

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (PLX)

Khả quan (Duy trì)

Dầu khí

Giá hiện tại	VND40.900
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND43.200/VND30.700
Giá mục tiêu	VND47.100
Giá mục tiêu trước đó	VND44.300
Consensus	10,7%
Tiềm năng tăng giá	15,3%
Tỷ suất cổ tức	3,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	19,0%

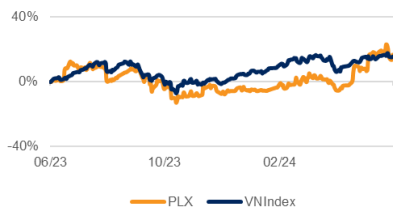
Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	2.046
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	2,7
Sở hữu NN (tr USD)	50,3
Số CP lưu hành (tr)	1.270,6
Số CP sau pha loãng (tr)	1.270,6

	PLX	Tb ngành	VNI
P/E trượt	16,1x	18,3x	14,4x
P/B hiện tại	1,9x	1,6x	1,8x
ROA	4,4%	4,3%	2,0%
ROE	12,6%	10,0%	12,1%

*dữ liệu ngành 26/06/2024

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
PLX	8,0%	16,7%	16,5%
VNIndex	0,5%	2,9%	14,7%

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban QLVN tại doanh nghiệp	75,9%
ENEOS Việt Nam	13,1%
Khác	11,0%

Thông tin doanh nghiệp

Petrolimex (PLX) là nhà phân phối xăng dầu số một tại Việt Nam với mạng lưới hơn 5.500 cửa hàng xăng dầu trên toàn quốc, chiếm gần 50% tổng thị phần và vượt xa nhà phân phối lớn thứ hai. Ngoài ra, PLX còn sở hữu hệ thống cơ sở hạ tầng kỹ thuật lớn nhất trong số các thương nhân đầu mỗi xăng dầu tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyen@vndirect.com.vn

Kỳ vọng triển vọng tích cực từ nghị định kinh doanh xăng dầu mới

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 15,3% và tỷ suất cổ tức 3,7%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 7% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 10% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn do chúng tôi tăng dự phóng EPS trong 2024-25 nhờ biên LN gộp được cải thiện và giả định WACC thấp hơn.
- P/E trượt hiện ở mức 16,1x, thấp hơn trung bình ngành trong khu vực (18,3x), mức khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của công ty.

Điểm nhấn tài chính

- LN ròng Q1/24 tăng vọt 73% svck lên 1.070 tỷ đồng nhờ sản lượng xăng dầu tăng cao và biên LN gộp cải thiện.
- Mặc dù doanh thu thuần trong Q1/24 chỉ tăng 11,4% nhưng lợi nhuận gộp Q1/24 lại tăng mạnh 31% svck, dẫn đến biên LN ròng tăng 0,9 điểm % lên 6,2% trong Q1/24, hỗ trợ LN ròng tăng trưởng mạnh hơn dự kiến.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024/25 sẽ tăng trưởng 27,0%/14,9% svck. Mặc dù dự báo tăng trưởng doanh thu của chúng tôi thấp hơn nhưng chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ cải thiện do chi phí bán hàng/lợi nhuận gộp giảm từ 80% trong năm 2023 xuống 72%/69% trong năm 2024/25.

Investment Thesis

Nhu cầu trong nước mạnh mẽ duy trì tăng trưởng sản lượng xăng dầu

Chúng tôi cho rằng sản lượng xăng dầu nội địa của PLX sẽ tăng trưởng kép 7,1% trong 2024-25 tăng từ mức 5,2% trong báo cáo cập nhật trước. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng xăng dầu của PLX sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối năm 2024 do nhu cầu trong nước cao nhờ nền kinh tế được cải thiện. Theo GSO, sản lượng vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ và hàng không đã tăng lần lượt 11,5%/47,5% svck trong 5T24. Bộ Công Thương (MOIT) cũng ước tính tổng nguồn cung xăng dầu năm 2024 cũng tăng mạnh là 28,42 triệu m3.tấn (+9,2% svck).

Kỳ vọng thị phần trong nước được mở rộng

Chúng tôi ước tính sản lượng xăng dầu của PLX trong Q1/24 tăng hơn 10% svck và cao hơn 18% so với sản lượng bán trung bình theo quý trong 5 năm qua. Sản lượng tiêu thụ tăng đáng kể cho thấy có thể PLX đã giành được thị phần từ các nhà phân phối nhỏ hơn khác, đặc biệt là từ một số thương nhân kinh doanh xăng dầu và nhà phân phối đã bị thu hồi giấy phép hoạt động trong thời gian gần đây.

Nghị định kinh doanh xăng dầu mới hỗ trợ biên LN gộp

Bộ Công Thương đã trình Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu mới gần lần thứ hai. Chúng tôi nhận thấy những thay đổi quan trọng trong nghị định có thể khiến PLX được hưởng lợi do vị thế dẫn đầu và lợi thế cạnh tranh của công ty. Cơ chế xác định giá bán lẻ và chi phí kinh doanh/lợi nhuận định mức mới được đề xuất sẽ cho phép các đầu mối kinh doanh xăng dầu: 1) tự quyết định giá bán lẻ dựa trên điều kiện của thị trường; và 2) kịp thời điều chỉnh chi phí kinh doanh cố định và lợi nhuận định mức (yếu tố ảnh hưởng chính đến LN gộp của PLX) trong giai đoạn giá dầu thế giới biến động mạnh. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nghị định có thể có hiệu lực vào cuối năm 2024 và sẽ hỗ trợ biên LN gộp của PLX tăng 0,5% điểm lên 6,1%.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	(9,8%)	9,0%	(2,8%)	(0,2%)
Tăng trưởng EPS	94,0%	27,0%	14,9%	(2,9%)
Biên lợi nhuận gộp	5,6%	5,6%	6,1%	6,1%
Biên LN ròng	1,0%	1,2%	1,4%	1,4%
P/E (x)	19,3	15,2	13,2	13,3
Rolling P/B (x)	1,7			
ROAE	11,2%	13,5%	14,9%	14,0%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(35,0%)	(33,2%)	(36,6%)	(37,8%)

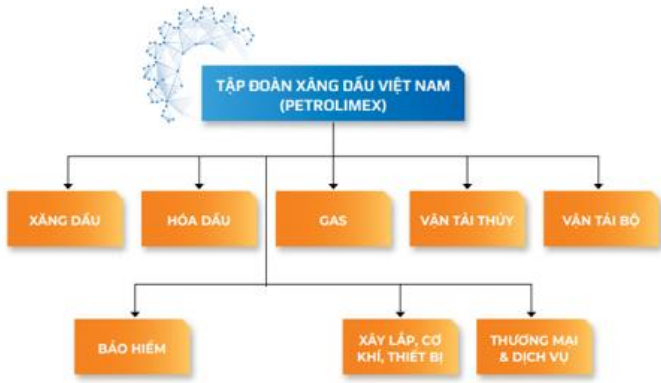
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Gã khổng lồ trong lĩnh vực phân phối và bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam

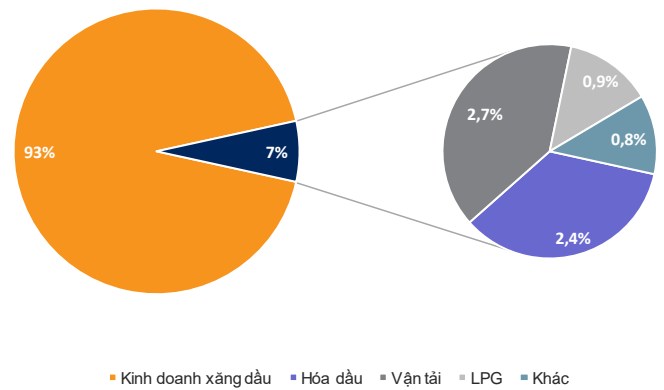
Petrolimex (PLX) đang hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu, các sản phẩm lọc hóa dầu và các dịch vụ liên quan khác. Sau 65 năm hình thành và phát triển, công ty hiện chiếm trên 50% thị phần phân phối xăng dầu với mạng lưới hơn 5.500 cửa hàng trên toàn quốc. PLX cũng là nhà phân phối dầu nhớt và nhựa đường số 1 Việt Nam. Mảng kinh doanh xăng dầu chiếm 93% tổng doanh thu năm 2023 của công ty.

Hình 1: Cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh của PLX



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Ước tính tỷ trọng doanh thu theo từng mảng kinh doanh năm 2023 của PLX



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kể từ khi thành lập với tư cách là một doanh nghiệp lớn thuộc sở hữu nhà nước, PLX đã nhận được sự hỗ trợ đặc lực để phát triển mạng lưới và hình thành hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật vượt trội so với các đối thủ, bao gồm: hệ thống kho cảng với tổng sức chứa 2.215.550 m³; hơn 570 km đường ống dẫn xăng dầu; hơn 5.500 cửa hàng xăng dầu trên cả nước và đội tàu tàu chở xăng dầu lớn nhất Việt Nam với tổng tải trọng 500.000 DWT. Hệ thống kho chứa của công ty trải dài trên khắp cả nước, giúp PLX đảm bảo lượng xăng dầu dự trữ, đáp ứng đủ và kịp thời nhu cầu của khách hàng trong nước.

Hình 3: PLX sở hữu mạng lưới cửa hàng và hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật vượt trội so với đối thủ cạnh tranh chính là PVOil (OIL)

	PLX	OIL
Mạng lưới cửa hàng	2.700 COCO and 2.800 DODO	700 COCO và 1,500 DODO
Hệ thống kho, cảng	Tổng sức chứa 2.215.550 m ³	Tổng sức chứa 964.000 m ³
Đường ống dẫn xăng dầu	> 570 km	N/A
Phương tiện vận tải	Đội tàu chở xăng dầu lớn nhất cả nước với tổng trọng tải 500.000 DWT 1.200 xe bồn với tổng dung tích hơn 9.000 m ³	4 xà lan chở xăng dầu với tổng trọng tải 3.500DWT 135 xe bồn với tổng dung tích hơn 2.000 m ³

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận Q1/24 tăng mạnh nhờ biên LN gộp cải thiện

Hình 4: Tóm tắt KQKD Q1/24

tỷ đồng	Q1/24	Q1/23	% svck	2024	% sv dự phóng
Doanh thu	75.106	67.432	11,4%	294.184	25,5%
LN gộp	4.669	3.559	31,2%	16.053	29,1%
Chi phí BH&QLDN	3.436	3.013	14,0%	12.507	27,5%
LN từ HDSXKD	1.419	826	71,8%	4.367	32,5%
LN tài chính thuần	76	131	-42,0%	211	36,0%
LNTT	1.441	838	72,0%	4.569	31,5%
LN ròng	1.072	619	73,2%	3.359	31,9%
Biên LN gộp	6,2%	5,3%	0,9 điểm %	5,5%	
Biên LN ròng	1,4%	0,9%	0,5 điểm %	1,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

DT thuần Q1/24 tăng trưởng mạnh nhờ sản lượng xăng dầu tăng trưởng mạnh

DT thuần Q1/24 tăng 11,4% svck lên 75.106 tỷ đồng, chủ yếu do tổng sản lượng xăng dầu tăng mạnh và giá bán giảm nhẹ (~1,0% svck, theo ước tính của chúng tôi). Sản lượng xăng dầu bán ra tăng trưởng mạnh trong Q1/24 có thể do: 1) Tình hình kinh tế được cải thiện dẫn đến nhu cầu tiêu dùng các sản phẩm xăng dầu tăng lên và 2) PLX có khả năng tăng thị phần từ một số thương nhân/nhà phân phối xăng dầu bị thu hồi giấy phép kinh doanh xăng dầu sau thanh tra của cơ quan quản lý.

Biên lợi nhuận gộp Q1/24 được cải thiện nhờ kiểm soát các chi phí khác tốt hơn

Mặc dù DT thuần trong Q4/23 tăng 11,4%, nhưng lợi nhuận gộp Q1/24 đã tăng 31% svck lên 4.669 tỷ đồng do công ty chỉ ghi nhận 19 tỷ đồng chi phí khác được tính vào giá vốn hàng bán so với 679 tỷ đồng trong Q1/23. LN gộp còn được hỗ trợ nhờ sự tăng lên của chi phí kinh doanh định mức (một trong những thành phần trong giá cơ sở điều chỉnh giá bán lẻ) có hiệu lực từ tháng 7/2023. Nhờ đó, biên LN gộp của PLX đã cải thiện 0,9 điểm % lên 6,2% trong Q1/24.

Thu nhập từ hoạt động kinh doanh không cốt lõi giảm ảnh hưởng đến LN ròng Q1/24

Thu nhập tài chính ròng trong Q1/24 giảm 42% svck xuống còn 76 tỷ đồng do PLX ghi nhận khoản lỗ ròng tỷ giá là 5 tỷ đồng, so với khoản lãi ròng tỷ giá là 137 tỷ đồng trong Q1/23, lần át thu nhập lãi ròng cao hơn (+16% svck lên 261 tỷ đồng). LN từ các công ty liên kết trong Q1/24 cũng giảm 26% svck xuống còn 110 tỷ đồng do PGBank không còn đóng góp sau khi thoái vốn vào Q3/23. Do đó, LN ròng trong Q1/24 tăng 73,2% svck lên 1.072 tỷ đồng.

Bảng cân đối kế toán lành mạnh với số dư tiền và tương đương tiền lớn

Tiền và các khoản tương đương tiền của PLX tăng mạnh từ Q2/23 với số dư là 22.600 tỷ đồng vào cuối Q1/24 nhờ việc thoái vốn khỏi PGBank và dòng tiền tới từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ. Chúng tôi cũng kỳ vọng PLX sẽ trả cổ tức cao hơn trong những năm tới nhờ số dư tiền mặt dồi dào này. Trên thực tế, PLX có kế hoạch trả cổ tức tiền mặt năm 2023 là 15% (cao hơn 10% so với mục tiêu năm 2023).

Hình 5: Phân tích bảng cân đối kế toán

tỷ đồng	Q1/24	Q4/23	Q3/23	Q2/23	Q1/23
Tiền và tương đương tiền	22.653	26.864	23.708	23.969	14.389
Số ngày phải thu khách hàng	14	15	15	16	15
Số ngày hàng tồn kho	20	24	23	22	22
Số ngày phải trả nhà cung cấp	30	33	32	30	30
Capex	283	813	108	395	158
Khấu hao	512	518	487	569	530
Tài sản cố định	13.420	13.655	13.359	13.627	13.914
Nợ ròng/VCSH	-19,9%	-24,1%	-23,3%	-21,0%	-0,2%

**Tiền và tương đương tiền không bao gồm quỹ bình ổn giá*

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2024-25: Triển vọng tích cực nhờ Nghị định kinh doanh xăng dầu mới

Hình 6: Dự phóng KQKD 2024-25

Tỷ đồng	Thực tế	Cũ		Mới				Nhận định
	2023	2024	2025	2024	% Δ	2025	% Δ	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	82	85	80	85	0,0%	80	0,0%	
Tổng sản lượng tiêu thụ ('000 m3.tấn)	14.341	14.845	15.459	15.056	1,4%	15.642	1,2%	
Sản lượng tiêu thụ nội địa ('000 m3.tấn)	10.300	10.918	11.409	11.073	1,4%	11.626	1,9%	Chúng tôi tăng sản lượng xăng dầu nội địa trong năm 2024-25 vì chúng tôi tin rằng PLX đang giành được thêm thị phần từ một số công ty trên thị trường
Doanh thu	274.253	294.184	288.296	298.904	1,6%	290.681	0,8%	Chúng tôi tăng doanh thu 2024-25 tăng 1,6%/0,8% do sản lượng xăng dầu nội địa cao hơn
% svck				9,0%		-2,8%		
LN gộp	15.252	16.054	16.834	16.751	4,3%	17.654	4,9%	Chúng tôi tăng dự phóng lợi nhuận gộp năm 2024-25 4,3%/4,9% do điều chỉnh giá định về sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước thêm 1,4%/1,2% và nhuận gộp mỗi lít thêm 4,3%/4,9%
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>5,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,6%</i>	<i>0,1% pts</i>	<i>6,1%</i>	<i>0,2% pts</i>	
Chi phí bán hàng	12.128	11.654	11.886	11.960	2,6%	12.130	2,1%	
Chi phí QLDN	941	853	836	927	8,6%	930	11,3%	
EBIT	2.183	3.546	4.112	3.865	9,0%	4.593	11,7%	
LN thuần từ hoạt động tài chính	1.019	211	254	223	5,5%	208	-18,3%	
Lợi nhuận từ LDLK	600	609	635	617	1,3%	639	0,7%	
LNTT	3.932	4.569	5.195	4.858	6,3%	5.586	7,5%	
LN ròng	2.812	3.360	3.820	3.571	6,3%	4.105	7,5%	
% svck				27,0%		14,9%		
EPS (đồng)	2.173	2.597	2.953	2.760	6,3%	3.173	7,5%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự phóng LN ròng của PLX sẽ tăng trưởng 27,0%/14,9% svck trong năm 2024-25

Với kỳ vọng thị trường phân phối xăng dầu trong nước tiếp tục ổn định trong những năm tới trong khi thị phần của PLX đang mở rộng, chúng tôi dự phóng LN ròng của PLX sẽ tăng trưởng lần lượt là 27,0%/14,9% svck trong năm 2024-25, nhờ: 1) sản lượng bán xăng dầu trong nước đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,1% trong 2024-25 và 2) LN gộp trên lít tăng 9,1%/2,7% svck trong 2024-25 nhờ tác động của việc điều chỉnh chi phí thương mại cố định (+~ 3% từ ngày 3/7/2023) và tác động tích cực từ nghị định kinh doanh xăng dầu mới dự kiến có hiệu lực vào cuối năm 2024.

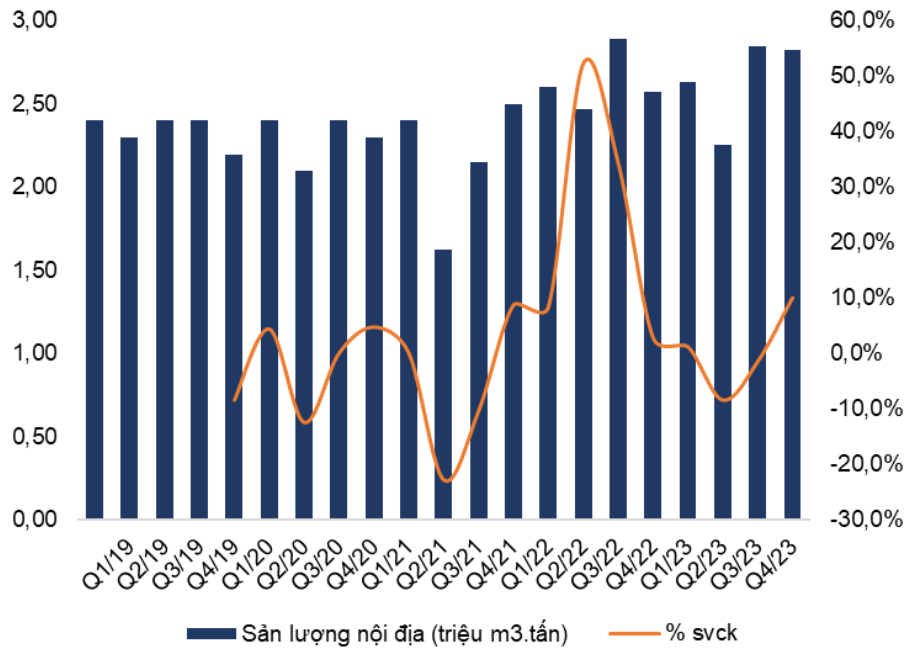
Thị phần mở rộng trong Q1/24 như kỳ vọng

Sau khi một số đầu mối kinh doanh xăng dầu như Xuyên Việt Oil và Hải Hà Petro bị thu hồi giấy phép hoạt động, chúng tôi dự đoán rằng PLX có khả năng đã chiếm thêm được thị phần từ các doanh nghiệp này. Trong cuộc họp ĐHCĐ, PLX đã chia sẻ rằng tình hình này đã có tác động tích cực tới thị phần của doanh nghiệp. Nhờ vị thế thống lĩnh thị trường, PLX có thể thu hút thêm các đại lý/tổng đại lý (DODO) khi họ tìm kiếm các thương nhân đầu mối đáng tin cậy.

Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng xăng dầu nội địa trong Q1/24 của PLX tăng hơn 10% svck. Con số này cao hơn 18% so với trung bình sản lượng bán hàng theo quý trong 5 năm qua. Sự gia tăng đáng kể về sản lượng cho thấy rằng có thể PLX đã giành được thị phần từ các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu khác như kỳ vọng trong báo cáo trước.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ chiếm hơn 52% tổng thị phần vào năm 2024, tăng so với mức khoảng 51% hiện tại.

Hình 7: Sản lượng nội địa theo quý của PLX (đơn vị: triệu m3.tấn)

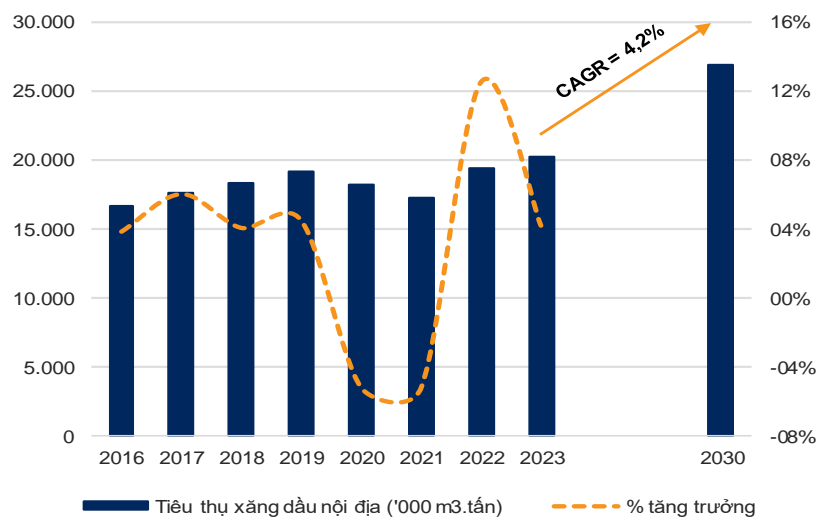


Nguồn: PLX, VNDIRECT RESEARCH

Duy trì tăng trưởng sản lượng nhờ vào nhu cầu nội địa phục hồi

Chúng tôi cho rằng sản lượng bán xăng dầu trong nước của PLX sẽ tiếp tục tăng trưởng trong nửa cuối 2024 và 2025, nhờ 1) điều kiện kinh tế cải thiện dẫn đến mức tiêu thụ sản phẩm xăng dầu cao hơn, 2) nhu cầu xăng dầu ngày càng tăng của Việt Nam với tốc độ tăng trưởng kép dự kiến là 4,2% trong năm 2023-30 và 3) mở rộng thị phần, như đã nêu chi tiết ở trên. Bộ Công Thương cũng ước tính rằng tổng nguồn xăng dầu tối thiểu cho năm 2024 là 28,42 triệu m3/tấn (+9,2% svck).

Hình 8: Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng kép ở mức 4,2% trong năm 2023-30

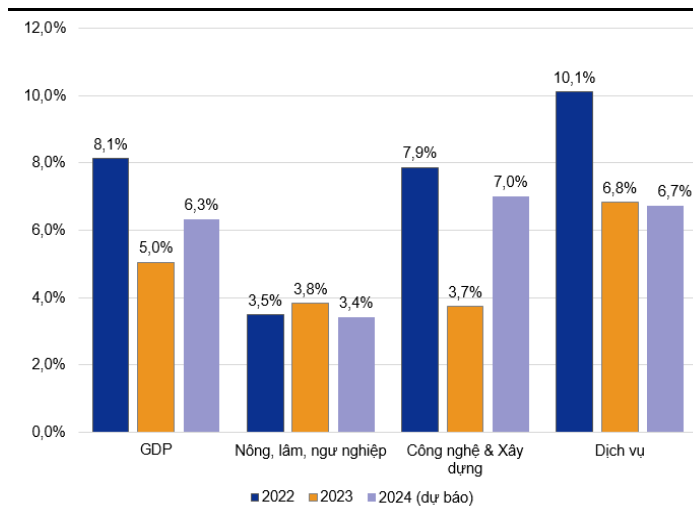


Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Đối với sự phục hồi kinh tế của Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ tăng tốc trong các quý tới, nhờ các động lực sau: 1) các ngân hàng trung ương lớn đã bắt đầu chu kỳ cắt giảm lãi suất giúp nới lỏng môi trường tín dụng toàn cầu; 2) hoạt động sản xuất và xuất khẩu sẽ duy trì đà phục hồi từ mức thấp trong năm 2023; 3) nhu cầu tiêu dùng trong nước sẽ tiếp tục cải thiện nhờ việc thực hiện chính sách cải cách tiền lương của Chính phủ từ ngày 1 tháng 7 và các biện pháp tài khóa khác; và 4) Chính phủ có kế hoạch đẩy nhanh quá trình đưa Luật Đất đai sửa đổi vào hiệu lực, qua đó thúc đẩy quá trình phục hồi của lĩnh vực bất động sản.

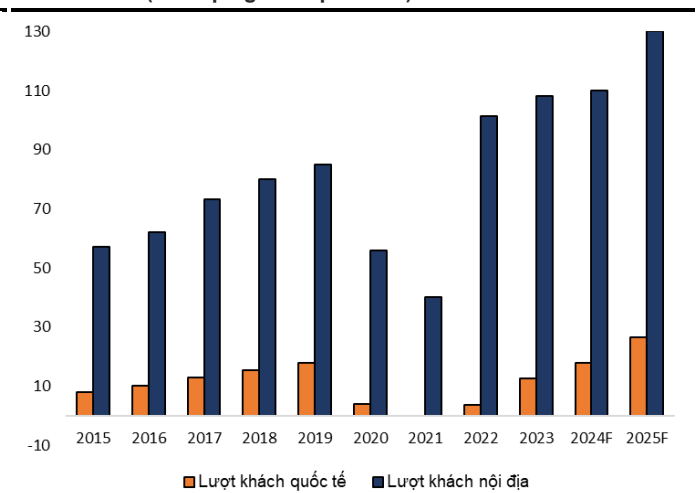
Theo Tổng cục Thống kê, khối lượng vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ và đường hàng không đã tăng 11,5%/47,5% svck trong 5 tháng đầu năm 2024. Ngành du lịch được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024-25 cũng sẽ làm tăng nhu cầu các sản phẩm xăng dầu.

Hình 9: Tăng trưởng GDP theo ngành (+/- % svck)



Nguồn: TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Lượng khách du lịch dự kiến sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2024-25 (đơn vị: nghìn lượt khách)



Nguồn: VNAT, VNDIRECT RESEARCH

Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng xăng dầu nội địa của PLX sẽ tăng trưởng kép ở mức 7,1% trong năm 2024-25, tăng so với mức 5,2% trong báo cáo trước đây của chúng tôi.

Triển vọng tích cực nhờ Nghị định kinh doanh xăng dầu mới

Bộ Công Thương vừa trình dự thảo Nghị định mới về xăng dầu thay thế Nghị định 80/2023 lần thứ hai. Chúng tôi thấy rằng có những thay đổi đáng kể trong nghị định mới này sẽ hỗ trợ cho các doanh nghiệp xăng dầu. Cụ thể, doanh nghiệp trong ngành sẽ có cơ chế mới để xác định giá bán lẻ, chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức một cách linh hoạt hơn.

Về cơ chế giá, Dự thảo Nghị định kinh doanh xăng dầu mới nhất nêu rõ Bộ Công Thương và Bộ Tài chính sẽ không trực tiếp tính toán ban hành giá cơ sở để xác định giá bán lẻ vì quá trình này có hai vấn đề. Thứ nhất, cơ quan quản lý nhà nước và doanh nghiệp phải thực hiện nhiều bước và mất nhiều thời gian. Thứ hai, các thành phần trong giá cơ sở được tính theo các dữ liệu được hình thành trong quá khứ với thời gian tương đối dài theo quý, khiến giá cơ sở không phản ánh đầy đủ tình hình thực tế của thị trường.

Thay vào đó, nhà nước sẽ chỉ công bố giá thế giới bình quân trên cơ sở 7 ngày/lần (hoặc 15 ngày). Các thương nhân đầu mỗi xăng dầu sẽ căn cứ các yếu tố cố định như thuế các loại, được quyền cộng thêm các khoản chi phí kinh doanh, lợi nhuận định mức được quy định trong nghị định để công bố giá bán

lẽ trên thị trường. Ngoài ra, giá bán lẻ không được phép vượt quá giá tối đa được xác định theo công thức của nghị định mới (chỉ được phép vượt khoogn quá 2% giá tối đa đối với địa bàn xa cảng xa kho đầu mối, xa cơ sở sản xuất xăng dầu khiến chi phí tăng cao).

Hình 11: Một số thay đổi lớn trong dự thảo nghị định kinh doanh xăng dầu mới

STT	Tiêu chí	Dự thảo nghị định mới	Nhận xét
1	Cơ chế xác định giá bán lẻ (đề xuất để các thương nhân đầu mối xăng dầu tự tính toán giá bán lẻ)	Dựa trên tình hình thực tế của công ty, các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu sẽ tính toán giá bán lẻ xăng dầu (ngoại trừ dầu mazut theo giá bán buôn) trong hệ thống phân phối của mình, đảm bảo giá bán phù hợp với chi phí thực tế phát sinh tại thời điểm đó và không vượt quá giá bán lẻ tối đa của xăng dầu theo quy định. Giá bán có thể vượt không quá 2% so với giá bán lẻ xăng dầu tối đa được quy định đối khu vực xa kho cảng nếu phát sinh chi phí cao hơn trong thực tế).	(1) Cho phép các thương nhân đầu mối xăng dầu tự tính toán giá bán lẻ dựa theo nghị định vào điều kiện thị trường thực tế (2) Tiết kiệm thời gian và đơn giản hóa việc tính toán chi phí cho các thương nhân đầu mối.
2	Chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức	Chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức của doanh nghiệp được tính dựa trên 2 phương án sau đây: Phương án 1: Chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức được quy định theo giá trị tuyệt đối. Hiện tại, khoảng giá là từ VND1,800 tới 2,500/ lít đối với các sản phẩm xăng dầu, tùy vào loại sản phẩm. Phương án 2: Chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức được quy định theo tỷ lệ % theo biến động giá xăng dầu thế giới (quy định cụ thể trong nghị định)	(3) Cho phép các thương nhân đầu mối kịp thời điều chỉnh chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức trong những giai đoạn biến động lớn của giá dầu toàn cầu.
3	Bổ sung Quy định về năng lực thực hiện tổng nguồn xăng dầu của các thương nhân đầu mối mới tham gia vào thị trường xăng dầu	Các đầu mối kinh doanh xăng dầu mới tham gia thị trường phải có trách nhiệm thực hiện tổng nguồn xăng dầu tối thiểu là 100.000 m3.tấn sản phẩm xăng dầu/năm. Quy định về tổng nguồn cung xăng dầu tối thiểu được tính dựa trên lượng xăng dầu nhập khẩu và mua từ các nhà máy lọc dầu trong nước; giao dịch mua bán xăng dầu giữa các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu không được tính vào tổng nguồn cung xăng dầu tối thiểu	Quy định chặt chẽ hơn nhằm nâng cao rào cản đối với các đơn vị mới, không đủ tiêu chuẩn tham gia thị trường

Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi cho rằng công thức tính giá cơ sở tại Nghị định số 80/2023/NĐ-CP và công thức tính giá bán lẻ tối đa tại dự thảo nghị định mới không quá khác biệt, ngoại trừ phương án 2 khi tính chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức. Hai yếu tố này được xác định dựa trên biến động thực tế của giá dầu thế giới chứ không phải là một con số cố định.

Hình 12: Theo Nghị định số 80/2023/NĐ-CP, giá bán lẻ xăng dầu được điều chỉnh dựa trên giá cơ sở theo chu kỳ 7 ngày

Giá cơ sở bao gồm:

- (Giá CIF + Thuế NK + Thuế tiêu thụ đặc biệt) * Tỷ giá
- Chi phí kinh doanh định mức
- Lợi nhuận định mức
- Thuế bảo vệ môi trường
- Mức trích lập Quỹ bình ổn giá
- Thuế GTGT
- Thuế, phí khác

Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

Hình 13: Một số cấu phần trong giá cơ sở tại Nghị định số 80/2023/NĐ-CP (Đơn vị tính: đồng)

	Chi phí kinh doanh định mức	Lợi nhuận định mức	Chi phí đưa xăng dầu về cảng	Tổng
RON95	1.280	300	820	2.400
E5RON92	1.080	300	730	2.110
Diesel	1.030	300	520	1.850

Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng PLX có thể hưởng lợi từ nghị định mới nhờ quy mô doanh nghiệp lớn và vị thế dẫn đầu trong ngành:

- PLX thường có giá CIF thấp nhất ngành nhờ được hưởng mức chiết khấu cao hơn đối với nguyên vật liệu đầu vào (cả nguồn trong nước và nhập khẩu) so với các doanh nghiệp khác.
- Chúng tôi tin rằng quy mô của các doanh nghiệp tham gia càng lớn thì khả năng giảm chi phí hoạt động thực tế và đạt biên lợi nhuận cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh khác càng lớn. Tại Việt Nam, các đơn vị phân phối xăng dầu chỉ thu được lợi nhuận cố định theo quy định và ăn chênh lệch giữa chi phí kinh doanh cố định theo quy định và chi phí hoạt động thực tế.
- Đội tàu chở dầu do PLX sở hữu cũng giúp tối ưu hóa chi phí vận chuyển.

Những lợi thế này cho phép PLX giảm chi phí, tạo tiền đề để điều chỉnh chính sách giá bán lẻ linh hoạt hơn cho khách hàng, qua đó cải thiện biên lợi nhuận và mở rộng thị phần.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với mức giá mục tiêu cao hơn là 47.100 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu theo phương pháp DCF thêm 7% lên 47.100 đồng do tác động trái chiều của: (1) tăng 6,3%/7,5% dự phóng EPS năm 2024-25, (2) giảm giả định WACC từ 8,7% xuống 8,5% khi chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro xuống 2,63% và hạ chi phí vay xuống 5,5% với phần bù rủi ro là 9,0% (dựa trên cập nhật về phần bù rủi ro của [Damodaran](#))

PLX đang được giao dịch ở mức P/E trượt là 16,1x, thấp hơn mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là 18,3x. Mức định giá này là hấp dẫn khi xét đến vị thế thống lĩnh của công ty trong lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam và triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

Hình 14: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF

Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	23.166
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	30.971
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	54.136
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	29.916
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(19.833)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(3.260)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	60.958
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.294
Giá trị cổ phiếu (đồng)	47.113
Giá mục tiêu (đồng)	47.100
P/E mục tiêu năm 2024	17,1x
P/B mục tiêu năm 2024	2,3x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DT thuần	274.253	298.904	290.681	289.987	301.593	297.069	301.228	305.867
% svck	-9,8%	9,0%	-2,8%	-0,2%	4,0%	-1,5%	1,4%	1,5%
COGS & OPEX	(272.069)	(295.039)	(286.088)	(285.741)	(297.331)	(292.871)	(296.971)	(301.631)
EBIT	2.183	3.865	4.593	4.245	4.262	4.198	4.257	4.236
Biên LN hoạt động KD	0,8%	1,3%	1,6%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Thuế khả dụng	23,8%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT* (1-mức thuế)	1.663	3.092	3.674	3.396	3.410	3.358	3.405	3.389
+ Chi phí khấu hao	2.105	2.255	2.279	2.287	2.320	2.079	2.003	1.932
% doanh thu	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%
- CapEx	(1.474)	(1.756)	(1.708)	(1.703)	(1.772)	(1.658)	(1.597)	(1.459)
% doanh thu	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,5%
+ Thay đổi vốn lưu động	2.063	(878)	231	175	(59)	(594)	(602)	(642)
% doanh thu	0,8%	-0,3%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.749	993	993	1.067	1.046	824	836	849
% doanh thu	0,6%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Dòng tiền tự do (UFCF)	6.105	3.706	5.470	5.222	4.945	4.010	4.045	4.068

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,6%
Beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Chi phí VCSH	11,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	25.925
Nợ	19.833
Chi phí nợ	5,5%
Mức thuế	20,0%
WACC	8,5%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

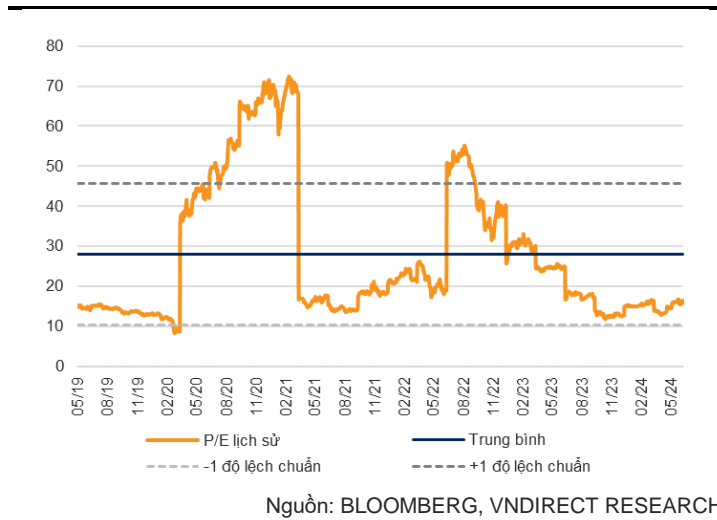
Tăng trưởng dài hạn	% thay đổi	Chi phí vốn				
		Cơ sở				
		10,5%	11,1%	11,7%	12,3%	13,5%
	0,6%	46.403	44.718	43.168	41.739	39.073
	0,8%	47.107	45.350	43.739	42.256	39.496
	1,0%	47.850	46.016	47.113	42.798	39.939
	1,2%	48.637	46.720	44.971	43.368	40.403
	1,4%	49.471	47.464	45.637	43.968	40.889

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

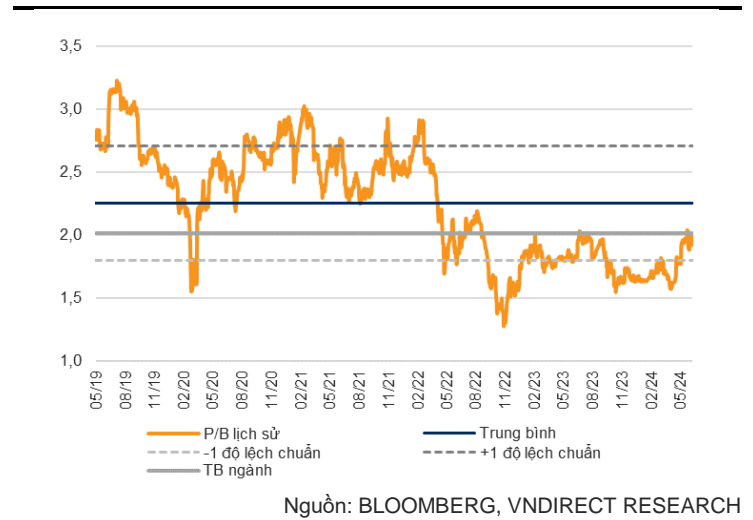
Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá là sản lượng tiêu thụ xăng dầu cao hơn.
- Rủi ro giảm giá là chi phí kinh doanh xăng dầu cao hơn dự kiến và giá dầu giảm có thể khiến PLX phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

Hình 19: PLX's historical P/E since 2019



Hình 20: PLX's historical P/B since 2019

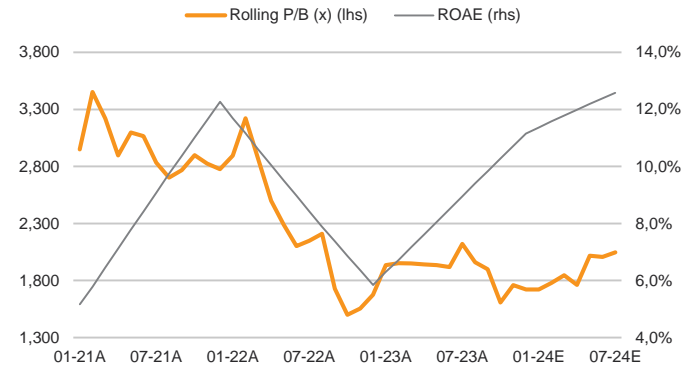
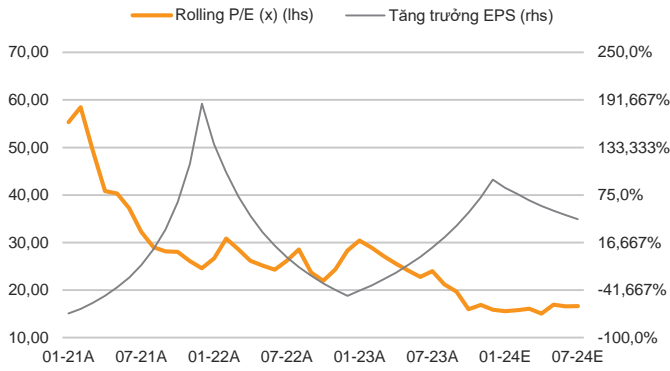


Hình 21: So sánh các doanh nghiệp trong ngành phân phối xăng dầu

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại (nội tệ) (tr USD)	Vốn hóa	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
				2024	2025	2024	2025	TTM	2024	Hiện tại	2025	TTM	2024	TTM	2024
PVOil	OIL VN	13.000	528	N/A	N/A	N/A	N/A	31,0	N/A	1,3	N/A	4,2%	N/A	1,7%	N/A
Pilipinas Shell Petroleum	SHLPH PM	10,22	280	N/A	N/A	N/A	N/A	5,7	N/A	0,5	N/A	9,6%	N/A	2,4%	N/A
PTT Oil & Retail	OR TB	16,50	5.384	-0,4%	2,1%	14,7%	6,5%	16,7	13,8	1,7	1,5	10,7%	10,7%	5,4%	5,9%
Petronas Dagangan Bhd	PETD MK	17,12	3.611	6,4%	1,6%	9,4%	2,6%	19,6	16,7	3,0	2,9	15,3%	16,9%	7,7%	9,9%
<i>Trung bình</i>								18,3	15,3	1,6	2,2	10,0%	13,8%	4,3%	7,9%
Petrolimex	PLX VN	41.200	2.056	9,0%	-2,8%	27,0%	14,9%	16,1	12,3	1,9	1,9	12,6%	13,6%	4,4%	4,6%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 26/06)

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	274.253	298.904	290.681
Giá vốn hàng bán	(259.001)	(282.153)	(273.028)
Chi phí quản lý DN	(941)	(927)	(930)
Chi phí bán hàng	(12.128)	(11.960)	(12.130)
LN hoạt động thuần	2.183	3.865	4.593
EBITDA thuần	4.288	6.119	6.873
Chi phí khấu hao	(2.105)	(2.255)	(2.279)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	2.183	3.865	4.593
Thu nhập lãi	2.741	1.681	1.572
Chi phí tài chính	(1.722)	(1.458)	(1.364)
Thu nhập ròng khác	130	153	146
TN từ các Cty LK & LD	600	617	639
LN trước thuế	3.932	4.858	5.586
Thuế	(880)	(933)	(1.075)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(240)	(353)	(406)
LN ròng	2.812	3.571	4.105
Thu nhập trên vốn	2.812	3.571	4.105
Cổ tức phổ thông	(689)	(1.941)	(1.941)
LN giữ lại	2.123	1.631	2.164

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	13.379	9.271	13.136
Đầu tư ngắn hạn	16.537	15.710	14.925
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.973	11.425	11.821
Hàng tồn kho	14.634	16.028	16.153
Các tài sản ngắn hạn khác	1.144	839	615
Tổng tài sản ngắn hạn	56.667	53.273	56.649
Tài sản cố định	13.655	13.156	12.584
Tổng đầu tư	4.826	5.068	5.323
Tài sản dài hạn khác	3.814	4.196	4.615
Tổng tài sản	78.962	75.693	79.172
Vay & nợ ngắn hạn	19.186	14.169	15.622
Phải trả người bán	21.478	22.307	22.956
Nợ ngắn hạn khác	8.316	8.149	8.029
Tổng nợ ngắn hạn	48.980	44.626	46.607
Vay & nợ dài hạn	647	850	937
Các khoản phải trả khác	150	165	181
Vốn điều lệ và	12.939	12.939	12.939
LN giữ lại	4.186	5.082	6.505
Vốn chủ sở hữu	25.925	26.821	28.244
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.260	3.231	3.202
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	78.962	75.693	79.172

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	3.932	4.858	5.586
Khấu hao	2.105	2.255	2.279
Thuế đã nộp	(436)	(933)	(1.075)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.792)	(2.671)	(2.767)
Thay đổi VLĐ	2.063	(878)	231
LC tiền thuần HKKD	5.872	2.631	4.254
Đầu tư TSCĐ	(1.474)	(1.756)	(1.708)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	18	0	0
Các khoản khác	(7.374)	1.772	1.718
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(8.830)	16	11
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	5.420	(4.814)	1.540
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(689)	(1.941)	(1.941)
LC tiền thuần HĐTC	4.731	(6.755)	(401)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	11.606	13.379	9.271
LC tiền thuần trong năm	1.773	(4.108)	3.864
Tiền & tương đương tiền cuối kì	13.379	9.271	13.136

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	1,0%	1,2%	1,4%
Vòng quay TS	3,57	3,87	3,75
ROAA	3,7%	4,6%	5,3%
Đòn bẩy tài chính	3,04	2,93	2,81
ROAE	11,2%	13,5%	14,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	14,6	14,0	14,8
Số ngày nắm giữ HTK	20,6	20,8	21,6
Số ngày phải trả tiền bán	30,3	28,9	30,7
Vòng quay TSCĐ	19,63	22,30	22,59
ROIC	5,7%	7,9%	8,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,2	1,2	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	0,8	0,9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	0,6
Vòng quay tiền	5,0	5,8	5,7
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(9,8%)	9,0%	(2,8%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	119,0%	77,0%	18,9%
Tăng trưởng LN ròng	94,0%	27,0%	14,9%
Tăng trưởng EPS	94,0%	27,0%	14,9%

Nguồn: VND RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hng.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>