Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (HSX: PLX)

Lợi nhuận tạo mặt bằng cao mới GĐ 2026-28

- Q3/2026, PLX ghi nhận LN ròng 1,241 tỷ đồng (+103.2% svck, thấp hơn 24% so với ước tính 1,630 tỷ đồng của chúng tôi), nâng LN ròng 9T/2026 lên 3,278 tỷ đồng (+55.3% svck) sau khoản lỗ 763 tỷ ở Q1 và khoản lãi kỷ lục 2,800 tỷ ở Q2, tương đương 70% dự phóng LN cả năm của chúng tôi;
- Chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2026-28F của công ty đạt lần lượt 4,657 tỷ (+74.1% svck), 5,460 tỷ (+17.2% svck) và 5,485 tỷ (+0.5% svck) nhờ mặt bằng giá dầu cao, sản lượng và thị phần tăng, cùng đóng góp lớn của khối kinh doanh ngoài xăng dầu; LN 2028F đi ngang do giá bán bình thường hóa và chi phí tài chính tăng.
- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 57,600 VNĐ/cp do giá cổ phiếu đã giảm gần một nửa so với đỉnh tháng 03/2026 trong khi LN dự phóng tăng mạnh.

Lợi nhuận Q3/2026 giảm so với quý kỷ lục Q2 nhưng vẫn tăng gấp đôi svck, LN 9T/2026 hoàn thành 70% dự phóng cả năm

Q3/2026, PLX ghi nhận LN ròng đạt 1,241 tỷ đồng (+103.2% svck, -55.7% qoq), thấp hơn 24% so với dự phóng do chi phí bán hàng & QLDN tăng mạnh và hiệu ứng hoàn nhập dự phòng tồn kho thu hẹp. Lũy kế 9T/2026, LN ròng đạt 3,278 tỷ đồng (+55.3% svck), hoàn thành 70% dự phóng năm (4,657 tỷ đồng), tương ứng Q4 cần đạt 1,379 tỷ đồng. Doanh thu Q3 đạt 138,482 tỷ đồng (+65.6% svck), LN gộp đạt 7,303 tỷ đồng (+62.3% svck), với biên LNG ở mức 5.3% (-0.3 đpt qoq). Dù LN Q3 giảm so với mức đỉnh Q2 (khoảng 2,800 tỷ đồng), chúng tôi duy trì dự phóng năm nhờ sản lượng, giá bán cao và đóng góp từ mảng ngoài xăng dầu tiếp tục hỗ trợ KQKD.

Hoạt động kinh doanh: mặt bằng lợi nhuận mới từ 2026

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng LN ròng 2026–2027 lần lượt 68.1%/55.6% so với báo cáo 02/2026, nhờ giá bán bình quân 2026F tăng 28.6% svck, sản lượng cải thiện và đóng góp tích cực hơn từ mảng ngoài xăng dầu. LN ròng 2026–2028F dự kiến đạt 4,657/5,460/5,485 tỷ đồng (+74.1%/+17.2%/+0.5% svck), tăng mạnh năm 2026 nhờ mặt bằng giá dầu cao, tiếp tục tăng năm 2027 nhờ nghị định mới và khối ngoài xăng dầu, trước khi đi ngang năm 2028 khi giá bán bình thường hóa. Chúng tôi sử dụng EPS bình quân 2027–2028F và P/E mục tiêu thận trọng hơn do lo ngại mặt bằng giá dầu cao khó duy trì dài hạn.

Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 57,600 VNĐ/cp

Giá mục tiêu PLX giảm 5.6% so với mức 61,000 VNĐ/cp trước đó, do chuyển cơ sở định giá sang EPS bình quân 2027–28F (4,230 VNĐ/cp) và hạ P/E mục tiêu từ 27x xuống 14x, phản ánh mức định giá trong điều kiện kinh doanh bình thường. Tuy nhiên, với giá cổ phiếu đã chiết khấu sâu, chúng tôi nâng khuyến nghị lên KHẢ QUAN.

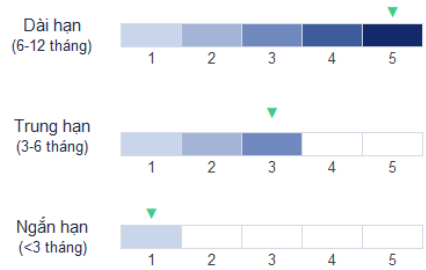
Chỉ tiêu tài chính	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	309,924	418,480	376,844	360,731
Lợi nhuận ròng	2,696	4,657	5,460	5,485
Tăng trưởng doanh thu thuần	9.1%	35.0%	-9.9%	-4.3%
Tăng trưởng LN ròng	-6.7%	74.1%	17.3%	0.5%
Biên LN gộp	5.9%	5.6%	6.4%	6.5%
Biên EBITDA	1.5%	2.0%	2.6%	2.8%
ROAE	10.3%	17.4%	19.3%	18.2%
ROAA	3.2%	4.8%	5.1%	5.1%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,083	3,599	4,220	4,239
BVPS (VND/cổ phiếu)	20,196	21,196	22,557	23,948

Nguồn: PLX, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu	**57,600 VNĐ**
Tiềm năng tăng giá	*74.5%*

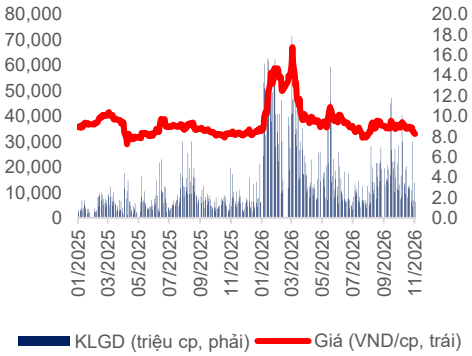
Triển vọng đạt giá mục tiêu



Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS tăng 47.7% / 46.2% so với dự phóng trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	33,000
Cao nhất 52 tuần (VND)	67,095
Thấp nhất 52 tuần (VND)	31,520
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	42,698
P/E (TTM)	10.9
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	3.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	14.34%

Nguồn: FiinPro

Cơ cấu sở hữu

Bộ Tài Chính	75.87%
Công ty TNHH Eneos Việt Nam	13.08%

Nguồn: FiinPro

Chuyên viên phân tích

Mai Duy Anh

anh.maiduy@mbs.com.vn

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Sản lượng tiêu thụ và thị phần của PLX tăng nhanh hơn thị trường trong bối cảnh nguồn cung biến động. Sản lượng 6T/2026 tăng 14.2% svck (hơn 10 triệu m3/tấn), vượt kế hoạch, trong khi mức tăng toàn thị trường ước khoảng 6%. Quy mô nguồn hàng, hệ thống kho cảng và mạng lưới cửa hàng bán lẻ lớn nhất cả nước giúp PLX đảm bảo nguồn cung ổn định khi các nhà phân phối nhỏ gặp khó khăn về nguồn hàng và tài chính, qua đó mở rộng thị phần (ước khoảng 46-47%) và hỗ trợ biên lợi nhuận gộp.
- Khối ngoài xăng dầu và kinh doanh quốc tế đã trở thành trụ cột lợi nhuận mới của PLX. Khoảng 65% lợi nhuận 6T/2026 đến từ khối này (hóa dầu PLC, dầu nhờn liên doanh Castrol BP Petco, gas PGC, nhiên liệu bay, bảo hiểm PJICO và dịch vụ kho vận), có biên lợi nhuận cao hơn và ít chịu rủi ro tồn kho so với kinh doanh xăng dầu thuần. Điều này làm lợi nhuận hợp nhất ổn định hơn và hỗ trợ mức P/E cao hơn trung bình khu vực.
- Nghị định kinh doanh xăng dầu mới, chính sách giảm thuế xăng dầu và lộ trình thoái vốn nhà nước 2026-2030 là các catalyst chính sách. Chúng tôi đánh giá nghị định mới (thay thế NĐ 83/2014, 95/2021, 80/2023) sẽ tác động khả quan tới PLX từ 2027 trở đi, giúp biên lợi nhuận gộp 2027F tăng 0.8 đpt svck lên 6.4% (2028F: 6.5%) và LN ròng 2027F tăng 17.2% svck. Việc giảm thuế BVMT, GTGT và TTĐB trong 2026 không trực tiếp làm tăng biên LNG của PLX do đây là các khoản thu hộ, nhưng giúp giữ giá bán lẻ thấp hơn, hỗ trợ sản lượng nội địa, giảm rủi ro phải bán dưới giá vốn và giảm nhu cầu vốn lưu động trên mỗi lít bán ra; rủi ro là thuế GTGT đầu vào tích lũy chờ hoàn. Việc thoái vốn nhà nước và bán cổ phiếu quỹ có thể thu hút dòng vốn tổ chức và nới dư địa sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài.

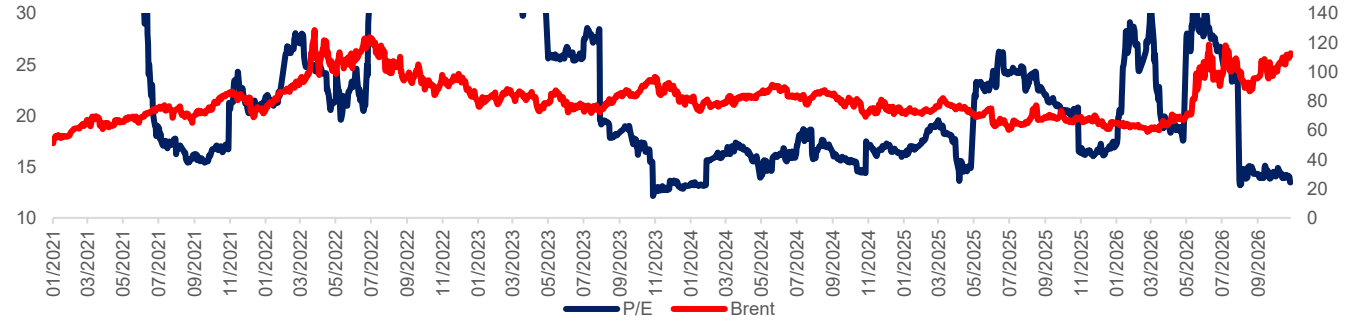
Định giá & Khuyến nghị

Chúng tôi đưa ra mức giá trị hợp lý của PLX dựa trên phương pháp định giá FCFF kết hợp P/E với tỷ trọng lần lượt là 50%/50% cho mỗi phương pháp, mức giá làm tròn đến 1 năm của PLX là 57,600 VNĐ/cp. Phương pháp P/E áp dụng P/E mục tiêu 14x lên EPS bình quân 2027–28F (4,230 VNĐ/cp), tương ứng 60,300 VNĐ/cp, thay vì LN 2026F vì LN 2026F được hỗ trợ bởi mặt bằng giá dầu cao chưa chắc duy trì. Chúng tôi sử dụng mức P/E 14 làm P/E mục tiêu trong định giá (hạ từ 27 trong báo cáo trước) vì: (1) mức 27x ở báo cáo tháng 02/2026 phản ánh kỳ vọng đối với nghị định mới và thoái vốn khi cổ phiếu vừa tăng mạnh, nay kỳ vọng này cần thời gian hiện thực hóa; (2) sau khi loại các giai đoạn P/E bất thường (trên 42x, tập trung ở 2021–đầu 2023 khi LN ở đáy); mức 14x thấp hơn bình quân dài hạn và gần với vùng P/E trong điều kiện kinh doanh bình thường; (3) EPS bình quân 2027–28F đã phản ánh giá bán bình thường hóa nên là cơ sở thận trọng hơn so với LN 2026F; và (4) Mức 14x vẫn cao hơn trung bình khu vực (khoảng 11x) nhờ ROE cao hơn, tiền mặt ròng lớn và đóng góp cao của khối ngoài xăng dầu.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
Forward P/E (P/E mục tiêu 14x, EPS bq 2027-28F)	50%	60,300
FCFF	50%	55,000
Giá mục tiêu làm tròn		57,600
Giá hiện tại		33,000
Tiềm năng tăng giá		74.6%

Hình 2: P/E của PLX (đã loại giá trị bất thường) và giá dầu Brent



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận sau thuế	5,269	6,178	6,206	6,957	7,574
Chi phí phi tiền mặt	2,043	2,153	2,242	2,359	2,487
Chi phí lãi vay sau thuế	784	860	921	964	961
Đầu tư VLĐ	2,868	(290)	57	802	487
Đầu tư TSCĐ	(2,880)	(2,201)	(2,364)	(2,543)	(2,740)
FCFF	8,083	6,698	7,061	8,539	8,768

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF 2026-2030	Tỷ VNĐ	24,034
(+) Giá trị hiện tại của của giá trị DN năm cuối chu kỳ	Tỷ VNĐ	37,308
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VNĐ	32,593
(-) Nợ	Tỷ VNĐ	20,500
(-) Lợi ích thiểu số	Tỷ VNĐ	3,616
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VNĐ	69,820
Số lượng cổ phiếu	Triệu cp	1,271
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	54,950

Rủi ro giảm giá:

- Giá dầu đảo chiều mạnh có thể gây lỗ tồn kho và làm lợi nhuận thấp hơn dự phóng.
- Can thiệp điều hành giá và chậm ban hành nghị định mới. Năm 2026 Chính phủ đã sử dụng Quỹ bình ổn giá và cắt giảm thuế bảo vệ môi trường tạm thời (từ 26/03 đến 15/04/2026) để kiềm chế giá bán lẻ. Nếu nghị định thay thế NĐ 83/2014, 95/2021, 80/2023 bị chậm hoặc cơ chế giá trần giữ biên lợi nhuận định mức thấp, biên lợi nhuận gộp 2027F (6.4%) có thể không đạt kỳ vọng; thị trường cũng có thể tái định giá cổ phiếu về mức nền thấp hơn nếu kỳ vọng thoái vốn không được hiện thực hóa.
- Biên lợi nhuận ròng mỏng, nhu cầu dài hạn chịu áp lực từ xe điện và vốn lưu động lớn. Biên LN ròng của PLX chỉ khoảng 1.1-1.5%, nên chỉ cần chi phí tăng hoặc chiết khấu thanh toán, lãi vay tăng (chi phí tài chính 2026F dự phóng tăng 46%) đã tác động đáng kể đến lợi nhuận; trong dài hạn, xe điện và chuyển dịch năng lượng là áp lực lên nhu cầu xăng dầu.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
				2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
S-Oil Corp	Hàn Quốc	010950 KS Equity	9,609	11.9	9.8	0.9	0.9	3.2	4.1	7.5	9.5
Eneos Holdings Inc	Nhật Bản	5020 JP Equity	23,580	13.5	12.2	0.8	0.8	2.3	2.6	6.0	6.8
Thai Oil PCL	Thái Lan	TOP TB Equity	4,060	7.6	7.1	0.6	0.5	3.5	3.8	6.5	7.0
Trung bình				11.0	9.7	0.8	0.7	3.0	3.5	6.7	7.8
Petrolimex	Việt Nam	PLX VN Equity	1,642	9.2	7.8	1.6	1.5	4.8	5.1	17.4	19.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Q3/2026 và 9T2026: Lợi nhuận giảm so với quý kỷ lục Q2 do không còn hiệu ứng hoàn nhập, nhưng LN vẫn tăng gấp đôi svck

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q3/2026 và 9T2026

Chỉ số KQKD	Q3/2026	%yoy	%qoq	9T2026	%yoy	Sv dự phóng 2026	Đánh giá
Doanh thu	138,482	65.6%	1.8%	373,226	63.7%	89.2%	Doanh thu Q3 đi ngang so với Q2 nhờ mặt bằng giá bán duy trì ở mức cao.
Lợi nhuận gộp	7,303	62.3%	-3.3%	18,558	38.9%	79.7%	LN gộp Q3 giảm nhẹ qoq do hiệu ứng hoàn nhập dự phòng tồn kho thu hẹp; 9T tăng 38.9% svck.
Biên lợi nhuận gộp	5.3%	-0.1 đpt	-0.3 đpt	5.0%	-0.9 đpt		Biên LNG 9T thấp hơn cùng kỳ do giá vốn tăng nhanh theo giá dầu và dự phòng tồn kho ở Q1; biên Q3 giảm nhẹ so với Q2 khi hoàn nhập thu hẹp.
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	5,661	40.9%	31.8%	14,278	25.3%	83.5%	
Thu nhập tài chính	634	18.0%	40.4%	1,441	2.9%	83.3%	Thu nhập tài chính Q3 tăng qoq nhờ lãi chênh lệch tỷ giá và lãi bán đầu tư; lãi tiền gửi 9T đạt 881 tỷ đồng, giảm nhẹ svck.
Chi phí tài chính	614	60.5%	22.7%	1,496	47.5%	80.4%	Chi phí tài chính 9T tăng chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá 807 tỷ đồng (gấp khoảng 2 lần cùng kỳ) và lãi vay 679 tỷ đồng (+15.1%).
LN từ công ty liên doanh, liên kết	110	-16.4%	-28.3%	418	5.4%	76.7%	
Lợi nhuận trước thuế	1,790	121.7%	-47.3%	4,688	66.7%	71.2%	
Lợi nhuận sau thuế	1,363	93.1%	-55.3%	3,753	60.3%	71.2%	
Lợi nhuận ròng	1,241	103.2%	-55.7%	3,278	55.3%	70.4%	LN ròng Q3 gấp đôi svck nhưng thấp hơn 24% so với ước tính 1,630 tỷ đồng của chúng tôi; LN ròng 9T hoàn thành 70% dự phóng cả năm, hàm ý Q4/2026 cần đạt khoảng 1,379 tỷ đồng.
EPS	959	103.2%	-55.7%	2,533	55.3%	70.4%	

Nguồn: PLX, MBS Research

Dự phóng 2026-2028F: Doanh thu giảm dần từ mức đỉnh 2026F và biên lợi nhuận gộp ổn định hơn

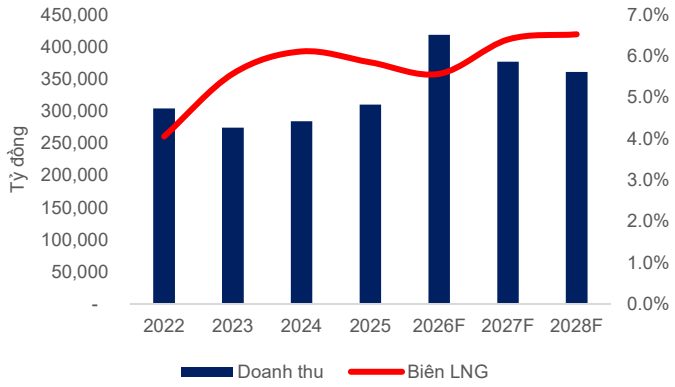
Lợi nhuận PLX tăng mạnh năm 2026, tiếp tục tăng năm 2027 và đi ngang trong 2028F

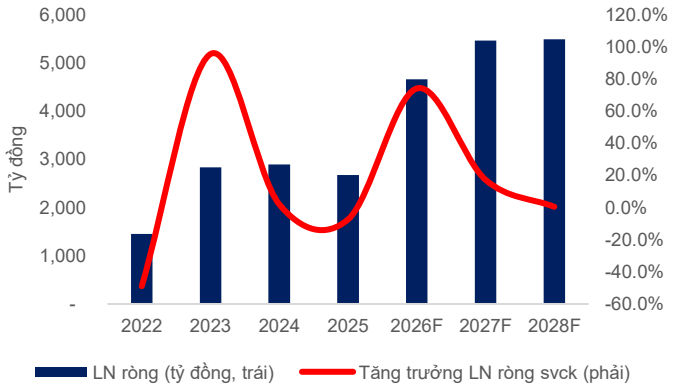
Chỉ số KQKD	2025	2026F	%svck	SV dự phóng cũ	2027F	%svck	SV dự phóng cũ	2028F	%svck	Đánh giá
Sản lượng xăng dầu ước tính (triệu m3/tấn)	17.7	17.5	-1.4%	8.0%	17.8	2.0%	8.5%	18.2	2.1%	Sản lượng dự phóng theo cơ cấu nội địa, tái xuất, nhiên liệu bay và xuất khẩu; 2027F tăng nhờ nhiên liệu bay và tiêu thụ nội địa phục hồi.; 2028F tăng 2.1% nhờ nhiên liệu bay (+12.8%).
Doanh thu	309,875	418,480	35.0%	34.9%	376,844	-9.9%	19.1%	360,731	-4.3%	Điều chỉnh tăng doanh thu do giá bán bình quân cao hơn (ASP 2026F +28.6% svck, Brent 80 USD/thùng) và doanh thu 9T đã đạt 373,226 tỷ đồng (89% dự phóng cả năm); 2027F giảm nhẹ svck do giá bán bình thường hóa; 2028F tiếp tục giảm 4.3% khi ASP giảm 5.9%.
Lợi nhuận gộp	18,113	23,296	28.6%	21.1%	24,111	3.5%	16.8%	23,534	-2.4%	Lợi nhuận gộp tăng nhờ giá bán, sản lượng và đóng góp của khối ngoài xăng dầu (dự phòng tồn kho trích lập ở Q1 và hoàn nhập ở Q2-Q3 về cơ bản bù trừ trong cả năm); 2027F tăng nhẹ nhờ kỳ vọng từ nghị định kinh doanh xăng dầu mới; 2028F giảm 2.4% do doanh thu bình thường hóa dù biên LNG tăng nhẹ.
Biên lợi nhuận gộp	5.8%	5.6%	-0.2 đpt	-0.6 đpt	6.4%	0.8 đpt	-0.1 đpt	6.5%	0.1 đpt	Biên LNG 2026F điều chỉnh giảm so với dự phóng cũ do doanh thu tăng nhanh hơn lợi nhuận gộp khi giá dầu tăng. Biên 2027F phục hồi nhờ nghị định mới bắt đầu phản ánh và chi phí tồn kho ổn định hơn; 2028F tăng nhẹ lên 6.5%.
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	15,660	17,095	9.2%	6.3%	16,525	-3.3%	0.7%	15,818	-4.3%	Chi phí tăng đồng pha với sản lượng, chi phí vận chuyển và nhân công. 2028F giảm 4.3% theo quy mô doanh thu.
Thu nhập tài chính	1,822	1,729	-5.1%	5.6%	1,590	-8.1%	-5.4%	1,527	-3.9%	
Chi phí tài chính	1,274	1,862	46.1%	25.0%	2,042	9.7%	25.0%	2,186	7.1%	Nợ vay ngắn hạn kỳ vọng tăng để tài trợ vốn lưu động trong bối cảnh giá dầu cao sẽ làm gia tăng chi phí tài chính. 2028F tăng thêm 7.1% khi dư nợ vay tăng.
LN từ công ty liên doanh, liên kết	576	545	-5.4%	11.0%	611	12.0%	17.5%	650	6.4%	
Lợi nhuận trước thuế	3,643	6,586	80.8%	73.3%	7,722	17.2%	60.4%	7,757	0.5%	
Lợi nhuận sau thuế	3,027	5,269	74.1%	68.8%	6,178	17.3%	56.3%	6,206	0.5%	
Lợi nhuận ròng	2,675	4,657	74.1%	68.1%	5,460	17.2%	55.6%	5,485	0.5%	LN ròng 2026F tăng mạnh chủ yếu nhờ mặt bằng giá dầu và sản lượng cao hơn cùng đóng góp của khối ngoài xăng dầu; trong cả năm, dự phòng tồn kho trích lập Q1 và hoàn nhập Q2-Q3 về cơ bản bù trừ nên không được xem như LN đột biến. LN 2027F tiếp tục tăng nhờ nghị định mới và khối ngoài xăng dầu dù doanh thu bình thường hóa; LN 2028F đi ngang (+0.5%) do doanh thu giảm và

									chi phí tài chính tăng. LN ròng đi ngang (+0.5%, 5,485 tỷ). Sau năm 2027, chúng tôi ước tính mặt bằng doanh thu và lợi nhuận của PLX không có quá nhiều bứt phá, nhưng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa tiếp tục duy trì tăng trưởng dương vẫn sẽ là động lực chính thúc đẩy hoạt động kinh doanh của PLX.
EPS	2,068	3,599	74.1%	68.1%	4,220	17.2%	55.6%	4,239	0.5%	

Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 8: Ước tính doanh thu, biên lợi nhuận gộp (trái) và LN ròng, tăng trưởng LN ròng (phải) của PLX



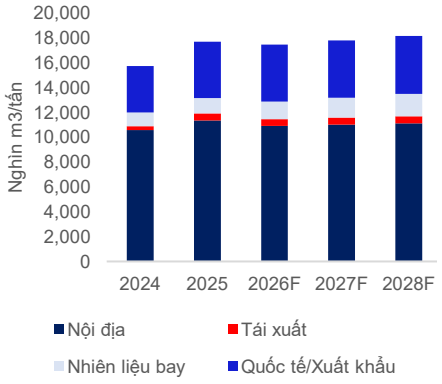


Sản lượng tăng nhanh hơn thị trường, thị phần mở rộng trong bối cảnh nguồn cung biến động

Năm 2026 là năm thị trường xăng dầu thế giới biến động mạnh do chiến sự Trung Đông: giá dầu thành phẩm tăng nhanh trong Q1, nguồn cung nhập khẩu về Việt Nam ở một số thời điểm bị gián đoạn hoặc đắt đỏ. Trong bối cảnh này, các nhà phân phối nhỏ và thương nhân không có nguồn hàng ổn định hoặc không đủ năng lực tài chính để tồn kho ở mặt bằng giá cao thường phải thu hẹp bán hàng, trong khi PLX, với vị thế thương nhân đầu mối lớn nhất cả nước, có hệ thống kho cảng, đội vận tải và hợp đồng nguồn dài hạn (gồm nguồn từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn) nên chủ động đảm bảo nguồn cung cho toàn hệ thống cửa hàng. Kết quả là sản lượng tiêu thụ của PLX 6T/2026 đạt hơn 10 triệu m3/tấn, tăng 14.2% svck và vượt tiến độ kế hoạch; theo ước tính, sản lượng 9T của PLX tăng khoảng 16% svck trong khi toàn thị trường chỉ tăng khoảng 6%, trong đó diesel tăng khoảng 25%. Thị phần nội địa của PLX vì vậy được ước tính tăng lên khoảng 46-47%.

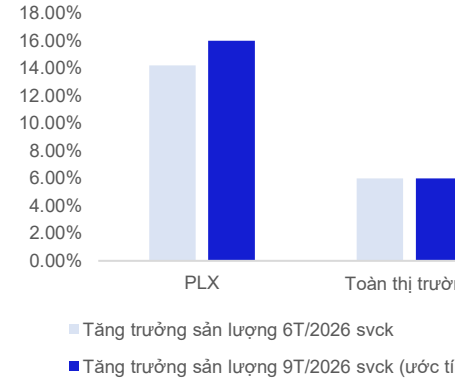
Chúng tôi cho rằng đây là động lực có tính bền vững tương đối cao vì lợi thế thị phần được xây dựng từ hạ tầng và nguồn cung, không chỉ từ chính sách. Ngoài ra, việc nhà nước siết chặt điều kiện kinh doanh sẽ tiếp tục thu hẹp số lượng thương nhân đủ điều kiện (Nghị định mới), giúp PLX giữ được thị phần đã giành được khi thị trường quay lại trạng thái bình thường. Theo dự phóng, sản lượng 2027 và 2028F đạt 17.8 và 18.2 triệu m3/tấn (+2.0/+2.1% svck), trong đó riêng năm 2028, nhiên liệu bay tăng 12.8% lên 1.8 triệu m3/tấn, nội địa và xuất khẩu cùng tăng 1.0%; ASP bình quân giảm 5.9% xuống 22,401 VNĐ/lít. Phản ánh phần nào cơ cấu chuyển dịch sang khối kinh doanh ngoài xăng dầu để tận dụng biên lợi nhuận cao hơn theo chiến lược của PLX.

Hình 9: Ước tính cơ cấu sản lượng bán hàng của PLX



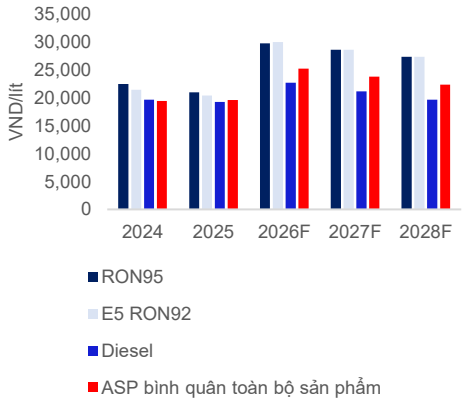
Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 10: Ước tính tăng trưởng sản lượng của PLX



Nguồn: PLX, MBS Research

Hình 11: Giá bán bình quân dự phóng của PLX (VND/lít)



Nguồn: PLX, MBS Research

Khối kinh doanh ngoài xăng dầu và quốc tế trở thành trụ cột lợi nhuận mới

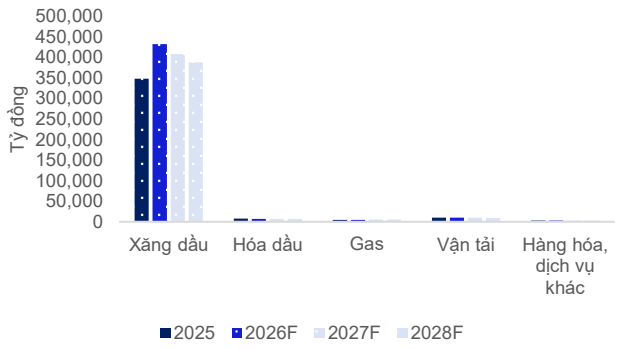
So với báo cáo tháng 02/2026 của chúng tôi, đây là điểm khác biệt lớn nhất trong câu chuyện của PLX. Theo công bố của công ty, khoảng 65% lợi nhuận 6T/2026 đến từ khối ngoài xăng dầu và kinh doanh quốc tế. Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC) đạt lợi nhuận gần 240 tỷ đồng, gấp 3 lần cùng kỳ nhờ giá dầu gốc và nhu cầu dầu nhờn tăng; liên doanh Castrol BP Petco đóng góp hơn 200 tỷ đồng; Tổng công ty Gas Petrolimex (PGC) đóng góp hơn 120 tỷ đồng (gấp 1.6 lần); và mảng nhiên liệu bay đóng góp hơn 350 tỷ đồng nhờ hàng không và du lịch phục hồi. Ngoài ra, PLX còn có bảo hiểm (PJICO), vận tải, kho ngoại quan và các công ty liên doanh, liên kết (LN từ liên doanh liên kết 2025 đạt khoảng 576 tỷ đồng).

Chúng tôi đánh giá tỷ trọng 65% bị đẩy lên một phần do khoản lỗ kinh doanh xăng dầu ở Q1/2026 làm giảm mẫu số; theo dự phóng của chúng tôi, khối ngoài xăng dầu vẫn chỉ chiếm khoảng 11% lợi nhuận gộp (tính cả nội bộ) năm 2026F, còn xăng dầu chiếm khoảng 89%. Tuy nhiên, giá trị của khối này nằm ở chất lượng lợi nhuận: biên lợi nhuận gộp của hóa dầu (khoảng 13.5%) và gas (khoảng 15.7%) cao gấp 2.5-3 lần biên xăng dầu (khoảng 5.2%), ít chịu rủi ro tồn kho và không bị chi phối bởi cơ chế điều hành giá. Khi nghị định mới có độ trễ hoặc giá dầu biến động mạnh (như Q1/2026), khối này sẽ đóng vai trò như lớp đệm lợi nhuận.

Ở cấp LN ròng, đóng góp của khối ngoài xăng dầu lớn hơn nhiều so với tỷ trọng LN gộp (11–12%) vì biên cao hơn và LN liên doanh, liên kết được ghi nhận dưới dòng LN gộp. LN từ liên doanh, liên kết đạt 545/611/650 tỷ đồng trong 2026-28F (2025: 576 tỷ), tương đương 11.7%/11.2%/11.8% LN ròng, trong đó Castrol BP Petco đóng góp 418/481/517 tỷ đồng và PJICO 57/60/63 tỷ đồng; tỷ trọng giảm so với mức khoảng 21% của 2025 vì LN xăng dầu tăng mạnh trong 2026, không phải do khối này suy yếu. Phần LN từ các công ty con và mảng ngoài xăng dầu (PLC, PGC, nhiên liệu bay), chúng tôi ước tính nhóm này đạt khoảng 1,200-1,420 tỷ đồng năm 2026F, sau đó tăng khoảng 9-10%/năm theo tốc độ tăng LN gộp từng mảng (PLC +1.9%/+5.1%, PGC +14.5%/+9.2%, nhiên liệu bay +12.8% mỗi năm), tức khoảng 1,320-1,550 tỷ đồng năm 2027F và 1,450-1,700 tỷ đồng năm 2028F. Cộng với LN liên doanh, liên kết, khối ngoài xăng dầu và quốc tế ước đóng góp khoảng 1,750-1,970 tỷ đồng năm 2026F (38-42% LN ròng), 1,930-2,160 tỷ đồng năm 2027F (35-40%) và 2,100-2,350 tỷ đồng năm 2028F (38-43%). Như vậy, dù chỉ chiếm 11-12% LN gộp, khối này đóng góp khoảng 35-43% LN ròng và tăng chậm nhưng đều,

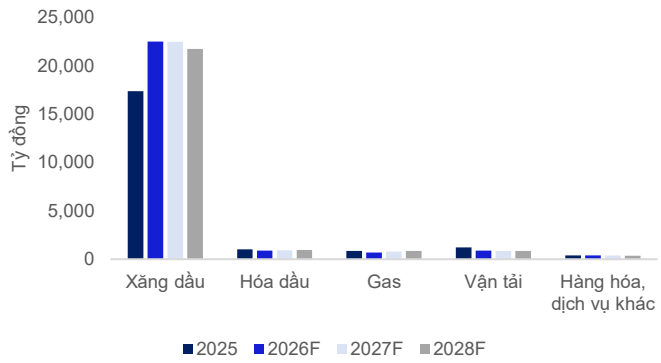
trong khi LN xăng dầu chịu biến động của tồn kho và cơ chế giá (như Q1/2026) và đi ngang trong 2028F.

Hình 12: Doanh thu theo mảng của PLX



Nguồn: MBS Reasearch tổng hợp

Hình 13: Lợi nhuận gộp theo mảng của PLX



Nguồn: MBS Reasearch tổng hợp

Động lực từ các chính sách mới

Sau hơn 3 năm sửa đổi, Bộ Công Thương đã trình dự thảo nghị định thay thế NĐ 83, 95 và 80, hướng đến cơ chế giá linh hoạt, bám sát cung cầu và siết điều kiện kinh doanh. Chúng tôi kỳ vọng PLX hưởng lợi nhờ lợi thế doanh nghiệp đầu mối lớn nhất, có khả năng đáp ứng quy định mới và gia tăng thị phần từ các nhà bán lẻ nhỏ không đủ tiêu chuẩn. Đồng thời, cơ chế giá mới giúp PLX chủ động hơn trong điều chỉnh giá bán, hỗ trợ biên LNG kinh doanh xăng dầu đạt 5.2%/5.5% trong 2026F/2027F, cao hơn mức 4.6% theo định mức hiện hành. Tuy nhiên, do rủi ro chậm ban hành, chúng tôi giả định tác động rõ nét chủ yếu từ 2027F. Bên cạnh đó, sản phẩm premium được tự quyết giá bán và BOG dự kiến tập trung về tài khoản Nhà nước, giúp PLX cải thiện dòng tiền, giảm rủi ro âm quỹ và tăng dư địa lợi nhuận.

Chúng tôi đã có đánh giá về tác động của Nghị định mới trong báo cáo PLX tháng 02/2026.

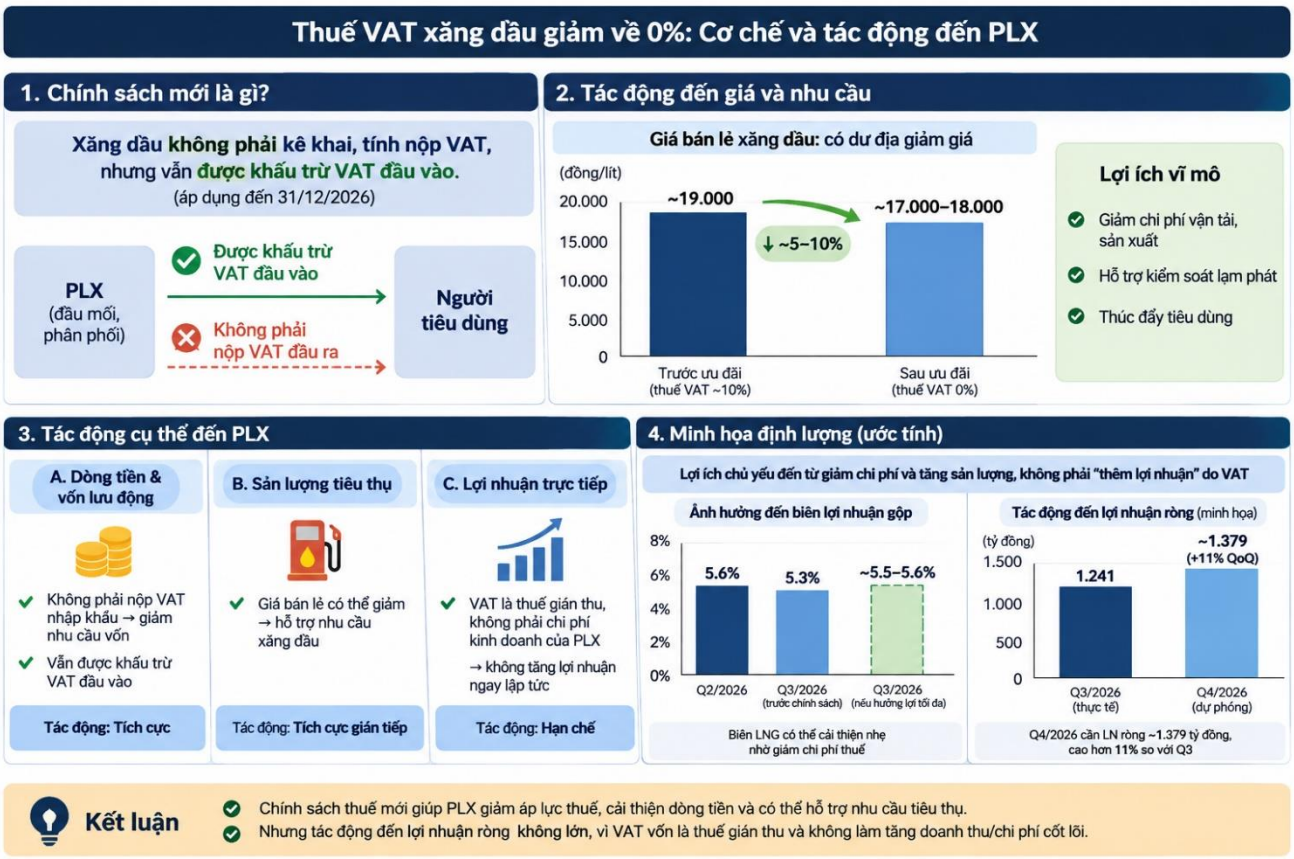
Theo các nguồn chúng tôi tổng hợp, riêng thuế tiêu thụ đặc biệt chỉ được áp dụng mức 0% đến 30/06/2026. Chúng tôi lưu ý "thuế GTGT về 0%" thực chất là không phải kê khai, tính nộp GTGT đầu ra nhưng vẫn được khấu trừ GTGT đầu vào, không phải là việc xóa bỏ hoàn toàn nghĩa vụ thuế của chuỗi cung ứng.

Vì thuế là khoản thu hộ nên việc giảm thuế không trực tiếp làm tăng biên lợi nhuận gộp của PLX; tác động đến PLX đi qua bốn kênh. Thứ nhất, giá bán lẻ thấp hơn kìm chi phí của người tiêu dùng và doanh nghiệp vận tải trong giai đoạn giá dầu cao, góp phần duy trì nhu cầu nội địa và hỗ trợ sản lượng bán hàng, vốn là động lực chính của lợi nhuận 2026. Thứ hai, thuế giảm là một công cụ điều tiết giá khác ngoài Quỹ bình ổn giá, giúp Nhà nước giảm áp lực phải kiềm chế giá bán dưới giá cơ sở, qua đó giảm rủi ro doanh nghiệp đầu mối phải bán dưới giá vốn và ghi nhận lỗ tồn kho như Q1/2026. Thứ ba, giá bán đã gồm thuế thấp hơn làm giảm giá trị khoản phải ứng nộp thuế và nhu cầu vốn lưu động trên mỗi lít bán ra, giảm một phần áp lực vay ngắn hạn. Thứ tư, chúng tôi lưu ý rủi ro ngược lại: khi GTGT đầu ra không phải tính nộp nhưng GTGT đầu vào vẫn được khấu trừ, thuế GTGT đầu vào có thể tích lũy và phải chờ hoàn thuế, chiếm dụng một phần vốn lưu động của PLX nếu thủ tục hoàn thuế kéo dài.

Hình 14: Lộ trình chính sách thuế xăng dầu năm 2026

Dự án	Thời gian áp dụng	Nội dung chính
Luật Thuế GTGT 2024; Nghị quyết 204/2025/QH15	Đến hết 31/12/2026	Xăng dầu chịu GTGT 10%; giảm còn 8%
Nghị quyết 109/2025/UBTVQH15	Đến hết 31/12/2026	Thuế BVMT đối với xăng giảm 50% (2,000 đồng/lít)
Quyết định 482/QĐ-TTg	26/03-15/04/2026	Thuế BVMT 0 đồng/lít; không phải kê khai, tính nộp GTGT (vẫn khấu trừ đầu vào); thuế TTĐB xăng 0%
Nghị quyết 19/2026/QH16	16/04-30/06/2026	Kéo dài các mức thuế 0 nêu trên
Nghị quyết 43/2026/NQ-CP	Đến hết 31/12/2026	Kéo dài thuế BVMT và GTGT ở mức 0; duy trì thuế nhập khẩu ưu đãi

Hình 15: Tác động của mức thuế VAT bằng 0%



Nguồn: Quốc hội, Chính phủ, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	309,875	418,480	376,844	360,731
Giá vốn hàng bán	(291,762)	(395,185)	(352,734)	(337,197)
Lợi nhuận gộp	18,113	23,296	24,111	23,534
Chi phí quản lý DN	(1,193)	(1,611)	(1,451)	(1,389)
Chi phí bán hàng	(14,467)	(15,484)	(15,074)	(14,429)
LN từ HĐKD	2,453	6,201	7,586	7,716
EBITDA thuần	4,756	8,244	9,739	9,958
LN trước thuế & lãi vay	**2,453**	**6,201**	**7,586**	**7,716**
Thu nhập lãi	1,822	1,729	1,590	1,527
Chi phí tài chính	(1,274)	(1,862)	(2,042)	(2,186)
Thu nhập ròng khác	67	(28)	(23)	50
TN từ các Cty LK & LD	576	545	611	650
LN trước thuế	**3,643**	**6,586**	**7,722**	**7,757**
Thuế TNDN	(617)	(1,317)	(1,544)	(1,551)
Lợi nhuận sau thuế	3,027	5,269	6,178	6,206
Lợi ích cổ đông thiểu số	(351)	(612)	(717)	(721)
Lợi nhuận ròng	**2,675**	**4,657**	**5,460**	**5,485**
Chi trả cổ tức	(1,725)	(1,941)	(1,941)	(1,941)
Lợi nhuận giữ lại	950	2,716	3,519	3,544

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2025	2026F	2027F	2028F
LN trước thuế	3,643	6,586	7,722	7,757
Khấu hao	2,303	2,043	2,153	2,242
Thuế đã nộp	(751)	(1,317)	(1,544)	(1,551)
Các khoản điều chỉnh khác	(414)	(2,497)	(2,248)	(2,152)
Thay đổi VLĐ	(792)	2,868	(290)	57
LCTT từ HĐKD	**3,990**	**7,683**	**5,792**	**6,352**
Đầu tư TSCĐ	(2,662)	(2,942)	(2,267)	(2,432)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	28	-	-	-
Các khoản khác	(4,684)	(3,638)	2,456	736
LCTT từ đầu tư	**(7,319)**	**(6,581)**	**190**	**(1,696)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Tiền vay ròng nhận được	796	1,806	1,986	1,057
Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(1,725)	(1,941)	(1,941)	(1,941)
LCTT từ hoạt động TC	**(929)**	**(135)**	**45**	**(884)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	14,933	10,676	11,669	17,723
LC tiền thuần trong năm	(4,258)	967	6,026	3,772
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**10,676**	**11,669**	**17,723**	**21,525**

Bảng cân đối kế toán	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương tiền	10,676	11,669	17,723	21,525
Đầu tư ngắn hạn	17,857	20,924	18,842	18,037
Phải thu khách hàng	15,783	22,930	20,649	19,766
Hàng tồn kho	13,862	21,481	19,270	18,421
Các tài sản ngắn hạn khác	1,383	1,939	1,911	1,863
Tổng tài sản ngắn hạn	59,561	78,943	78,395	79,612
Tài sản cố định	12,003	12,810	12,827	12,917
Tài sản vô hình	2,483	2,513	2,545	2,578
Xây dựng cơ bản dở dang	1,242	1,304	1,369	1,437
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-
Đầu tư vào công ty LDLK	1,595	1,622	1,653	1,685
Các khoản đầu tư dài hạn khác	5,138	5,038	4,940	4,844
Tài sản dài hạn khác	3,730	5,038	4,537	4,343
Tổng tài sản dài hạn	26,294	28,422	27,961	27,888
Tổng tài sản	**85,855**	**107,365**	**106,356**	**107,500**
Vay & nợ ngắn hạn	18,085	19,875	21,845	22,926
Phải trả người bán	23,980	40,832	35,521	34,095
Phải trả ngắn hạn khác	13,289	14,627	15,128	14,831
Tổng nợ ngắn hạn	55,354	75,334	72,494	71,853
Vay & nợ dài hạn	609	625	640	616
Các khoản phải trả khác	330	365	315	320
Tổng nợ dài hạn	939	990	955	936
Tổng nợ	**56,294**	**76,324**	**73,449**	**72,789**
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	4,004	5,196	6,929	8,679
Các quỹ thuộc VCSH	2,105	2,105	2,105	2,126
Chênh lệch tỷ giá	169	195	223	253
Vốn chủ sở hữu	26,207	27,425	29,186	30,986
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,355	3,616	3,721	3,724
Tổng vốn chủ sở hữu	29,562	31,041	32,907	34,711
Tổng nợ và VCSH	**85,855**	**107,365**	**106,356**	**107,500**

Các chỉ số cơ bản	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng doanh thu thuần	9.1%	35.0%	-9.9%	-4.3%
Tăng trưởng EBITDA	-4%	73%	18%	2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	-12%	153%	22%	2%
Tăng trưởng LN trước thuế	-8.3%	80.8%	17.3%	0.5%
Tăng trưởng LN ròng	-7.4%	74.1%	17.3%	0.5%
Tăng trưởng EPS	-7.4%	74.1%	17.3%	0.5%
Biên LN gộp	5.8%	5.6%	6.4%	6.5%
Biên EBITDA	1.5%	2.0%	2.6%	2.8%
Biên LN ròng	0.9%	1.1%	1.4%	1.5%
ROAE	10.2%	17.4%	19.3%	18.2%
ROAA	3.2%	4.8%	5.1%	5.1%
ROIC	5.5%	9.0%	9.9%	9.4%
Vòng quay tài sản	370.8%	433.2%	352.7%	337.4%
Cổ tức chi trả/LN ròng	64.5%	41.7%	35.5%	35.4%
Tổng nợ vay/VCSH	63.2%	66.0%	68.3%	67.8%
Nợ vay ròng/VCSH	27.1%	28.5%	14.5%	5.8%
Nợ vay ròng/Tổng tài sản	9.3%	8.2%	4.5%	1.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.1	6.3	7.1	6.7
Số ngày phải thu	19	20	20	20
Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	17	20	20	20
Số ngày phải trả tiền bán	30	38	37	37
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.1	1.0	1.1	1.1
Khả năng thanh toán nhanh	0.8	0.8	0.8	0.9
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.4	0.5	0.6
EPS (đồng/cp)	2,068	3,599	4,220	4,239
BVPS (đồng/cp)	20,254	21,196	22,557	23,948
P/E (lần)	16.0	9.2	7.8	7.8
P/B (lần)	1.6	1.6	1.5	1.4
Tiền mặt ròng/cp	8,223	10,009	11,585	13,092
Tỷ suất cổ tức	4.1%	4.6%	4.6%	4.6%

(*) Lưu ý: Các phần dữ liệu có dấu (*) được tính dựa trên số lượng cổ phiếu lưu hành tại cuối năm 2025 để đồng nhất cơ sở so sánh

Nguồn: PLX, MBS Research dự phóng

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 CTCP CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Giám đốc Khối Nghiên cứu	**Trưởng phòng**
Trần Thị Khánh Hiền	*Nguyễn Tiến Dũng, CFA*