Báo cáo cổ phiếu: PLX

Lãi 2026 đến từ giá dầu đi qua tồn kho, không phải lãi lõi; giá dầu giảm từ tháng 10 đặt Q4/2026 trước rủi ro lỗ — P/B 1,55x thấp nhất lịch sử

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (HOSE: PLX) · phân phối xăng dầu, vận tải, dầu nhờn, bảo hiểm · BCTC đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 33,5 nghìn đ (13/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNTT 9T/2026	LNST MẸ Q4/2026F	P/B	TỒN KHO 30/09/2026
33,5 nghìn đ · 13/11/2026	**35,5** nghìn đ · **+6%**	**4.688** tỷ đ · 139% kế hoạch năm	**−679** tỷ đ · cùng kỳ 565	**1,55x** thấp nhất từ 2017	**29,7** nghìn tỷ đ · gấp 2,1 lần đầu năm

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST MẸ 2027F
NẮM GIỮ	**33,5** nghìn đ	**35,5** nghìn đ (+6%)	**< 32,4** nghìn đ	**> 38,9** nghìn đ	**2.375** tỷ đ

Giữ tỷ trọng hiện có; chưa mua mới trước BCTC Q4/2026. Mua chia phần dưới 32,4 nghìn đ (P/B < 1,5x). Nâng lên TÍCH LŨY TỪNG PHẦN nếu giá về vùng này hoặc CPBH quay về ≤ 80% LN gộp giá phẳng; hạ xuống THEO DÕI nếu giá dầu giảm thêm 20 USD/thùng hoặc Nhà nước thoái vốn lượng lớn.

KẾT LUẬN

LNTT 9T/2026 4.688 tỷ (+67%) đã vượt 39% kế hoạch năm, nhưng phần lớn là lãi tồn kho khi giá xăng dầu tăng ~98 USD/thùng trong 9 tháng: Q1 lỗ 763 tỷ vì trích dự phòng ở đỉnh giá, Q2 hoàn nhập lãi 2.800 tỷ, Q3 lãi 1.241 tỷ. Ở giá phẳng, lãi lõi không tăng vì CPBH +25% so với sản lượng +11%.

Từ 30/09 giá sản phẩm đã giảm ~32 USD/thùng trong khi tồn kho 29,7 nghìn tỷ: Q4/2026 cơ sở lỗ ~679 tỷ, năm 2026 ~2.599 tỷ, 2027 ~2.375 tỷ ở giá phẳng. P/B 1,55x thấp nhất lịch sử nhưng ROE cũng thấp; giá trị hợp lý 35,5 nghìn đ (+6%). AAS khuyến nghị NẮM GIỮ, mua thêm dưới 32,4 nghìn đ.

SẢN LƯỢNG

+11% 9T/2026 (Q3 +18%)

- 2025: 17,7 triệu m³/tấn
- Kế hoạch 2026: 19,44 triệu
- Bán lẻ ~45% sản lượng

GIÁ DẦU VÀ TỒN KHO

~4,3 nghìn tỷ lãi tồn kho ước 9T

- Q1 trích dự phòng 6.512 tỷ
- Q2 hoàn nhập 6.076 tỷ
- Q4: giá đã giảm 32 USD/thùng

CHÍNH SÁCH

Nghị định mới dự thảo 2026

- Đầu mối tự quyết giá theo công thức
- Quỹ bình ổn về Bộ Tài chính
- Free float 11,05% sau bán cổ phiếu quỹ

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

1. **LNTT 9T/2026 4.688 tỷ (+67%), LNST mẹ 3.278 tỷ;** 139% kế hoạch năm; doanh thu 373.226 tỷ (+64%).
2. **Nguồn lãi là tồn kho:** giá sản phẩm tăng ~98 USD/thùng trong 9 tháng; LNTT giá phẳng 9T/2026 ước 628 tỷ so với 2.991 tỷ cùng kỳ — CPBH +25% so với sản lượng +11%.
3. **Q4/2026F −679 tỷ** (−2.778 đến 379): giá đã giảm 32 USD/thùng từ 30/09 trên tồn kho 29.664 tỷ. 2026F 2.599 tỷ, 2027F 2.375 tỷ ở giá phẳng.
4. **Dòng tiền kinh doanh 9T âm 2.488 tỷ,** vay ngắn hạn 27.206 tỷ (+47%), tiền và tiền gửi 28.407 tỷ.
5. **Chính sách:** dự thảo nghị định mới (chưa ban hành) cho đầu mối tự quyết giá, đóng quỹ bình ổn tại doanh nghiệp — lợi nhuận định mức thành lãi cạnh tranh, chi phí kinh doanh vẫn định mức; lãi/lỗ tồn kho nhỏ đi nhưng bất đối xứng. Biên gộp 5,8% thấp hơn Circle K (17,9%) chủ yếu vì giá điều hành và gần như chưa có lãi phi xăng dầu.
6. **Định giá:** P/B 1,55x (phân vị 3% từ 2017); giá trị hợp lý 35,5 nghìn đ (+6%); NẮM GIỮ, mua thêm dưới 32,4 nghìn đ.

1 Mô hình kinh doanh: nhà phân phối xăng dầu lớn nhất, lãi định mức mỏng; mỗi quý lãi hay lỗ do giá dầu đi qua hàng tồn kho

- **Chuỗi khép kín từ nhập khẩu đến cửa hàng:** PLX mua xăng dầu từ hai nhà máy lọc dầu trong nước và nhập khẩu, giữ dự trữ lưu thông bắt buộc trong hệ thống kho, tàu, xe téc, rồi bán buôn và bán lẻ. Năm 2025 sản lượng 17,7 triệu m³/tấn (+12%), doanh thu 309.875 tỷ, LNTT 3.643 tỷ.
- **Lãi định mức mỏng, giá do Nhà nước điều hành:** giá bán lẻ theo giá cơ sở gồm giá thế giới bình quân kỳ, thuế phí và chi phí, lợi nhuận định mức. Lãi gộp theo đơn vị ổn định khi giá phẳng; khi giá biến động mạnh, chênh lệch giữa giá vốn tồn kho và giá cơ sở mới tạo lãi/lỗ lớn hơn cả lãi định mức.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** sản lượng (tăng 8–10%/năm theo kế hoạch 2026–2027), lãi gộp đơn vị theo định mức, biến động giá trong quý × lượng tồn kho, CPBH (kho, cửa hàng, vận chuyển, lương) và phần lãi từ các công ty con, liên doanh (dầu nhờn, vận tải, nhiên liệu bay, bảo hiểm).

NGUỒN HÀNG

Hai nhà máy lọc dầu trong nước
Nghi Sơn, Dung Quất (BSR)
Phải trả Nghi Sơn ~11,7 nghìn tỷ, BSR ~8,3 nghìn tỷ (30/09/2026); phần thiếu nhập khẩu theo giá Platts Singapore + phí bảo hiểm (premium) · Trên BCTC: giá vốn, phải trả người bán 41.658 tỷ

Nhập khẩu khi thiếu hàng
premium tăng gấp nhiều lần
Tháng 3/2026 mua tức thời: dầu diesel +35–40 USD/thùng, xăng +12–15 USD/thùng (bình thường 2,5–3 USD) · Trên BCTC: hàng mua đang đi đường

→

KHO, VẬN TẢI, DỰ TRỮ

Hệ thống kho đầu mối và tàu
dự trữ lưu thông bắt buộc
Cuối Q1/2026 dự trữ gần 1 triệu m³/tấn, bằng 1,3 lần mức tối thiểu; vận tải thủy (PG Tanker), bộ (PTC) · Trên BCTC: hàng tồn kho 29.664 tỷ (30/09/2026), CPBH

Tồn kho là nguồn lãi/lỗ lớn nhất
~20–30 ngày bán
Giá tăng: bán hàng giá cũ theo giá cơ sở mới → lãi; giá giảm → lỗ hoặc trích dự phòng · Trên BCTC: dự phòng giảm giá HTK trong giá vốn

→

BÁN BUÔN, BÁN LẺ

17,7 triệu m³/tấn năm 2025
bán lẻ 7,9 triệu (45%)
Nội địa 11,4 triệu, quốc tế 5,8 triệu, tái xuất 0,5 triệu; kế hoạch 2026 19,44 triệu (+10%), 9T/2026 +11% · Trên BCTC: doanh thu bán hàng

Giá bán theo giá cơ sở
Nhà nước điều hành
Giá cơ sở = giá Platts bình quân kỳ + premium + thuế, phí + chi phí kinh doanh định mức + lợi nhuận định mức; dự thảo đóng quỹ bình ổn tại doanh nghiệp · Trên BCTC: quỹ bình ổn giá 770 tỷ

→

100 ĐỒNG DOANH THU 9T/2026

Giá vốn hàng bán	95,0
CPBH (kho, cửa hàng, vận chuyển)	3,5
QLDN	0,3
Tài chính, liên doanh, khác	0,1
LNTT	1,3

Khoảng 95 đồng là giá vốn xăng dầu. Phần còn lại ~5 đồng phải trả kho, cửa hàng, vận chuyển; lợi nhuận chỉ ~1,3 đồng nên ±1% giá vốn đã bằng toàn bộ lợi nhuận — đó là vì sao giá dầu quyết định từng quý.

Nguồn: BCTN 2025, BCTC hợp nhất PLX đến Q3/2026, tài liệu ĐHĐCĐ 2026, giải trình KQKD Q1/2026 của PLX; AAS tính.

Báo cáo bộ phận: lãi của khối xăng dầu dao động mạnh theo giá dầu (−696 tỷ năm 2022 đến 2.035 tỷ năm 2024); các mảng khác ổn định 0,6–0,9 nghìn tỷ

LN từ HĐKD trước tài chính (tỷ)	2021	2022	2023	2024	2025
Xăng dầu: công ty mẹ + công ty xăng dầu thành viên	1.576	−696	953	2.035	1.382
Xăng dầu: công ty con khác (nhiên liệu bay, Singapore, Lào...)	367	767	512	249	513

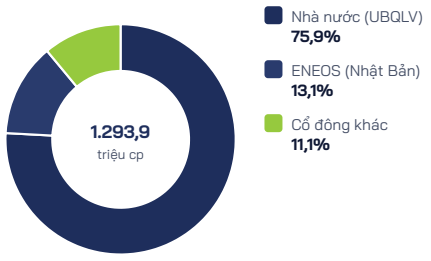
LN từ HĐKD trước tài chính (tỷ)	2021	2022	2023	2024	2025
Hóa dầu (PLC)	205	338	221	140	142
Gas (PGC)	129	135	116	107	108
Vận tải (PG Tanker, PTC)	86	335	245	315	351
Hàng hóa, dịch vụ khác	132	133	23	36	44
Loại trừ nội bộ, điều chỉnh hợp nhất	289	−16	104	−90	−87
Cộng	**2.784**	**997**	**2.175**	**2.793**	**2.453**
Lãi liên doanh dầu nhờn Castrol BP Petco (35%)	300	437	415	401	437
Lãi liên kết PJICO (41%)	144	83	94	95	101

Nguồn: thuyết minh báo cáo bộ phận và phần lãi liên doanh, liên kết của BCTC hợp nhất kiểm toán 2021–2025 (năm 2023 lấy từ cột so sánh của BCTC 2024).

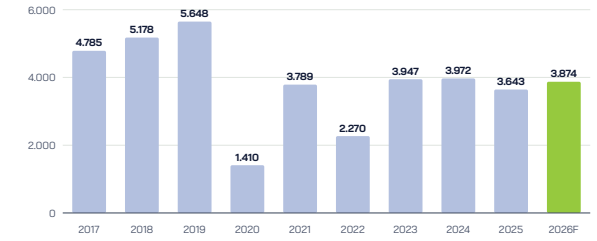
- **Khối xăng dầu thành viên** (công ty mẹ và 43 công ty xăng dầu tỉnh, thành) chiếm ~60% doanh thu trước loại trừ và gánh toàn bộ rủi ro tồn kho: năm 2022 giá dầu đảo chiều mạnh làm khối này lỗ 696 tỷ trong khi các khối khác vẫn lãi. Năm 2025 lãi 1.382 tỷ, thấp hơn 2024 (2.035 tỷ) dù doanh thu tương đương.
- **Phần ngoài xăng dầu** (hóa dầu, gas, vận tải, khác) cộng liên doanh Castrol và PJICO đóng góp khoảng 1,1–1,4 nghìn tỷ mỗi năm — nền lợi nhuận không phụ thuộc giá dầu.

Cổ đông: Nhà nước 75,87%, ENEOS 13,08%, cổ đông khác 11,05%

Cơ cấu cổ đông sau bán cổ phiếu quỹ (09/2026) — % vốn



LNTT theo năm 2017–2026F — tỷ đồng



Nguồn: tài liệu ĐHĐCĐ 2026 và công bố thông tin 16/09/2026 của PLX; room khối ngoại từ kho AAS (13/11/2026); BCTC kiểm toán các năm; AAS dự báo 2026.

- **Đã bán hết 23,29 triệu cổ phiếu quỹ (09/2026), free float lên 11,05%:** giá bình quân 36.252 đ, thu ~844 tỷ, ghi thẳng vốn chủ (thặng dư vốn +610 tỷ), không qua lợi nhuận; PLX đáp ứng lại điều kiện công ty đại chúng. Cung cổ phiếu còn lại là phần Nhà nước thoái vốn, chưa có lộ trình. Khối ngoại ~14,4%, **trong đó ENEOS 13,08%**; nhà đầu tư nước ngoài khác chỉ ~1,3%, room còn 72,3 triệu cp.
- **Vốn điều lệ 12.939 tỷ không đổi gần 10 năm;** cổ tức tiền mặt: 2021 12%, 2022 12%, 2023 7%, 2024 15%, 2025 12% (trả 08/2026); kế hoạch 2026 10%.

2 Cơ chế giá và tồn kho: năm 2026 giá dầu lên xuống 30–80 USD/thùng mỗi quý, tạo ra phần lớn lãi lỗ của PLX

Giá cơ sở = giá Platts Singapore bình quân kỳ điều hành + premium + thuế, phí + chi phí kinh doanh định mức + lợi nhuận định mức (± Quỹ bình ổn).
LN gộp ≈ sản lượng × lãi gộp định mức + lượng tồn kho × (giá cơ sở mới − giá vốn tồn kho) − Δ dự phòng giảm giá tồn kho.

- **Q1/2026 — mua đỉnh, trích dự phòng:** chiến sự Trung Đông từ 28/02/2026 đẩy giá diesel lên 192 USD/thùng bình quân tháng 3 (đỉnh 292 USD ngày 02/04). PLX nhập tức thời với premium gấp nhiều lần để giữ nguồn cung, tồn kho giá gốc 36,3 nghìn tỷ; giá giảm mạnh đầu tháng 4 nên trích dự phòng 6.512 tỷ → lỗ 763 tỷ (mảng xăng dầu lỗ 930 tỷ, các mảng khác lãi +15%).
- **Q2/2026 — hoàn nhập:** hàng giá cao bán ra, dự phòng hoàn nhập 6.076 tỷ vào giá vốn → LN gộp báo cáo 7.554 tỷ, LNST mẹ 2.800 tỷ. Gộp hai quý, LN gộp 11.255 tỷ so với 8.860 tỷ 6T/2025.
- **Q3/2026 — giá lên lại:** Brent bình quân ~95 USD (cùng kỳ ~68 USD), giá sản phẩm cuối quý 179,5 USD/thùng (+46 USD trong quý); sản lượng +18% → LNTT 1.790 tỷ (+122%).
- **Q4/2026 — giá đang giảm:** đến 13/11/2026 giá sản phẩm còn 147,9 USD/thùng (−31,6 USD so với 30/09), Brent 95,8 USD; tồn kho cuối Q3 29.664 tỷ (gấp 2,1 lần đầu năm). Đây là rủi ro lớn nhất của quý 4.

Quý	Giá SP cuối quý (USD/thùng)	ΔP trong quý (USD)	Tồn kho cuối quý (tỷ)	Dự phòng HTK cuối quý (tỷ)	Δ dự phòng vào giá vốn (tỷ)	LN gộp báo cáo (tỷ)	LN gộp giá phẳng (tỷ)
Q1/25	96,6	+5,2	16.012	−334	−261	3.712	3.754
Q2/25	93,5	−3,1	17.005	−216	+118	5.148	5.164
Q3/25	91,2	−2,3	16.852	−235	−19	4.499	4.620
Q4/25	81,2	−10,0	14.032	−170	+65	4.754	5.124
Q1/26	**158,8**	**+77,6**	**36.266**	**−6.512**	**−6.342**	**3.701**	**6.676**
Q2/26	**133,6**	**−25,2**	**20.512**	**−437**	**+6.076**	**7.554**	**2.579**
Q3/26	**179,5**	**+45,9**	**29.664**	**−369**	**+68**	**7.303**	**5.243**

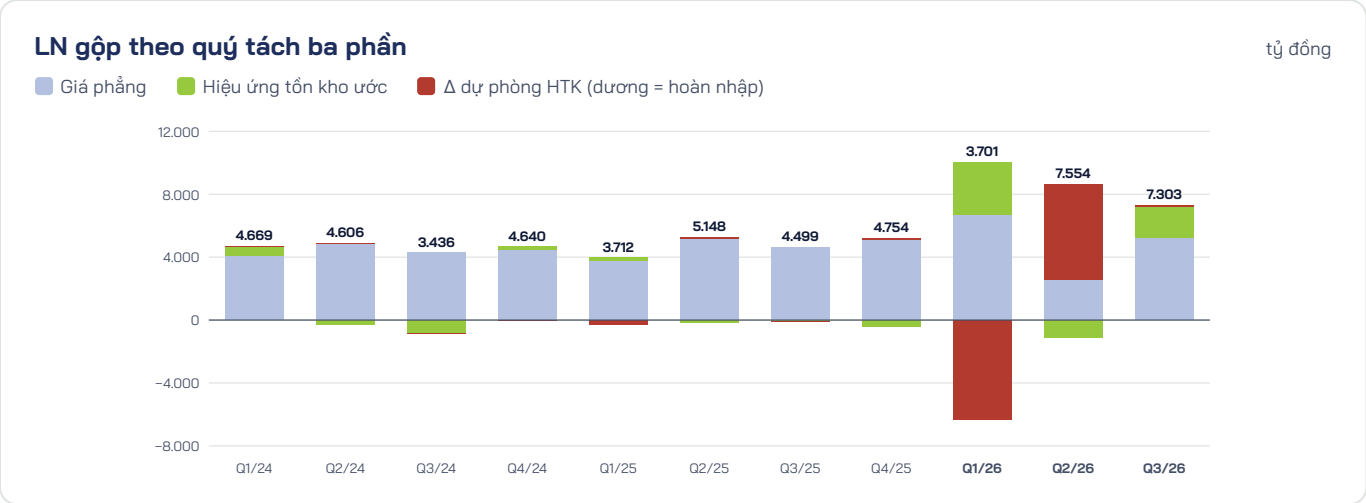
Nguồn: BCTC PLX; giá sản phẩm = 0,45 xăng RBOB + 0,55 dầu sưởi NY (đại diện, không phải Platts Singapore); AAS tính. Δ dự phòng dương = hoàn nhập. LN gộp giá phẳng = LN gộp báo cáo + trích dự phòng − hiệu ứng tồn kho ước.

Các khoản đặc biệt trong giá vốn 2026

Tỷ đồng	Q1/26	Q2/26	Q3/26	9T/2026
Trích (+) / hoàn nhập (−) dự phòng giảm giá HTK	+6.322	−6.074	−66	+182
Ghi giảm giá vốn do chi Quỹ bình ổn (Q2: điều chỉnh lại)	−2.015	+588	−2.029	−3.457
Chi phí vượt mức bình thường tính thẳng giá vốn	0	0	+1.136	+1.136
Hàng tồn kho mất mát, hao hụt trong kỳ	+100	+222	+212	+534
Số dư Quỹ bình ổn cuối kỳ	1.074	1.662	770	770 (đầu năm 3.088)

Nguồn: thuyết minh chi tiết KQKD giữa niên độ (lũy kế) trong BCTC hợp nhất quý 1, 2, 3/2026; BCĐKT (Quỹ bình ổn); AAS tính số quý = hiệu hai mốc lũy kế.

- **Chi Quỹ bình ổn đi thẳng vào giá vốn:** theo chính sách kế toán (Thông tư 103/2021), khoản trích quỹ nằm trong giá bán và ghi tăng giá vốn, khoản chi quỹ ghi giảm giá vốn. Q1/2026 chi 2.015 tỷ — khớp mức giảm số dư quỹ 2.014 tỷ; cả năm đến 30/09 quỹ giảm từ 3.088 xuống 770 tỷ. Khoản này làm giá bán thấp hơn tương ứng nên trung tính với LN gộp.
- **Q3/2026 có 1.136 tỷ chi phí vượt mức bình thường tính thẳng vào giá vốn** đi cùng khoản ghi giảm giá vốn lớn hơn mức giảm của quỹ (2.029 so với 892 tỷ); thuyết minh không giải thích, AAS coi hai khoản bù trừ nhau và chờ BCTC năm.



Nguồn: AAS tính; hiệu ứng tồn kho = 1,66 tỷ đ × biến động giá sản phẩm trong quý (nghìn đ/thùng).

- **Chính sách đang đổi:** dự thảo nghị định thay NĐ 83/2014 (bản 20/07/2026, Tờ trình 8153/TTr-BCT 08/10/2026; hạn trình Chính phủ 10/11/2026, chưa ban hành) cho đầu mối tự quyết giá theo công thức: giá mua, chi phí tạo nguồn, lợi nhuận do doanh nghiệp tự xác định; chi phí kinh doanh định mức vẫn do Bộ Công Thương công bố. Quỹ bình ổn tại doanh nghiệp đóng lại, số dư nộp về tài khoản quỹ của Bộ Tài chính. Nếu ban hành, PLX chuyển giá nhanh hơn — giảm lỗ tồn kho khi giá giảm nhưng cũng giảm lãi khi giá tăng.

3 Chính sách: nghị định mới chuyển PLX từ lãi định mức sang lãi cạnh tranh; thuế đổi làm doanh thu đổi nhưng không đổi lãi gộp

Cơ chế giá: từ Nhà nước điều hành theo chu kỳ sang doanh nghiệp tự quyết

	NĐ 83/2014	NĐ 95/2021	NĐ 80/2023 (đang áp dụng)	Dự thảo thay NĐ 83 (bản 20/07/2026)
Ai định giá	Liên Bộ Công Thương – Tài chính	Liên Bộ	Liên Bộ công bố giá cơ sở	**Đầu mối tự quyết** theo công thức; công bố trước khi đổi giá, kê khai trong 1 ngày làm việc
Chu kỳ điều chỉnh	15 ngày	10 ngày	7 ngày (thứ Năm)	không quy định chu kỳ; đầu mối công bố mỗi lần điều chỉnh
Giá đầu vào trong công thức	bình quân Platts kỳ trước	bình quân Platts kỳ trước	bình quân Platts 7 ngày	giá mua, chi phí tạo nguồn thực tế của doanh nghiệp
Chi phí, lợi nhuận	định mức	định mức	định mức (cập nhật định kỳ)	chi phí KD **vẫn định mức** (Bộ Công Thương công bố, chỉnh theo CPI, rà 3 năm/lần); **lợi nhuận tự xác định**
Quỹ bình ổn	có, dùng nhiều	có	có; 2026 chi mạnh Q1, trích lại từ 09/2026	**đóng quỹ tại doanh nghiệp**, số dư nộp tài khoản Bộ Tài chính; quỹ (nếu có) chỉ là biện pháp bình ổn có thời hạn
Độ trễ giá bán so với giá vốn tồn kho	lớn (~15–25 ngày)	vừa	nhỏ (~5–7 ngày)	gần 0 nếu định giá theo lô; giá vẫn bị kéo theo giá thay thế khi cạnh tranh

Nguồn: NĐ 83/2014, 95/2021, 80/2023/NĐ-CP; dự thảo bản 20/07/2026, Tờ trình 8153/TTr-BCT (08/10/2026), CV 10747/VPCP-CN (21/10/2026) yêu cầu trình trước 10/11/2026 — chưa ban hành đến 17/11/2026; AAS tổng hợp.

- **Tác động 1 — lãi định mức thành lãi cạnh tranh:** hiện PLX được tính chi phí kinh doanh và lợi nhuận định mức vào giá cơ sở, nên lãi gộp đơn vị gần như được bảo đảm. Theo dự thảo, đầu mối tự xác định giá mua, chi phí tạo nguồn và lợi nhuận; chi phí kinh doanh định mức vẫn do Nhà nước công bố nên phần chi phí lưu thông vẫn được bảo đảm, chỉ lợi nhuận chuyển sang cạnh tranh. PLX có chi phí đơn vị thấp hơn nhờ hệ thống kho đầu mối, đường ống, tàu, xe lớn nhất nước và ~50% thị phần → có thể giữ biên ở mức cao hơn đối thủ nhỏ hoặc giành thị phần; rủi ro là chiến tranh giá ở khu vực đô thị.

- **Tác động 2 — chuyển giá nhanh:** doanh nghiệp được điều chỉnh khi lô hàng mới về, không chờ thứ Năm; giảm phần lãi/lỗ do giá bán đi sau giá vốn. Q1/2026 (giá tăng vọt trong khi kỳ điều hành chậm, phải mua tức thời premium 35–40 USD/thùng) sẽ ít lỗ hơn nếu cơ chế mới đã áp dụng.
- **Tác động 3 — mở rộng phân phối:** đại lý, nhượng quyền gộp thành "thương nhân phân phối", bỏ giấy xác nhận, chuyển sang hậu kiểm → nhiều người bán lẻ hơn, nhưng họ vẫn mua buôn từ đầu mối. PLX bán buôn cho hệ thống ~2.800 cửa hàng đại lý/nhượng quyền nên mất ít, còn chiết khấu bán buôn có thể bị ép.
- **Tác động 4 — dự trữ lưu thông vẫn bắt buộc:** đầu mối phải giữ tối thiểu 20 ngày cung ứng; điều kiện đầu mối nâng lên (kho sở hữu ≥ 15.000 m³, ≥ 10 cửa hàng sở hữu, tổng nguồn ≥ 100.000 m³/năm) gây sức ép lên đầu mối nhỏ, không phải PLX; nên rủi ro giá trên lượng tồn kho lớn (và chi phí vốn của nó: lãi vay 9T/2026 679 tỷ) không biến mất; khác biệt là doanh nghiệp được tính chi phí này vào giá.
- **Lượng hóa:** mỗi +100 đ/lít lãi gộp trên sản lượng nội địa 11,37 triệu m³ ≈ +1.137 tỷ LN gộp, ≈ +909 tỷ LNST/năm (~+38% LNST 2027F cơ sở). Lãi gộp bình quân 2025 ~1.023 đ/đơn vị. AAS chưa đưa tác động này vào kịch bản cơ sở vì nghị định chưa ban hành.

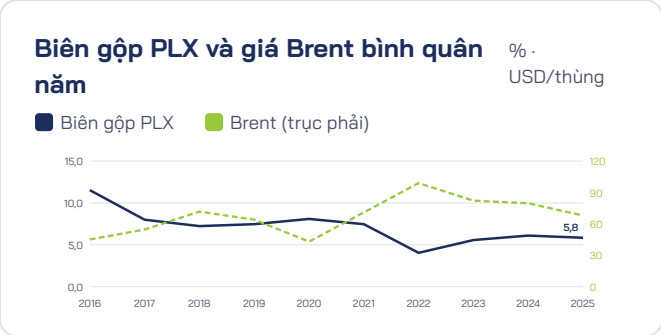
Thuế và Quỹ bình ổn: đổi doanh thu, không đổi lãi gộp — trừ khi đổi đột ngột lúc đang tồn kho lớn

Khoản thuế, quỹ (2026)	Mức	Có trong doanh thu PLX?	Ảnh hưởng LN gộp	Ước quy mô năm (PLX, nội địa)
Thuế bảo vệ môi trường	xăng 2.000 đ/l; diesel 1.000 đ/l (NQ 109/2025, năm 2026); 0 đ từ 26/03–15/04/2026	có (thu hộ, nằm trong giá bán và giá vốn)	trung tính nếu giá cơ sở đổi cùng lúc; lỗ nếu tồn kho đã nộp thuế cũ	~16 nghìn tỷ
Thuế tiêu thụ đặc biệt	xăng 10% (E5 8%); 0% từ 26/03–15/04/2026	có	trung tính, như trên	~7–8 nghìn tỷ
Thuế GTGT	10% (không kê khai nộp 26/03–15/04/2026)	không (doanh thu thuần chưa VAT)	không	–
Quỹ bình ổn giá	trích/chi theo kỳ điều hành; dự thảo đóng quỹ tại doanh nghiệp, nộp số dư về tài khoản quỹ của Bộ Tài chính	có: giá bán gồm khoản trích; trích ghi tăng, chi ghi giảm giá vốn	trung tính; 2026 chi ~2,3 nghìn tỷ	số dư 30/09/2026: 770 tỷ (đầu năm 3.088)

Nguồn: NQ 109/2025/UBTVQH15; QĐ 482/QĐ-TTg (26/03/2026); BCĐKT PLX 30/09/2026; AAS ước theo sản lượng nội địa 2025 (xăng ~45%, dầu ~55%).

- **Thuế BVMT, TTĐB là khoản thu hộ nằm trong giá:** giảm thuế làm doanh thu và giá vốn cùng giảm, LN gộp tính bằng đồng gần như không đổi nên biên gộp % tăng cơ học. Đợt về 0 đồng 26/03–15/04/2026 làm doanh thu giảm ~0,8–1 nghìn tỷ trong 20 ngày nhưng không phải lãi.
- **Rủi ro khi thuế đổi đột ngột:** hàng nhập đã nộp thuế ở khâu nhập khẩu nằm trong tồn kho; nếu giá bán hạ ngay theo thuế mới mà phần thuế đã nộp không được hoàn kịp, chênh lệch vào giá vốn. Từ 01/01/2027 thuế BVMT về mức NQ 579/2018 (xăng 4.000 đ/l) nếu không gia hạn: doanh thu tăng, lãi gộp không đổi, nhưng nhu cầu có thể chậm lại.
- **Đóng Quỹ bình ổn tại doanh nghiệp:** quỹ là tiền của người tiêu dùng do đầu mối giữ hộ (số dư ghi nợ phải trả). Khoản trích nằm trong giá bán và ghi tăng giá vốn, khoản chi ghi giảm giá vốn — doanh thu và giá vốn cùng đổi, LN gộp không đổi. Đóng quỹ → doanh thu bớt phần trích (khi đang trích), PLX nộp số dư dương (~770 tỷ tại 30/09) vào tài khoản quỹ do Bộ Tài chính mở tại Kho bạc: giảm tiền, không ảnh hưởng LNST. Gián tiếp: không còn "đệm" giá, giá bán biến động theo thế giới sát hơn, nhu cầu nhạy giá hơn. Trong khi chờ nghị định, liên Bộ vẫn điều hành theo NĐ 80/2023: kỳ 12/11/2026 trích quỹ 600 đ/lít xăng E5, E10, không trích dầu diesel (CV 9589/BCT-TTTN).

Biến thiên lợi nhuận theo tồn kho sẽ đổi ra sao



Nguồn: BCTC PLX; Brent bình quân năm (ICE); AAS tính.

- **Biên % là ảo ảnh của mặt bằng giá:** lãi gộp tính bằng đồng/lít gần cố định, nên biên % cao khi dầu rẻ (2016: Brent 45 USD → 11,5%) và thấp khi dầu đắt (2022: 99 USD → 4,1%).
- **Cơ chế điều hành theo kỳ (15 → 10 ngày, 7 ngày từ 11/2023; có Quỹ bình ổn)** làm phẳng giá bán nên lãi/lỗ tồn kho 2016–2025 nhỏ; **năm 2026** (chu kỳ 7 ngày, quỹ gần cạn, cú sốc lớn) lãi/lỗ tồn kho lộ rõ.

- **Cơ chế mới — biên độ nhỏ hơn nhưng bất đối xứng:** nếu định giá theo lô, phần lãi/lỗ do giá bán đi sau giá vốn gần như mất; hệ số tồn kho của PLX sẽ giảm. Nhưng khi giá giảm, đối thủ có lô hàng rẻ mới về sẽ hạ giá, buộc PLX bán hàng dự trữ giá cao theo giá thị trường → vẫn lỗ; khi giá tăng, đối thủ còn hàng cũ giá thấp giữ giá, PLX khó thu đủ lãi. Lợi nhuận ổn định hơn, nhưng phần lãi tồn kho "thuận chiều" như 2026 khó lặp lại.
- **Hệ quả cho định giá:** lợi nhuận bớt phụ thuộc giá dầu, phụ thuộc nhiều hơn vào chi phí đơn vị và thị phần — thuận lợi cho đầu mối lớn nhất có hạ tầng kho, nếu PLX kiểm soát được CPBH.

4 Lợi thế cạnh tranh: hạ tầng và thị phần ~50% là rào cản lớn; biên gộp thấp vì giá điều hành và gần như không có lãi phi xăng dầu

Sản phẩm, mạng lưới, thị phần

- **Cơ cấu sản phẩm:** xăng (RON95, E5 RON92), dầu diesel, dầu hỏa, mazut; nhiên liệu bay (Tapetco); dầu nhờn (PLC và liên doanh Castrol BP Petco); gas hóa lỏng (PGC); nhựa đường, hóa chất (PLC); dịch vụ vận tải thủy, bộ, bảo hiểm (PJICO, công ty liên kết 41%), xây lắp.
- **Mạng lưới:** 2.831 cửa hàng xăng dầu trực thuộc (thêm 76 năm 2025, nâng cấp 280, đổi nhận diện 183) và ~2.800 cửa hàng đại lý, tổng đại lý, nhượng quyền — trên tổng ~17.000 cửa hàng cả nước; nhiều vị trí mặt tiền quốc lộ, đô thị lâu năm. Bán lẻ 7,92 triệu m^3/tấn (45% sản lượng 2025).
- **Thị phần ~50% nội địa** (PVOIL thứ hai ~23%, 838 cửa hàng). Rào cản gia nhập: giấy phép đầu mối đòi hệ thống kho, cầu cảng, dự trữ bắt buộc; vốn lưu động lớn (tồn kho 29.664 tỷ); nguồn hàng hai nhà máy lọc dầu ưu tiên đầu mối lớn.
- **Phi xăng dầu còn sơ khai:** Ohmee Express (chuỗi Meiyijia, Trung Quốc) mở 2 cửa hàng tiện lợi đầu tiên trong cây xăng Petrolimex ở Hà Nội ngày 05/09/2026; PLX trúng 9 cặp trạm dừng nghỉ cao tốc Bắc – Nam (2025); thành lập công ty pin và xe điện (05/2026). Rửa xe, trạm sạc: chưa có số liệu công bố.

So sánh biên gộp với hai tập đoàn khu vực và quốc tế

Chỉ tiêu (năm gần nhất)	PLX (Việt Nam, 2025)	PTT OR (Thái Lan, 2025)	Couche-Tard / Circle K (FY 04/2025)
Doanh thu	310 nghìn tỷ đ (~11,9 tỷ USD)	658,7 tỷ baht (~20 tỷ USD)	72,9 tỷ USD
Biên gộp toàn công ty	5,8%	5,6%	17,9%
Biên gộp nhiên liệu	~5,8% (gần như toàn bộ là xăng dầu)	~5% (Mobility)	11,9% (6,42/53,90 tỷ USD)
Lãi gộp nhiên liệu/lít	~1.023 đ ≈ 3,9 US cent (bình quân mọi kênh)	–	Mỹ 45,4 cent/gallon ≈ 12,0 cent/lít; châu Âu 9,6 cent/lít
Phi nhiên liệu	chưa tách; liên doanh dầu nhờn, gas, bảo hiểm	Lifestyle (Café Amazon…) 3,8% doanh thu, 34,5% EBITDA	hàng tiện lợi 25% doanh thu, 49% lãi gộp; biên 34,8%
Mạng lưới	2.831 cửa hàng trực thuộc + ~2.800 đại lý, nhượng quyền	~2.900 trạm PTT	16.951 điểm (14.477 tự vận hành)

Chỉ tiêu (năm gần nhất)	PLX (Việt Nam, 2025)	PTT OR (Thái Lan, 2025)	Couche-Tard / Circle K (FY 04/2025)
Định giá bán	Nhà nước điều hành (dự thảo: tự quyết)	thị trường, có trần mềm	tự do

Nguồn: BCTC, BCTN 2025 của PLX; báo cáo năm 2025 của PTT OR; báo cáo năm tài chính 2025 của Couche-Tard; AAS quy đổi theo tỷ giá bình quân 2025.

- **Vì sao Circle K có biên nhiên liệu ~12%:** (1) định giá tự do, lãi ~12 cent/lít gấp ~3 lần PLX; (2) gần như chỉ bán lẻ, không bán buôn, không tái xuất; (3) hàng tiện lợi biên 34,8% đóng góp nửa lãi gộp. PTT OR — cùng mô hình đầu mối nhà nước như PLX — chỉ 5,6%, nhưng nhờ Café Amazon, mảng Lifestyle chiếm 34,5% EBITDA với 3,8% doanh thu.
- **Năm đòn bẩy nâng biên của PLX:** (1) nghị định mới cho tự quyết giá → định giá theo vị trí, dịch vụ; (2) tăng tỷ trọng bán lẻ trực tiếp (45% hiện nay) so với bán buôn, tái xuất biên thấp; (3) sản phẩm cao cấp (RON95 phụ gia, dầu nhờn thương hiệu); (4) phi xăng dầu: tiện lợi, cà phê, trạm dừng nghỉ cao tốc, sạc/đổi pin — mô hình OR cho thấy 3–4% doanh thu có thể tạo 1/3 EBITDA; (5) giảm CPBH/lít bằng tự động hóa, số hóa kho và logistics.
- **Thực tế cần bao nhiêu:** biên gộp 11% trên doanh thu 2025 nghĩa là LN gộp ~34 nghìn tỷ, gấp ~1,9 lần hiện nay — không khả thi trong 2–3 năm. Mục tiêu hợp lý hơn là +100–200 đ/lít lãi gộp xăng dầu (+1.137–2.274 tỷ) và 1–2 nghìn tỷ lãi gộp phi xăng dầu, đưa biên lên ~6,5–7% ở giá dầu ~70 USD.

Rủi ro

- **Tỷ giá:** hàng nhập khẩu thanh toán USD; công thức giá cơ sở đã gồm tỷ giá nên phần lớn được chuyển vào giá, rủi ro chỉ trong khoảng giữa nhận hàng và thanh toán. Năm 2025 lãi tỷ giá thực hiện 491 tỷ, lỗ 419 tỷ — ròng nhỏ.
- **Đứt gãy chuỗi cung ứng:** Nghi Sơn và Dung Quất cung cấp phần lớn nhu cầu; khi một nhà máy bảo dưỡng hoặc eo biển Hormuz gián đoạn (03/2026) PLX phải mua tức thời với premium gấp 10 lần và giữ dự trữ 1,3 lần mức tối thiểu — nghĩa vụ an ninh năng lượng có giá.
- **Chuyển dịch năng lượng:** ô tô điện chiếm ~38% doanh số ô tô mới năm 2025 (VinFast bán 175 nghìn xe); Hà Nội thí điểm vùng phát thải thấp từ 01/07/2026 nhưng chỉ ở lõi phường Hoàn Kiếm, chưa cấm xe máy xăng cá nhân; mở rộng sang Cửa Nam từ 2027 (cấm xe công nghệ chạy xăng) và ra toàn Vành đai 1 từ 01/01/2028 (xe máy xăng không đạt chuẩn khí thải mức 3). Tác động lên sản lượng còn chậm vì đội xe máy xăng rất lớn, nhưng tăng trưởng xăng dài hạn sẽ dưới mức 7%/năm PLX đặt cho 2026–2030; dầu diesel (vận tải, công nghiệp) ít bị ảnh hưởng hơn.
- **Pháp lý, sở hữu:** sau khi bán hết cổ phiếu quỹ (09/2026), free float 11,05% > 10%, PLX đáp ứng lại điều kiện công ty đại chúng; phương án Nhà nước thoái vốn chưa có thời điểm.

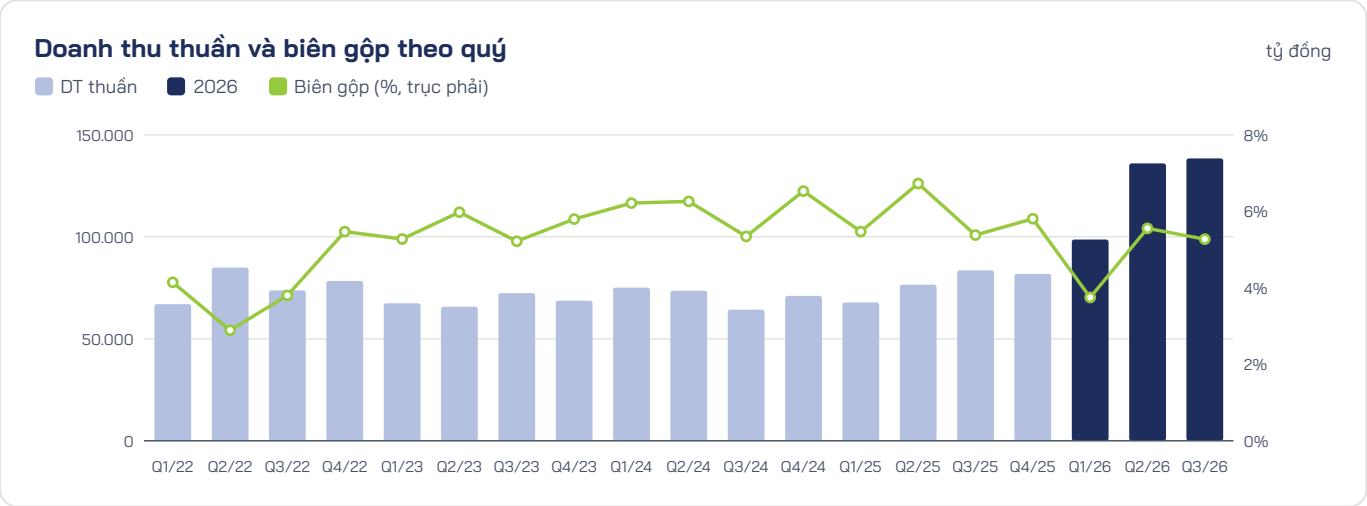
Nguồn: BCTC, giải trình KQKD, tài liệu ĐHĐCĐ của PLX; thông tin công khai về thị trường ô tô điện và chính sách của Hà Nội; AAS tổng hợp.

5 Kết quả kinh doanh: LNTT 9T/2026 4.688 tỷ (+67%), vượt kế hoạch năm 39%, nhưng chi phí bán hàng tăng nhanh hơn sản lượng

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	169.113	304.080	274.253	284.017	309.875	228.031	373.226	+64%
LN gộp	**12.706**	**12.322**	**15.252**	**17.351**	**18.113**	**13.359**	**18.558**	**+39%**
trong đó Δ dự phòng HTK	−202	156	22	−28	−97	−162	−198	n/m
LN gộp trước khấu hao	**14.047**	**13.559**	**16.487**	**18.484**	**19.250**	**13.998**	**19.154**	**+37%**
Biên gộp trước khấu hao	8,3%	4,5%	6,0%	6,5%	6,2%	6,1%	5,1%	−1,01 điểm
CPBH trừ khấu hao	−8.284	−9.615	−11.209	−12.505	−13.335	−9.662	−12.186	n/m
QLDN trừ khấu hao	−748	−791	−910	−1.009	−1.159	−864	−1.088	n/m
EBITDA	**5.015**	**3.153**	**4.368**	**4.970**	**4.756**	**3.472**	**5.880**	**+69%**
Khấu hao	−2.248	−2.168	−2.185	−2.177	−2.303	−1.510	−1.600	n/m

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
EBIT	**2.767**	**985**	**2.183**	**2.793**	**2.453**	**1.962**	**4.280**	**+118%**
Tài chính thuần	163	242	1.019	439	547	386	−56	n/m
Lãi liên doanh, liên kết	568	700	600	528	576	396	418	+5%
Thu nhập khác ròng	283	334	130	212	67	68	47	−31%
LNTT	**3.781**	**2.260**	**3.932**	**3.972**	**3.643**	**2.812**	**4.688**	**+67%**
Thuế TNDN	−670	−348	−880	−811	−617	−471	−936	n/m
Cổ đông không kiểm soát	−282	−429	−240	−271	−351	−231	−475	n/m
LNST cổ đông mẹ	**2.830**	**1.483**	**2.812**	**2.890**	**2.675**	**2.111**	**3.278**	**+55%**
LNTT giá phẳng (ước)	2.639	1.073	4.927	4.315	4.192	2.991	628	−79%

Nguồn: BCTC hợp nhất PLX (năm: kiểm toán; quý: BCTC quý), AAS tính. Khấu hao tách theo thuyết minh CPBH, QLDN (bảng dưới). LNTT giá phẳng: bỏ Δ dự phòng HTK và hiệu ứng tồn kho ước.



Nguồn: BCTC quý PLX; AAS tính. Q1/2026 biên thấp do trích dự phòng 6.512 tỷ.

- **Doanh thu 9T/2026 +64%:** giá bán tăng theo giá dầu và sản lượng +11% (Q3 +18%); doanh thu 9T bằng 118% kế hoạch năm.
- **CPBH 9T +25%** (Q3/2026 5.271 tỷ, +43%): chi phí kho, vận chuyển, dự trữ tăng theo lượng tồn kho gấp đôi và giá trị hàng hóa; nhanh hơn sản lượng.
- **Lãi vay tăng:** vay ngắn hạn 27.206 tỷ (30/09/2026, +47% so đầu năm) để tài trợ tồn kho; tài chính thuần 9T chỉ −56 tỷ so với 386 tỷ cùng kỳ.
- **Cổ đông không kiểm soát 475 tỷ 9T** (cùng kỳ 231): các công ty con niêm yết (PLC, PGC, PG Tanker, PTC...) lãi ổn định, kể cả khi mảng xăng dầu lỗ; PJICO (41%) và Castrol BP Petco (35%) ghi vào lãi liên doanh, liên kết.

Khấu hao ~2,2–2,3 nghìn tỷ/năm: gần một nửa nằm ở kho, cửa hàng (CPBH), phần còn lại trong giá vốn vận tải, hóa dầu, gas

Tỷ đồng	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Khấu hao TSCĐ theo yếu tố	2.185	2.177	2.303	1.510	1.600
– khấu hao trong CPBH	919	1.013	1.132	849	981
– khấu hao trong QLDN	31	32	34	23	24
= Khấu hao trong giá vốn	**1.235**	**1.132**	**1.137**	**639**	**596**

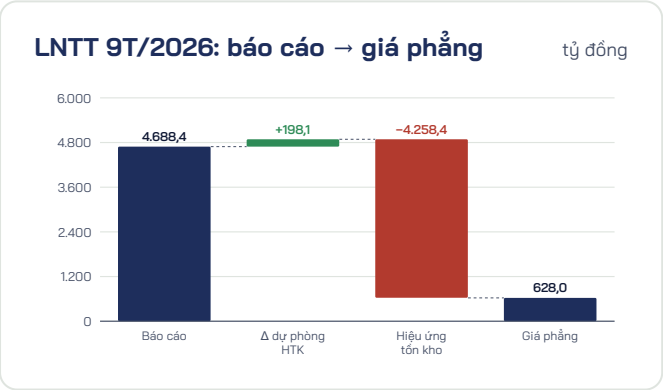
Tỷ đồng	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Chi mua sắm TSCĐ	1.652	1.996	2.662	919	2.372

Nguồn: thuyết minh chi phí theo yếu tố, CPBH, QLDN của BCTC kiểm toán 2023–2025 và BCTC quý 2025–2026 (lũy kế). QLDN quý không tách khấu hao: dùng tỷ lệ năm 1,5%. 9T/2026: khấu hao theo yếu tố 1.600 tỷ, thấp hơn LCTT 1.671 tỷ (−4,2%).

6 Chất lượng lợi nhuận: lãi 2026 đến từ giá dầu đi lên qua tồn kho; ở giá phẳng, lãi lõi không tăng vì chi phí tăng

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
LNTT báo cáo	2.260	3.932	3.972	3.643	2.812	4.688
+ trích (−hoàn nhập) dự phòng HTK	−156	−22	28	97	162	198
− hiệu ứng tồn kho ước	−1.032	1.017	315	452	17	−4.258
LNTT giá phẳng	**1.073**	**4.927**	**4.315**	**4.192**	**2.991**	**628**
CPBH / LN gộp giá phẳng	94%	75%	76%	78%	78%	91%
LCTT kinh doanh	5.092	5.274	2.373	3.990	−1.157	−2.488

Nguồn: BCTC PLX; AAS tính. Hiệu ứng tồn kho ước = 1,66 × Σ biến động giá sản phẩm trong quý (nghìn đ/thùng).



- **Giá sản phẩm tăng ~98 USD/thùng trong 9 tháng** (từ 81 lên 179 USD): hàng tồn kho mua trước bán sau tạo lãi ước ~4.258 tỷ. Dự phòng trích Q1 rồi hoàn nhập Q2 gần triệt tiêu nhau (198 tỷ ròng).
- **Lợi nhuận cao năm 2026 không phải mức nền để định giá:** ngay cả khi phần lãi tồn kho chỉ bằng một phần ba ước tính, LNTT giá phẳng 9T/2026 chỉ tăng ~20% trong khi sản lượng +11%; với ước tính cơ sở thì giảm mạnh.
- **Dòng tiền âm:** LCTT kinh doanh 9T/2026 −2.488 tỷ do tồn kho tăng ~15,6 nghìn tỷ và phải thu tăng (Vietjet ~2,7 nghìn tỷ); bù bằng phải trả nhà máy lọc dầu và vay ngân hàng.

7 Sức khỏe tài chính: tiền ròng thu hẹp còn 1.201 tỷ khi tồn kho gấp đôi; chưa áp lực thanh khoản

Tỷ đồng	31/12/24	30/06/25	31/12/25	30/06/26	30/09/26
Tiền và tiền gửi ngắn hạn	30.037	27.001	28.528	17.812	28.407
Hàng tồn kho (giá gốc)	15.747	17.005	14.032	20.512	29.664
Phải thu khách hàng	12.233	15.821	15.783	19.716	19.037
Phải trả người bán	25.234	27.827	23.980	36.741	41.658
Vay (ngắn + dài hạn)	17.872	21.241	18.694	10.691	27.206
Tiền ròng (tiền − vay)	**12.166**	**5.760**	**9.834**	**7.122**	**1.201**
Vốn chủ sở hữu cổ đông mẹ	26.023	25.051	26.207	25.823	27.955

Nguồn: BCĐKT hợp nhất PLX; AAS tính. Ngoài ra có 5.000 tỷ tiền gửi dài hạn (30/09/2026).

- **Tồn kho 29.664 tỷ, gấp 2,1 lần đầu năm,** chiếm 27% tổng tài sản — vừa là yêu cầu dự trữ an ninh năng lượng, vừa là rủi ro giá trong quý 4. Mỗi 10 USD/thùng giá giảm đến cuối năm ≈ 426 tỷ LN gộp.
- **Vay ngắn hạn 27.206 tỷ** đối ứng tiền và tiền gửi 28.407 tỷ: PLX vay ngắn hạn tài trợ hàng hóa trong khi vẫn giữ tiền gửi; lãi vay 9T/2026 679 tỷ.
- **Phải trả người bán 41.658 tỷ (+74% so đầu năm),** chủ yếu Nghi Sơn và BSR: nhà máy lọc dầu tài trợ một phần vốn lưu động cho PLX.
- **Đầu tư thấp:** chi mua sắm TSCĐ ~2–2,7 nghìn tỷ/năm, bằng khấu hao; kế hoạch 2026 công ty mẹ 1.738 tỷ, đơn vị thành viên 1.405 tỷ; công ty pin, xe điện ra mắt 05/2026 chưa có số liệu.

8 Dự báo: Q4/2026 có thể lỗ ~679 tỷ nếu giá giữ mức hiện tại; năm 2026 ~2.599 tỷ, 2027 ~2.375 tỷ ở giá phẳng

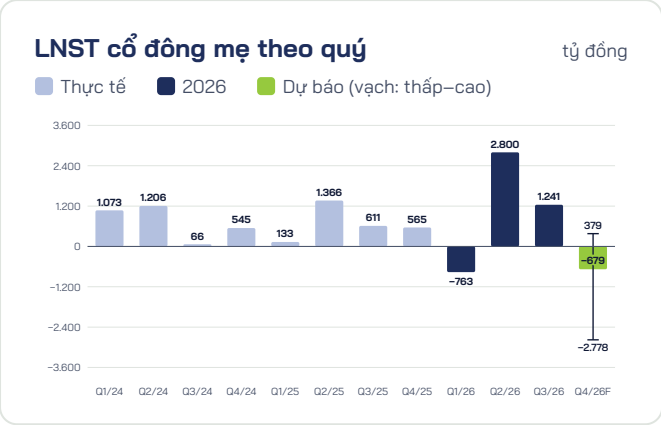
LNST cổ đông mẹ Q4/2026F −679 tỷ (kịch bản −2.778 đến 379 tỷ) so với 565 tỷ cùng kỳ: giá sản phẩm đã giảm 32 USD/thùng từ 30/09 trên lượng tồn kho 29.664 tỷ, trong khi CPBH ở mức cao. **Năm 2026 ~2.599 tỷ** (LNTT 3.874 tỷ, 115% kế hoạch). **Năm 2027 ~2.375 tỷ** (676–3.740) với giả định giá phẳng, sản lượng +9%.

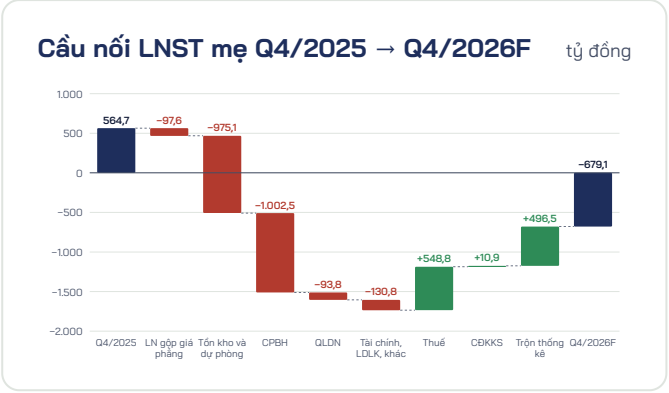
Tỷ đồng	Q4/26 thấp	Q4/26 cơ sở	Q4/26 cao	2027 thấp	2027 cơ sở	2027 cao
LN gộp giá phẳng	4.591	5.026	5.316	20.548	21.281	22.121
Hiệu ứng tồn kho	−1.930	−1.345	−603	−1.000	0	500
Δ dự phòng HTK	−700	0	369	–	–	–
LN gộp	**1.961**	**3.681**	**5.082**	**19.548**	**21.281**	**22.621**
CPBH	−5.150	−4.959	−4.500	−17.466	−17.238	−17.033
QLDN	−430	−400	−380	−1.650	−1.600	−1.550
Tài chính thuần	0	50	100	150	250	350
Liên doanh, liên kết	120	140	160	560	600	640
Khác	20	20	20	100	100	100
LNTT	**−3.479**	**−1.469**	**482**	**1.242**	**3.393**	**5.128**
Thuế TNDN	801	403	17	−136	−559	−898
Cổ đông không kiểm soát	−100	−110	−120	−430	−460	−490
LNST cổ đông mẹ	**−2.778**	**−1.176**	**379**	**676**	**2.375**	**3.740**

Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
LNTT	3.972	3.643	1.209	**3.874**	5.171	1.242	**3.393**	5.128
LNST cổ đông mẹ	**2.890**	**2.675**	**500**	**2.599**	**3.657**	**676**	**2.375**	**3.740**
so năm trước		−7%	−81%	−3%	+37%	−74%	−9%	+44%
EPS (đ, 1.293,9 triệu cp)	2.233	2.068	386	2.008	2.826	522	1.835	2.891
Kế hoạch 2026 (LNTT)				3.380				

Nguồn: BCTC PLX, tài liệu ĐHĐCĐ 2026 (kế hoạch LNTT 3.380 tỷ); AAS dự báo.





Nguồn: AAS tính; các bước trước thuế, riêng thuế và CĐKKS tách dòng.

- **Q4/2026 quyết định bởi giá cuối năm:** mỗi 10 USD/thùng giá sản phẩm ngày 31/12 khác giả định ≈ ±426 tỷ LNTT. Giá phục hồi về mức 30/09 thì Q4 có lãi; giảm thêm thì lỗ sâu hơn và có thể trích dự phòng.
- **2027 ở giá phẳng thấp hơn 2023–2025:** sản lượng +9% nhưng CPBH đã lên mặt bằng mới; mỗi điểm % tỷ lệ CPBH/LN gộp ≈ ±170 tỷ LNST.
- **Ba yếu tố theo dõi:** (1) giá Platts và tồn kho cuối năm; (2) nghị định kinh doanh xăng dầu mới (đã quá hạn trình 10/11/2026, chưa ban hành); (3) lộ trình Nhà nước thoái vốn (cổ phiếu quỹ đã bán hết 09/2026).

Yếu tố hỗ trợ

- **Định giá thấp nhất từ khi niêm yết:** P/B 1,55x (phân vị 3%).
- **Nghị định mới** cho doanh nghiệp tự định giá, chuyển giá nhanh hơn.
- **Sản lượng tăng 8–10%/năm,** các công ty con, liên doanh lãi ổn định.
- **Tiền và tiền gửi** 28.407 tỷ, cổ tức tiền mặt đều.

Rủi ro

- **Giá dầu giảm tiếp** khi tồn kho lớn: lỗ Q4/2026 và dự phòng.
- **CPBH tăng nhanh hơn sản lượng** làm lãi lõi đi xuống.
- **Cung cổ phiếu** khi Nhà nước thoái vốn.
- **Phải thu hàng không** (Vietjet ~2,7 nghìn tỷ) và lãi vay tăng.

9 Định giá: P/B 1,55x thấp nhất lịch sử nhưng ROE cũng thấp; giá trị hợp lý 35,5 nghìn đ (+6%)

Chỉ số (13/11/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2017	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại (từ 2017)	z (3 năm)
P/E (LNST mẹ 4 quý đến Q3/2026)	11,3x	19,3x	17,1x	5%	−1,17
P/B (vốn chủ mẹ 30/09/2026)	1,55x	2,67x	1,85x	3%	−0,94
Vốn hóa (tỷ đ)	43.345				
Giá trị sổ sách/cp (đ)	21.606				

Nguồn: kho AAS (giá, BCTC); AAS tính. Phân vị và z trên chuỗi ngày dùng BCTC sau 45 ngày; P/E, P/B hiện tại tính trên BCTC Q3/2026.

Phương pháp	Bội số	Cơ sở	Giá trị (nghìn đ/cp)
P/E × EPS chuẩn hóa	17,1x	trung vị P/E 3 năm; EPS 1.997 đ = bình quân LNST mẹ 2027F cơ sở và 2023–2025 (không dùng lãi tồn kho 2026)	34,1
P/B × BVPS cuối 2026F	1,75x	tứ phân vị dưới P/B 3 năm; ROE 2027F ~8,7%; BVPS 21.081 đ	36,9
Giá trị hợp lý (bình quân)		**so với giá 33,5 nghìn đ: +6%**	**35,5**

Nguồn: AAS tính.

- **P/E hiện tại 11,3x là ảo:** LNST 4 quý gần nhất 3.842 tỷ gồm lãi tồn kho ~4,3 nghìn tỷ trước thuế; nếu Q4/2026 lỗ như dự báo, P/E 4 quý sẽ lên ~17x.
- **P/B giảm dần theo ROE:** P/B trung vị từ 2017 là 2,67x khi ROE ~15–18%; 3 năm gần đây 1,85x khi ROE ~10%; ROE 2027F ~9%. AAS dùng tứ phân vị dưới 3 năm 1,75x.
- **Mua và giữ PLX từ khi niêm yết gần như không sinh lời** (gồm cổ tức, +0,2%/năm): giá cổ phiếu đi theo ROE giảm dần, không theo doanh thu.

Mức P/B	Lợi suất 250 phiên sau (bình quân)	Trung vị	Số phiên
1,2–1,4x	+37%	+36%	3
1,4–1,6x	+26%	+25%	18
1,6–1,8x	+15%	+17%	233
1,8–2,2x	+9%	+4%	581
> 2,2x	−7%	−6%	1.304

Nguồn: AAS tính trên dữ liệu 04/2017–11/2026.

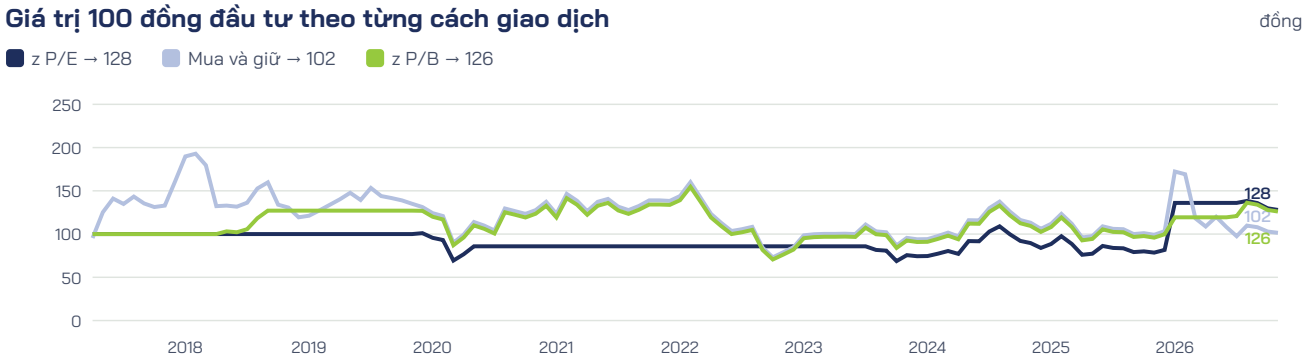
Giá (nghìn đ)	P/B tương ứng	Hành động
< 32,4	< 1,5x	TÍCH LŨY: vùng P/B thấp nhất từ khi niêm yết; P/B 1,4–1,6x lịch sử cho lợi suất 250 phiên bình quân +26% (chỉ 18 phiên quan sát)
32,4 – 38,9	1,5 – 1,8x	NẮM GIỮ / MUA THÊM KHI GIÁ VỀ ĐẦU DƯỚI: P/B 1,6–1,8x lịch sử +15%
38,9 – 45,4	1,8 – 2,1x	CHỐT LỜI TỪNG PHẦN: P/B 1,8–2,2x lịch sử +9%, trung vị +4%
> 45,4	> 2,1x	RỦI RO CAO: P/B trên 2,2x lịch sử −7%

Nguồn: AAS tính theo BVPS mẹ 30/09/2026 21.606 đ.

10 Giao dịch: tín hiệu định giá rẻ đang bật, nhưng nên chờ quý 4 qua đi

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính PLX. Hiện z P/E −1,17, z P/B −0,94.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy từ ngày niêm yết 21/04/2017 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức; BCTC chỉ dùng sau 45 ngày kể từ cuối quý; khớp lệnh phiên sau tín hiệu; phí 0,4% mỗi chiều; không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua và giữ từ 2017 được +0,2%/năm, sụt giảm tối đa −67%. Quy tắc z P/B: +2,4%/năm (126 đồng), z P/E: +2,6%/năm — nhỉnh hơn mua và giữ nhưng sụt giảm vẫn sâu (−59%).
- **Hạn chế:** chỉ 3 lệnh mỗi quy tắc trong 9,5 năm; mặt bằng P/B đi xuống theo ROE nên tín hiệu "rẻ" có thể kéo dài.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả hai quy tắc đang nắm giữ (z P/B dưới −1 từ 07/2026, z P/E từ 08/2026). P/B 1,55x thuộc vùng lịch sử 1,4–1,6x, nơi lợi suất 250 phiên bình quân +26% — nhưng chỉ có 18 phiên quan sát.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh gồm cổ tức, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

Quy tắc (04/2017–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	128	+2,6%	−39%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	126	+2,4%	−59%	3	Có
Mua và giữ	**102**	**+0,2%**	**−67%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 13/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH PLX

- **Đang nắm giữ:** giữ; giá trị hợp lý 35,5 nghìn đ (+6%); chốt lời từng phần trên 38,9 nghìn đ (P/B > 1,8x), giảm mạnh trên 45,4 nghìn đ.
- **Chưa có:** chờ — BCTC Q4/2026 nhiều khả năng lỗ do giá dầu giảm; mua phần 1 dưới 32,4 nghìn đ (P/B < 1,5x), phần 2 khi giá sản phẩm ổn định và Q1/2027 có lãi giá phẳng, phần 3 khi nghị định mới được ban hành.
- **Nâng/hạ hạng:** lên TÍCH LŨY TỪNG PHẦN nếu giá về dưới 32,4 nghìn đ hoặc CPBH quay về ≤ 80% LN gộp giá phẳng; xuống THEO DÕI nếu Nhà nước thoái vốn với lượng lớn hoặc giá dầu giảm thêm 20 USD/thùng.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 15/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.