Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (HOSE: PLX)

- PLX ghi nhận LN ròng Q1/24 đạt 1,073 tỷ (+73.2% svck), tương đương 38% lợi nhuận ròng cả năm 2023, với đóng góp chủ yếu từ lợi nhuận gộp.
- Chúng tôi dự báo LN ròng GĐ 2024-2025 lần lượt tăng 16.4% và giảm 0.9% svck do kỳ vọng tổng sản lượng tăng trưởng 4.1% và 2.6%, trong khi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp 2025 giảm nhẹ so với 2024.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 43,800 đồng/cp (tiềm năng tăng giá +19.4%, thị suất cổ tức 2.7%).

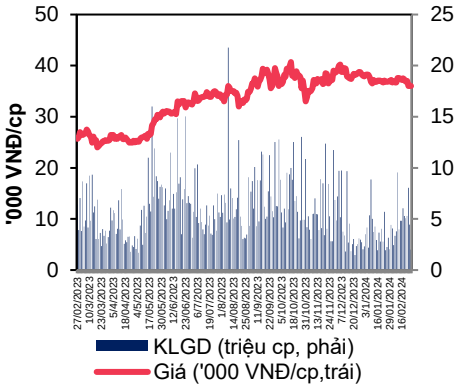
KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	**VND 43,800**
Tiềm năng tăng giá	*19.4%*

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	36,700
Cao nhất 52 tuần (VND)	41,076
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,900
Vốn hóa (tỷ VND)	48,283
P/E (TTM)	15.5
P/B	1.6
Thị suất cổ tức (%)	2.7%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.5%

Nguồn: https://s24.mbs.com.vn/

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp	75.9%
ENEOS Việt Nam	13.1%
JX Nippon Oil & Energy Corporation	8.0%
Khác	3.05%

Lợi nhuận Q1/2024 tiếp tục phục hồi tích cực

Kết thúc 2023, lợi nhuận ròng của PLX đạt mức 2,812 tỷ VNĐ, tăng 94% so với mức nền thấp năm 2022, chủ yếu nhờ thương vụ thoái vốn khỏi PGBank. Bước sang Q1/2024, doanh thu của PLX tăng 11.4% svck nhờ sản lượng xuất bán tăng tốt trong bối cảnh một số đơn vị kinh doanh xăng dầu đầu mối bị thu hồi giấy phép hoạt động; biên lợi nhuận gộp tăng 0.9 điểm phần trăm so với cùng kỳ, theo chúng tôi do nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã quay lại hoạt động và sản lượng nhập khẩu xăng dầu giảm, tiết kiệm chi phí hơn trong khi việc nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào bảo dưỡng đã được dự tính trước. Lợi nhuận ròng Q1/2024 tăng 73.2% svck và tăng 67.4% so với quý trước, đạt mức 1,073 tỷ đồng với đóng góp chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính.

Lợi nhuận ròng năm 2024 dự báo tăng 16.4% so với cùng kỳ

Chúng tôi kỳ vọng thị trường tiêu thụ xăng dầu nội địa Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng, trong khi PLX có khả năng gia tăng thị phần khoảng 0.3% - 0.5% khi một số nhà cung cấp nhỏ đã bị thu hồi giấy phép hoạt động kinh doanh xăng dầu do các vi phạm pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xăng dầu của PLX sẽ tăng trưởng lần lượt 4.1% - 2.6% trong giai đoạn 2024-2025; biên lợi nhuận gộp năm 2024 tăng 0.1 điểm cơ bản so với năm 2023 nhờ chủ động nguồn cung hơn khi việc nhà máy lọc dầu Bình Sơn đi vào bảo dưỡng đã được lên kế hoạch trước.

Bên cạnh đó, việc sửa đổi một số quy định liên quan đến kinh doanh xăng dầu cũng có thể tạo hành lang pháp lý minh bạch hơn cho hoạt động kinh doanh của PLX. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ròng trong giai đoạn 2024-2025 lần lượt là tăng 16.4% và giảm 0.9%.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 43,800 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu PLX là 43,800 VND/CP. Chúng tôi tin rằng PLX là một sự lựa chọn phù hợp cho các nhà đầu tư ưa thích các cổ phiếu an toàn với chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn. Rủi ro giảm giá gồm: (1) Thị phần xe chạy xăng suy giảm nhanh hơn dự kiến do bị lấn át từ xe điện, (2) Biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng khi phải nhập khẩu xăng dầu từ nước ngoài trong giai đoạn các nhà máy lọc dầu trong nước gặp sự cố bất ngờ.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24F	31/12/25F
Doanh thu thuần	304,064	273,979	292,269	297,844
Lợi nhuận ròng	1,450	2,834	3,299	3,269
Tăng trưởng doanh thu thuần	79.9%	-9.9%	6.7%	1.9%
Tăng trưởng LN ròng	-48.9%	95.5%	16.4%	-0.9%
Biên LN gộp	4.1%	5.6%	5.7%	5.6%
Biên EBITDA	1.7%	2.6%	2.7%	2.6%
ROAE	5.8%	11.2%	12.0%	10.8%
ROAA	2.1%	3.7%	4.0%	3.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,120	2,190	2,550	2,527
BVPS (VND/cổ phiếu)	18,930	20,048	22,565	24,422

Nguồn: PLX, MBS dự phóng và tổng hợp

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (HOSE: PLX)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Tiềm năng tăng trưởng của thị trường tiêu thụ xăng dầu Việt Nam vẫn còn, trong khi PLX là doanh nghiệp với thị phần lớn và vị thế đầu ngành nhờ cơ sở vật chất tốt.
- Chúng tôi kỳ vọng PLX có cơ hội giành thêm khoảng 0.3% - 0.5% thị phần kinh doanh xăng dầu nội địa từ các nhà cung cấp nhỏ đã bị thu hồi giấy phép hoạt động kinh doanh xăng dầu do vướng mắc pháp lý. Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng xăng dầu của PLX sẽ tăng trưởng lần lượt 4.1% và 2.6% trong giai đoạn 2024-2025.
- Cổ phiếu PLX có vị thế tài chính vững mạnh với chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối hấp dẫn, kỳ vọng tỷ suất cổ tức chi trả cho năm 2024 là 2.7%.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý đã làm tròn của cổ phiếu PLX tại thời điểm cuối năm 2024 là 43,800 VNĐ/cp (tiềm năng tăng giá 19.3% so với giá đóng cửa ngày 06/5/2024).

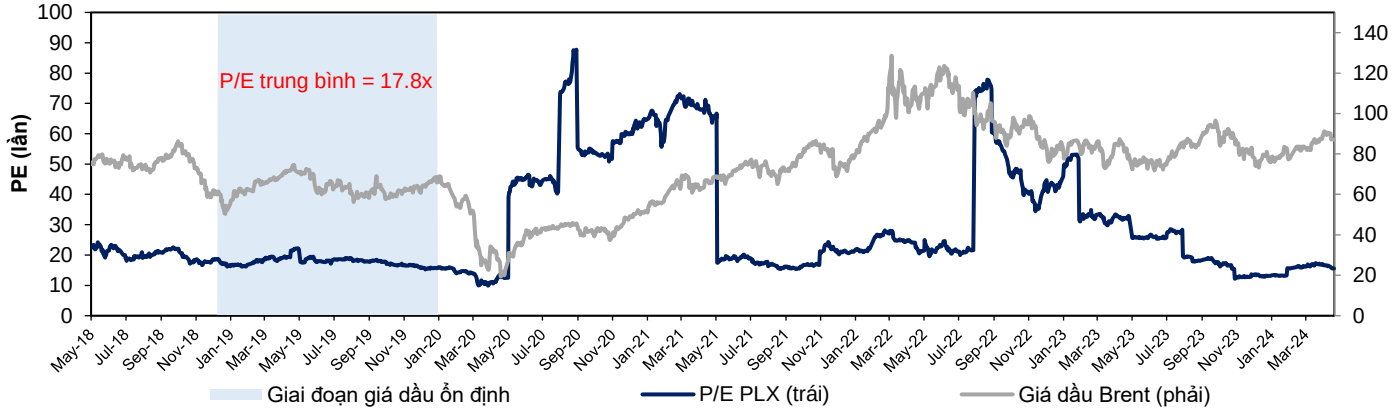
Chúng tôi sử dụng P/E giai đoạn 2019 (17.8x) để tham chiếu cho P/E của PLX giai đoạn 2024-2025 dựa trên cơ sở kỳ vọng giá dầu sẽ ổn định và biến động trong biên độ hẹp xung quanh vùng 85 USD/thùng. Từ mức 17.8x, chúng tôi chiết khấu 5% xuống 17.0x để phản ánh rủi ro liên quan đến thị phần xe điện gia tăng trong thời gian tới so với giai đoạn 2019. Nếu tính thêm tỷ suất cổ tức 2.7%, tiềm năng sinh lời của cổ phiếu PLX ở mức 22.0%. Với mức định giá này, chúng tôi khuyến nghị KHẢ QUAN cho cổ phiếu PLX, đồng thời cho rằng cổ phiếu sẽ phù hợp hơn với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro ở mức trung bình.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ)
Forward P/E (với P/E mục tiêu 2024 = 17x)	50%	43,300
FCFF	50%	44,200
Giá mục tiêu làm tròn		43,800
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 6/5/2024)		36,700
Tiềm năng tăng giá		19.3%
Thị suất cổ tức		2.7%
Tiềm năng sinh lời		22.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá P/E trung bình 5 năm - PLX



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	3,582	3,550	2,436	2,083	2,430
Chi phí phi tiền mặt	2,193	2,274	2,357	2,439	2,521
Lãi vay sau thuế	760	657	630	530	488
Đầu tư vốn lưu động	349	217	283	(630)	(778)
Đầu tư TSCĐ	(587)	(590)	(586)	(510)	(527)
FCFF	6,297	6,108	5,120	3,912	4,134

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2028	tỷ đồng	19,954
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	29,758
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	30,544
(-) Nợ	tỷ đồng	19,782
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	3,263
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	57,211
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	1,294
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	44,220

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro thị trường *(*)*	9.0%
Chi phí VCSH	12.4%

WACC và tăng trưởng dài hạn	
Chi phí nợ	4.5%
Mức thuế	20.0%
WACC	9.8%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu xe điện tăng nhanh hơn dự kiến, thị phần ô tô chạy bằng xăng suy giảm.

- Nguồn cung không ổn định khi các nhà máy lọc dầu trong nước gặp sự cố, dẫn đến phải nhập khẩu xăng dầu từ nước ngoài và ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của PLX.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

					P/E (lần)	P/B (lần)	ROA%		ROE (%)	
Công ty	Quốc gia	Vốn hóa	Đơn vị	Khuyến nghị	TTM	Hiện tại	2023	2024F	2023	2024F
S-Oil Corp	Hàn Quốc	5,786	triệu USD	KKN	9.5	0.9	4.6	5.3	10.5	13.0
Hunan Heshin Petrol Co	Trung Quốc	409	triệu USD	KKN	43.4	1.7	3.0	NA	4.0	NA
Eneos Holdings Inc	Nhật Bản	13,742	triệu USD	KKN	8.3	0.7	2.4	2.9	8.7	8.2
Thai Oil PCL	Thái Lan	3,264	triệu USD	KKN	6.2	0.8	4.5	3.8	12.1	9.3
PetroVietnam Oil	Việt Nam	383	triệu USD	KKN	22.4	0.9	1.7	NA	4.2	NA
Trung bình					18.0	1.0	3.2	4.0	7.9	10.2
Petrolimex	Việt Nam	1,923	triệu USD	Khả quan	15.0	1.8	4.4	4.4	12.6	11.1

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

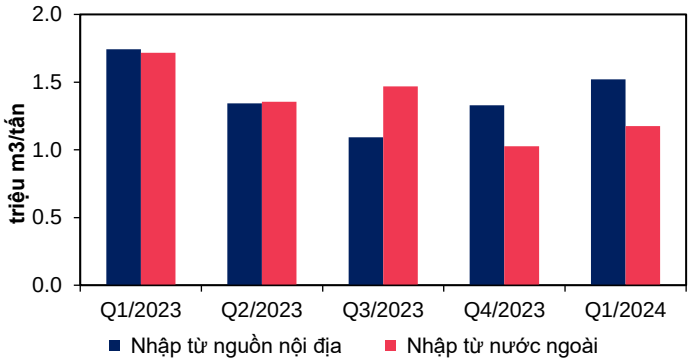
Lợi nhuận Q1/2024 tăng trưởng tích cực

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q1/2024 và cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2024	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2023	Tăng svck (%)	Đánh giá
Doanh thu	75,132	11.4%	9.4%	274,082	-9.9%	Trong Q1/2024, giá bán xăng dầu ước tính tăng nhẹ (ước tính giá xăng RON95 tăng 2.1% svck), sản lượng tăng trưởng tốt so với cùng kỳ và quý trước do nhu cầu nội địa ổn định và PLX có thể đã giành thêm thị phần từ các cửa hàng xăng dầu bị thu hồi giấy phép kinh doanh.
Lợi nhuận gộp	4,669	31.2%	17.3%	15,264	23.9%	
Biên lợi nhuận gộp	6.2%	0.9 đpt	0.4 đpt	5.6%	1.5 đpt	Nguồn cung xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước khá ổn định (Nghi Sơn hoạt động lại từ T9/23) giúp giảm tỷ lệ xăng dầu nhập khẩu từ đó hỗ trợ biên lợi nhuận gộp tăng.
Chi phí quản lý & bán hàng	3,436	14.0%	-3.2%	13,089	16%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	*4.6%*	*0.1 đpt*	*-0.6 đpt*	*4.8%*	*1.1 đpt*	
Lợi nhuận tài chính ròng	75	-42.9%	-69.9%	1,019	321.7%	Doanh thu tài chính giảm 12% svck và 26% so với quý trước do ảnh hưởng của lãi suất giảm trong khi chi phí tài chính đi ngang (-1.9% svck)
LN từ công ty liên doanh, liên kết	111	-26.1%	-7.2%	624	-11.3%	Thoái vốn khỏi PGBank trong Q3/2023 khiến lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết giảm.
LNTT	1,441	71.9%	69.6%	3,947	73.9%	
LNST	1,133	69.8%	48.2%	3,077	61.8%	
Lợi nhuận ròng	1,073	73.2%	67.4%	2,834	95.5%	

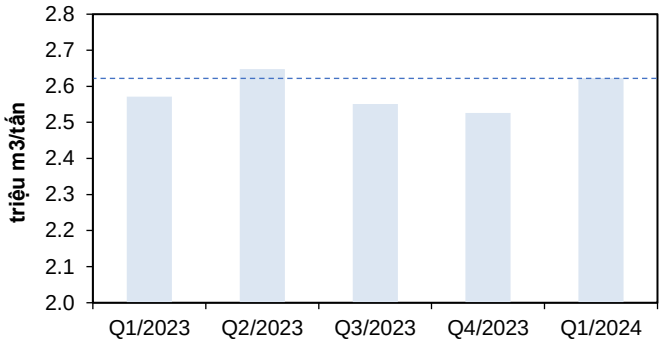
Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 7: Tỷ trọng sản lượng xăng dầu nhập về từ nước ngoài của PLX (xăng, diesel, dầu hỏa, dầu mazut) trong Q1/24 đã giảm svck



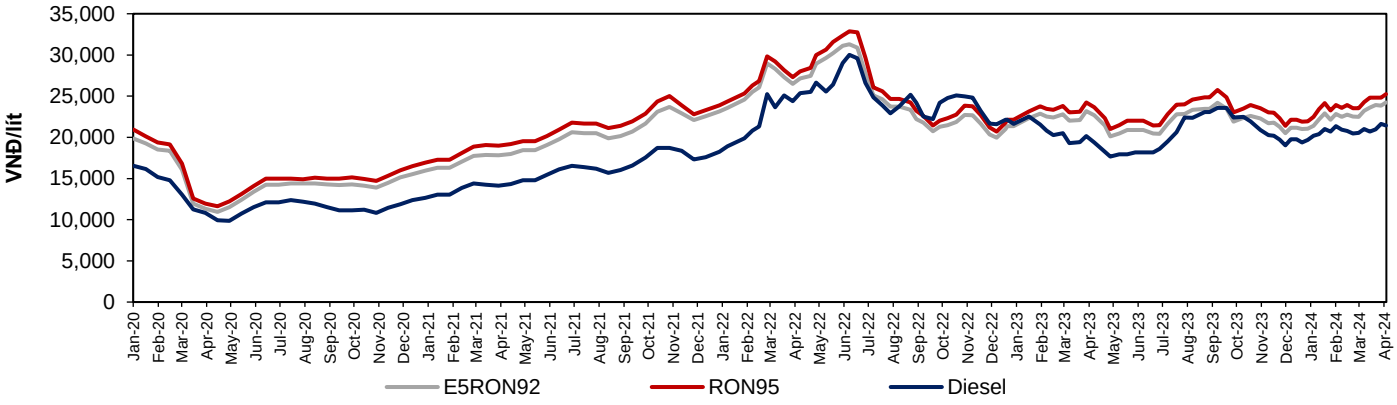
Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 8: Sản lượng xăng dầu xuất bán của PLX theo quý



Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 9: Giá bán lẻ xăng dầu trong nước vùng 1 giai đoạn 2020-2024



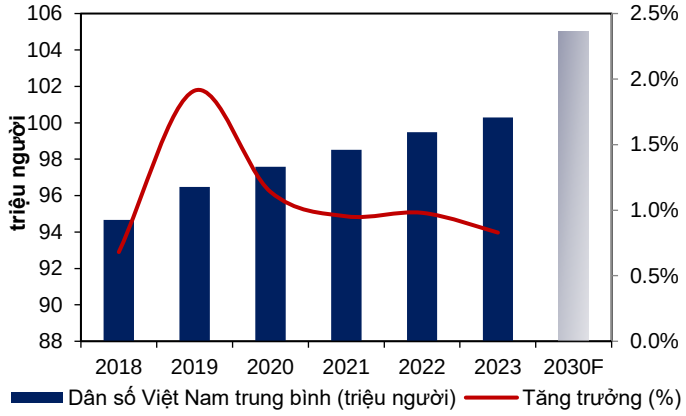
Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Triển vọng năm 2024-2025 có nhiều điểm sáng

Thị trường tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn còn dư địa tăng trưởng

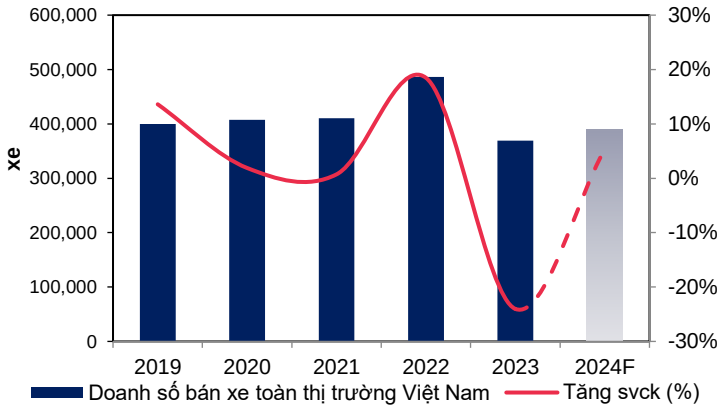
Với vị thế là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam, Petrolimex (PLX) sẽ được hưởng lợi khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước gia tăng, nhờ thị phần lớn và mạng lưới cửa hàng rộng. Chúng tôi cho rằng thị trường tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam vẫn có dư địa tăng trưởng trong trung hạn khi: (1) Dân số Việt Nam được dự báo vẫn sẽ tiếp tục tăng ít nhất đến năm 2030, (2) Tỷ trọng dân số thuộc tầng lớp thu nhập trung bình và cao tại Việt Nam (thu nhập dao động lần lượt ở mức 11-30 USD/ngày và 30-70 USD/ngày) được kỳ vọng liên tục gia tăng trong giai đoạn từ nay đến 2030, thúc đẩy nhu cầu sử dụng ô tô nói chung và tiêu thụ xăng dầu nói riêng. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng doanh số bán ô tô toàn thị trường phục hồi kể từ Quý 4 năm 2024 khi nền kinh tế khởi sắc trở lại, từ đó hỗ trợ một phần nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa.

Hình 10: Dân số Việt Nam đang tăng chậm lại, nhưng nhìn chung vẫn được dự báo có xu hướng tăng đến năm 2030



Nguồn: Tổng cục Thống kê, MBS Research

Hình 11: Doanh số bán xe ô tô toàn thị trường Việt Nam được chúng tôi kỳ vọng phục hồi từ nửa cuối 2024 nhờ mức nền thấp năm 2023

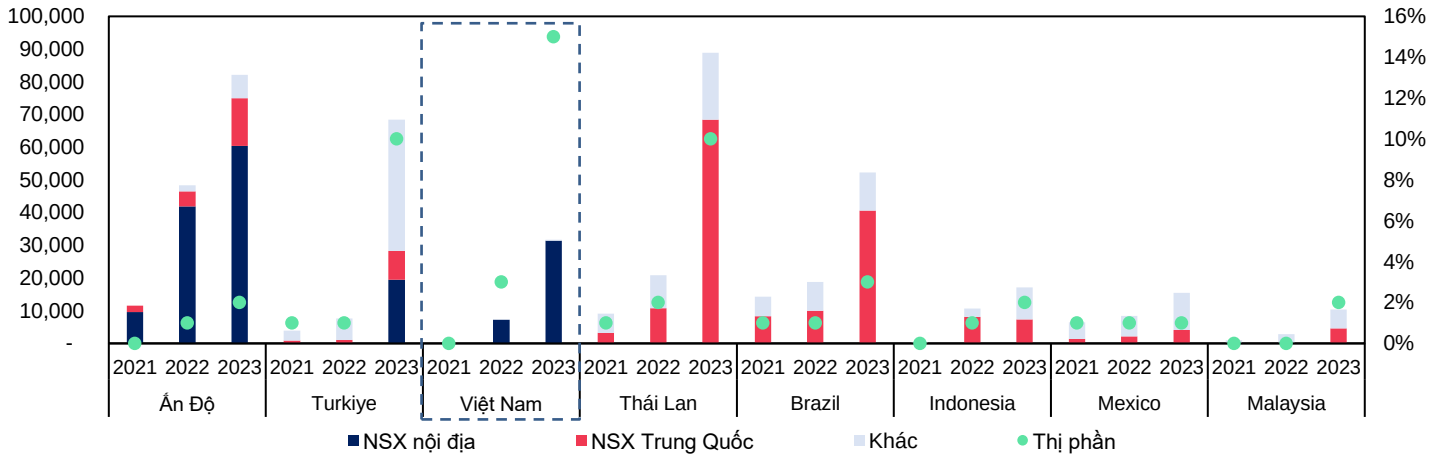


(*) Số liệu trên chưa bao gồm doanh số từ: (1) Xe sản xuất lắp ráp trong nước (VD: VinFast) và (2) Xe nhập khẩu (Audi, Subaru, Volkswagen,…)

Nguồn: VAMA, MBS Research dự phóng

Chúng tôi cho rằng xu hướng sử dụng xe điện trong nước và trên thế giới đang diễn biến khá nhanh, tuy nhiên sẽ chưa tạo áp lực lớn đến các đơn vị cung cấp xăng dầu trong ngắn hạn (giai đoạn 2024-2025) do: (1) Việc thay thế hoàn toàn các loại xe chạy xăng hiện tại sẽ tốn nhiều chi phí và thời gian và (2) Xe điện hiện tại chủ yếu là dòng xe cho gia đình, chưa thay thế được các dòng xe sử dụng xăng trong công nghiệp (xe vận tải lớn, xe bồn,..) hay máy bay.

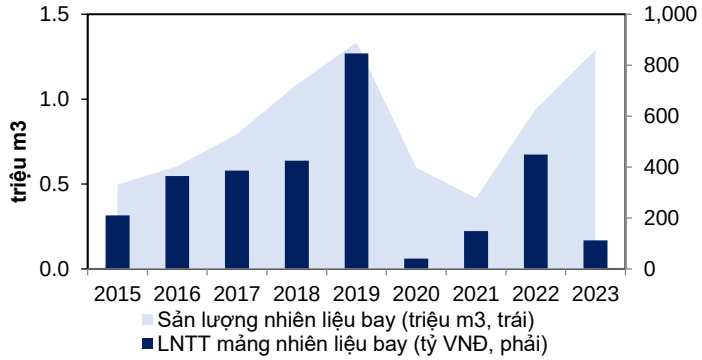
Hình 12: Doanh số - thị phần ô tô điện tại Việt Nam và một số quốc gia trên thế giới



Nguồn: IEA, MBS Research

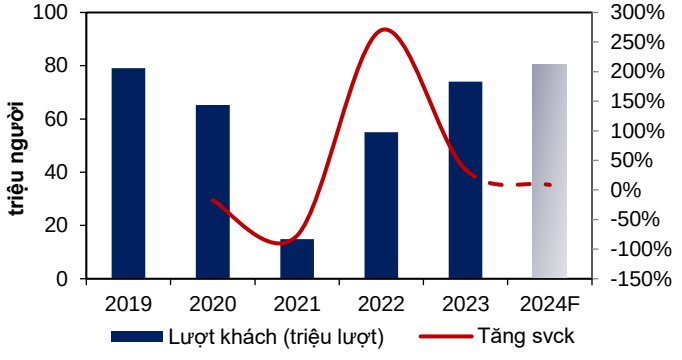
Bên cạnh đó, chúng tôi cũng kỳ vọng sự phục hồi trong lợi nhuận của PLX trong giai đoạn 2024-2025 sẽ có đóng góp từ việc cung cấp nhiên liệu bay. Với kịch bản nền kinh tế nói chung và nhu cầu tiêu dùng nói riêng sẽ dần phục hồi kể từ nửa cuối năm nay, từ đó thúc đẩy số lượng khách du lịch di chuyển bằng máy bay và giúp PLX được hưởng lợi. Trong năm 2023, lợi nhuận của mảng nhiên liệu bay sụt giảm mạnh khoảng 70% so với cùng kỳ do ảnh hưởng từ nền kinh tế ảm đạm và giá xăng dầu thế giới neo cao. Đây sẽ là mức nền rất thấp cho tăng trưởng lợi nhuận mảng này trong giai đoạn 2024-2025. Chúng tôi dự phóng sản lượng nhiên liệu bay của PLX trong giai đoạn 2024-2025 sẽ tăng lần lượt 13.2% và 5.0% svck.

Hình 13: Sản lượng nhiên liệu bay của PLX trong năm 2023 có tăng trưởng nhưng lợi nhuận trước thuế lại sụt giảm



Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 14: Nhu cầu vận chuyển hành khách bằng đường hàng không được dự báo sẽ phục hồi trong năm 2024

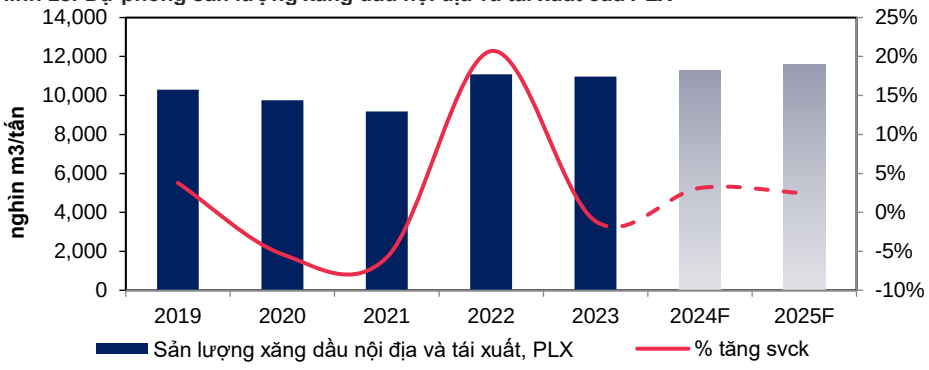


Nguồn: Cục Hàng không, MBS Research tổng hợp

Với khả năng tăng thị phần từ các nhà cung cấp bị thu hồi giấy phép, sản lượng xăng dầu nội địa của PLX dự báo tăng 3.2%/2.5% svck GĐ 2024-25

Gần đây, một số vụ việc tương đối nghiêm trọng xảy ra với Hải Hà Petro và Xuyên Việt Oil khi các đơn vị này không quản lý chặt chẽ hoạt động phân phối xăng dầu, lạm dụng quỹ bình ổn giá và nợ thuế, dẫn đến bị thu hồi giấy phép kinh doanh. Chúng tôi cho rằng đây là diễn biến tích cực cho PLX khi doanh nghiệp, với vị thế đầu ngành và khả năng kiểm soát tốt hoạt động của các nhà phân phối, sẽ có cơ hội chiếm lĩnh thị phần từ các doanh nghiệp nói trên. Tính đến thời điểm cuối năm 2023, thị phần thực tế của PLX vào khoảng 51%. Trong trường hợp tốt nhất khi PLX giành được toàn bộ thị phần từ các đơn vị bị thu hồi giấy phép kinh doanh nói trên, chúng tôi kỳ vọng PLX có thể tăng thị phần thêm 0.3% đến 0.5% so với thị phần tại thời điểm cuối năm 2023 (dựa trên dữ liệu sản lượng của Hải Hà Petro và Xuyên Việt Oil năm 2022). Kết hợp từ việc nhu cầu trong nước tăng trưởng và thị phần có thể gia tăng, chúng tôi kỳ vọng sản lượng xăng dầu *nội địa và tái xuất* của PLX sẽ tăng trưởng lần lượt 3.2% và 2.5%, tổng sản lượng tăng lần lượt 4.1% - 2.6% svck trong GĐ 2024 – 2025.

Hình 15: Dự phóng sản lượng xăng dầu nội địa và tái xuất của PLX



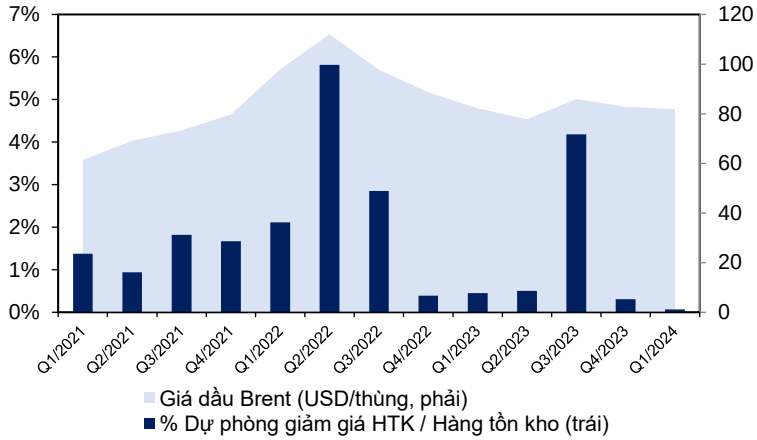
Nguồn: PLX, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Kỳ vọng biên LNG duy trì ổn định nhờ diễn biến giá dầu thuận lợi

Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ duy trì ổn định ở mức cao và không có biến động lớn trong giai đoạn 2024-2025 khi: (1) Nguồn cung dầu thô tiếp tục thắt chặt trong giai đoạn 2024-2025 trước các nỗ lực của OPEC nhằm đảm bảo giá dầu; (2) Nhu cầu tăng trưởng tại các khu vực chính như Trung Quốc và Mỹ khi nền kinh tế đang dần hồi phục; (3) Các xung đột địa chính trị có thể tiếp diễn nhưng không có ảnh hưởng lớn đến giá dầu do tác động trực tiếp đến nguồn cung (trên thực tế, từ đầu năm đến nay, các xung đột này liên tục nổ ra nhưng giá dầu chưa tăng cao kỷ lục như giai đoạn đầu năm 2022).

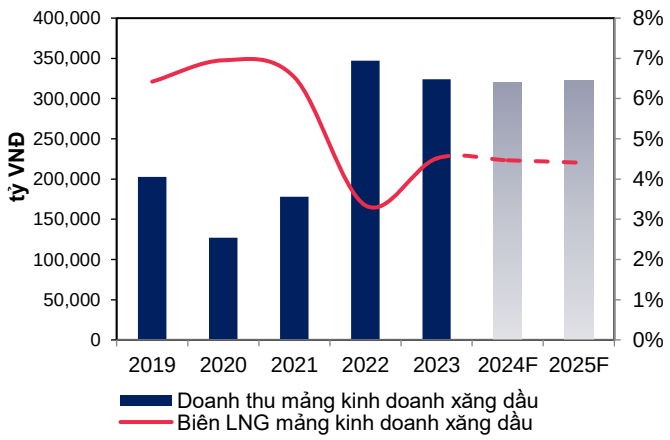
Giá dầu ổn định được kỳ vọng giúp các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu như PLX giảm tỷ lệ trích lập giảm giá hàng tồn kho, từ đó hỗ trợ phần nào việc tăng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Hình 16: Diễn biến giá dầu thô và trích lập dự phòng hàng tồn kho của PLX



Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 17: Dự phóng doanh thu và biên LNG mảng kinh doanh xăng dầu của PLX



Nguồn: PLX, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hoạt động kinh doanh xăng dầu đang được hỗ trợ tích cực về mặt pháp lý

Thứ nhất, thuế bảo vệ môi trường với mặt hàng xăng dầu được kỳ vọng chưa quay lại mức kịch khung trong năm 2024: Theo Nghị quyết 42/2023/UBTVQH15, Ủy ban Thường vụ Quốc hội đã quyết định giảm 50% mức thuế bảo vệ môi trường đối với mặt hàng xăng dầu so với mức kịch khung, áp dụng từ ngày 1/1/2024 đến hết ngày 31/12/2024. Mức thuế áp dụng này tương đương với mức đã áp dụng trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng sẽ không có thay đổi nào về mức thuế bảo vệ môi trường cho mặt hàng xăng dầu trong năm 2024. Điều này tuy không trực tiếp cải thiện lợi nhuận của PLX, nhưng sẽ hỗ trợ giá xăng dầu trong nước duy trì ổn định, từ đó gián tiếp ổn định tâm lý người tiêu dùng trong nước.

Hình 18: Mức thuế bảo vệ môi trường cho một số sản phẩm xăng dầu

	Từ 01/1/2023 đến 31/12/2023	Từ 01/1/2024 đến 31/12/2024 (NQ42)	Mức trần của biểu khung thuế
Xăng (trừ etanol) (VNĐ/kg)	2,000	2,000	4,000
Nhiên liệu bay – Kerosene (VNĐ/kg)	1,000	1,000	3,000
Diesel (VNĐ/kg)	1,000	1,000	2,000
Dầu mazut (VNĐ/kg)	1,000	1,000	2,000
Dầu nhờn (VNĐ/kg)	1,000	1,000	2,000
Mỡ nhờn (VNĐ/kg)	1,000	1,000	2,000
Dầu hỏa (VNĐ/kg)	600	600	2,000

Nguồn: PLX, MBS Research

Thứ hai, Nghị định về Kinh doanh xăng dầu sẽ được sửa đổi trong năm 2024 với nhiều thay đổi trọng yếu: Vào ngày 26/3/2024 vừa qua, Bộ Công Thương đã đăng tải toàn văn Dự thảo sửa đổi, bổ sung và bãi bỏ một số quy định trong hoạt động kinh doanh xăng dầu. Một số thay đổi đáng chú ý bao gồm:

Hình 19: Những điểm đáng chú ý trong Dự thảo sửa đổi Nghị định về Kinh doanh xăng dầu

STT	Vấn đề	Nội dung cũ	Nội dung sửa đổi	Đánh giá
1	Điều 32: Nguyên tắc điều hành giá xăng dầu (Đề xuất doanh nghiệp tự quyết định giá xăng dầu)	Cơ quan quản lý nhà nước điều hành giá bán lẻ xăng dầu trong nước thông qua căn cứ là giá cơ sở. Giá cơ sở các mặt hàng xăng dầu căn cứ vào các yếu tố hình thành trong quá khứ với thời gian tương đối dài (chi phí kinh doanh, thuế nhập khẩu bình quân gia quyền được tính toán dựa vào số liệu của quý trước để áo dụng trong tính toán giá cơ sở các mặt hàng xăng dầu ở quý sau)	Căn cứ vào tình hình thực tế tại doanh nghiệp, thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu và thương nhân phân phối xăng dầu quyết định giá bán lẻ xăng dầu (riêng dầu mazut là bán buôn) trong hệ thống phân phối của mình phù hợp với chi phí phát sinh thực tế tại doanh nghiệp và không cao hơn giá bán xăng dầu tối đa theo quy định. Giá bán không vượt quá 2% giá bán xăng dầu tối đa theo quy định: "Giá bán xăng dầu tối đa = Giá xăng dầu thế giới * Tỷ giá ngoại tệ + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt + Thuế bảo vệ môi trường + Thuế giá trị gia tăng + Chi phí kinh doanh + Lợi nhuận định mức của doanh nghiệp"	(1) Giúp thương nhân kinh doanh xăng dầu chủ động hơn trong quyết định giá bán lẻ xăng dầu, dễ dàng điều chỉnh nếu có chi phí thực tế phát sinh. Thương nhân cũng có quyền bán xăng dầu với giá thấp hơn giá bán tối đa theo công thức giá quy định. (2) Giảm thời gian và quy trình tính toán các chi phí hàng tháng của thương nhân; hỗ trợ cơ quan quản lý giá không phải tính toán và công bố định kỳ các chi phí
2	Khoản d, mục 1, Điều 33: Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức	Chi phí kinh doanh xăng dầu định mức được xác định trên cơ sở báo cáo chi phí thực tế phát sinh của các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu. Định kỳ trước ngày 01 tháng 07 hàng năm, Bộ Tài chính thông báo chi phí kinh doanh định mức để Bộ Công Thương áp dụng, tính toán trong công thức giá cơ sở xăng dầu.	Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức của doanh nghiệp được tính theo các mức tối đa như sau: (1) Phương án 1: Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức được quy định theo giá trị tuyệt đối, khoảng từ 1,800 - 2,500 đồng/lít, kg xăng dầu tùy từng chủng loại (2) Chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức biến đổi theo tỷ lệ % theo biến động giá xăng dầu thế giới.	Các phương án được đưa ra có thể giúp chi phí kinh doanh trong công thức giá bán xăng dầu cơ sở sát với thực tế của doanh nghiệp hơn; giảm thiểu rủi ro trong các trường hợp tăng giảm đột biến chi phí do các trường hợp bất khả kháng
3	Điều 31: Quỹ bình ổn giá xăng dầu	Bộ Công Thương căn cứ tình hình thực tế, số dư Quỹ bình ổn giá, diễn biến giá cơ sở xăng dầu tại thời điểm điều hành giá xăng dầu để quyết định mức trích lập, mức chi sử dụng Quỹ bình ổn giá sau khi thống nhất về chủ trương với Bộ Tài chính	1. Bình ổn giá xăng dầu được thực hiện theo quy định của Luật Giá. 2. Trường hợp bình ổn giá xăng dầu bằng Quỹ bình ổn giá, Bộ Công Thương phối hợp gửi văn bản đề xuất tới Bộ Tài chính để tổng hợp, báo cáo Chính phủ xem xét, quyết định chủ trương bình ổn giá. 3. Trường hợp xăng dầu thế giới tăng ở mức … USD/thùng (chẳng hạn là 120 USD/thùng) trở lên và duy trì trong 15 ngày liên tục, Bộ Công Thương có văn bản gửi Bộ Tài chính tổng hợp, báo cáo Chính phủ xem xét, quyết định trích lập, chi sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu theo quy định tại Luật Giá.	Có đề xuất số liệu rõ ràng hơn về mức xăng dầu thế giới mà ở đó Bộ Công Thương cần gửi văn bản đề xuất trích lập, chi sử dụng Quỹ bình ổn giá; các quyết định trích lập dễ được định lượng hơn.

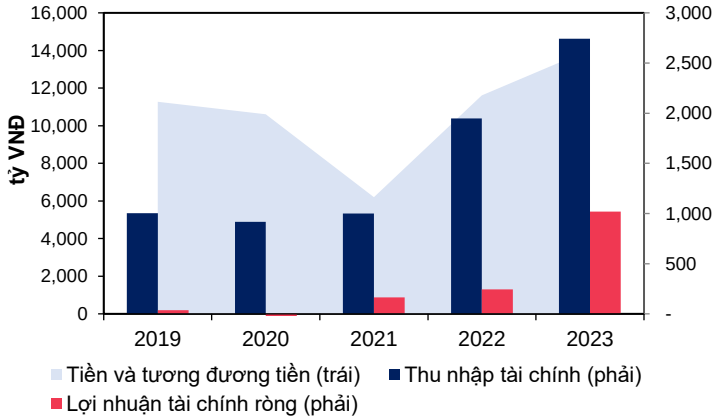
Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Vị thế tài chính vững mạnh với chính sách cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn

PLX hiện duy trì lượng tiền mặt ròng lớn, trong khi nợ vay đang có xu hướng giảm giúp doanh nghiệp ghi nhận lợi nhuận tài chính ròng tích cực và duy trì vị thế tài chính vững mạnh. Bên cạnh đó, cổ phiếu PLX cũng có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá hấp dẫn với mức chi trả từ 700 – 3,000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2019-2022. Năm 2023, doanh nghiệp dự kiến chi trả cổ tức ở mức 1,500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng trong năm 2024, doanh nghiệp sẽ chi trả cổ tức với tỷ lệ 10% mệnh giá tương đương thị suất cổ tức khoảng 2.7%.

Tại Đại hội cổ đông năm 2024 của PLX, doanh nghiệp đặt kế hoạch sản lượng 2024 giảm 9% svck, lợi nhuận trước thuế giảm 27% so với thực hiện cùng kỳ (tương ứng giảm 10.2% so với kế hoạch 2023) do không còn lợi nhuận từ khoản thoái vốn lớn như năm 2023. Theo chúng tôi, đây tiếp tục là một kế hoạch thận trọng của PLX và doanh nghiệp hoàn toàn có thể vượt kế hoạch đề ra như các năm trước đó.

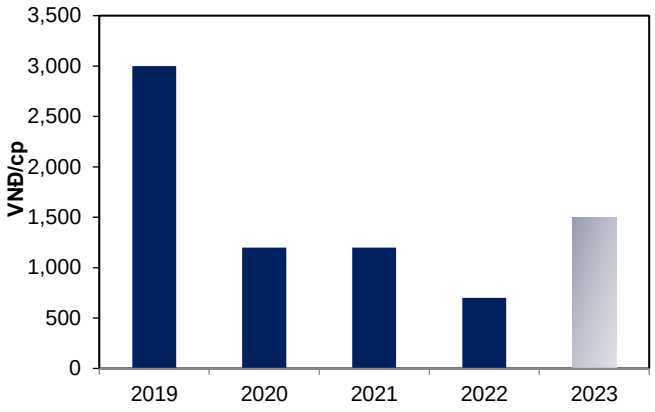
Hình 20: Lượng tiền mặt và doanh thu tài chính của PLX



Lưu ý: Năm 2023, doanh thu tài chính của PLX còn có khoản thoái vốn khỏi PGBank. Nếu loại bỏ khoản này, doanh thu tài chính của PLX trong 2023 tương đương với 2022.

Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 21: Lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt, PLX



Nguồn: PLX, MBS Research

Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 22: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025 của PLX (Đơn vị: tỷ đồng)

Các tiêu chí KQKD	2023	2024F	Tăng svck (%)	2025F	Tăng svck (%)	Đánh giá
Sản lượng xăng dầu (triệu m3 tấn)	14.40	14.99	4.1%	15.37	2.6%	Sản lượng nhiên liệu bay tăng hỗ trợ sản lượng xăng dầu chung tăng trưởng.
Doanh thu	273,979	292,269	6.7%	297,844	1.9%	Giả định giá dầu Brent năm 2024 là 85 USD/thùng, năm 2025 là 83 USD/thùng, tăng nhẹ năm 2023, kéo theo giá bán một số mặt hàng xăng dầu tăng. Tổng sản lượng xăng dầu xuất bán được dự báo tăng trưởng lần lượt 4.1% và 2.6% trong giai đoạn 2024-2025.
Lợi nhuận gộp	15,264	16,695	9.4%	16,819	0.7%	
Biên lợi nhuận gộp	5.6%	5.7%	0.1 điểm %	5.6%	-0.1 điểm %	Nghi Sơn hoạt động trở lại hỗ trợ nguồn cung xăng dầu trong nước ổn định trong thời gian Dung Quất bảo dưỡng, hỗ trợ duy trì ổn định biên lợi nhuận gộp.
Chi phí quản lý & bán hàng	13,089	13,580	3.8%	13,839	1.9%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	*4.8%*	*4.6%*	*-0.1 điểm %*	*4.6%*	*0 điểm %*	
Lợi nhuận tài chính ròng	1,019	631	-38.1%	630	0.0%	Giảm từ mức nền cao của năm 2023 khi ghi nhận doanh thu tài chính từ việc thoái vốn PGBank (642.3 tỷ đồng)
LN từ công ty liên doanh, liên kết	624	571	-8.5%	576	0.8%	Giảm phần đóng góp của PGBank kể từ năm 2024.
LNTT	3,947	4,592	16.3%	4,551	-0.9%	
Thuế TNDN	870	1,010	16.1%	1,001	-0.9%	
LNST	3,077	3,582	16.4%	3,550	-0.9%	
LN ròng	2,834	3,299	16.4%	3,269	-0.9%	
EPS (VNĐ/cp)	2,190	2,550	16.4%	2,527	-0.9%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	304,064	273,979	292,269	297,844
Giá vốn hàng bán	(291,744)	(258,715)	(275,574)	(281,025)
Lợi nhuận gộp	12,320	15,264	16,695	16,819
Chi phí quản lý DN	(823)	(949)	(1,013)	(1,032)
Chi phí bán hàng	(10,500)	(12,140)	(12,568)	(12,807)
LN từ HĐKD	997	2,175	3,115	2,980
EBITDA thuần	3,165	4,360	5,307	5,254
LN trước thuế & lãi vay	**997**	**2,175**	**3,115**	**2,980**
Thu nhập lãi	1,949	2,743	2,288	2,062
Chi phí tài chính	(1,706)	(1,723)	(1,657)	(1,432)
Thu nhập ròng khác	328	129	276	366
TN từ các Cty LK & LD	703	624	571	576
LN trước thuế	**2,270**	**3,947**	**4,592**	**4,551**
Thuế TNDN	(368)	(870)	(1,010)	(1,001)
Lợi nhuận sau thuế	1,902	3,077	3,582	3,550
Lợi ích cổ đông thiểu số	(452)	(243)	(283)	(281)
Lợi nhuận ròng	**1,450**	**2,834**	**3,299**	**3,269**
Chi trả cổ tức	(1,746)	(1,100)	(1,294)	(1,294)
Lợi nhuận giữ lại	(296)	1,734	2,005	1,975

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
LN trước thuế	2,270	3,947	4,592	4,551
Khấu hao	2,168	2,185	2,193	2,274
Thuế đã nộp	(455)	(433)	(1,010)	(1,001)
Các khoản điều chỉnh khác	698	(351)	(486)	(495)
Thay đổi VLĐ	410	(74)	349	217
LCTT từ HĐKD	**5,092**	**5,274**	**5,638**	**5,546**
Đầu tư TSCĐ	(2,120)	(1,652)	(528)	(549)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	241	33	-	-
Các khoản khác	4,883	(5,456)	(560)	55
LCTT từ đầu tư	**3,004**	**(7,075)**	**(1,088)**	**(494)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	(961)	5,344	(578)	(974)
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,746)	(1,100)	(1,294)	(1,294)
LCTT từ hoạt động TC	**(2,706)**	**4,245**	**(1,872)**	**(2,268)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	6,193	11,606	14,048	17,696
LC tiền thuần trong năm	5,389	2,443	2,679	2,784
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**11,606**	**14,048**	**17,696**	**20,626**

Bảng cân đối kế toán	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	11,606	14,048	17,696	20,626
Đầu tư ngắn hạn	7,098	16,496	17,597	17,932
Phải thu khách hàng	11,866	10,022	10,687	10,891
Hàng tồn kho	17,232	14,640	15,940	16,075
Các tài sản ngắn hạn khác	2,368	2,101	2,241	2,227
Tổng tài sản ngắn hạn	50,170	57,307	64,160	67,752
Tài sản cố định	11,959	11,310	9,682	7,980
Tài sản vô hình	2,325	2,344	2,368	2,385
Xây dựng cơ bản dở dang	557	920	861	819
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LD,LK	3,145	1,387	1,444	1,502
Các khoản đầu tư dài hạn khác	3,354	3,425	3,425	3,425
Tài sản dài hạn khác	2,845	2,866	2,978	3,089
Tổng tài sản dài hạn	24,305	22,369	20,871	19,311
Tổng tài sản	**74,476**	**79,676**	**85,031**	**87,062**
Vay & nợ ngắn hạn	13,590	19,135	18,645	17,726
Phải trả người bán	24,221	22,157	23,956	24,326
Phải trả ngắn hạn khác	7,884	8,368	9,023	9,195
Tổng nợ ngắn hạn	45,695	49,661	51,624	51,247
Vay & nợ dài hạn	823	647	560	504
Các khoản phải trả khác	175	166	332	336
Tổng nợ dài hạn	998	813	891	840
Tổng nợ	**46,693**	**50,474**	**52,515**	**52,087**
Vốn điều lệ	12,939	12,939	12,939	12,939
Thặng dư vốn cổ phần	7,359	7,359	7,359	7,359
Cổ phiếu quỹ	(233)	(233)	(233)	(233)
LN giữ lại	2,706	4,195	6,297	8,452
Các quỹ thuộc VCSH	1,817	1,854	2,039	2,141
Chênh lệch tỷ giá	90	139	1,108	1,255
Vốn chủ sở hữu	24,493	25,940	29,197	31,600
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,290	3,263	3,319	3,375
Tổng vốn chủ sở hữu	27,783	29,202	32,516	34,975
Tổng nợ và VCSH	**74,476**	**79,676**	**85,031**	**87,062**

Các chỉ số cơ bản	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tăng trưởng doanh thu thuần	80%	-10%	6.7%	1.9%
Tăng trưởng EBITDA	-37%	38%	22%	-1%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-64%	118%	43%	-4%
Tăng trưởng LN trước thuế	-40%	74%	16.3%	-0.9%
Tăng trưởng LN ròng	-49%	95%	16.4%	-0.9%
Tăng trưởng EPS	-49%	95%	16.4%	-0.9%
Biên LN gộp	4.1%	5.6%	5.7%	5.6%
Biên EBITDA	1.7%	2.6%	2.7%	2.6%
Biên LN ròng	0.5%	1.0%	1.1%	1.1%
ROAE	5.8%	11.2%	12.0%	10.8%
ROAA	2.1%	3.7%	4.0%	3.8%
ROIC	3.4%	5.8%	6.4%	6.1%
Vòng quay tài sản	436.7%	355.5%	354.9%	346.1%
Cổ tức chi trả/LN ròng	120.4%	38.8%	39.2%	39.6%
Tổng nợ vay/VCSH	51.9%	67.7%	59.1%	52.1%
Nợ vay ròng/VCSH	10.1%	19.6%	4.6%	-6.9%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	3.8%	7.2%	1.8%	-2.8%
Khả năng thanh toán lãi vay	1.5	2.4	3.2	3.5
Số ngày phải thu	14	13	13	13
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	22	21	21	21
Số ngày phải trả tiền bán	30	31	32	32
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.1	1.2	1.2	1.3
Khả năng thanh toán nhanh	0.7	0.9	0.9	1.0
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.6	0.7	0.8
Định giá				
EPS (đồng/cp)	1,120	2,190	2,550	2,527
BVPS (đồng/cp)	18,930	20,048	22,565	24,422
P/E (lần)	32.8	16.8	14.4	14.5
P/B (lần)	1.9	1.8	1.6	1.5

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường
Nghiêm Phú Cường
Ngô Quốc Hưng
Lê Minh Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyến
Đỗ Lan Phương
Nguyễn Đức Hảo

Bất động sản
Nguyễn Minh Đức
Nguyễn Minh Trí
Lê Hải Thành

Dịch vụ - Tiêu dùng
Nguyễn Quỳnh Ly

Công nghiệp – Năng lượng
Nguyễn Hà Đức Tùng
Phạm Thị Thanh Huyền