

Ngành xăng dầu

Báo cáo cập nhật Q2/2020

13/05/2020

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **48.837**

Giá thị trường (13/05/2020) 45.650

Lợi nhuận kỳ vọng 7,0%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	34.320-62.650
Vốn hóa (tỷ đồng)	54.242
SL cổ phiếu lưu hành	1.170.813.235
KLGD bình quân 10 ngày	1.295.404
% sở hữu nước ngoài	11,57%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bình Nguyễn

(84 24) 3928 8080 ext 213

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam Petrolimex

Mã giao dịch: PLX

Bloomberg: PLX VN

Dự báo kết quả kinh doanh cả năm 2020.

Trong mô hình dự báo, chúng tôi lựa chọn kịch bản giá dầu sẽ hồi phục nhẹ và đi ngang trong thời gian còn lại của năm. Như vậy, sẽ không có thêm quý nào PLX ghi nhận lỗ do giảm giá hàng tồn kho đột biến như Q1/2020.

- Giá định sản lượng tháng 04, 05, 06 lần lượt bằng 70%, 80% và 90% so với cùng kỳ năm ngoái. Nửa còn lại của năm 2019, dự báo thận trọng sản lượng xăng dầu xuất bán bằng 95% cùng kỳ năm ngoái.
- Giá sản các phẩm xăng dầu dự báo sẽ giảm từ 15-20% tùy sản phẩm trong kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 45 USD/thùng
- Biên lợi nhuận gộp cả năm dự báo ở mức 5,5%. Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do Q1 và Q2, PLX nói riêng và các doanh nghiệp xăng dầu đầu mỗi đều phải chiết khấu mạnh để bán được hàng.

Cho cả năm 2020, chúng tôi điều chỉnh dự báo doanh thu và lợi nhuận của PLX lần lượt xuống mức 170.643 tỷ đồng và 1.092 tỷ đồng, giảm lần lượt 10,0% và 73,7% so với cùng kỳ năm ngoái. Doanh thu giảm do cả giá bán và sản lượng xuất bán các sản phẩm xăng dầu đều giảm. Lợi nhuận giảm mạnh chủ yếu do lỗ giảm giá hàng tồn kho do đặc thù kinh doanh, PLX phải duy trì một khối lượng hàng tồn kho tương đối lớn với số ngày tồn kho trung bình khoảng 20 ngày. Ngoài ra, việc chiết khấu để bán được hàng trong bối cảnh giá các sản phẩm xăng dầu có xu hướng giảm mạnh đã khiến biên lợi nhuận gộp của PLX rơi xuống mức thấp lịch sử.

Định giá và khuyến nghị đầu tư.

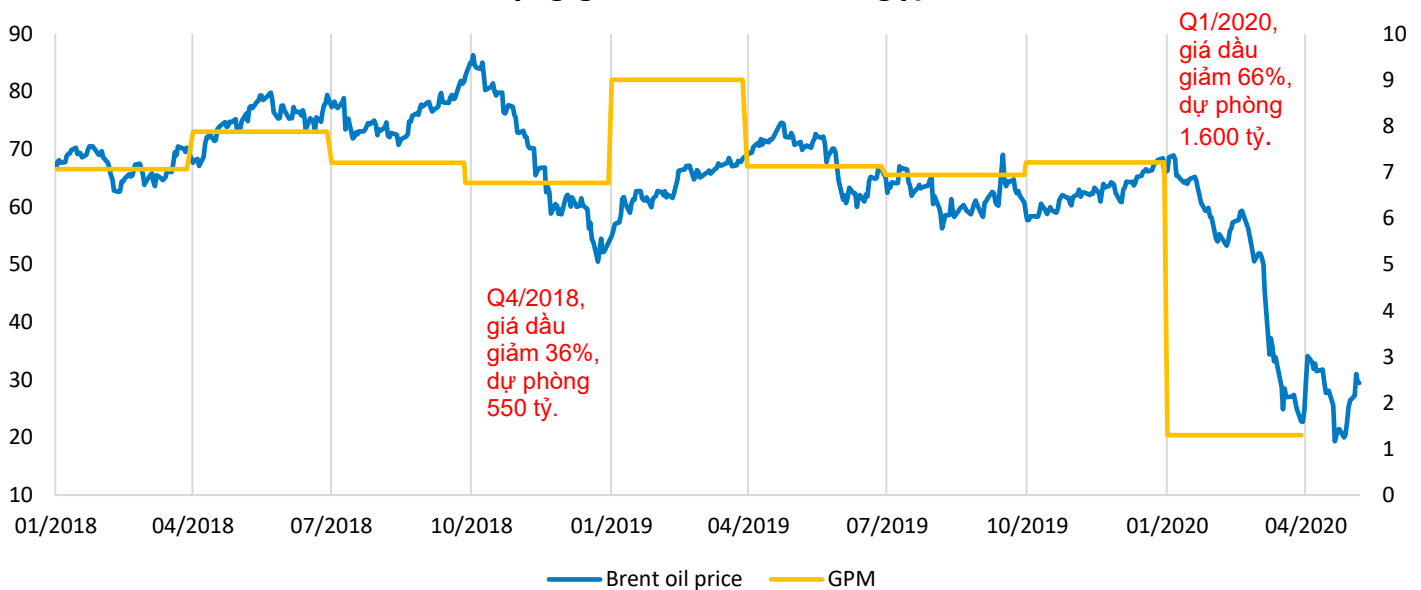
Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E, P/B và P/S lịch sử và khu vực là **48.837 đồng/cổ phần**, khuyến nghị **NEUTRAL**. Chúng tôi xin lưu ý, dự báo và định giá được xây dựng dựa trên kịch bản dịch bệnh không quay trở lại và Việt Nam mở cửa bình thường cho đến hết năm 2020, kết quả kinh doanh của PLX theo đó sẽ dần được cải thiện trong các quý tiếp theo.

Phương pháp	P/E	P/B	P/S	Giá trị hợp lý
Bình quân khu vực	17.223	46.938	64.109	42.757
Bình quân lịch sử	17.139	82.297	65.316	54.918
				48.837

Ảnh hưởng của dịch bệnh đến hoạt động của PLX

PLX đã công bố kết quả kinh doanh Q1/2020, với doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 38.478 tỷ đồng và -1.893 tỷ đồng, giảm 8,3% và 257,6% yoy. Kết quả Q1 âm chủ yếu do khoản trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho khoảng 1.600 tỷ đồng do giá dầu đã giảm xuống mức kỷ lục hồi tháng 03. Lỗ chênh lệch tỷ giá trong Q1 cũng đạt 123 tỷ đồng do từ đầu năm đến nay tỷ giá USD/VND biến động mạnh.

Biến động giá dầu thô và biên gộp PLX



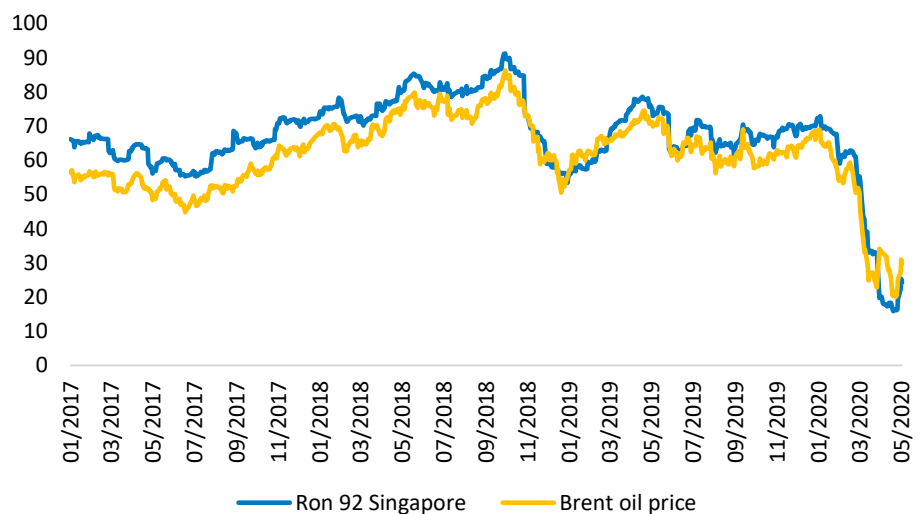
Biên gộp của PLX đã rơi xuống mức thấp lịch sử 1,3% trong Q1/2020. Sản lượng xăng dầu bán ra trên toàn hệ thống PLX giảm 10% so với cùng kỳ do chịu ảnh hưởng của dịch bệnh. Việc giá dầu Brent giảm mạnh liên tục từ mức 66,3 USD/thùng đầu quý xuống còn 22,7 USD/thùng vào thời điểm cuối quý (tương ứng giảm 66%) khiến cho tất cả các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đều gặp khó khăn trong việc bán hàng do các đại lý tổng/đại lý cũng có động thái giảm nhập hàng để tránh nguy cơ ghi nhận lỗ do giảm giá hàng tồn kho. Sản lượng suy giảm cùng với việc phải chiết khấu cho các đại lý/tổng đại lý để bán được hàng khiến lợi nhuận của PLX rơi xuống mức âm lịch sử. Nếu không tính khoản trích lập dự phòng do giảm giá hàng tồn kho thì PLX cũng sẽ lỗ khoảng 3-400 tỷ đồng.

So sánh với thời điểm Q4/2018, khi giá dầu Brent cũng rơi từ mức đỉnh 84,9 USD/thùng đầu quý xuống 54,4 USD/thùng cuối quý (tương ứng giảm 36%), PLX cũng phải ghi nhận dự phòng giảm giá hàng tồn kho 550 tỷ đồng. Biên gộp của PLX giai đoạn này cũng rơi xuống mức 6,8% là mức thấp nhất trong vòng 4 năm tại thời điểm đó. Tuy nhiên, biên độ giảm chỉ bằng 1/2 so với năm Q1/2020 cũng như sản lượng không bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh giúp PLX vẫn duy trì được lợi nhuận dương.

Về tình hình sử dụng quỹ BOG, trong các giai đoạn giá dầu giảm mạnh, PLX thường sẽ chủ động nâng mức trích quỹ BOG đối với các sản phẩm xăng lên trên mức 300 đồng/lít để chuẩn bị cho những lần tăng giá có thể xảy đến trong tương lai. Chúng tôi xin nhắc lại, quỹ BOG là một tài khoản được mở riêng và theo dõi tại ngân hàng, trên nguyên tắc không liên quan đến lợi nhuận của PLX. Cụ thể, trong các kỳ điều hành của Q1/2020, mức trích quỹ từng loại sản phẩm như sau:

	31/12/19	15/01/20	30/01/20	14/02/20	29/02/20	15/03/20	29/03/20	13/04/2020
Xăng các loại	400	400	500	600	500	800	1.150	1.400
Xăng E5	100	100	100	100	100	200	300	400
Dầu hỏa	100	100	400	700	700	800	1.150	1.400
Điêzen	100	100	500	700	700	800	1.150	1.400
Mazut các loại	300	300	200	200	100	100	450	200

Triển vọng PLX trong giai đoạn còn lại của năm 2020



Sau khi OPEC đạt được thỏa thuận cắt giảm 10 triệu thùng dầu/ngày có hiệu lực từ 01/05/2020, giá dầu đã thoát đáy và đang có xu hướng tăng trở lại. Điều này sẽ giúp PLX tránh khỏi việc ghi nhận một khoản lỗ do giảm giá hàng tồn kho khổng lồ như hồi Q1/2020. Theo tính toán của chúng tôi, PLX có thể ghi nhận hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho khoảng 150 tỷ đồng trong Q2/2020. Do tình hình giá dầu diễn biến khó lường, chúng tôi lựa chọn kịch bản giá dầu sẽ hồi phục nhẹ và đi ngang trong thời gian còn lại của năm. Như vậy, sẽ không có thêm quý nào PLX ghi nhận lỗ do giảm giá hàng tồn kho đột biến như Q1/2020.

Giá sản các phẩm xăng dầu dự báo sẽ giảm từ 15-20% tùy sản phẩm trong kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 45 USD/thùng, dự báo giá một số loại sản phẩm chính như trong bảng dưới đây. Chúng tôi giả định mức trích quỹ BOG trung bình đối với sản phẩm xăng trong năm 2020 là 800 đồng/lít.

	Trung bình 2019 (VND/lít)	Dự báo trung bình 2020 (VND/lít)	Thay đổi (%)
Xăng Ron 95	20.132	16.200	-19,5%
Xăng E5 Ron 92	18.932	15.700	-17,1%
Dầu DO	16.616	13.500	-17,4%

Về sản lượng xuất bán, do Việt Nam có thời gian 3 tuần từ ngày 01/04 – 21/04 chịu sự giãn cách xã hội, sản lượng của PLX trong Q2/2020 chắc chắn sẽ chịu ảnh hưởng mạnh. Chúng tôi giả định sản lượng xuất bán của PLX trong tháng 04/2020 đạt 70%, 80% vào tháng 05/2020 và 90% trong tháng 06/2020 so với cùng kỳ năm ngoái. Nửa còn lại của năm, tổng sản lượng xăng dầu xuất bán của PLX chúng tôi dự báo thận trọng đạt 95% so với cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi điều chỉnh mức độ mất giá của VND so với USD trong báo cáo trước lên mức 2% cho cả năm 2020. Từ đầu năm đến nay, VND đã mất giá 0,7% so với USD. Riêng trong Q1/2020, VND mất giá 2,0%. Cả năm dự báo PLX sẽ ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 200 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

Chỉ tiêu	2020	2019	% yoy	Cơ sở dự báo
Doanh thu	170.643	189.604	-10,0%	Doanh thu giảm do giá bán sản phẩm giảm, ngoài ra sản lượng xăng dầu xuất bán cũng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. Giả định sản lượng tháng 04, 05, 06 lần lượt bằng 70%, 80% và 90% so với cùng kỳ năm ngoái. Nửa còn lại của năm 2019, dự báo thận trọng sản lượng xăng dầu xuất bán bằng 95% cùng kỳ năm ngoái.
Giá vốn hàng bán	161.258	175.434	-8,1%	
Lợi nhuận gộp	9.385	14.169	-33,8%	Biên lợi nhuận gộp cả năm dự báo ở mức 5,5%. Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh do Q1 và Q2, PLX nói riêng và các doanh nghiệp xăng dầu đầu mối đều phải chiết khấu mạnh để đẩy được hàng.
Doanh thu tài chính	994	1.004	-1,0%	
Chi phí tài chính	1.008	966	4,3%	Lỗ chênh lệch tỷ giá dự báo đạt 400 tỷ đồng, dựa trên giả định cả năm VND sẽ mất giá 2% so với USD.
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>797</i>	<i>791</i>	<i>0,7%</i>	
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	582	646	-10,0%	
Chi phí bán hàng	7.852	8.702	-9,8%	Chi phí bán hàng được giả định bằng 4,6% doanh thu, bằng bình quân 3 năm liền trước.

Chi phí quản lý doanh nghiệp	664	640	3,9%	Chi phí quản lý doanh nghiệp được giả định bằng 0,4% doanh thu, bằng bình quân 3 năm liền trước.
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	1.436	5.511	-73,9%	
Thu nhập khác	181	202		
Chi phí khác	59	65		
LNST	1.247	4.677		
LNST cổ đông công ty mẹ	1.092	4.158	-73,7%	
EPS	932	3.166		

Khuyến nghị

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E, P/B và P/S lịch sử và khu vực là **48.837 đồng/cổ phần**, khuyến nghị **NEUTRAL**.

Phương pháp	P/E	P/B	P/S	Giá trị hợp lý
Bình quân khu vực	17.223	46.938	64.109	42.757
Bình quân lịch sử	17.139	82.297	65.316	54.918
				48.837

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm như trong các báo cáo trước, PLX là doanh nghiệp đầu ngành có hoạt động kinh doanh ổn định và hiệu quả bậc nhất trong lĩnh vực bán lẻ xăng dầu. Trong kịch bản tình hình dịch bệnh tại Việt Nam tiếp tục tiến triển tốt, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh sẽ sớm được cải thiện và thể hiện trong các quý tiếp theo khi nhu cầu sử dụng xăng dầu trở lại bình thường và giá dầu thô được đánh giá là đã tạo đáy vào tháng 04/2020.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, **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, lôi 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, ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@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

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@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



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