & Retail Business PCL của Thái Lan là công ty cùng ngành có nhiều điểm tương đồng nhất với PLX (mã Bloomberg là OR TB). PTTOR có nhiều điểm chung với PLX như nắm giữ thị phần dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh bán sỉ và bán lẻ xăng dầu và khả năng kiểm soát sở hữu nhà nước hiệu quả.

Hình 12: So sánh giữa PTT Oil and Retail Business PCL (PTTOR) và PLX

	PTT Oil & Retail Business PCL	PLX (*)
Vốn hóa thị trường	Khoảng 5,4 tỷ USD	Khoảng 2,3 tỷ USD
Thị phần	Khoảng 40%	Khoảng 50%
Số lượng trạm	Sở hữu 1.894 trạm xăng 2.750 cửa hàng Café Amazon ở Thái Lan, Campuchia, Lào, Myanmar và Philippines.	Sở hữu 2.700 trạm và 2.800 đại lý. PLX cũng có trạm xăng ở Lào và Campuchia.
Cơ cấu lợi nhuận	80% lợi nhuận ròng từ bán lẻ và bán buôn xăng dầu. 20% lợi nhuận từ HDKD phi dầu mỏ, bao gồm cả Café Amazon.	Khoảng 70% lợi nhuận ròng từ bán sỉ và bán lẻ xăng dầu.
Tỷ lệ sở hữu	PTT PCL nắm giữ 74%; các tổ chức khác 14%	Bộ Công Thương 76%; Tập đoàn ENEOS 13%
Triển vọng tăng trưởng	Mở rộng trạm; HDKD phi dầu mỏ và mở rộng ra nước ngoài (Café Amazon tại Singapore, Malaysia và Trung Quốc)	Mở rộng trạm; phi dầu mỏ trong dài hạn và kinh doanh khí hóa lỏng vào năm 2025

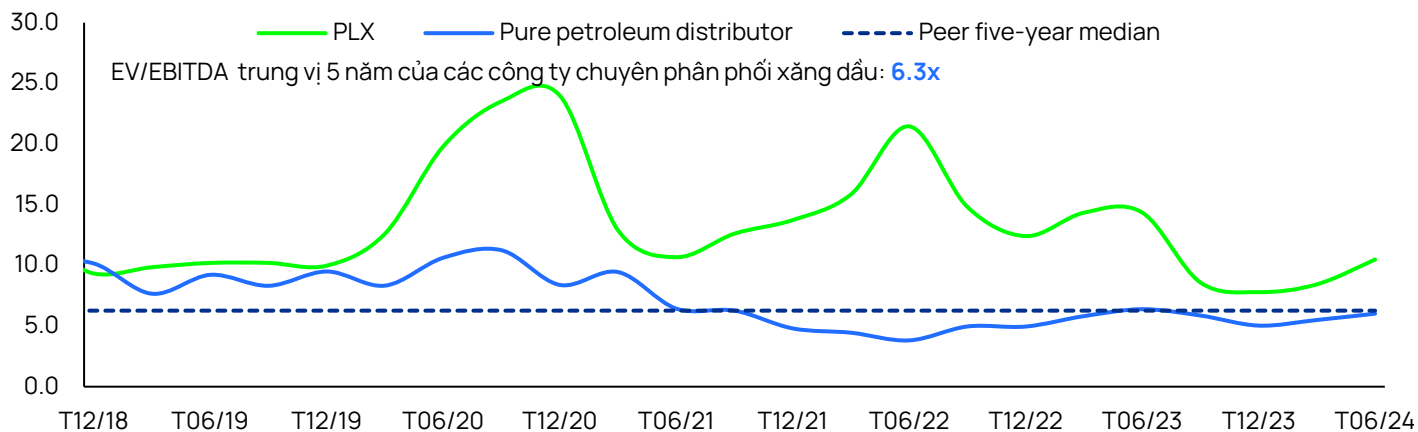
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 13: P/E trượt của trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX (chuyên phân phối xăng dầu và tích hợp)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 09/07/2024)

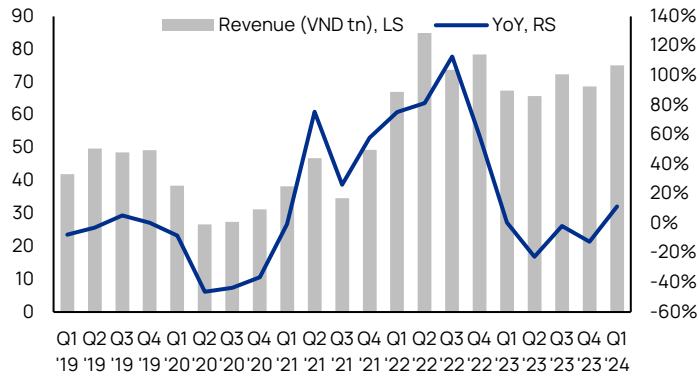
Hình 14: EV/EBITDA trượt các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX (công ty chuyên phân phối)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến cuối tháng 6/2024)

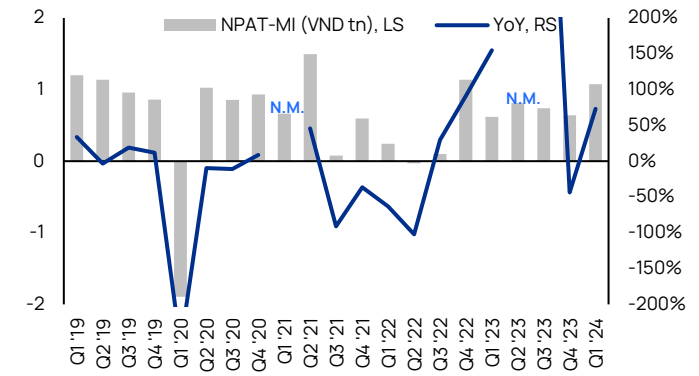
## KQKD theo quý của PLX

Hình 15: Doanh thu theo quý (2019 - Q1 2024)



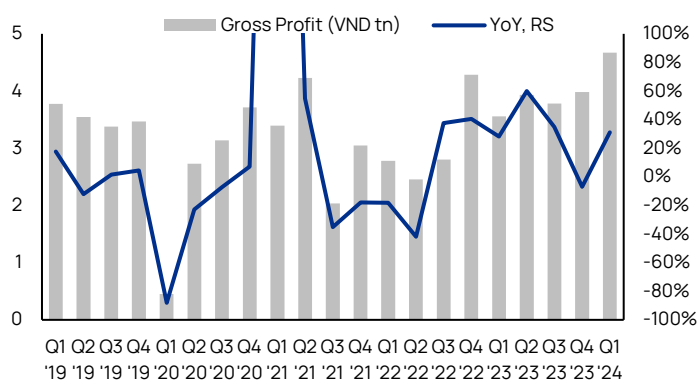
Nguồn: PLX, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS (2019 - Q1 2024) \*



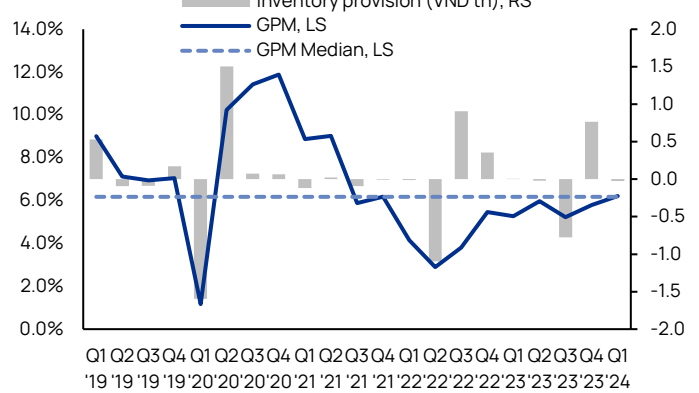
Nguồn: PLX, Vietcap (\* N.M. không có nghĩa khi so sánh với khoản lỗ)

Hình 17: Lợi nhuận gộp theo quý (2019 - Q1 2024)



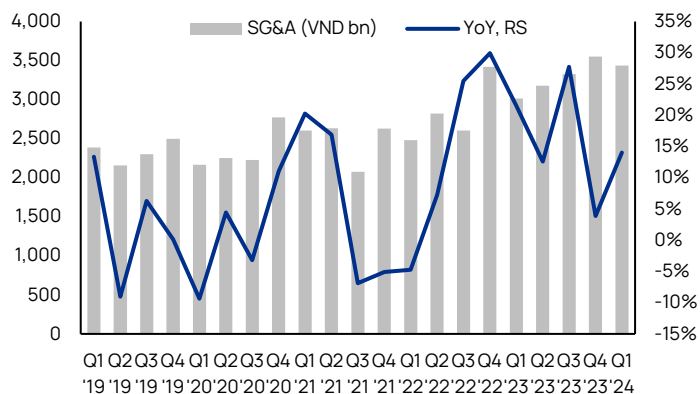
Nguồn: PLX, Vietcap

Hình 18: Biên lợi nhuận gộp so với dự phòng hàng tồn kho\*



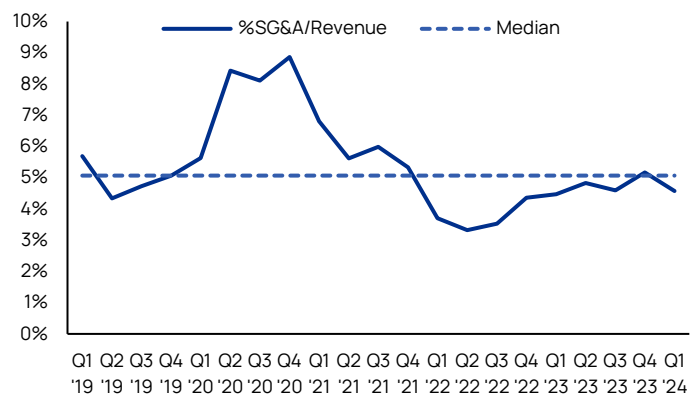
Nguồn: PLX, Vietcap (\*Trích lập dự phòng tồn kho/hoàn nhập trích lập trong nửa đầu năm 2020 do giá dầu giảm mạnh do COVID-19; Dự phòng tồn kho/hoàn nhập quý 2-quý 3/2022 khi giá dầu tăng mạnh do xung đột Nga-Ukraine)

Hình 19: Chi phí SG&A theo quý (2019 - Q1 2024)



Nguồn: PLX, Vietcap

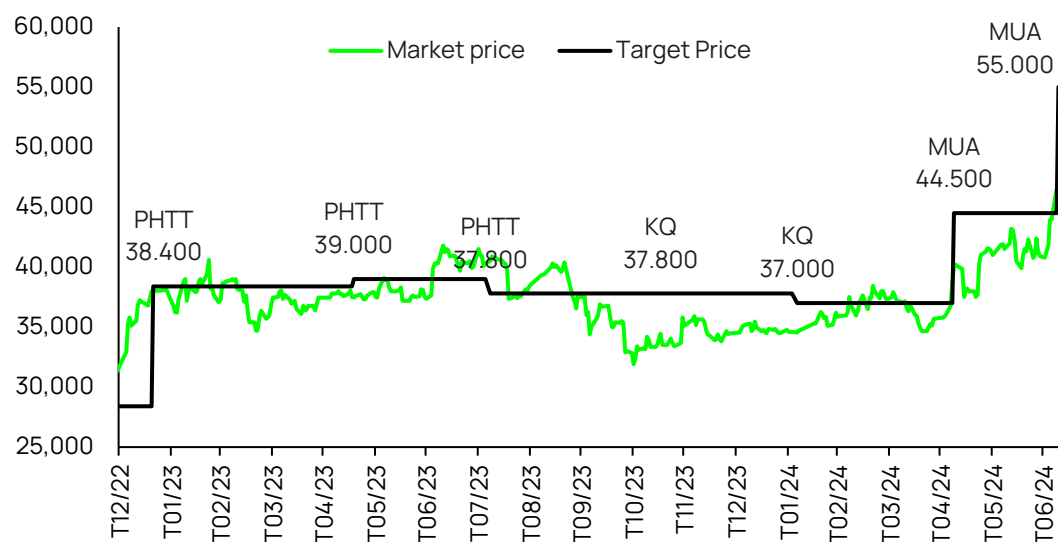
Hình 20: Chi phí SG&A/doanh thu (2019 - Q1 2024) \*



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

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 21: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>273.979</b>	<b>285.907</b>	<b>258.275</b>	<b>267.433</b>
Giá vốn hàng bán	-258.715	-267.750	-239.243	-247.520
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.264</b>	<b>18.157</b>	<b>19.032</b>	<b>19.913</b>
Chi phí bán hàng	-12.140	-12.673	-12.127	-12.435
Chi phí quản lý DN	-949	-1.023	-952	-966
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>2.175</b>	<b>4.461</b>	<b>5.953</b>	<b>6.512</b>
Doanh thu tài chính	2.743	1.850	1.275	1.509
Chi phí tài chính	-1.723	-1.452	-942	-754
Trong đó, chi phí lãi vay	-899	-1.064	-942	-754
Lợi nhuận từ công ty LDLC	624	630	661	694
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	129	-215	85	85
<b>LNTT</b>	<b>3.947</b>	<b>5.273</b>	<b>7.032</b>	<b>8.046</b>
Thuế TNDN	-870	-1.055	-1.406	-1.609
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>3.077</b>	<b>4.219</b>	<b>5.625</b>	<b>6.437</b>
Lợi ích CĐTS	-243	-430	-430	-430
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>2.834</b>	<b>3.789</b>	<b>5.196</b>	<b>6.007</b>
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>2.418</b>	<b>4.029</b>	<b>5.196</b>	<b>6.007</b>
EBITDA	4.280	6.566	8.058	8.617
EPS báo cáo, VND	2.026	2.709	3.714	4.294
EPS điều chỉnh, VND	1.698	2.897	3.714	4.294
DPS báo cáo, VND	1.500	2.000	3.000	3.000
DPS/EPS báo cáo (%)	74%	74%	81%	70%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng YoY</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-9,9%	4,4%	-9,7%	3,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	118,2%	105,1%	33,4%	9,4%
Tăng trưởng LNTT	73,9%	33,6%	33,3%	14,4%
Tăng trưởng EPS báo cáo	95,5%	33,7%	37,1%	15,6%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	5,6%	6,4%	7,4%	7,4%
Biên LN từ HĐ %	0,8%	1,6%	2,3%	2,4%
Biên EBITDA	1,6%	2,3%	3,1%	3,2%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	1,0%	1,3%	2,0%	2,2%
ROE %	9,9%	12,5%	15,7%	16,7%
ROA %	3,7%	4,7%	6,5%	7,4%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	22	21	23	20
Số ngày phải thu	16	15	19	20
Số ngày phải trả	33	31	33	30
TG luân chuyển tiền	6	5	9	10
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	24,8%	21,4%	20,2%	20,0%
Nợ/Vốn sử dụng	40,4%	35,5%	31,4%	30,8%
Nợ/Vốn CSH	-29,7%	-28,5%	-31,4%	-37,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,4x	4,2x	6,3x	8,6x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	14.048	11.848	11.975	15.472
Đầu tư TC ngắn hạn	16.496	16.496	16.496	16.496
Các khoản phải thu	10.975	12.925	14.122	14.622
Hàng tồn kho	14.640	16.456	13.060	13.514
TS ngắn hạn khác	1.148	1.148	1.148	1.148
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>57.307</b>	<b>58.872</b>	<b>56.800</b>	<b>61.251</b>
TS dài hạn (gộp)	40.202	42.180	43.866	45.592
- Khấu hao lũy kế	-25.628	-27.733	-29.837	-31.942
TS dài hạn (ròng)	14.574	14.448	14.028	13.649
Đầu tư TC dài hạn	4.812	4.812	4.812	4.812
TS dài hạn khác	2.982	2.982	2.982	2.982
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>22.369</b>	<b>22.242</b>	<b>21.822</b>	<b>21.444</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>79.676</b>	<b>81.114</b>	<b>78.623</b>	<b>82.695</b>
Phải trả ngắn hạn	22.157	23.621	19.796	20.481
Nợ ngắn hạn	19.135	16.340	14.630	15.126
Nợ ngắn hạn khác	8.368	8.442	8.210	8.277
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>49.661</b>	<b>48.402</b>	<b>42.636</b>	<b>43.884</b>
Nợ dài hạn	647	1.031	1.222	1.421
Nợ dài hạn khác	166	166	166	166
<b>Tổng nợ</b>	<b>50.474</b>	<b>49.599</b>	<b>44.024</b>	<b>45.471</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	12.939	12.939	12.939	12.939
Thặng dư vốn CP	5.986	5.986	5.986	5.986
Lợi nhuận giữ lại	4.195	6.077	8.732	10.927
Vốn khác	2.820	2.820	2.820	2.820
Lợi ích CĐTS	3.263	3.692	4.122	4.552
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>29.202</b>	<b>31.515</b>	<b>34.599</b>	<b>37.224</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>79.676</b>	<b>81.114</b>	<b>78.623</b>	<b>82.695</b>
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	1.271	1.271	1.271	1.271

LIU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>11.606</b>	<b>14.048</b>	<b>11.848</b>	<b>11.975</b>
Lợi nhuận sau thuế	2.834	3.789	5.196	6.007
Khấu hao	2.185	2.105	2.105	2.105
Thay đổi vốn lưu động	3.124	-2.228	-1.857	-202
Điều chỉnh khác	-2.869	-630	-661	-694
<b>Tiền từ HĐKD</b>	<b>5.274</b>	<b>3.036</b>	<b>4.782</b>	<b>7.216</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.619	-1.979	-1.685	-1.726
Đầu tư, ròng	-5.456	630	661	694
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-7.075</b>	<b>-1.349</b>	<b>-1.024</b>	<b>-1.032</b>
Cổ tức đã trả	-1.100	-1.906	-2.541	-3.812
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	5.546	-2.795	-1.710	497
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-177	384	191	199
Tiền từ các hoạt động TC khác	-27	430	430	430
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>4.245</b>	<b>-3.887</b>	<b>-3.630</b>	<b>-2.687</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2.443</b>	<b>-2.201</b>	<b>127</b>	<b>3.497</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>14.048</b>	<b>11.848</b>	<b>11.975</b>	<b>15.472</b>

Nguồn: PLX, dự báo của Vietcap

## Phụ lục

### 1. Dự thảo sửa đổi Nghị định 80/2023 có thể mang lại lợi ích cho PLX

#### Chi tiết dự thảo lần 2 sửa đổi Nghị định kinh doanh xăng dầu hiện hành như sau:

Dự thảo nghị định số 2 đưa ra những thay đổi đáng kể nhằm hỗ trợ các nhà phân phối xăng dầu bằng cách cho phép các nhà phân phối xăng dầu (1) tự định giá, (2) tự quyết định chi phí vận hành và lợi nhuận trên mỗi lít, và (3) giảm bớt các khâu trung gian. Những thay đổi này có thể bù đắp lớn hơn tác động tiêu cực không đáng kể từ việc tăng số ngày tồn kho từ 20 lên 30 đối với mỗi doanh nghiệp trong ngành. Theo PV OIL (UPCOM: OIL), nghị định mới dự kiến sẽ được thông qua trong nửa cuối năm 2024.

Chúng tôi tin rằng những thay đổi (1) và (2) sẽ mang lại lợi ích cho PLX bằng cách cung cấp: (i) khả năng định giá hợp lý ở các vùng sâu vùng xa để giảm tổn thất (trước đây PLX trợ cấp cho người dùng cuối khoảng 1.000-1.500 đồng/lít); (ii) cơ hội định giá cao hơn ở những khu vực ít cạnh tranh hơn để cải thiện biên lợi nhuận.; (iii) khả năng tăng tổng chi phí vận hành và lợi nhuận từ 1.440-1.470 đồng/lít hiện nay lên 1.800-2.500 đồng/lít, từ đó cải thiện biên lợi nhuận.

Theo quan điểm của chúng tôi, thay đổi (3) trên có thể làm giảm khả năng thương lượng của các nhà phân phối bán lẻ do lựa chọn mua hàng hạn chế trong khi tăng khả năng thương lượng của các nhà phân phối lớn và bán buôn. Giảm bớt các khâu trung gian sẽ mang lại lợi ích cho các nhà phân phối lớn bằng cách cắt giảm các bước trung gian, chiết khấu và hoa hồng.

**(1) Cơ chế định giá:** Dự thảo này cho phép các thương nhân phân phối xăng dầu tự định giá nhưng không vượt quá mức trần giá do Chính phủ quy định. Các nhà phân phối lớn có thể định giá dựa trên mức giá quốc tế trung bình được Bộ Công Thương và Bộ Tài chính công bố định kỳ mỗi 7 ngày. Đối với vùng sâu, vùng xa, giá có thể điều chỉnh cao hơn 2% so với giá trần tối đa để bù đắp chi phí phát sinh.

**(2) Xác định chi phí vận hành và lợi nhuận trên mỗi lít theo quy định:** Chính phủ đề xuất hai phương án.

- **Chi phí và lợi nhuận định mức cố định:** Thiết lập tổng chi phí và lợi nhuận định mức cố định trên mỗi lít, dao động từ 1.800-2.500 đồng/lít tùy sản phẩm. Theo hiểu biết của chúng tôi, hầu hết các nhà phân phối lớn đều thích phương án này.
- **Chi phí và lợi nhuận định mức linh hoạt:** Điều chỉnh giá theo tỷ lệ phần trăm liên quan đến giá quốc tế trung bình trong 7 ngày, với giới hạn phần trăm giảm dần khi giá dầu tăng: giới hạn +20% đối với giá dưới 30 USD/thùng; trần +10% đối với giá dao động từ 30-60 USD/thùng; trần +7% đối với mức giá từ 60-90 USD/thùng; trần +5% đối với mức giá từ 90-120 USD/thùng; trần +4% đối với giá trên 120 USD/thùng.

**(3) Giảm các khâu trung gian:** Dự thảo nghị định mới cũng đề xuất giảm bớt các khâu trung gian trong chuỗi cung ứng xăng dầu thông qua các quy định bao gồm:

- Nhà phân phối bán buôn phải mua từ nhà phân phối lớn chứ không phải mua từ nhà phân phối khác.
- Các nhà phân phối bán lẻ bị hạn chế chỉ mua từ một nhà phân phối chính hoặc nhà phân phối bán buôn.

## Quy định hiện hành về hoạt động kinh doanh xăng dầu

Ngày 17/11/2023, Chính phủ đã ban hành **Nghị định số 80/2023/ND-CP** sửa đổi một số điều của Nghị định số 95/2021/ND-CP và Nghị định 84/2014/ND-CP về kinh doanh xăng dầu. Những thay đổi chính gồm:

**Hình 22: Công thức giá bán lẻ xăng dầu cũ và mới**

Cách tính giá bán lẻ theo Nghị định 83/2014	Cách tính giá bán lẻ theo Nghị định 95/2021	Cách tính giá bán lẻ theo Nghị định 80/2023	Dự thảo Nghị định mới (Dự thảo số 2)
<p><b>Giá cơ sở</b> = (Giá quốc tế + Thuế nhập khẩu + thuế Tiêu thụ đặc biệt) * Tỷ giá + <b>Chi phí định mức cho nhà phân phối + Lợi nhuận định mức cho nhà phân phối</b> +/- "Quy bình ổn giá xăng dầu" + Thuế môi trường + Các loại phí, thuế khác</p>	<p><b>Giá cơ sở</b> = (1) Giá nhập khẩu * trọng lượng xăng dầu nhập khẩu (%) + (2) Giá trong nước * trọng lượng xăng dầu trong nước (%) <b>(1) Giá nhập khẩu</b> = Giá quốc tế +/- premium + <b>chi phí vận chuyển định mức</b> (vận chuyển từ nước ngoài về Việt Nam) + <b>Chi phí vận hành định mức + Lợi nhuận định mức</b> + "Quy bình ổn giá xăng dầu" + Các loại phí và thuế khác <b>(2) Giá trong nước</b> = Giá quốc tế +/- Premium (nếu có) + <b>chi phí vận chuyển định mức</b> (vận chuyển từ nhà máy lọc dầu đến cảng phân phối) + <b>Chi phí vận hành định mức + Lợi nhuận định mức</b> + "Quy bình ổn giá xăng dầu" + Các loại phí, thuế khác</p>	<p><b>Giá cơ sở</b> Tương tự với Nghị định 95/2021</p>	<p><b>Giá trần = (Giá quốc tế * Tỷ giá) + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế môi trường + VAT + Chi phí kinh doanh định mức + Lợi nhuận định mức</b></p> <p>Về cơ bản, công thức trần giá tương tự như công thức giá cơ sở của Nghị định 95/2021. Một điểm đáng chú ý là dự thảo nghị định sửa đổi cho phép các nhà phân phối xăng dầu <b>tự định giá bằng cách thay đổi thành phần chi phí kinh doanh và lợi nhuận trong công thức giá cơ sở.</b></p>

Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

**Hình 23: Sự khác biệt giữa Nghị định 83, Nghị định 95 và Nghị định 80 và Dự thảo Nghị định mới**

	Nghị định 83/2014	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023	Dự thảo Nghị định mới (Dự thảo số 2)
Chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu	15 ngày	10 ngày	7 ngày (thứ năm hằng tuần, trừ ngày lễ)	Tương tự với Nghị định 80/2023
Số ngày tồn kho	30 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	30 ngày cung cấp
Premium, chi phí vận chuyển quy định	Không đề cập	Bộ Tài chính sẽ xem xét sáu tháng một lần.	Bộ Tài chính sẽ xem xét ba tháng một lần.	Tương tự với Nghị định 80/2023
Chi phí vận hành quy định	1.050 đồng/lit xăng và 950 đồng/lit dầu diesel	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Chính phủ đề xuất hai phương án để xác định tổng chi phí vận hành và lợi nhuận định mức • <b>Chi phí và lợi nhuận định mức cố định:</b> Dao động từ 1.800-2.500 đồng/lit tùy sản phẩm. • <b>Chi phí và lợi nhuận định mức linh hoạt:</b> Điều chỉnh giá theo phần trăm liên quan đến giá quốc tế trung bình trong 7 ngày, với giới hạn phần trăm giảm dần khi giá dầu tăng.
Lợi nhuận quy định/lit	300 đồng/lit	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	
Chuyển nhượng cổ phần nhà nước sang công ty nước ngoài	Không đề cập	Cần có phê duyệt của Thủ tướng.	Cần có phê duyệt của Thủ tướng.	Tương tự với Nghị định 80/2023
Số nhà phân phối bán buôn tối đa cho nhà phân phối bán lẻ	1	1	3	1

Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap



Hình 24: Các yếu tố định giá hiện tại của giá cơ sở

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

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap (\*Áp dụng từ 04/07/2024; \*\*thuế môi trường được áp dụng từ ngày 01/01/2023 đến ngày 31/12/2024).

## 2. Quỹ bình ổn xăng dầu của Chính phủ

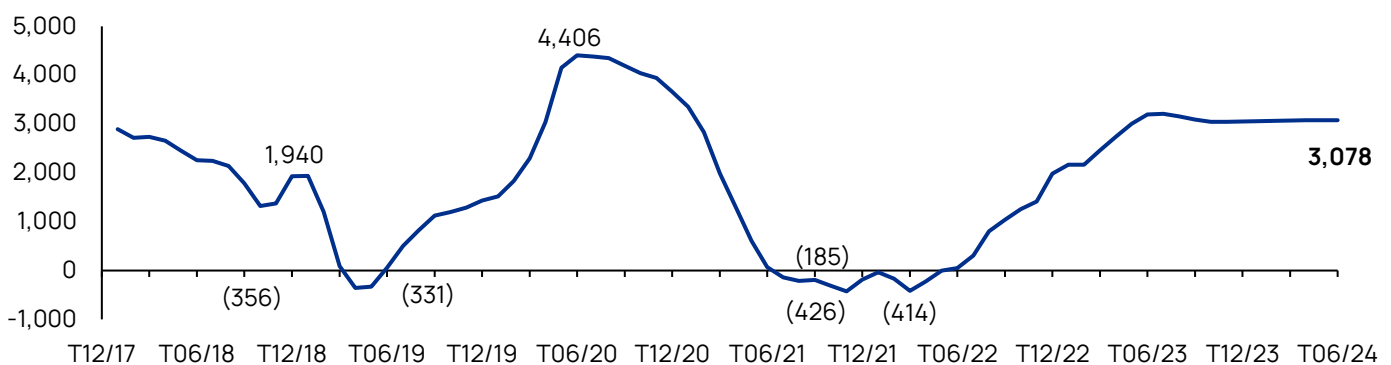
Quỹ bình ổn xăng dầu (PSF) là cơ chế nhằm giảm thiểu ảnh hưởng của biến động giá dầu đến giá xăng dầu bán lẻ. Số tiền này được tính bằng 300 đồng/lít nhân với sản lượng bán ra và được tính vào giá xăng dầu bán lẻ mà khách hàng phải trả. Bộ Công Thương xác định thời điểm và số lượng các nhà bán lẻ xăng dầu có thể sử dụng từ PSF để tránh tăng giá đột ngột. PSF cũng được ghi nhận là một phần giá vốn hàng bán cho các nhà bán lẻ

**Trong nửa đầu năm 2019, PLX phải đối mặt với thị trường xăng dầu đầy thách thức khi giá xăng dầu tăng cao buộc Chính phủ phải sử dụng quỹ bình ổn (PSF) để giữ giá ổn định.** Điều này gây tổn thất cho các nhà phân phối xăng dầu khi phải vay tiền để thanh toán cho số dư PSF âm. Ngoài ra, các nhà phân phối đã bỏ lỡ hiệu ứng trễ tích cực của việc có 30 ngày tồn kho và 15 ngày điều chỉnh giá khi giá tăng do Chính phủ can thiệp để ngăn chặn sự thay đổi giá. Số dư PSF của PLX đã giảm từ 1,9 nghìn tỷ đồng vào đầu năm 2019 xuống mức âm trong tháng 4 và tháng 5/2019. Mặc dù vậy, PLX đã quản lý tốt hàng tồn kho và nguồn hàng và đạt được mức tăng trưởng thu nhập mạnh trong nửa đầu năm 2019.

**Số dư PSF âm tái diễn vào cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022 do xung đột Nga-Ukraine.** Tuy nhiên, điều này chỉ tồn tại trong thời gian ngắn do giá xăng dầu đảo chiều vào nửa cuối năm 2022, tạo điều kiện cho PLX tích lũy PSF và hạn chế sử dụng. Trong hầu hết năm 2023, thị trường xăng dầu ổn định hơn năm 2022, điều này càng thúc đẩy cán cân PSF (**Hình 25**).

**Số dư PSF của Chính phủ tại PLX đã cải thiện** từ âm 185 tỷ đồng vào cuối quý 4/2021 lên 3.078 tỷ đồng vào cuối quý 2/2024.

Hình 25: Số dư Quỹ bình ổn của Chính phủ theo tháng tại PLX (tỷ đồng)



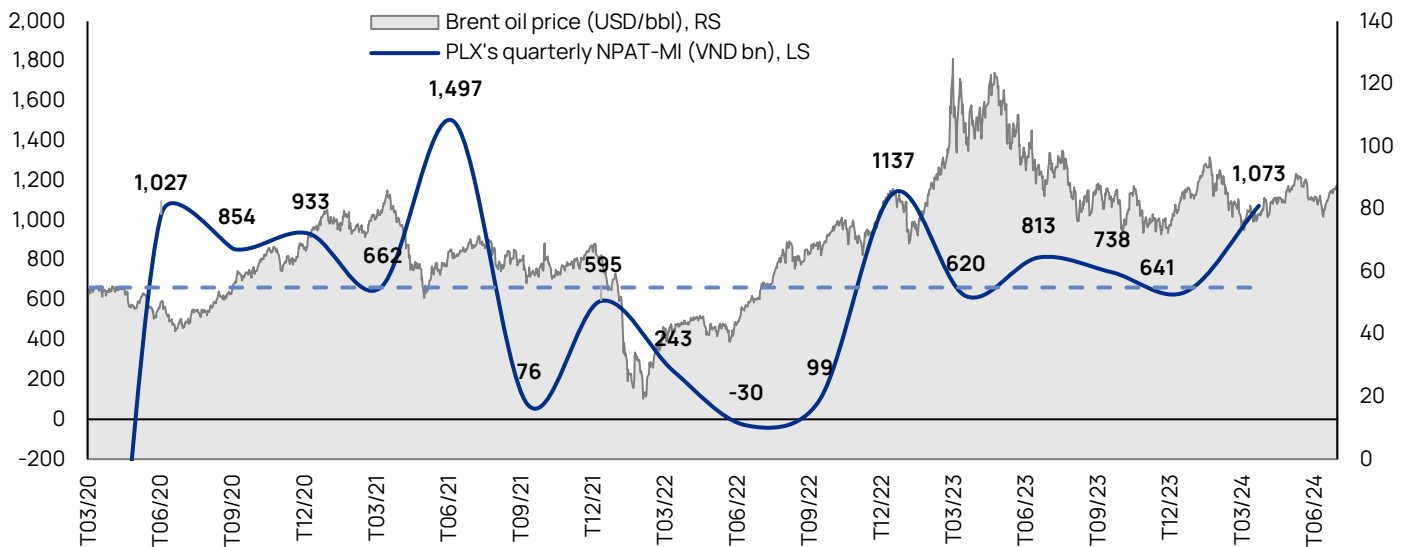
Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 04/07/2024)

### 3. Giá dầu và lợi nhuận ròng của PLX

Về mặt lý thuyết, lợi nhuận của PLX bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng trễ giữa hàng tồn kho và việc điều chỉnh giá bán, vốn phụ thuộc vào diễn biến giá dầu. Hiện PLX có hiệu ứng trễ là 20 ngày tồn kho và 7 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 80/2023. Trước đây, PLX có hiệu ứng trễ là 30 ngày tồn kho và 15 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 83/2014, và có hiệu ứng trễ là 20 ngày tồn kho và 10 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 95/2021 (Hình 23). Ví dụ, khi giá dầu tăng, PLX được hưởng lợi từ hiệu ứng trễ. Khi giá dầu giảm, PLX chịu hiệu ứng trễ và mất lợi nhuận.

Điều này được thể hiện rõ trong quý 2/2017, quý 4/2018 (lợi nhuận ròng đạt 750 tỷ-800 tỷ đồng), và đặc biệt là quý 1-quý 2/2020 (khi ghi nhận lỗ nặng) do giá dầu giảm, cũng như trong quý 2/2018 và quý 2/2021 (lợi nhuận ròng của lần lượt là 1,2 nghìn tỷ đồng và 1,5 nghìn tỷ đồng) khi giá dầu tăng. Trong khi đó, trong các kịch bản giá dầu ổn định hơn trong nửa đầu năm 2017 và nửa đầu năm 2019, lợi nhuận ròng của PLX là 900 tỷ đồng-1 nghìn tỷ mỗi quý. Mặc dù giá dầu trung bình ở mức cao trong quý 1/2022 nhưng việc giá dầu giảm bắt đầu từ giữa tháng 3/2022 đã tác động tiêu cực đến lợi nhuận của PLX. Ngoài ra, giá dầu tiếp tục biến động trong tháng 4-10/2022 gây bất lợi cho PLX. Do các kỳ xem xét giá cơ sở vào tháng 10 đến tháng 11/2022 phản ánh tốt hơn chi phí hoạt động của PLX, thu nhập quý 4/2022 của công ty đã vượt mức trung vị 4 năm.

Hình 26: Giá dầu so với lợi nhuận ròng của PLX



Nguồn: PLX, ước tính của Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 08/07/2024)

### 4. Nhà máy lọc hoá dầu Nghi Sơn

#### Giai đoạn 1: Thi công & chạy thử (2016-2018)

Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (NSRP) nằm trong Khu kinh tế Nghi Sơn, Thanh Hóa, do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) (25,1%), Idemitsu Kosan (35,1%), Kuwait Petroleum International (35,1%) và Mitsui Chemicals (4,7%) đầu tư. NSRP có công suất 200.000 thùng/ngày và tổng chi phí đầu tư là 9 tỷ USD. Dự án bắt đầu vào tháng 10/2013 và đặt mục tiêu đáp ứng 40% nhu cầu xăng dầu của Việt Nam vào quý 4/2016. Tuy nhiên, những thách thức kinh tế và các vấn đề kỹ thuật đã trì hoãn việc triển khai NSRP cho đến quý 1/2018.

Sau khi hoàn thành xây dựng vào tháng 5/2017, NSRP bắt đầu nghiệm thu và sản xuất các sản phẩm thương mại đầu tiên như RON 92, RON 95 và dầu diesel. Đến tháng 6/2018, NSRP có 10 sản phẩm trong danh mục đầu tư, bao gồm khí hóa lỏng, xăng, polypropylen và lưu huỳnh. Ngày 23/12/2018, NSRP chính thức bước vào giai đoạn vận hành thương mại.

## Giai đoạn 2: Vận hành thương mại và những thách thức

**NSRP đã phải đối mặt với nhiều thách thức khác nhau kể từ khi hoạt động thương mại.** Chúng tôi cho rằng những khó khăn này là do Chính phủ và PVN thiết lập cơ chế định giá cho NSRP mà không tính đến các hiệp định thương mại tự do (FTA) trong tương lai, khiến giá của NSRP kém cạnh tranh hơn so với các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu. Việt Nam đã ký kết một số FTA như ATIGA, VKFTA, FTA ASEAN-Trung Quốc. Các FTA này đã điều chỉnh giảm thuế suất nhập khẩu xăng dầu từ các nước này. Chẳng hạn, thuế nhập khẩu xăng của Hàn Quốc giảm từ 20% còn 10% kể từ ngày 1/1/2016, khiến NSRP khó có thể đưa ra mức chênh lệch do thuế nhập khẩu từ các FTA thấp hơn.

**2019.** NSRP phải đối mặt với tình trạng gián đoạn, hoạt động với nửa công suất do thay thế hóa chất ở một trong các mô-đun và bảo trì 45 ngày vào cuối năm 2019.

**2020-2021.** NSRP phải đối mặt với các vấn đề kỹ thuật mới tồi tệ hơn do hạn chế nhập cảnh liên quan đến đại dịch COVID-19 đối với các chuyên gia nước ngoài, dẫn đến hoạt động không ổn định.

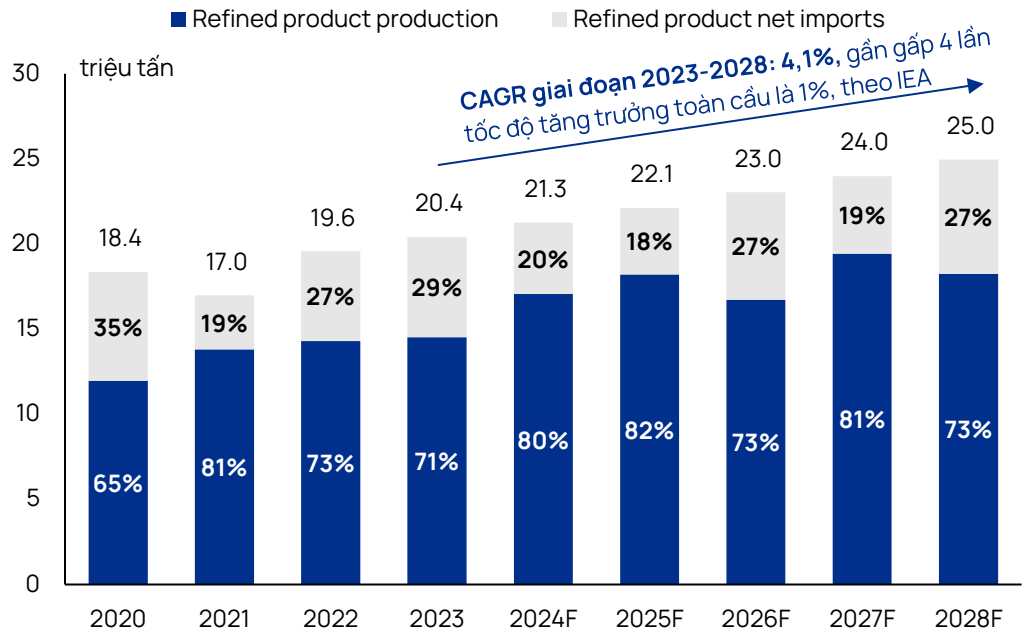
**2022.** Việt Nam dỡ bỏ hạn chế nhập cảnh liên quan đến COVID-19 vào tháng 3/2022, giúp NSRP giải quyết các vấn đề kỹ thuật, nhưng xung đột Nga-Ukraine làm gia tăng biến động thị trường xăng dầu toàn cầu và áp lực tài chính. Điều này buộc nhà máy lọc dầu phải cắt giảm công suất liên tục - thậm chí tạm dừng hoạt động - do giá thấp hơn chi phí.

**Năm 2023 là một năm đáng chú ý đối với NSRP khi vận hành bình thường sau lần bảo dưỡng đầu tiên và được Quốc hội chấp thuận trợ giá các sản phẩm bao tiêu giai đoạn 2018-2023.** NSRP đã hoàn thành đợt bảo dưỡng đầu tiên trong 47 ngày, sớm 8 ngày so với kế hoạch 55 ngày, giúp NSRP hoạt động 105% công suất trong thời gian từ 23/11 đến 23/12 và kết thúc năm với gần 7,6 triệu tấn sản phẩm xăng dầu. Ngoài ra, Chính phủ đã phân bổ gần 8,3 nghìn tỷ đồng cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam hay PVN) thuộc sở hữu nhà nước để bù đắp giá cho các sản phẩm bao tiêu của NSRP. Chúng tôi tin rằng NSRP có nền tảng vững chắc để hoạt động ổn định vào năm 2024.

## 5. Kỳ vọng đủ nguồn cung xăng dầu năm 2024 so với thiếu hụt xăng dầu trong năm 2022 tại Việt Nam

**Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung xăng dầu ổn định nhờ (1) NSRP hoạt động bình thường trong thời gian BSR tiến hành bảo trì vào đầu năm 2024 và (2) giá xăng dầu nhập khẩu tương đối ổn định.** Theo NSRP, nhà máy lọc dầu sẽ không tiến hành bảo trì vào năm 2024 nên chúng tôi ước tính sản lượng của NSRP sẽ vào khoảng 10,8 triệu tấn (51% nhu cầu). Mặt khác, CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) sẽ tiến hành bảo dưỡng lần thứ 5 vào đầu năm 2024, kéo dài khoảng 45 ngày. Chúng tôi ước tính sản lượng của BSR sẽ vào khoảng 6,3 triệu tấn (29% nhu cầu). Sản lượng kết hợp của NSRP và BSR vào năm 2024 sẽ chiếm 80% nhu cầu trong nước. Để đảm bảo phần còn lại của nhu cầu trong nước, chúng tôi dự báo 4,2 triệu tấn (-29% YoY) sẽ được nhập khẩu vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng nhập khẩu xăng dầu vào năm 2024 sẽ ít thách thức hơn so với năm 2022, do chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent tương đối ổn định trong năm 2024.

Hình 27: Dự báo mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam



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

## 6. Tổ hợp lọc dầu và dự trữ dầu quốc gia trị giá 19 tỷ USD khẳng định nhu cầu ngắn hạn của Việt Nam đối với các sản phẩm dầu mỏ

Trong quý 3/2022, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) trình Bộ Công Thương đầu tư 19 tỷ USD vào tổ hợp lọc hóa dầu, dự trữ dầu thô và sản phẩm dầu mỏ quốc gia tại KCN Dầu khí Long Sơn, Bà Rịa - Vũng Tàu. Trong nửa đầu năm 2023, Bộ Công Thương cho rằng đề xuất của PVN là hợp lý do nhu cầu trong nước mạnh cũng như sự cần thiết của an ninh năng lượng quốc gia (trước nguy cơ thiếu hụt nguồn cung và biến động của kinh tế toàn cầu).

Theo PVN, mặc dù xe điện ngày càng phổ biến (gây áp lực lên nhu cầu xăng dầu), lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn là 18 triệu tấn vào năm 2020 và dự kiến sẽ đạt xấp xỉ 25 triệu tấn vào năm 2025 và lên tới 33 triệu tấn vào năm 2030. Chúng tôi ước tính nguồn cung xăng dầu trong nước vào khoảng 14,5 triệu tấn trong năm 2023. Do đó, sản xuất trong nước hiện nay chỉ đáp ứng được khoảng 71% nhu cầu trong nước trong năm 2023, tiếp theo là 40% và 20% vào năm 2030 và 2045.

Dự báo của PVN về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2030 tương đương 122% dự báo của chúng tôi. Điều này củng cố kỳ vọng của chúng tôi về việc Việt Nam sẽ có mức tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu mạnh trong 5 năm tới.

Dự án này phù hợp với kế hoạch thực hiện Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam (ban hành vào tháng 4/2024) với mục tiêu xây dựng cho giai đoạn 2026-2030. PVN dự kiến sẽ nhận được phê duyệt quyết định đầu tư dự án và lựa chọn nhà thầu kỹ thuật, mua sắm và xây dựng (EPC) để đưa dự án vào hoạt động vào năm 2027/2028.

Dự án này bao gồm hai phần: 1) dự án nhà máy hóa dầu và lọc dầu và 2) kho lưu trữ dầu thô và các sản phẩm dầu mỏ quốc gia. Trong giai đoạn đầu, nhà máy lọc hóa dầu sẽ có công suất xử lý 12-13 triệu tấn dầu thô/năm, cùng với 7-9 triệu tấn sản phẩm dầu mỏ và 2-3 triệu tấn hóa dầu mỗi năm. Trong giai đoạn thứ hai, nhà máy sẽ được đầu tư bổ sung để nâng sản lượng dầu mỏ và hóa dầu lần lượt lên 3-5 triệu tấn và 5,5-7,5 triệu tấn. Đối với kho dự trữ quốc gia, sẽ được xây dựng để có khả năng lưu trữ 1 triệu tấn dầu thô và 500.000 m<sup>3</sup> sản phẩm dầu mỏ mỗi năm.

## 7. Kế hoạch tái cơ cấu và kinh doanh của PLX giai đoạn 2021-2025

PLX sẽ tiếp tục tiến hành kế hoạch đặt ra tại ĐHCĐ bất thường tháng 12/2022

- **PLX đặt mục tiêu thoái vốn khỏi Petrolimex Lào trong năm 2024.** Phù hợp với chiến lược tái cơ cấu của công ty, PLX có kế hoạch thoái vốn khỏi PGCC, Petrolimex Lào, và PTC. Các kế hoạch thoái vốn này là một phần trong nỗ lực lớn hơn của PLX nhằm tinh gọn hoạt động kinh doanh và tập trung vào các mảng kinh doanh cốt lõi. Thông qua thảo luận với ban lãnh đạo, chúng tôi ước tính khoản lỗ bất thường tiềm năng từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào sẽ ở mức 300 tỷ đồng. Ngoài ra, PLX đặt mục tiêu giảm tỷ lệ sở hữu tại Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC) từ 79% xuống 51%-65% trong dài hạn.
- **PLX tiếp tục kế hoạch tăng vốn cổ phần của công ty,** với vốn cổ phần dự kiến là 20 nghìn tỷ đồng (cao hơn khoảng 50% so với vốn cổ phần hiện tại). PLX dự kiến sử dụng vốn góp bổ sung của công ty và lợi nhuận giữ lại để tăng vốn cổ phần. Do đó, chúng tôi dự báo tỷ lệ sở hữu của Nhà nước sẽ giữ nguyên ở mức 75,87% và sẽ không có việc pha loãng EPS.

Hình 28: Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2021-2025 của PLX

Tỷ đồng	2021 (thực tế)	2022 (thực tế)	2023 (thực tế)	2024** (kế hoạch)	2025** (kế hoạch)	2021-2025 (Tổng hợp)
Doanh thu hợp nhất	169.009	304.064	273.979	188.000*	179.000	1.114,052
LNTT hợp nhất	3.789	2.270	3.947	2.900*	3.500	16.407
Vốn XD CB cho mảng phân phối xăng dầu	1.468	1.732	1.361	3.919**	3.619	12.099
Vốn XD CB cho các mảng khác	181	389	291	777	362	2.000
ROE của công ty mẹ	8%	4%	10%	7%	7%	N/A

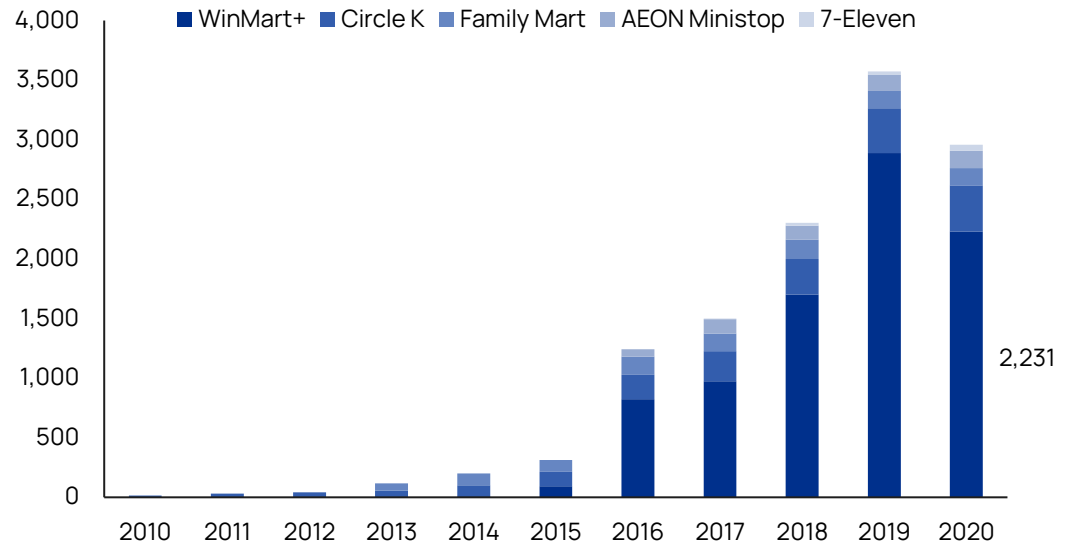
Nguồn: PLX, Vietcap (\* dựa theo tài liệu ĐHCĐ 2024 của PLX; \*\* dựa theo ĐHCĐ bất thường tháng 12/2022 của PLX).

**PLX đặt ra các mục tiêu tham vọng nhằm chuyển đổi hoạt động kinh doanh của công ty sang mảng năng lượng sạch.** Công ty đặt mục tiêu các sản phẩm nhiên liệu và năng lượng sạch, thân thiện với môi trường sẽ chiếm 50% doanh thu của công ty vào năm 2030, Mục tiêu này thể hiện sự chuyển hướng đáng kể trong danh mục sản phẩm của công ty. Ngoài ra, PLX đặt mục tiêu dài hạn rằng mảng năng lượng sạch sẽ chiếm 100% doanh thu của công ty trong năm 2045.

## 8. Tiềm năng tăng trưởng từ doanh thu phi dầu mỏ

**PLX có tiềm năng tăng trưởng từ doanh thu ngoài dầu nhờ mô hình trạm xăng tích hợp** – đặc biệt dưới sự tư vấn của nhà đầu tư chiến lược JX Nippon Oil & Energy Corporation (JX NOE). PLX đặt mục tiêu đạt cơ cấu doanh thu 50% từ doanh thu dầu mỏ và 50% doanh thu phi dầu mỏ trong dài hạn. Quỹ đất lớn với việc sở hữu 2.700 trạm là một lợi thế khác biệt sẽ giúp PLX phát triển mô hình trạm xăng tích hợp so với khoảng 2.300 cửa hàng của doanh nghiệp kinh doanh cửa hàng tiện lợi lớn nhất (tính đến năm 2020). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa mức tăng trưởng tiềm năng này vào dự báo thu nhập vì không có thông tin về (1) loại dịch vụ nào (ví dụ: cửa hàng tiện lợi/rửa xe/bảo dưỡng ô tô) PLX sẽ cung cấp và (2) thời gian thực hiện của các dịch vụ này.

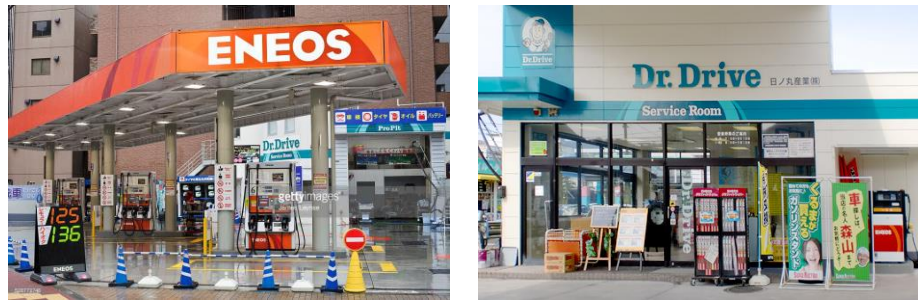
**Hình 29: Số lượng cửa hàng tiện lợi ở Việt Nam**



Nguồn: Nielsen, Vietcap

Khả năng triển khai mô hình trạm xăng tích hợp của PLX; Nhà đầu tư chiến lược JX NOE của PLX đã phát triển mạng lưới trạm xăng gồm 11.000 trạm trên khắp Nhật Bản và có 120 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực phân phối xăng dầu. Hầu hết các cây xăng của JX NOE đều mang thương hiệu ENEOS, tích hợp các dịch vụ chăm sóc xe như thay dầu, rửa xe, vệ sinh. Bên cạnh đó, JX NOE đã sử dụng mô hình Dr. Drive từ năm 2006, mô hình này cung cấp các dịch vụ và hỗ trợ kỹ thuật ô tô.

**Hình 30: Trạm dịch vụ ENEOS và cửa hàng Dr. Drive tại Nhật Bản**



Nguồn: JX NOE, Vietcap

Cuối tháng 12/2019, PLX ra mắt trạm xăng tích hợp mới (diện tích 2.000 m<sup>2</sup>) với dịch vụ rửa xe và bảo dưỡng ô tô tự động, đây là bước phát triển tích cực, khẳng định chiến lược phát triển dịch vụ phi dầu mỏ và doanh thu tại các trạm của công ty. Ban lãnh đạo vẫn đang tiến hành thử nghiệm dịch vụ bảo dưỡng và rửa xe tại các trạm. PLX nhận thấy tiềm năng lớn từ việc triển khai các dịch vụ ô tô tại các trạm (như rửa và bảo dưỡng ô tô, v.v.), nhờ vào tỷ lệ sở hữu ô tô ngày càng tăng ở Việt Nam.

Năm 2020, tiến độ thử nghiệm dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe tự động tại các trạm của PLX trì hoãn do ảnh hưởng của dịch COVID-19. Trong quý 1/2021, PLX tiếp tục tiến hành cải tạo trạm xăng và thay đổi hình thức trạm xăng để cải thiện hình ảnh thương hiệu và hiệu quả. Công ty cũng tiến hành khảo sát giao thông và dân số cho mô hình rửa xe tự động dưới sự tư vấn của nhóm đối tác chiến lược (ENEOS Corporation và JX NOE). Theo PLX, dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe của ENEOS tại Nhật Bản mang lại lợi nhuận rất cao. Như vậy, ENEOS có chiến thuật và kinh nghiệm để áp dụng mô hình này tại các trạm của PLX. Kể từ tháng 8/2020, tập đoàn này đã nâng tỷ lệ sở hữu tại PLX từ 8% lên 11% thông qua việc mua cổ phiếu quỹ. ENEOS vẫn đặt mục tiêu sở hữu 20% cổ phần PLX, thể hiện quyết tâm hợp tác cao. PLX và ENEOS đặt mục tiêu dài hạn sẽ áp dụng dịch vụ này cho 700 trạm



trong tổng số 2.700 trạm. Hiện tại chúng tôi chưa nhận được thông tin mới liên quan đến dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe tại các trạm.

### Hình 31: Trạm xăng PLX có dịch vụ rửa xe tự động



Nguồn: PLX, Vietcap

**Trong quý 3/2019, PLX đã triển khai trạm xăng tự phục vụ.** Đây là trạm tự phục vụ đầu tiên ở Việt Nam và mang lại trải nghiệm mới cho khách hàng giống như trạm ở nước ngoài. Trạm có diện tích 790 m<sup>2</sup> với 14 cây xăng (thiết bị của Nhật Bản) và 2 làn đường dành cho ô tô và xe máy. Ngoài ra còn được trang bị hệ thống lưu trữ tự động, tự động cập nhật mức nhiên liệu theo thời gian thực; do đó, nhân viên không phải tự tay kiểm tra mức nhiên liệu. Trạm này có sản lượng bán hàng là 2.800 m<sup>3</sup>/tháng so với sản lượng bán hàng trung bình của PLX là 180 m<sup>3</sup>/tháng.

Từ tháng 7/2019, PLX thử nghiệm hệ thống thanh toán không dùng tiền mặt tại cây xăng này, cho phép khách hàng thanh toán xăng dầu bằng ví điện tử hoặc dịch vụ ngân hàng cũng như bằng thẻ thành viên. PLX đã trình kế hoạch triển khai mô hình này cho tất cả các trạm; tuy nhiên, vốn đầu tư chi tiết vẫn chưa được công bố.

Hình 32: Trạm tự phục vụ của PLX



- Bối cảnh tổng thể cây xăng số 1
- Thử nghiệm thanh toán không dùng tiền mặt qua MoMo và ATM đồng thời cung cấp hóa đơn điện tử ngay lập tức nếu có nhu cầu.



Nguồn: PLX, Vietcap



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Dương Tấn Phước và Đinh Thị Thủy Dương 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
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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 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.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**

**Giám đốc điều hành, ext 105**

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng,

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, 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, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng,

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

## 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.