

PLX – PETROLIMEX

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 12/04/2016)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	N/A
KLGD TB 10 ngày	N/A
Vốn hoá (tỷ đồng)	N/A
Số lượng CPLH	1.293.878.081
% sở hữu nước ngoài	8%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Nguyên Phương
nnphuong@vcbs.com.vn
+84-4 3936 6425 ext 105

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

PLX: LỢI NHUẬN 2016 TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

KQKD 2016: Kết thúc 2016, PLX ghi nhận 123.096 tỷ đồng tổng doanh thu thuần hợp nhất, giảm mạnh 16,21% so với cùng kỳ năm trước và đạt 91,86% KH. Tuy nhiên, tổng LNST trong năm 2016 của PLX đã tăng trưởng rất ấn tượng đạt 5.147 tỷ đồng (+68,35% yoy), trong đó lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ là 4.669 tỷ đồng (+71,39% yoy).

Triển vọng: Năm 2017 sẽ là một năm triển vọng đối với PLX nói nhờ 2 mảng kinh doanh chính đóng góp tới 85,71% tổng DTT của toàn tập đoàn là mảng phân phối xăng dầu và kinh doanh sản phẩm hoá dầu.

Chúng tôi dự phóng DT 2017 của PLX đạt 143.087 tỷ đồng (+16,24% yoy), LNTT đạt 6.983 tỷ đồng (10,84% yoy), LN của cổ đông công ty mẹ đạt 5.057 tỷ đồng (+8,30% yoy). Kết quả này tương đương với mức EPS dự phóng cho 2017 là 3.908 đồng/cp (tính theo số cổ phần dự kiến sẽ niêm yết là 1.293.878.081).

Đánh giá: PLX là một trong những tập đoàn kinh tế lớn nhất Việt Nam với vị thế dẫn đầu lĩnh vực phân phối xăng dầu, có nhiều lợi thế cạnh tranh về hệ thống cơ sở hạ tầng, mạng lưới vận tải, phân phối cũng như rủi ro kinh doanh không quá lớn khi được Nhà nước bảo trợ giá đầu ra. Với triển vọng rõ ràng, **chúng tôi khuyến nghị giá trị hợp lý của cổ phiếu PLX ở mức 55.691 đồng/cp.**

Chỉ tiêu tài chính	2013	2014	2015	2016
DTT (tỷ đồng)	195.928	206.781	146.916	123.097
+/- yoy (%)	-2,45%	5,54%	-28,95%	-16,21%
LNST (tỷ đồng)	1.579	(9)	3.058	5.147
+/- yoy (%)	104,61%	-100,58%	N/A	68,35%
VCSH (tỷ đồng)	15.635	14.092	16.291	26.423
Nợ/TTS (%)	72,80%	74,56%	67,69%	57,23%
TS LN gộp (%)	4,07%	3,43%	8,74%	11,54%
TS LNST (%)	0,81%	N/A	2,08%	4,18%
ROA (%)	2,75%	-0,02%	6,06%	9,42%
ROE (%)	10,10%	-0,06%	18,77%	22,19%
EPS (đồng)	1.476	N/A	2.858	3.976
BVPS (đồng)	12.086	10.551	15.225	17.931

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) tiền thân là Tổng công ty Xăng dầu mỡ được thành lập năm 1956 của Bộ Thương nghiệp, sau này được biết đến dưới tên gọi Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam. Năm 2011, Thủ tướng Chính phủ ban hành quyết định tái cấu trúc và cổ phần hoá Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam. Tháng 8/2012, Petrolimex chính thức hoạt động dưới hình thức công ty đại chúng. Theo kế hoạch thoái vốn của SCIC, Petrolimex dự kiến sẽ được niêm yết tại sàn HSX trong tháng 4/2017 với mã giao dịch PLX.

Quá trình tăng vốn điều lệ

- Tại thời điểm IPO năm 2011, Petrolimex có vốn điều lệ là 10.700 tỷ đồng, tương ứng với 1.070.000.000 cổ phần với số lượng cổ phần do Nhà nước nắm giữ là 94,99% VDL.
- Đầu năm 2016, PLX thực hiện trả cổ tức 2015 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 15% mệnh giá. Đến giữa năm 2016, Petrolimex đã thực hiện tăng vốn điều lệ, giảm tỷ trọng sở hữu Nhà nước thông qua việc phát hành 103,5 triệu cổ phiếu cho nhà đầu tư chiến lược là Công ty TNHH Tư vấn và Holdings JX Nippon Oil & Energy Việt Nam với giá 39.017 đồng/cp, tương đương với 8% vốn cổ phần. Số cổ phần này bị hạn chế chuyển nhượng trong 5 năm. Sau đó, PLX đã sử dụng số tiền thu được từ việc tăng vốn để mua lại số cổ phiếu bằng cổ tức vừa phát hành trước đó với giá 10.600 đồng/cp để làm cổ phiếu quỹ.
- Tính tới thời điểm kết thúc tháng 11/2016, vốn điều lệ của PLX là 12.938.780.810.000 VNĐ, tương ứng với 1.293.878.081 cổ phiếu.

Lĩnh vực hoạt động chính

Lĩnh vực kinh doanh chính của Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam chủ yếu là xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu. Bên cạnh đó, Petrolimex đầu tư kinh doanh vào các ngành nghề có liên quan, trong đó được chia thành 8 lĩnh vực chính bao gồm:

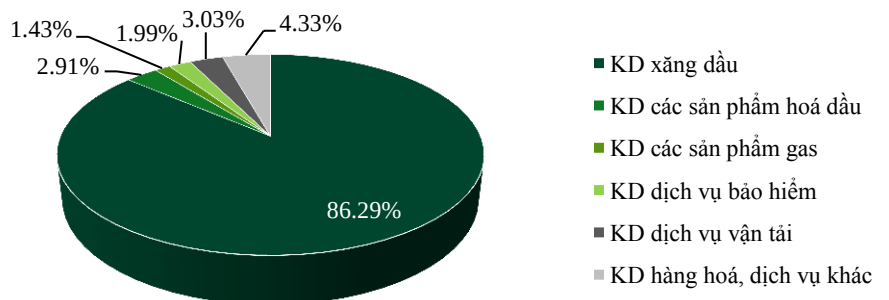
- (1) **Xăng dầu:** Là doanh nghiệp đứng đầu cả nước về kinh doanh xăng dầu, Petrolimex hiện đang chiếm lĩnh khoảng 50% thị phần trong nước, cung cấp ra thị trường nội địa khoảng 7,9 triệu m3 (tấn) xăng dầu trong năm 2015. Hiện tại, 70% sản lượng xăng dầu của PLX vẫn phải nhập từ nước ngoài. Do vậy, biến động của giá dầu thô thế giới cũng như chính sách điều hành tỷ giá ngoại tệ của Nhà nước có tác động rất lớn tới KQKD của mảng kinh doanh này. Tính đến hết năm 2015, PLX đang sở hữu một hệ thống kho bể với sức chứa trên 1.700.000 m3 trải dài từ Bắc đến Nam.
- (2) **Hóa dầu:** Lĩnh vực kinh doanh này được thực hiện thông qua Tổng Công ty con là Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex - PLC, bao gồm 3 ngành hàng chính là dầu mỡ nhờn, nhựa đường và hóa chất (các sản phẩm có gốc dầu mỏ).
- (3) **Gas:** được thực hiện thông qua Tổng Công ty Gas Petrolimex. Thương hiệu gas của Petrolimex là một trong những thương hiệu uy tín nhất trên thị trường về chất lượng, cạnh tranh ngang với gas của Tập đoàn Total.
- (4) **Bảo hiểm:** Tổng Công ty Bảo hiểm Petrolimex (PJICO) hiện đã triển khai trên 50 sản phẩm bảo hiểm và đang chiếm lĩnh thị trường trong các lĩnh vực: giao thông vận tải, xây dựng và lắp đặt công trình, xăng dầu, hàng hóa xuất nhập khẩu và bảo hiểm xe cơ giới...
- (5) **Vận tải thủy:** Tổng công ty Vận tải thủy hiện có đội tàu viễn dương có tổng trọng tải 140.000 DWT, đội tàu sông, ven biển có tổng trọng tải gần 10 vạn tấn, tuyến ống xăng dầu 500km và hơn 1.200 xe xitec với tổng dung tích trên 9.000 m3 trực thuộc sự quản lý các công ty thành viên đảm bảo vận chuyển xăng dầu từ nước ngoài về Việt Nam và từ các kho đầu mối nhập khẩu đến các cảng và đại lý tiêu thụ trong cả nước.
- (6) **Xây lắp:** Lĩnh vực này chủ yếu phục vụ cho việc phát triển và hoàn thiện hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật hạ tầng như các công trình xăng dầu và dầu khí của nội bộ Petrolimex như kho cảng xăng

dầu, kho cảng LPG, kho nhựa đường lỏng, nhà máy pha chế dầu nhờn, tuyến ống dẫn dầu...

- (7) **Dịch vụ xăng dầu:** là dịch vụ phân phối các sản phẩm xăng dầu của toàn tập đoàn với hệ thống phân phối gồm 2.352 cửa hàng xăng dầu thuộc Petrolimex và hơn 4.000 cửa hàng xăng dầu thuộc đại lý, tổng đại lý trên phạm vi toàn quốc. Đặc biệt, hệ thống phân phối của Petrolimex có lợi thế hơn hẳn các công ty đối thủ như PV Oil và xăng dầu Quân đội... khi hiện diện tại các vị trí trọng yếu như trong nội thành các thành phố lớn.
- (8) **Thương mại và các dịch vụ khác:** Trong đó phải kể đến Petrolimex Aviation trong lĩnh vực cung cấp nhiên liệu bay cho các hãng hàng không (United Airlines, Japan Airlines, Korean Air và Air China...), PIACOM trong lĩnh vực triển khai dự án quản trị nguồn lực doanh nghiệp (ERP), PITCO trong lĩnh vực kinh doanh xuất nhập khẩu tổng hợp...

Nếu phân chia các lĩnh vực hoạt động theo từng bộ phận kinh doanh như trong BCTC, PLX đang có 6 hoạt động kinh doanh chính được phân bổ theo doanh thu như sau:

Cơ cấu doanh thu theo hoạt động kinh doanh

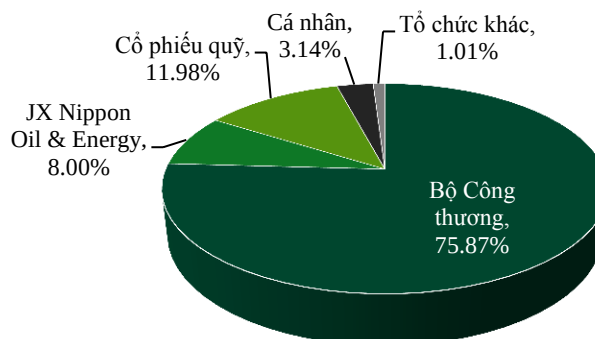


Nguồn: BCTC kiểm toán 2016 của PLX

Cơ cấu cổ đông

Là một trong những tập đoàn kinh tế lớn nhất Việt Nam, PLX có cơ cấu sở hữu khá cô đặc. Trong đó, phần lớn sở hữu PLX vẫn nằm trong tay Nhà nước với đại diện vốn là Bộ Công thương với 75,87%. Tiếp đó là nhà đầu tư chiến lược JX Nippon Oil & Energy với 8% sở hữu. Đây cũng là nhà đầu tư nước ngoài duy nhất nắm giữ cổ phiếu PLX. Ngoài ra, sau khi hoàn thành thương vụ bán cổ phiếu cho cổ đông chiến lược, PLX cũng đã mua lại 11,98% cổ phiếu quỹ. Như vậy, số lượng cổ phiếu lưu hành tự do trên thị trường (free-float shares) chiếm khoảng 4,15% tổng cổ phiếu, tương đương khoảng 53,7 triệu cổ phiếu (~537 tỷ đồng vốn hoá theo mệnh giá 10.000 đồng/cp).

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: CBTT của Petrolimex

Danh sách công ty con – công ty liên kết

Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam có: 41 Công ty thành viên, 34 Chi nhánh và Xí nghiệp trực thuộc các Công ty thành viên 100% vốn Nhà nước, 23 Công ty cổ phần có vốn góp chi phối của Tổng công ty, 3 Công ty Liên doanh với nước ngoài và 1 Chi nhánh tại Singapore.

Hiện tại, Petrolimex đang hoạt động dưới mô hình tập đoàn kinh tế bao gồm các công ty mẹ - công ty con:

Tổng công ty con	
Tổng Công ty Hoá dầu Petrolimex - PLC	
Tổng Công ty Gas Petrolimex - PGC	
Tổng Công ty Bảo hiểm Petrolimex - PJICO	
Tổng Công ty Vận tải thủy - PG Tanker	
Công ty con	
Vốn góp 100%	- 45 công ty xăng dầu thành viên trải dài từ Bắc vô Nam
Vốn góp trên 50%	- 21 công ty con hoạt động trong các lĩnh vực dịch vụ liên quan tới xăng dầu, viễn thông, vận tải.
Công ty liên kết, liên doanh	
Vốn góp dưới 50%	- 12 công ty liên kết, liên doanh liên quan đến các lĩnh vực ngoài ngành xăng dầu như ngân hàng, bất động sản, giao thông, VLXD...

(Nguồn: Petrolimex)

ĐẶC ĐIỂM HOẠT ĐỘNG

Do lĩnh vực kinh doanh xăng dầu đóng góp rất lớn vào tổng doanh thu của tập đoàn (85-90% tổng DT) nên trong khuôn khổ báo cáo này, chúng tôi sẽ chỉ tập trung phân tích về hoạt động kinh doanh này.

Nguyên liệu đầu vào: 70% nhập khẩu và 30% nội địa

Hiện tại, nguyên liệu đầu vào của PLX là xăng dầu đã pha chế có 30% đến từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất và 70% đến từ nước ngoài, chủ yếu là từ thị trường Singapore (chiếm gần 50% sản lượng tiêu thụ), ngoài ra còn có các thị trường Malaysia, Thái Lan và Hàn Quốc... Đây đều là các thị trường được ưu đãi về thuế đối với nhập khẩu xăng dầu thông qua các hiệp định thương mại Việt Nam đã ký kết. Trong đó, thuế nhập khẩu dầu diesel, nhiên liệu bay, dầu hỏa từ các nước ASEAN là 0%, từ Hàn Quốc là 5% và các thị trường khác là 7%. Riêng xăng nhập khẩu từ Hàn Quốc chịu thuế 10%, thấp hơn 0,01% so với các thị trường khác.

Phương thức phân phối đầu ra: gồm 2 mảng bán buôn và bán lẻ với mảng bán lẻ chiếm ưu thế

PLX phân phối xăng dầu theo 2 phương thức là bán buôn và bán lẻ thông qua hệ thống phân phối bao gồm 2.352 cửa hàng quản lý trực tiếp (*dữ liệu cập nhật đến hết năm 2015*). Khách hàng bán buôn của PLX là các nhà máy, khu công nghiệp, hộ sản xuất... Còn khách hàng bán lẻ của PLX chính là các cá nhân mua xăng dầu tại các cây xăng. Được biết, sản lượng tiêu thụ bán lẻ chiếm từ 53 – 58% tổng sản lượng hiện tại của PLX. Đây cũng là mảng có được tốc độ tăng trưởng tốt qua các năm, trong khi mảng bán buôn chỉ giữ ở mức ổn định.

Ngoài phân phối xăng dầu cho thị trường nội địa, PLX cũng có một phần sản lượng xăng dầu được tái xuất sang các nước láng giềng như Campuchia và Lào, chiếm khoảng 10% tổng sản lượng tiêu thụ.

Cơ chế giá bán: giá bán lẻ trần là giá xăng dầu cơ sở, giá bán buôn không bị áp trần và tỷ lệ nghịch với biên LN định mức

1. Cơ chế giá bán lẻ

Theo quy định của liên Bộ Công thương - Tài chính, giá xăng dầu **bán lẻ** được điều hành theo cơ chế thị trường với **giá xăng dầu cơ sở được áp là giá bán trần** được tính theo chu kỳ 15 ngày như sau:

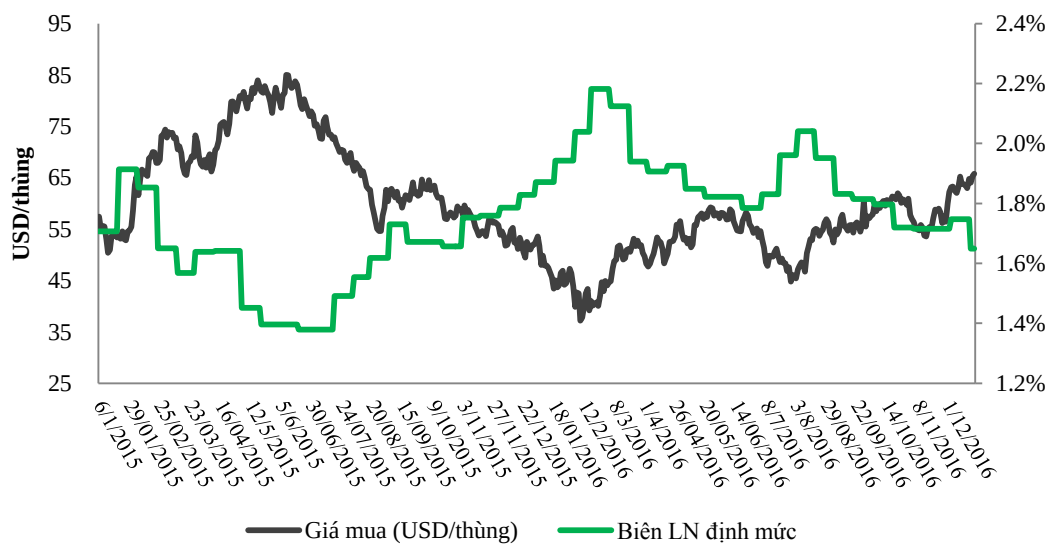
$$\text{Giá cơ sở} = \{\text{Giá CIF} + \text{Thuế nhập khẩu} + \text{Thuế tiêu thụ đặc biệt}\} \times \text{Tỷ giá ngoại tệ} + \text{Thuế giá trị gia tăng} + \text{Chi phí kinh doanh định mức} + \text{mức trích lập Quỹ Bình ổn giá} + \text{Lợi nhuận định mức} + \text{Thuế bảo vệ môi trường} + \text{Các loại thuế, phí và các khoản trích nộp khác theo quy định của pháp luật hiện hành}$$

	Xăng	Xăng E5, E10	Dầu diesel	Dầu hoả	Dầu mazut
Thuế nhập khẩu	16,22%		2,10%	0%	0%
Thuế tiêu thụ đặc biệt	10%	8%	-	-	-
Thuế GTGT	10%		10%	10%	10%
Chi phí định mức (đồng/lít)	1.050	1.250	950	950	600
Mức trích lập Quỹ bình ổn giá (đồng/lít)	300		300	300	300
Lợi nhuận định mức (đồng/lít)	300		300	300	300
Thuế bảo vệ môi trường (đồng/lít)	3.000		1.500	300	900

Nguồn: Bộ Công thương

Trong đó, giá CIF được tính bằng giá xăng dầu thế giới (giá trung bình theo công bố của Platts trên thị trường Singapore của 15 ngày trước ngày điều chỉnh thuế suất thuế nhập khẩu ưu đãi của các mặt xăng, dầu liên quan) cộng các khoản chi phí để đưa xăng dầu từ nước ngoài về đến cảng Việt Nam. Căn cứ giá cơ sở xăng dầu và mức sử dụng Quỹ BOG (nếu có), các thương nhân đầu mối, thương nhân phân phối xăng dầu được điều chỉnh giá (tăng/giảm) theo nguyên tắc, trình tự, thủ tục quy định nhưng không cao hơn giá cơ sở do Liên Bộ Công Thương - Tài chính công bố (trừ một vài trường hợp đặc biệt).

Tương quan biến động giữa biên LN định mức và giá nhập xăng 92



Nguồn: Bộ Công thương, VCBS ước tính

Một điều đáng chú ý trong cách tính giá cơ sở bán lẻ xăng dầu là **giá dầu thế giới càng giảm thì biên LN của doanh nghiệp đầu mỗi phân phối càng tăng** bởi lợi nhuận định mức của doanh nghiệp luôn được cố định ở mức 300 VNĐ/lít, không chịu chi phối bởi giá nguyên liệu đầu vào. Đây cũng là một trong những lý do giải thích cho lợi nhuận đột biến của PLX kể từ khi giá cơ sở được áp dụng (từ ngày 1/11/2014) trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ trong nước ngày càng tăng và giá dầu thế giới đang trong xu hướng giảm và duy trì giao dịch ở mức thấp.

2. Cơ chế giá bán buôn

Hiện tại, Nhà nước vẫn chưa có các quy định cụ thể áp dụng cho chính sách giá bán buôn xăng dầu đối với các doanh nghiệp đầu mối. Tuy nhiên, chính sách giá của PLX nói riêng và các doanh nghiệp phân phối xăng dầu nói chung đều dựa trên cơ chế sau:

- $Giá bán lẻ > Giá bán buôn \geq Giá giao cho các đại lý > Giá giao cho các Tổng đại lý.$
- $Giá bán thanh toán chậm > Giá bán thanh toán trước$

Yếu tố ảnh hưởng tới tăng trưởng doanh thu

Giống như các doanh nghiệp kinh doanh khác, các yếu tố quan trọng có quan hệ tỷ lệ thuận với tăng trưởng doanh thu của PLX chính là **giá đầu ra và sản lượng tiêu thụ xăng dầu** mà PLX cung cấp cho thị trường.

Đáng chú ý, trong vài năm trở lại đây, giá dầu thô thế giới biến động rất mạnh khiến doanh thu của PLX bị tác động rất lớn bởi giá đầu vào. Bên cạnh đó, giá đầu ra từ năm 2014 đã được quy định bởi Nghị định 83/2014/NĐ-CP của Chính phủ về kinh doanh xăng dầu với giá bán là giá xăng dầu cơ sở, áp dụng cho tất cả các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu trên toàn quốc.

Do vậy, chúng tôi cho rằng để đánh giá tốc độ tăng trưởng doanh thu của PLX một cách khách quan nên loại bỏ ảnh hưởng của giá đầu ra (đặc biệt là biến động giá dầu thô - cấu thành chính của giá bán). Vì vậy, **yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất tới tăng trưởng doanh thu của PLX chính là sản lượng tiêu thụ trong nước.**

Yếu tố ảnh hưởng tới tăng trưởng biên lợi nhuận gộp

Mặc dù doanh thu của các doanh nghiệp phân phối xăng dầu nói chung và PLX nói riêng đều bị áp trần theo giá cơ sở nhưng **biên lợi nhuận gộp của PLX vẫn có thể nói rộng** nhờ:

- **Quản lý tốt cơ chế hàng tồn kho:** nhờ hệ thống kho bãi có sức chứa lớn hơn nhu cầu thực tế đang sử dụng, PLX có khả năng dễ dàng thay đổi vòng quay hàng tồn kho của mình một cách chủ động để phù hợp với biến động của giá xăng dầu đầu vào. Đặc biệt khi đánh giá giá đầu ra có xu hướng giảm, PLX có thể linh hoạt tích trữ tăng thêm HTK tại các bể chứa của mình.

- **Tối ưu giá CIF:** giá CIF trong đó có giá mua xăng dầu và giá vận chuyển không bị khống chế hoàn toàn bởi giá cơ sở. Trong cách tính giá cơ sở, 2 chi phí này đều được tính dựa trên chi phí trung bình của tất cả các đầu mối phân phối xăng dầu trên cả nước. Và với ưu thế về quy mô của mình, PLX luôn có được giá CIF thấp hơn các đối thủ cạnh tranh của mình bởi: **(1)** PLX là đầu mối mua buôn lớn nhất nội địa nên luôn có khả năng đàm phán về **giá mua thấp** hơn các đầu mối khác; **(2)** PLX có đội tàu vận chuyển riêng, kho bãi trung chuyển riêng nên **giá vận chuyển cũng thấp** hơn giá trung bình cấu thành giá cơ sở.

- **Chênh lệch thuế nhập khẩu:** Theo Nghị định 83/2014/NĐ-CP của Chính phủ về kinh doanh xăng dầu, công thức tính giá cơ sở làm căn cứ điều hành trong nước đang áp dụng mức thuế nhập khẩu ưu đãi (MFN áp cho các nước trong WTO) là 16,22%, trong khi thuế nhập khẩu xăng dầu của PLX từ các nước ASEAN và Hàn Quốc chỉ từ 0-10%. Do vậy, PLX vẫn đang được hưởng lợi từ chênh lệch thuế nhập khẩu này.

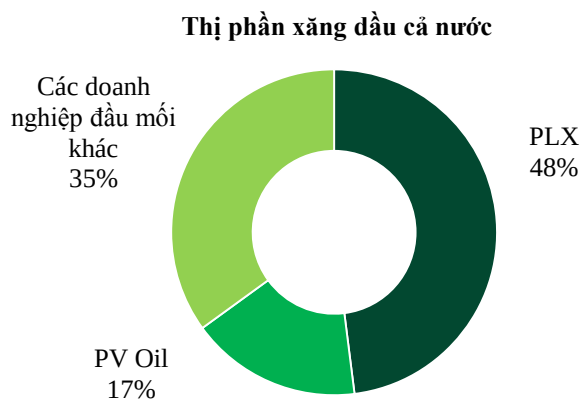
- **Tiết giảm chi phí kinh doanh định mức:** Đây được hiểu là chi phí lưu thông xăng dầu trong nước, bao gồm cả bán buôn và bán lẻ ở nhiệt độ thực tế, của các thương nhân đầu mối. Sở hữu hệ thống kho

bề có sức chứa lớn, thường xuyên được bảo trì ở điều kiện tốt nên **chi phí lưu thông xăng dầu thực tế của PLX thường thấp hơn** so với chi phí kinh doanh định mức được tính trong giá cơ sở.

PHÂN TÍCH NĂNG LỰC CẠNH TRANH

Các đối thủ chính

Lĩnh vực phân phối xăng dầu hiện nay vẫn là một trong những lĩnh vực được Nhà nước bảo hộ và chi phối thông qua 2 tập đoàn kinh tế Nhà nước lớn là PLX và PV Oil. Bên cạnh đó, số lượng các công ty dầu mỏ được cấp phép phân phối và kinh doanh xăng dầu hiện tại không nhiều, chỉ có 29 doanh nghiệp nội địa.



Nguồn: VCBS tổng hợp

Đặc biệt, lĩnh vực này hiện tại hầu như chưa có sự xuất hiện của các đối thủ nước ngoài do theo quy định hiện hành, nhà đầu tư nước ngoài chỉ có quyền tham gia mua bán lẻ xăng dầu thông qua mua cổ phiếu trong công ty kinh doanh xăng dầu đầu mối nếu có tham gia đầu tư vào nhà máy lọc dầu. Đây cũng chính là lý do, JX NOE đã mua lại 8% cổ phần của PLX và đồng ý góp vốn hợp tác vào dự án tổ hợp lọc dầu Nam Vân Phong cùng Petrolimex.

Trong tương lai gần, đối thủ nước ngoài đầu tiên của PLX trong lĩnh vực phân phối xăng dầu sẽ là Idemitsu Q8 khi doanh nghiệp này đã được cấp phép phân phối và bán lẻ xăng dầu tại thị trường Việt Nam hồi tháng 4/2016. Đây là liên doanh do Tập đoàn Idemitsu Kosan và Công ty dầu khí quốc tế Kuwait (KPI) thành lập. Idemitsu Kosan và KPI đang nắm tổng cộng hơn 70% vốn tại dự án lọc dầu Nghi Sơn. Theo đó, Idemitsu Q8 dự kiến sẽ bán xăng từ dự án lọc dầu Nghi Sơn từ giữa năm 2017.

Vị thế doanh nghiệp trong ngành

Trong lĩnh vực xăng dầu, PLX được Chính phủ giao nhiệm vụ giữ vai trò chủ đạo trên thị trường nội địa, đảm bảo đầy đủ và kịp thời các chủng loại xăng dầu phục vụ sự nghiệp phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, đảm bảo an ninh quốc phòng và nhu cầu tiêu dùng của nhân dân... Do vậy, từ khi thành lập tới nay, PLX luôn là doanh nghiệp **đứng đầu lĩnh vực phân phối xăng dầu** tại thị trường Việt Nam với thị phần chiếm từ 48% - 50% sản lượng tiêu thụ cả nước.

So sánh với đối thủ cạnh tranh lớn thứ 2 của PLX là PV Oil, PLX cũng đang sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh vượt trội hơn:

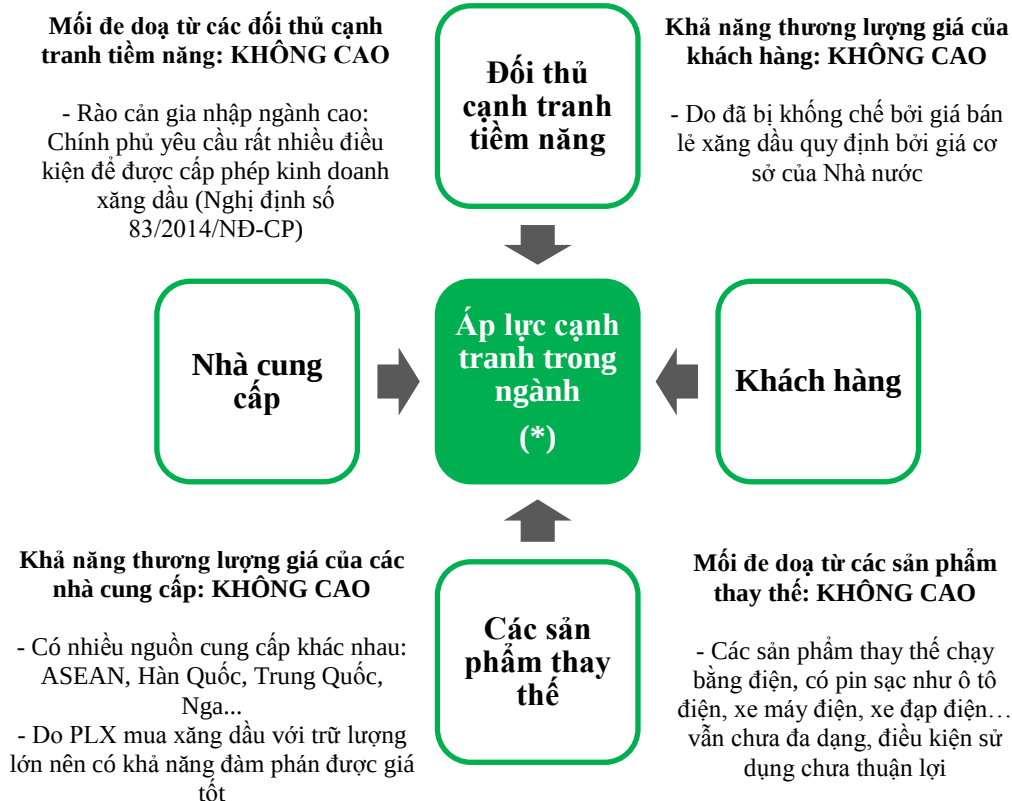
	Petrolimex	PV Oil
Hệ thống phân phối xăng dầu	- 2.352 cửa hàng trực thuộc; - Hơn 2.800 cửa hàng thuộc đại lý, tổng đại lý. - Có mặt cả ở các tỉnh vùng sâu vùng xa, biên giới, hải đảo...	- 500 cửa hàng trực thuộc; - Hơn 2.500 cửa hàng thuộc đại lý, tổng đại lý.

Hệ thống kho bể	2.200.000 m ³	800.000 m ³
	- Có đường ống dẫn xăng dầu	- Không có đường ống dẫn xăng dầu
	- Có kho quan ngoại để tàu lớn cập cảng	- Không có kho quan ngoại

Nguồn: VCBS tổng hợp

Nhờ vậy, thương hiệu Petrolimex cũng có được uy tín và chỗ đứng nhất định trên thị trường bán lẻ, được người tiêu dùng tin tưởng hơn các thương hiệu phân phối xăng dầu khác trên thị trường.

Phân tích 5 áp lực cạnh tranh của Porter



(*) Áp lực cạnh tranh trong ngành: **KHÔNG CAO**

PLX **không chịu quá nhiều áp lực cạnh tranh** từ các doanh nghiệp trong ngành do số lượng doanh nghiệp xăng dầu đầu mỗi được cấp phép kinh doanh không nhiều, chỉ có 29 doanh nghiệp trên toàn quốc. Trong đó, PLX chiếm tới 48% thị trường tiêu thụ nội địa, tiếp đó là PV Oil với khoảng 20%, còn lại là các doanh nghiệp khác.

So sánh với các DN trong ngành

Đứng đầu về quy mô TTS và VCSH nhưng các hệ số ROA, ROE chưa thực sự tương xứng với vị thế đầu ngành

Thông tin một số mã niêm yết trong lĩnh vực phân phối, bán lẻ xăng dầu tại thị trường Việt Nam:

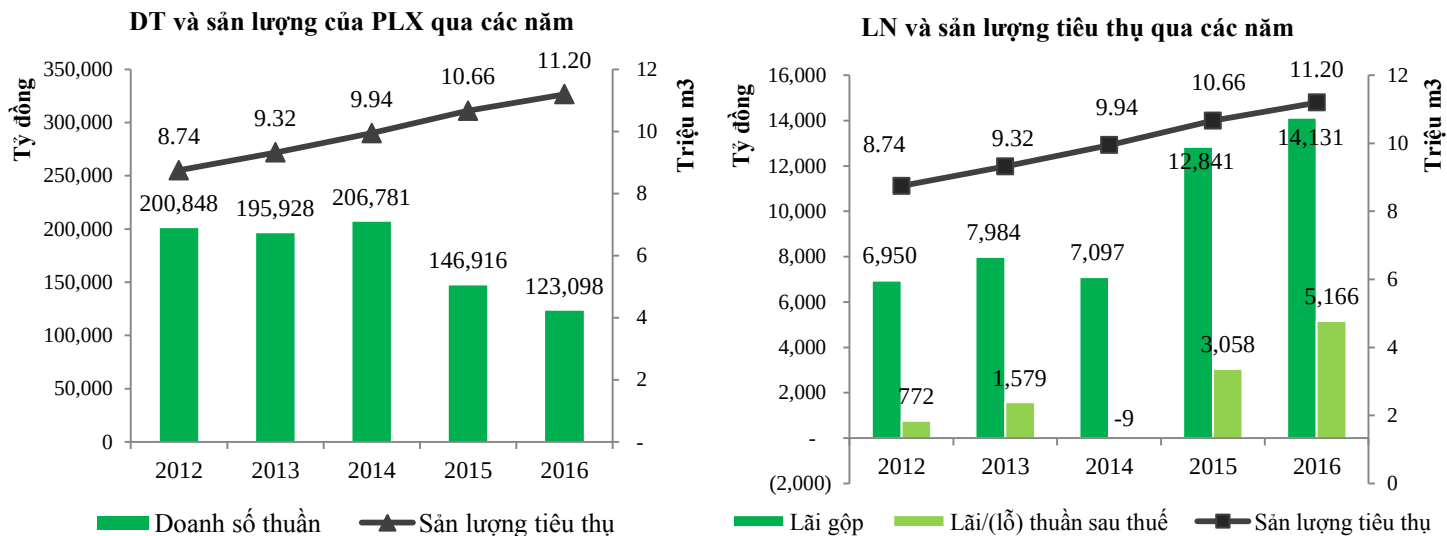
Mã	TTS (tỷ)	VCSH (tỷ)	Nợ/TTS	Tỷ suất LNST	ROA (ttm)	ROE (ttm)	EPS (ttm)	BVPS
PLX	54.238,12	23.203,56	57,22%	4,20%	9,52%	22,26%	3.606	17.933
COM	529,51	425,34	19,67%	3,16%	20,72%	25,80%	7.771	30.122
HTC	402,86	216,54	46,25%	5,31%	18,04%	33,56%	6.920	20.623

PPY	188,50	115,09	38,94%	1,64%	11,48%	18,80%	2.626	13.967
SFC	517,09	211,79	59,04%	3,80%	8,33%	20,34%	3.815	18.757
TMC	354,74	188,36	46,90%	1,11%	6,29%	11,85%	1.799	15.191
TB			42,16%	3,00%	12,97%	22,07%	4.586	19.732

Dữ liệu cập nhật đến Q4.2016, giá trị TB không bao gồm PLX

Trong số các doanh nghiệp phân phối xăng dầu niêm yết tại thị trường Việt Nam, **PLX hiện vượt xa các doanh nghiệp khác về quy mô tổng tài sản cũng như vốn chủ sở hữu**. Mặc dù chỉ số Nợ/TTS của PLX cao hơn nhiều so với mặt bằng chung nhưng điều này không đáng lo ngại bởi chỉ số Nợ chịu lãi/TTS của tập đoàn vẫn ở mức an toàn 18,18%. Xét về khả năng sinh lời, tỷ suất LNST của PLX đang ở mức cao hơn trung bình các công ty niêm yết cùng ngành là 4,20%. Tuy nhiên, các hệ số ROA và ROE lại có phần chưa tương xứng với vị thế dẫn đầu toàn ngành của PLX, không vượt trội hơn trung bình ngành và lần lượt ở các mức 9,52% (thấp hơn trung bình ngành) cùng 22,26%. (Xem chi tiết tại phần phân tích sức khỏe tài chính của PLX ở bên dưới)

PHÂN TÍCH KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: VCBS tổng hợp

KQKD 2012 – 2015:

Trong giai đoạn 2012 – 2015, mặc dù sản lượng tiêu thụ của PLX tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép 5,08%/năm nhưng các chỉ số doanh thu và lợi nhuận của tập đoàn lại không đạt được tốc độ tăng trưởng tương ứng. Giai đoạn này được phân hoá thành 2 mốc lớn là hoạt động kinh doanh trước và sau ngày 1/11/2014 – thời điểm Nghị định 83 về kinh doanh xăng dầu của Chính phủ có hiệu lực.

Trước khi có Nghị định 83: KQKD của PLX khá nhạy cảm và chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá xăng dầu thế giới và tỷ giá khi tập đoàn không được chủ động điều chỉnh giá bán để phân bổ rủi ro. Do vậy, trong giai đoạn 2012-2014, doanh thu và lợi nhuận của PLX có sự tăng trưởng lệch pha. Đặc biệt trong nửa cuối năm 2014, khi giá dầu thế giới lao dốc giảm 57,10% trong kỳ và PLX phải đảm bảo tồn kho dự trữ tối thiểu là 30 ngày theo quy định của Nhà nước đã khiến LNST cả năm 2014 của PLX âm 9 tỷ đồng và LN của cổ đông công ty mẹ lỗ hơn 365 tỷ đồng.

Sau khi có Nghị định 83: Có hiệu lực từ 1/11/2014 nhưng phải đến năm 2015, tác động của Nghị định

83 lên KQKD của tập đoàn mới thể hiện rõ ràng. Theo đó, KQKD năm 2015 của PLX có sự khởi sắc rõ rệt mặc dù giá dầu thế giới vẫn trên đà giảm nhờ cơ chế điều hành giá bán theo thị trường đã giúp tập đoàn phần nào trung hoà rủi ro về biến động giá dầu đầu vào và tỷ giá theo giá trung bình 15 ngày. Nhờ vậy, DT tuy không tăng (-28,95% yoy) nhưng LN gộp tăng đột biến (+80,94% yoy) và LNST đã thoát lỗ, đạt 3.058 tỷ đồng, tăng 93,67% so với kết quả của năm LNST có lãi trước đó là năm 2013.

Vì vậy, để có cái nhìn rõ nét hơn về quá trình kinh doanh của PLX, chúng tôi cho rằng **sự tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ là điều đáng quan tâm nhất** và giai đoạn từ 2015 trở đi khi Nghị định 83 có tác động lên thị trường kinh doanh xăng dầu trong nước.

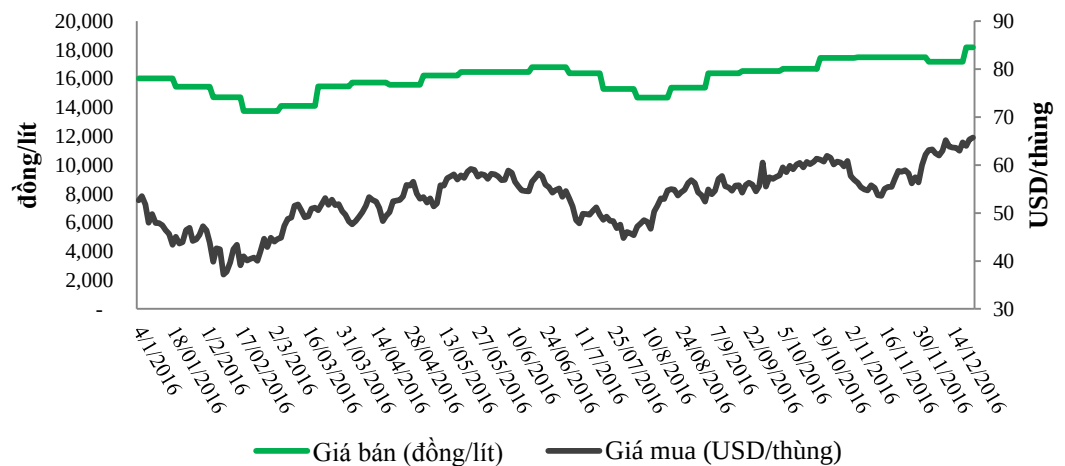
KQKD 2016:

Kết thúc 2016, PLX ghi nhận 123.096 tỷ đồng tổng doanh thu thuần hợp nhất, giảm mạnh 16,21% so với cùng kỳ năm trước và đạt 91,86% KH. Nguyên nhân chính của sự sụt giảm này là do giá nguyên liệu đầu vào là giá xăng dầu đầu vào tiếp tục xu hướng giảm sâu trong những tháng đầu năm 2016. Cụ thể, giá xăng RON 92 theo Platts Singapore (giá Nhà nước dùng để tính giá cơ sở) bình quân trong năm 2016 là 53,44 USD/thùng, thấp hơn 19,12% yoy so với giá bình quân 2015 là 66,07 USD/thùng.

Mặc dù vậy, đây không phải là điều đáng lo ngại đối với PLX khi sản lượng xăng dầu tiêu thụ trong năm 2016 vẫn tăng trưởng tốt ở mức 8,35% yoy, đạt 11.552.602 m3/tấn (đơn vị tấn đối với dầu mazut). Theo đó, biên lợi nhuận gộp trong 2016 có sự cải thiện đáng kể so với cùng kỳ 2015, tăng từ 8,74% lên 11,48% do:

- (1) Giá bán của PLX được điều chỉnh theo giá cơ sở quy định bởi Liên bộ Công thương - Tài chính dựa trên các yếu tố làm hạn chế biến động giá xăng dầu với chu kỳ tính giá cơ sở trung bình 15 ngày. Do vậy, tốc độ giảm giá bán có độ trễ so với tốc độ giảm của giá dầu đầu vào.
- (2) Lợi nhuận định mức 300 đồng/lít không phụ thuộc vào biến động giá dầu đầu vào giúp biên lợi nhuận gộp của PLX được nới rộng khi giá dầu giảm (*đã giải thích ở trên*).

So sánh biến động giá mua/bán xăng 92 trong năm 2016



Nguồn: Bộ Công thương, giá bán là giá cơ sở của liên bộ, giá mua là giá Platts Singapore.

Đáng chú ý trong kỳ, chi phí tài chính của PLX giảm mạnh -67,42% từ 2.591 tỷ đồng xuống còn 844 tỷ đồng so với cùng kỳ năm trước được lý giải bởi:

- (1) Chi phí lãi vay giảm 5,90% yoy do PLX đã dùng tiền phát hành thêm cho đối tác chiến lược để giảm nợ vay trong kỳ (khoảng 5.786 tỷ đồng so với cùng kỳ năm 2015).
- (2) Chính sách điều hành tỷ giá mới thông qua tỷ giá trung tâm của NHNN đã giúp tỷ giá trong năm 2016 ổn định hơn. Theo đó, lỗ chênh lệch tỷ giá đã thực hiện của PLX sụt giảm đến 82,44% yoy.

(3) Tập đoàn không còn phải trích lỗ dự phòng cho công ty Petrolimex Singapore như trong năm 2015 nên dự phòng các khoản đầu tư giảm từ 1.702 tỷ đồng xuống còn 779 tỷ đồng (-54,23% yoy). Trước đó, do chịu ảnh hưởng của việc giá dầu giảm sâu đột ngột vào Q4.2014 nên Petrolimex Singapore đã chịu một khoản lỗ lũy kế (khoảng 130 tỷ đồng). Tuy nhiên, từ năm 2015 nhờ giá xăng dầu thế giới biến động trong biên độ vừa phải nên hoạt động kinh doanh của Petrolimex Singapore đã có lợi nhuận trở lại, vượt số lỗ lũy kế của công ty.

Nhờ vậy, lợi nhuận của tập đoàn cũng tăng trưởng mạnh mẽ. Tổng LNTT hợp nhất của toàn tập đoàn đạt 6.300 tỷ đồng (+68,11% yoy, vượt 58,78% KH), cụ thể:

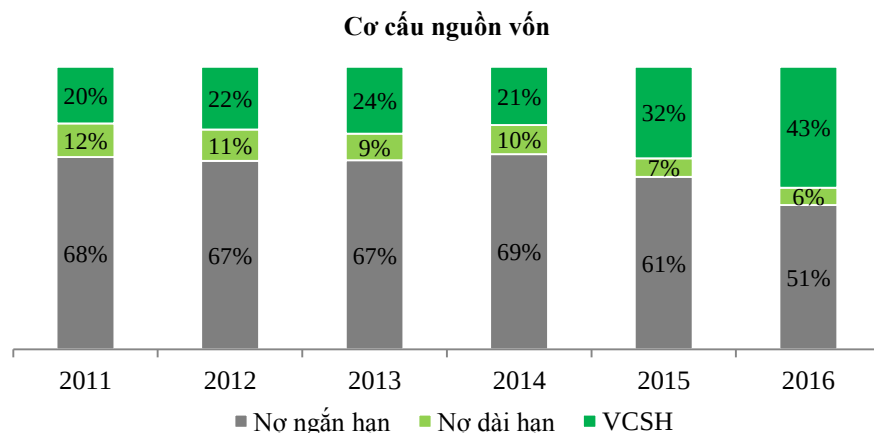
Lĩnh vực	LNTT (tỷ đồng)	% tổng LNTT
Kinh doanh xăng dầu	3.848	61,08%
Hóa dầu, nhựa đường, hóa chất	842	13,36%
Vận tải	383	6,08%
Nhiên liệu hàng không	368	5,84%
Xây dựng, thiết kế, hạ tầng	254	4,03%
Kinh doanh kho bãi	196	3,11%
Bảo hiểm, ngân hàng	173	2,75%
Kinh doanh gas	149	2,36%
Hai công ty nước ngoài	87	1,38%

Nguồn: Petrolimex

Theo đó, tổng LNST trong năm 2016 của PLX đã tăng trưởng rất ấn tượng đạt 5.147 tỷ đồng (+68,35% yoy), trong đó lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ là 4.669 tỷ đồng (+71,39% yoy).

Sức khỏe tài chính

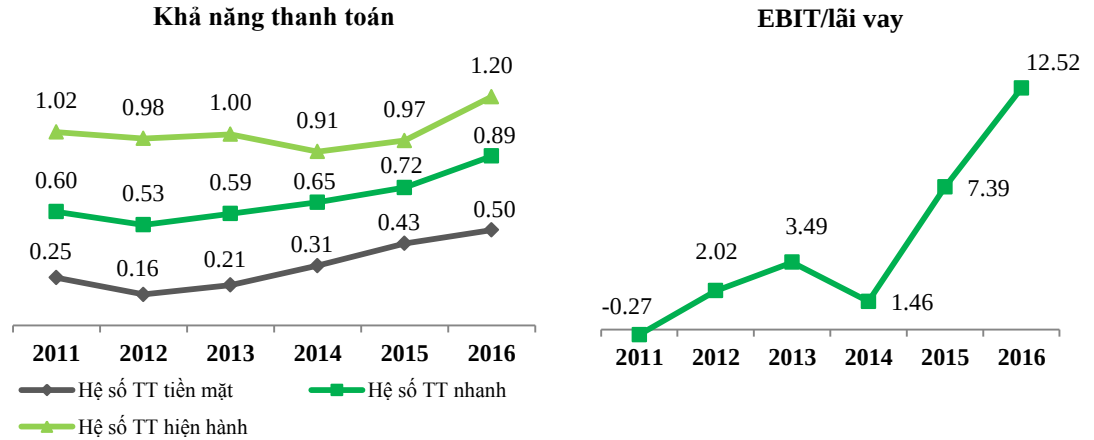
Cơ cấu nguồn vốn: Nợ vay của PLX đang có xu hướng giảm dần qua các năm. Đặc biệt tại thời điểm kết thúc 2016, cơ cấu nguồn vốn của PLX có sự thay đổi khá rõ rệt về VCSH và Nợ vay.



Nguồn: BCTC của PLX

Trong Q2.2016, PLX đã phát hành tăng vốn 8% cho cổ đông chiến lược và phần lớn nguồn thu này tập đoàn đã sử dụng để giảm bớt nợ vay chịu lãi (-37,10% ytd) và mua lại cổ phiếu ưu đãi hoàn lại làm cổ phiếu quỹ (tương đương với 6,68% VCSH). Theo đó so sánh với thời điểm kết thúc năm 2015, nợ ngắn hạn/TTS giảm 1% xuống còn 6%, nợ dài hạn/TTS giảm 10% còn 51%.

Khả năng thanh toán: Tính đến thời điểm kết thúc năm 2016, các hệ số thanh toán của PLX đều được cải thiện rõ rệt, đặc biệt hệ số thanh toán hiện hành đã lớn hơn 1 và hiện ở mức 1,20 – cao hơn thời điểm kết thúc năm 2015 là 0,97. Hệ số EBIT/chi phí lãi vay đang ở mức rất an toàn là 12,52 lần, cao hơn nhiều lần so với chỉ số này thời điểm cuối năm 2015 là 7,39 lần nhờ tập đoàn đã giảm bớt nợ vay trong kỳ.



Nguồn: BCTC 2016 hợp nhất của PLX

Dòng tiền: Trong kỳ, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của PLX sụt giảm khá mạnh so với cùng kỳ năm trước (-25,64% yoy) chủ yếu do tập đoàn tăng cường tích trữ hàng tồn kho (+13,14% yoy), chủ yếu là hàng đang trên đường vận chuyển (+46,23% yoy, tương đương khoảng 409 tỷ đồng). Ngoài ra, do dùng tiền thu được phát hành cổ phiếu tăng vốn trong kỳ để trả nợ, dòng tiền chỉ cho hoạt động tài chính của PLX cũng đã giảm so với cùng kỳ năm trước (-32,86% yoy).

Trong khi đó, dòng tiền chỉ cho hoạt động đầu tư lại tăng khá mạnh +98,32% so với cùng kỳ năm trước. Theo đó, dòng tiền này chủ yếu tập trung vào hoạt động mua sắm, xây dựng TSCĐ và các tài sản dài hạn khác (2.689 tỷ đồng), trong đó chi phí mua sắm mới phương tiện vận tải truyền dẫn là 924,19 tỷ đồng.

TRIỂN VỌNG 2017

Dự báo ngành

Dự báo sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước trong năm 2017 đạt 13,37 triệu tấn (+15% yoy)

Phân phối xăng dầu là lĩnh vực kinh doanh khá ổn định và gần như không có rủi ro thua lỗ do đây vẫn là lĩnh vực được Nhà nước bảo trợ giá đầu ra bằng quy định tính giá cơ sở và thuộc nhóm ngành phòng thủ, ít bị ảnh hưởng bởi biến động thị trường. Do vậy, triển vọng tăng trưởng của lĩnh vực phân phối xăng dầu sẽ chủ yếu phụ thuộc vào nhu cầu tiêu thụ trong nước.

Chúng tôi cho rằng triển vọng của lĩnh vực phân phối xăng dầu khá sáng sủa trong năm 2017. **Sản lượng tiêu thụ trong nước có thể đạt tới 13,37 triệu tấn (+15% yoy)** do:

- Số lượng các phương tiện giao thông trên toàn quốc đang có xu hướng tăng mạnh:** chúng tôi dự báo trong năm 2017, lưu lượng xe ô tô đạt khoảng 3,2 triệu xe (+14,29% yoy) và lưu lượng xe máy đạt khoảng 52,5 triệu xe máy (+6,06% yoy). Đây chính là tiền đề tăng trưởng của nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong thời gian tới.
- Các dự án đầu tư công về giao thông sẽ được tái khởi động.** Chu kỳ tăng trưởng của các dự án đầu tư công thường gắn liền với chu kỳ chính trị 5 năm/lần và năm 2017 chính là năm được dự báo bắt đầu chu kỳ mới của lĩnh vực này. Chúng tôi cho rằng việc các dự án giao thông được xây dựng sẽ gián tiếp thúc đẩy nhu cầu vận chuyển, di chuyển của doanh nghiệp và người dân, theo đó, gián tiếp thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu trong nước.

Triển vọng của doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng năm 2017 sẽ là một năm triển vọng đối với ngành dầu khí nói chung và cho PLX nói riêng khi 2 mảng kinh doanh chính đóng góp tới 85,71% tổng DTT và 72,30% tổng LNTT của toàn tập đoàn đều có những động lực tăng trưởng khá rõ ràng:

1. **Kinh doanh xăng dầu tăng trưởng mạnh nhờ (a) nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước tăng** do lưu lượng ô tô trên toàn quốc đang tăng trưởng mạnh mẽ (+30% yoy trong năm 2016 và đạt tốc độ tăng trưởng kép là 19,66% trong 4 năm trở lại đây), số lượng các chuyến bay nội địa cũng như quốc tế đến Việt Nam ngày càng nhiều cũng sẽ là động lực để PLX nâng cao sản lượng tiêu thụ trong thời gian tới; **(b) PLX đặt mục tiêu tăng tỷ trọng doanh thu kinh doanh các hoạt động phi xăng dầu** trên mỗi cửa hàng lên 50%. Chúng tôi cho rằng nhiều khả năng PLX sẽ kết hợp với các chuỗi cửa hàng tiện dụng như Seven Eleven, K-mart, V-mart..., tận dụng triệt để lợi thế về vị trí mặt bằng của các cửa hàng xăng dầu như chiến lược kinh doanh của các hãng phân phối xăng dầu lớn trên thế giới.
2. **Kinh doanh các sản phẩm hóa dầu cũng sẽ có triển vọng tích cực hơn nhờ ngành nhựa đường.** Theo chu kỳ chính trị 5 năm, năm 2017 sẽ là năm chính phủ mới bắt đầu giải ngân trở lại với các dự án BOT đường bộ với các tuyến đường cao tốc. Do vậy, chúng tôi cho rằng năm 2017 sẽ là năm sáng sủa với ngành nhựa đường nói chung và Tập đoàn con PLC của PLX nói riêng.

Dự phóng KQKD 2017

Với triển vọng tăng trưởng như đã trình bày, VCBS dự phóng KQKD 2017 của PLX dựa trên một số giả định chính như sau:

- (1) Sản lượng tiêu thụ của PLX trong năm 2017 tăng trưởng +8% yoy;
- (2) Giá dầu thế giới diễn biến theo xu hướng đi ngang;
- (3) Liên Bộ Công thương – Tài chính sẽ thay đổi cách tính giá bán xăng cơ sở để bám sát hơn với chi phí kinh doanh thực tế của doanh nghiệp. Theo đó, biên LN gộp giữ ở mức 11% - thấp hơn mức 11,54% của năm 2016 do Nhà nước;

Theo đó, DT 2017 của PLX đạt 143.087 tỷ đồng (+16,24% yoy), LNTT đạt 6.983 tỷ đồng (10,84% yoy), LN của cổ đông công ty mẹ đạt 5.057 tỷ đồng (+8,30% yoy). Kết quả này tương đương với mức EPS dự phóng cho 2017 là 3.908 đồng/cp (tính theo số cổ phần dự kiến sẽ niêm yết là 1.293.878.081).

Rủi ro đầu tư

- **Giá trị cổ phiếu của doanh nghiệp có khả năng sẽ không phản ánh giá trị thực sau niêm yết.** PLX là một cổ phiếu đầu ngành và có giá trị vốn hoá lớn trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Trước khi niêm yết, PLX cũng là một trong những cổ phiếu được quan tâm và giao dịch rất nóng trên thị trường OTC. Do vậy, việc một số nhà đầu tư đã mua cổ phiếu OTC với kỳ vọng cao hơn giá trị của PLX do VCBS định giá sẽ đẩy giá, chốt lời trong những ngày đầu niêm yết của cổ phiếu này là điều tất yếu.
- **Lợi nhuận gộp giảm:** Hiện tại, Bộ Công thương cũng đã nhận thấy sự bất cập trong cách tính giá cơ sở hiện tại và đã có một vài ý kiến đề xuất thay đổi cơ chế tính giá cơ sở sát hơn với chi phí thực tế của từng doanh nghiệp để bảo đảm lợi ích của người tiêu dùng. Do vậy, khả năng thay đổi cách tính sẽ khiến lợi nhuận gộp của PLX bị thu hẹp trong thời gian tới là khá cao.
- **Rủi ro cạnh tranh:** Trong năm 2017, Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ chính thức đi vào hoạt động và sản phẩm của nhà máy sẽ được phân phối trên cả nước bởi công ty Idemitsu Q8 sẽ có ảnh hưởng tới thị phần của PLX. Tuy nhiên, có thể trong thời gian đầu vận hành, chất lượng của Nghi Sơn vẫn chưa được ổn định cũng như giá bán sẽ không cạnh tranh khi chi phí khấu hao còn cao nên trong ngắn hạn, KQKD của PLX cũng sẽ chưa bị ảnh hưởng trực tiếp.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp so sánh tương đối:

Giá hợp lý 50.211 đồng/cp

Hầu hết các mã phân phối xăng dầu niêm yết trên thị trường Việt Nam là các công ty có quy mô nhỏ hơn rất nhiều so với PLX. Do vậy, chúng tôi đã chọn lựa một số các công ty tương đương về quy mô tổng tài sản, vốn chủ sở hữu và có doanh thu đến từ mảng phân phối xăng dầu chiếm từ 70% trở lên để so sánh với PLX tại các nước trong khu vực Châu Á.

Mặc dù thông thường chỉ số P/E và EV/EBITDA của Việt Nam luôn được đánh giá thấp hơn mặt bằng chung các nước trong khu vực, nhưng đối với một cổ phiếu đầu ngành có quy mô tương đương khu vực như PLX, chúng tôi cho rằng không cần thiết sử dụng tỷ lệ chiết khấu để định giá.

Mã – Quốc gia	Tên viết tắt	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	D/A	Trung bình P/E	Trung bình EV/EBITDA
933 – HK	BrightOil Petro	97.714	33.477	65,74%	16,22	10,26
1103 - HK	Shanghai Dashe	20.048	10.561	47,33%	9,05	11,71
BCP – TB	Bangchak Petrole	64.645	27.887	56,86%	10,42	5,76
8097 - JP	San-Ai Oil Co.	36.953	15.760	57,35%	16,12	4,56
Trung bình					12,95	8,07

Nguồn: Bloomberg, dữ liệu cập nhật ngày 28/03/2017

Phương pháp so sánh P/E:

$$\begin{aligned} \text{Giá hợp lý cổ phiếu} &= \text{P/E trung vị các công ty tương đương} \times \text{EPS ước cho 2017} \\ &= 12,95 \times 3.908 \\ &= 50.609 \end{aligned}$$

Phương pháp so sánh EV/EBITDA:

$$\begin{aligned} \text{Giá hợp lý cổ phiếu} &= \text{EV/EBITDA trung vị các công ty tương đương} \times \text{EBITDA/cp ước cho 2017} \\ &= 8,07 \times 6.189 \\ &= 49.945 \end{aligned}$$

PLX là một tập đoàn kinh tế lớn của Việt Nam với nhiều mảng kinh doanh khác nhau, trong đó phần khấu hao tài sản cố định của mảng kinh doanh xăng dầu chỉ chiếm khoảng 3,54% tổng chi phí khấu hao toàn tập đoàn. Do vậy, chúng tôi lựa chọn tỷ trọng của phương pháp so sánh EV/EBITDA là 60% để loại bỏ ảnh hưởng của chi phí khấu hao lên giá trị hợp lý của doanh nghiệp.

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh như sau:

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh P/E	50.609	40%
So sánh EV/EBITDA	49.945	60%
Giá hợp lý	50.211	

Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do:

Giá hợp lý 61.172 đồng/cp

Giả định:

- Sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX tăng trưởng trung bình 8%/năm trong 5 năm 2017-2021.
- Giá dầu thô thế giới sẽ đi ngang và giữ ở mức ổn định.
- Giá định tốc độ tăng trưởng của các mảng kinh doanh khác của PLX như sau:

Mảng kinh doanh	2017	2018	2019	2020	2021
Sản phẩm hoá dầu	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Sản phẩm gas	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%	1,36%
Dịch vụ bảo hiểm	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%
Dịch vụ vận tải	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Hàng hoá, dịch vụ khác	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%

4. Chúng tôi sử dụng beta của các công ty phân phối xăng dầu niêm yết trên thị trường Việt Nam để tính giá trị beta cho PLX:

Mã chứng khoán	Beta dùng đòn bẩy	TB thuế TNDN 3 năm gần nhất	D/E	Beta không dùng đòn bẩy
COM	0,31	19,84%	0,24	0,26
HTC	0,31	21,41%	0,86	0,18
PPY	0,09	19,72%	0,64	0,06
SFC	0,50	21,76%	1,44	0,23
TMC	0,42	20,65%	0,99	0,23
PLX	0,40	19,40%	1,34	0,19

5. Chi phí vốn:

- Lãi suất phi rủi ro: $R_f = 6,11\%$ (lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm)
- Phần bù rủi ro: $R_p = 12,09\%$ (nguồn: Aswath Damodaran)
- $Beta = 0,40$
- $k_{ce} = R_f + Beta \times R_p = 6,11\% + 0,40 \times 12,09\% = 11,00\%$
- $k_d = R_d \times (1 - t) = 5,58\% \times (1 - 20\%) = 4,46\%$
- $WACC = 8,72\%$

6. Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn: $g = 2\%$

Đơn vị: tỷ đồng	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
LNST	5.057	5.572	6.005	6.467	6.965
Khấu hao	2.035	2.162	2.300	2.448	2.607
Lãi vay * (1 - t)	495	546	588	633	682
Thay đổi ròng vốn lưu động	-706	-201	-192	-186	-200
Đầu tư TSCĐ	-1.880	-2.072	-2.232	-2.404	-2.589
FCFF	5.001	6.008	6.469	6.959	7.466
Nợ vay ròng	1.211	1.132	949	1.013	1.092
FCFE	5.717	6.594	6.829	7.338	7.876

Số lượng cổ phiếu

1.293.878.081

Định giá theo FCFF 60.248

Định giá theo FCFE 62.097

Giá trị hợp lý theo phương pháp FCF 61.172

Giá trị hợp lý:

55.691 đồng/cp

Kết hợp 2 phương pháp so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của PLX là **55.691 đồng/cp**.

Phương pháp	Giá (đồng/CP)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	50.211	50%
Chiết khấu dòng tiền	61.172	50%
Giá hợp lý		55.691

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá mục tiêu: 55.691 đồng/cp

PLX là một trong những tập đoàn kinh tế lớn nhất Việt Nam với vị thế dẫn đầu lĩnh vực phân phối xăng dầu, có nhiều lợi thế cạnh tranh về hệ thống cơ sở hạ tầng, mạng lưới vận tải, phân phối cũng như rủi ro kinh doanh không quá lớn khi được Nhà nước bảo trợ giá đầu ra. Do vậy, chúng tôi đánh giá PLX là cổ phiếu có cơ bản tốt và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng trong thời gian tới khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước vẫn tiếp tục tăng.

Theo đó, DT 2017 của PLX đạt 143.087 tỷ đồng (+16,24% yoy), LNTT đạt 6.983 tỷ đồng (10,84% yoy), LN của cổ đông công ty mẹ đạt 5.057 tỷ đồng (+8,30% yoy). Kết quả này tương đương với mức EPS dự phóng cho 2017 là 3.908 đồng/cp (tính theo số cổ phần dự kiến sẽ niêm yết là 1.293.878.081). Với mức dự phóng này, **chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu PLX ở mức 55.691 đồng/cp**.

PLX dự kiến sẽ được niêm yết trên sàn HOSE trong khoảng thời gian từ 18/04/2017 đến 21/04/2017 với mức giá trên 40.000 đồng/cp. Hiện tại, PLX đang được giao dịch trên thị trường OTC quanh mức giá 49.000 – 50.000 đồng/cp. **Chúng tôi sẽ cập nhật khuyến nghị đầu tư trong thời gian tới khi có thông tin chính thức về thời gian và giá niêm yết của cổ phiếu PLX.**

BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	143.087	157.680	169.906	182.962	197.041
GVHB	127.347	140.335	151.217	162.836	175.367
Lợi nhuận gộp	15.740	17.345	18.689	20.126	21.675
Chi phí bán hàng	8.585	9.461	10.194	10.978	11.822
Chi phí QLDN	1.182	1.302	1.403	1.511	1.627
EBIT	5.973	6.582	7.092	7.637	8.225
Doanh thu tài chính	1.086	1.196	1.290	1.390	1.497
Chi phí tài chính	979	1.078	1.162	1.251	1.348
Lợi nhuận khác	206	227	245	264	284
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	697	768	828	891	960
LNTT	6.983	7.695	8.293	8.931	9.618
Chi phí thuế TNDN	1.397	1.539	1.659	1.786	1.924
LNST	5.586	6.156	6.634	7.144	7.695
Lợi ích của cổ đông thiểu số	530	584	630	677	729
LNST cổ đông công ty mẹ	5.057	4.818	5.245	5.701	6.194
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng) (chưa trừ các quỹ)	3.908	4.307	4.641	4.998	5.383

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Tiền và các khoản tương đương tiền	14.958	19.520	24.170	29.401	35.195
Các khoản đầu tư ngắn hạn	2.855	3.125	3.496	3.864	4.270
Các khoản phải thu	5.943	6.549	7.057	7.599	8.184
Hàng tồn kho	9.458	10.423	11.231	12.094	13.025
Tài sản ngắn hạn khác	5.301	5.841	6.294	6.778	7.299
Tài sản ngắn hạn	38.515	45.459	52.249	59.737	67.974
Tài sản cố định	16.096	16.005	15.937	15.893	15.875
Các khoản đầu tư dài hạn	2.637	2.637	2.637	2.637	2.637
Tài sản dài hạn khác	2.127	2.324	2.594	2.862	3.158
Tài sản dài hạn	20.860	20.966	21.168	21.393	21.670
TỔNG TÀI SẢN	59.375	66.424	73.417	81.130	89.645
Các khoản phải trả	11.238	12.388	13.328	14.352	15.456
Vay nợ ngắn hạn	8.181	9.015	9.714	10.461	11.266
Nợ ngắn hạn khác	10.756	11.853	12.772	13.753	14.812
Nợ ngắn hạn	30.174	33.256	35.814	38.566	41.534
Vay nợ dài hạn	2.921	3.218	3.468	3.734	4.022
Nợ dài hạn khác	226	247	276	305	337
Nợ dài hạn	3.146	3.466	3.744	4.039	4.358
NỢ PHẢI TRẢ	33.321	36.722	39.559	42.605	45.892
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	16.788	16.868	16.977	17.086	17.207
Lợi nhuận chưa phân phối	7.626	10.605	14.017	17.891	22.263
Cổ phiếu quỹ	-1.551	-1.551	-1.551	-1.551	-1.551
Vốn khác	-561	-555	-550	-544	-539
VỐN CHỦ SỞ HỮU	22.302	25.366	28.894	32.882	37.380
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.752	4.336	4.965	5.642	6.372
TỔNG NGUỒN VỐN	59.375	66.424	73.417	81.130	89.645

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	7.207	8.279	8.783	9.469	10.163
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-2.081	-2.342	-2.603	-2.772	-2.995
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	-1.521	-1.376	-1.529	-1.466	-1.375
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	3.604	4.562	4.650	5.231	5.794
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	11.354	14.958	19.520	24.170	29.401
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	14.958	19.520	24.170	29.401	35.195

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Nguyên Phương

Chuyên viên Phân tích

nnphuong@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630