

Ngành:	Xăng dầu		2016	2017F	2018F	Tóm tắt thông tin IPO
Ngày báo cáo:	05/01/2017	Tăng trưởng DT	-22,9%	29,0%	9,9%	Phương pháp IPO: Đấu giá
Giá IPO:	13.400VND	Tăng trưởng EPS	-19,4%	-0,7%	23,4%	Giá IPO (dự kiến): 13.400VND
		Biên LN gộp	6,9%	5,1%	5,8%	Số cổ phiếu chào bán: 206,8tr
		Biên LN ròng	1,3%	1,0%	1,0%	Cổ phần chào bán: 20%
		EV/EBITDA	13,1x	16,0x	10,9x	Ngày chào bán dự kiến: 25/01/2018
		Giá CP/Dòng tiền HĐ	44,1x	NM	21,9x	Niêm yết: sàn UPCoM, 90 ngày sau IPO
		P/E	29,3x	29,4x	23,9x	
GT vốn hóa:	610.5tr USD		PVOil	Peers*	VNI	
Room KN:	49%	P/E* (trượt)	29,4x	22,2x	19,0x	Tổng quan công ty:
GTGD/ngày (30n):	n/a	P/B (hiện tại)	1,5x	1,4x	2,8x	PVOil là nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai tại Việt Nam và Lào với thị phần lần lượt 22% và 20% (bán lẻ). Công ty là đơn vị độc quyền xuất khẩu dầu thô cho Chính phủ Việt Nam và cung cấp dầu thô cho các nhà máy lọc dầu trong nước. Các mảng kinh doanh khác bao gồm: pha chế xăng và dầu nhờn, sản xuất và phân phối nhiên liệu sinh học.
Cổ phần Nhà nước:	100%	Nợ ròng/CSH	-22,8%	-29,3%	NA	
SL cổ phiếu lưu hành	1.03 tỷ	ROE	5,4%	15,1%	14,8%	
Pha loãng	1.03 tỷ	ROA	2,4%	6,4%	2,5%	

* Dựa theo số trung vị của các CT cùng ngành chuyên về phân phối xăng dầu bán lẻ

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên

Định Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Sẵn sàng cho việc tư nhân hóa

- Tổng CT Dầu Việt Nam (PVOil) có kế hoạch chào bán 20% cổ phần cho công chúng và 45% cho NĐT chiến lược trong tháng 12/2017, tương ứng với 122 triệu USD cho NĐT tài chính và 272 triệu USD cho NĐT chiến lược theo mức giá IPO. Sau đợt IPO, cơ cấu sở hữu Nhà nước sẽ giảm còn 35,1%, do đó, NĐT chiến lược có thể chủ động quản lý và vận hành công ty.
- Chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu và EPS 2018 đạt lần lượt 9,1% và 23,4%, đến từ tăng trưởng biên LN với đóng góp gia tăng của các trạm xăng COCO (cây xăng tự quản lý & vận hành) & sản lượng xăng sinh học E5 gia tăng.
- Mở rộng hệ thống ~540 trạm xăng sở hữu thêm 150 trạm/năm từ năm 2019 trở đi sẽ giúp gia tăng thị phần của công ty lên 35%, gia tăng tỷ trọng của mảng COCO vốn có biên LN cao, và thúc đẩy EPS đạt tăng trưởng kép (CAGR) 25,0% trong giai đoạn 2018-2022.
- PVOil có kế hoạch chi trả 300-590 đồng cổ tức tiền mặt/CP (lợi suất 2,2-4,4%).

Hệ thống phân phối và kho chứa rộng khắp trên toàn quốc. PVOil sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp trên toàn quốc với ~540 trạm xăng do công ty quản lý và vận hành (COCO) và 3.000 trạm xăng do đại lý sở hữu và vận hành (DODO), nằm tại các vị trí chiến lược ở 63 tỉnh thành. Ngoài ra, PVOil cũng có 29 kho xăng dầu trên khắp cả nước với công suất khoảng 1 triệu m3.

Tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu nhanh chóng là nền tảng vững chắc cho phát triển của PVOil. BMI ước tính tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam sẽ đạt 4,7% trong vòng 5 năm tới, là cao hơn nhiều so với tỷ lệ tăng trưởng 1,3% toàn cầu. Tăng trưởng sẽ được dẫn dắt bởi tỷ lệ ô tô thấp của Việt Nam, thuế ô tô thấp hơn và sản lượng công nghiệp mạnh mẽ đạt 7,5-8%/năm. Nỗ lực của Chính phủ nhằm giảm xăng dầu buôn lậu cũng sẽ làm tăng doanh số bán hàng của các DN chân chính.

Yêu cầu sử dụng xăng E5 sẽ giúp cải thiện biên LN và giúp các nhà máy nhiên liệu sinh học (NLSH) hoạt động trở lại. Theo yêu cầu của Chính phủ, xăng RON92 được thay bằng xăng E5 từ ngày 01/01/2018. E5 có chi phí định mức (200 đồng/lít) cao hơn so với xăng RON92, tương ứng với biên LN cao hơn cho PVOil. Hiệu suất hoạt động của các nhà máy NLSH liên kết của PVOil sẽ cải thiện đáng kể.

Tăng trưởng trong thời gian tới sẽ được thúc đẩy bởi hoạt động thâm tóm và sáp nhập (M&A). Chúng tôi ước tính PVOil sẽ gia tăng ~540 trạm COCO hiện tại lên 1.216 trạm COCO vào năm 2022, giúp gia tăng đóng góp của kênh COCO trong tổng sản lượng từ mức 22% lên 39% vào năm 2022.

Các mảng kinh doanh ngoài xăng dầu sẽ mang lại tiềm năng tăng trưởng khác. PVOil đặt kế hoạch vốn XDCB 154 triệu USD cho các mảng kinh doanh phi xăng dầu bao gồm cửa hàng tiện lợi/chăm sóc ô tô/rửa xe nhằm tạo ra lợi nhuận khoản 7 triệu USD trong giai đoạn 2019-2020. Tuy nhiên, chúng tôi chưa ghi nhận mảng này vào mô hình kinh doanh của chúng tôi khi không có đủ thông tin chi tiết.

Khả năng tài chính mạnh mẽ. PVOil có khoản tiền mặt tại quỹ 235 triệu USD với tỷ lệ đòn bẩy ròng âm 0,25 tính đến tháng 6/2017. Con số này sẽ đủ để tài trợ vốn XDCB và ngân sách M&A 318 triệu USD mà không cần tăng vốn.

MỤC LỤC

THÔNG TIN VỀ IPO/ NIÊM YẾT	3
NGÀNH PHÂN PHỐI XĂNG DẦU VIỆT NAM	5
TỔNG QUAN CÔNG TY	16
MÔ HÌNH KINH DOANH	19
CHIẾN LƯỢC 2018-2022	30
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH	31
TRIỂN VỌNG 2017 – PVOil Lào hoạt động kém, chi phí đầu vào tăng và sản lượng ủy thác XNK giảm ảnh hưởng đến lợi nhuận từ HĐKD	35
TRIỂN VỌNG 2018-2022	36
NHÀ ĐẦU TƯ CHIẾN LƯỢC	41
ĐỊNH GIÁ	43
RỦI RO	44
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	45
PHỤ LỤC	46

THÔNG TIN VỀ IPO/ NIÊM YẾT

Cơ cấu IPO

Chào bán cạnh tranh: PVOil sẽ chào bán 206,8 triệu cổ phần (20% vốn điều lệ) cho công chúng với giá khởi điểm dự kiến 13.400 đồng/CP, tương ứng với giá trị chào bán tổng cộng 2.800 tỷ đồng tại mức giá khởi điểm.

Chào bán cho CB-CNV: PVOil sẽ bán 1,9 triệu cổ phần (0,18% vốn điều lệ) cho CB-CNV.

Chào bán cho NĐT chiến lược: PVOil sẽ bán 460 triệu cổ phần (44,72% vốn điều lệ) cho các NĐT chiến lược đạt được các tiêu chuẩn của PVOil đặt ra.

Hình 1: Cơ cấu cổ phần theo kế hoạch cổ phần hóa

	Cổ đông	Số cổ phiếu	GT cổ phần (tỷ đồng) @ mệnh giá	Sở hữu %
1	Cổ phần Nhà nước	363.014.555	3.630,1	35,10%
2	Phát hành cổ phiếu ưu đãi cho CB-CNV (ESOP)	1.864.300	18,6	0,18%
2.1	Phát hành cổ phiếu cho CB-CNV theo thâm niên công tác	813.800	8,1	0,08%
2.2	Phát hành cổ phiếu cho CN-CNV theo cam kết làm việc	1.050.500	10,5	0,10%
3	Cổ phần bán đấu giá công khai IPO	206.845.900	2.068,4	20,00%
4	Cổ phần bán đối tác chiến lược	462.504.754	4.625,0	44,72%
	Tổng cộng	1.034.229.500	10.342,3	100,00%

Nguồn: PVOil

Lịch trình IPO

Hình 2: Lịch trình IPO

08/12/2017	• Chính phủ phê duyệt kế hoạch cổ phần hóa
11-12/01/2018	• PVOil tổ chức roadshow tại Hà Nội và TP. HCM
22/12 - 17/01/2018	• NĐT đăng ký và thực hiện đặt cọc cho phiên đấu giá
25/01/2018	• HOSE công bố kết quả đấu giá
Thời gian niêm yết	• PVOil sẽ niêm yết trên sàn UPCoM trong 90 ngày sau IPO

Nguồn: PVOil.

Chào bán cho đối tác chiến lược

Các điểm chính trong việc bán cổ phần chiến lược:

- **Số lượng các NĐT chiến lược tiềm năng:** tối đa 3 NĐT theo quy định. Theo ban lãnh đạo PVOil, con số lý tưởng là 2 NĐT chiến lược.
- **Giá bán:** sẽ không thấp hơn giá đấu thành công bình quân của cuộc đấu giá công khai.
- **Tối đa cổ phần chào bán cho NĐT chiến lược:** bằng 49% trừ X%, trong đó, X là lượng phần trăm chào bán cho thành công cho NĐT nước ngoài trong thông qua IPO.
- **NĐT mục tiêu tiềm năng:** NĐT mục tiêu nên là NĐT tài chính, các NĐT hoạt động trong ngành công nghiệp hoặc nhóm các NĐT.
- **Các tiêu chí lựa chọn chính:** khả năng tài chính mạnh mẽ (vốn điều lệ tối thiểu 2.000 tỷ đồng), có kinh nghiệm chuyên sâu trong phân phối xăng dầu, đặc biệt là kinh nghiệm trong phát triển

các dịch vụ tiện ích ngoài xăng dầu để có thể hỗ trợ PVOil trong phát triển các dịch vụ tại các trạm xăng của PVOil.

- Cam kết: (1) Duy trì các mảng kinh doanh cốt lõi của và thương hiệu của PVOil ít nhất là 10 năm từ ngày trở thành cổ đông chiến lược, (2) Cho phép PVOil tiếp tục mua sản phẩm xăng dầu từ các nhà máy nhà dầu Nghi Sơn và Bình Sơn trong ít nhất là 10 năm sau khi cổ phần hóa với sản lượng tối thiểu tương ứng với thị phần của 2 nhà máy này trong tổng nhu cầu của Việt Nam; và (3) Cho phép PVOil tiếp tục thoái vốn khỏi PETEC theo kế hoạch đã phê duyệt trước đó.
- Thời gian hạn chế giao dịch: Không được phép chuyển nhượng cổ phần trong vòng ít nhất 10 năm sau thời điểm PVOil trở thành công ty cổ phần.
- Yêu cầu cho NĐT nước ngoài: là NĐT đã tham gia hoặc có cam kết đầu tư vào các dự án lọc hóa dầu tại Việt Nam.
- Phương pháp bán cổ phần: Thỏa thuận trực tiếp hoặc chào bán cạnh tranh theo Thông tư 196/2011/TT-BTC.
- Quy trình bán cổ phần: Sau khi hoàn thành IPO. Việc bán cổ phiếu cho NĐT chiến lược dự kiến sẽ được hoàn thành trong vòng 3 tháng sau ngày kế hoạch cổ phần hóa được thông qua.

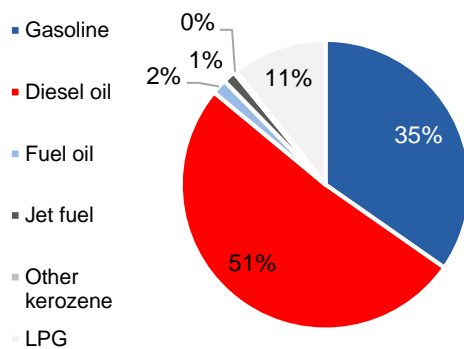
NGÀNH PHÂN PHỐI XĂNG DẦU VIỆT NAM

Sản phẩm xăng dầu

Xăng và dầu diesel là 2 loại sản phẩm cơ bản của ngành và được sử dụng chủ yếu trong ngành Giao thông – Vận tải (GTVT). Có rất nhiều loại sản phẩm xăng dầu được mô tả bên dưới:

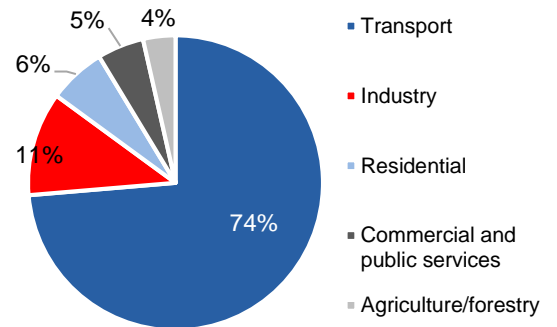
- **Xăng (RON92, RON95, E5):** Sử dụng cho xe máy và xe ô tô hành khách (xe ô tô cỡ nhỏ và xe tải).
- **Dầu diesel (DO 0,05S, DO 0,025S):** Sử dụng cho phương tiện thương mại (xe tải nặng), tàu hỏa, tàu thủy, sản xuất điện và tưới tiêu nông nghiệp.
- **Khác: Dầu nhiên liệu/mazut (FO 180 CST, FO 380 CST):** Sử dụng cho tàu thủy, sản xuất điện, thép xi măng và các vật liệu xây dựng khác; **Dầu hỏa (kerosene)** được sử dụng để thắp sáng, nấu ăn và công nghiệp nhẹ như in ấn; **LPG** được sử dụng nấu ăn và công nghiệp nhẹ.

Hình 3: Tiêu thụ xăng dầu tính theo sản phẩm



Nguồn: Bộ Công thương

Hình 4: Tiêu thụ xăng dầu theo từng lĩnh vực sử dụng



Nguồn: Bộ Công thương

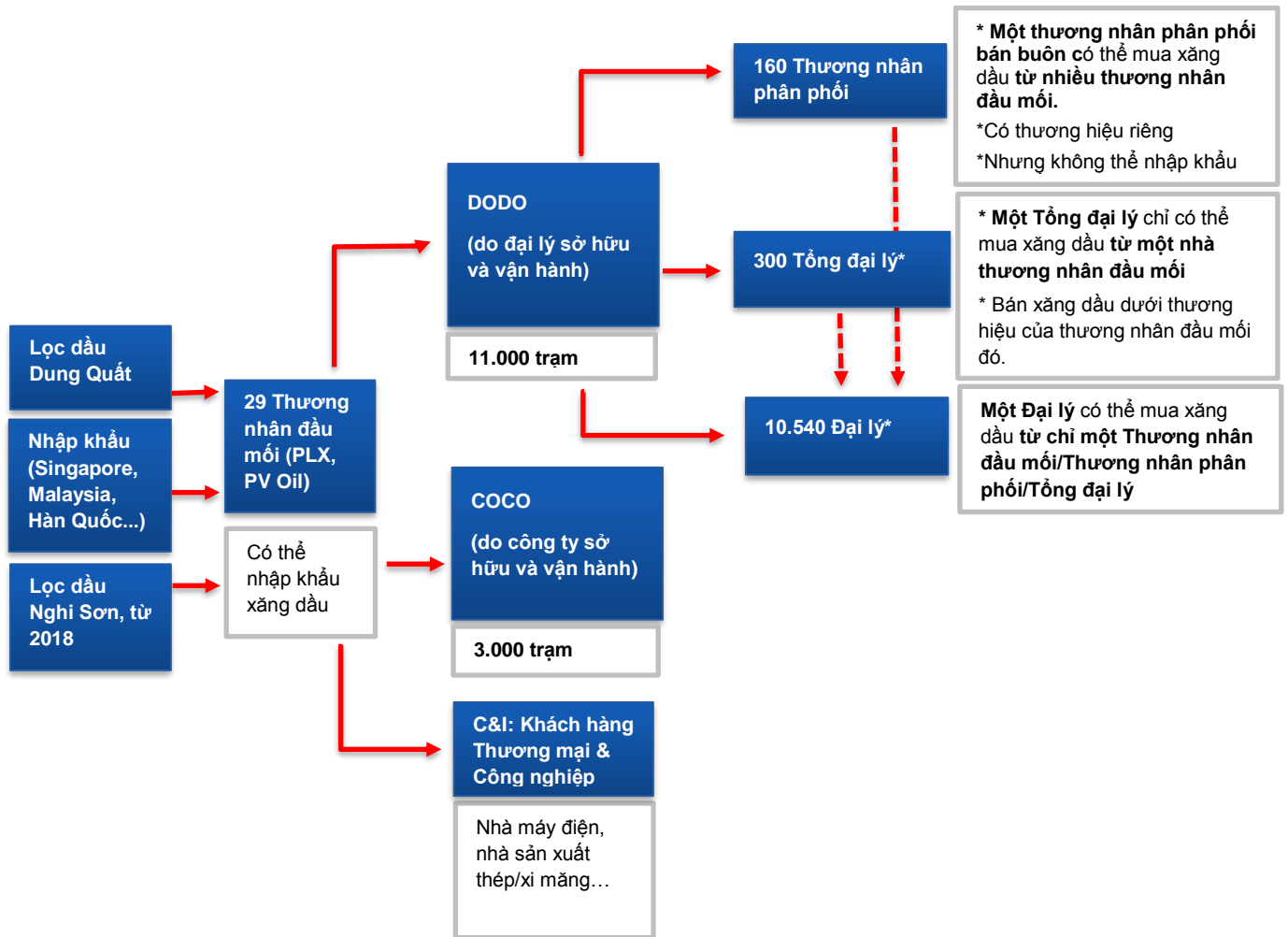
Các thành phần tham gia trong chuỗi giá trị xăng dầu

Hiện có 4 nhóm đang hoạt động trong ngành phân phối xăng dầu: (1) Thương nhân đầu mối, (2) Thương nhân phân phối, (3) Tổng đại lý và (4) Đại lý. Theo Nghị định 83/2014/NĐ-CP:

- Chỉ có các thương nhân đầu mối mới có thể nhập khẩu xăng dầu.
- Các thương nhân phân phối có thể mua xăng dầu từ nhiều thương nhân đầu mối và có thương hiệu riêng, nhưng không thể nhập khẩu xăng dầu. Trong khi đó, các tổng đại lý chỉ có thể mua xăng dầu từ một thương nhân đầu mối duy nhất và bán các sản phẩm dưới thương hiệu của thương nhân phân phối đó.
- Các đại lý có thể mua xăng dầu từ thương nhân đầu mối hoặc thương nhân phân phối hoặc tổng đại lý nhưng chỉ được mua từ một đối tượng trong nhóm này, và bán sản phẩm dưới thương hiệu tương ứng.

PLX và PVOil là 2 thương nhân đầu mối trong tổng cộng 29 thương nhân đầu mối ở Việt Nam.

Hình 5: Vị trí của PVOil trong chuỗi giá trị xăng dầu



Nguồn: Nghị định 83/2014/NĐ-CP, Hiệp hội Xăng dầu Việt Nam. Ghi chú: (*) Trong trường hợp Thương nhân đầu mối/Thương nhân phân phối/Tổng đại lý không phân phối nhiên liệu sinh học, Tổng Đại lý/Đại lý có thể mua xăng dầu từ một nhà phân phối/tổng đại lý khác cho mục đích mua bán nhiên liệu sinh học

Cơ hội lớn từ việc thu tóm các trạm xăng

Ngành xăng dầu có sự tập trung lớn tính theo thị phần

Chính phủ đang dần nới lỏng giới hạn của thị trường xăng dầu dẫn đến số lượng nhà phân phối chính đã tăng gấp đôi lên tổng cộng 29 nhà phân phối chính trong vòng 5 năm qua. Vì vậy, phần lớn thị phần vẫn thuộc về 5 nhà phân phối chính, PLX và PVOil đang chiếm 70% thị phần, 3 công ty lớn tiếp theo là Thành Lễ, Saigon Petro, Mipecorp chiếm 20% thị phần và hơn 24 nhà phân phối chính khác chỉ nắm giữ 10% thị phần. Tuy nhiên, các số liệu chính thức không tính số liệu các sản phẩm xăng dầu nhập lậu. Theo các công ty trong ngành, nếu sản phẩm nhập lậu được tính chung, thị phần của các công ty khác ngoài nhóm 5 công ty dẫn đầu có thể 20-30% thay vì 10%.

Hình 6: PVOil giữ thị phần lớn thứ hai ở Việt Nam



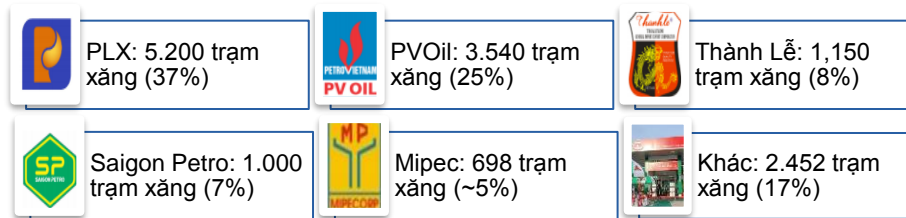
Nguồn: website của các công ty, Xăng dầu, Ghi chú: Thị phần dựa theo sản lượng bán

Tuy nhiên, vẫn còn dư địa mở rộng thông qua việc thu tóm trạm xăng

Xăng dầu được phân phối thông qua 14.000 trạm xăng, trong đó 5 công ty lớn nhất chỉ sở hữu và vận hành 3.000 COCO (20%) và hơn 11.000 trạm xăng thuộc các tổng đại lý, đại lý và thương nhân phân phối (DODO). Đối với các trạm COCO, các thương nhân đầu mối được hưởng đầy đủ chi phí và lợi nhuận định mức, trong khi ở các trạm DODO, các nhà phân phối này phải chia sẻ chi phí và lợi nhuận định mức với các thương nhân phân phối/tổng đại lý/đại lý.

Tương ứng với thị phần, số lượng cửa hàng xăng dầu (cả COCO và DODO) của PLX và PVOil chiếm lần lượt 37% và 25% tổng số trạm xăng của cả nước.

Hình 7: Số lượng CHXD COCO và DODO theo từng công ty



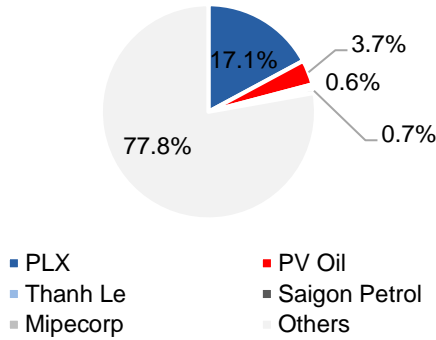
Nguồn: PLX, PVOil, Saigon Petro, Mipec, Thành Lễ.

Tiềm năng cho các thương nhân đầu mối để mở rộng thị phần là dự địa cho thu tóm trạm xăng. Tính theo các trạm COCO, số lượng COCO của PLX và PVOil tương ứng với 20,8% tổng trạm xăng của Việt Nam trong khi sản lượng COCO đáp ứng 38,1% trong tổng tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam. Con số này tương ứng với dư địa lớn để PVOil thu tóm và gia tăng sản lượng tương ứng.

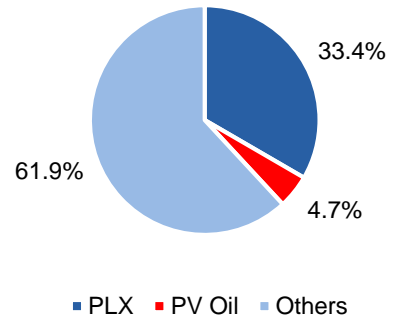
Chúng tôi cho rằng TP. HCM và Hà Nội vẫn có tiềm năng cho kế hoạch mở rộng số trạm COCO của PLX và PVOil, khi các trạm COCO hiện đang chiếm chỉ 15% và 27% tổng số trạm xăng ở TP. HCM và Hà Nội.

Hình 8: Cơ cấu trạm xăng COCO theo từng công ty

Hình 9: Cơ cấu sản lượng COCO theo từng công ty (*)

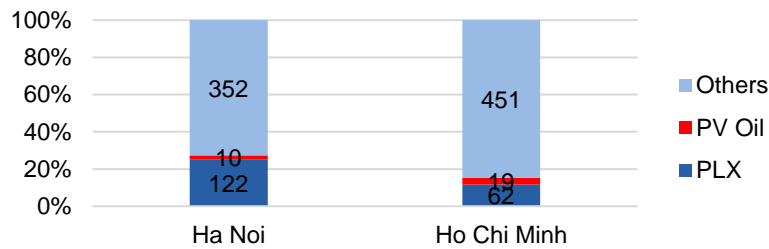


Nguồn: PLX, PVOil, Saigon Petro, Mipec, Thành Lễ.



Nguồn: PLX, PVOil, Bộ Công Thương, Wood Mackenzie, VCSC ước tính. Ghi chú: (*) không tính sản lượng cho các khách hàng C&I.

Hình 10: Số trạm xăng của PLX và PVOil tại TP. HCM và Hà Nội



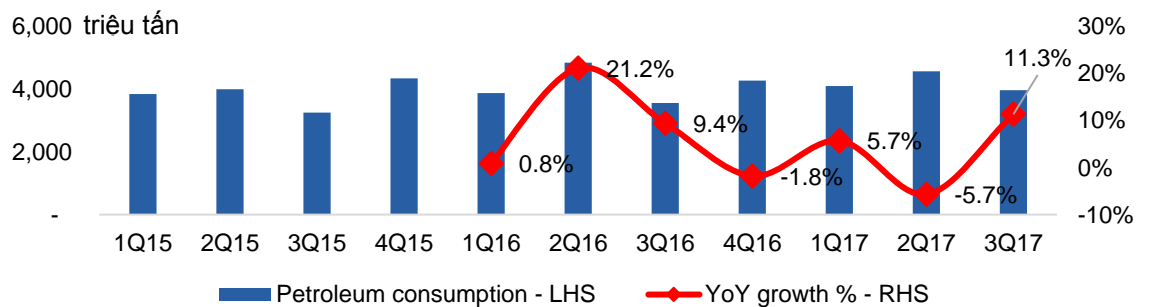
Nguồn: VCSC tổng hợp

Tăng trưởng cao của ngành nhờ sản lượng công nghiệp mạnh mẽ, thuế nhập khẩu ô tô thấp hơn và chuyển đổi từ xe máy lên ô tô

Lượng tiêu thụ xăng dầu tăng 7,9% trong 11 tháng 2017 so với 11 tháng 2016

Trong 11 tháng 2017 tổng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam tăng 7,9% YoY đạt 15,7 triệu tấn, được chúng tôi cho rằng đến từ 1/ Tăng trưởng GDP mạnh mẽ 7,46% trong quý 3 và 7,65% trong quý 4 (so với 6,4% và 6,68% trong cùng kỳ năm ngoái), 2/ Hiệu ứng tích cực từ việc áp dụng dán tem kiểm định (được nhắc đến chi tiết hơn bên dưới) đã giúp giảm sản lượng xăng dầu nhập lậu và gia tăng sản lượng xăng dầu có nguồn gốc xuất xứ hợp pháp. Trước đây, sản phẩm xăng dầu nhập lậu được phân phối thông qua nhiều trạm xăng và do đó đại lý có thể né thuế, làm ảnh hưởng số liệu tăng trưởng của ngành.

Hình 11: Tiêu thụ xăng dầu trong 9 tháng 2017



Nguồn: TCHQ, Lọc dầu Bình Sơn, VCSC ước tính

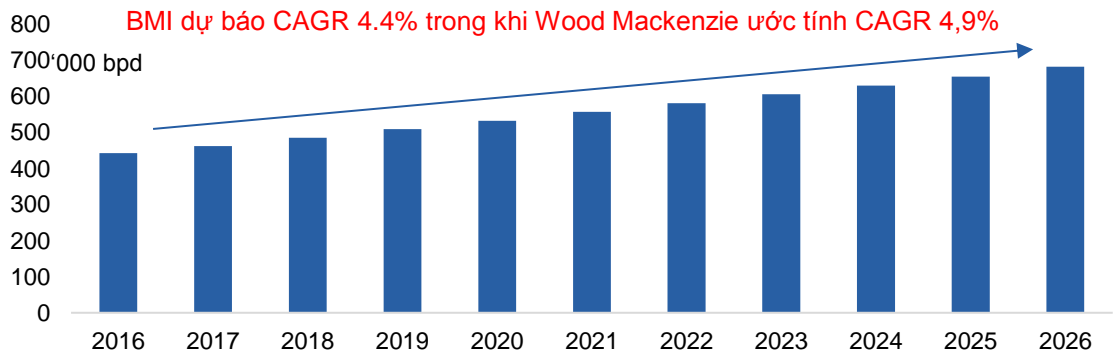
CAGR tiêu thụ xăng dầu đạt 4,7% trong vòng 5 năm tới

Theo BMI, tiêu thụ sản phẩm lọc dầu dự phóng sẽ tăng với CAGR 4,4% trong vòng 10 năm tới với giả định tăng trưởng GDP thực hàng năm 6,2%. Theo Ngân hàng Thế giới (WB), tăng trưởng GDP của Việt Nam ước tính sẽ đạt 6,5% trong 2018-2019. Do đó, tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu đạt xấp xỉ 70% tỷ lệ tăng trưởng GDP hàng năm.

Cũng theo BMI, tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ tăng với CAGR 4,7% trong vòng 5 năm tới, cao hơn nhiều so với dự phóng tỷ lệ tăng trưởng toàn cầu là 1,3%.

Cũng theo một dự báo khác từ VPA/Wood Mackenzie cho thấy tiêu thụ xăng dầu ước tính sẽ đạt 22,4 triệu tấn vào năm 2022 và 29,9 triệu tấn vào năm 2025. Con số này tương ứng với CAGR cao hơn đạt 4,9% trong vòng 10 năm tới.

Hình 12: Dự báo tiêu thụ sản phẩm lọc dầu của Việt Nam trong 10 năm ('000 bpd)



Nguồn: BMI, Wood Mackenzie.

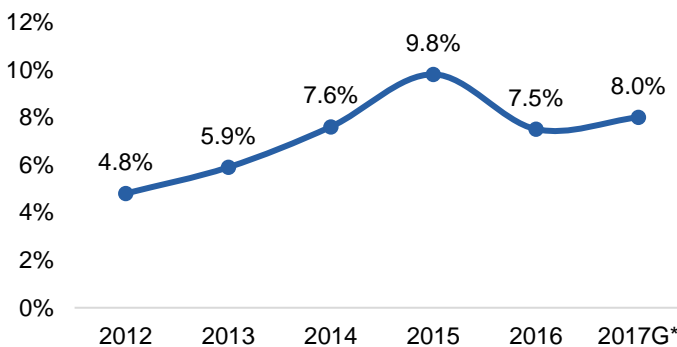
Mức tăng trưởng tiêu thụ dự kiến 4,7-4,9% đến từ:

1/ Sản xuất công nghiệp mạnh mẽ sẽ dẫn đến mức gia tăng của hàng hóa vận chuyển bằng xe tải và tàu thủy, cũng như nhu cầu dầu nhiên liệu và dầu diesel cho máy móc và nhà máy.

2/ Sự chuyển đổi từ xe máy sang ô tô sẽ dẫn dắt nhu cầu tiêu thụ trở nên đáng kể hơn khi xe ô tô thường tiêu thụ 6-8 lít xăng mỗi 100km, gấp 3-4 lần so với xe máy.

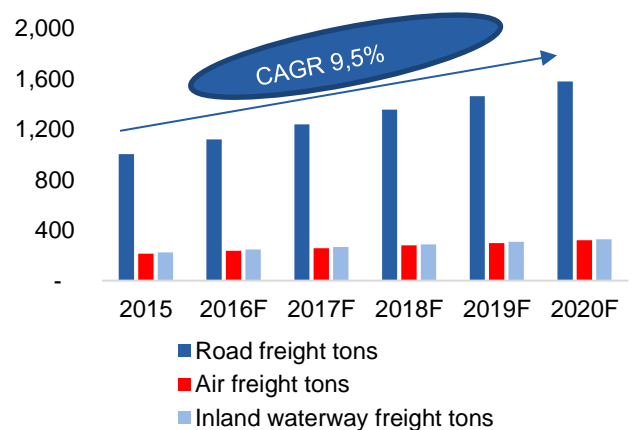
3/ Thuế nhập khẩu thấp hơn sẽ gia tăng lượng sở hữu xe. Theo Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA), thuế nhập khẩu ô tô từ các nước ASEAN sẽ giảm từ 50% trong năm 2015 còn 40% trong năm 2016, 30% trong năm 2017 và 0% năm 2018.

Hình 13: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam (IIP)



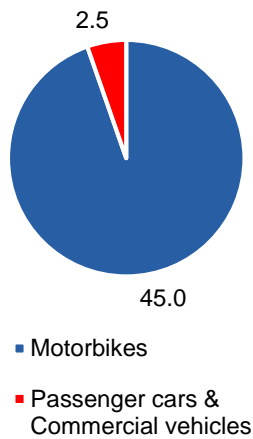
Nguồn: TCTK, (*) kế hoạch của Bộ Công thương tính đến cuối năm 2016, nhằm đạt tăng trưởng GDP 6,7%

Hình 14: Triển vọng vận tải hàng hóa (triệu tấn)



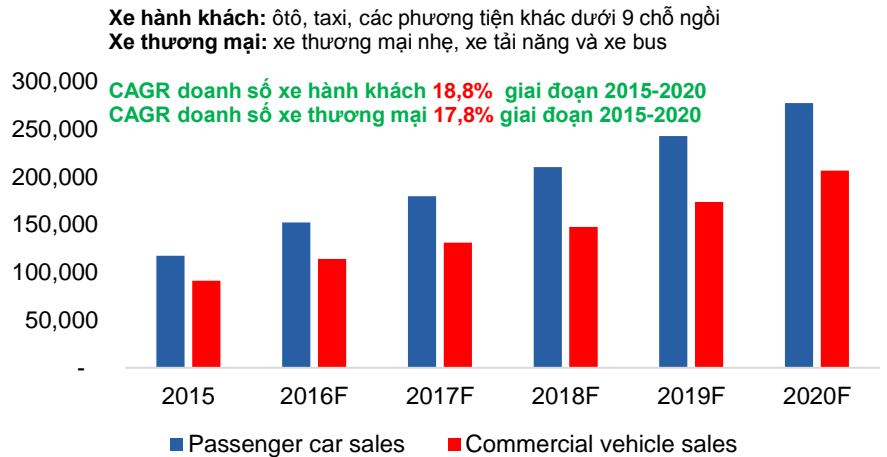
Nguồn: BMI

Hình 15: Số lượng phương tiện tại Việt Nam (triệu)



Nguồn: Bộ Công thương

Hình 16: Triển vọng bán xe hành khách và xe thương mại tại Việt Nam



Nguồn: OICA

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động thương mại trong quý 2/2018, cùng với nhà máy Dung Quất có thể đáp ứng 90% nhu cầu trong nước.

Nhà máy lọc dầu Dung Quất hiện đang đáp ứng 1/3 nhu cầu xăng dầu của Việt Nam, với phần còn lại đến từ nhập khẩu chủ yếu là Singapore. Nhà máy lọc dầu thứ hai, Nghi Sơn, có kế hoạch sản xuất thương mại từ quý 2/2018. Nhà máy Nghi Sơn hoạt động 100% công suất sẽ giúp công suất trong nước đạt 60% tổng nhu cầu xăng dầu trong nước, làm giảm nhập khẩu trong tương lai.

Nhà máy Nghi Sơn hiện đang gặp vấn đề kỹ thuật và đang đẩy nhanh tiến độ để đáp ứng mọi yêu cầu kỹ thuật trước khi đi vào hoạt động. Tính đến cuối tháng 10/2017, nhà máy Nghi Sơn đã hoàn thành 97,8% hợp đồng EPC trong khi chuẩn bị cho giai đoạn thử nghiệm đã hoàn thành 37%. Do đó, nhà máy này có kế hoạch đi vào hoạt động sản xuất thương mại từ quý 2/2018 và có kế hoạch bàn giao 5,3 triệu tấn sản phẩm dầu thô trong năm 2018 (hiệu suất hoạt động 64%).

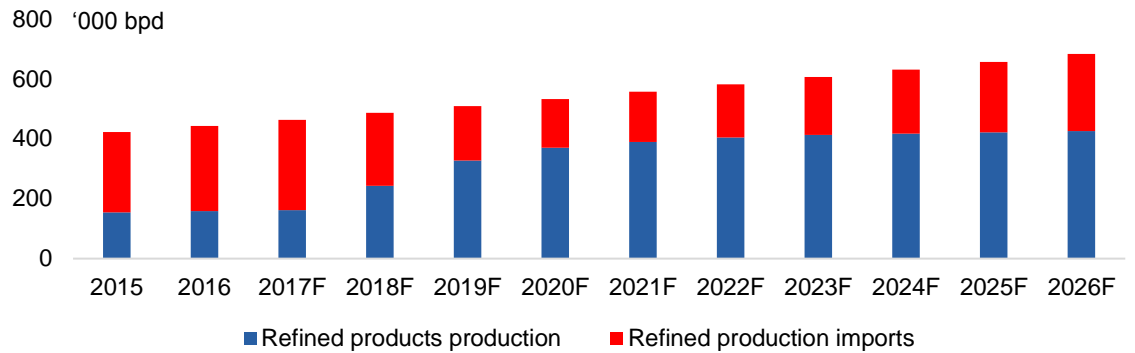
Trong khi đó, nhà máy lọc dầu Dung Quất có kế hoạch mở rộng để tăng công suất từ 6,5 triệu tấn/năm lên 8,5 triệu tấn/năm. Thời gian sớm nhất mà hợp đồng EPC được ký kết là trong quý 4/2018 và nhà máy có kế hoạch chạy thử vào cuối năm 2021 và đi vào hoạt động chính thức trong quý 1/2022. Khi quá trình mở rộng Dung Quất hoàn tất, sản xuất trong nước có thể đáp ứng tổng nhu cầu và giảm phụ thuộc vào sản phẩm nhập khẩu.

Hình 17: Các dự án lọc dầu tại Việt Nam

Tên dự án	Công suất (triệu tấn/năm)	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Tình trạng	Chủ đầu tư
Dung Quất	6,5	3,0	Đang hoạt động	PVN
Mở rộng Dung Quất	2,0	2,0	Hoàn thành FEED	PVN
Nghi Sơn	10,0	9,0	Hoạt động thương mại bị trì hoãn từ quý 4/2017 sang quý 2/2018	Idemitsu Kosan, Kuwait & PVN
Long Sơn	9,5	5,4	Ký kết hợp đồng trong tháng 4/2017	SCG Group (Thái Lan 71%) & PVN (29%)
Vũng Rô	8,0	4,0	Giải tỏa mặt bằng	Technostar Management Limited
Nam Vân Phong	N/a	6,0	Đang đề xuất	Petrolimex & JX Nippon

Nguồn: Refineries, VCSC.

Hình 18: Nguồn cung trong nước và nhu cầu nhập khẩu của sản phẩm lọc dầu



Nguồn: BMI quý 4/2017

Nhiên liệu sinh học E5 và RON95 sẽ thay thế xăng RON92 trên toàn quốc kể từ ngày 01/01/2018

Nhiên liệu sinh học E5 bao gồm 5% ethanol (E100) và 95% xăng RON92. Chính phủ đã ban hành QĐ 177/2007/QĐ-TTg về phát triển công suất ethanol và Nghị định 53/2012/QĐ-TTg, TT 113/QĐ-BCT và TTr 23/CT-TTg về việc áp dụng E5 và E10 trên quy mô lớn. Cụ thể, xăng E5 được phân phối rộng khắp tại 7 tỉnh thành lớn kể từ năm 2014, sau đó mở rộng lên toàn quốc.

Chính phủ đã ban hành Thông báo 255/TB-VPCP ngày 06/06/2017, nhằm triển khai thay thế xăng A92 bằng E5 trên toàn quốc bắt đầu từ năm 2018. Chính sách này nhằm bảo vệ môi trường. Chính sách này sẽ có tác động tích cực đến PVOil khi nhu cầu gia tăng cho ethanol sẽ đảm bảo sản lượng cho 3 nhà máy nhiên liệu sinh học cho PVOil sẽ được hoạt động trở lại.

Tính theo công suất sản xuất ethanol, hiện có đủ công suất ethanol (400.000 m³ ethanol) để thay thế xăng A92 với E5 khi 3 công ty sản xuất ethanol đi vào hoạt động (chỉ có 1 công ty được vận hành ở thời điểm hiện tại).

Đối với công suất pha chế, hiện có 7/29 nhà phân phối đã chuẩn bị nhà máy pha chế E5 với tổng công suất gộp lên đến 6-7 triệu m³ E5. PLX có 5 nhà máy pha chế với tổng công suất 1,1 triệu m³/năm trong khi PVOil có 12 nhà máy pha trộn với tổng công suất 1,1 triệu m³/năm. PLX có kế hoạch xây thêm 2 nhà máy pha chế mới ở Bình Định và Nghệ An để nâng tổng công suất pha chế lên 1,8 triệu m³/năm tính đến hết tháng 6 2018, sau đó tiếp tục nâng cấp và xây dựng một vài trạm pha chế để đạt 3-3,4 triệu m³ trong những năm tới. Do đó, cả công suất sản xuất ethanol và công suất pha chế đều đủ để đáp ứng nhu cầu gia tăng cho E5.

Hình 19: các nhà máy pha chế đã sẵn sàng cho việc áp dụng nhiên liệu sinh học E5

Nhu cầu:	Công suất sản xuất và kho chứa:
<ul style="list-style-type: none"> Nhu cầu trong nước cho E5 xấp xỉ 600.000 m³/năm trong năm 2016 (tương ứng 30.000 tấn ethanol) Nếu tất cả xăng A92 được thay thế bằng xăng E5, chúng tôi ước tính tổng nhu cầu trong nước sẽ trong khoản xấp xỉ 6-8 triệu m³ xăng E5 (tương ứng với 300.000-400.000 tấn ethanol) 	<ul style="list-style-type: none"> Nguyên liệu thô - Ethanol: nhà máy Tùng Lâm, Bình Phước, Dung Quất và Phú Thọ - tổng cộng 400.000 tấn/năm. 3 trong số các nhà máy này dừng hoạt động do chi phí sản xuất cao, Nhà máy Tùng Lâm là nhà máy duy nhất còn hoạt động. Nhà máy Bình Phước và Dung Quất dự kiến hoạt động trở lại trong năm tới để cung cấp đủ ethanol cho thị trường. 7/29 nhà phân phối chính cho nhà máy trộn E5: PVOil (12 nhà máy, 1,1 triệu m³/năm, Petrolimex (7 nhà máy, 1,8 triệu m³/năm) và Saigon Petro (2 nhà máy, 0,7 triệu m³/năm).

Nguồn: Bộ Công thương, VCSC tổng hợp

Về khía cạnh hành vi người tiêu dùng, người tiêu dùng có thể sử dụng nhiên liệu sinh học E5 thay vì RON95 do E5 có giá rẻ hơn, khoảng cách giá bán gia tăng giữa RON95 và E5 khi Chính phủ có thể giảm nhập khẩu, thuế TTĐB và thuế môi trường cho E5 trong thời gian tới.

Bộ Tài chính đã được giao nhiệm vụ đề xuất mức thuế môi trường hợp lý cho nhiên liệu sinh học để tạo ra mức chênh lệch giá giữa xăng E5 và A95 cũng như giá tối thiểu của cassava (nguyên liệu đầu vào cho ethanol), thuế xuất khẩu của cassava (nhằm đảm bảo đầy đủ nguyên liệu đầu vào cho nhà sản xuất ethanol trong nước) cũng như thuế nhập khẩu ethanol (nhằm tránh tình trạng độc quyền cho nhà sản xuất ethanol trong nước).

Hình 20: Ước tính nhu cầu ethanol

Năm	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Tiêu thụ xăng (triệu m3)							
E5	0,6	0,6	4,6	6,9	7,6	8,3	9,2
RON 92	4,8	5,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
RON 95	2,0	2,1	3,6	1,7	1,4	1,1	0,7
Tổng cộng	7,4	7,8	8,1	8,6	9,0	9,4	9,9
Cơ cấu %							
E5	8,0%	7,6%	56,3%	80,5%	84,3%	88,3%	92,5%
RON 92	65,0%	65,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RON 95	27,1%	27,1%	43,7%	19,5%	15,7%	11,7%	7,5%
Tổng cộng	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Nhu cầu Ethanol (m3)	29.500	29.500	229.500	344.250	378.675	416.543	458.197

Nguồn: thông tin đại chúng và VCSC ước tính

Chính phủ ban hành thêm nhiều biện pháp nhằm giảm xăng dầu nhập lậu

Chúng tôi cho rằng nỗ lực của Chính phủ nhằm loại bỏ sản phẩm nhập lậu là tích cực cho toàn bộ ngành xăng dầu, đặc biệt là cho các thương nhân đầu mối như PLX và PVOil. Các chính sách bên dưới không chỉ nhằm cải thiện sản lượng bán của các thương nhân phân phối mà còn có lợi cho hoạt động M&A khi các nhà phân phối nhỏ sẽ gặp khó khăn khi không còn sản phẩm buôn lậu.

Áp dụng dán tem kiểm định. Trong tháng 9/2016, Tổng Cục thuế đang ban hành Công văn 4156/TCT-DNL yêu cầu tất cả các tỉnh thành áp dụng dán tem tại các trạm xăng. Việc áp dụng tem kiểm định này sẽ loại bỏ sản phẩm xăng dầu nhập lậu cũng như chống gian lận thuế. Trước thời điểm áp dụng dán tem, một vài đại lý ký hợp đồng với PLX và PVOil để phân phối xăng dầu dưới thương hiệu của các công ty này, nhưng sau đó lại phân phối sản phẩm nhập lậu để né thuế. Sử dụng tem sẽ giúp theo dõi chính xác sản lượng đầu vào và bán ra tại từng trạm xăng, được kỳ vọng sẽ cải thiện sản lượng xăng dầu bán ra 10% và cải thiện Ngân sách Nhà nước tương ứng. Tính đến tháng 3/2017, có 46/63 tỉnh thành đã hoàn tất áp dụng tem kiểm định. Tại TP. TP. TP. HCM, 135/500 trạm xăng đã có tem kiểm định tính đến hết tháng 9/2017. TP. HCM có kế hoạch 500 trạm xăng này sẽ áp dụng tem kiểm định tính đến cuối năm 2017.

Áp dụng hóa đơn điện tử. Ngoài dán tem, Chính phủ có kế hoạch áp dụng hóa đơn điện tử cho tất cả trạm xăng dầu từ ngày 01/07/2018. Động thái này cũng đồng nghĩa với loại bỏ sản phẩm nhập lậu khi cân bằng giữ lượng xăng dầu vào và đầu ra. Ngoài ra, diễn biến này cũng giúp cơ quan quản lý thực hiện thống kê dữ liệu cũng như tránh tình trạng hóa đơn khống.

Ngoài ra, cũng có thông tin cho rằng Chính phủ sẽ tiếp tục thực hiện các phương pháp khác nhằm giám sát xăng dầu chặt chẽ hơn từ năm 2018. Theo các chuyên gia trong ngành, Chính phủ có thể khắt khe hơn trong kiểm soát nhập khẩu tại cửa khẩu hải quan nhằm tránh sản phẩm buôn lậu.

Giá xăng dầu được tính dựa theo giá cơ sở.

Tính giá cơ sở

Theo Nghị định 83/ND-CP ngày 03/09/2014 liên quan đến buôn bán xăng dầu, giá xăng được tính theo giá cơ sở, được tính trên cơ sở 15 ngày. Tối thiểu 15 ngày giữa 2 lần điều chỉnh giá xăng liên tiếp nhằm tăng giá và tối đa 15 ngày để điều chỉnh giảm giá.

Giá cơ sở (*) = (Giá CIF + Thuế nhập khẩu + thuế TTĐB) * tỷ giá + chi phí định mức + lợi nhuận định mức +/- trích từ/cho “Quỹ bình ổn giá xăng dầu” + thuế GTGT + thuế môi trường + Thuế và phí khác

Trong đó:

- Giá CIF: giá MoPS (Mean of Platts of Singapore) 15 ngày + Phí vận chuyển + Phí bảo hiểm
- Tỷ giá: giá bán ngoại tệ của Vietcombank cho giá CIF và lãi suất liên ngân hàng nhằm tính toán thuế nhập khẩu và thuế TTĐB.
- Chi phí định mức: chi phí phân phối (chi phí hạ tầng/bán hàng,...) của các nhà bán buôn và bán lẻ.
- Lợi nhuận định mức: lợi nhuận mỗi lít cho nhà phân phối
- Quỹ bình ổn giá xăng dầu: được thiết lập nhằm giám sát động của biến động giá, được tính theo mức cố định (300 đồng/lít) của sản lượng bán thực tế và được ghi nhận trong khoản mục giá bán cho các nhà phân phối xăng dầu.

Bộ Công thương sẽ quyết định thời điểm các nhà phân phối lớn có thể rút tiền từ quỹ bình ổn này nhằm ngăn chặn sự tăng giá bất ngờ của giá bán lẻ. Tính đến hết năm 2016, số dư của quỹ này là khoảng 2,3 nghìn tỷ đồng và tăng đạt 3,9 nghìn tỷ đồng tính đến hết quý 2/2017. Với các dự báo chung về giá dầu thô cho thấy sự ổn định, sẽ không có các biến động bất ngờ, chúng tôi không kỳ vọng mức giảm đáng kể của quỹ này.

Hình 21: Các yếu tố giá của giá cơ sở

Đồng/lít	Xăng	E5	Dầu Diesel	Dầu hỏa	Mazut/FO
Chi phí định mức	1.050	1.250	950	950	600
Lợi nhuận định mức	300	300	300	300	300
Quỹ bình ổn	300	300	300	300	300
Thuế nhập khẩu (*)	8,56%	8,56%	2,15%	0,09%	3,78%
Thuế TTĐB	10%	8%	0%	0%	0%
Thuế môi trường	3.000	2.850	1.500	300	900
Thuế GTGT	10%	10%	10%	10%	10%

Nguồn: Bộ Công thương. Ghi chú: (*) số liệu quý 4/2017; Thuế này tính trên 95% của lượng xăng E5 do 95% của xăng E5 là RON92.

Chính sách hàng tồn kho

Các nhà phân phối xăng dầu phải đảm bảo ít nhất là 30 ngày cung cấp nhằm ổn định giá xăng dầu trong nước. Chính phủ sẽ quy định hạn ngạch (quota) cho từng nhà nhập khẩu.

Bất kỳ biến động đáng kể nào của giá xăng bán lẻ sẽ cần phải nhà chức trách thông qua

Nếu giá cơ sở tăng ít nhất là 3% so với giá cơ sở gần nhất, các nhà phân phối lớn được phép nâng giá bán lẻ tương ứng. Tuy nhiên, để thay đổi giá bán nhiều hơn, các nhà phân phối này cần phải được cơ quan của Chính phủ có thẩm quyền liên quan phê duyệt.

Hình 22: Cơ quan phê duyệt thay đổi giá bán lẻ

Phân trăm thay đổi giá	Người quyết định
<3%	Công ty buôn bán xăng dầu
3%-7%	Bộ Công thương và Bộ Tài chính
>7%	Thủ tướng Chính phủ

Nguồn: Bộ Công thương

Thuế nhập khẩu đang trên đà giảm, nhưng thuế môi trường đang theo đà tăng.

Thuế nhập khẩu được tính dựa theo trung bình có tỷ trọng cho nguồn nhập khẩu từ tháng 3/2016. Trước ngày 21/03/2016, thuế nhập khẩu là mức thuế Đãi ngộ tối huệ quốc (Most favoured nation; MFN). Tuy nhiên, khi nhiều FTA đã bắt đầu có hiệu lực từ năm 2016, Việt Nam đã thay đổi thành thuế nhập khẩu bình quân gia quyền từ các nguồn nhập khẩu khác nhau (bao gồm nhà máy lọc dầu Dung Quất) theo cách tính giá cơ sở.

Hình 23: Thuế nhập khẩu xăng dầu

Sản phẩm	Tỷ lệ MFN	ASEAN FTA	FTA Việt Nam - Hàn Quốc	FTA ASEAN-Trung Quốc
Xăng	20%	20%	10%	20%
Diesel	7%	0%	5%	8%
Mazut	7%	0%	0%	5%
Dầu hỏa	7%	0%	5%	10%
Ngày hiệu lực		Từ năm 2016	20/12/2015	Từ 2016

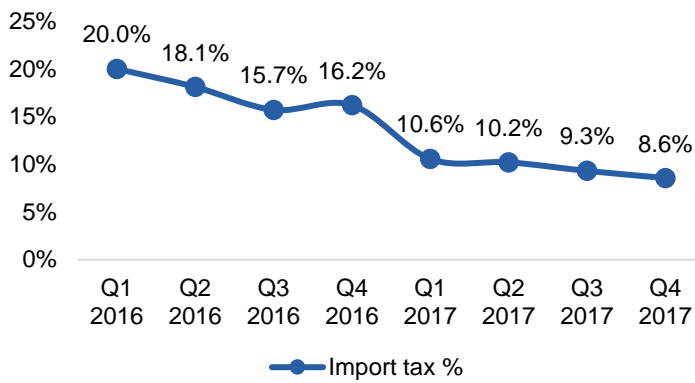
Nguồn: Bộ Công Thương

Trong năm 2016, do sự chênh lệch thuế nhập khẩu 10% áp dụng cho sản phẩm Hàn Quốc và thuế nhập khẩu trung bình có trọng số áp dụng trong tính toán thuế cơ sở, nhiều nhà phân phối xăng dầu đã được hưởng lợi đáng kể. Trong tương lai, thuế nhập khẩu sẽ tiếp tục giảm nhờ các thỏa thuận thương mại. Theo FTA ASEAN, thuế nhập khẩu sẽ giảm còn 0% bắt đầu từ năm 2024, trong khi theo FTA Việt Nam - Hàn Quốc, thuế nhập khẩu áp dụng cho dầu diesel sẽ giảm từ 5% còn 0% từ năm 2018.

Chính phủ đã điều chỉnh cơ chế thuế nhập khẩu theo hướng có lợi cho xăng dầu từ tháng 1/2017. Theo thỏa thuận của Chính phủ với nhà máy lọc dầu Dung Quất, nhà máy Dung Quất được đảm bảo nhận được 7% giá bán xăng dầu. Trước tháng 9/2016, thuế nhập khẩu áp dụng cho xăng dầu của Dung Quất tương ứng với mức MFN, ví dụ như 20% cho xăng, trong đó 13% thuộc Chính phủ và 7% cho lọc dầu Dung Quất. Điều này khiến sản phẩm xăng dầu của Dung Quất sẽ ít cạnh tranh hơn sản phẩm nhập khẩu, khi thuế nhập khẩu áp dụng cho sản phẩm nhập khẩu thấp hơn theo FTA ASEAN và FTA Việt Nam - Hàn Quốc có hiệu lực. Do đó, trong quý 4/2016, Chính phủ giảm thuế nhập khẩu cho các sản phẩm Dung Quất, khi Chính phủ giữ 10% và nhà máy lọc dầu được hưởng phần chênh lệch thuế nhập khẩu trong tính toán giá cơ sở và 10%, khoảng 6,2% trong quý 4.

Tuy nhiên, thuế nhập khẩu trung bình có trọng số đang theo hướng giảm do gia tăng tỷ trọng nguồn sản phẩm có thuế nhập khẩu thấp như Hàn Quốc, do vậy từ ngày 01/01/2017, Chính phủ quyết định để nhà máy Dung Quất tự kiểm soát trong thiết lập giá bán, đồng nghĩa với nhà máy Dung Quất có thể quyết định giá bán để sản phẩm của nhà máy có thể cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu cũng như bảo đảm tính sinh lời. Cho nhà máy Nghi Sơn, Chính phủ cũng đảm bảo rằng Nghi Sơn sẽ nhận 7% giá bán. Do đó, Chính phủ sẽ cần bù đắp cho nhà máy Nghi Sơn trong trường hợp thuế nhập khẩu thấp hơn khiến sản phẩm nhập khẩu rẻ hơn sản phẩm của Nghi Sơn.

Hình 24: Thuế nhập khẩu có xu hướng giảm trong vài năm qua (xăng)



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

Hình 25: Đề xuất tăng thuế môi trường (đồng/lít)

Sản phẩm	Mức hiện tại	Mức đề xuất
Xăng	3.000	3.000-8.000
Diesel	1.500	1.500-4.000
Nhiên liệu máy bay	1.000-3.000	3.000-6.000

Nguồn: MOF

Thuế môi trường đang theo xu hướng tăng. Chính phủ sẽ đối mặt với tình trạng thâm hụt ngân sách do thu nhập thấp hơn từ thu thuế nhập khẩu. Do đó, Chính phủ nhiều khả năng sẽ nâng thuế môi trường nhằm đảm bảo thu ngân sách Nhà nước khi giá xăng dầu ở Việt Nam vẫn thấp hơn so với phần lớn các quốc gia trong khu vực. Gần đây, Bộ Tài chính đã soạn thảo một số thay đổi về luật bảo vệ môi trường (Luật số 54/2010) và đề xuất này được đệ trình cho Quốc hội trong tháng 11 năm 2017. Cụ thể, Bộ Tài chính đang đề xuất khoản thuế môi trường mới 3.000-8.000 đồng/lít cho xăng dầu, từ mức 3.000 đồng/lít ở thời điểm hiện tại.

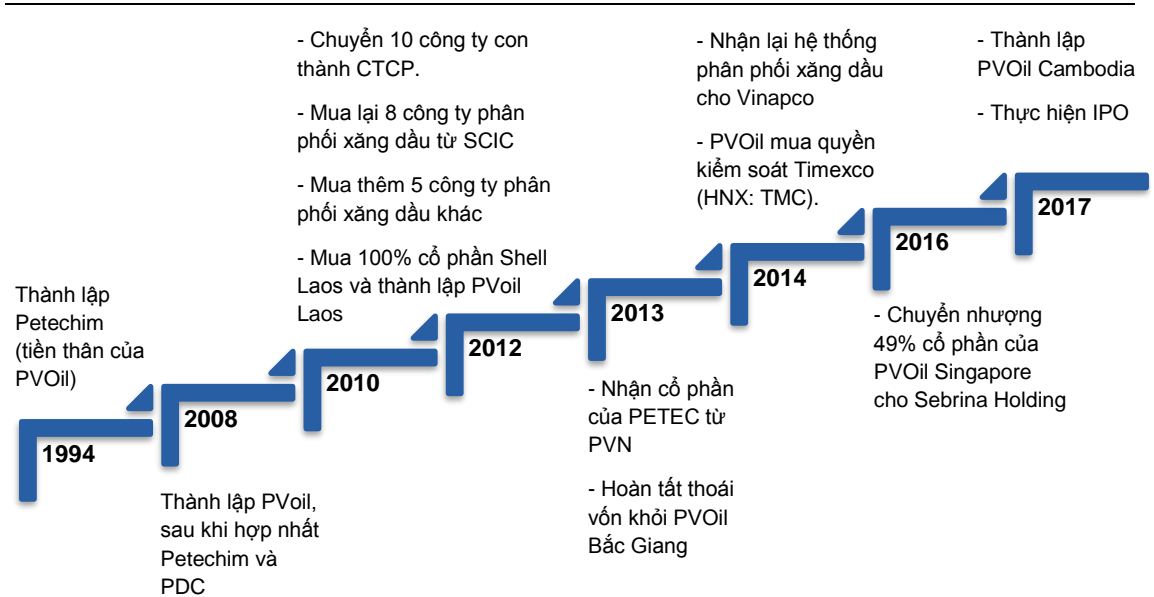
TỔNG QUAN CÔNG TY

Lịch sử hình thành và phát triển

Tổng CT Dầu Việt Nam (PVOil) được thành lập trong tháng 6/2008. PVOil là công ty con trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), sau khi sáp nhập với CTCP Thương mại Dầu khí (Petechim) và CT Chế biến và Phân phối Dầu khí Việt Nam (PDC). Sau đó, sau khi nhận được mảng phân phối xăng dầu từ Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HOSE: PVS) trong năm 2009, và PETEC từ PVN, PVOil là doanh nghiệp duy nhất thực hiện dịch vụ ủy thác dầu thô và nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai ở Việt Nam chỉ sau Petrolimex (HOSE: PLX) tại Việt Nam.

Hiện tại, PVOil hiện đang nắm giữ 22% thị phần (xếp sau Petrolimex với 48% thị phần) tại Việt Nam với hệ thống phân phối rộng khắp trên toàn quốc với gần 540 COCO và 3.000 đại lý (DODO). Vốn điều lệ của PVOil là 10,9 nghìn tỷ đồng tính đến hết năm 2016.

Hình 26: Các cột mốc đáng chú ý

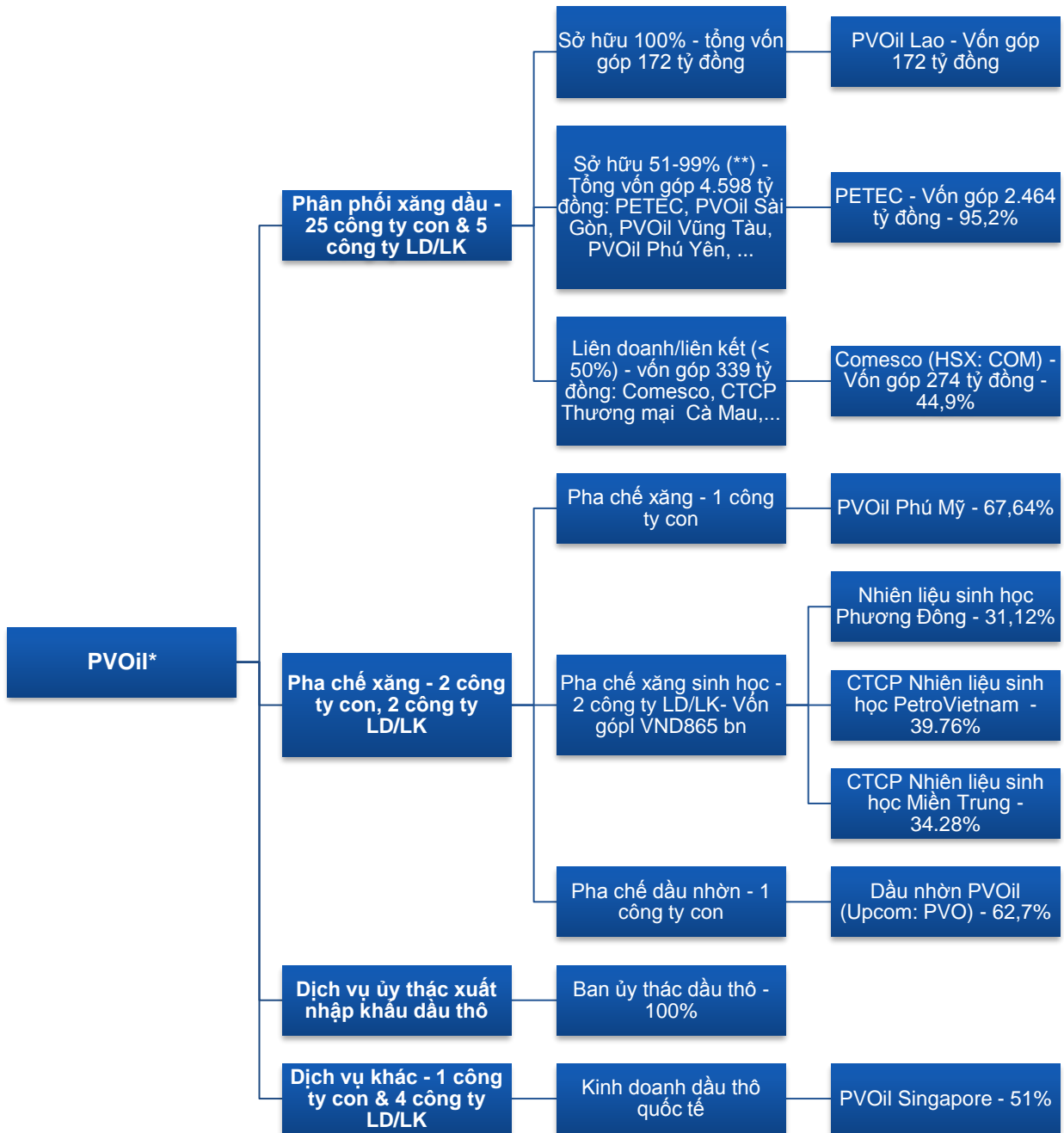


Nguồn: PVT

Tổng quan doanh nghiệp

PVOil có 28 công ty con, 25 trong số này tham gia trong lĩnh vực phân phối xăng dầu. Ngoài ra, PVOil có 12 công ty liên kết, liên doanh, trong đó có 5 công ty phân phối xăng dầu và 3 nhà máy nhiên liệu sinh học.

Hình 27: Cơ cấu công ty

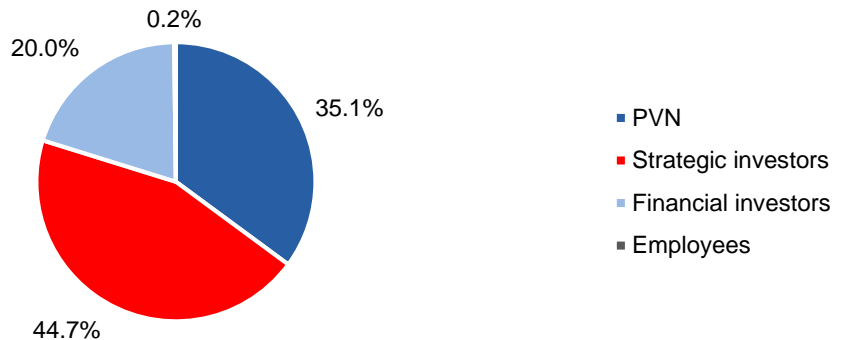


Nguồn: PVOil. Số liệu tính đến cuối 2016. Ghi chú: (*) Chỉ nêu các công ty con đáng chú ý, (**) Tỷ trọng sở hữu trung bình có trọng số của PVOil tại các công ty này là 85,1%.

Cơ cấu sở hữu và ban lãnh đạo

PVOil là công ty thuộc sở hữu 100% của Nhà nước với 100% cổ phần nắm giữ bởi PVN. Hiện tại, PVOil đang trong quá trình cổ phần hóa để giảm cổ phần của Chính phủ còn 35,1%, trong đó công ty chào bán 20% cổ phần cho đại chúng và 44,7% NĐT chiến lược.

Hình 28: Cơ cấu sở hữu



Nguồn: Kế hoạch cổ phần hóa của PVOil

Ông Cao Hoài Dương, Tổng GD của PVOil, đã gia nhập công ty năm 2016. Ông đã từng là TGD của Tổng CTCP Phân bón và Hóa chất Dầu khí (HOSE: DPM) trong giai đoạn 2010-2015. Ông Dương được biết đến là lãnh đạo quan trọng đóng góp đáng kể cho sự thành công của quá trình cổ phần hóa DPM vào năm 2012. Trước PVOil và DPM, ông Dương đã làm việc trong ngành lọc dầu và hóa dầu trong nhiều năm với vai trò Trưởng ban Quản lý dự án của khu phức hợp lọc và hóa dầu thứ hai của PVN – nhà máy lọc dầu Nghi Sơn. Với hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành, ông Dương có kinh nghiệm đáng kể trong mảng hạ nguồn của chuỗi giá trị dầu khí, ông Dương, do đó được kỳ vọng sẽ phân bổ tốt nguồn lực và giảm thiểu tác động tiêu cực của giá dầu trong những giai đoạn giá dầu có biến động cao.

Hình 29: HĐQT và Ban lãnh đạo của PVOil

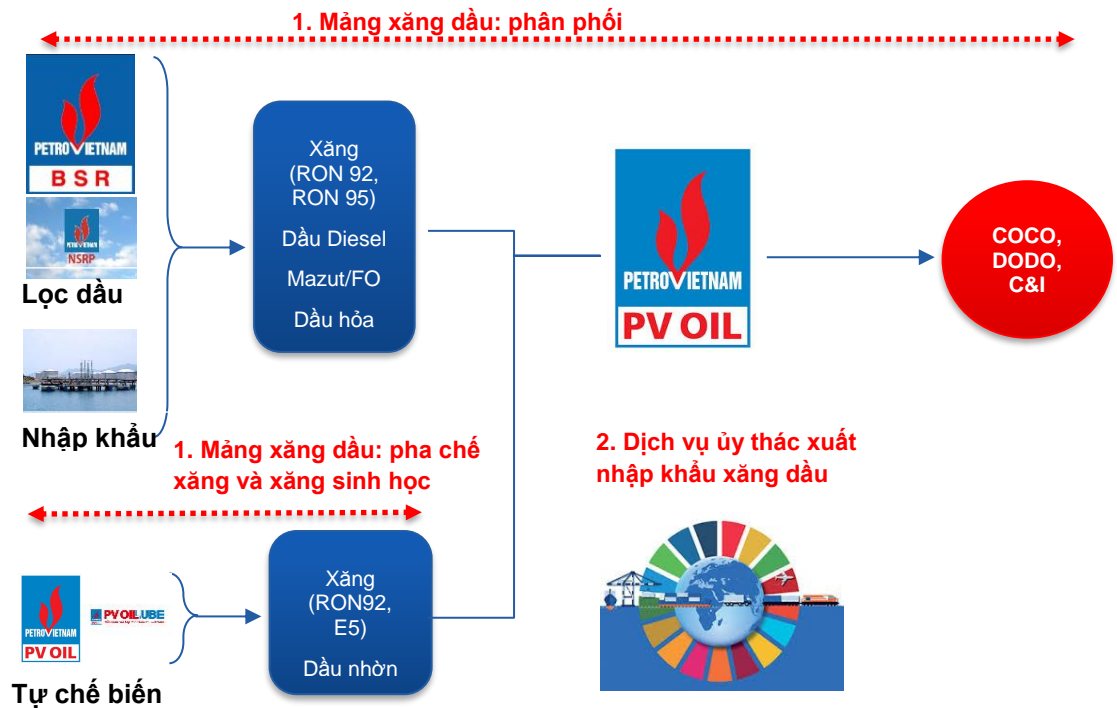
Họ và Tên	Tuổi	HĐQT	Ban lãnh đạo	Kinh nghiệm
Nguyễn Hoàng Tuấn	53	Chủ tịch HĐQT		Cử nhân kinh tế
Cao Hoài Dương	45	Thành viên HĐQT	Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Kỹ thuật Lọc dầu và Hóa dầu Trở thành TGD của PVOil từ 2016. Ông là TGD của DPM giai đoạn 2010-2015 và đóng vai trò quan trọng trong quá trình cổ phần hóa của DPM năm 2012
Lê Văn Nghĩa	51	Thành viên HĐQT		Cử nhân Tài chính Kế toán Gia nhập PVOil năm 2011 và là Trưởng ban Kiểm soát nội bộ cho đến nay, Có hơn 10 kinh nghiệm trong ngành
Lê Xuân Trinh	56		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh Kỹ sư địa chất Gia nhập PVOil năm 2008 và trở thành Phó TGD từ tháng 3/2016. Có hơn 15 năm kinh nghiệm trong ngành
Nguyễn Tuấn Tú	45		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh
Vũ Hoài Lâm	46		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Thương mại và Kinh tế
Võ Khánh Hưng	52		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh
Nguyễn Anh Toàn	55		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh Gia nhập PVOil năm 2009. Là Phó TGD của PVOil và Chủ tịch HĐQT PVOil Phú Yên từ năm 2011. Có hơn 20 năm kinh nghiệm trong ngành
Phạm Thành Vinh	58		Phó Tổng Giám đốc	Thạc sĩ Tài chính và Kế toán

Nguồn: PVOil

MÔ HÌNH KINH DOANH

Mô hình kinh doanh của PVOil có thể được chia thành 3 mảng: (1) Mảng xăng dầu bao gồm 2 phân mảng: (a) Phân phối xăng dầu và (b) Pha chế xăng và xăng sinh học, (2) Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô, và (3) Các dịch vụ khác.

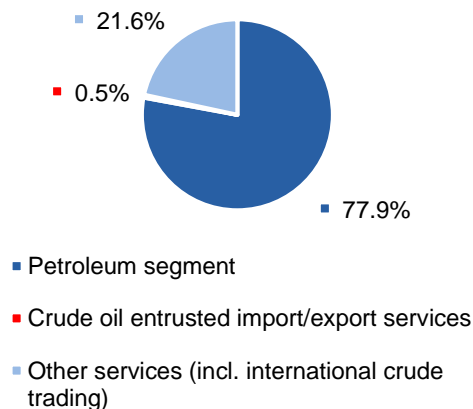
Hình 30: Mô hình kinh doanh của PVOil



Nguồn: PVOil, VCSC.

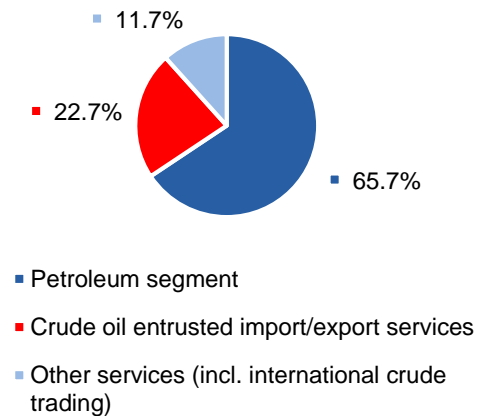
Mảng xăng dầu bao gồm phân phối xăng dầu và pha chế, đóng góp lớn nhất cho PVOil với 77,9% doanh thu và 65,7% LNTT. Mảng kinh doanh lớn thứ hai là dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô với mức đóng góp khá khiêm tốn 0,5% doanh thu nhưng mức LNTT đáng kể là 22,7%. Các dịch vụ khác bao gồm mảng giao dịch dầu thô quốc tế dù chiếm đến 21,6% doanh thu nhưng đóng góp lợi nhuận không đáng kể.

Hình 31: Cơ cấu doanh thu theo từng mảng năm 2016



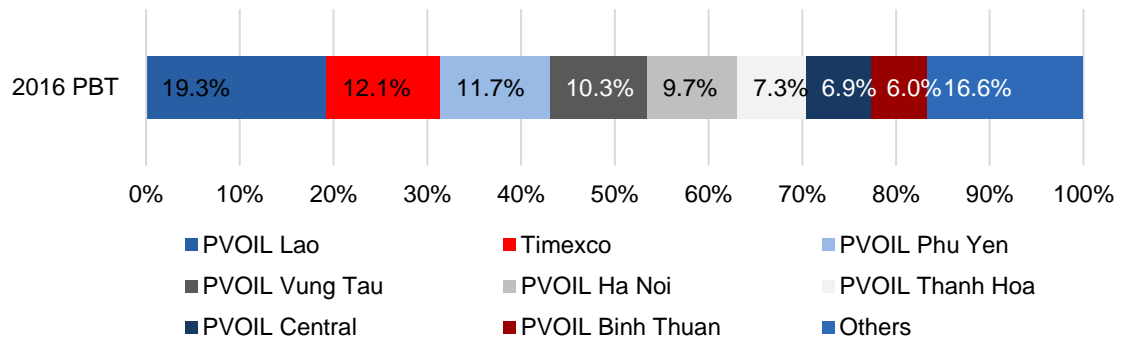
Nguồn: PVOil.

Hình 32: Cơ cấu LNTT theo từng mảng 2016



Nguồn: PVOil.

Hình 33: Cơ cấu LNTT của các công ty con



Nguồn: PVOil

Mảng xăng dầu

Nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai tại Việt Nam

PVOil chiếm 22% thị phần trong ngành phân phối xăng dầu

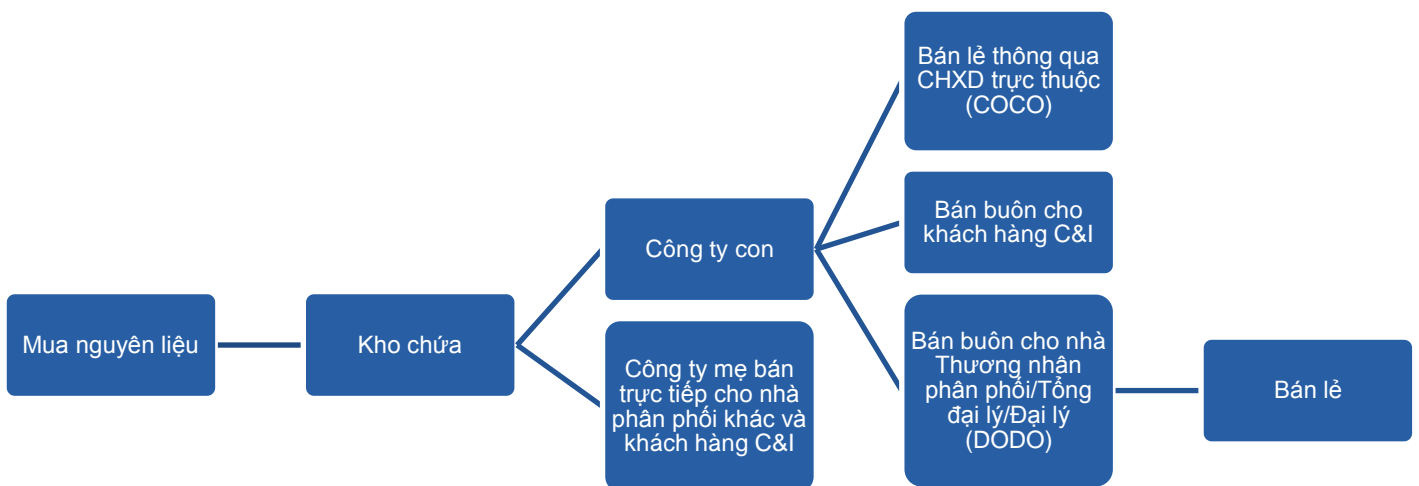
Thông qua hoặc động thái sáp nhập (M&A) với các nhà phân phối xăng dầu nhỏ hơn như Timexco, Vinapeco, Comesco... PVOil đã và đang củng cố hệ thống phân phối xăng dầu trên khắp cả nước và mở rộng thị trường ra nước ngoài như Lào.

Hiện tại, PVOil là nhà phân phối xăng dầu lớn thứ hai tại Việt Nam với 22% thị phần, chỉ xếp sau PLX với 48% thị phần nhờ hệ thống phân phối rộng khắp với gần 540 trạm COCO và 3.000 DODO.

Quy trình chung từ việc mua nguyên liệu đầu vào cho phân phối xăng dầu của PVOil: (hình 34)

- Công ty mẹ sẽ thực hiện việc mua nguyên liệu thông qua nhập khẩu, nhà máy lọc dầu Dung Quất và tự chế biến. Nguyên liệu sau đó được chứa ở kho chứa.
- Các công ty con sau đó sẽ thực hiện phân phối bán buôn và bán lẻ tại các thị trường được chỉ định bởi công ty mẹ.
- Công ty mẹ cũng sẽ phân phối xăng dầu cho các nhà phân phối chính hoặc các khách hàng thương mại và công nghiệp (khách hàng C&I).

Hình 34: Quy trình chung từ mua nguyên liệu đầu vào đến phân phối xăng dầu của PVOil



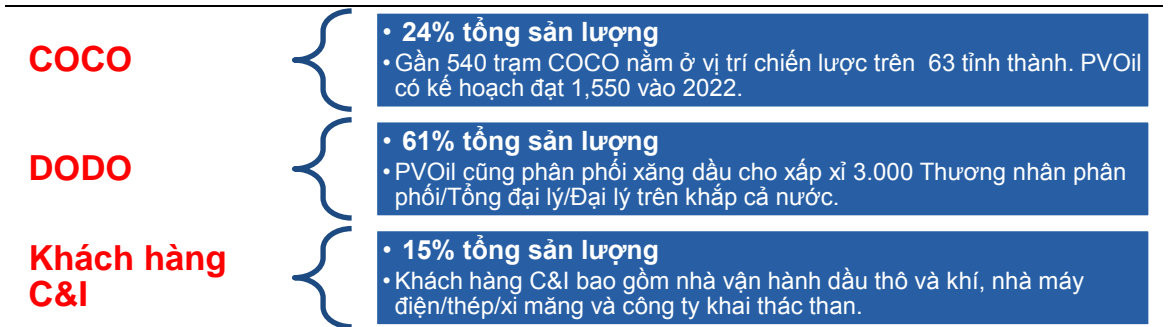
Nguồn: PVOil

PVOil sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp

Để đạt được vị trí xếp thứ hai trong ngành, PVOil có mạng lượng phân phối rộng khắp trên toàn quốc trên 63 tỉnh thành, với gần 540 trạm COCO và 3.000 trạm DODO. Nhìn chung, như các nhà phân phối khác như PLX, PVOil phân phối xăng dầu thông qua 3 kênh phân phối chính: (1) Bán lẻ thông qua các trạm xăng trực thuộc (COCO), (2) bán buôn cho các thương nhân phân phối/tổng đại lý/đại lý (DODO) và 93) khách hàng C&I.

PVOil phân phối xấp xỉ 3,2 triệu m3 xăng dầu/năm. trong đó 24% thông qua COCO, 61% thông qua DODO và 15% cho khách hàng C&I. Cho các trạm COCO, nhà phân phối xăng dầu sẽ nhận được đầy đủ chi phí và lợi nhuận định mức, trong khi ở các trạm DODO, các nhà phân phối này phải chia sẻ chi phí và Lợi nhuận định mức với các thương nhân phân phối/tổng đại lý/đại lý.

Hình 35: Trạm xăng DODO là kênh phân phối chính của PVOil

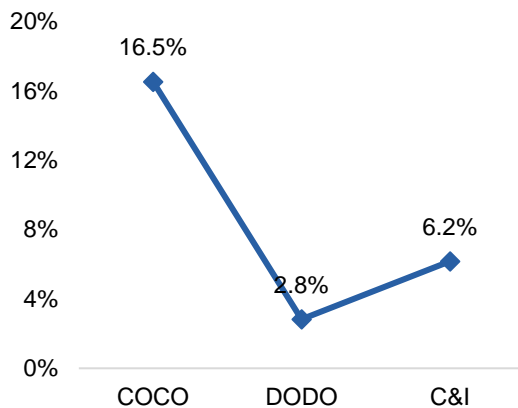


Nguồn: PVOil

Kênh bán hàng COCO có biên LN cao nhất trong số các kênh.

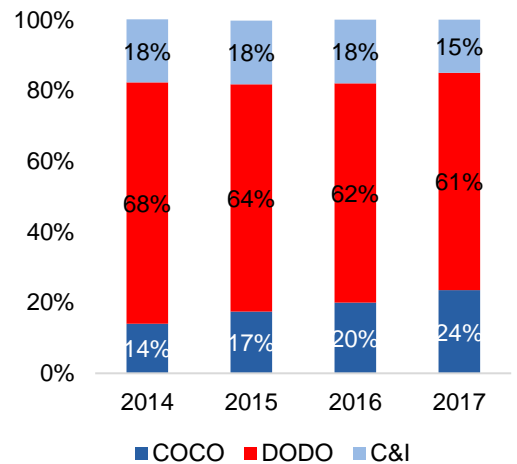
Lợi nhuận góp được củng cố cho sản lượng COCO, tăng trưởng từ 14% lên 24% trong vài năm qua trong tỷ trọng tỷ trọng tổng sản lượng. Kênh bán hàng COCO có biên LN cao nhất trong số tất cả các kênh (hình 36).

Hình 36: Biên LN góp của các kênh COCO, DODO và C&I



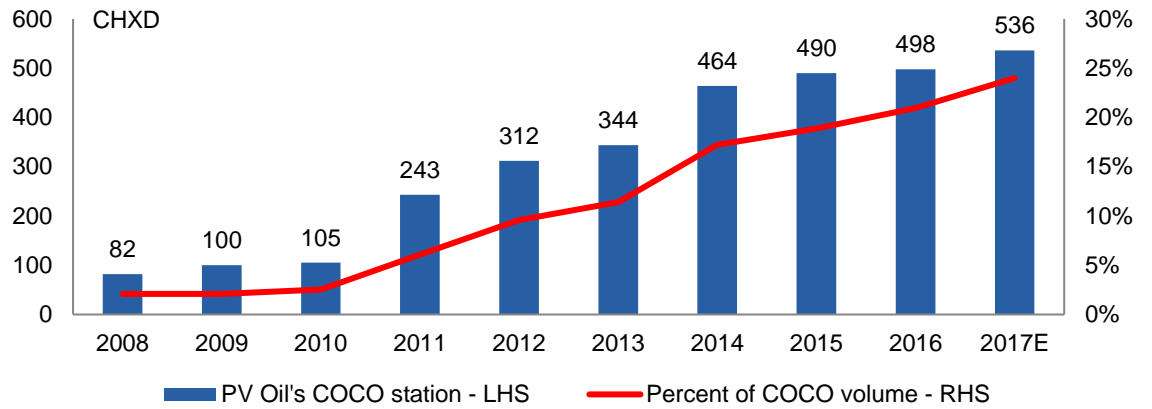
Nguồn: PVOil, VCSC ước tính, số liệu 2016

Hình 37: Đóng góp của COCO trong tổng sản lượng bán trong nước



Nguồn: PVOil.

Hình 38: PVOil đã mở rộng hệ thống COCO trong những năm qua



Nguồn: PVOil

Hình 39: Vị trí địa lý của các CHXD COCO của PVOil



Nguồn: PVOil

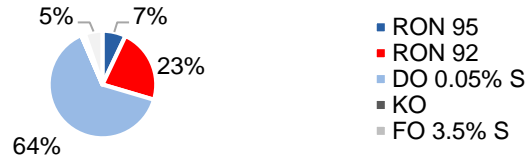
Thị trường Lào: PVOil cũng mở rộng sự hiện diện ra nước ngoài, đặc biệt là tại thị trường Lào thông qua công ty con sở hữu 100% vốn là PVOil Lào (thâu tóm hệ thống phân phối từ Shell Lào). PVOil Lào sở hữu hệ thống phân phối gồm 120 trạm xăng dầu nằm ở các vị trí chiến lược tại 16/18

tỉnh thành của cả nước Lào. PVOil cũng có hệ thống phân phối lớn thứ hai tại Lào với 20% thị phần bán lẻ và 15% tổng thị phần. PVOil Lào sở hữu 4 nhà kho với tổng công suất 4.000m³ tại 4 tỉnh thành, do đó thỏa mãn nhu cầu dự trữ và cung cấp cho thị trường.

Dầu diesel là sản phẩm chính với đóng góp 64% cho sản lượng bán, tiếp theo là xăng

Tính theo cơ cấu sản lượng bán sản phẩm, sản phẩm chính của PVOil là dầu diesel (DO) với tỷ trọng 64% trong tổng sản lượng trong khi xăng (RON95, RON92, E5) chiếm 35% tổng sản lượng bán.

Hình 40: Cơ cấu sản lượng theo từng sản phẩm xăng dầu



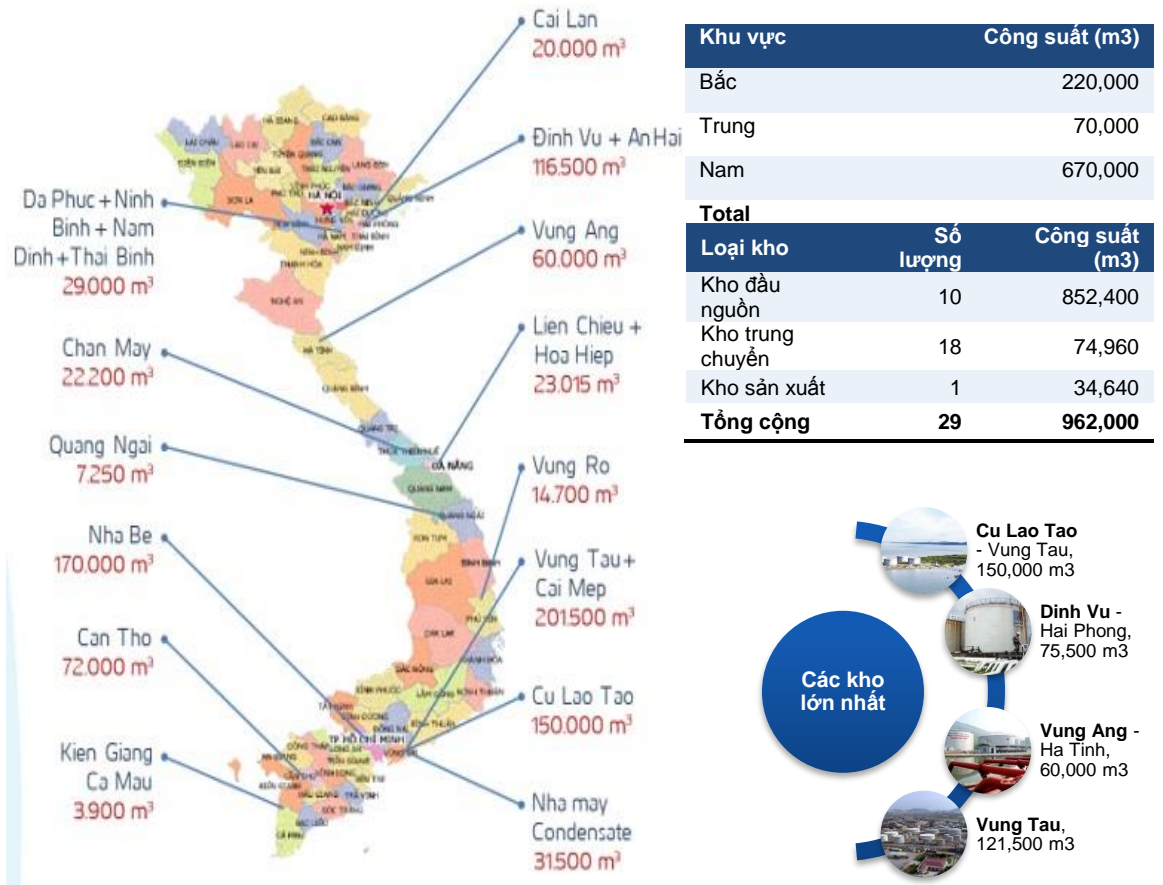
Nguồn: PVOil. Ghi chú: số liệu 11 tháng 2017

Hệ thống kho xăng dầu trên cả nước và máy móc, trang thiết bị hiện đại

PVOil sở hữu hệ thống 29 kho xăng dầu với tổng công suất khoảng 962.000m³, đảm bảo việc bảo quản và giao hàng đúng thời hạn cho khách hàng trên cả nước. Theo quy định nhà nước, PVOil và các nhà phân phối xăng dầu khác phải dự trữ xăng đủ cung cấp trong 30 ngày. Đáng chú ý, PVOil có hai kho xăng dầu nằm cạnh nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn, qua đó giúp công ty có được lợi thế tuyệt đối trong việc mở rộng các thị trường lân cận.

Kho chứa xăng dầu được trang bị hệ thống hiện đại và đồng bộ bằng cách lắp đặt hệ thống đo bồn tự động (ATG), nhiệt kế điện tử, camera giám sát, v.v. Ngoài ra, PVOil còn cài đặt phần mềm Oracle cho hệ thống kho xăng dầu để quản lý đầu vào và đầu ra hiệu quả. Các kho lớn trên cũng được trang bị hệ thống kiểm soát tự động (hệ thống điều khiển giám sát và thu thập dữ liệu – SCADA), và hệ thống đầu cuối số tự động (TAS). Nhờ áp dụng công nghệ hiện đại, PVOil đã giảm thiểu được tình trạng hao hụt xăng dầu trong quá trình vận chuyển và cải thiện chất lượng dịch vụ vận chuyển, qua đó cải thiện hiệu suất hoạt động.

Hình 41: Hệ thống kho xăng dầu của PVOil



Nguồn: PVOil

Ngoài ra, PVOil hiện còn sở hữu 120 xe bồn với tổng công suất 2.000m³ và bảy xà lan với tổng công suất 4.000m³, qua đó đáp ứng khoảng 50% nhu cầu vận chuyển nội bộ cũng như nhu cầu vận chuyển của đại lý. PVOil sẽ tiếp tục đầu tư vào trang thiết bị, máy móc vận chuyển để đi trước đón đầu trong lĩnh vực vận chuyển xăng dầu, cũng như nâng cao chất lượng sản phẩm được phân phối ra thị trường.

Hình 42: Một số hình ảnh về máy móc, trang thiết bị của PVOil

Xe chở dầu



Xà lan



Nguồn: PVOil

Thương hiệu phổ biến rộng rãi

Với bề dày hoạt động lâu năm, PVOil có thương hiệu uy tín và phổ biến rộng rãi. Đối với người tiêu dùng, thương hiệu của PVOil đồng nghĩa với xăng dầu chất lượng cao, đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp và thân thiện.

Hình 43: Một số hình ảnh đặc trưng của PVOil



Trạm xăng



Mái trạm xăng



Đồng phục



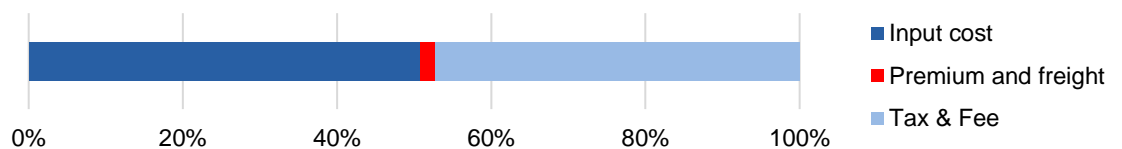
Máy đổ xăng

Nguồn: PVOil

Nguyên liệu đầu vào, thuế và các loại phí là các chi phí chính

Giá vốn hàng bán bao gồm chi phí đầu vào mua hoặc nhập khẩu xăng, chi phí vận chuyển và bảo hiểm, thuế nhập khẩu, thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế giá trị gia tăng, thuế môi trường và đóng góp vào quỹ bình ổn giá xăng dầu (300VND/lít). Hiện thuế và các loại phí chiếm khoảng 50% giá vốn hàng bán.

Hình 44: Cơ cấu giá vốn hàng bán của sản phẩm xăng dầu



Nguồn: Ước tính của VCSC

Xăng của PVOil chủ yếu có xuất xứ trong nước

Vì giá bán được điều chỉnh 15 ngày/lần trong khi PVOil phải dự trữ đủ xăng để cung cấp trong 30 ngày, biến động của giá dầu có ảnh hưởng đáng kể đối với chi phí đầu vào. Vì vậy, việc quản lý hàng tồn kho là một vấn đề quan trọng đối với hoạt động vận chuyển xăng dầu. PVOil có ba nguồn xăng dầu chính là:

- Nhà máy lọc dầu Bình Sơn (đơn vị điều hành nhà máy Dung Quất): khoảng 1,8-2 triệu m³, hay 55%-60% sản lượng bán ra của PVOil.

- Nhập khẩu trực tiếp từ các nước ASEAN, Hàn Quốc, và Trung Quốc nhập khẩu theo hạn mức quota được Bộ Công Thương giao hàng năm, chiếm 25%-30% sản lượng bán ra.
- Tự sản xuất và chế biến: từ 15%-20% sản lượng bán ra.

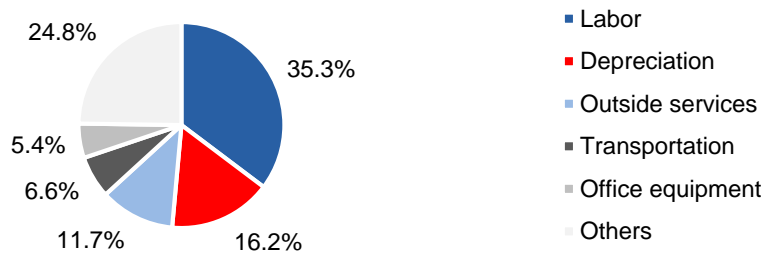
Năm 2016, một số nhà phân phối xăng dầu như PLX đã hưởng lợi nhờ nhập khẩu xăng dầu từ Hàn Quốc với chi phí thấp vì có sự chênh lệch giữa thuế nhập khẩu trực tiếp (nhờ thuế nhập khẩu từ Hàn Quốc giảm xuống 10% theo Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam – Hàn Quốc) và thuế nhập khẩu bình quân gia quyền để tính giá cơ sở theo quy định. Tuy nhiên, PVOil không được hưởng lợi như PLX vì xăng dầu nhập khẩu chỉ chiếm 25%-30% tổng sản lượng bán ra của PVOil, trong khi con số này tại PLX là 65%, bao gồm sản lượng xăng dầu nhập khẩu từ nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong.

Chi phí nhân công và khấu hao là các chi phí cao nhất trong khi tiền thuê đất rất thấp

Hình 45 cho thấy chi phí nhân công chiếm đến 35,3% tổng chi phí bán hàng của PVOil. Lý do là hoạt động phân phối xăng dầu về bản chất cần nhiều lao động để phục vụ tại các trạm xăng. Theo các công ty trong ngành, trung bình mỗi trạm xăng có khoảng năm nhân viên với mức lương khoảng 7 triệu đồng/tháng, bao gồm trợ cấp. Vì vậy, với khoảng gần 540 trạm COCO, PVOil cần khoảng 2.680 nhân viên với chi phí lương khoảng 330 tỷ đồng/năm cho mạng lưới phân phối của mình. Chi phí lớn thứ hai, sau lương, là khấu hao với 16,2%.

Trong khi đó, PVOil được thuê mặt bằng với tiền thuê thấp dù có quỹ đất lớn để phục vụ mạng lưới phân phối và kho xăng dầu trên cả nước. Cụ thể, PVOil có hơn 1,4 triệu m² đất, trong đó 0,7 triệu m² làm kho xăng dầu và 0,6 triệu m² làm trạm xăng. Bên cạnh đó, trong tổng số 1,4 triệu m² kể trên, có 1 triệu m² mà PVOil thuê theo hợp đồng thời hạn 50 năm với chính quyền địa phương và thanh toán tiền thuê hàng năm theo bảng giá thuê của nhà nước. Đối với 390.000m² còn lại, tiền thuê được trả một lần. Vì vậy, PVOil được thuê mặt bằng với tiền thuê thấp và ổn định. Chúng tôi dự báo trong tương lai gần, tiền thuê mặt bằng sẽ không tăng mạnh.

Hình 45: Cơ cấu chi phí bán hàng



Nguồn: PVOil

Pha chế xăng và xăng sinh học E5

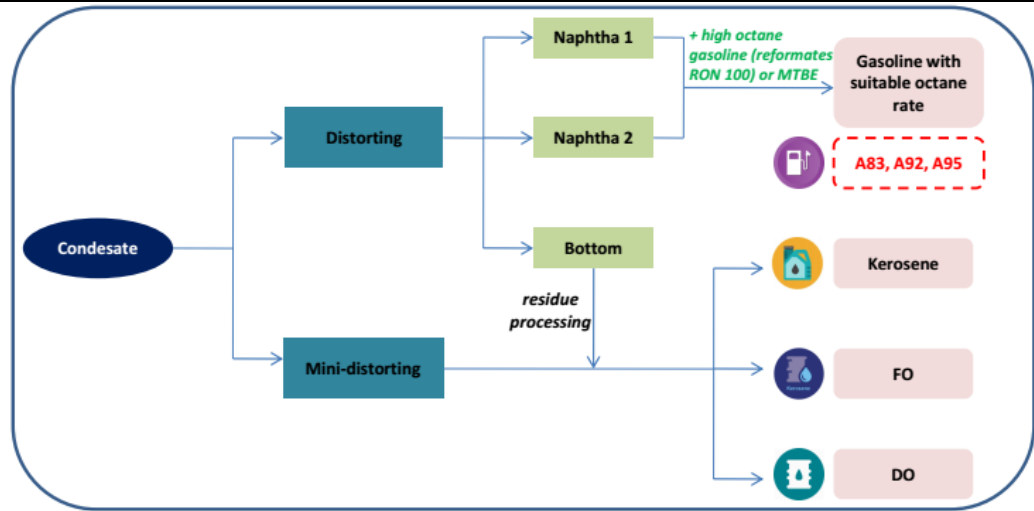
Pha chế xăng

PVOil giàu kinh nghiệm trong lĩnh vực pha chế xăng nhờ lợi thế được mua condensate từ nguồn trong nước của PetroVietnam. Các hoạt động trên được PVOil Phú Mỹ, một công ty con của PVOil có nhà máy tại Bà Rịa – Vũng Tàu, thực hiện. PVOil Phú Mỹ điều hành một nhà máy condensate với công suất chế biến khoảng 130.000 tấn condensate/năm.

Phần lớn các nguồn condensate từ các mỏ Bạch Hổ, Nam Côn Sơn và Rồng Đồi. Condensate từ các mỏ này có đặc tính khác nhau. Cụ thể, condensate mỏ Bạch Hổ tương đối nhẹ và có thể trực tiếp pha trộn với các sản phẩm chất lỏng giàu octane được gọi là phụ gia MTBE (Methyl Tert-Butyl Ether) để pha chế xăng RON92. Trong khi đó, do nặng nên condensate từ mỏ Nam Côn Sơn và Rồng Đồi chỉ có thể được dùng để sản xuất naphtha fraction và các hóa chất khác như xăng trắng, DO, và FO (Hình 46).

Việc sử dụng condensate để pha chế xăng đóng vai trò rất quan trọng trong chuỗi giá trị của PVOil vì condensate có nguồn cung ổn định, chi phí đầu vào thấp, hiện chiếm khoảng 15%-20% sản lượng bán ra của PVOil (400.000-600.000m³ xăng RON92/năm).

Hình 46: Quy trình chế biến condensate



Nguồn: Hiệp hội Xăng dầu Việt Nam (VPA)

Trong các năm tới, PVOil sẽ tiếp tục sản xuất 400.000-500.000m³ xăng/năm, qua đó đảm bảo có đủ nguyên liệu để pha chế xăng E5 (95% xăng RON92 và 5% ethanol).

Pha chế xăng sinh học E5

Theo Quyết định số 177/2007/QĐ-TT về việc áp dụng xăng sinh học trên cả nước, PVOil đã đầu tư vào ba nhà máy nhiên liệu sinh học tại Bình Phước, Quảng Ngãi, và Phú Thọ, với tổng công suất 300.000m³ ethanol (E100)/năm. Các nhà máy tại Bình Phước và Quảng Ngãi đã đi vào hoạt động trong khi nhà máy tại Phú Thọ hiện vẫn đang được thi công. Các nhà máy này dự kiến sẽ hoạt động trở lại vào năm 2018, khi xăng RON95 và E5 thay thế hoàn toàn RON92.

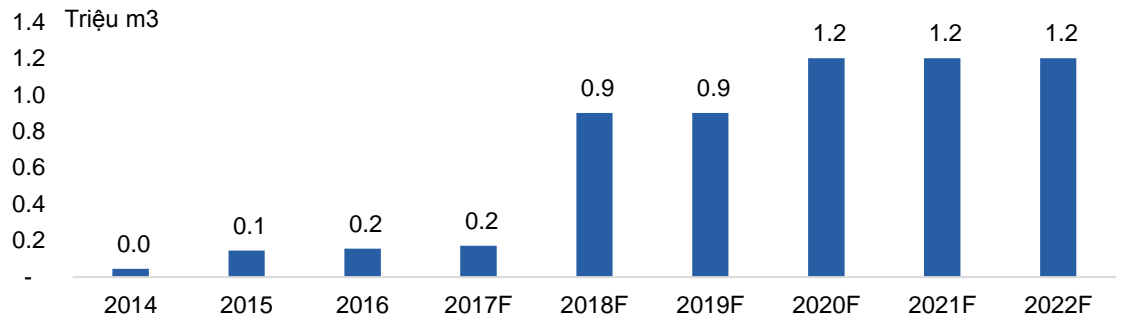
PVOil hiện mỗi năm sẽ cung cấp cho thị trường 160.000m³ nhiên liệu sinh học E5. PVOil hiện có 12 trạm pha chế E5 với tổng công suất 1,1 triệu m³/năm. Các trạm pha chế này hiện đang hoạt động ổn định và sẵn sàng chuẩn bị đáp ứng nhu cầu E5 từ năm 2018 trở đi.

Hình 47: Các nhà máy nhiên liệu sinh học của PVOil

Công ty	Địa điểm	Công suất (m ³ ethanol / năm)	Cổ phần của PVOil %	Vốn góp (tỷ VND)
CTCP Hóa dầu và Nhiên liệu sinh học Dầu khí (PVB)	Phú Thọ	100.000	39,76%	279
CTCP Nhiên Liệu sinh học Dầu khí Miền Trung (BSR-BF)	Quảng Ngãi	100.000	34,38%	388
Công ty TNHH NLSH Phương Đông (OBF)	Bình Phước	100.000	31,12%	198

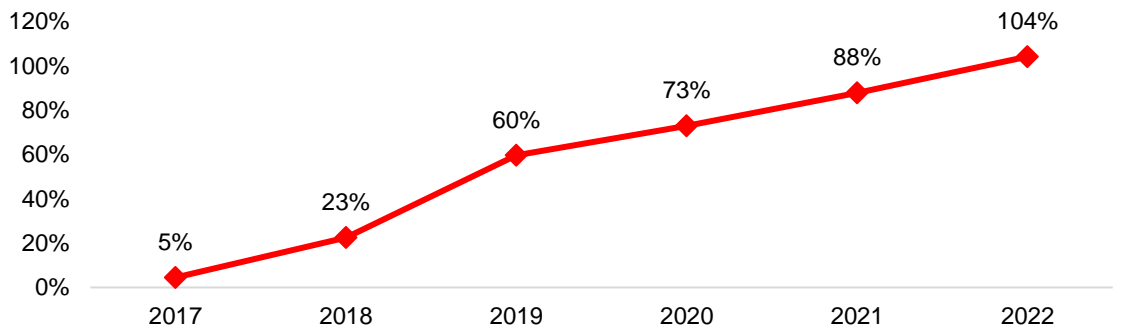
Nguồn: PVOil, (*) số liệu vào cuối năm 2016.

Hình 48: Sản lượng E5 2014-2022



Nguồn: PVOil, dự báo của VCSC

Hình 49: Hiệu suất hoạt động trung bình của nhà máy nhiên liệu sinh học của PVOil



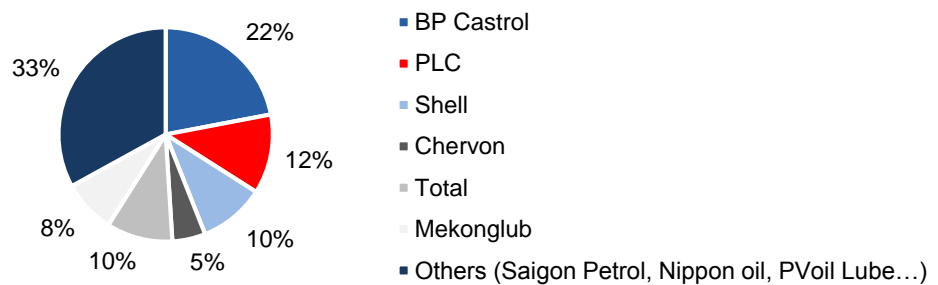
Nguồn: dự báo của VCSC. Ghi chú: Số liệu chỉ được tính trên cơ sở hai nhà máy nhiên liệu sinh học OBF và BSR-BF.

Pha chế dầu nhờn

CTCP Dầu nhờn PVOil (PVOil LUBE), công ty con của PVOil, với thương hiệu đã xuất hiện trên thị trường 25 năm qua được kế thừa từ VIDAMO là một trong những công ty Việt Nam đầu tiên sản xuất và kinh doanh dầu mỡ hơn. PVOil LUBE sản xuất trên 140 dòng sản phẩm, từ dầu động cơ, dầu công nghiệp đến các loại dầu đặc dụng trong công nghiệp như thủy lợi, dầu bôi trơn, v.v. Nguyên liệu nhập khẩu chất lượng cao từ các nhà cung cấp uy tín trên thế giới như Thai Oil, Formosa, Lubrizon, và Chevron. Các sản phẩm này được sản xuất tại nhà máy Bình Chiểu, công suất 20.000 tấn/năm.

Dầu nhờn của PVOil hiện được cung cấp cho các hộ công nghiệp, công ty dầu khí, cũng như các điểm bán lẻ thông qua mạng lưới phân phối của PVOil. PVOil hiện dự kiến sẽ mở rộng hệ thống bán lẻ bằng cách mở rộng mạng lưới các trạm COCO.

Hình 50: Các đối thủ lớn trên thị trường dầu nhờn

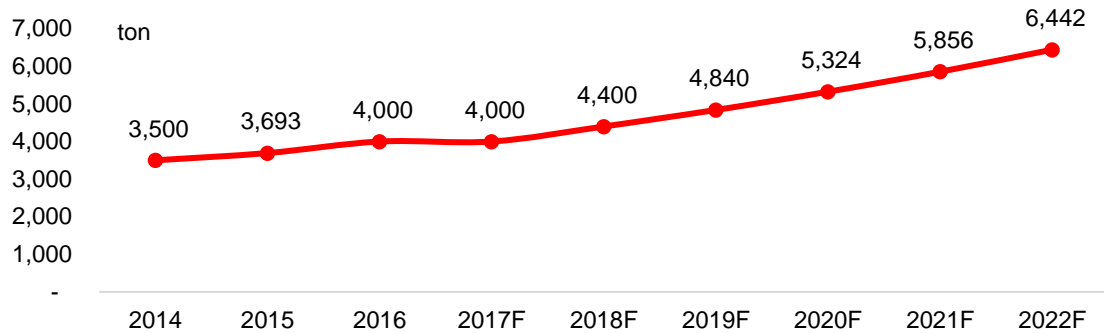


Nguồn: Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (HNX:PLC)

Hiện thị trường dầu nhờn khá bão hòa, trong đó BP Castrol và Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (HNX: PLC, công ty con của PLX) có thị phần lớn nhất. Đáng chú ý, cạnh tranh từ hàng nhập khẩu

cũng như các thương hiệu OEM như Honda, Yamaha, Suzuki ngày càng gia tăng khiến PVOil khó giữ được thị phần hơn trước đây. Vì vậy, chúng tôi dự báo sản lượng dầu nhờn bán ra của PVOil sẽ chỉ tăng 10%/năm.

Hình 51: Sản lượng dầu nhờn bán ra 2014-2022



Nguồn: PVOil, dự báo VCSC

Lĩnh vực ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô

PVOil là công ty duy nhất được phép thực hiện dịch vụ ủy thác xuất khẩu đối với dầu thô trong nước của PetroVietnam và dầu thô khai thác tại các dự án nước ngoài, với sản lượng 15 triệu tấn/năm. Lĩnh vực này đảm bảo lợi nhuận ổn định cho PVOil với khoảng 20% lợi nhuận trước thuế hàng năm.

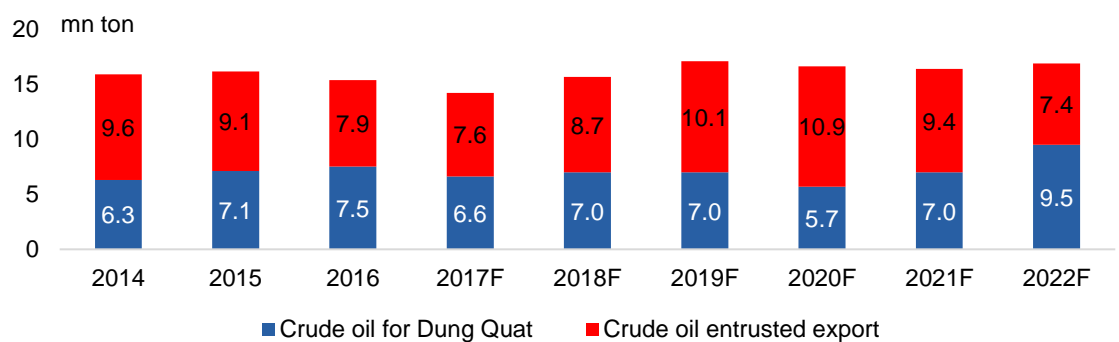
Trong khi đó, PVOil có nhiệm vụ cung cấp dầu thô nguyên liệu cho nhà máy lọc dầu Dung Quất (khoảng 7 triệu tấn/năm) và tìm kiếm dầu thô nhập khẩu cho Dung Quất.

Hình 52: Các đối tác quốc tế lớn của PVOil



Nguồn: PVOil

Hình 53: Sản lượng dầu thô ủy thác 2014-2022



Nguồn: PVOil, dự báo của VCSC

Kinh doanh dịch vụ khác

Ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi, PVOil còn cung cấp một số dịch vụ gia tăng như kinh doanh dầu thô và sản phẩm dầu trên thị trường quốc tế, vận chuyển xăng dầu, dịch vụ máy bay trực thăng. Ngoài ra, PVOil còn cho thuê kho xăng dầu để tối ưu hóa hiệu suất tài sản.

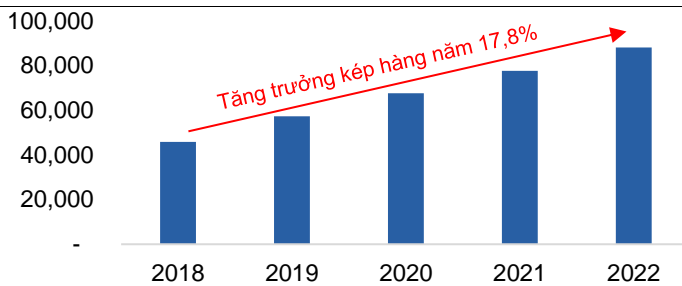
CHIẾN LƯỢC 2018-2022

Doanh thu và LNST 2018-2022 dự báo đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 17,8% và 32,4%

PVOil đề ra mục tiêu doanh thu và LNST 2018-2022 đạt tăng trưởng kép hàng năm 17,8% và 32,4%, với sản lượng bán ra đạt tăng trưởng kép hàng năm 19,8%. Đặc biệt, công ty tập trung vào các trạm COCO, qua đó cải thiện đáng kể khả năng sinh lời. PVOil đề ra mục tiêu “35-35-35” cho giai đoạn 2018-2022 như sau:

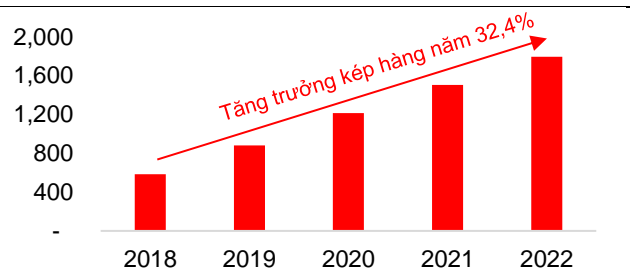
- Tăng tổng thị phần kinh doanh xăng dầu trong nước từ 22% lên 35%
- Tăng tỷ trọng kênh bán lẻ qua CHXD/tổng sản lượng từ 22% lên 35% và
- Tăng tỷ trọng kênh bán cho khách hàng công nghiệp từ 18% lên 35%.

Hình 54: Mục tiêu doanh thu (tỷ đồng)



Nguồn: PVOil

Hình 55: Mục tiêu LNST (tỷ đồng)



Nguồn: PVOil

PVOil dự kiến đến năm 2022 sẽ có 1.550 CHXD trực thuộc (COCO)

Nhằm đạt được các mục tiêu nói trên, PVOil dự kiến mỗi năm sẽ mở thêm 210 trạm xăng với sản lượng bán ra mỗi cây xăng trung bình đạt 100m³/tháng. Như vậy, từ 2018-2022, PVOil sẽ cần 7.600 tỷ đồng vốn đầu tư:

- PVOil dự kiến sẽ xây mới 50 trạm xăng và phát triển thêm 40 trạm nữa theo hợp đồng thuê dài hạn, với tổng chi phí đầu tư khoảng 400 tỷ đồng/năm;
- Trong khi đó, 120 trạm còn lại sẽ được phát triển bằng cách mua lại các doanh nghiệp phân phối nhỏ hơn. Tổng đầu tư giai đoạn này ước đạt 3.934 tỷ đồng, hay 800 tỷ đồng/năm, với giá định PVOil dự kiến sẽ sở hữu 65% cổ phần tại các công ty này. Ngoài ra, PVOil sẽ tiếp tục đầu tư vào PVOil Cambodia và mua chi phối tại Comeco (HSX:COM).

PVOil dự kiến sẽ giảm mạnh sở hữu tại các công ty con và liên kết kém hiệu quả

Kế hoạch thoái vốn tại Petec: Petec trở thành công ty con của PVOil năm 2013 khi PetroVietnam chuyển nhượng cổ phần tại công ty này cho PVOil. Petec có vốn điều lệ 2.600 tỷ đồng, trong đó phần vốn góp của PVOil là 2.489 tỷ đồng (cổ phần 95,2%). Do công ty liên tục thua lỗ từ năm 2011, vốn chủ sở hữu của Petec tính đến ngày 31/12/2015 ước đạt 851 tỷ đồng. Sản lượng bán ra hàng năm của Petec chỉ đạt 350.000m³, khoảng 10% tổng sản lượng bán ra của PVOil, trong đó bán lẻ chỉ chiếm 7% và bán buôn chiếm 93% còn lại.

Petec có hệ thống kho gần 140.000 m³, bao gồm các kho: An Hải (Hải Phòng), Hòa Hiệp (Đà Nẵng), Cái Mép (Bà Rịa – Vũng Tàu), Vĩnh Long (Vĩnh Long). Tuy nhiên, hệ thống kho chứa của Petec hiện có vị trí trùng lặp với hệ thống kho chứa của PVOil, dẫn đến tình trạng sử dụng kho kém hiệu quả. Việc thoái vốn tại Petec, nếu thành công, sẽ giúp PVOil giải quyết vấn đề này, cũng như không bị ảnh hưởng do lỗ từ Petec.

Tái cơ cấu các khoản đầu tư khác: PVOil cũng dự kiến sẽ thoái vốn hoàn toàn khỏi các lĩnh vực ngoài hoạt động cốt lõi và giảm cổ phần tại các công ty con kém hiệu quả xuống tối thiểu 65%.

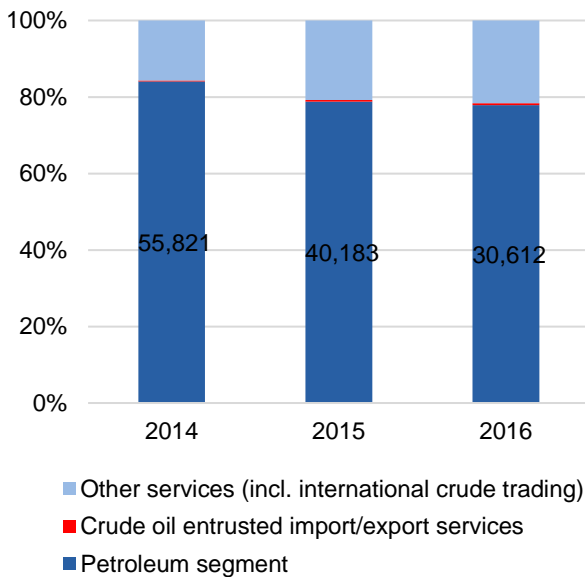
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Doanh thu tăng trưởng kép hàng năm âm 23% do giá dầu giảm từ năm 2015

Lĩnh vực phân phối xăng dầu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu của PVOil, với khoảng 78% trong các năm 2014-2016. Các lĩnh vực khác tổng cộng chỉ chiếm 22%. Vì vậy, tăng trưởng doanh thu hợp nhất của của PVOil phụ thuộc vào tình hình hoạt động mảng phân phối xăng dầu, và qua đó theo xu hướng giá dầu.

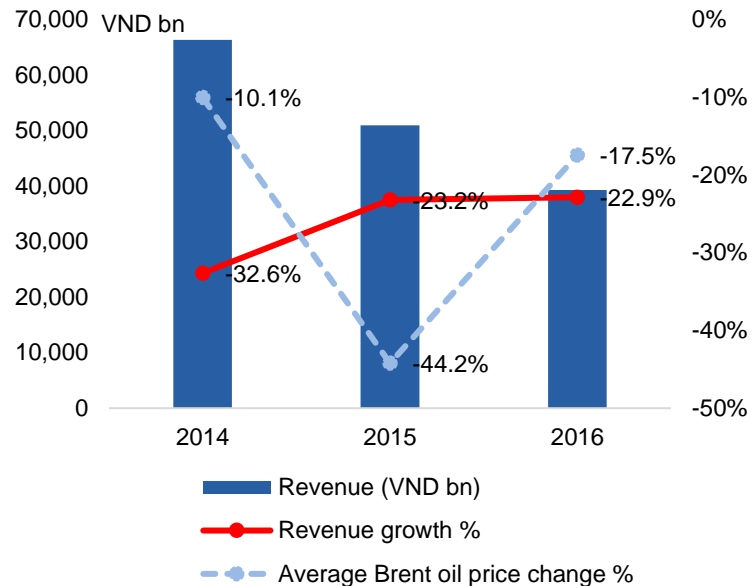
Tuy nhiên, năm 2014, PVOil vẫn đạt doanh thu cao nhờ giá dầu tiếp tục ở mức cao, khi giá dầu Brent trung bình đạt 98USD/thùng. Sau đó, giá dầu giảm mạnh xuống 54USD/thùng năm 2015 và 45USD/thùng năm 2016, khiến doanh thu giảm theo.

Hình 56: Cơ cấu doanh thu của PVOil theo lĩnh vực hoạt động



Nguồn: PVOil

Hình 57: Doanh thu của PVOil diễn biến tương tự giá dầu

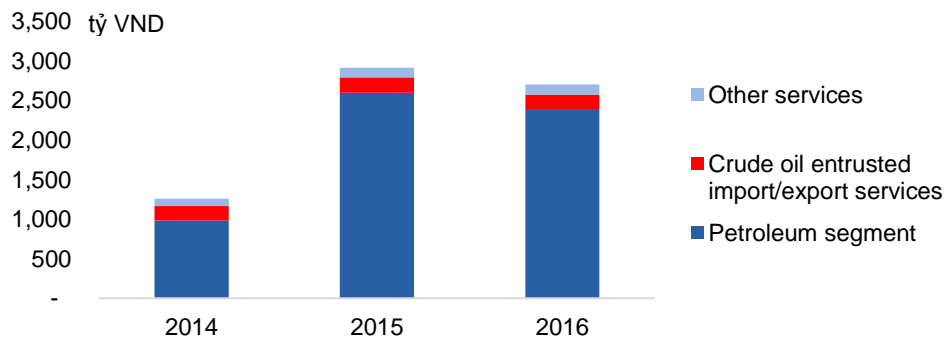


Nguồn: PVOil

Lợi nhuận gộp 2016 tăng gấp đôi so với 2014 nhờ thay đổi chính sách

Mảng phân phối xăng dầu thường chiếm khoảng 80%-90% tổng lợi nhuận gộp của PVOil. Năm 2015 và 2016, mảng này đạt kết quả cao, cùng với tình hình tích cực của dịch vụ ủy thác xuất khẩu dầu thô, đã giúp lợi nhuận gộp tăng mạnh.

Hình 58: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo lĩnh vực hoạt động 2012-2016

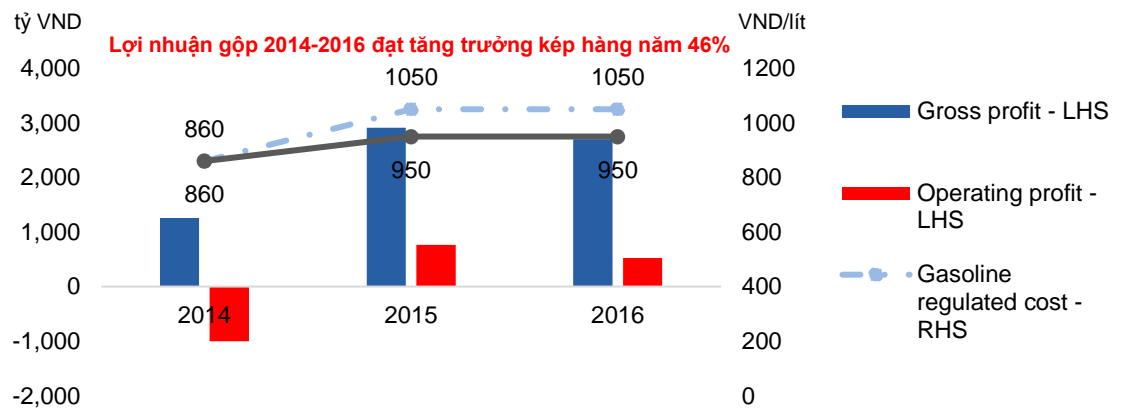


Nguồn: PVOil

Vì các thay đổi về chính sách đã ảnh hưởng đáng kể đến lĩnh vực phân phối xăng dầu, do đó cần phân tích lợi nhuận của PVOil trước và sau thời điểm Nghị định 83/2014/NĐ-CP bắt đầu có hiệu lực tháng 11/2014. Năm 2014, khi Nghị định 84/2009/NĐ-CP vẫn còn hiệu lực, tất cả các nhà phân phối lớn, trong đó có PVOil, bị sụt giảm lợi nhuận do (1) chi phí định mức 860VND/lít không đủ để bù đắp tất cả chi phí và (2) tác động trễ giữa 30 ngày tồn kho, 30 ngày tính giá cơ sở và 10 ngày giá bán điều chỉnh ảnh hưởng tiêu cực đến PVOil từ khi giá dầu giảm mạnh vào giữa năm 2014.

Nghị định 83/2014/NĐ-CP từ khi bắt đầu có hiệu lực đã hỗ trợ PVOil vì (1) Chi phí định mức tăng từ 860VND/lít lên 1.050VND/lít đối với xăng và 950VND/lít đối với dầu diesel và (2) PVOil có thể chủ động tăng giá bán khi giá cơ sở tăng 3% thay 7% như trước đây; và (3) Giá cơ sở được tính 15 ngày/lần, bằng với thời gian giữa hai đợt điều chỉnh giá bán lẻ, nên PVOil linh hoạt hơn trong việc giảm rủi ro từ tác động trễ do chênh lệch giữa giá đầu vào và giá bán lẻ. Điều này được phản ánh thông qua việc lợi nhuận gộp năm 2015 tăng mạnh.

Hình 59: Lợi nhuận gộp, lợi nhuận từ HĐKD và chi phí định mức



Nguồn: PVOil

Hình 60: So sánh chính sách trước và sau tháng 11/2014

	Dự trữ	Chu kỳ tính giá cơ sở:	PVOil có thể chủ động tăng giá khi giá cơ sở:	PVOil phải giảm giá khi giá cơ sở giảm:	Thời gian giữa hai đợt điều chỉnh giá (*)
Nghị định 84/2009/NĐ-CP	Đủ cung cấp cho 30 ngày	30 ngày	≤ 7%	≤ 12%: PVOil phải giảm giá trong vòng 10 ngày; >12%: có thể điều chỉnh với sự phê duyệt của nhà nước.	10 ngày
Nghị định 83/2014/NĐ-CP	Đủ cung cấp cho 30 ngày	15 ngày	≤ 3%	PVOil phải giảm giá trong vòng 15 ngày kể từ khi giá cơ sở giảm.	15 ngày

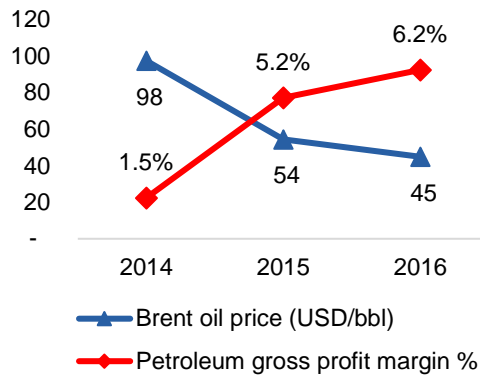
Nguồn: Bộ Công Thương, VCSC. (*) số ngày tối thiểu trước khi tăng giá và số ngày tối đa trước khi giảm giá

Lợi nhuận gộp phản ánh khả năng sinh lời của PVOil chính xác hơn so với biên lợi nhuận gộp

Chúng tôi xin lưu ý rằng trong lĩnh vực phân phối xăng dầu, biên lợi nhuận gộp không nhất thiết phản ánh khả năng sinh lời do tác động của giá dầu. Giá dầu tăng sẽ khiến giá bán tăng theo, nhưng lợi nhuận và chi phí định mức luôn cố định theo quy định của nhà nước. Vì vậy, giá dầu tăng sẽ khiến biên lợi nhuận giảm như thực tế đã xảy ra năm 2014. Trong khi đó, giá dầu giảm sẽ khiến biên lợi nhuận tăng như đã xảy ra năm 2015 và 2016, dù biên lợi nhuận gộp giai đoạn này còn được hỗ trợ nhờ giá định mức cao hơn thông qua việc tăng mạnh chi phí định mức.

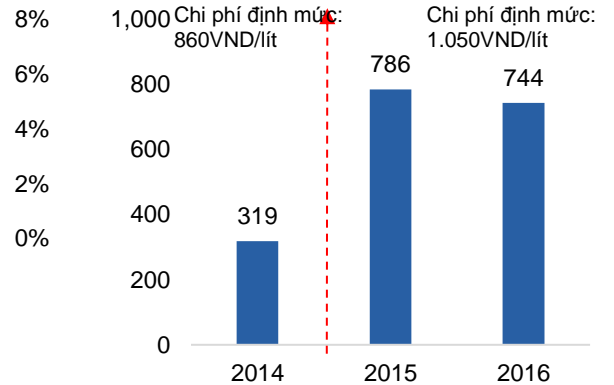
Hình 62 cho thấy lợi nhuận gộp từ mỗi lít xăng biến động đáng kể khi điều chỉnh chi phí định mức. Trong điều kiện lợi nhuận và chi phí định mức không đổi, nguyên nhân của sự chênh lệch là tác động trễ 15 ngày của giá bán và giá cơ sở.

Hình 61: Biên lợi nhuận gộp và giá dầu



Nguồn: PVOil, ước tính của VCSC

Hình 62: Lợi nhuận gộp/lít

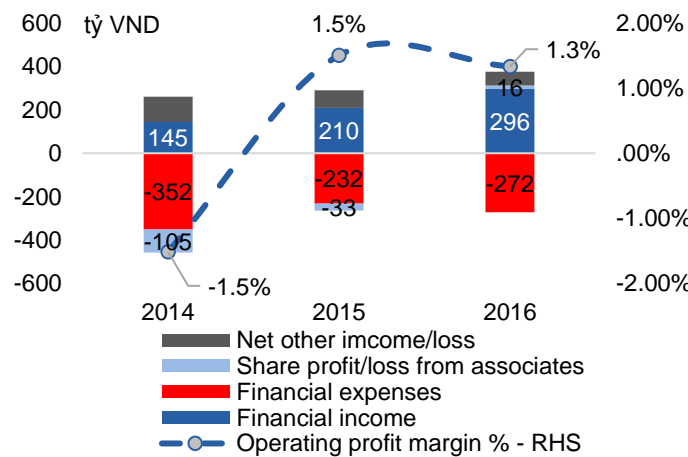


Nguồn: PVOil, ước tính của VCSC

LNST chuyển sang dương nhờ việc thay đổi chính sách nói trên, chi phí tài chính và lỗ từ các công ty liên kết giảm

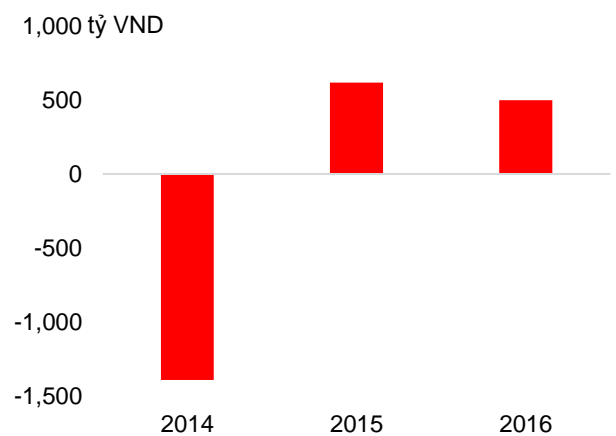
Trước năm 2015, PVOil chịu chi phí lãi vay cao do giá dầu cao khiến chi phí đầu vào cao và công ty phải tích cực vay nợ ngắn hạn. Ngoài ra, PVOil còn ghi nhận dự phòng cho ba công ty liên kết chuyên pha chế nhiên liệu sinh học với khoản lỗ tổng cộng 140 tỷ đồng/năm do ba nhà máy nhiên liệu sinh học ngừng hoạt động. Kết quả hoạt động từ năm 2015 trở đi cải thiện nhờ (1) Chi phí lãi vay giảm nhờ giá dầu giảm và (2) Lỗ từ các công ty liên kết giảm vì PVOil đã hoàn tất dự phòng cho một công ty nhiên liệu sinh học liên kết, nên năm 2016 chỉ ghi nhận 70 tỷ đồng lỗ từ hai công ty nhiên liệu sinh học liên kết còn lại.

Hình 63: Thu nhập tài chính/chi phí và các khoản mục khác



Nguồn: PVOil

Hình 64: LNST trừ lợi ích CĐTS giai đoạn 2014-2016

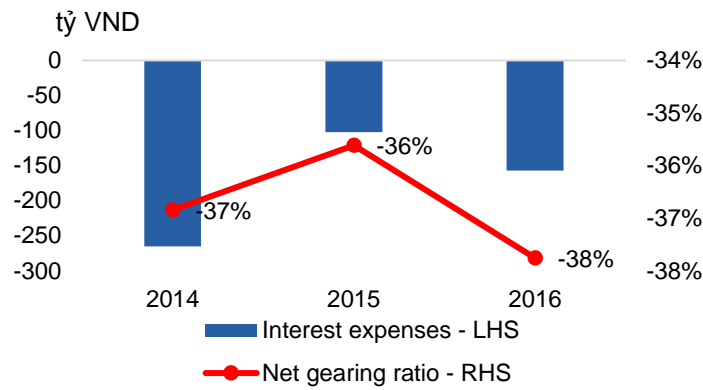


Nguồn: PVOil

Tiềm lực tài chính mạnh với lượng tiền mặt dồi dào và tỷ lệ đòn bẩy âm

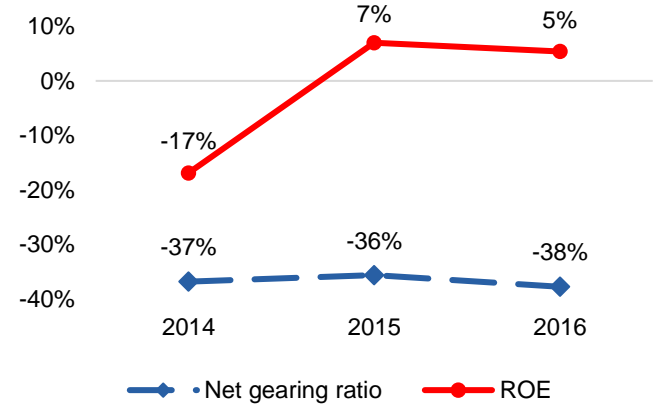
PVOil có tiềm lực tài chính ấn tượng với số dư tiền mặt và đầu tư ngắn hạn ổn định từ 270-300 triệu USD, trong khi tỷ lệ đòn bẩy trong các năm qua liên tục âm 36%-38%.

Hình 65: Tỷ lệ đòn bẩy và chi phí lãi vay



Nguồn: PVOil

Hình 66: Tỷ lệ đòn bẩy và ROE



Nguồn: PVOil

TRIỂN VỌNG 2017 – PVOil Lào hoạt động kém, chi phí đầu vào tăng và sản lượng ủy thác XNK giảm ảnh hưởng đến lợi nhuận từ HĐKD

Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 sẽ tăng 29% trong khi lợi nhuận từ HĐKD giảm 16,7% do:

1. Lĩnh vực phân phối xăng dầu: Lợi nhuận mảng xăng dầu bị ảnh hưởng bởi hoạt động kinh doanh kém khả quan của Lào do chính sách thay đổi. Ngoài ra, do tình hình mưa bão, các công ty con của PVOil mua nhập hàng từ những nơi khác với chi phí cao hơn. Nếu không do những nguyên nhân này, biên lợi nhuận của xăng dầu đáng lẽ ra được cải thiện nhờ vào sản lượng tăng thêm từ các cửa hàng xăng dầu trực thuộc mở thêm.

2. Lĩnh vực ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô bị ảnh hưởng do sản lượng dầu thô xuất khẩu giảm cũng như sản lượng dầu thô bán ra cho Nhà máy Dung Quất giảm. Sản lượng dầu thô xuất khẩu giảm 3,6% trong khi sản lượng dầu thô bán ra cho Dung Quất cũng giảm 11,7% do bảo dưỡng.

Hình 67: Dự báo 2017

Tỷ VND (trừ khi có ghi chú cụ thể)	2016A	2017F	Tăng trưởng	Ghi chú
KPI – Phân phối xăng dầu				
VND trượt giá	3,3%	2,0%		
Giá dầu (USD/thùng)	45	55	22,5%	
Giá dầu diesel (VND/lit)	11.511	14.208	23,4%	Giá xăng tăng theo giá dầu.
Chi phí định mức/lit (diesel)	950	950		
Tăng trưởng sản lượng bán ra trong nước	-2,8%	-0,4%		Sản lượng bán ra toàn ngành 11 tháng đầu năm tăng 7,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Sản lượng bán ra của PVOil nói riêng lẽ ra đã tăng theo toàn ngành nhưng tính chung năm 2017 chỉ xấp xỉ năm 2016 do (1) PVOil thoái vốn khỏi một số CHXD (PVOil Quảng Ninh, Thái Nguyên, và Kiên Giang) và (2) sản lượng bán ra các trạm mới vẫn không đáng kể.
Số trạm COCO	498	536		PVOil mở thêm 44 trạm COCO năm 2017, nhưng thoái vốn khỏi một số trạm nên tính chung cả năm 2017, số trạm COCO chỉ tăng thêm 38.
Cơ cấu doanh thu				
COCO (CHXD trực thuộc)	20%	24%		Sản lượng bán ra tại các trạm COCO vẫn tăng tốt, chiếm 24% năm 2017 so với 20% năm 2016.
DODO (do đại lý sở hữu và điều hành)	62%	62%		
Khách hàng thương mại và các hộ công nghiệp (C&I)	18%	15%		
Báo cáo KQLN				
Doanh thu	39.263	50.657	29,0%	
Phân phối xăng dầu	30.578	35.154	15,0%	Doanh thu tăng mạnh chủ yếu nhờ giá xăng tăng song song với giá dầu.
Ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	183	170	-6,8%	
Khác (bao gồm kinh doanh dầu thô quốc tế)	8.502	15.333	80,3%	Nhờ doanh thu từ kinh doanh dầu thô đầu thô quốc tế tăng mạnh.
Lợi nhuận gộp	2.701	2.596	-3,9%	
Phân phối xăng dầu	2.392	2.310	-3,4%	Mảng phân phối xăng dầu bị ảnh hưởng do: 1. PVOil Lào đạt kết quả kém do nước này thay đổi chính sách. 2. Chi phí đầu vào tăng vì một số công ty con của PVOil (PVOil Phú Yên và Vũng Tàu) phải nhập dầu từ các nguồn khác thay vì các nguồn thông thường do mưa bão. Các tác động tiêu cực trên phần nào được khắc phục nhờ biên lợi nhuận tăng khi các trạm COCO chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng sản lượng bán ra.
Ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô	183	153	-16,1%	Bị ảnh hưởng do (1) sản lượng dầu thô xuất khẩu giảm 3,6%, và (2) sản lượng dầu thô cho Dung Quất cũng giảm 11,7% do đợt bảo trì.
Khác (kinh doanh dầu thô và sản phẩm dầu trên thị trường quốc tế)	126	133	5,3%	
Chi phí bán hàng	-1.452	-1.462	0,7%	
Chi phí quản lý	-726	-699	-3,8%	
Lợi nhuận từ HĐKD	523	435	-16,7%	
Thu nhập tài chính	296	252	-14,8%	Thu nhập lãi giảm theo số dư tiền mặt trong 6 tháng đầu năm 2017.
Chi phí tài chính	-272	-165	-39,3%	PVOil dự phòng 66,7 tỷ đồng cho khoản đầu tư dài hạn vào Petroland (HOSE: PLT) năm 2016, nhưng năm 2017 không phải dự phòng cho Petroland nữa. PVOil đã hoàn tất dự phòng cho các nhà máy pha chế nhiên liệu sinh học sau năm 2016. Chúng tôi dự báo các nhà máy này năm 2017 không mang lại lợi nhuận.
Thu nhập từ liên doanh	16	32	100,0%	
Khác	63	9	-85,6%	
Lợi nhuận trước thuế	626	564	-10,0%	Chủ yếu do PVOil Lào đạt kết quả kém, chi phí đầu vào tăng và ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô sụt giảm.
Thuế TNDN và lợi ích CĐTS	-127	-68	-46,3%	Thuế TNDN và lợi ích CĐTS chỉ bằng một nửa so với năm 2016 do lợi nhuận từ các công ty con giảm.
LNST báo cáo	499	495	-0,7%	Chúng tôi lưu ý rằng dự báo lợi nhuận này đã tính đến khoản hoàn thuế từ nguyên liệu nhập khẩu mà PVOil có thể đạt được. Nếu không tính đến khoản hoàn thuế này, lợi nhuận dự báo có thể thấp hơn khoản 26,7%.

Nguồn: VCSC

TRIỂN VỌNG 2018-2022

Sản lượng bán ra 2018-2022 đạt tăng trưởng kép hàng năm 8,9% nhờ mở thêm cửa hàng xăng dầu trực thuộc (COCO)

Chúng tôi dự báo doanh thu 2018-2022 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 12,2% nhờ sản lượng bán ra tăng 8,9% trên cơ sở các giả định sau:

- Giá dầu Brent 55USD/thùng năm 2017, sau đó tăng lên 60USD/thùng năm 2018-2020 và sau đó tăng lên 65USD/thùng năm 2021 và 2022.
- Phân phối xăng dầu: Sản lượng bán ra tăng nhờ có thêm 150 trạm/năm. Chúng tôi dự báo năm 2018 sẽ có thêm 80 trạm COCO và từ 2019 trở đi có thêm 150 trạm/năm (50 trạm xây mới và 100 trạm mua lại). Cuối cùng, chúng tôi cho rằng sản lượng bán ra các trạm COCO sẽ đạt 39% tổng sản lượng bán ra thay vì 35% như mục tiêu của công ty.
- Ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô: tiếp tục ổn định với tổng sản lượng khoảng 16 triệu tấn, bao gồm dầu thô cho Dung Quất và ủy thác xuất khẩu.

Giả định của chúng tôi là công ty sẽ mở 150 trạm/năm nhờ thành công trong việc thu hút nhà đầu tư chiến lược, tuy thấp hơn 30% so với mục tiêu của công ty (210 trạm/năm), nhưng vẫn cao hơn so với các năm gần đây vì:

- Chúng tôi cho rằng Chính phủ sẽ mạnh tay hơn trong việc hạn chế tình trạng nhập lậu xăng dầu để tạo điều kiện cho các nhà máy Dung Quất và Nghi Sơn. Dán tem kiểm định đã được áp dụng và sắp tới chứng từ bán hàng/hóa đơn điện tử cùng một số biện pháp khác cũng sẽ được áp dụng. Các việc làm này sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp làm ăn chân chính như PVOil tăng cường sản lượng bán ra cũng như mua lại trạm xăng dễ dàng hơn.
- Năm 2015 và 2016, công ty tích cực chuẩn bị cho việc cổ phần hóa, khiến hoạt động mở thêm trạm xăng bị ảnh hưởng (26 trạm mới năm 2015 và 2016 so với 120 trạm năm 2014). Khi đã hoàn tất IPO và chuyển nhượng cổ phần cho đối tác chiến lược, PVOil sẽ có thể tập trung nguồn lực để mở trạm xăng mới.

Hình 68: Giả định 2018-2022

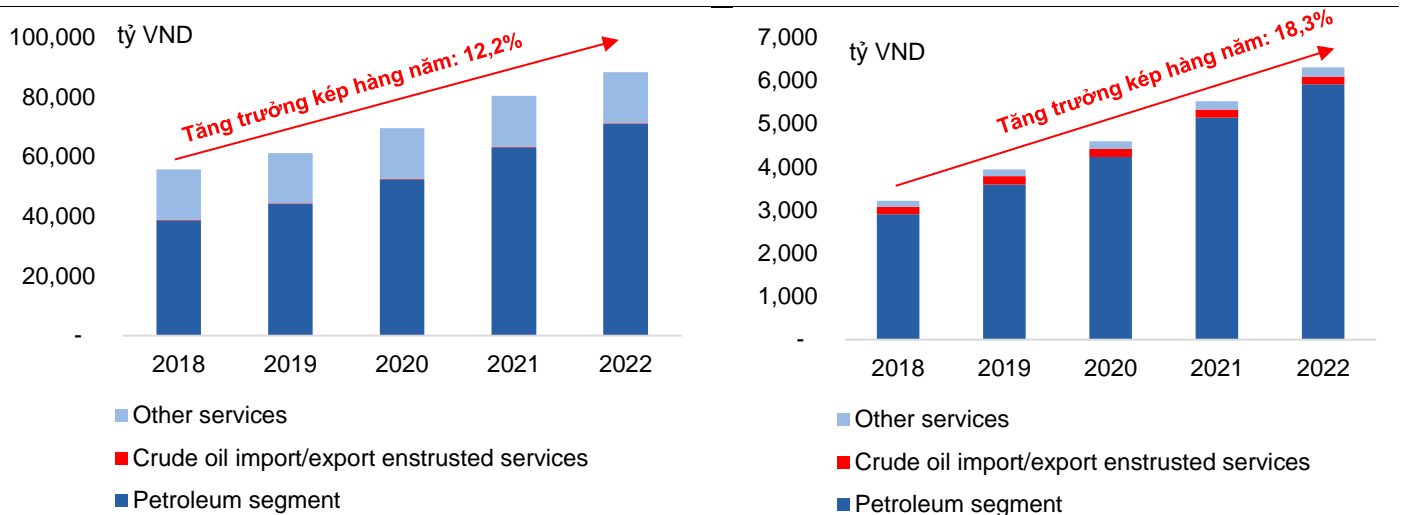
KPI	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
VND trượt giá	3,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Giá dầu (USD/thùng)	45	55	60	60	60	65	65
Giá dầu diesel (VND/lít)	11.511	14.208	15.264	15.506	15.752	16.890	17.164
Chi phí định mức/lít (diesel)	950	950	950	950	950	950	950
Tăng trưởng sản lượng bán ra	-2,8%	-0,4%	6,3%	9,0%	9,0%	8,9%	8,9%
Số trạm COCO	498	536	616	766	916	1.066	1.216
Số trạm DODO	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
Cơ cấu doanh thu							
COCO	20%	24%	26%	30%	33%	36%	39%
DODO	62%	62%	59%	54%	49%	45%	42%
Khách hàng thương mại và các hộ công nghiệp	18%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Biên lợi nhuận chung	6,9%	5,1%	5,8%	6,4%	6,6%	6,9%	7,1%
Biên lợi nhuận gộp từ phân phối xăng dầu	6,2%	3,5%	4,1%	4,8%	5,0%	5,4%	5,8%

Nguồn: VCSC

Biên lợi nhuận tăng nhờ các trạm COCO chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng sản lượng và nhờ các sản phẩm E5

Lợi nhuận gộp dự báo sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 18,3% nhờ biên lợi nhuận gộp tăng dần vì (1) Sản lượng bán ra tăng 6%-9%/năm, gấp đôi so với mức tăng trưởng chung của ngành với 150 trạm xăng được mở mỗi năm; (2) Các trạm COCO, vốn có biên lợi nhuận cao, chiếm tỷ trọng cao hơn; và (3) Nhiên liệu sinh học E5 chiếm tỷ trọng cao hơn trong tổng sản lượng bán ra so với trước đây. Cuối cùng, biên lợi nhuận sẽ tăng dần từ 5,1% năm 2017 lên 7,1% năm 2022.

Hình 69: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp



Nguồn: VCSC

Dự báo lợi nhuận sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ cắt giảm chi phí và sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược

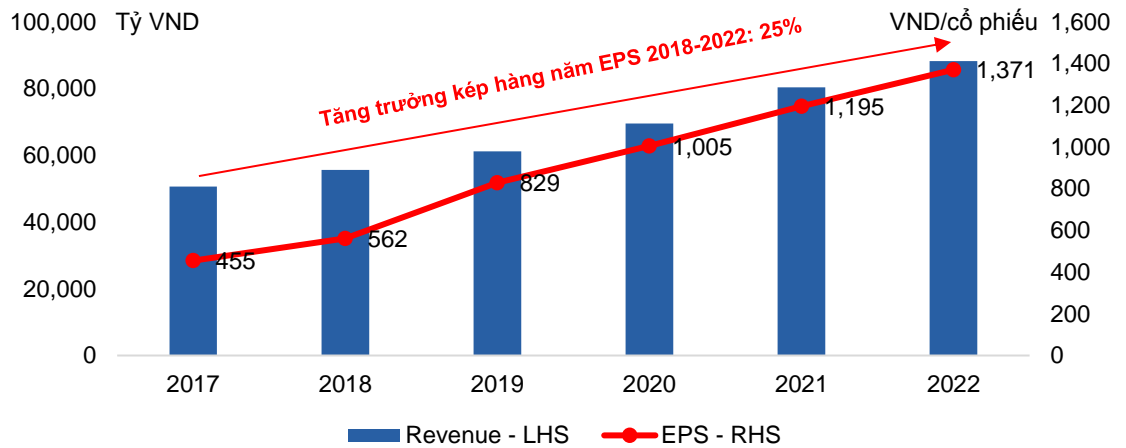
Chúng tôi dự báo EPS 2018-2022 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 25%, cao hơn so với lợi nhuận gộp vì:

- PVOil dự kiến sẽ cắt giảm 10% đội ngũ nhân viên sau khi IPO, qua đó giảm được chi phí 75 tỷ VND/năm (5%-10% lợi nhuận trước thuế).
- Ngoài ra, sở hữu của Nhà nước tại PVOil sẽ giảm xuống 35%, bắt đầu từ năm 2018. Điều này sẽ mở ra cơ hội cho nhà đầu tư chiến lược tăng cường tham gia vào hoạt động của công ty, mà chúng tôi cho rằng sẽ có lợi cho PVOil trong dài hạn. Chúng tôi cho rằng PVOil có thể tích cực cải thiện hiệu suất và quản lý chi phí (lương, hao hụt xăng dầu) từ năm 2019 trở đi.
- Việc thay thế xăng RON92 bằng xăng sinh học E5 trên cả nước, sẽ kích thích tiêu thụ ethanol (E100). Nhà máy pha chế nhiên liệu sinh học Quảng Ngãi sẽ hoạt động trở lại vào giữa tháng 01/2018 và nhà máy Bình Phước sẽ hoạt động trở lại trong Quý 1/2018. PVOil sẽ hoàn nhập dự phòng cho hai nhà máy này nếu hai nhà máy này hoạt động ổn định, nhưng hiện chúng tôi thận trọng giả định hai nhà máy này không mang lại lợi nhuận.

Ngoài ra, dự báo của chúng tôi còn không phản ánh tiềm năng tăng trưởng từ:

- Khả năng chi phí hoặc lợi nhuận định mức tăng bất ngờ;
- Khả năng thoái vốn thành công khỏi công ty con PETEC, qua đó PVOil sẽ có thể có lợi nhuận bất thường.
- Hoạt động của các lĩnh vực khác ngoài xăng dầu.

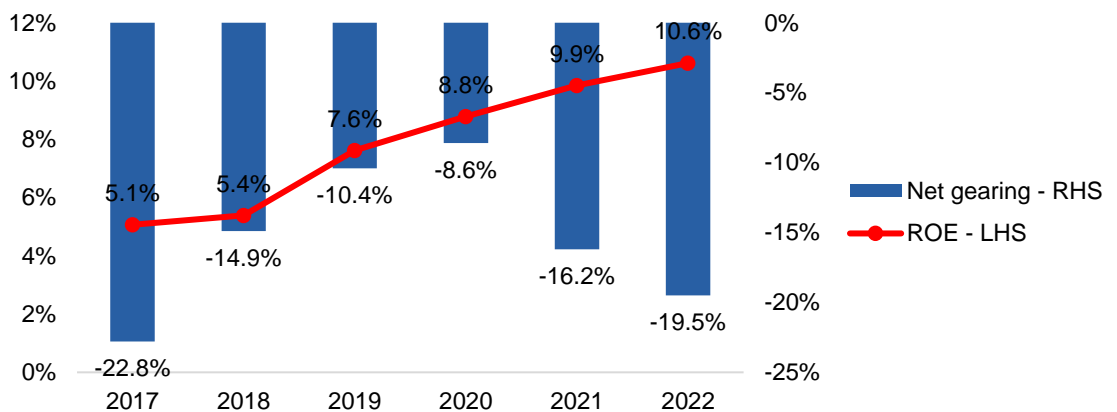
Hình 70: Tăng trưởng doanh thu và EPS 2018-2022



Nguồn: VCSC

Trên cơ sở kế hoạch mở trạm xăng trên đây, chúng tôi dự báo tổng chi phí giai đoạn 2018-2022 sẽ là 7.200 tỷ đồng, bao gồm cả chi phí đầu tư vào kho chứa. Tỷ lệ đòn bẩy tuy sẽ tăng từ -22,8% năm 2017 lên -19,5% năm 2022 nhưng vẫn sẽ ở mức tiền mặt dồi dào. ROE dự báo năm 2022 sẽ vượt 10%.

Hình 71: ROE và tỷ lệ đòn bẩy

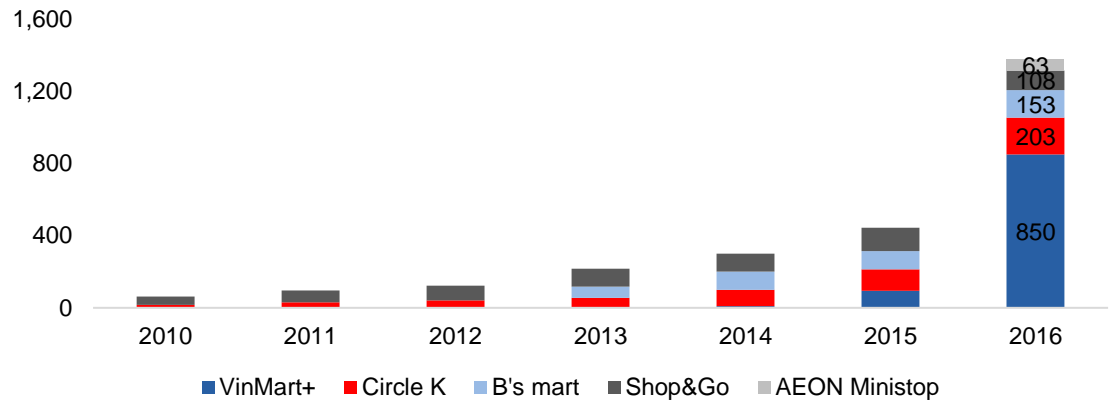


Nguồn: VCSC

Tiềm năng tăng trưởng từ các hoạt động ngoài xăng dầu

Hiện PVOil vẫn chưa triển khai hoạt động nào ngoài phân phối xăng dầu tại các trạm xăng như siêu thị mini, rửa xe, quán cà phê, hay quán ăn. Theo kinh nghiệm của các nhà phân phối xăng dầu khác tại Châu Á, lợi nhuận từ các dịch vụ ngoài phân phối xăng dầu có thể xấp xỉ lợi nhuận từ hoạt động này. PVOil dự báo các dịch vụ ngoài xăng dầu sẽ là yếu tố kích thích tăng trưởng dài hạn theo tư vấn của đối tác chiến lược. Gần 540 trạm xăng COCO với tổng diện tích lên đến 590.000m² là điều kiện thuận lợi giúp PVOil phát triển mô hình trạm xăng dầu dịch vụ tích hợp. Công ty dự kiến sẽ đầu tư 3.500 tỷ đồng để phát triển các dịch vụ trên tại 70% tổng số trạm COCO. Tuy nhiên, chúng tôi hiện không phản ánh tiềm năng tăng trưởng trên vào dự báo lợi nhuận đến khi công ty công bố thông tin chi tiết về các dịch vụ trên.

Hình 72: Tốc độ mở rộng nhanh chóng của các cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam

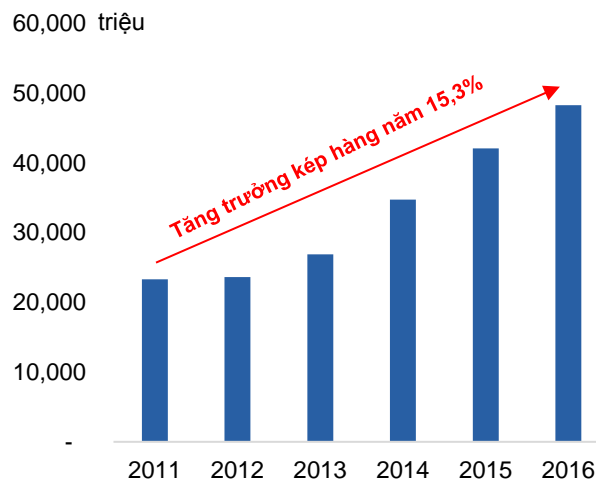


Nguồn: Nielsen, VCSC tổng hợp

Phân phối nhiên liệu máy bay là một cơ hội mới

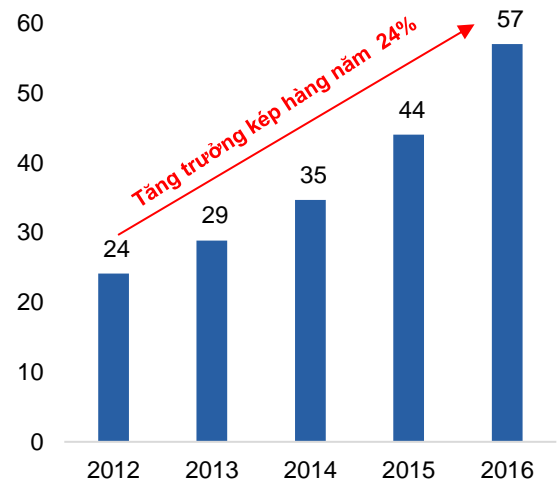
Ngành hàng không Việt Nam trong các năm qua đạt tăng trưởng ấn tượng nhờ (1) GDP tăng trưởng mạnh; (2) Người tiêu dùng Việt Nam có xu hướng chuyển sang di chuyển bằng đường hàng không thay vì đường bộ và đường sắt để tiết kiệm thời gian; (2) Du lịch và giao thông vận tải trong nước đang tăng trưởng mạnh vì tầng lớp trung lưu đang nhanh chóng mở rộng và cơ sở hạ tầng liên tục được cải thiện; và (4) Các hãng hàng không trong nước mở nhiều tuyến bay mới để giành thị phần.

Hình 73: Doanh thu hành khách theo km (RPK) tăng mạnh



Nguồn: GSO

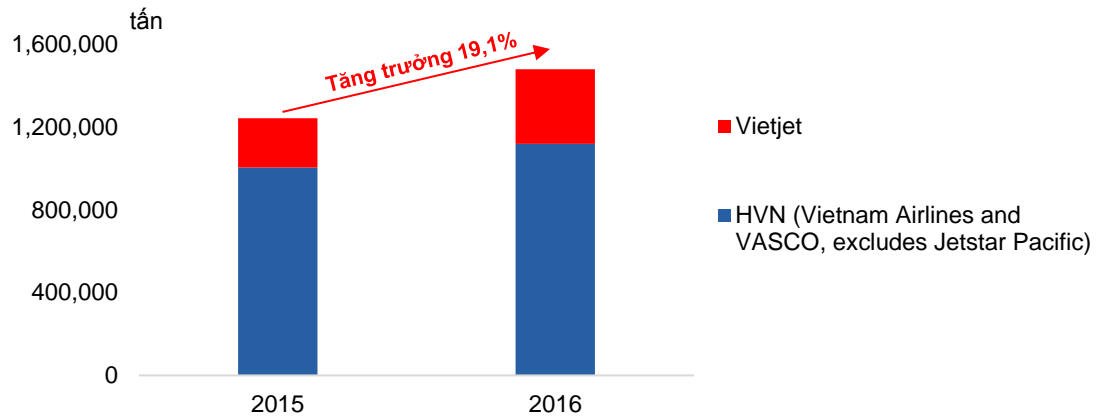
Hình 74: Lượng hành khách trong nước của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) (triệu)



Nguồn: ACV

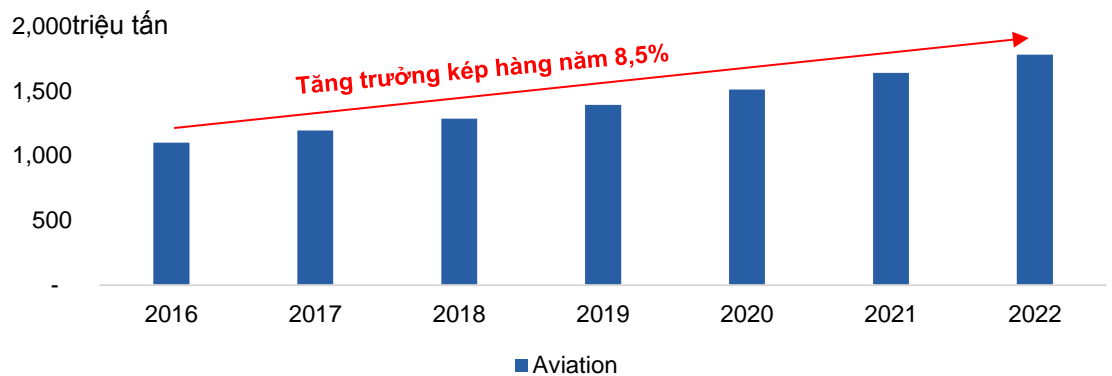
Vì vậy, nhiên liệu máy bay mở ra cơ hội lớn đối với các nhà phân phối xăng dầu vì hiện thị trường này đang tăng trưởng mạnh nhưng có rất ít nhà cung cấp. Theo Wood Mackenzie, tiêu thụ dầu nhiên liệu hàng không trong năm năm qua đã tăng 10,4% và dự báo trong các năm 2018-2020 sẽ tăng 8,5%/năm. Tuy nhu cầu hiện tăng trưởng mạnh nhưng chỉ có hai nhà cung cấp trên thị trường là CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex (PA, công ty con của PLX) và Công ty TNHH một thành viên Nhiên liệu hàng không Việt Nam (Skypec, công ty con của Vietnam Airlines). PVOil tin rằng lĩnh vực đầy hấp dẫn này sẽ mở ra cơ hội lớn cho công ty, đặc biệt là khi công ty bán thành công cổ phần cho nhà đầu tư chiến lược.

Hình 75: Tiêu thụ dầu nhiên liệu của Vietnam Airlines (UpCOM:HAV) và Vietjet (HOSE:VJC)



Nguồn: HVN, VJC

Hình 76: Tiêu thụ nhiên liệu máy bay của Việt Nam trong các năm 2018-2022



Nguồn: Wood Mackenzie

NHÀ ĐẦU TƯ CHIẾN LƯỢC

Các thuận lợi và thách thức tại PVOil đối với nhà đầu tư chiến lược

Hình 77: Thuận lợi và khó khăn đối với nhà đầu tư chiến lược

THUẬN LỢI	THÁCH THỨC
<ul style="list-style-type: none"> - Mạng lưới phân phối gồm gần 540 trạm COCO và 3.000 đại lý DODO trên cả nước là lợi thế tuyệt đối mà nhà đầu tư không thể lập tức có được ngay cả khi có tiềm lực tài chính dồi dào nếu không trở thành đối tác chiến lược của PVOil. - PVOil chỉ có thị phần 22% nên vẫn còn tiềm năng tăng trưởng lớn thông qua M&A. - PVOil có thương hiệu uy tín, quen thuộc với người tiêu dùng Việt Nam, đã hiện diện trên thị trường nhiều năm, đặc biệt là miền Bắc, miền Trung, và Đông Nam Bộ. - Kế hoạch giảm cổ phần nhà nước xuống 35,1% sẽ mở ra cơ hội lớn cho nhà đầu tư chiến lược tham gia tích cực hơn vào các hoạt động của công ty và quá trình đưa ra quyết định. 	<ul style="list-style-type: none"> - NĐT chiến lược cho phép PVOil mua lại xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu Bình Sơn và Nghi Sơn trong ít nhất 10 năm sau khi cổ phần hóa theo thị phần của hai nhà máy này tại Việt Nam. Điều có thể ảnh hưởng đến việc quản lý đầu vào của PVOil và khiến công ty kém linh hoạt trong việc quản lý đầu vào khi giá xăng dầu diễn biến kém khả quan. - Đầu tư kém hiệu quả như PETEC. - Ban lãnh đạo hiện còn chưa hiệu quả, cũng như việc sử dụng tài nguyên chưa hiệu quả.

Nguồn: PVOil

Các tập đoàn có khả năng sẽ trở thành nhà đầu tư chiến lược của PVOil

Các tập đoàn có thể trở thành nhà đầu tư chiến lược của PVOil có thể được chia làm hai nhóm theo hoạt động kinh doanh: (1) tham gia vào cả lĩnh vực lọc dầu và phân phối xăng dầu như Idemitsu Kosan Co., Ltd và Kuwait Petroleum International (KPI); và (2) thuần túy phân phối xăng dầu.

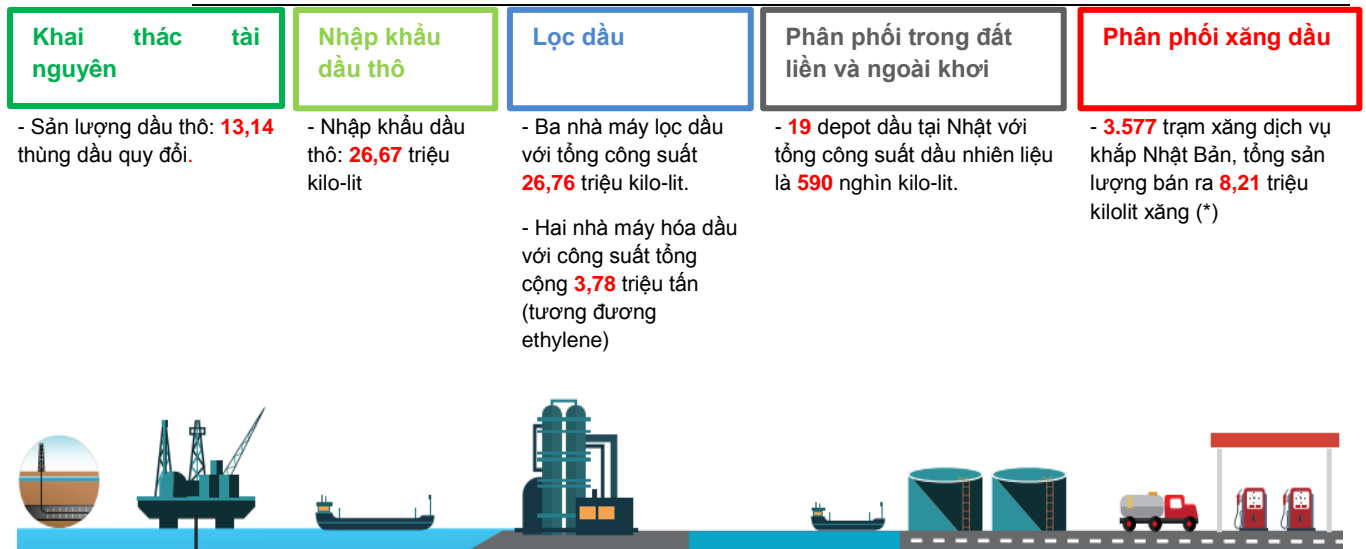
Theo cam kết của Việt Nam với WTO, “dầu thô và các sản phẩm dầu thành phẩm” là một trong bảy lĩnh vực kinh doanh có điều kiện mà Việt Nam không cam kết phải mở cửa cho nhà đầu tư nước ngoài. Trong khi đó, theo cam kết bảo lãnh (GGU) giữa Chính phủ Việt Nam và các nhà đầu tư nước ngoài của Nghi Sơn, chỉ các nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào các nhà máy lọc dầu của Việt Nam được phép tham gia vào hoạt động phân phối xăng dầu trong nước. Hiện có ba tập đoàn nước ngoài đủ điều kiện trở thành nhà đầu tư chiến lược của PVOil là Idemitsu Kosan Co., Ltd (Nhật Bản), Kuwait Petroleum Europe B.V. (Kuwait) và Mitsui Chemicals (Nhật Bản). Trong số ba tập đoàn này, Mitsui Chemicals dường như không quan tâm đến PVOil vì không có kinh nghiệm trong lĩnh vực phân phối xăng dầu và chỉ nắm 4,7% cổ phần tại Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn. Trong khi đó, chúng tôi cho rằng cả Idemitsu và KPI đều mong muốn trở thành nhà đầu tư chiến lược của PVOil vì hệ thống các trạm xăng trên cả nước của PVOil có thể là kênh phân phối lý tưởng cho các sản phẩm của nhà máy Nghi Sơn.

Idemitsu Kosan Co., Ltd (Nhật Bản), cổ phần tại Nghi Sơn 35,1%

Idemitsu Kosan Co., Ltd là một tập đoàn xăng dầu uy tín của Nhật Bản với quá trình hình thành và phát triển trên 100 năm. Idemitsu hoạt động từ đầu đến cuối chuỗi cung ứng xăng dầu, từ thăm dò, nhập khẩu, lọc dầu, và phân phối xăng dầu, các sản phẩm hóa dầu và các sản phẩm liên quan. Idemitsu là tập đoàn xăng dầu lớn thứ hai Nhật Bản, chỉ sau JX Nippon Oil (nhà đầu tư chiến lược của PLX). Idemitsu cho biết có thị phần từ 15,4% đến 31,3% đối với các sản phẩm xăng dầu tại Nhật Bản với khoảng 3.600 trạm xăng khắp nước này (**Hình 79**).

Tháng 09/2016, liên doanh giữa Kuwait Petroleum International (KPI) và Idemitsu Kosan (Idemitsu Q8) được Chính phủ cấp phép nhập khẩu, bán buôn, và bán lẻ nhiên liệu thành phẩm trên thị trường trong nước, một điều chưa hề có tiền lệ đối với một doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài. Idemitsu Q8 Ltd đã mở trạm xăng đầu tiên tại Hà Nội tháng 10/2017 và dự kiến sẽ mở thêm 10 trạm nữa tại thành phố này trong các năm 2017-2018.

Hình 78: Các lĩnh vực hoạt động của Idemitsu



Nguồn: Báo cáo thường niên 2016 của Idemitsu, số liệu cuối năm 2015. Ghi chú: (*) Số trạm xăng được cập nhật vào cuối tháng 6/2017.

Hình 79: Thị phần của Idemitsu đối với các loại sản phẩm xăng dầu

Sản phẩm	Thị phần %
Xăng	15,4%
Kerosene	16,3%
Dầu diesel	18,0%
Dầu máy bay	31,3%
Dầu nhiên liệu	17,8%-21,5%

Nguồn: Báo cáo thường niên 2016 của Idemitsu, số liệu cuối năm 2015.

Kuwait Petroleum Europe B.V. (Kuwait), cổ phần tại Nghi Sơn 35,1%

Kuwait Petroleum Europe B.V. (KPE) là công ty con quốc tế của Kuwait Petroleum Corporation (KPC, thường được gọi là Q8). Tập đoàn hoạt động trong lĩnh vực tiếp thị và kinh doanh, nghiên cứu, lọc dầu và sản xuất các sản phẩm xăng dầu, chủ yếu tại Châu Âu và Châu Á.

Với tổng cộng 4.700 trạm xăng dịch vụ, trong đó có 4.000 trạm tại Châu Âu (Thụy Điển, Đan Mạch, Hà Lan, Bỉ, Luxembourg, và Italia). Ngoài ra, Q8 còn tham gia vào hoạt động trực tiếp cung cấp nhiên liệu cho nhà máy công nghiệp và nhiên liệu đốt cho các hộ gia đình. Q8 còn tham gia mạnh vào lĩnh vực kinh doanh nhiên liệu hàng không với hơn 40 sân bay trên toàn thế giới và lĩnh vực dầu nhờn với 5 nhà máy pha chế dầu nhờn, kinh doanh trực tiếp và tiếp thị khắp Châu Âu và xuất khẩu sang 75 nước trên toàn thế giới.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi chia các công ty khác trong ngành phân phối xăng dầu làm hai nhóm để phân tích. Nhóm thứ nhất gồm các công ty chỉ tham gia vào hoạt động phân phối xăng dầu, hiện có P/E trung vị trượt 22,2 lần. Nhóm thứ hai gồm các công ty hoạt động với mô hình tích hợp, từ thăm dò và khai thác đến lọc dầu và phân phối xăng dầu, hiện có P/E trung vị trượt 11,2 lần. Vì PVOil chỉ tham gia vào lĩnh vực phân phối xăng dầu nên mô hình hoạt động gần với nhóm thứ nhất hơn.

Hình 80: Các công ty cùng ngành trong khu vực – Chỉ phân phối xăng dầu

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần 12T	Tăng trưởng %	LNST 12T	Tăng trưởng %	Nợ/CSH %	ROE %	P/E trượt 12T	Adj. TTM P/E (*)	Adj. 1YF P/E (*)	LQ P/B
Petronas Dagangan Bhd	Malaysia	5.296	5.777	8,7	236	35,4	(43,3)	19,4	22,4	22,8	25,1	4,2
Pakistan State Oil Co Ltd	Pakistan	1.096	NA	NA	NA	NA	108,5	NA	NA	NA	13,4	1,1
Attock Petroleum Ltd	Pakistan	480	1.096	8,8	52	68,4	(77,0)	22,2	9,3	18,4	NA	1,4
Shell Pakistan Ltd	Pakistan	338	1.552	(9,8)	61	55,5	(53,9)	68,6	5,5	10,9	17,3	3,4
Phoenix Petroleum Philippines Inc	Philippines	327	700	11,2	23	8,8	111,1	10,7	14,9	11,6	11,2	1,6
Susco PCL	Thái Lan	135	606	14,8	3	(34,0)	6,8	3,6	36,4	33,2	12,9	1,3
Lanka IOC PLC	Sri Lanka	104	553	13,3	6	(77,1)	(29,3)	4,6	17,0	24,4	14,7	0,8
Hankook Shell Oil Co Ltd	Hàn Quốc	465	182	(6,2)	21	(16,5)	(57,9)	27,5	21,5	22,4	NA	5,9
Heunggu Oil Co Ltd	Hàn Quốc	38	133	5,6	2	11,3	(1,3)	2,9	21,0	22,0	NA	0,6
Trung bình		920	1.325	5,8	51	6,5	(4,0)	19,9	18,5	20,7	15,8	2,3
Trung vị		338	653	8,7	22	10,1	(29,3)	15,1	19,0	22,2	14,0	1,4
PVOil (**)		610	2.232	30,0	20	(7,4)	(22,5)	5,1	29,4	29,4	23,9	1,5

Nguồn: Bloomberg; ước tính của VCSC. (*) Lưu ý: P/E điều chỉnh = P/E công ty ÷ trung bình thị trường tương ứng x P/E của VN-Index. (**) số liệu 2017

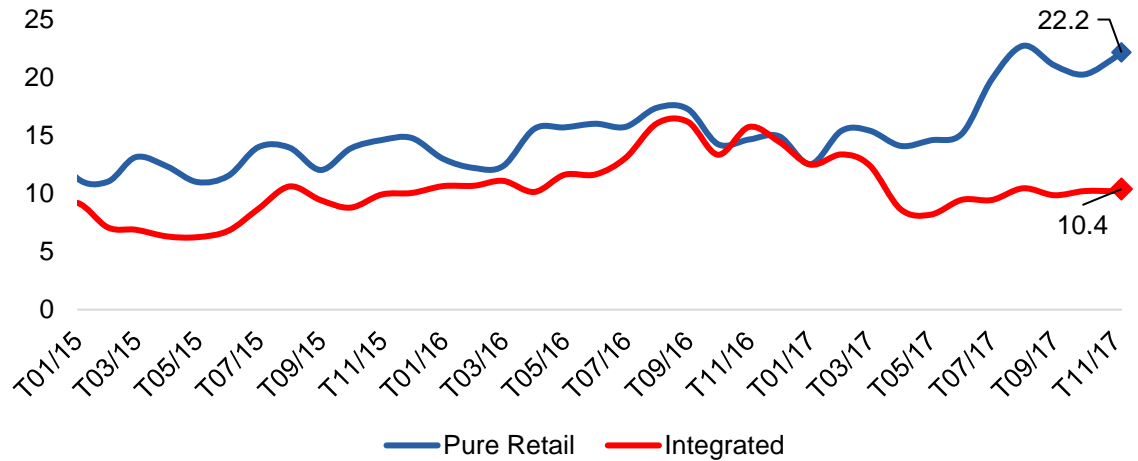
Hình 81: Các công ty cùng ngành trong khu vực với mô hình tích hợp

(triệu USD) Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa	DT thuần 12T	Tăng trưởng %	LNST 12T	Tăng trưởng %	Nợ/CSH %	ROE %	P/E trượt 12T	Adj. TTM P/E (*)	Adj. 1YF P/E (*)	LQ P/B
PetroChina Co Ltd	Trung Quốc	219.371	282.640	22,5	3.451	253,4	30,4	2,0	35,1	34,2	NA	0,7
China Petroleum & Chemical Corp	Trung Quốc	108.097	324.573	26,0	8.138	57,9	6,0	7,9	10,7	10,4	13,2	0,8
PTT PCL	Thái Lan	36.364	54.434	6,7	3.539	457,6	18,9	16,2	9,9	9,0	10,7	1,5
Formosa Petrochemical Corp	Đài Loan	33.299	19.761	11,9	2.586	21,7	(9,5)	26,9	12,6	12,8	21,2	3,5
Indian Oil Corp Ltd	Ấn Độ	30.837	52.003	3,1	2.961	65,1	53,3	20,7	9,8	6,6	6,0	2,0
Bharat Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	17.588	29.991	7,2	1.301	15,0	86,0	29,8	11,8	8,0	6,7	3,7
SK Innovation Co Ltd	Hàn Quốc	17.632	38.296	8,6	1.708	47,3	3,6	9,4	12,0	12,6	9,2	1,1
Hindustan Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	10.245	27.910	5,4	1.228	76,2	80,2	43,7	8,0	5,4	NA	3,1
IRPC PCL	Thái Lan	3.976	5.878	11,3	247	0,7	74,7	10,5	15,3	14,0	8,9	1,6
Pilipinas Shell Petroleum Corp	Philippines	1.973	2.881	(12,9)	157	109,5	36,7	25,2	13,4	10,4	11,8	3,1
Petron Corp	Philippines	1.813	7.941	15,8	257	64,0	171,9	9,2	11,5	8,9	7,1	1,0
Bangchak Corp PCL	Thái Lan	1.662	4.698	18,9	154	79,5	42,4	13,8	10,2	9,3	NA	1,3
Esso Thailand PCL	Thái Lan	1.556	4.606	2,1	93	(5,5)	108,0	15,8	16,1	14,7	12,2	2,3
Shenzhen Guangju Energy Co Ltd	Trung Quốc	1.054	162	27,2	45	645,1	(56,2)	13,9	22,9	22,3	NA	3,0
Chennai Petroleum Corp Ltd	Ấn Độ	1.075	4.131	7,1	157	38,0	159,3	35,6	6,6	4,5	NA	2,0
Petron Malaysia Refining & Marketing Bhd	Malaysia	762	2.122	20,6	84	113,0	11,7	31,1	9,0	9,2	9,4	2,5
Byco Petroleum Pakistan Ltd	Pakistan	761	854	4,8	10	1,0	NA	NA	14,6	28,8	NA	NA
Trung bình		28.710	50.758	11,0	1.536	120,0	51,1	19,5	13,5	13,0	10,6	2,1
Trung vị		3.976	7.941	8,6	257	64,0	39,6	16,0	11,8	10,4	9,4	2,0
PVOil (**)		610	2.232	30,0	20	(7,4)	(22,5)	5,1	29,4	29,4	23,9	1,5

Nguồn: Bloomberg; ước tính của VCSC. (*) Lưu ý: P/E điều chỉnh = P/E công ty ÷ trung bình thị trường tương ứng x P/E của VN-Index. (**) số liệu 2017

Chúng tôi tin rằng định giá cao (P/E) của mảng phân phối xăng dầu thuần túy vì giá dầu đã tăng trong thời gian gần đây. Nhìn chung, tuy mỗi nước đều có chính sách riêng về điều hành xăng dầu nhưng các công ty phân phối xăng dầu đều có một điểm chung là hưởng phí phân phối và hưởng lợi từ chênh lệch giữa giá đầu vào và đầu ra khi giá tăng đến một mức độ nào đó. Trong khi đó, giá dầu giảm thì công ty có thể thua lỗ.

Hình 82: Trung vị P/E trượt 12 tháng của các công ty phân phối xăng dầu khác trong khu vực (chỉ phân phối xăng dầu và mô hình tích hợp)



Nguồn: Bloomberg.

RỦI RO

Rủi ro chính sách. Để kiểm soát lạm phát, Chính phủ quản lý rất chặt chẽ ngành xăng dầu. Vì vậy, việc điều chỉnh cách tính giá xăng bán lẻ có thể ảnh hưởng đáng kể đến PVOil. Trong khi đó, chính sách hỗ trợ nhà máy Nghi Sơn có thể khiến chi phí đầu vào của PVOil tăng.

Rủi ro cạnh tranh. Như đã trình bày trên đây, số nhà phân phối lớn đã tăng gấp đôi trong năm năm qua và hiện liên tục tăng với việc nhà nước bắt đầu mở cửa thị trường. Điều này có thể tăng lượng xăng dầu nhập lậu và kế hoạch mở rộng thông qua M&A có thể cần nhiều thời gian hơn so với dự tính.

Rủi ro từ biến động giá dầu. Các sản phẩm xăng dầu được chiết xuất từ dầu thô, nên giá xăng chịu ảnh hưởng mạnh của giá dầu. Khi giá dầu giảm, PVOil mua xăng theo giá giao ngay và chịu lỗ hàng tồn kho do tác động trễ 15 ngày vì số ngày tồn kho là 30 ngày trong khi việc điều chỉnh giá được thực hiện 15 ngày/lần.

Rủi ro do kinh tế suy thoái. Tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu chịu ảnh hưởng của tăng trưởng kinh tế. Vì vậy, kinh tế suy thoái có thể khiến tiêu thụ xăng dầu giảm như đã xảy ra các năm 2011 và 2012.

Rủi ro từ nhiên liệu sinh học. Nếu tiêu thụ nhiên liệu sinh học E5 không đủ để các nhà máy E5 hòa vốn, các nhà máy này sẽ tiếp tục thua lỗ và khả năng Phú Thọ phá sản là một rủi ro tiềm ẩn.

Rủi ro từ tỷ giá. Vì 20% lượng xăng dầu PVOil phân phối được nhập khẩu, nên biến động tỷ giá có thể mang lại rủi ro cho công ty. Nhà máy Nghi Sơn đi vào hoạt động năm 2018 sẽ giảm bớt rủi ro này khi gần như toàn bộ lượng xăng dầu công ty phân phối có nguồn gốc trong nước.

Rủi ro cháy nổ, và ô nhiễm môi trường. Ngành kinh doanh xăng dầu chịu rủi ro lớn từ cháy nổ và ô nhiễm môi trường. Nếu có sự cố xảy ra, công ty có thể chịu thiệt hại nghiêm trọng. Để hạn chế và kiểm soát rủi ro, PVOil đã trang bị hệ thống phòng chống hỏa hoạn, thuê các bên chuyên gia để đưa ra các giải pháp chống rò rỉ dầu và mua bảo hiểm trọn gói chống cháy nổ cho toàn bộ tài sản.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

KQLN (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F	BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Doanh thu thuần	39.263	50.657	55.674	Tiền và tương đương	6.193	4.813	4.728
Giá vốn hàng bán	-36.562	-48.061	-52.457	Đầu tư TC ngắn hạn	417	417	417
Lợi nhuận gộp	2.701	2.596	3.217	Các khoản phải thu	5.925	6.939	7.627
Chi phí bán hàng	-1.452	-1.462	-1.631	Hàng tồn kho	2.385	3.022	3.299
Chi phí quản lí DN	-726	-699	-768	TS ngắn hạn khác	212	212	212
LN thuần HĐKD	523	435	818	Tổng TS ngắn hạn	15.132	15.403	16.283
Doanh thu tài chính	296	252	211	TS dài hạn (gộp)	6.961	7.130	9.049
Chi phí tài chính	-272	-165	-224	- Khấu hao lũy kế	-3.005	-3.399	-3.842
Trong đó, chi phí lãi vay	-157	-147	-171	TS dài hạn (ròng)	3.956	3.731	5.208
Lợi nhuận từ công ty LDLK	16	32	32	Đầu tư TC dài hạn	1.171	1.171	1.171
Lợi nhuận/(chi phí) khác	63	9	0	TS dài hạn khác	1.045	1.045	1.045
LNTT	626	564	837	Tổng TS dài hạn	6.172	5.946	7.423
Thuế TNDN	-61	-36	-167	Tổng Tài sản	21.304	21.349	23.706
LNST trước CĐTS	565	528	670	Phải trả ngắn hạn	7.361	6.584	7.186
Lợi ích CĐ thiểu số	-67	-32	-89	Nợ ngắn hạn	2.477	2.481	2.712
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	499	495	581	Nợ ngắn hạn khác	766	1.013	1.002
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh⁽¹⁾	436	486	581	Tổng nợ ngắn hạn	10.604	10.078	10.900
EBITDA	1.157	1.105	1.451	Nợ dài hạn	202	258	634
EPS cơ bản báo cáo, VND	458	455	562	Nợ dài hạn khác	86	86	86
EPS cơ bản điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	400	447	562	Tổng nợ	288	344	720
EPS pha loãng hoàn toàn ⁽²⁾ , VND	400	447	562	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
TỶ LỆ	2016A	2017F	2018F	Vốn cổ phần	0	0	0
Tăng trưởng				Thặng dư vốn CP	10.884	10.884	10.342
Tăng trưởng doanh thu	-22,9%	29,0%	9,9%	Lợi nhuận giữ lại	-1.912	-1.417	262
Tăng trưởng LN HĐKD	-31,6%	-16,7%	87,9%	Vốn khác	309	309	165
Tăng trưởng LNTT	-20,7%	-10,0%	48,5%	Lợi ích CĐTS	1.130	1.150	1.317
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-19,4%	-0,7%	23,4%	Vốn chủ sở hữu	10.411	10.927	12.086
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	21.303	21.349	23.706
Biên LN gộp %	6,9%	5,1%	5,8%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2016A	2017F	2018F
Biên LN từ HĐ %	1,3%	0,9%	1,5%	Tiền đầu năm	6.304	6.193	4.813
Biên EBITDA	2,9%	2,2%	2,6%	Lợi nhuận sau thuế	626	495	581
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	1,3%	1,0%	1,0%	Khấu hao	374	394	442
ROE %	5,4%	5,1%	5,4%	Thay đổi vốn lưu động	-503	0	0
ROA %	2,4%	2,3%	2,6%	Điều chỉnh khác	-166	-2.182	-373
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	331	-1292	651
Số ngày tồn kho	23,0	20,5	22,0	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-191	-169	-1.189
Số ngày phải thu	52,6	46,3	47,7	Đầu tư, ròng	-126	20	166
Số ngày phải trả	70,0	53,0	47,9	Tiền từ HĐ đầu tư	-317	-149	-1.023
TG luân chuyển tiền	5,5	13,9	21,8	Cổ tức đã trả	0	0	-318
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-153	56	375
CS thanh toán nhanh	1,2	1,2	1,2	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	39	4	231
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0
Nợ/Tài sản	12,6%	12,8%	14,1%	Tiền từ hoạt động TC	-114	60	288
Nợ/Vốn sử dụng	20,5%	20,0%	21,7%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-112	-1.380	-84
Nợ/Vốn CSH	-37,8%	-22,8%	-14,9%	Tiền cuối năm	6.193	4.813	4.728
Khả năng thanh toán lãi vay	3,3	3,0	4,8				

Nguồn: ước tính của VCSC

PHỤ LỤC

Hình

Hình 1: Cơ cấu cổ phần theo kế hoạch cổ phần hóa.....	3
Hình 2: Lịch trình IPO	3
Hình 3: Tiêu thụ xăng dầu tính theo sản phẩm	5
Hình 4: Tiêu thụ xăng dầu theo từng lĩnh vực sử dụng.....	5
Hình 5: Vị trí của PVOil trong chuỗi giá trị xăng dầu	6
Hình 6: PVOil giữ thị phần lớn thứ hai ở Việt Nam	7
Hình 7: Số lượng CHXD COCO và DODO theo từng công ty	7
Hình 8: Cơ cấu trạm xăng COCO theo từng công ty	7
Hình 9: Cơ cấu sản lượng COCO theo từng công ty (*)	7
Hình 10: Số trạm xăng của PLX và PVOil tại TP. HCM và Hà Nội	8
Hình 11: Tiêu thụ xăng dầu trong 9 tháng 2017	8
Hình 12: Dự báo tiêu thụ sản phẩm lọc dầu của Việt Nam trong 10 năm ('000 bpd)	9
Hình 13: Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam (IIP)	9
Hình 14: Triển vọng vận tải hàng hóa (triệu tấn).....	9
Hình 15: Số lượng phương tiện tại Việt Nam (triệu)	10
Hình 16: Triển vọng bán xe hành khách và xe thương mại tại Việt Nam	10
Hình 17: Các dự án lọc dầu tại Việt Nam	10
Hình 18: Nguồn cung trong nước và nhu cầu nhập khẩu của sản phẩm lọc dầu.....	11
Hình 19: các nhà máy pha chế đã sẵn sàng cho việc áp dụng nhiên liệu sinh học E5	11
Hình 20: Ước tính nhu cầu ethanol	12
Hình 21: Các yếu tố giá của giá cơ sở	13
Hình 22: Cơ quan phê duyệt thay đổi giá bán lẻ	14
Hình 23: Thuế nhập khẩu xăng dầu	14
Hình 24: Thuế nhập khẩu có xu hướng giảm trong vài năm qua (xăng)	15
Hình 25: Đề xuất tăng thuế môi trường (đồng/lít)	15
Hình 26: Các cột mốc đáng chú ý	16
Hình 27: Cơ cấu công ty.....	17
Hình 28: Cơ cấu sở hữu.....	18
Hình 29: HĐQT và Ban lãnh đạo của PVOil.....	18
Hình 30: Mô hình kinh doanh của PVOil	19
Hình 31: Cơ cấu doanh thu theo từng mảng năm 2016.....	19
Hình 32: Cơ cấu LNTT theo từng mảng 2016.....	19
Hình 33: Cơ cấu LNTT của các công ty con	20
Hình 34: Quy trình chung từ mua nguyên liệu đầu vào đến phân phối xăng dầu của PVOil.....	20
Hình 35: Trạm xăng DODO là kênh phân phối chính của PVOil	21
Hình 36: Biên LN gộp của các kênh COCO, DODO và C&I	21
Hình 37: Đóng góp của COCO trong tổng sản lượng bán trong nước	21
Hình 38: PVOil đã mở rộng hệ thống COCO trong những năm qua	22
Hình 39: Vị trí địa lý của các CHXD COCO của PVOil.....	22
Hình 40: Cơ cấu sản lượng theo từng sản phẩm xăng dầu.....	23
Hình 41: Hệ thống kho xăng dầu của PVOil.....	24
Hình 42: Một số hình ảnh về máy móc, trang thiết bị của PVOil.....	24
Hình 43: Một số hình ảnh đặc trưng của PVOil.....	25
Hình 44: Cơ cấu giá vốn hàng bán của sản phẩm xăng dầu	25
Hình 45: Cơ cấu chi phí bán hàng.....	26
Hình 46: Quy trình chế biến condensate	27
Hình 47: Các nhà máy nhiên liệu sinh học của PVOil.....	27
Hình 48: Sản lượng E5 2014-2022	28
Hình 49: Hiệu suất hoạt động trung bình của nhà máy nhiên liệu sinh học của PVOil.....	28
Hình 50: Các đối thủ lớn trên thị trường dầu nhờn	28
Hình 51: Sản lượng dầu nhờn bán ra 2014-2022	29
Hình 52: Các đối tác quốc tế lớn của PVOil.....	29
Hình 53: Sản lượng dầu thô ủy thác 2014-2022	29
Hình 54: Mục tiêu doanh thu (tỷ đồng)	30
Hình 55: Mục tiêu LNST (tỷ đồng)	30
Hình 56: Cơ cấu doanh thu của PVOil theo lĩnh vực hoạt động	31
Hình 57: Doanh thu của PVOil diễn biến tương tự giá dầu	31
Hình 58: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo lĩnh vực hoạt động 2012-2016.....	31

Hình 59: Lợi nhuận gộp, lợi nhuận từ HĐKD và chi phí định mức	32
Hình 60: So sánh chính sách trước và sau tháng 11/2014	32
Hình 61: Biên lợi nhuận gộp và giá dầu	33
Hình 62: Lợi nhuận gộp/lít	33
Hình 63: Thu nhập tài chính/chi phí và các khoản mục khác.....	33
Hình 64: LNST trừ lợi ích CĐTS giai đoạn 2014-2016.....	33
Hình 65: Tỷ lệ đòn bẩy và chi phí lãi vay.....	34
Hình 66: Tỷ lệ đòn bẩy và ROE	34
Hình 67: Dự báo 2017	35
Hình 68: Giả định 2018-2022	36
Hình 69: Dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp	37
Hình 70: Tăng trưởng doanh thu và EPS 2018-2022	38
Hình 71: ROE và tỷ lệ đòn bẩy	38
Hình 72: Tốc độ mở rộng nhanh chóng của các cửa hàng tiện lợi tại Việt Nam	39
Hình 73: Doanh thu hành khách theo km (RPK) tăng mạnh.....	39
Hình 74: Lượng hành khách trong nước của Tổng công ty Cảng hàng không Việt Nam (ACV) (triệu)	39
Hình 75: Tiêu thụ dầu nhiên liệu của Vietnam Airlines (UpCOM:HVN) và Vietjet (HOSE:VJC)	40
Hình 76: Tiêu thụ nhiên liệu máy bay của Việt Nam trong các năm 2018-2022	40
Hình 77: Thuận lợi và khó khăn đối với nhà đầu tư chiến lược	41
Hình 78: Các lĩnh vực hoạt động của Idemitsu	42
Hình 79: Thị phần của Idemitsu đối với các loại sản phẩm xăng dầu.....	42
Hình 80: Các công ty cùng ngành trong khu vực – Chỉ phân phối xăng dầu.....	43
Hình 81: Các công ty cùng ngành trong khu vực với mô hình tích hợp.....	43
Hình 82: Trung vị P/E trượt 12 tháng của các công ty phân phối xăng dầu khác trong khu vực (chỉ phân phối xăng dầu và mô hình tích hợp).....	44

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

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

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

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

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

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, CV cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên 147

Dầu khí, Điện và Phân bón

Đinh Thị Thủy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng ext 363

- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

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