

PETROLIMEX (PLX) – BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND53.900	VND64.900	5,45%	KHẢ QUAN	Dầu khí

Ngày 14/10/2021

Triển vọng ngắn hạn:	Tích cực
Triển vọng dài hạn:	Tích cực
Định giá:	Tích cực

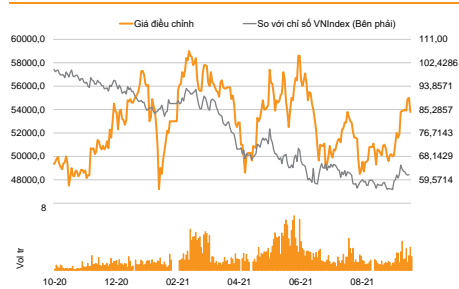
Consensus*: Mua:4 Giữ:0 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: -1,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

> N/A

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	59.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	47.200
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	70.922
Thị giá vốn (tỷ VND)	69.883
Free float (%)	6
P/E trượt (x)	70,4
P/B hiện tại (x)	3,29

Cơ cấu sở hữu

Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại Doanh nghiệp	75,9%
Jx Nippon Oil & Energy Việt Nam	8,0%
Tập đoàn ENEOS	5,1%
Khác	11,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Khi gió Đông tới

- Petrolimex (PLX) là công ty dẫn đầu thị trường phân phối xăng dầu tại Việt Nam, chiếm lĩnh 50% tổng thị phần tiêu thụ nội địa.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ của PLX sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng từ năm 2022 theo sau sự phục hồi của nhu cầu xăng dầu nội địa.
- Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 64.900 đ/cp.

Công ty dẫn đầu trong lĩnh vực phân phối xăng dầu tại Việt Nam

Sở hữu 50% tổng thị phần nội địa, PLX là công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực phân phối xăng dầu Việt Nam. Đáng chú ý, PLX sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh giúp công ty chiếm ưu thế trong ngành, bao gồm: (1) mạng lưới cửa hàng xăng dầu rộng khắp cả nước, (2) hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật lớn nhất trong các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu tại Việt Nam, và (3) biên lợi nhuận cao hơn nhờ khả năng tối ưu hóa giá CIF.

Tiêu thụ xăng dầu trong nước sẽ sớm quay lại “bình thường mới”

Chúng tôi nhận thấy rằng tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu của Việt Nam (tính trên đầu người) vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực Đông Nam Á. Là một quốc gia đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP cao và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng, chúng tôi cho rằng thị trường phân phối xăng dầu Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng. BMI Research dự báo mức tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam sẽ đạt mức tăng trưởng kép ~4,7% trong năm năm tới, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng toàn cầu là 1,3%. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xăng dầu nội địa của PLX trong năm 2021 sẽ duy trì ở mức tương đương năm 2020, trước khi đạt tốc độ tăng trưởng kép là 5% trong năm 2022-23 sau khi đại dịch được kiểm soát.

Triển vọng tích cực trong những năm tới

Chúng tôi dự báo lợi nhuận (LN) ròng của PLX sẽ tăng mạnh 245,8% svck trong năm 2021 từ mức thấp của năm 2020, sau đó đạt mức tăng trưởng kép là 16,1% trong 2022-23 nhờ vào: (1) tăng trưởng kép tổng sản lượng tiêu thụ xăng dầu đạt 4,9% trong năm 2021-23, và (2) giá bán trung bình cao và ổn định nhờ giá dầu Brent trung bình dự kiến dao động quanh 70 USD/thùng trong hai năm tới.

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu là 64.900 đ/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho PLX với khuyến nghị Khả quan và giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF là 64.900 đồng. Động lực tăng giá bao gồm sản lượng tiêu thụ xăng dầu cao hơn dự kiến và thương vụ thoái vốn khỏi PG Bank. Rủi ro giảm giá đến từ: (1) đại dịch Covid-19 kéo dài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu, (2) rủi ro biến động giá dầu thế giới và (3) nguy cơ bị thay thế bởi sự phát triển của xe điện trong dài hạn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	123.919	165.068	182.257	196.642
Tăng trưởng DT thuần	(34,6%)	33,2%	10,4%	7,9%
Biên lợi nhuận gộp	8,1%	7,8%	7,7%	7,5%
Biên lợi EBITDA	3,4%	4,5%	4,9%	4,7%
LN ròng (tỷ)	988	3.418	4.367	4.609
Tăng trưởng LN ròng	(76,2%)	245,8%	27,7%	5,5%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	764	2.642	3.375	3.562
EPS điều chỉnh	764	2.642	3.375	3.562
BVPS	16.356	16.708	17.171	17.975
ROAE	4,5%	16,0%	19,9%	20,3%

Nguồn: VND RESEARCH

KHI GIÓ ĐÔNG TỚI

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích PLX bởi:

- Nhà phân phối xăng dầu thống lĩnh thị trường, sở hữu mạng lưới rộng khắp cả nước với hơn 5.500 cửa hàng xăng dầu, chiếm gần 50% tổng thị phần, bỏ xa doanh nghiệp lớn thứ hai thị trường.
- Chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ xăng dầu nội địa của PLX sẽ tăng trở lại 5% mỗi năm trong giai đoạn 2022-23, nhờ vào: (1) sự phục hồi của hoạt động sản xuất và di chuyển cộng đồng tại Việt Nam từ Q4/21 trở đi khi Chính phủ nới lỏng các biện pháp giãn cách và (2) tiêu thụ sản phẩm xăng dầu (tính theo đầu người) ở mức thấp so với các nước trong khu vực, cho thấy tiềm năng rất lớn của thị trường phân phối xăng dầu tại Việt Nam.
- Trong ngắn hạn, chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2021-22 từ mức thấp của năm 2020, ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng lần lượt là 245,8%/27,7% svck trong năm 2021-22. Mặt khác, chúng tôi cho rằng kế hoạch thoái vốn khỏi PG Bank sẽ là động lực tăng giá tiềm năng cho giá cổ phiếu PLX trong thời gian tới.
- Trong dài hạn, xu hướng đầu tư các dự LNG và phát triển các dịch vụ gia tăng tại cửa hàng xăng dầu có thể mở ra những lĩnh vực kinh doanh tiềm năng cho PLX:
 - Theo Dự thảo Quy hoạch Phát triển Điện 8, điện khí sẽ là nguồn chủ lực nhờ tính ổn định và khả năng gia tăng nhập khẩu LNG, dự kiến chiếm ~24% tổng công suất hệ thống vào năm 2045 (từ 12-13% hiện nay). Điều này sẽ tạo ra nhiều cơ hội cho các nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng liên quan đến LNG.
 - Trong khi đó, chúng tôi cho rằng PLX có thể tận dụng mạng lưới các trạm xăng dầu trên toàn quốc để phát triển các hoạt động kinh doanh mới, chẳng hạn như hợp tác mở chuỗi dịch vụ bán lẻ tại các cửa hàng xăng dầu.

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho PLX với khuyến nghị Khả quan. Giá mục tiêu của chúng tôi là 64.900 đồng, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) với giả định WACC là 8,9%. Chúng tôi tin rằng phương pháp định giá DCF có thể phản ánh hiệu quả các khía cạnh nội tại cơ bản của công ty. Với tiềm năng tăng giá là 26,1%, bao gồm tỷ suất cổ tức 5,5%, chúng tôi cho rằng đây là cơ hội khá hấp dẫn để tích lũy một cổ phiếu tốt với vị thế vững chắc như PLX.

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	49.472
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	34.335
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	83.807
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	19.171
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(16.021)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(2.964)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	83.993
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.294
Giá trị cổ phiếu (đồng)	64.916
Giá mục tiêu (đồng)	64.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	12-20	12-21	12-22	12-23	12-24	12-25	12-30	12-35	CAGR 21-35
DT thuần	123.919	165.068	182.257	196.642	195.235	209.875	283.798	343.342	7,0%
% svck	-34,6%	33,2%	10,4%	7,9%	-0,7%	7,5%	5,3%	3,1%	
COGS & OPEX	(123.289)	(161.354)	(177.351)	(191.472)	(190.300)	(204.384)	(276.373)	(334.360)	
EBIT	629	3.715	4.906	5.170	4.935	5.491	7.425	8.983	19,4%
<i>Biên LN hoạt động KD</i>	0,5%	2,3%	2,7%	2,6%	2,5%	2,6%	2,6%	2,6%	
<i>Thuế khá dụng</i>	-25,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	
EBIT* (1-mức thuế)	472	2.972	3.925	4.136	3.948	4.393	5.940	7.186	19,9%
+ Chi phí khấu hao	2.147	2.198	2.294	2.377	2.465	2.594	3.156	3.819	
% doanh thu	1,7%	1,3%	1,3%	1,2%	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	
- CapEx	(1.857)	(2.196)	(2.424)	(2.616)	(2.597)	(2.792)	(3.398)	(4.110)	
% doanh thu	-1,5%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,3%	-1,2%	-1,2%	
+ Thay đổi vốn lưu động	1.850	(1.146)	834	(993)	567	961	825	(275)	
% doanh thu	1,5%	-0,7%	0,5%	-0,5%	0,3%	0,5%	0,3%	-0,1%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	780	862	935	996	983	1.073	1.451	1.756	
% doanh thu	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	3.392	2.691	5.563	3.901	5.366	6.228	7.974	8.375	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	12,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	21.163
Nợ	16.021
Chi phí nợ	4,9%
Mức thuế	20,0%
WACC	8,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến ngợi	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
Petrolimex	PLX VN	Khả Quan	53.800	64.900	3.003	20,4	15,9	67,1%	3,2	3,1	16,0%	19,9%	5,6%	7,0%
PVOil	OIL VN	KKN	15.000	NA	681,6	32,1	30,9		1,5	1,5	5,0%	5,0%	NA	NA
PTT Oil& Retail	OR TB	KKN	29	NA	10.293	25,5	22,4		3,2	3,0	13,0%	13,9%	6,4%	6,4%
Petronas Dagangan Bhd	PETD MK	KKN	20	NA	4.734	27,2	25,1		3,5	3,4	12,6%	13,2%	6,6%	6,6%
Thai Oil PCL	TOP TB	KKN	57	NA	3.469	15,4	13,5		0,9	0,9	6,3%	NA	2,6%	2,6%
Pilipinas Shell Petroleum	SHLPH PM	KKN	22	NA	685,3	6,8	NA		1,2	NA	16,1%	NA	3,9%	3,9%
Hindustan Petroleum	HPCL IN	KKN	326	NA	6.153	6,2	5,5		1,1	1,0	18,0%	17,1%	5,9%	5,9%
ENEOS Holding	5020 JP	KKN	461	NA	13.117	7,0	6,6		0,6	0,5	7,9%	8,1%	2,9%	2,9%
Trung bình (toàn bộ)						17,6	17,1		1,9	1,9	11,9%	12,9%	4,9%	5,1%
Trung bình (loại trừ PLX)						17,1	17,3		1,7	1,7	11,3%	11,4%	4,7%	4,7%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 13/10)

Động lực tăng giá và Rủi ro giảm giá

Động lực tăng giá:

- Sản lượng tiêu thụ xăng dầu cao hơn dự kiến.
- Phương án thoái vốn khỏi PG Bank được Ngân hàng Nhà nước và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước chấp thuận. PLX đã lên kế hoạch thoái 40% cổ phần tại PG Bank trong năm nay. Hiện công ty đang làm việc với đơn vị tư vấn để đánh giá mức giá hợp lý. Chúng tôi cho rằng thương vụ này có thể là động lực tăng giá tiềm năng đối với cổ phiếu PLX trong thời gian tới vì giá thị trường hiện tại đang cao hơn khoảng 70% giá trị sổ sách ghi nhận tại thời điểm cuối Q2/21, có thể mang lại khoản thu nhập tài chính lên đến hơn 1.000 tỷ đồng, theo ước tính của chúng tôi

Rủi ro giảm giá:

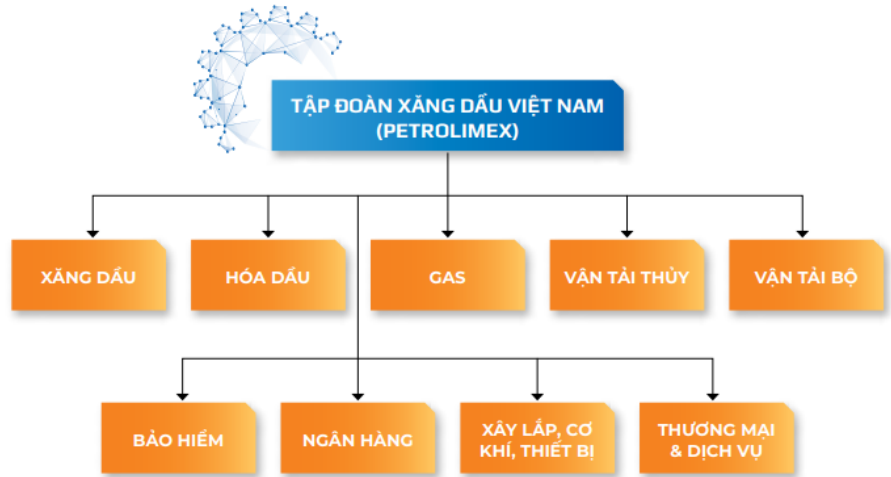
- Đại dịch Covid-19 kéo dài có thể ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu và các sản phẩm liên quan tại Việt Nam, ảnh hưởng tiêu cực đến các hoạt động kinh doanh chính của PLX.
- Do giá bán lẻ được điều chỉnh theo giá dầu thế giới, PLX phải đối mặt với rủi ro biến động giá dầu toàn cầu, đặc biệt là những đợt giá dầu sụt giảm nghiêm trọng như 6 tháng đầu năm 2020.
- Trong dài hạn, chúng tôi coi sự phát triển của xe điện là mối đe dọa lớn đối với thị trường phân phối xăng dầu. Cùng với xu hướng sử dụng năng lượng xanh, xe điện cũng sẽ ngày càng nhận được nhiều sự hỗ trợ hơn từ Chính phủ Việt Nam cũng như sự chấp nhận của người tiêu dùng.

Tổng quan doanh nghiệp

Gã khổng lồ trong lĩnh vực phân phối và bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam

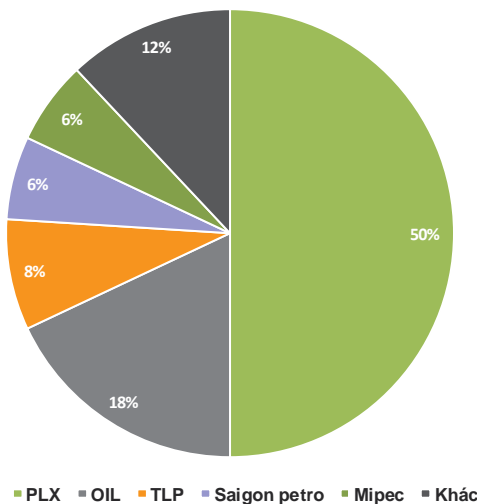
Petrolimex (PLX) đang hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu, các sản phẩm lọc hóa dầu và các dịch vụ liên quan khác. Sau 65 năm hình thành và phát triển, công ty hiện chiếm gần 50% thị phần phân phối xăng dầu với mạng lưới hơn 5.500 cửa hàng trên toàn quốc. PLX cũng là nhà phân phối dầu nhớt và nhựa đường số 1 Việt Nam. Mảng kinh doanh xăng dầu lần lượt chiếm 91% và 76% tổng doanh thu và LN gộp năm 2020 của công ty.

Hình 6: Cơ cấu kinh doanh của PLX



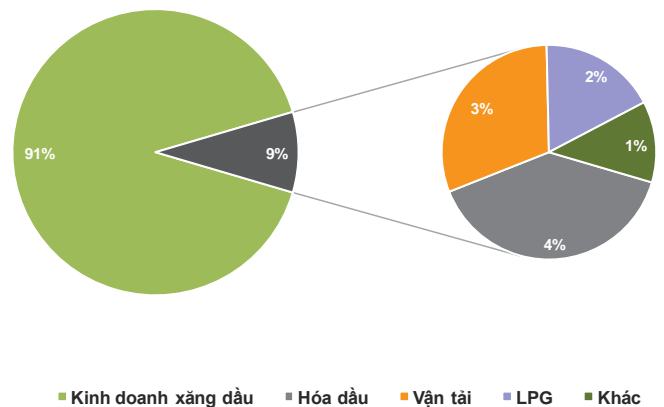
Nguồn: PETROLIMEX

Hình 7: Thị phần phân phối xăng dầu năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 8: Tỷ trọng doanh thu của PLX theo phân khúc năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Kể từ khi thành lập với tư cách là một doanh nghiệp lớn thuộc sở hữu nhà nước, PLX đã nhận được sự hỗ trợ đặc lực để phát triển mạng lưới và hình thành hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật vượt trội so với các đối thủ, bao gồm: hệ thống kho cảng với tổng sức chứa 2.215.550 m³; hơn 570 km đường ống dẫn xăng dầu; hơn 5.500 cửa hàng xăng dầu trên cả nước và đội tàu tàu chở xăng dầu lớn nhất Việt Nam với tổng tải trọng 500.000 DWT. Hệ thống kho chứa của công

ty trải dài trên khắp cả nước, giúp PLX đảm bảo lượng xăng dầu dự trữ, đáp ứng đủ và kịp thời nhu cầu của khách hàng trong nước. Hơn nữa, nhờ hệ thống kho cảng vượt trội này, PLX có thể chủ động quản lý vòng quay hàng tồn kho trong trường hợp giá dầu vào có biến động lớn.

Hình 9: PLX sở hữu mạng lưới cửa hàng và hệ thống cơ sở vật chất kỹ thuật vượt trội so với đối thủ cạnh tranh chính là PVOil (OIL)

	PLX	OIL
Mạng lưới cửa hàng	2.700 COCO and 2.800 DODO	600 COCO and 3.000 DODO
Hệ thống kho, cảng	Tổng sức chứa 2.215.550 m ³	Tổng sức chứa 952.000 m ³
Đường ống dẫn xăng dầu	> 570 km	NA
Phương tiện vận tải	Đội tàu chở xăng dầu lớn nhất cả nước với tổng trọng tải 500.000 DWT	7 xà lan chở xăng dầu với tổng trọng tải 4.000DWT
	1.200 xe bồn với tổng dung tích hơn 9.000 m ³	125 tank trucks with total capacity of 2,000 cbm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 10: Tổng kho Nhà Bè với sức chứa 710.800 m³



Nguồn: PETROLIMEX

Hình 11: Kho cảng xăng dầu Vân Phong với sức chứa 505.000 m³



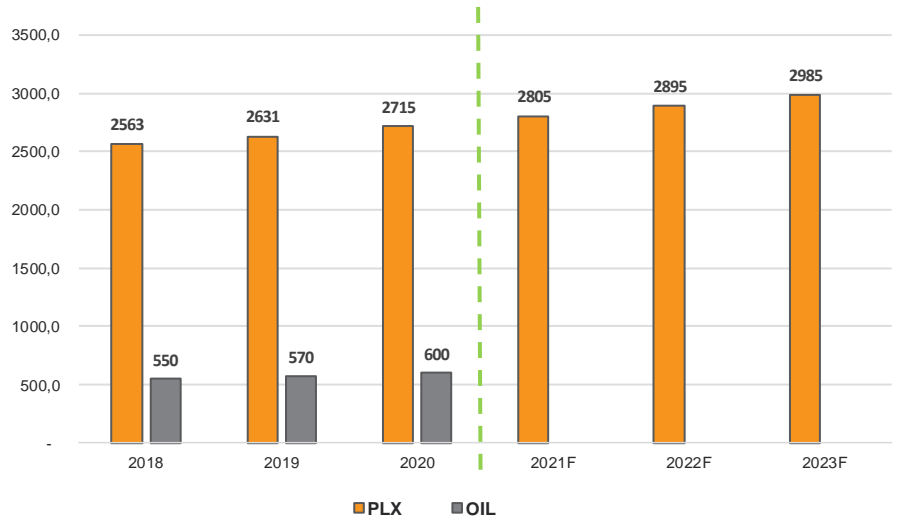
Nguồn: PETROLIMEX

Ngoài ra, đối tác chiến lược của PLX là Tập đoàn ENEOS, hiện sở hữu ~13% cổ phần của PLX bao gồm 8% thông qua công ty con - Jx Nippon Oil & Energy Việt Nam, là tập đoàn năng lượng số một tại Nhật Bản. Sự tham gia của các đối tác Nhật Bản giúp PLX nâng cao năng lực quản trị cũng như nâng cao vị thế của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, ENEOS với nguồn lực tài chính và kinh nghiệm có thể hỗ trợ PLX trong việc phát triển các dự án trọng điểm trong thời gian tới như kho cảng LNG Mỹ Giang.

Sở hữu lợi thế độc nhất với hơn 5.500 điểm bán (POS) trên toàn quốc và tập khách hàng khổng lồ

PLX hiện đang nắm giữ mạng lưới phân phối xăng dầu lớn nhất Việt Nam với tổng số hơn 5.500 cửa hàng, trong đó có hơn 2.700 cửa hàng do công ty sở hữu (COCO) và 2.800 cửa hàng do đại lý điều hành (DODO). Đáng chú ý, phân khúc bán lẻ (thông qua COCO) thường mang lại biên lợi nhuận cao hơn so với bán buôn (thông qua DODO) do công ty phải chia sẻ phần chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức với các đại lý theo phương thức bán buôn. Năm 2020, sản lượng bán lẻ chiếm ~60% tổng sản lượng tiêu thụ nội địa của PLX, so với 29,4% của PVOil.

Hình 12: Mạng lưới COCO của PLX vượt trội so với DN thứ 2 thị trường - OIL. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ mở thêm ~90 cửa hàng COCO mới mỗi năm để mở rộng mạng lưới phân phối trong giai đoạn 2021-23



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, COMPANY REPORTS

Là đơn vị phân phối xăng dầu thuộc sở hữu nhà nước đầu tiên tại Việt Nam, PLX sở hữu mạng lưới cửa hàng tại nhiều vị trí đắc địa ở trung tâm các thành phố, tạo lợi thế vượt trội. Trong khi đó, các đối thủ cạnh tranh chính như OIL, TLP hay các công ty mới gia nhập sẽ không thể nhanh chóng mở rộng mạng lưới bán lẻ do các rào cản về thủ tục và pháp lý. Theo PLX, công ty có hiệu quả bán hàng vượt trội với tỷ lệ sản lượng tiêu thụ trên mỗi cửa hàng là 180 m³/tháng trong năm 2020, cao hơn 63,64% so với công ty đứng thứ hai. Do đó, chúng tôi cho rằng mạng lưới COCO này không chỉ là lợi thế của công ty trong lĩnh vực phân phối xăng dầu mà còn là bệ đỡ để PLX phát triển các mảng kinh doanh tiềm năng khác, chẳng hạn như hợp tác mở các chuỗi bán lẻ.

Hình 13: Cửa hàng xăng dầu với dịch vụ rửa xe tự động



Nguồn: PETROLIMEX

Hình 14: Trạm xăng dầu kết hợp cửa hàng tiện ích



Nguồn: PETROLIMEX

Hình 15: Chuỗi nhà thuốc Pharmacity tại các cửa hàng xăng dầu Petrolimex tại TPHCM



Nguồn: PETROLIMEX

Hơn nữa, chúng tôi cho rằng phát triển các dịch vụ gia tăng tại các cửa hàng xăng dầu do công ty sở hữu sẽ có khả năng mở ra một hướng kinh doanh mới cho PLX trong dài hạn. Theo Petrolimex, tận dụng cơ sở vật chất hiện tại thông qua việc cung cấp các dịch vụ gia tăng sẽ là chiến lược đa dạng hóa sản phẩm của công ty trong thời gian tới. Theo đó, dịch vụ rửa & bảo dưỡng ô tô đã được triển khai thí điểm từ năm 2019. Ngoài ra, PLX cũng đang nghiên cứu và tìm kiếm các đối tác mạnh để phát triển các dịch vụ bán lẻ khác tại mạng lưới cửa hàng của mình, chẳng hạn như chuỗi cửa hàng tiện lợi hay quán cà phê. Mô hình kinh doanh kết hợp này hiện đang rất phổ biến và hoạt động hiệu quả ở

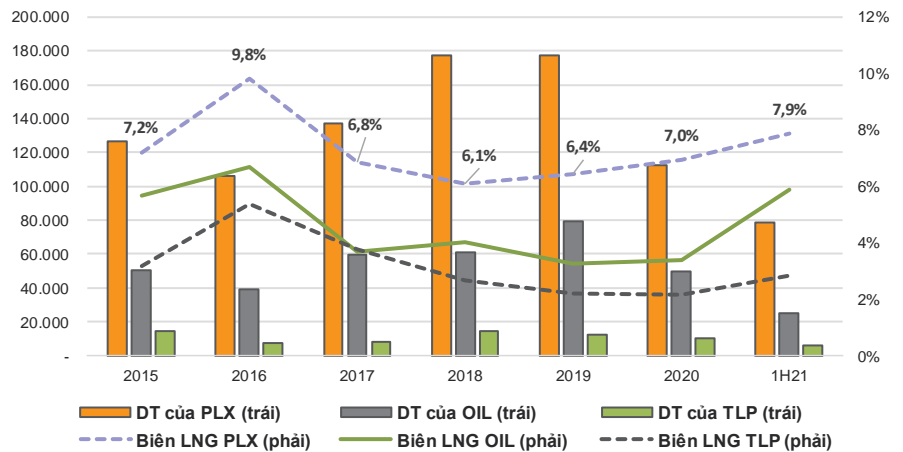
nhiều nước trong khu vực như Thái Lan. Do đó, mặc dù chiến lược này đang ở giai đoạn đầu nhưng chúng tôi cho rằng nó có thể mở ra một lĩnh vực kinh doanh tiềm năng cho PLX trong tương lai, nhờ vào: (1) lợi thế sẵn có từ mạng lưới COCO rộng khắp cả nước và (2) thị trường bán lẻ đang ngày càng phát triển. Đáng chú ý, thị trường bán lẻ Việt Nam là một trong những thị trường phát triển nhanh nhất ở Đông Nam Á, được thúc đẩy bởi quá trình đô thị hóa và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng.

Tình hình tài chính vững mạnh

Biên LN gộp vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh

PLX luôn ghi nhận biên LN gộp mông xăng dầu cao hơn so với các đối thủ cạnh tranh chính trong những năm qua (Hình 16). Trong giai đoạn 2015-20, PLX ghi nhận biên LN gộp bình quân trên 7,3%, cao hơn đáng kể so với các đối thủ cạnh tranh chính (biên LN gộp trung bình của OIL và Thanh Lễ Petrol (TLP) lần lượt là 4,7% và 3,4% trong cùng giai đoạn).

Hình 16: Biên LN gộp mông xăng dầu của PLX vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh chính (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Theo quan điểm của chúng tôi, biên LN gộp mông xăng dầu của PLX được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

- Căn cứ theo giá bán cơ sở, đơn vị phân phối có thể điều chỉnh giá nhưng không cao hơn giá cơ sở do Bộ Công Thương (MOIT) và Bộ Tài chính công bố. Đáng chú ý, giá bán lẻ cơ sở cho thấy giá xăng dầu tham chiếu càng thấp thì tỷ suất lợi nhuận của nhà phân phối càng cao do họ chỉ kiếm được lợi nhuận dựa trên phần lợi nhuận định mức và chênh lệch giữa chi phí kinh doanh định mức và chi phí kinh doanh thực tế vốn không chịu ảnh hưởng bởi biến động giá xăng dầu. Dựa trên cơ cấu giá cố định, chúng tôi tin rằng quy mô của các công ty lớn hơn thì càng có khả năng giảm chi phí hoạt động thực tế và thu được lợi nhuận cao hơn các doanh nghiệp khác trong ngành.
- Nhờ quy mô lớn nhất và vị thế dẫn đầu, PLX luôn có được mức giá CIF thấp nhất trong ngành do công ty có thể nhận được mức chiết khấu nguyên liệu đầu vào (cả nguồn nội địa và nhập khẩu) cao hơn so với các doanh nghiệp khác.

Hình 17: Theo Nghị định số 83/2014/NĐ-CP, giá bán lẻ xăng dầu được điều chỉnh dựa trên giá cơ sở theo chu kỳ 15 ngày

Giá cơ sở bao gồm:
- (Giá CIF + Thuế NK + Thuế tiêu thụ đặc biệt) * Tỷ giá
- Chi phí kinh doanh định mức
- Lợi nhuận định mức
- Thuế bảo vệ môi trường
- Mức trích lập Quỹ bình ổn giá
- Thuế GTGT
- Thuế, phí khác

(* Giá CIF tính theo mức trung bình 15 ngày của giá xăng thế giới (giá Platt Singapore) cộng chi phí vận chuyển và phí bảo hiểm

Nguồn: MOIT

Hình 18: Cơ cấu thành phần giá xăng dầu cơ sở (tại ngày 13/10/2021)

Đồng/lit	E5-RON92	RON95	Diesel	Dầu hỏa	Dầu Mazut (đồng/kg)
Thuế Nhập khẩu	10%	10%	0,85%	0,13%	3,04%
Thuế tiêu thụ đặc biệt	10%	8%	-	-	-
Chi phí định mức	1.050	1.250	950	950	600
Lợi nhuận định mức	300	300	300	300	300
Thuế bảo vệ môi trường	4.000	4.000	2.000	1.000	2.000
Mức trích lập Quỹ bình ổn giá	300	300	300	300	300
Thuế GTGT	10%	10%	10%	10%	10%

Nguồn: MOIT

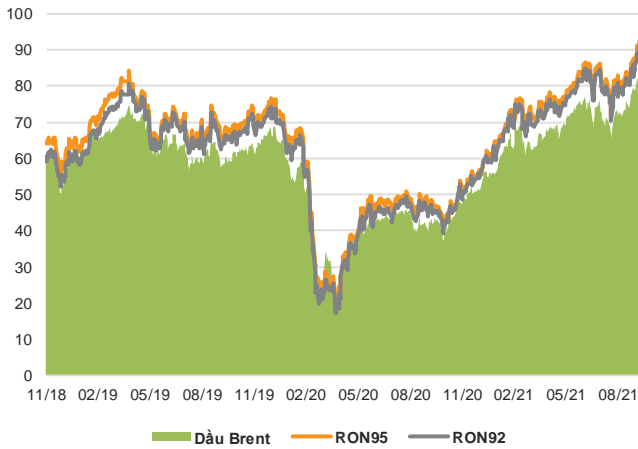
- Bên cạnh lợi thế từ mạng lưới cửa hàng rộng khắp cả nước và cơ sở hạ tầng kỹ thuật vượt trội so với các công ty cùng ngành, chúng tôi tin rằng PLX còn có thể tối ưu hóa giá CIF nhờ các công ty vận tải thuộc sở hữu của công ty, bao gồm cả vận tải đường bộ và vận tải đường thủy. Các doanh nghiệp này cho phép PLX chủ động trong việc nhập khẩu, vận chuyển xăng dầu đến các điểm bán, đồng thời tối ưu hóa chi phí vận hành, tạo ra giá trị cạnh tranh cho công ty. Hơn nữa, đội tàu chở xăng dầu trực thuộc sở hữu cũng có thể giúp PLX tối ưu hóa cước phí vận chuyển, dẫn đến giá xăng dầu đầu vào ở mức cạnh tranh hơn so với mức giá CIF được quy định trong kết cấu giá cơ sở.
- Do giá xăng Platt Singapore và giá dầu Brent diễn biến cùng chiều (Hình 20), PLX phải đối mặt với rủi ro biến động giá dầu thế giới. Trong Q1/20, giá dầu Brent giảm mạnh đã ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của PLX trong kỳ do công ty phải ghi nhận khoản dự phòng giảm giá hàng tồn kho ~1.600 tỷ đồng. Tuy nhiên, Bộ Công thương hiện đang trong quá trình sửa đổi Nghị định 83 với một số thay đổi chính (Hình 19), trong đó giá cơ sở sẽ được tính toán dựa trên tỷ trọng của cả nguồn nhập khẩu và nội địa. Chúng tôi kỳ vọng rằng những thay đổi quan trọng này có thể sẽ giúp các đơn vị phân phối xăng dầu như PLX giảm thiểu rủi ro biến động giá dầu toàn cầu cũng như góp phần cải thiện tính cạnh tranh và sự minh bạch của thị trường.

Hình 19: Dự thảo sửa đổi Nghị định số 83/2014/NĐ-CP có thể giúp các thương nhân kinh doanh xăng dầu giảm thiểu tác động tiêu cực của việc giá xăng dầu giảm mạnh như năm 2020

	Hiện nay	Dự thảo sửa đổi	Nhận định
Giá cơ sở	Dựa trên nguồn nhập khẩu	Dựa trên cả nguồn cung nội địa và nhập khẩu (theo quý)	Phù hợp với tình hình thực tế do nguồn cung nội địa hiện chiếm 70-75% tổng tiêu thụ nội địa (so với dưới 30% trước năm 2017)
Số ngày tồn kho (ngày)	30	20	Giảm áp lực tồn kho, cải thiện dòng tiền của các công ty phân phối
Thời gian điều chỉnh giá bán lẻ (ngày)	15	10	Giá bán lẻ trong nước diễn biến sát hơn với biến động giá dầu thế giới
Giới hạn sở hữu nước ngoài (%)	NA	35%	Tăng tính cạnh tranh và minh bạch cho thị trường

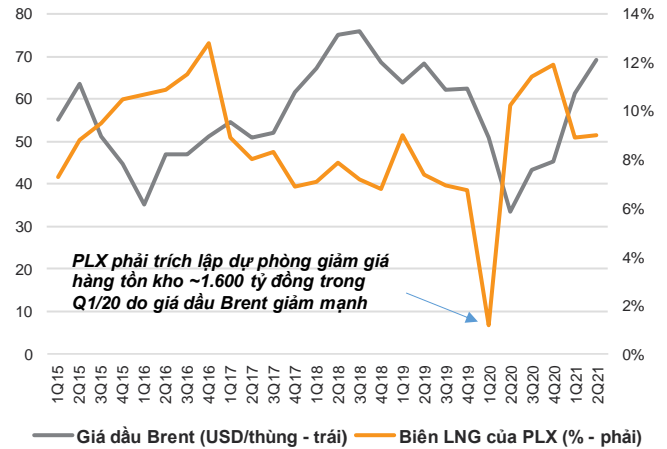
Nguồn: MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Giá xăng Platt Singapore biến động cùng chiều với giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: BLOOMBERG VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Biên LN gộp của PLX biến động ngược chiều so với giá dầu Brent kể từ năm 2015



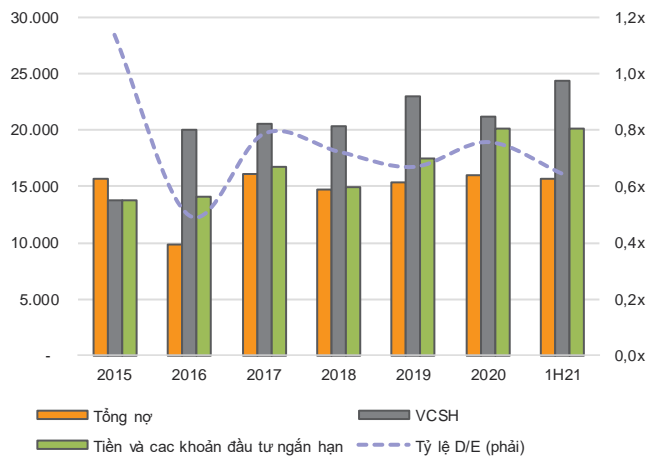
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhờ những lợi thế trên, chúng tôi tin rằng PLX có khả năng tối ưu hóa chi phí vận hành của mình hơn so với các đối thủ khác. Điều đó có nghĩa là PLX có thể kiếm được lợi nhuận cao hơn từ sự chênh lệch giữa chi phí hoạt động thực tế và chi phí kinh doanh định mức được áp dụng trong kết cấu giá cơ sở.

Số dư tiền mặt dồi dào và tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu vừa phải sẽ là bệ đỡ để PLX triển khai các dự án lớn trong tương lai

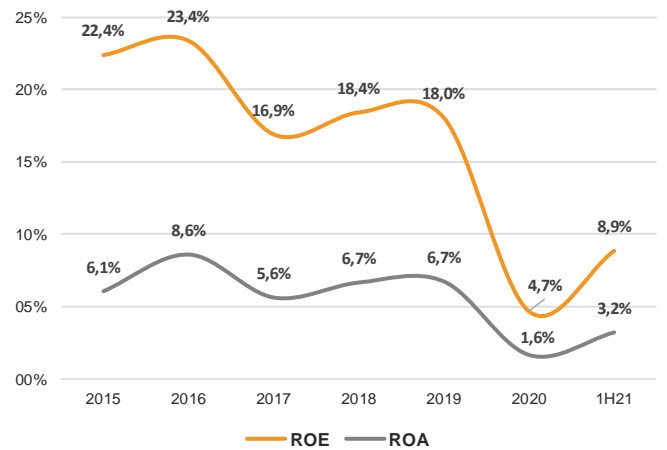
Trong giai đoạn 2017-20, PLX duy trì tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu (D/E) ở mức trung bình khoảng 0,65-0,8 lần, trong đó nợ vay ngắn hạn chiếm gần 92% tổng nợ vay tại thời điểm cuối Q2/21 do công ty chủ yếu huy động vốn để tài trợ vốn lưu động. Kết hợp với tổng số dư tiền dồi dào với hơn 18.300 tỷ đồng (bao gồm tiền & tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn), chúng tôi cho rằng PLX có tiềm lực tài chính vững chắc để triển khai các dự án lớn trong tương lai, đặc biệt là dự án kho cảng LNG Mỹ Giang. Bên cạnh đó, việc bán cổ phiếu quỹ và thoái vốn khỏi PG Bank trong năm 2021-22 cũng sẽ giúp cải thiện tổng số dư tiền của công ty trong thời gian tới.

Hình 22: PLX duy trì tổng số dư tiền lớn và tỷ lệ D/E vừa phải trong giai đoạn 17-20 / 2010



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 23: Tỷ suất sinh lời 6T21 phục hồi mạnh mẽ sau khi bị ảnh hưởng bởi đại dịch trong năm 2020



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Là công ty dẫn đầu thị trường với biên LN gộp vượt trội, PLX luôn ghi nhận khả năng sinh lời cao nhất so với các đối thủ cạnh tranh chính. Tỷ số ROE của PLX đã duy trì quanh mức 18% kể từ năm 2017, trước khi giảm xuống 4,7% vào năm 2020 do tác động tiêu cực của Covid-19. Chúng tôi kỳ vọng mức tỷ suất sinh lời này sẽ phục hồi đáng kể trong năm tài 2021, sau đó đạt mức trên 18% trong năm 2022 nhờ vào triển vọng tăng trưởng khả quan của công ty.

Triển vọng tăng trưởng

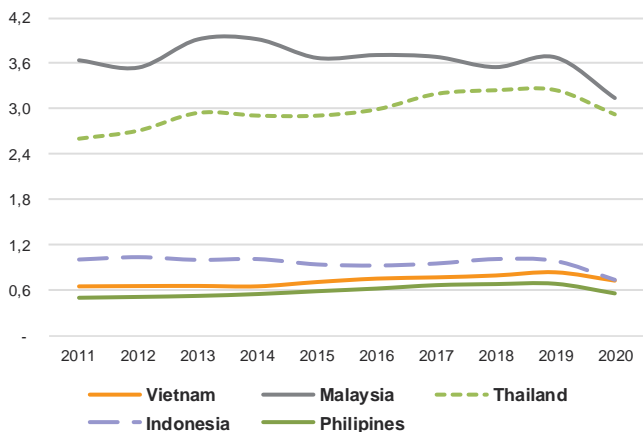
Chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xăng dầu trong nước sẽ phục hồi trở lại trong thời kỳ hậu đại dịch ➤

Nhu cầu xăng dầu nội địa tại Việt Nam phục hồi từ năm 2022 trở đi với giá định đại dịch sẽ được kiểm soát trong năm nay

Trước đại dịch Covid-19, PLX ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước trong 4 năm liên tiếp, đạt tốc độ tăng trưởng kép là 4,6% trong giai đoạn 2016-19. Kết quả ấn tượng này được dẫn dắt bởi lượng tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam ngày càng tăng. Tuy nhiên, chúng tôi thấy rằng tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu của Việt Nam (tính theo đầu người) vẫn ở mức thấp so với các nước khác trong khu vực Đông Nam Á như Thái Lan và Malaysia (Hình 24). Do đó, chúng tôi cho rằng thị trường phân phối xăng dầu Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng, đặc biệt khi tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam hiện đang thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực (Hình 25). Dựa trên số liệu của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), doanh số bán ô tô tại Việt Nam ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trước khi chịu tác động tiêu cực bởi sự lây lan của dịch Covid-19 trong năm 2020. Là một quốc gia đang phát triển với mức tăng trưởng GDP cao khoảng 7%/năm và tầng lớp trung lưu ngày càng tăng, chúng tôi cho rằng nhu cầu ô tô sẽ nhanh chóng phục hồi khi đại dịch kỳ vọng sẽ được kiểm soát trong năm nay, mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp phân phối xăng dầu như PLX.

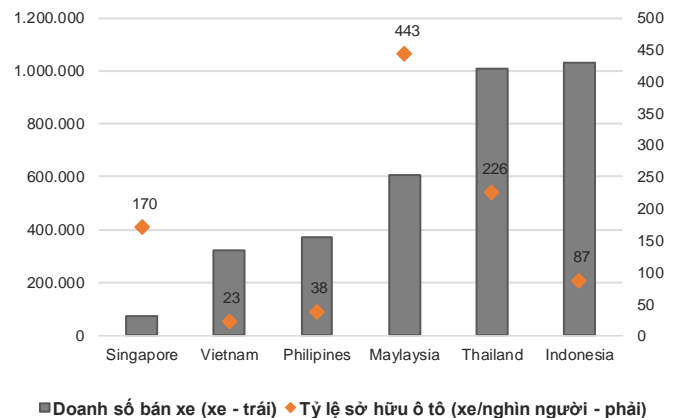
Theo BMI Research, tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam có thể tăng trưởng với tốc độ kép ~4,7% trong năm năm tới, cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng toàn cầu là 1,3% ngoại trừ trường hợp xảy ra các sự kiện “thiên nga đen” khác như Covid-19. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xăng dầu nội địa sẽ quay trở lại xu hướng tăng trưởng từ năm 2022 trở đi khi đại dịch đang dần được kiểm soát trong năm nay.

Hình 24: Tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu của Việt Nam (tính theo đầu người) vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực Đông Nam Á (lít/ngày)



Nguồn: EIA, BP, WORLD BANK

Hình 25: Tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam thấp nhất so với các nước trong khu vực Đông Nam Á

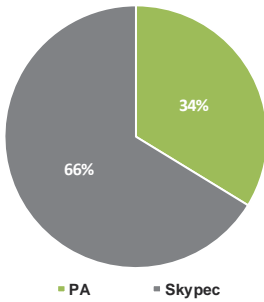


Nguồn: VAMA, VNDIRECT RESEARCH

Tiêu thụ nhiên liệu bay sẽ trở lại quỹ đạo tăng trưởng theo sau sự phục hồi của ngành hàng không sau đại dịch

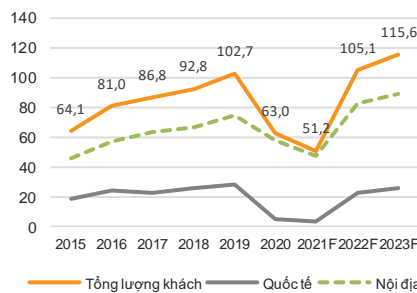
Hiện tại, có hai đơn vị chính cung cấp nhiên liệu máy bay tại Việt Nam, trong đó công ty con PLX (CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex - PA) chiếm khoảng 34% tổng thị phần. Nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ của tổng lượng hành khách thông quan tại Việt Nam trong giai đoạn 2016-19 với tốc độ tăng trưởng kép là 12,5%, mức tiêu thụ nhiên liệu máy bay của Việt Nam đã ghi nhận sự tăng trưởng ấn tượng trong cùng kỳ trước khi gián đoạn vào năm 2020 sau sự bùng nổ của Covid-19. Đối với năm 2021, tiêu thụ nhiên liệu bay sẽ vẫn gặp khó khăn trong 6 tháng cuối năm do việc dừng khai thác các chuyến bay quốc tế, giảm tần suất các chuyến bay nội địa để hạn chế sự lây lan của dịch bệnh. Do đó, chúng tôi dự báo tiêu thụ nhiên liệu bay năm 2021 sẽ duy trì ở mức tương đương của năm 2020, trước khi tăng tốc từ năm 2022 trở đi khi hoạt động hàng không phục hồi với giả định rằng đại dịch được kiểm soát trong năm nay nhờ tỷ lệ tiêm chủng ngày càng tăng tại Việt Nam. Nhìn chung, chúng tôi ước tính mức tiêu thụ nhiên liệu máy bay của Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 24,7% trong giai đoạn 2021-23 nhờ vào hoạt động hàng không phục hồi trở lại với tổng lượng hành khách thông quan đạt mức tăng trưởng kép là 22,4% trong cùng giai đoạn.

Hình 26: Thị phần phân phối nhiên liệu bay



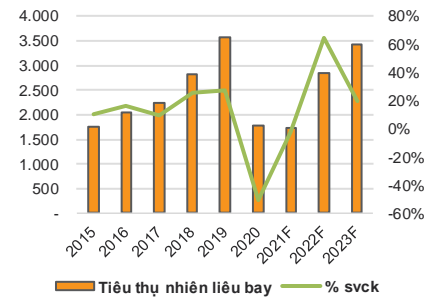
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 27: Dự phóng lượng khách thông quan tại Việt Nam (triệu người)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 28: Dự phóng mức tiêu thụ nhiên liệu bay tại Việt Nam ('000 m3)



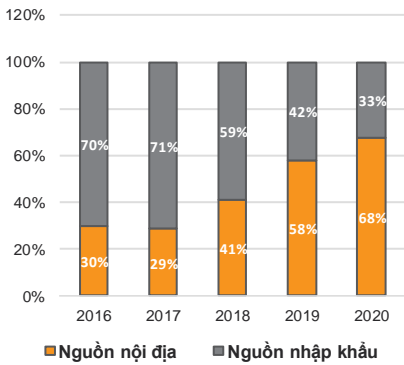
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PLX hưởng lợi theo đà tăng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của đất nước trong “bình thường mới” ➤

Nguồn nguyên liệu đầu vào ổn định hơn nhờ nguồn cung nội địa ngày càng tăng

Với tư cách là nhà phân phối, PLX mua các sản phẩm xăng dầu từ các nhà cung cấp trong nước và quốc tế, sau đó phân phối cho khách hàng thông qua các mạng lưới cửa hàng của công ty. Cho đến nay, khoảng 60-70% nguyên liệu đầu vào xăng dầu của PLX nhập từ hai nhà máy lọc dầu trong nước (NMLD Dung Quất và Nghi Sơn), tăng đáng kể so với mức 30% trước năm 2017. Theo chúng tôi, mặc dù chất lượng sản phẩm thấp hơn so với nguồn nhập khẩu, nguồn cung nội địa sẽ vẫn chiếm khoảng 70% nguồn nguyên liệu đầu vào của PLX trong giai đoạn tới, giúp công ty chủ động hơn trong việc giao hàng, giảm thiểu chi phí vận chuyển và hạn chế rủi ro tỷ giá.

Hình 29: Tỷ trọng nguồn xăng dầu đầu vào của PLX



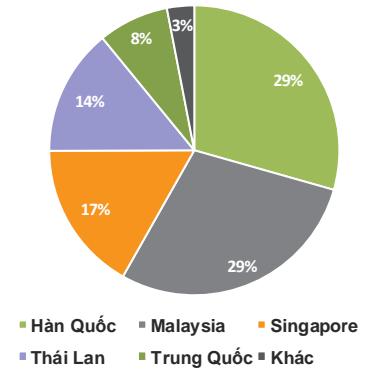
Nguồn: PETROLIMEX

Hình 30: Nguồn nội địa có thể đáp ứng 70-80% tổng nhu cầu xăng dầu trong nước

'000 tấn	Công suất	Xăng	Diesel
Nhà máy lọc dầu	15.450	5.053	6.742
Dung Quất	6.700	2.746	3.068
Nghi Sơn	8.750	2.307	3.674
Nhà máy Condensate	690	690	
PVOil Phú Mỹ	130	130	
Sài Gòn Petro	260	260	
Nam Việt OIL	200	200	
Đông Phương	100	100	
Tổng cộng		5.743	6.742

Nguồn: BSR

Hình 31: Tỷ trọng nguồn nhập khẩu theo quốc gia năm 2020



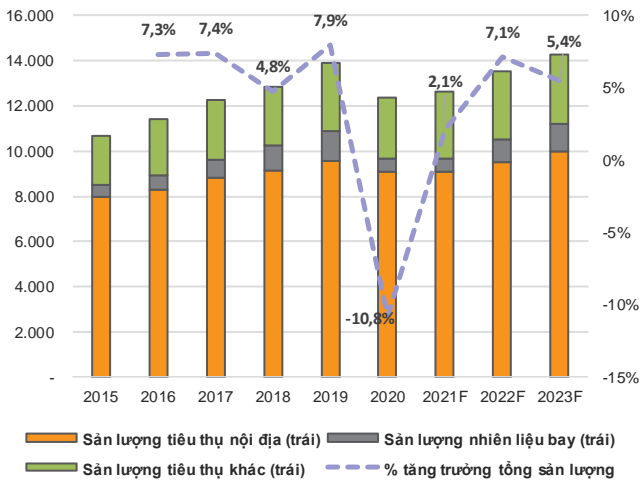
Nguồn: Tổng cục Hải quan

Chúng tôi kỳ vọng DT kinh doanh xăng dầu của PLX sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 17,4% trong giai đoạn 2021-23

Chúng tôi tin rằng PLX sẽ tiếp tục duy trì thị phần nhờ vị thế dẫn đầu trong ngành và hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng tại Việt Nam. Kết hợp với kỳ vọng giá dầu Brent trung bình ổn định quanh 70 USD/thùng trong 2 năm tới, chúng tôi dự báo DT kinh doanh xăng dầu của PLX sẽ tăng 35% svck trong năm 2021 từ mức thấp của năm 2020, trước khi duy trì tốc độ tăng trưởng 10,5%/8,6% svck trong năm 2022-23F, đóng góp ~92% tổng DT của PLX trong cùng giai đoạn, trong đó:

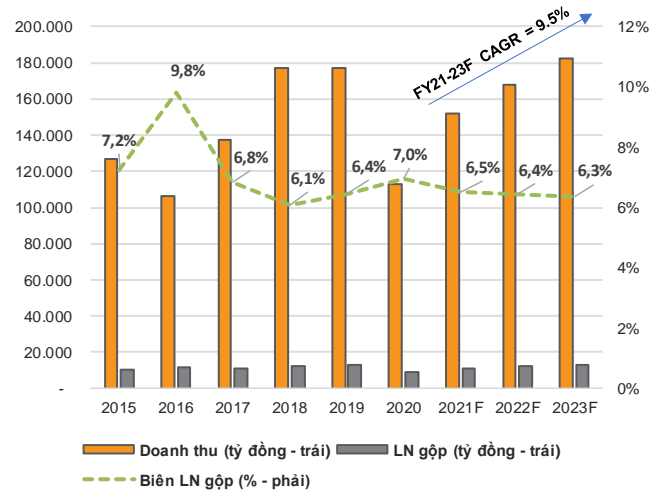
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ xăng dầu nội địa của PLX trong năm 2021 sẽ duy trì ở mức tương đương năm 2020, sau đó ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép là 5% trong năm 2022-23 khi các hoạt động trở lại trạng thái “bình thường mới”. Đây sẽ là động lực chính thúc đẩy tổng sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX tăng trưởng kép với tốc độ là 4,9% trong năm 2021-23.
- Đối với mảng nhiên liệu bay, PLX hiện cung cấp toàn bộ dịch vụ nạp nhiên liệu cho máy bay của hơn 50 hãng hàng không trong nước và quốc tế tại 5 sân bay nội địa (Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Cát Bi, Đà Nẵng và Cam Ranh). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ nhiên liệu bay sẽ tăng trưởng kép với tốc độ là 26,2% trong năm 2021-23 nhờ vào: (1) hoạt động hàng không phục hồi sau đại dịch, và (2) đóng góp cao hơn từ các khách hàng mới như Bamboo Airways. Đây sẽ là phần khúc ghi nhận mức tăng trưởng nhanh nhất của PLX trong giai đoạn này.
- Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ khác của PLX đến từ các hoạt động tái xuất, xuất khẩu và từ thị trường quốc tế. Các hoạt động này giúp PLX đa dạng hóa và mở rộng mạng lưới kinh doanh trong khu vực, đồng thời hỗ trợ hoạt động nhập khẩu của công ty. Chúng tôi kỳ vọng PLX sẽ tiếp tục duy trì hoạt động kinh doanh ổn định tại Singapore, Lào và Campuchia. Theo đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ khác sẽ tăng trưởng kép với tốc độ là 4,3% trong năm 2021-23, đóng góp khoảng 22% tổng sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX trong cùng giai đoạn.

Hình 32: Chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng tiêu thụ của PLX sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 4,9% trong 2021-2 ('000 m3.tấn)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 33: Dự phóng KQKD mảng xăng dầu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

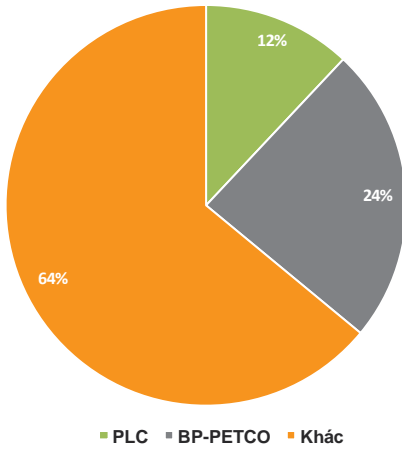
Triển vọng các mảng kinh doanh khác ➤

Mảng hóa dầu: tiềm năng tăng trưởng dựa theo câu chuyện đầu tư công

PLX cung cấp các sản phẩm hóa dầu ra thị trường thông qua việc nắm giữ 79,1% vốn tại công ty con – Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC). Mảng hóa dầu chiếm lần lượt 4,0% và 8,2% tổng DT và tổng LN gộp của PLX vào năm 2020. Hiện tại, PLC cung cấp ba loại sản phẩm hóa dầu, bao gồm:

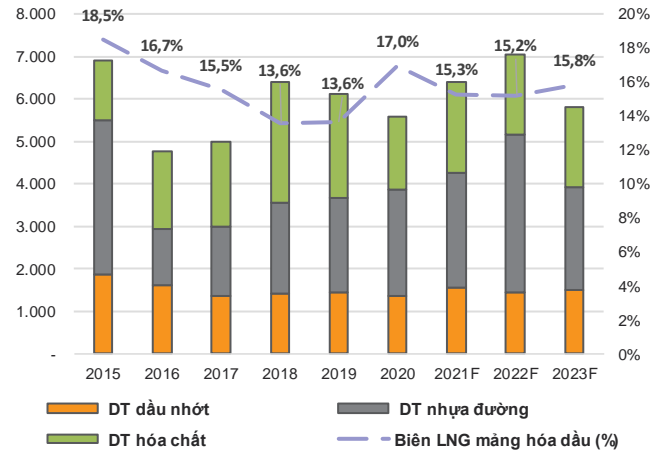
- Nhựa đường:** PLC dẫn đầu thị trường phân phối nhựa đường với 30% tổng thị phần. Hệ thống 7 nhà máy sản xuất nhựa đường và kho chứa của PLC nằm ở những vị trí chiến lược trên khắp đất nước. Với việc làn sóng Covid-19 thứ 4 đã làm giảm tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế, chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ đẩy mạnh đầu tư công từ cuối năm 2021 để thúc đẩy nền kinh tế phục hồi. Điều này sẽ tạo động lực thúc đẩy nhu cầu nhựa đường trên toàn quốc. Do đó, chúng tôi dự báo mảng nhựa đường sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng kép doanh thu là 21,2%, chiếm 42% -52% tổng doanh thu của PLC trong năm tài chính 2021-22.
- Dầu nhớt:** PLC có hai nhà máy dầu nhớt – nhà máy Thượng Lý và Nhà Bè – với tổng công suất 50.000 tấn/năm. Đây là mảng có lợi nhuận cao nhất với biên LN gộp trên 30%. Trong ngành dầu nhớt với mức độ phân mảnh cao, PLC vẫn duy trì vị thế là một trong những công ty dẫn đầu thị trường với thị phần ước tính khoảng 12%. Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép doanh thu đạt 3,4%.
- Hóa chất:** PLC sở hữu ba kho hóa chất với tổng sức chứa 52.000 m3. Mảng kinh doanh hóa chất của PLC có biên LN gộp thấp nhất so với các mảng khác do áp lực cạnh tranh cao từ nhiều công ty trong và ngoài nước. Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng mảng hóa chất sẽ ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ từ mức thấp năm 2020 khi các khách hàng của công ty tăng cường sản xuất nhờ sự quay trở lại của các đơn đặt hàng, sau đó giảm nhẹ trong năm 2022-23.

Hình 34: PLX gián tiếp sở hữu ~36% thị phần dầu nhớt thông qua PLC và Castrol - BP Petco



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 35: Dự phóng DT của PLC theo từng mảng (tỷ đồng)



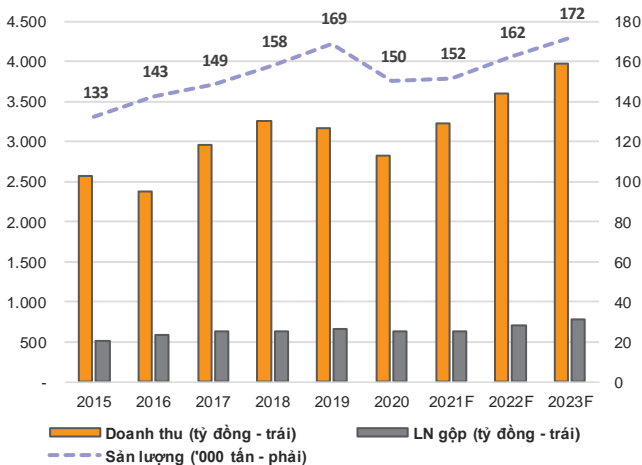
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng mảng hóa dầu sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép doanh thu là 12,3% trong 2021-22, chủ yếu nhờ đóng góp cao của mảng nhựa đường với tăng trưởng kép doanh thu đạt 21,2% (chiếm 42% -52% tổng doanh thu mảng hóa dầu trong năm 2021-22), sau đó ghi nhận mức giảm trong năm 2023 sau khi lượng tiêu thụ nhựa đường đạt đỉnh trong năm 2022.

Mảng gas (LPG): sở hữu biên LN gộp cao nhất trong tất cả các mảng kinh doanh

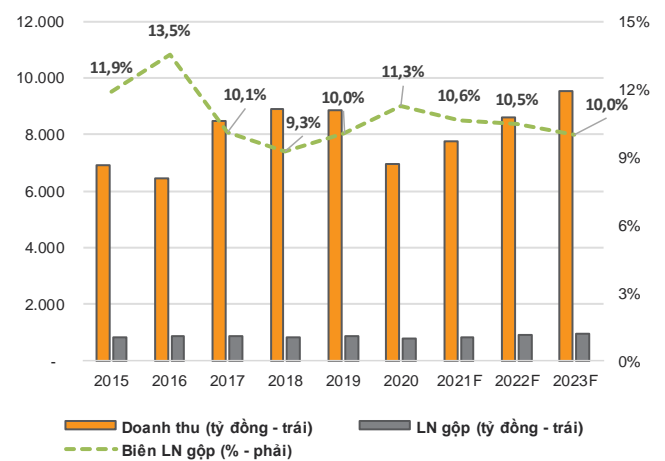
PLX tham gia vào thị trường phân phối LPG thông qua Tổng công ty Gas Petrolimex – PGC (PLX sở hữu 52,37% vốn), là nhà phân phối LPG top 3 tại Việt Nam với 9% thị phần. Hoạt động kinh doanh LPG là mảng có biên LN gộp cao nhất trong tất cả các mảng kinh doanh chính của PLX (trên 20%), lần lượt chiếm 2,0% và 5,4% tổng doanh thu và LN gộp của PLX trong năm 2020. Hiện tại, PGC đang nắm giữ hệ thống kho cảng LPG với tổng sức chứa 8.235 tấn, cung cấp LPG cho người tiêu dùng trên toàn quốc. Trước dịch Covid-19, PGC ghi nhận mức tăng trưởng liên tiếp về sản lượng tiêu thụ LPG trong giai đoạn 2016-19 với tốc độ tăng trưởng kép là 6,3%. Vào năm 2020, hoạt động kinh doanh chính của PGC bị ảnh hưởng lớn bởi đại dịch, dẫn đến sản lượng tiêu thụ giảm 11% svck.

Hình 36: Dự phóng KQKD mảng LPG



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 37: Dự phóng KQKD mảng vận tải



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong năm 2021, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ LPG sẽ duy trì ở mức tương đương năm 2020 do dịch bệnh diễn biến phức tạp trong 6 tháng cuối năm, trước khi ghi nhận mức tăng trưởng trong năm 2022-23. Mặt khác, giá dầu dự kiến cao hơn (theo quan điểm của chúng tôi là khoảng 70 USD/thùng) có thể thúc đẩy giá bán LPG bình quân tăng lên, tác động tích cực đến hoạt động kinh doanh của PGC. Nhìn chung, chúng tôi ước tính doanh thu mảng LPG sẽ đạt mức tăng trưởng kép là 12% trong năm 2021-23.

Mảng vận tải: đóng vai trò hỗ trợ các mảng kinh doanh cốt lõi của công ty

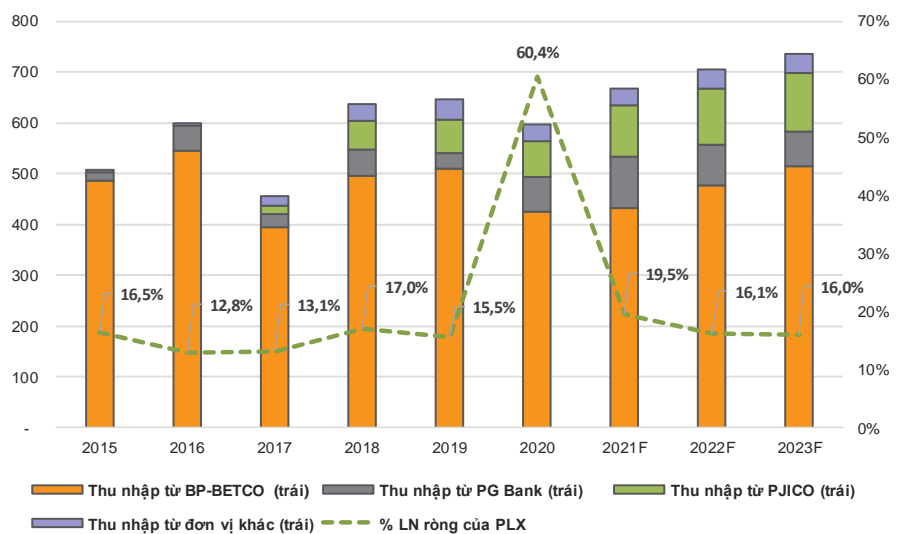
PLX hiện sở hữu hai công ty con: Tổng công ty Vận tải thủy (PGT) kinh doanh vận tải xăng dầu bằng đường biển và Tổng công ty Dịch vụ xăng dầu (PTC) kinh doanh vận tải xăng dầu bằng đường bộ, trong đó vận tải đường biển là mảng được tập đoàn đầu tư vốn lớn, có khả năng ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động nhập khẩu xăng dầu của công ty. Tính đến thời điểm hiện tại, PLX sở hữu đội tàu chở xăng dầu lớn nhất cả nước với tổng tải trọng 500.000 DWT, chiếm 65% thị phần vận chuyển xăng dầu thành phẩm tại Việt Nam. Năm 2020, mảng kinh doanh vận tải chiếm lần lượt 3,0% và 6,7% tổng doanh thu và tổng LN gộp của PLX.

Chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh vận tải sẽ ghi nhận sự phục hồi theo sau sự phục hồi của các hoạt động kinh doanh chính sau đại dịch. Do đó, chúng tôi ước tính doanh thu vận tải sẽ tăng trưởng kép với tốc độ là 11,2% trong giai đoạn 2021-23 nhờ sự phục hồi của sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX và giá cước thuê tàu.

Các đơn vị liên doanh liên kết là những con gà đẻ trứng vàng

Bên cạnh các hoạt động kinh doanh cốt lõi, PLX đã tham gia vào nhiều công ty liên doanh liên kết (LDLK), mở rộng phạm vi hoạt động sang các lĩnh vực thiết yếu khác như bảo hiểm, ngân hàng và xây dựng. Đây là một phần trong chiến lược nâng cao vị thế thương hiệu của công ty. Các công ty LDLK mang lại lợi nhuận cao và ổn định cho PLX trong nhiều năm qua, đóng góp khoảng 13-17% LN ròng của PLX ngoại trừ năm 2020. Trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi kỳ vọng thu nhập từ các công ty LDLK của PLX sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 7,2%, chủ yếu nhờ vào sự đóng góp cao của Castrol BP Petco và PJICO.

Hình 38: Dự phóng thu nhập từ các công ty LDLK (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Castrol BP Petco – đơn vị đóng góp LN cao nhất trong số các công ty LDLK

PLX hiện sở hữu 35% cổ phần của Castrol BP Petco, công ty đang cung cấp các loại sản phẩm dầu nhờn cho xe vận tải và công nghiệp thông qua hơn 50.000 điểm bán hàng trên toàn quốc. Castrol BP Petco duy trì vị trí dẫn đầu thị trường dầu nhờn tại Việt Nam với 24% tổng thị phần và LNTT luôn duy trì ở mức cao trong nhiều năm, đạt trên 300% vốn điều lệ, là đơn vị đóng góp lợi nhuận cao nhất của PLX. Theo Hiệp hội Xăng dầu Việt Nam, ngành dầu nhờn dự kiến sẽ ghi nhận mức tăng trưởng bình quân từ 4-6%/năm, cao hơn mức trung bình toàn cầu. Do đó, chúng tôi ước tính đóng góp của BP Petco sẽ đạt tốc độ tăng trưởng là 7,2% trong năm 2021-23, đóng góp khoảng 65-70% tổng thu nhập từ các công ty LDLK của PLX trong cùng kỳ.

PJICO – một ông lớn trên thị trường bảo hiểm phi nhân thọ Việt Nam

PJICO cung cấp các sản phẩm bảo hiểm phi nhân thọ tại Việt Nam, chiếm 6,3% tổng thị phần thị trường phi nhân thọ (Top 5 dẫn đầu thị trường). Theo FiiinGroup, ngành bảo hiểm ghi nhận mức tăng trưởng lợi nhuận ấn tượng 25% svck trong năm 2020 trong khi hầu hết các ngành khác đều chịu tác động tiêu cực từ đại dịch. Cục Quản lý và Giám sát Bảo hiểm dự báo thị trường bảo hiểm sẽ có tốc độ tăng trưởng trung bình 15% trong giai đoạn 2021-2025 với tỷ lệ thâm nhập đạt 3,5% vào năm 2025. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng đóng góp từ PJICO sẽ tăng trưởng tích cực với tốc độ tăng trưởng kép là 17,2% trong năm 2021 -23, đóng góp 15-16% tổng thu nhập từ các công ty LDLK của PLX.

Kho cảng LNG Mỹ Giang – câu chuyện trong dài hạn

Năm 2019, PLX công bố đầu tư vào cơ sở hạ tầng và cung cấp LNG cho Trung tâm Điện lực của EVN tại Mỹ Giang, Khánh Hòa. Dự án kho cảng LNG này sẽ được đầu tư theo 2 giai đoạn với tổng công suất 6 triệu tấn/năm, cung cấp LNG cho 4 nhà máy điện do EVN làm chủ đầu tư. Giai đoạn 1 được triển khai trong năm 2022-2025 với tổng vốn đầu tư là 700 triệu USD. Giai đoạn 2 tiếp tục xây dựng 2 nhà máy điện khí với tổng công suất tương đương giai đoạn 1. Mặc dù kỳ vọng vào tiềm năng của các dự án LNG tại Việt Nam, chúng tôi đánh giá LNG Mỹ Giang vẫn đang là câu chuyện trong dài hạn khi dự án này đang chờ đợi để được phê duyệt cùng với Quy hoạch Điện 8, điều này có thể làm chậm tiến độ dự án so với kế hoạch mà công ty đặt ra.

Hình 39: Dự án LNG Mỹ Giang

	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Tổng cộng
Nhà máy Điện của EVN	Nhà máy Điện tua bin khí số 1 - 1.500 MW	Nhà máy Điện tua bin khí số 3 - 1.500 MW	6.000 MW
	Nhà máy Điện tua bin khí số 2 - 1.500 MW	Nhà máy Điện tua bin khí số 4 - 1.500 MW	
Kho cảng LNG của PLX	Cung cấp 3 triệu tấn/năm	Cung cấp 3 triệu tấn/năm	6 triệu tấn/năm

Nguồn: PETROLIMEX

Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2021-23 ➤

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PLX sẽ tăng trưởng 33,2%/10,4%/7,9% trong giai đoạn 2021-23, nhờ vào:

- Đối với mảng kinh doanh xăng dầu, nhờ sản lượng tiêu thụ trong nước được kỳ vọng sẽ phục hồi sau đại dịch và sản lượng tiêu thụ nhiên liệu bay sẽ quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 26,2% trong năm 2021-23, chúng tôi ước tính tổng sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép là 4,9% trong năm

2021-23, giúp doanh thu kinh doanh xăng dầu tăng trưởng 34,9%/10,5%/8,6% svck trong cùng giai đoạn.

- Đối với mảng hóa dầu, chúng tôi dự báo tăng trưởng kép DT mảng hóa dầu đạt 12,3% trong năm 2021-22 chủ yếu nhờ đóng góp cao từ mảng nhựa đường, sau đó sẽ sụt giảm trong năm 2023 (-17% svck) sau khi sản lượng tiêu thụ nhựa đường đạt đỉnh vào năm 2022.
- Đối với kinh doanh LPG, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép DT kinh doanh LPG là 12% trong năm 2021-23 nhờ vào: (1) sản lượng tiêu thụ LPG tiêu thụ phục hồi, và (2) giá bán bình quân cao hơn nhờ giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao.
- Đối với mảng kinh doanh vận tải, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép DT vận tải đạt 11,2% trong năm 2021-23 nhờ sự phục hồi của sản lượng tiêu thụ xăng dầu của PLX và giá cước thuê tàu.

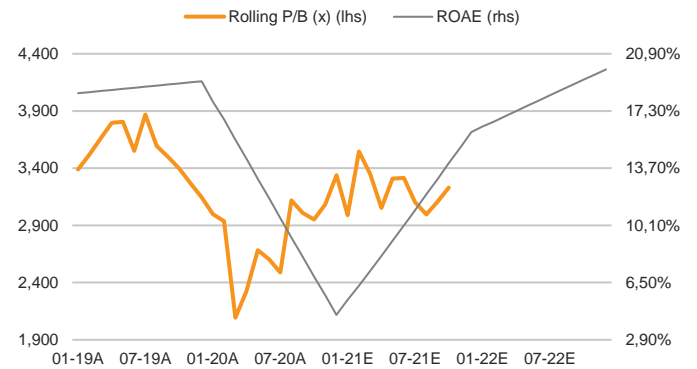
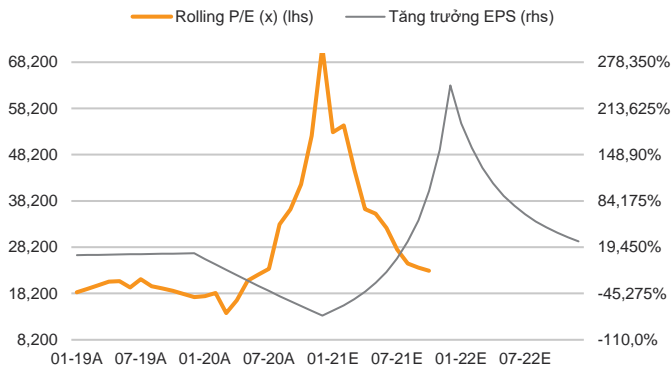
Cùng với sự đóng góp của thu nhập từ các công ty LDLK (tăng trưởng kép đạt 7,3% trong 2021-23), trong đó: (1) thu nhập từ Castrol BP-Petco đạt tăng trưởng kép là 6,5% trong 2021-23 và (2) thu nhập từ PJICO đạt tăng trưởng kép là 17,4% trong 2021-23, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PLX sẽ tăng mạnh 245,8% svck trong năm 2021, sau đó đạt ghi nhận mức tăng trưởng kép là 16,1% trong năm 2022-23.

Hình 40: Dự phóng KQKD 2021-23

Tỷ đồng	2020	2021F	2022F	2023F
Tổng sản lượng tiêu thụ ('000 m3.tấn)	12.389	12.652	13.553	14.291
% svck	-10,8%	2,1%	7,1%	5,4%
- Tiêu thụ nội địa ('000 m3.tấn)	9.074	9.074	9.528	10.005
- Tiêu thụ nhiên liệu bay ('000 m3.tấn)	597	606	1.000	1.200
- Tiêu thụ khác ('000 m3.tons)	2.718	2.972	3.025	3.087
	-	-	-	-
DT thuần	123.919	165.068	182.257	196.642
% svck	-34,6%	33,2%	10,4%	7,9%
- Kinh doanh xăng dầu	112.653	151.949	167.840	182.341
- Kinh doanh hóa dầu	4.445	5.117	5.609	4.640
- Kinh doanh LPG	1.990	2.272	2.542	2.798
- Kinh doanh vận tải	3.453	4.283	4.746	5.269
- Khác	1.378	1.447	1.519	1.595
LN gộp	10.040	12.826	13.953	14.763
Biên LN gộp (%)	8,1%	7,8%	7,7%	7,5%
Chi phí bán hàng	(8.591)	(8.397)	(8.338)	(8.827)
Chi phí QLDN	(820)	(714)	(710)	(766)
EBIT	629	3.715	4.906	5.170
DT tài chính	917	997	1.062	1.110
Chi phí tài chính	(952)	(906)	(1.049)	(1.085)
Thu nhập từ LDLK	597	668	704	737
Thu nhập khác (ròng)	218	103	217	234
LNTT	1.410	4.577	5.841	6.167
LNST	1.253	3.809	4.842	5.110
LN ròng	988	3.418	4.367	4.609
% svck	-76,2%	245,8%	27,7%	5,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	165.068	182.257	196.642
Giá vốn hàng bán	(152.243)	(168.303)	(181.879)
Chi phí quản lý DN	(714)	(710)	(766)
Chi phí bán hàng	(8.397)	(8.338)	(8.827)
LN hoạt động thuần	3.715	4.906	5.170
EBITDA thuần	5.913	7.200	7.547
Chi phí khấu hao	(2.198)	(2.294)	(2.377)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	3.715	4.906	5.170
Thu nhập lãi	997	1.062	1.110
Chi phí tài chính	(906)	(1.049)	(1.085)
Thu nhập ròng khác	103	217	234
TN từ các Cty LK & LD	668	704	737
LN trước thuế	4.577	5.841	6.167
Thuế	(767)	(999)	(1.056)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(391)	(475)	(502)
LN ròng	3.418	4.367	4.609
Thu nhập trên vốn	3.418	4.367	4.609
Cổ tức phổ thông	(3.882)	(3.882)	(3.882)
LN giữ lại	(463)	485	727

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	9.316	10.943	11.062
Đầu tư ngắn hạn	8.987	8.538	8.111
Các khoản phải thu ngắn hạn	6.921	7.642	8.245
Hàng tồn kho	10.428	11.528	12.457
Các tài sản ngắn hạn khác	1.710	1.888	2.037
Tổng tài sản ngắn hạn	37.362	40.538	41.912
Tài sản cố định	15.575	15.706	15.945
Tổng đầu tư	4.345	4.578	4.823
Tài sản dài hạn khác	3.679	3.753	3.828
Tổng tài sản	60.962	64.575	66.508
Vay & nợ ngắn hạn	14.823	14.797	14.755
Phải trả người bán	12.663	14.481	15.085
Nợ ngắn hạn khác	7.200	8.242	8.369
Tổng nợ ngắn hạn	34.686	37.520	38.209
Vay & nợ dài hạn	1.308	1.382	1.476
Các khoản phải trả khác	309	340	374
Vốn điều lệ và	12.939	12.939	12.939
LN giữ lại	2.516	2.854	3.619
Vốn chủ sở hữu	21.618	22.218	23.258
Lợi ích cổ đông thiểu số	3.040	3.116	3.193
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	60.962	64.575	66.508

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	4.577	5.841	6.167
Khấu hao	2.198	2.294	2.377
Thuế đã nộp	(767)	(999)	(1.056)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.334)	(1.228)	(1.073)
Thay đổi VLD	(1.146)	834	(993)
LC tiền thuần HKĐK	3.527	6.742	5.421
Đầu tư TSCĐ	(2.196)	(2.424)	(2.616)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	82	82	82
Các khoản khác	1.062	1.062	1.062
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(1.052)	(1.281)	(1.472)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	111	47	52
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3.882)	(3.882)	(3.882)
LC tiền thuần HĐTC	(3.771)	(3.835)	(3.830)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10.612	9.316	10.943
LC tiền thuần trong năm	(1.295)	1.627	119
Tiền & tương đương tiền cuối kì	9.316	10.943	11.062

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	2,1%	2,4%	2,3%
Vòng quay TS	2,70	2,90	3,00
ROAA	5,6%	7,0%	7,0%
Đòn bẩy tài chính	2,85	2,86	2,88
ROAE	16,0%	19,9%	20,3%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	15,3	15,3	15,3
Số ngày nắm giữ HTK	25,0	25,0	25,0
Số ngày phải trả tiền bán	30,4	31,4	30,3
Vòng quay TSCĐ	10,60	11,65	12,43
ROIC	8,4%	10,5%	10,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,1	1,1
Khả năng thanh toán nhanh	0,8	0,8	0,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,5	0,5
Vòng quay tiền	9,9	8,9	10,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	33,2%	10,4%	7,9%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	490,3%	32,1%	5,4%
Tăng trưởng LN ròng	245,8%	27,7%	5,5%
Tăng trưởng EPS	245,8%	27,7%	5,5%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>