

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX)

MUA +20,2%

Ngành	Xăng dầu
Ngày báo cáo	08/05/2024
Giá hiện tại	38.700VND
Giá mục tiêu	44.500VND
Giá MT gần nhất	37.000VND
TL tăng	15,0%
Lợi suất cổ tức	5,2%
Tổng mức sinh lời	20,2%

GT vốn hóa	50 nghìn tỷ đồng
Room KN	15 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	28 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	76%
SL cổ phiếu lưu hành	1,27 tỷ
Pha loãng	1,27 tỷ

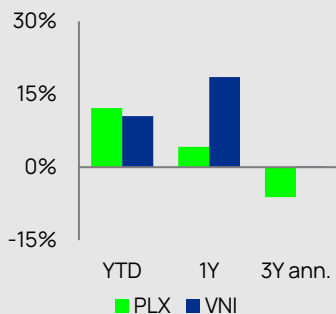
	PLX	Peers*	VNI
P/E (trượt)	16,6x	9,4x	15,5x
P/B (ht)	1,8x	1,7x	1,7x
ROE	12,5%	16,4%	12,1%
ROA	4,4%	4,4%	1,9%

* Các CT cùng ngành trong khu vực

Tổng quan công ty

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

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương
Phó giám đốc

	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	273.979	285.342	257.288	266.405
Doanh thu % YoY	-10%	4%	-10%	4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.834	3.655	4.571	5.331
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	95%	29,0%	25,1%	16,6%
EPS % YoY	95,5%	29,0%	25,1%	16,6%
Biên LN gộp	5,6%	6,2%	7,1%	7,2%
Biên LN ròng	1,0%	1,3%	1,8%	2,0%
ROE	9,9%	12,1%	14,0%	15,3%
Nợ ròng/vốn CSH	-29,7%	-28,2%	-29,8%	-35,2%
Lợi suất cổ tức	3,9%	5,2%	7,8%	7,8%
Cổ tức (đồng)	1.500	2.000	3.000	3.000
P/E	19,1x	14,8x	11,8x	10,2x
Giá CP/DTHĐ	9,3x	16,8x	11,7x	7,5x
EV/EBITDA	9,7x	6,8x	5,7x	5,1x

Các điều chỉnh trong quy định xăng dầu sẽ thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi tăng 20% giá mục tiêu cho Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam (PLX) lên 44.500 đồng/cổ phiếu và nâng đánh giá từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-28 cao hơn 14% (thay đổi tương ứng +2%/+20%/+19%/+17%/+12% cho năm 25/2024/26/ 27/28) và (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu đến giữa năm 2025.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn của chúng tôi đến từ (1) dự báo sản lượng cao hơn 3,4% cho giai đoạn 2024-28, vì chúng tôi kỳ vọng các quy định chặt chẽ hơn sẽ giúp PLX duy trì thị phần cơ sở ở mức cao và (2) lợi nhuận gộp/lít cao hơn 12,3% dựa trên KQKD quý 1, và chúng tôi kỳ vọng nghị định mới sẽ mang lại lợi ích cho PLX thông qua việc trao quyền cho các thương nhân phân phối xăng dầu tự định giá bán lẻ xăng dầu.
- Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2024 sẽ tăng 29% do (1) sản lượng trong nước tăng 4% YoY, (2) lợi nhuận gộp/lít tăng 9% YoY, bù đắp cho khoản lỗ ước tính đạt 300 tỷ đồng của chúng tôi từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào. LNST quý 1 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+73% YoY).
- Chúng tôi dự báo CAGR EPS báo cáo đạt 23% trong giai đoạn 2023-26, nhờ sản lượng bán của PLX tăng trưởng 4,1%/năm, cùng với việc chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp tăng lên 7,2% trong năm 2026, từ mức 6,2% vào quý 1/2024.
- PLX có định giá hấp dẫn với P/E năm 2024 dự kiến đạt 14,8 lần, thấp hơn 27% so với các công ty cùng ngành tương đồng nhất (PTT Retail & Oil Thái Lan) cũng như diễn biến P/E trong 5 năm qua của công ty.
- Yếu tố hỗ trợ:** Lợi nhuận/lít cao hơn kỳ vọng nhờ Nghị định 80 và Nghị định mới.
- Rủi ro:** Giá dầu biến động bất lợi; rủi ro chính sách (số ngày tồn kho cao hơn).

Dự thảo nghị định sửa đổi cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự định giá (với điều kiện thấp hơn giá trần do Chính phủ quy định) mở ra cơ hội tốt cho PLX (trang 12). Theo các doanh nghiệp trong ngành: 1) PLX có thể đưa ra mức giá cao hơn đối với khu vực nông thôn nhằm giảm các khoản lỗ (trước đây công ty phải trợ giá khoảng 1.000-1.500 đồng/lít); 2) đặt mức giá cao hơn ở các khu vực ít cạnh tranh nhằm cải thiện biên lợi nhuận; và 3) có thể tăng tổng chi phí hoạt động định mức và lợi nhuận (Hình 24, trang 14) từ 1.350 đồng/lít lên đối đa là 1.800 đồng/lít, điều này có thể cải thiện đáng kể biên lợi nhuận. Những diễn biến trên có khả năng sẽ bù đắp cho việc số ngày tồn kho tăng từ 20 ngày lên 30 ngày. Tổng Công ty Dầu Việt Nam (UPCoM: OIL) dự báo nghị định mới sẽ được thông qua vào tháng 7/2024

Các quy định nghiêm ngặt hơn của ngành và sự giám sát của Chính Phủ tạo nên một thị trường thuận lợi giúp cho sản lượng thương phẩm tăng mạnh. Sản lượng bán lẻ của PLX tăng lần lượt 36% YoY và 7% YoY trong các năm 2022 và 2023. Trong quý 1/2024, sản lượng bán trong nước tăng 0,4% YoY từ mức cơ sở cao của năm trước. Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước sẽ tăng tốc trong các quý tiếp theo, giúp sản lượng bán dự kiến tăng 4% trong năm 2024. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng dự báo sản lượng bán giai đoạn 2025-2028 thêm ~4%.

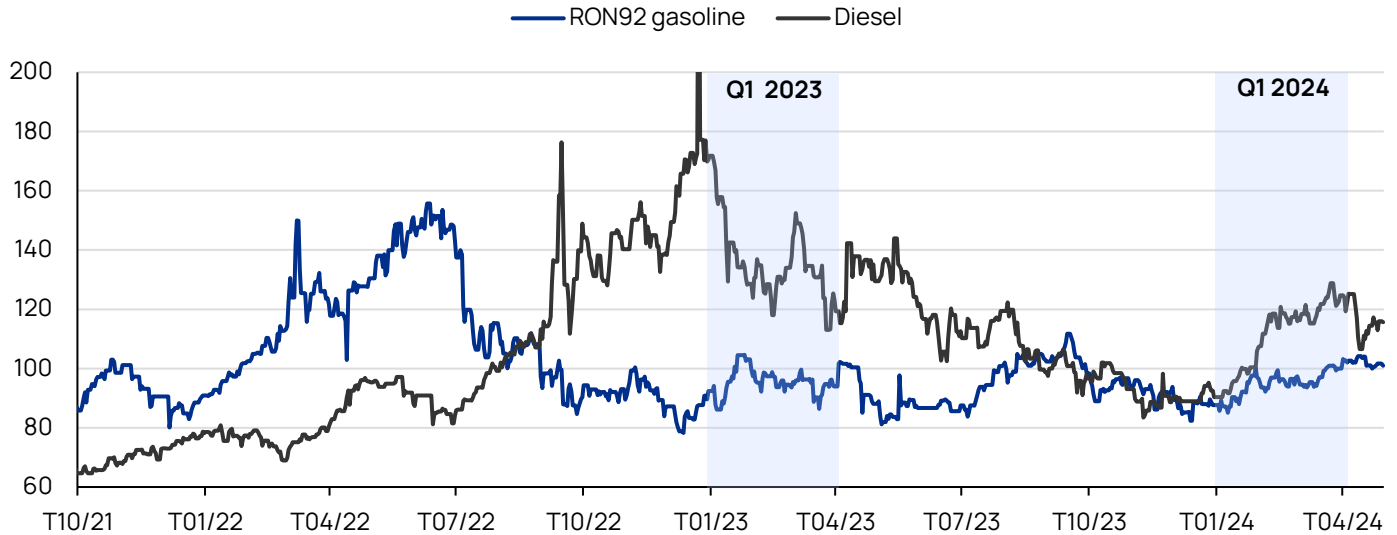
Nguyên nhân là do 1) việc thu hồi giấy phép của Hải Hà Petro và Xuyên Việt Oil (nằm trong số những nhà bán buôn và phân phối chính) vào cuối năm 2023 và tháng 1/2024 vì sử dụng sai mục đích quỹ bình ổn giá xăng dầu và sai phạm trong việc kê khai thuế. PLX đã giải thích trong ĐHCĐ của công ty rằng điều này sẽ có tác động tích cực nhẹ khi các trạm theo mô hình Đại lý sở hữu – đại lý vận hành (DODO) tìm kiếm các nhà cung cấp tin cậy khác. 2) Việc Chính phủ thúc đẩy sử dụng 100% hóa đơn điện tử sẽ là thách thức cho các hoạt động bất hợp pháp như buôn lậu và bán nhiên liệu không đạt tiêu chuẩn, mang lại lợi ích cho các công ty uy tín như PLX và OIL.

Tác động của diễn biến giá xăng dầu đối với PLX

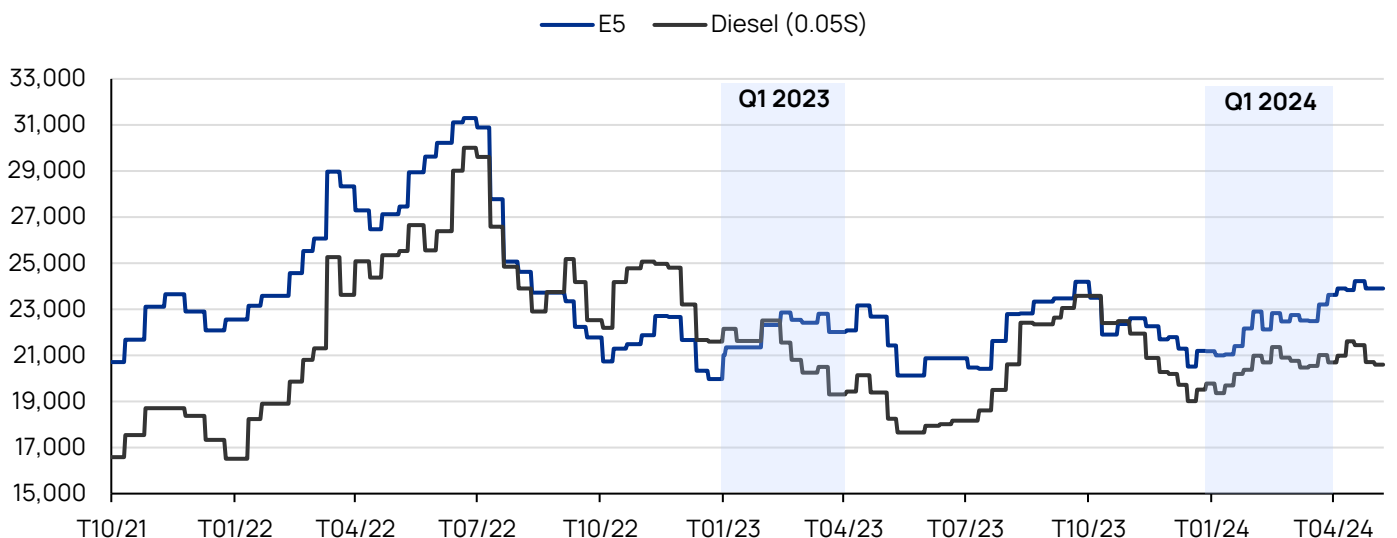
PLX thường có biên lợi nhuận tốt hơn trong thị trường giá dầu ổn định so với thị trường giá dầu biến động. Do trong thị trường giá dầu ổn định, PLX có thể tìm nguồn và kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn.

Hình 1: Diễn biến giá xăng dầu

Diễn biến giá Platts Singapore (tham chiếu cho giá bán lẻ xăng dầu Việt Nam), loại trừ tác động của quỹ bình ổn xăng dầu (USD/thùng) (dữ liệu đến ngày 30/04 2024)



Giá bán lẻ xăng E5, dầu diesel của Việt Nam, có bao gồm tác động của Quỹ bình ổn xăng dầu (đồng/lít) (dữ liệu tính đến ngày 02/05/2024)



Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

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

Hình 2: Dự báo năm 2024, phần 1

	2023	2024F	YoY	Dự báo năm 2024 mới so với dự báo cũ	Giải thích cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với dự báo cũ
KPI – phân khúc xăng, dầu diesel và nhiên liệu phan lực					
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)	82	83	1,0%	0,0%	(2) Chúng tôi duy trì khuyến nghị về giá dầu Brent như đã nêu trong Báo cáo cập nhật ngành dầu khí ngày 09/10/2023.
Giá xăng E5 (VND/lít)	19.169	19.447	1,5%	2,3%	(2) Chúng tôi đưa việc tỷ giá USD/VND tăng 3% trong năm 2024 vào dự báo của chúng tôi (so với mức 0% trong dự báo cũ)
Giá dầu Diesel (VND/lít)	18.694	19.220	2,8%	2,6%	
Chi phí định mức/lít (xăng)	1.065	1.080	1,4%	0,0%	(1) Tác động trong cả năm từ việc Bộ Tài chính tăng 3% chi phí định mức kể từ tháng 7/2023.
Sản lượng bán hàng trong nước (triệu m3)	10,3	10,8	4,1%	0,0%	
Tăng trưởng sản lượng bán hàng %					
Tổng mức tăng trưởng sản lượng bán hàng	4,0%	2,9%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng trong nước	-1,0%	4,1%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của COCO	7,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng của DODO	-15,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng cho khách hàng công nghiệp	-15,0%	4,2%			
Tăng trưởng sản lượng bán hàng tái xuất khẩu	19,4%	0,0%			
Cơ cấu sản lượng bán hàng					
COCO	68,0%	68,1%			
DODO	24,2%	24,3%			
Khách hàng C&I	7,8%	7,7%			
Biên lợi nhuận và chi phí					
Biên lợi nhuận gộp %	5,6%	6,2%	Δ điểm %	+0,7	
Chi phí bán hàng/doanh thu	4,4%	4,4%		+0,0	
Chi phí G&A/doanh thu	0,3%	0,4%		+0,0	

Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 3: Dự báo năm 2024, phần 2

Tỷ đồng	2023	2024F	YoY	Báo cáo mới năm 2024 so với cũ	Giải thích cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Dự báo mới so với cũ
Doanh thu	273.979	285.342	4%	15,2%	
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu phân lực)	257.018	267.175	4%	16,4%	(1) Được hỗ trợ chủ yếu bởi sản lượng bán nội địa tăng 4,1% YoY. (2) Doanh thu quý 1/2024 đạt 75,1 nghìn tỷ đồng (+11% YoY), tương đương 30%/26% dự báo cũ/mới của chúng tôi.
Hóa dầu (dầu nhờn & nhựa đường)	6.623	7.057	7%	-11,9%	
Vận chuyển	6.042	6.146	2%	6,0%	
Khác	4.840	4.964	3%	8,9%	
Lợi nhuận gộp	15.264	17.783	17%	8,5%	Lợi nhuận gộp quý 1/2024 đạt 4,7 nghìn tỷ đồng (+31% YoY), tương đương 28%/26% dự báo cũ/mới của chúng tôi.
Dầu khí (xăng, dầu diesel và nhiên liệu máy bay phân lực)	12.508	14.767	18%	13,5%	(1) Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp sẽ cải thiện so với cùng kỳ do (a) tác động cả năm của chi phí định mức tăng 3% vào tháng 7/2023 và (b) đủ nguồn cung xăng dầu. (2) Do lợi nhuận gộp/lít tăng, sau kết quả kiểm toán năm 2023 và quý 1/2024. Trong năm 2023, chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp/lít cao hơn 9,1% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
Hóa dầu	940	1.002	7%	-37,8%	
Vận chuyển	844	859	2%	31,1%	
Khác	971	1.155	19%	3,2%	
Chi phí bán hàng	-12.140	-12.666	4%	1,8%	
G&A	-949	-1.022	8%	1,7%	
LN từ HĐKD	2.175	4.094	88%	39,0%	
Thu nhập tài chính	2.743	1.850	-33%	-21,7%	(1) Chúng tôi dự báo thu nhập tài chính sẽ giảm so với cùng kỳ do không có thoái vốn vào năm 2024 so với khoản lãi từ thoái vốn PG Bank trong năm 2023. (2) Theo KQKD quý 1/2024. Thu nhập tài chính quý 1/2024 đạt 450 tỷ đồng (-12% YoY), tương đương 19%/24% dự báo cũ/mới của chúng tôi.
Chi phí tài chính	-1.723	-1.253	-27%	29,3%	(2) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (a) chúng tôi đưa khoản lỗ ngoại hối do tỷ giá USD/VND tăng 3% trong năm 2024 vào dự báo của chúng tôi, và (b) chúng tôi tăng chi phí lãi vay, dựa theo số dư nợ quý 1/2024 cao hơn 11% so với dự báo trước đó của chúng tôi.
Trong đó, chi phí lãi suất	-899	-1.064	18%	9,8%	
Thu nhập từ công ty liên kết	624	630	1%	0,0%	
Khác	129	-215	-266%	-458%	(2) Chúng tôi đưa khoản lỗ bất thường từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào là 300 tỷ đồng (theo ước tính của chúng tôi) vào dự báo của chúng tôi.
LNTT	3.947	5.106	29%	1,5%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	2.834	3.655	29%	1,7%	(1) Chủ yếu nhờ (a) sản lượng bán hàng trong nước của PLX tăng 4% YoY và (b) PLX có khả năng kiểm soát chi phí đầu vào tốt hơn, được hỗ trợ bởi thị trường xăng dầu ổn định hơn vào năm 2024 so với năm 2023, cùng với tác động cả năm của chi phí định mức cao hơn 3%. (2) Vì chúng tôi tăng lợi nhuận gộp sau KQKD tích cực trong quý 1, vượt xa khoản lỗ bất thường từ việc thoái vốn khỏi Petrolimex Lào. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo quý 1 đạt 1,1 nghìn tỷ đồng (+73% YoY), tương đương 30%/29% dự báo cũ/mới của chúng tôi.

Nguồn: Vietcap ước tính

Dự báo dài hạn

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tăng 14,1% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, được thúc đẩy bởi (1) sản lượng bán giai đoạn 2024-28 cao hơn 3,4%, vì chúng tôi kỳ vọng các quy định chặt chẽ hơn sẽ giúp PLX duy trì mức thị phần cơ sở cao, và (2) lợi nhuận gộp/lit cao hơn 12,3% dựa trên KQKD quý 1 và vì chúng tôi kỳ vọng nghị định mới sẽ mang lại lợi ích cho PLX bằng cách trao quyền tự định giá cho các nhà phân phối xăng dầu.

Hình 4: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	Tổng giai đoạn 2024-2028
Dự báo mới	3.655	4.571	5.331	5.835	6.411	25.804
Dự báo cũ	3.593	3.823	4.491	5.001	5.704	22.612
% thay đổi	1,7%	19,6%	18,7%	16,7%	12,4%	14,1%

Nguồn: Vietcap ước tính

Định giá

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

Chúng tôi tăng 20,3% giá mục tiêu đối với PLX lên 44.500 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ **KHẢ QUAN** lên **MUA**. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 cao hơn 14,1% và (2) tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang giữa năm 2025.

Hình 5: Xác định giá mục tiêu

Phương pháp	Định giá CKDT
Giá mục tiêu (VND)	44.500
P/E trượt tại giá mục tiêu	19,1x
Dự báo P/E năm 2024/25 tại giá mục tiêu	17,0x/13,6x
Dự báo EV/EBITDA năm 2024/25 tại giá mục tiêu	8,0x/6,7x

Nguồn: Vietcap dự báo

Chiết khấu dòng tiền

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

Hình 6: Định giá CKDT, tỷ đồng (trừ khi được nêu rõ)

Chi phí vốn	Mới	Cũ	Dự báo DTTD (5 năm)	Tỷ đồng
Beta	0,9	0,9	GTHT của DTTD	13.015
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của GT cuối (TT 2,0%)	35.970
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GT cuối	48.985
Chi phí vốn cổ phần %	13,2	13,2	+ Tiền mặt & tiền gửi ngắn hạn	30.544
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	- Nợ	-19.782
Nợ vay %	40,0	40,0	- lợi ích CĐTS	-3.263
Vốn CSH %	60,0	60,0	Giá trị vốn CSH	56.484
Thuế DN %	22,4	22,4	SL cổ phiếu BQGQ (triệu)	1.271
WACC %	10,6	10,6	Giá trị mỗi cổ (VND)	44.500

Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 7: Dự báo dòng tiền

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
LNTT	4.094	5.177	5.705	6.327	6.804
- Thuế	-1.021	-1.250	-1.440	-1.566	-1.710
+ Khấu hao	2.105	2.105	2.105	2.105	2.105
- Vốn XDCB	-1.978	-1.685	-1.726	-1.768	-1.961
- Gt vốn hóa tăng	-2.210	-1.829	-200	-205	-555
DTTD	990	2.517	4.443	4.893	4.683
GTHT của DTTD	942	2.168	3.464	3.452	2.990
GTHT tích lũy của DTTD	942	3.109	6.573	10.025	13.015

Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu PLX của chúng tôi và WACC của phương pháp CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, giả định các biến số khác không đổi

Tốc độ tăng trưởng giá trị cuối %	WACC				
	9,4%	10,0%	10,6%	11,2%	11,8%
1,0%	46.600	43.700	41.200	39.000	37.000
1,5%	48.700	45.500	42.700	40.300	38.200
2,0%	51.100	47.500	44.500	41.800	39.400
2,5%	53.800	49.800	46.400	43.400	40.900
3,0%	57.000	52.400	48.600	45.300	42.400

Nguồn: Vietcap ước tính

So sánh với các công ty cùng ngành

Chúng tôi đã chọn hai nhóm công ty cùng ngành: 1) các nhà phân phối xăng dầu thuần túy và 2) các công ty có mô hình kinh doanh tích hợp thăm dò & sản xuất, lọc dầu và phân phối xăng dầu. P/E của các công ty tích hợp dao động nhiều hơn P/E của các nhà phân phối xăng dầu thuần túy, điều mà chúng tôi cho là do 1) hoạt động kinh doanh lọc dầu rủi ro hơn nhiều do các nhà máy lọc dầu bị ảnh hưởng nặng nề hơn bởi biến động giá dầu so với các nhà phân phối xăng dầu và/hoặc 2) các doanh nghiệp thượng nguồn được hưởng lợi từ giá dầu tăng và bị tổn hại khi giá dầu giảm. Chúng tôi tin rằng PLX nên được phân loại là nhà phân phối xăng dầu thuần túy vì công ty không tham gia vào lĩnh vực lọc dầu hoặc kinh doanh thượng nguồn.

Hình 9: Các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX – nhà phân phối xăng dầu thuần túy

(triệu USD) Tên công ty	Quốc gia	GT vốn hóa	DT thuần trượt YoY%	LNST trượt YoY %	Nợ ròng/vốn CSH %	ROE %	Lợi suất cốt tủy trượt %	P/E trượt	P/E dự báo 1 năm	P/B quý gần nhất	EV/ EBITDA trượt	Dự báo TT EPS 2024 %	Dự báo TT EPS 2025 %
PTT Oil & Retail Business PCL	Thái Lan	6.036	-3	7	-14,7	10,4	N/A	20,0	17,8	2,0	10,8	13	6
PTG Energy PCL	Thái Lan	397	11	1	260,4	11,2	2,3	15,3	13,4	1,7	6,7	14	15
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	4.571	2	21	-23,2	16,4	2,8	23,0	21,3	3,8	12,1	8	5
Pakistan State Oil Co Ltd	Pakistan	299	11	-61	181,3	13,4	N/A	3,7	3,9	0,3	7,0	276	41
Attock Petroleum Ltd	Pakistan	172	8	-22	-70,0	32,4	N/A	3,6	3,7	0,1	0,3	3	-19
Shell Pakistan Ltd	Pakistan	113	-2	N/A	20,8	34,1	0,0	2,9	N/A	1,6	3,1	N/A	N/A
Hankook Shell Oil Co Ltd	Hàn Quốc	260	6	40	-66,2	31,3	N/A	9,4	N/A	2,8	4,7	N/A	N/A
Trung bình		1.693	5	-2	41,2	21,3	1,7	11,1	12,0	1,7	6,4	63	10
Trung vị		299	6	4	-14,7	16,4	2,3	9,4	13,4	1,7	6,7	13	6
PLX	Việt Nam	1.923	-8	80	-33,7	12,5	N/A	16,6	14,8	1,8	8,1	29	25

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap (N.A = không có dữ liệu; dữ liệu các CT cùng ngành tính đến ngày 07/05/2024)

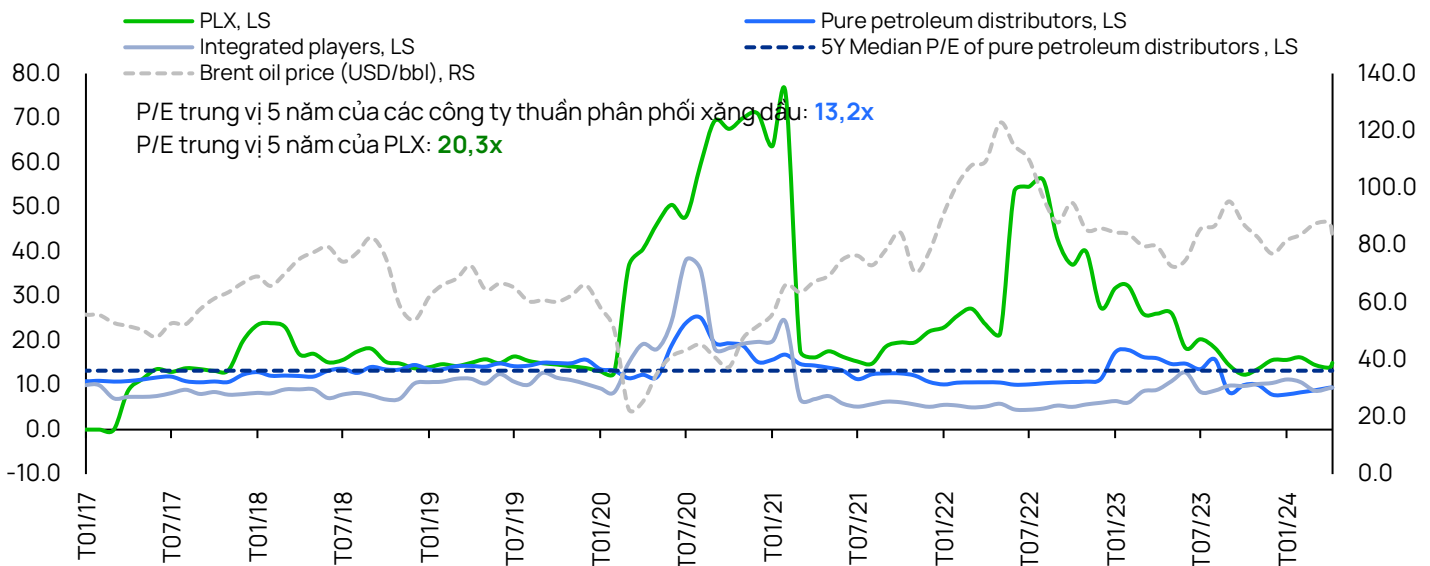
Chúng tôi xem PPT Oil & Retail Business PCL của Thái Lan là công ty cùng ngành có nhiều điểm tương đồng nhất với PLX (mã Bloomberg là OR TB). PTTOR có nhiều điểm chung với PLX như nắm giữ thị phần dẫn đầu trong lĩnh vực kinh doanh bán sỉ và bán lẻ xăng dầu và khả năng kiểm soát sở hữu nhà nước hiệu quả

Hình 10: So sánh giữa PTT Oil and Retail Business PCL (PTTOR) và PLX

	PTT Oil & Retail Business PCL	PLX (*)
Vốn hóa thị trường	Khoảng 7 tỷ USD	Khoảng 2 tỷ USD
Thị phần	Khoảng 40%	Khoảng 50%
Số lượng trạm	Sở hữu 1.894 trạm xăng	Sở hữu 2.700 trạm và 2.800 đại lý. PLX cũng có trạm xăng ở Lào và Campuchia.
Cơ cấu lợi nhuận	2.750 cửa hàng Café Amazon ở Thái Lan, Campuchia, Lào, Myanmar và Philippines.	khoảng 70% lợi nhuận ròng từ bán sỉ và bán lẻ dầu mỏ.
Tỷ lệ sở hữu	80% lợi nhuận ròng từ bán lẻ và bán buôn dầu.	Bộ Công Thương 76%; Tập đoàn ENEOS 13%
Triển vọng tăng trưởng	20% lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh phi dầu mỏ, bao gồm cả Café Amazon.	Mở rộng trạm; phi dầu mỏ trong dài hạn và kinh doanh khí hóa lỏng vào năm 2025

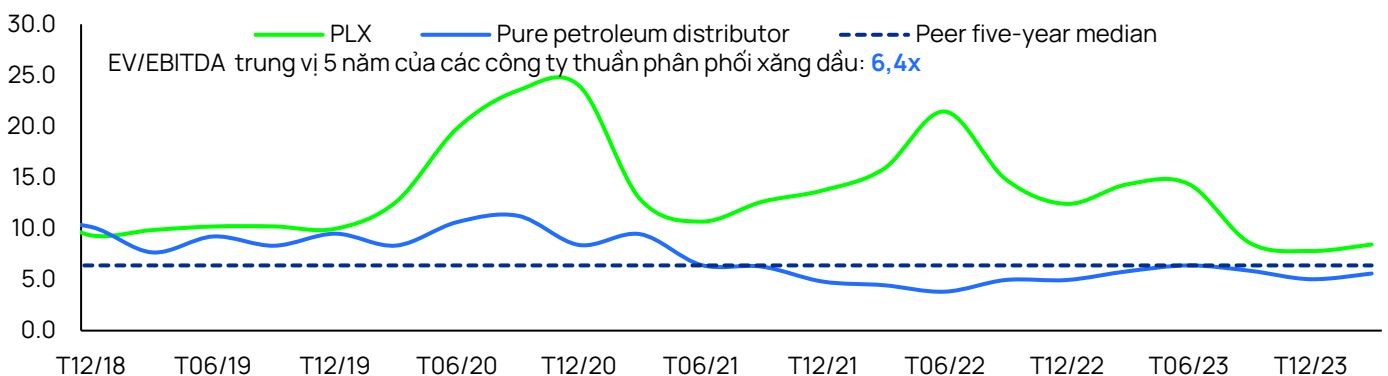
Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap

Hình 11: P/E trượt của trung vị các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX (thuần và tích hợp)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 07/05/2024)

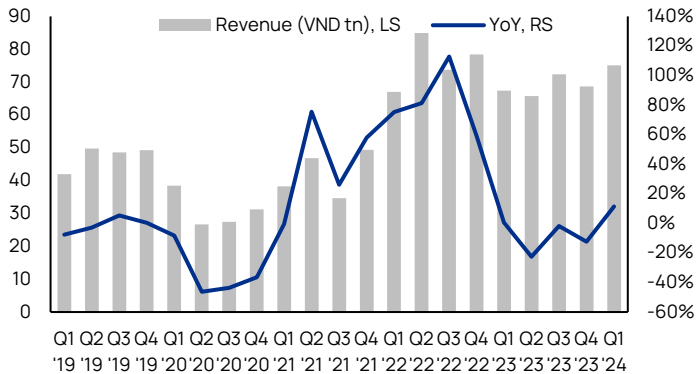
Hình 12: EV/EBITDA trượt các công ty cùng ngành trong khu vực của PLX (Công ty thuần phân phối)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu tính đến cuối tháng 03/2024)

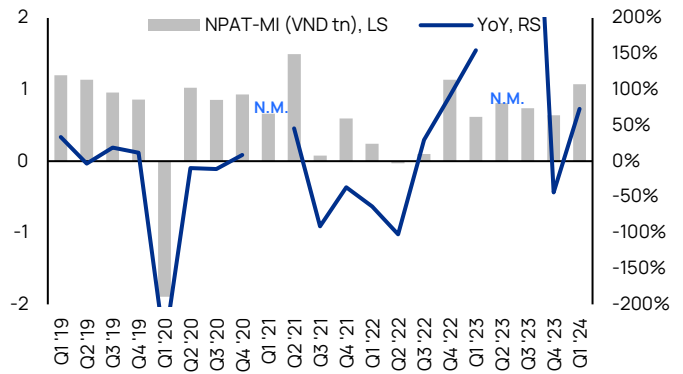
KQKD theo quý của PLX

Hình 13: Doanh thu theo quý (2019 - Quý 1/2024)



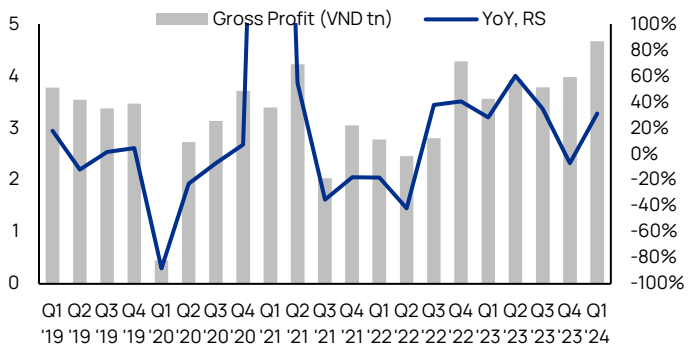
Nguồn: PLX, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS (2019 - Quý 1/2024) *



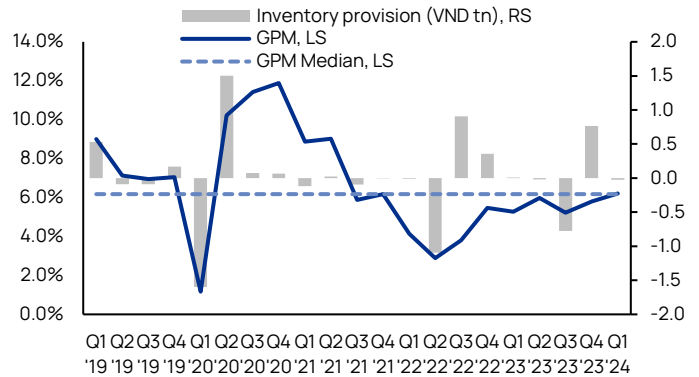
Nguồn: PLX, Vietcap (* N.M. không có nghĩa khi so sánh với khoản lỗ)

Hình 15: Lợi nhuận gộp theo quý (2019 - Quý 1/2024)



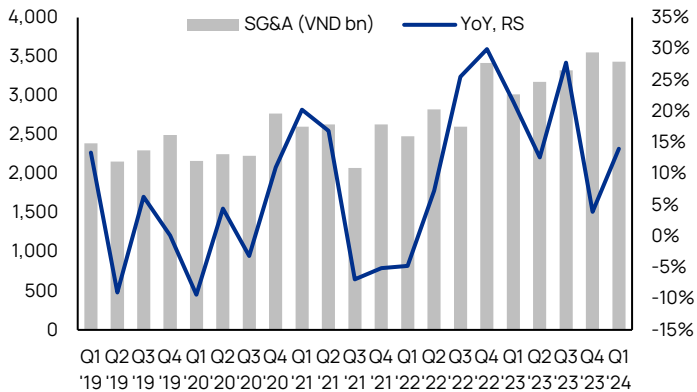
Nguồn: PLX, Vietcap

Hình 16: Biên lợi nhuận gộp so với dự phòng hàng tồn kho *



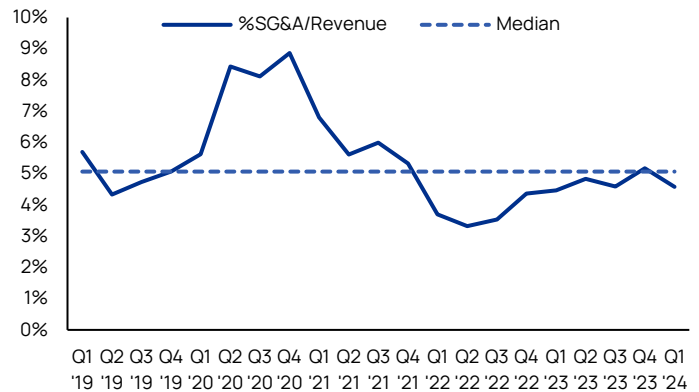
Nguồn: PLX, Vietcap (*Trích lập dự phòng tồn kho/hoàn nhập trích lập trong nửa đầu năm 2020 do giá dầu giảm mạnh do COVID-19); Dự phòng tồn kho/hoàn nhập quý 2-quý 3/2022 khi giá dầu tăng mạnh do xung đột Nga-Ukraine)

Hình 17: Chi phí SG&A theo quý (2019 - Quý 1/2024)



Nguồn: PLX, Vietcap

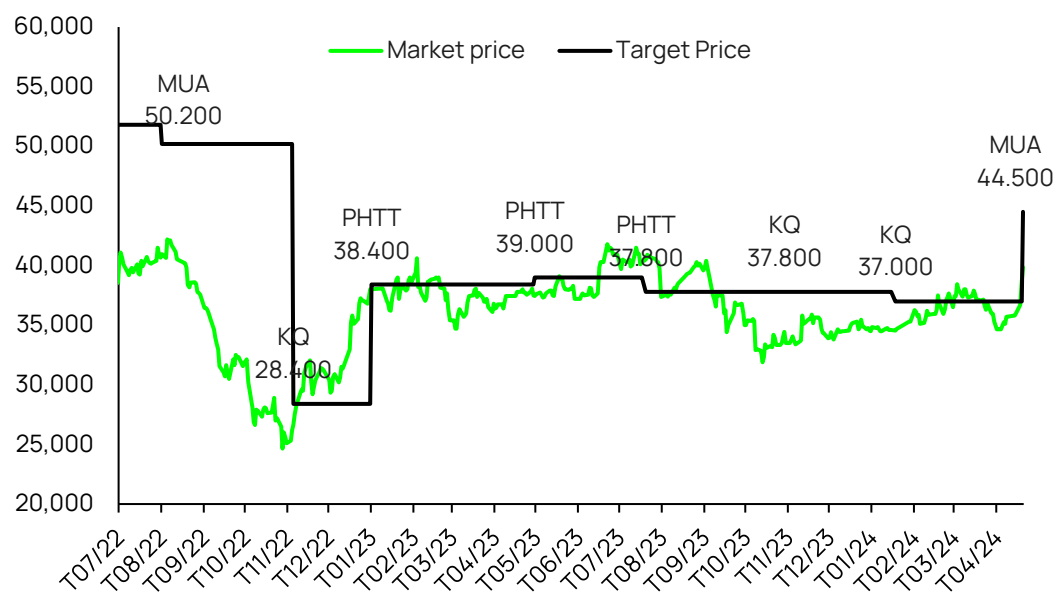
Hình 18: Chi phí SG&A/doanh thu (2019 - Quý 1/2024) *



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

Diễn biến khuyến nghị

Hình 19: Diễn biến giá mục tiêu Vietcap so với giá cổ phiếu (VND/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	273.979	285.342	257.288	266.405
Giá vốn hàng bán	-258.715	-267.560	-239.042	-247.309
Lợi nhuận gộp	15.264	17.783	18.246	19.096
Chi phí bán hàng	-12.140	-12.666	-12.117	-12.426
Chi phí quản lý DN	-949	-1.022	-952	-965
LN thuần HĐKD	2.175	4.094	5.177	5.705
Doanh thu tài chính	2.743	1.850	1.270	1.471
Chi phí tài chính	-1.723	-1.253	-942	-754
Trong đó, chi phí lãi vay	-899	-1.064	-942	-754
Lợi nhuận từ công ty LDLC	624	630	661	694
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	129	-215	85	85
LNTT	3.947	5.106	6.251	7.201
Thuế TNDN	-870	-1.021	-1.250	-1.440
LNST trước CĐTS	3.077	4.085	5.001	5.761
Lợi ích CĐTS	-243	-430	-430	-430
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	2.834	3.655	4.571	5.331
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	2.418	3.895	4.571	5.331
EBITDA	4.280	6.199	7.282	7.810
EPS báo cáo, VND	2.026	2.613	3.268	3.811
EPS điều chỉnh, VND	1.698	2.802	3.268	3.811
DPS báo cáo, VND	1.500	2.000	3.000	3.000
DPS/EPS báo cáo (%)	74%	77%	92%	79%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng YoY				
Tăng trưởng doanh thu	-9,9%	4,1%	-9,8%	3,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	118,2%	88,3%	26,4%	10,2%
Tăng trưởng LNTT	73,9%	29,4%	22,4%	15,2%
Tăng trưởng EPS báo cáo	95,5%	29,0%	25,1%	16,6%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	5,6%	6,2%	7,1%	7,2%
Biên LN từ HĐ %	0,8%	1,4%	2,0%	2,1%
Biên EBITDA	1,6%	2,2%	2,8%	2,9%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	1,0%	1,3%	1,8%	2,0%
ROE %	9,9%	12,1%	14,0%	15,3%
ROA %	3,7%	4,6%	5,8%	6,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	22	21	23	20
Số ngày phải thu	16	15	19	20
Số ngày phải trả	33	31	33	30
TG luân chuyển tiền	6	5	9	10
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,3	1,4
CS thanh toán nhanh	0,9	0,9	1,0	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,2	0,3	0,3
Nợ/Tài sản	24,8%	21,4%	20,4%	20,4%
Nợ/Vốn sử dụng	40,4%	35,6%	31,9%	31,6%
Nợ/Vốn CSH	-29,7%	-28,2%	-29,8%	-35,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,4x	3,8x	5,5x	7,6x

Nguồn: PLX, Vietcap dự báo

B/S (VND bn)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	14.048	11.721	11.251	14.073
Đầu tư TC ngắn hạn	16.496	16.496	16.496	16.496
Các khoản phải thu	10.975	12.899	14.068	14.566
Hàng tồn kho	14.640	16.444	13.049	13.502
TS ngắn hạn khác	1.148	1.148	1.148	1.148
Tổng TS ngắn hạn	57.307	58.708	56.011	59.785
TS dài hạn (gộp)	40.202	42.180	43.866	45.592
- Khấu hao lũy kế	-25.628	-27.733	-29.837	-31.942
TS dài hạn (ròng)	14.574	14.448	14.028	13.649
Đầu tư TC dài hạn	4.812	4.812	4.812	4.812
TS dài hạn khác	2.982	2.982	2.982	2.982
Tổng TS dài hạn	22.369	22.242	21.822	21.444
Tổng Tài sản	79.676	80.950	77.835	81.229
Phải trả ngắn hạn	22.157	23.604	19.780	20.464
Nợ ngắn hạn	19.135	16.329	14.617	15.114
Nợ ngắn hạn khác	8.368	8.440	8.208	8.275
Tổng nợ ngắn hạn	49.661	48.372	42.605	43.853
Nợ dài hạn	647	1.031	1.222	1.421
Nợ dài hạn khác	166	166	166	166
Tổng nợ	50.474	49.569	43.994	45.440
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	12.939	12.939	12.939	12.939
Thặng dư vốn CP	5.986	5.986	5.986	5.986
CP quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	4.195	5.944	7.974	9.493
Vốn khác	2.820	2.820	2.820	2.820
Lợi ích CĐTS	3.263	3.692	4.122	4.552
Vốn chủ sở hữu	29.202	31.381	33.841	35.790
Tổng cộng nguồn vốn	79.676	80.951	77.834	81.229
SL CP lưu hành cuối năm (tr)	1.271	1.271	1.271	1.271

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	11.606	14.048	11.721	11.251
Lợi nhuận sau thuế	2.834	3.655	4.571	5.331
Khấu hao	2.185	2.105	2.105	2.105
Thay đổi vốn lưu động	3.124	-2.210	-1.829	-200
Điều chỉnh khác	-2.869	-630	-661	-694
Tiền từ hoạt động KD	5.274	2.921	4.185	6.542
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.619	-1.979	-1.685	-1.726
Đầu tư, ròng	-5.456	630	661	694
Tiền từ HĐ đầu tư	-7.075	-1.349	-1.024	-1.032
Cổ tức đã trả	-1.100	-1.906	-2.541	-3.812
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	5.546	-2.807	-1.711	496
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-177	384	191	199
Tiền từ các hoạt động TC khác	-27	430	430	430
Tiền từ hoạt động TC	4.245	-3.899	-3.631	-2.688
Tổng lưu chuyển tiền tệ	2.443	-2.327	-470	2.822
Tiền cuối năm	14.048	11.721	11.251	14.073

Phụ lục

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

Dự thảo nghị định mới

Dự thảo nghị định cho phép các nhà phân phối xăng dầu tự định giá (với điều kiện thấp hơn giá trần), dự kiến sẽ mang lại lợi ích đôi chút cho PLX theo các cách sau: 1) PLX có thể đưa ra mức giá cao hơn đối với khu vực nông thôn để giảm các khoản lỗ (trước đây công ty phải trợ giá khoảng 1.000 – 1500 đồng/lít); 2) đặt mức giá cao hơn ở các khu vực ít cạnh tranh nhằm cải thiện biên lợi nhuận; 3) có thể tăng tổng chi phí hoạt động định mức & lợi nhuận (Hình 24, trang 14) từ 1.350 đồng/lít lên mức tối đa là 1.800 đồng/lít, mà có thể cải thiện đáng kể biên lợi nhuận. Những điều này có khả năng bù đắp cho việc số ngày tồn kho có khả năng sẽ tăng từ 20 ngày lên 30 ngày. Nghị định mới dự kiến sẽ được thông qua vào nửa cuối năm 2024 (theo UPCoM: OIL)

Quy định hiện hành về hoạt động kinh doanh xăng dầu

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

(1) Rút ngắn chu kỳ điều chỉnh giá bán lẻ từ 10 ngày xuống còn 7 ngày (được thực hiện vào thứ Năm hàng tuần). Điều này sẽ giúp các nhà phân phối điều chỉnh giá bán lẻ thường xuyên hơn và phù hợp với biến động của giá dầu thế giới. Điều này có thể giảm thiểu rủi ro thua lỗ cho các nhà phân phối xăng dầu khi giá dầu tăng mạnh trong thời gian ngắn.

(2) Rút ngắn thời gian rà soát các thành phần giá cơ sở từ sáu tháng xuống còn ba tháng. Công thức giá cơ sở phản ánh Nghị định 95, nhưng hiện nay việc xem xét chi phí vận chuyển, phí bảo hiểm và premium được quy định diễn ra ba tháng một lần thay vì sáu tháng. Việc điều chỉnh này đảm bảo giá cơ sở phù hợp chính xác và kịp thời hơn với chi phí đầu vào thực tế của nhà phân phối. Điều này hỗ trợ các nhà phân phối trong việc xử lý chi phí và duy trì khả năng sinh lời.

3) Cho phép nhà phân phối bán lẻ có nhiều hơn một nhà phân phối chính/bán buôn (tối đa ba). Điều này sẽ tạo ra nhiều sự cạnh tranh và lợi thế thương lượng cao hơn cho các nhà phân phối bán lẻ, vì họ có thể lựa chọn từ các nhà phân phối bán buôn khác nhau dựa trên mức giảm giá. Điều này cũng có thể làm tăng tính chủ động và hiệu quả của các nhà bán lẻ trong việc dự trữ hàng tồn kho, cung cấp đủ xăng dầu cho thị trường, tránh tình trạng thiếu xăng dầu.

Hình 20: Công thức giá bán lẻ xăng dầu cũ và mới

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

Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

Hình 21: Sự khác biệt giữa Nghị định 83, Nghị định 95 và Nghị định 80 và Dự thảo Nghị định mới

	Nghị định 83/2014	Nghị định 95/2021	Nghị định 80/2023	Dự thảo Nghị định mới
Chu kỳ điều chỉnh giá xăng dầu	15 ngày	10 ngày	7 ngày (thứ năm hằng tuần, trừ ngày lễ)	Tương tự với Nghị định 80/2023
Số ngày tồn kho Premium, chi phí vận chuyển quy định	30 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	20 ngày cung cấp	30 ngày cung cấp
Chi phí vận hành quy định	Không đề cập	Bộ Tài chính sẽ xem xét sáu tháng một lần.	Bộ Tài chính sẽ xem xét ba tháng một lần.	Tương tự với Nghị định 80/2023
Lợi nhuận quy định/lít	1.050 đồng/lít xăng và 950 đồng/lít dầu diesel	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Tổng chi phí hoạt động định mức và lợi nhuận có thể đạt mức tối đa là 1.800 đồng/lít
Chuyển nhượng cổ phần nhà nước sang công ty nước ngoài	Không đề cập	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Bộ Tài chính sẽ xem xét hàng năm; sẽ công bố con số chính xác ở thông tư kế tiếp.	Tương tự với Nghị định 80/2023
Số nhà phân phối bán buôn tối đa cho nhà phân phối bán lẻ	1	1	3	Tương tự với Nghị định 80/2023

Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap

Hình 22: Các yếu tố định giá hiện tại của giá cơ sở

Đồng/lít	Xăng	Dầu Diesel	Dầu hỏa	Dầu Mazut/FO
Giá định mức*	1.080	1.030	950	416
Lợi nhuận định mức	300	300	300	300
Quỹ bình ổn	300	300	300	300
Thuế nhập khẩu*	5,62%	0,58%	0,08%	1,38%
Thuế tiêu thụ đặc biệt	10%	N/A	N/A	N/A
Thuế môi trường**	2.000	1.000	600	1.000
Thuế GTGT	10%	10%	10%	10%

Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap (* Áp dụng từ 03/07/2023; tăng 30 đồng/lít ** thuế môi trường được áp dụng từ ngày 01/01/2023 đến ngày 31/12/2024).

2. Quỹ bình ổn xăng dầu của Chính phủ

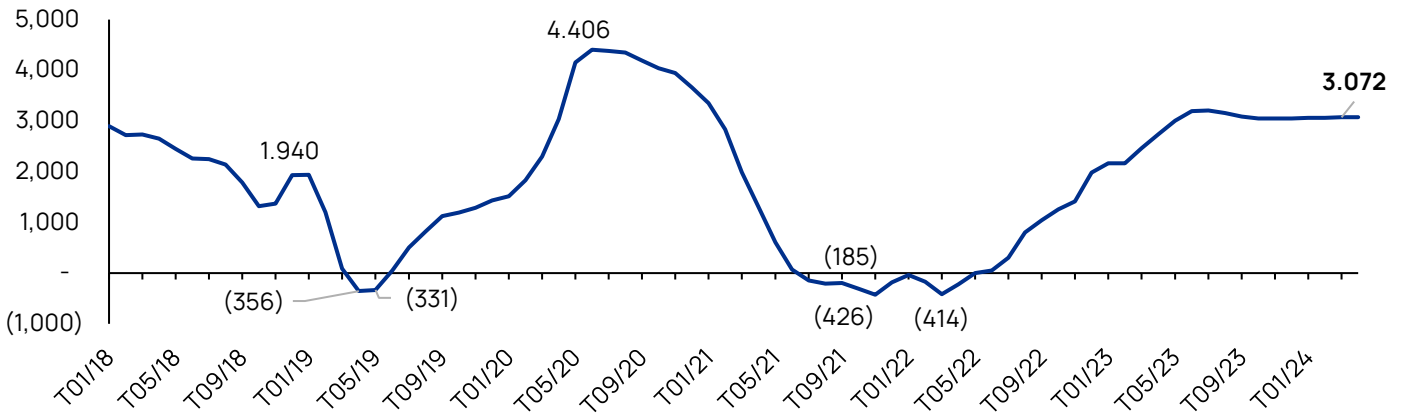
Quỹ bình ổn xăng dầu (PSF) là cơ chế nhằm giảm thiểu ảnh hưởng của biến động giá dầu đến giá xăng dầu bán lẻ. Số tiền này được tính bằng 300 đồng/lít nhân với sản lượng bán ra và được tính vào giá xăng dầu bán lẻ mà khách hàng phải trả. Bộ Công Thương xác định thời điểm và số lượng các nhà bán lẻ xăng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

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

Số dư PSF âm tái diễn vào cuối năm 2021 và nửa đầu năm 2022 do xung đột Nga-Ukraine. Tuy nhiên, điều này chỉ tồn tại trong thời gian ngắn do giá xăng dầu đảo chiều vào nửa cuối năm 2022, tạo điều kiện cho PLX tích lũy PSF và hạn chế sử dụng. Trong hầu hết năm 2023, thị trường xăng dầu ổn định hơn năm 2022, điều này càng thúc đẩy cán cân PSF (**Hình 1**).

Số dư PSF của Chính phủ tại PLX đã cải thiện từ âm 185 tỷ đồng vào cuối quý 4/2021 lên 3.072 tỷ đồng vào cuối quý 1/2024.

Hình 23: Số dư Quỹ bình ổn của Chính phủ theo tháng tại PLX (tỷ đồng)



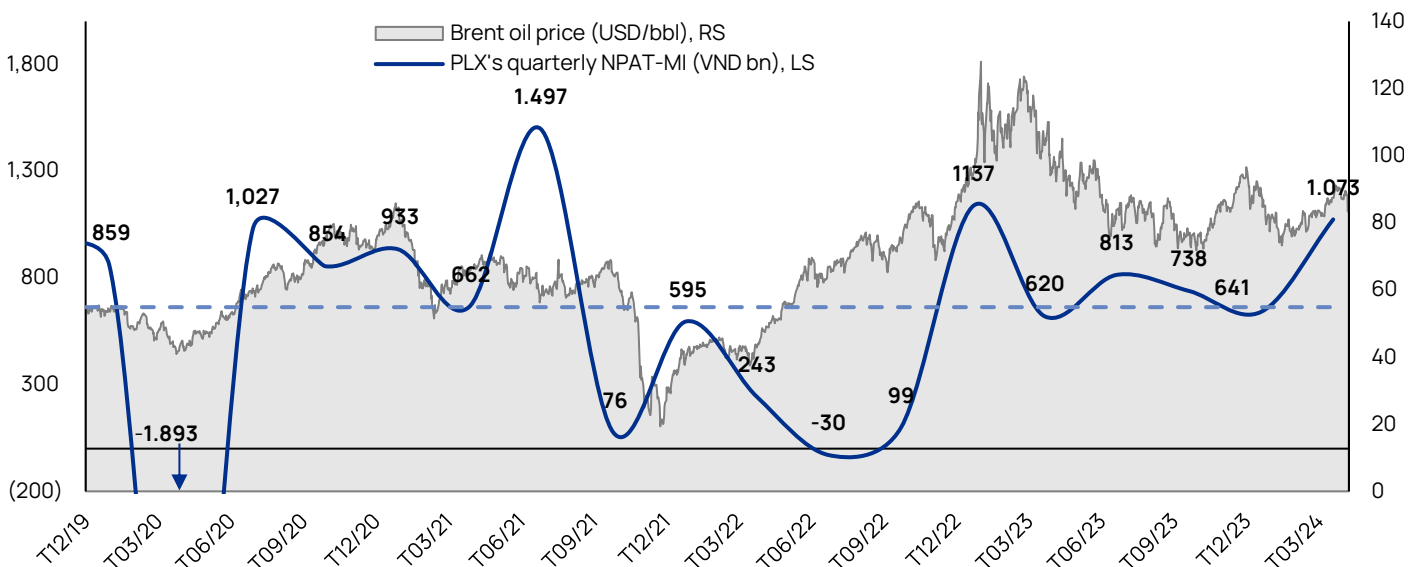
Nguồn: Bộ Công Thương, PLX, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 03/05/2024)

3. Giá dầu và lợi nhuận ròng của PLX

Về mặt lý thuyết, lợi nhuận của PLX bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng trễ giữa hàng tồn kho và việc điều chỉnh giá bán, vốn phụ thuộc vào diễn biến giá dầu. Hiện PLX có hiệu ứng trễ là 20 ngày tồn kho và 7 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 80/2023. Trước đây, PLX có hiệu ứng trễ là 30 ngày tồn kho và 15 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 83/2014, và có hiệu ứng trễ là 20 ngày tồn kho và 10 ngày điều chỉnh giá bán lẻ theo Nghị định 95/2021 (Hình 21). Ví dụ, khi giá dầu tăng, PLX được hưởng lợi từ hiệu ứng trễ. Khi giá dầu giảm, PLX chịu hiệu ứng trễ và mất lợi nhuận.

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

Hình 24: Giá dầu so với lợi nhuận ròng của PLX



Nguồn: PLX, Vietcap ước tính (dữ liệu tính đến ngày 03/05/2024)

4. Nhà máy lọc hoá dầu Nghi Sơn

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

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

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

Giai đoạn 2: Hoạt động thương mại và những thách thức

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

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

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

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

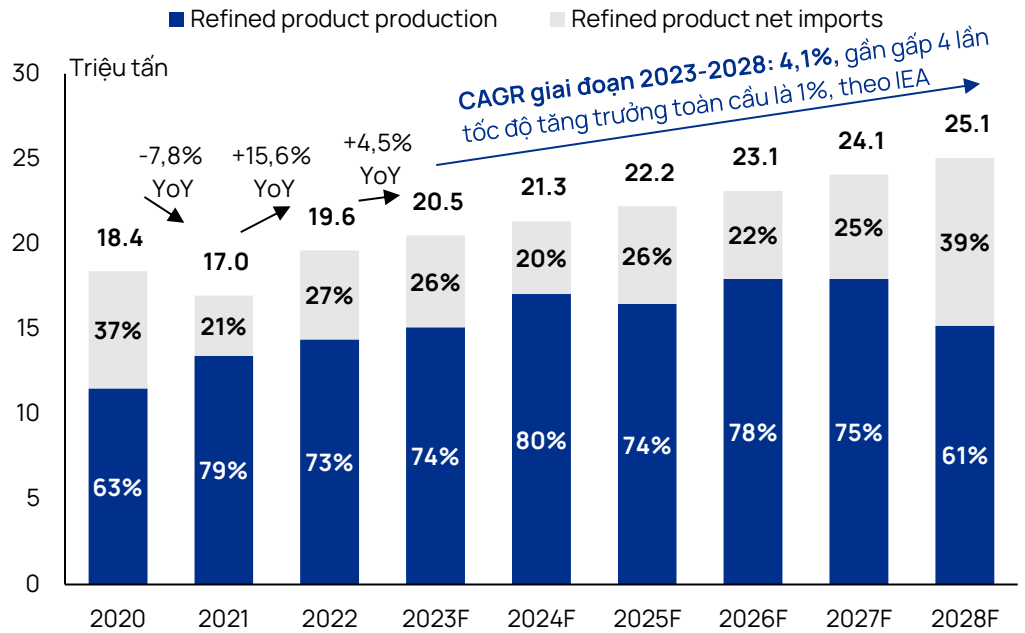
Năm 2023 là một năm đáng chú ý đối với NSRP khi vận hành bình thường sau lần bảo dưỡng đầu tiên và được Quốc hội chấp thuận trợ giá các sản phẩm bao tiêu giai đoạn 2018-2023.

NSRP đã hoàn thành đợt bảo dưỡng đầu tiên trong 47 ngày, sớm 8 ngày so với kế hoạch 55 ngày, giúp NSRP hoạt động 105% công suất trong thời gian từ 23/11 đến 23/12 và kết thúc năm với gần 7,6 triệu tấn sản phẩm xăng dầu. Ngoài ra, Chính phủ đã phân bổ gần 8,3 nghìn tỷ đồng cho Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam hay PVN) thuộc sở hữu nhà nước để bù đắp giá cho các sản phẩm bao tiêu của NSRP. Chúng tôi tin rằng NSRP có nền tảng vững chắc để hoạt động ổn định vào năm 2024.

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

Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung xăng dầu ổn định nhờ (1) NSRP hoạt động bình thường trong thời gian BSR tiến hành bảo trì vào đầu năm 2024 và (2) giá xăng dầu nhập khẩu tương đối ổn định. Theo NSRP, nhà máy lọc dầu sẽ không tiến hành bảo trì vào năm 2024 nên chúng tôi ước tính sản lượng của NSRP sẽ vào khoảng 10,8 triệu tấn (51% nhu cầu). Mặt khác, CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR) sẽ tiến hành bảo dưỡng lần thứ 5 vào đầu năm 2024, kéo dài khoảng 45 ngày. Chúng tôi ước tính sản lượng của BSR sẽ vào khoảng 6,3 triệu tấn (29% nhu cầu). Sản lượng kết hợp của NSRP và BSR vào năm 2024 sẽ chiếm 80% nhu cầu trong nước. Để đảm bảo phần còn lại của nhu cầu trong nước, chúng tôi dự báo 4,3 triệu tấn (-21% YoY) sẽ được nhập khẩu vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng nhập khẩu xăng dầu vào năm 2024 sẽ ít thách thức hơn so với năm 2022, do chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent tương đối ổn định trong năm 2024.

Hình 25: Dự báo mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam



Nguồn: Vietcap ước tính, Bộ Công Thương, BSR, PLX

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

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

Theo PVN, mặc dù xe điện ngày càng phổ biến (gây áp lực lên nhu cầu xăng dầu), lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn là 18 triệu tấn vào năm 2020 và dự kiến sẽ đạt xấp xỉ 25 triệu tấn vào năm 2025 và lên tới 33 triệu tấn vào năm 2030. Trong khi đó, nguồn cung xăng dầu trong nước hiện nay vào khoảng 12,2 triệu tấn. Do đó, sản xuất trong nước hiện nay chỉ đáp ứng được khoảng 80% nhu cầu trong nước, tiếp theo là 40% và 20% vào năm 2030 và 2045.

Dự báo của PVN về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu năm 2030 tương đương 121% dự báo của chúng tôi. Điều này củng cố kỳ vọng của chúng tôi về việc Việt Nam sẽ có mức tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu mạnh trong 5 năm tới.

PVN dự kiến sẽ nhận được phê duyệt quyết định đầu tư dự án vào quý 1/2024. Sau đó, PVN sẽ lựa chọn các nhà thầu thiết kế, mua sắm và xây dựng (EPC) trong khoảng thời gian từ tháng 1/2024 đến tháng 12/2027.

Dự án này bao gồm hai phần: 1) dự án nhà máy hóa dầu và lọc dầu và 2) kho lưu trữ dầu thô và các sản phẩm dầu mỏ quốc gia. Trong giai đoạn đầu, nhà máy lọc hóa dầu sẽ có công suất xử lý 12-13 triệu tấn dầu thô/năm, cùng với 7-9 triệu tấn sản phẩm dầu mỏ và 2-3 triệu tấn hóa dầu mỗi năm. Trong giai đoạn thứ hai, nhà máy sẽ được đầu tư bổ sung để nâng sản lượng dầu mỏ và hóa dầu lần lượt lên 3-5 triệu tấn và 5,5-7,5 triệu tấn. Đối với kho dự trữ quốc gia, sẽ được xây dựng để có khả năng lưu trữ 1 triệu tấn dầu thô và 500.000 m³ sản phẩm dầu mỏ mỗi năm.

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

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

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

Hình 26: Kế hoạch kinh doanh giai đoạn 2021-2025 của PLX

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

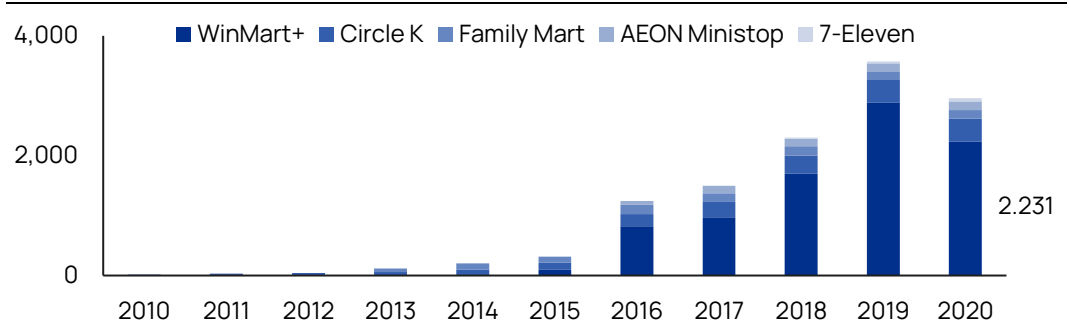
Nguồn: PLX, Vietcap (* dựa theo tài liệu ĐHCĐ 2024 của PLX; ** dựa theo ĐHCĐ bất thường tháng 12/2022 của PLX).

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

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

PLX có tiềm năng tăng trưởng từ doanh thu ngoài dầu nhờ mô hình trạm xăng tích hợp – đặc biệt dưới sự tư vấn của nhà đầu tư chiến lược JX Nippon Oil & Energy Corporation (JX NOE). PLX đặt mục tiêu đạt cơ cấu doanh thu 50% từ doanh thu dầu mỏ và 50% doanh thu phi dầu mỏ trong dài hạn. Quỹ đất lớn với việc sở hữu 2.700 trạm là một lợi thế khác biệt sẽ giúp PLX phát triển mô hình trạm xăng tích hợp so với khoảng 2.300 cửa hàng của doanh nghiệp kinh doanh cửa hàng tiện lợi lớn nhất (tính đến năm 2019). Tuy nhiên, chúng tôi chưa đưa mức tăng trưởng tiềm năng này vào dự báo thu nhập vì không có thông tin về (1) loại dịch vụ nào (ví dụ: cửa hàng tiện lợi/rửa xe/bảo dưỡng ô tô) PLX sẽ cung cấp và (2) thời gian thực hiện của các dịch vụ này.

Hình 27: Số lượng cửa hàng tiện lợi ở Việt Nam



Nguồn: Nielsen, Vietcap

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

Hình 28: Trạm dịch vụ ENEOS và cửa hàng Dr. Drive tại Nhật Bản

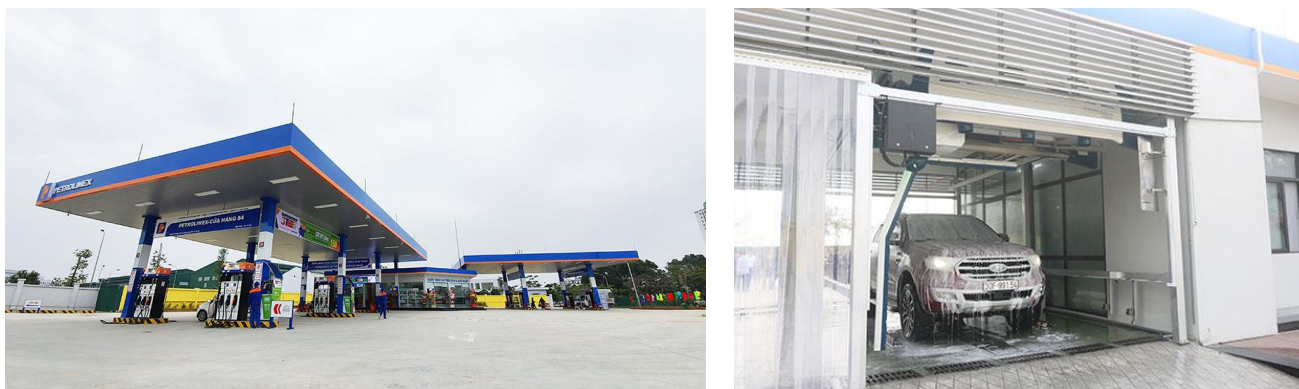


Nguồn: JX NOE, Vietcap

Cuối tháng 12/2019, PLX ra mắt trạm xăng tích hợp mới (diện tích 2.000 m²) với dịch vụ rửa xe và bảo dưỡng ô tô tự động, đây là bước phát triển tích cực, khẳng định chiến lược phát triển dịch vụ phi dầu mỏ và doanh thu tại các trạm của công ty. Ban lãnh đạo vẫn đang tiến hành thử nghiệm dịch vụ bảo dưỡng và rửa xe tại các trạm. PLX nhận thấy tiềm năng lớn từ việc triển khai các dịch vụ ô tô tại các trạm (như rửa và bảo dưỡng ô tô, v.v.), nhờ vào tỷ lệ sở hữu ô tô ngày càng tăng ở Việt Nam.

Năm 2020, tiến độ thử nghiệm dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe tự động tại các trạm của PLX trì hoãn do ảnh hưởng của dịch COVID-19. Trong quý 1/2021, PLX tiếp tục tiến hành cải tạo trạm xăng và thay đổi hình thức trạm xăng để cải thiện hình ảnh thương hiệu và hiệu quả. Công ty cũng tiến hành khảo sát giao thông và dân số cho mô hình rửa xe tự động dưới sự tư vấn của nhóm đối tác chiến lược (ENEOS Corporation và JX NOE). Theo PLX, dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe của ENEOS tại Nhật Bản mang lại lợi nhuận rất cao. Như vậy, ENEOS có chiến thuật và kinh nghiệm để áp dụng mô hình này tại các trạm của PLX. Kể từ tháng 8/2020, tập đoàn này đã nâng tỷ lệ sở hữu tại PLX từ 8% lên 11% thông qua việc mua cổ phiếu quỹ. ENEOS vẫn đặt mục tiêu sở hữu 20% cổ phần PLX, thể hiện quyết tâm hợp tác cao. PLX và ENEOS đặt mục tiêu dài hạn sẽ áp dụng dịch vụ này cho 700 trạm trong tổng số 2.700 trạm. Hiện tại chúng tôi chưa nhận được thông tin mới liên quan đến dịch vụ rửa/bảo dưỡng xe tại các trạm.

Hình 29: Trạm xăng PLX có dịch vụ rửa xe tự động



Nguồn: PLX, Vietcap

Trong quý 3/2019, PLX đã triển khai trạm xăng tự phục vụ. Đây là trạm tự phục vụ đầu tiên ở Việt Nam và mang lại trải nghiệm mới cho khách hàng giống như trạm ở nước ngoài. Trạm có diện tích 790 m² với 14 cây xăng (thiết bị của Nhật Bản) và 2 làn đường dành cho ô tô và xe máy. Ngoài ra còn được trang bị hệ thống lưu trữ tự động, tự động cập nhật mức nhiên liệu theo thời gian thực; do đó, nhân viên không phải tự tay kiểm tra mức nhiên liệu. Trạm này có sản lượng bán hàng là 2.800 m³/tháng so với sản lượng bán hàng trung bình của PLX là 180 m³/tháng.

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

Hình 30: Trạm tự phục vụ của PLX



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



Nguồn: PLX, Vietcap

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Dương Tấn Phước và Đinh Thị Thủy Dương xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

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

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

Phòng giao dịch Đống Đa

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald

Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123

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

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam

Phó Giám đốc, ext 124

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

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

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

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức

Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

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

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

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

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,

Giám đốc

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

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.