

Ngành Xăng dầu

Báo cáo cập nhật Q4/2019

28 tháng 11, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **70.300**

Giá thị trường (28/11/2019) 58.600

Lợi nhuận kỳ vọng 19,97%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	50.930 – 66.000
Vốn hóa	68.610 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	1.170.813.235
KLGD bình quân 10 ngày	252.198
% sở hữu nước ngoài	13,41%
Room nước ngoài	20,00%
Beta	1.21

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bình Nguyễn

(84 4) 3928 8080 ext 213

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam Petrolimex

Mã giao dịch: PLX

Reuters: PLX.HM

Bloomberg: PLX VN

Động lực tăng trưởng 2020 vẫn đến từ việc mở thêm cửa hàng xăng dầu mới và gia tăng sản lượng xuất bán nội địa

Dự báo kết quả kinh doanh 2020. Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng xăng dầu xuất bán với số COCOs tăng thêm 2020 dự báo là 76 cửa hàng, sản lượng xăng dầu xuất bán tăng thêm từ cửa hàng COCOs mở mới dự báo khoảng 150.500 m³. Với giả định giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 60 USD/thùng, giảm 7% so với năm 2019, giá các sản phẩm xăng dầu dự báo giảm 2% - 4% tùy sản phẩm.p theo được giả định giảm 5% mỗi năm so với năm liền trước.

Doanh thu và lợi nhuận 2020 dự báo lần lượt là 199.617 tỷ đồng và 4.417 tỷ đồng, thay đổi lần lượt 2,2% và -4,2% so với năm 2019. Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ chủ yếu do năm 2019 lợi nhuận tăng mạnh do tỷ giá có giai đoạn quay đầu giảm và cả năm dự báo chỉ mất giá không quá 1,0%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2019. Chúng tôi hạ dự báo về doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 xuống mức 195.300 tỷ đồng và 4.609 tỷ đồng, tăng lần lượt 1,7% và 12,4% so với cùng kỳ 2018. Doanh thu giảm so với dự báo gần nhất của BVSC chủ yếu do giá dầu Brent diễn biến khó lường, giá dầu Brent trung bình năm 2019 chỉ ở mức 65 USD/bbl, thấp hơn 9,3% so với năm 2018. Mặt bằng giá xăng trung bình 2019 thấp hơn 3,5% yoy, giá dầu DO 0,001S thấp hơn 3,0% yoy, giá dầu DO 0,05S thấp hơn 4,0% yoy.

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với PLX dựa trên kết quả định giá các phương pháp P/E, P/S, FCFE, FCFF là **70.300 đồng/cổ phần**.

Định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
P/S	77.100	25%	19.300
P/E	67.200	25%	16.800
FCFE	65.000	25%	16.200
FCFF	71.800	25%	18.000
Giá trị hợp lý			70.300

Động lực tăng trưởng 2020 chủ yếu vẫn đến từ việc mở thêm các cửa hàng xăng dầu mới và gia tăng sản lượng xuất bán nội địa

Mỗi năm, PLX đặt mục tiêu tăng trưởng 80 - 100 COCOs mỗi năm. Tính đến cuối năm 2018, PLX sở hữu tổng cộng 2.700 COCOs. Chúng tôi nhận thấy số lượng COCOs tăng thêm mỗi năm có xu hướng giảm dần trong giai đoạn 2016 - 2018. Số liệu 9T 2019 cho thấy, sản lượng xăng dầu xuất bán nội địa tăng trưởng tới 6% lên 7,180 triệu m³ sản phẩm, tương đương với mức tăng 404.000 m³ sản phẩm. Trong đó, phần tăng thêm đóng góp từ cửa hàng COCOs là 161.000 m³ sản phẩm (từ 3,953 triệu m³ 9T 2018 lên 4,114 triệu m³ 9T 2019). Với mức tăng trưởng sản lượng như vậy, theo tính toán của BVSC từ đầu năm đến nay số lượng COCOs tăng thêm vào khoảng 70 cửa hàng. Chúng tôi dự báo thận trọng kết thúc năm 2019, tổng số lượng COCOs tăng thêm là 80 cửa hàng và số lượng COCOs tăng thêm các năm tiếp theo được giả định giảm 5% mỗi năm so với năm liền trước.

Số CHXD tăng thêm giai đoạn 2014 - 2018							
	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
Số CHXD mới	55	46	95	84	79	80	76

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

Doanh thu và lợi nhuận 2020 dự báo lần lượt là 199.617 tỷ đồng và 4.417 tỷ đồng, thay đổi lần lượt 2,2% và -4,2% so với năm 2019. Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ chủ yếu do năm 2019 lợi nhuận tăng mạnh do tỷ giá có giai đoạn quay đầu giảm và cả năm dự báo chỉ mất giá không quá 1,0%.

Chỉ tiêu	2019	2020	% yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	195.300	199.617	2,2%	Tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng xăng dầu xuất bán với số COCOs tăng thêm 2020 dự báo là 76 cửa hàng, sản lượng xăng dầu xuất bán tăng thêm từ cửa hàng COCOs mở mới dự báo khoảng 150.500 m ³ . Với giả định giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 60 USD/thùng, giảm 7% so với năm 2019, giá các sản phẩm xăng dầu dự báo giảm 2% - 4% tùy sản phẩm.
Giá vốn hàng bán	180.457	184.446		
Lợi nhuận gộp	14.845	15.171	2,2%	Biên gộp 2020 dự báo ở mức 7,6%, bằng năm 2019 do dự báo mặt bằng giá dầu thô sẽ diễn biến tương đồng với năm 2019 và không có quá nhiều biến động quá mạnh dẫn đến các khoản điều chỉnh lớn (trích quỹ BOG, trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho).

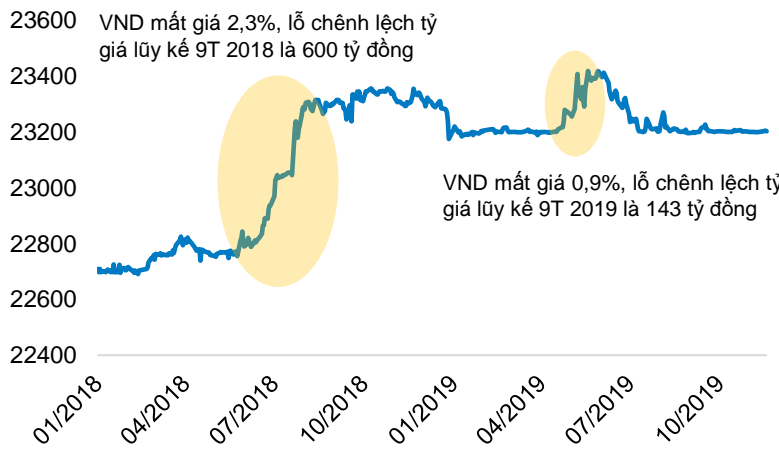
Doanh thu tài chính	891	878	
Chi phí tài chính	1.125	1.392	Chi phí tài chính được tính toán dựa trên giả định VND sẽ mất giá khoảng 2%, lỗ chênh lệch tỷ giá theo BVSC ước tính là 569 tỷ đồng.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>807</i>	<i>781</i>	
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	670	660	
Chi phí bán hàng	8.984	9.205	Chi phí bán hàng dự báo ở mức 4,6% trên doanh thu thuần, tương đương với năm 2019.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	781	830	Chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo ở mức 0,4% trên doanh thu thuần, tương đương với năm 2019.
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	5.516	5.282	-4,2%
Thu nhập khác	264	260	
Chi phí khác	90	88	
LNST	4.609	4.417	-4,2%
LNST cổ đông công ty mẹ	4.215	4.018	
EPS	3.257	3.105	

Dự báo kết quả kinh doanh 2019

Chúng tôi hạ dự báo về doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2019 xuống mức 195.300 tỷ đồng và 4.609 tỷ đồng, tăng lần lượt 1,7% và 12,4% so với cùng kỳ 2018. Doanh thu giảm so với dự báo gần nhất của BVSC chủ yếu do giá dầu Brent trung bình năm 2019 chỉ ở mức 65 USD/bbl, thấp hơn 9,3% so với năm 2018. Mặt bằng giá xăng trung bình 2019 thấp hơn 3,5% yoy, giá dầu DO 0,001S thấp hơn 3,0% yoy, giá dầu DO 0,05S thấp hơn 4,0% yoy.

Doanh thu tăng so với cùng kỳ chủ yếu do sản lượng tăng. Số liệu 9T 2019, sản lượng xăng dầu xuất bán nội địa tăng 6,0% yoy, trong đó sản lượng bán lẻ tăng 4,1% yoy. Chúng tôi xin lưu ý kết quả này chưa tính đến lợi nhuận thu được từ việc sát nhập PG Bank và HD Bank. Trong buổi gặp mặt nhà đầu tư của PLX vào tháng 11/2019, doanh nghiệp cũng chia sẻ đã được Ngân Hàng Nhà Nước chấp

nhận về mặt nguyên tắc và đang chờ chấp nhận chính thức, dự kiến sẽ hoàn thành việc thoái vốn tại PGBank trong 1H 2020.

Chỉ tiêu	2018	2019	% yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	191.932	195.300	1,7%	Doanh thu dự báo tăng 1,7% chủ yếu nhờ tăng trưởng sản lượng xuất bán xăng dầu nội địa đạt khoảng 4,5% yoy.
Giá vốn hàng bán	178.041	180.457		
Lợi nhuận gộp	13.891	14.845	6,9%	Chúng tôi giữ nguyên dự báo biên gộp cả năm của PLX sẽ ở mức 7,6%.
Doanh thu tài chính	994	891		
Chi phí tài chính	1.508	1.125		Năm 2018, PLX ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá gần 600 tỷ do giai đoạn 06-09/2018 tỷ giá USD/VND có sự biến động mạnh (VND giảm giá 2,3% so với USD). Năm 2019, VND sau khi giảm giá 0,9% thì quay đầu tăng giá trở lại và đến Q3/2019 đã trở lại mặt bằng hồi đầu năm. Tính đến thời điểm giữa tháng 11/2019, tỷ giá USD/VND gần như không thay đổi so với thời điểm đầu năm 2019. BVSC dự báo thận trọng VND sẽ không mất giá thêm quá 1,0% cho giai đoạn còn lại của năm. Lỗ chênh lệch tỷ giá lũy kế 9T 2019 là 143 tỷ đồng, cả năm dự báo ở mức 270 tỷ đồng.
<p>Tỷ giá USD/VND</p> 				
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	865	807		
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	635	670		
Chi phí bán hàng	8.560	8.984		Chi phí bán hàng dự báo ở mức 4,6% trên doanh thu thuần, là mức bình quân của hai năm liền trước.

Chi phí quản lý doanh nghiệp	575	781	Chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo ở mức 0,4% trên doanh thu thuần, là mức bình quân của hai năm liền trước.
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	4.877	5.516	13,1%
Thu nhập khác	250	264	
Chi phí khác	85	90	
LNST	4.048	4.609	12,4%
LNST cổ đông công ty mẹ	3.650	4.215	
EPS	2.766	3.257	

Định giá và khuyến nghị

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh: Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp đứng đầu ngành kinh doanh xăng dầu (chiếm thị phần lớn nhất) ở các nước có điều kiện kinh tế tương đương với Việt Nam trong khu vực, để so sánh với PLX. Kết quả định giá theo phương pháp P/E là **67.200 đồng/cổ phần**, P/S là **77.100 đồng/cổ phần**.

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền: FCFE giá hợp lý là **65.000 đồng/cổ phần**, FCFF giá hợp lý là **71.800 đồng/cổ phần** dựa trên giả định giá dầu Brent sẽ duy trì quanh mức 60 USD/thùng trong năm 2019 và tỷ lệ trượt giá USD/VND là 2,0%. Tăng trưởng các nhu cầu các sản phẩm xăng, dầu diesel và nhiên liệu bay vào khoảng 4,5%/năm. Chúng tôi xin lưu ý trong mô hình định giá chưa tính đến các dự án kho LNG và các dự án dịch vụ gia tăng (cửa hàng tiện lợi, bảo dưỡng, rửa xe, quán cafe, etc) tại cửa hàng xăng dầu. Chi phí vốn cổ phần (Re) và chi phí vốn trung bình của công ty (WACC) được giả định lần lượt ở mức 11,5% và 8,7%.

Định giá	Giá kỳ vọng	Tỷ trọng	Giá bình quân
P/S	77.100	25%	19.300
P/E	67.200	25%	16.800
FCFE	65.000	25%	16.200
FCFF	71.800	25%	18.000
Giá trị hợp lý			70.300

Tổng hợp các phương pháp định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý đối với cổ phiếu PLX là **70.300 đồng/cổ phần**. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PLX.

Phụ lục các doanh nghiệp đứng đầu ngành bán lẻ xăng dầu trong khu vực						
Mã CK	Công ty	Mô tả	Nước	Vốn hóa (triệu USD)	P/S	P/E
9937 TT Equity	National Petroleum Co Ltd	Doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu niêm yết có vốn hóa lớn nhất Đài Loan, thông tin hạn chế.	Đài Loan	435	0,58	17,9
PTT TB Equity	PTT Public Company Ltd	Doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu lớn nhất Thái Lan, chiếm 37,8% thị phần xăng dầu tại nước này. Sở hữu 1.180 trạm xăng.	Thái Lan	1.242	0,55	13,2
PETD MK Equity	Petronas Dagangan Bhd	Doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu lớn nhất Malaysia, chiếm 31,0% thị phần xăng dầu tại nước này. Sở hữu 1.000 trạm xăng, đã phát triển chuỗi dịch vụ tiện ích gắn với cửa hàng xăng dầu (700 cửa hàng Kedai Mesra).	Malaysia	5.680	0,78	31,8
PCOR PM Equity	Petron Corp	Doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu lớn nhất Philippines, chiếm 30,4% thị phần tại nước này. Sở hữu hơn 2.400 trạm xăng, đã phát triển chuỗi dịch vụ tiện ích gắn với cửa hàng xăng dầu (San Mig Food Ave., Treats).	Philippines	842	0,08	23,7
Average					0,50	21,7

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Bình Nguyễn** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lời kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Đầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Trần Thị Thu Nga

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888