

Báo cáo phân tích lần đầu

Tập đoàn Xăng Dầu Việt Nam (PLX)

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	47,556 – 53,897 VND
Giá niêm yết	43,200 VND
Ngày niêm yết	21/4/2017

Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành (tr cp)	1,293
Vốn hóa (tỷ đ)	55,857
Free float (tr cp)	53.6

Cơ cấu cổ đông

Bộ Công Thương	75.87%
JP Nippon Oil & Energy	8.0%
PLX (cp quỹ)	11.9%
Free float	4.14%

Tổng quan về công ty: Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam là đơn vị nhập khẩu, phân phối và bán lẻ các sản phẩm dầu mỏ lớn nhất Việt Nam, với thị phần phân phối đạt 48% trong năm 2016. Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam sẽ chính thức niêm yết trên HoSE vào ngày 21/4/2017, với giá khởi điểm 43,200 VND/cp

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng lê
lenbh@bsc.com.vn

Định giá

Chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PLX vào khoảng 47,556 VND – 53,897 VND/cp. BSC dự báo tập đoàn có thể đạt 158,149 tỷ đồng doanh thu (+28.5% yoy) và LNTT là 5,539 tỷ đồng (-12.1% yoy) trong năm 2017. Theo đó, EPS 2017 dự báo đạt mức 3,170VND/cp.

Điểm nhấn đầu tư

- Giữ vững vị thế đầu ngành trong mảng phân phối xăng dầu
- Hoạt động cốt lõi chịu ảnh hưởng biến động giá dầu nhờ cơ chế lợi nhuận định mức
- Kỳ vọng dịch vụ gia tăng trong dài hạn
- Sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược JX Nippon Oil & Energy
- Cải thiện hiệu quả hoạt động các công ty con – công ty liên kết
- Tăng trưởng của ngành phân phối xăng dầu Việt Nam

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro chính sách ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh cốt lõi; biến động nguồn cung năm 2018
- Thị phần ngày càng thu hẹp
- Rủi ro liên quan đến đầu tư ngoài ngành không hiệu quả
- Rủi ro tỷ giá và giá dầu

Tỷ VND	2015	2016	2017F	2018F
DTT	146,950	123,127	158,189	177,726
% tăng trưởng yoy	-30.7%	-16.2%	28.5%	12.4%
Tổng tài sản	50,414	54,238	62,697	67,008
Vốn chủ sở hữu	16,291	23,204	27,694	28,333
Vốn điều lệ (tỷ đ)	10,700	12,939	12,939	12,939
LN thuần (tỷ đ)	670	686	623	659
Biên LN thuần	0.46%	0.56%	0.39%	0.37%
LN sau thuế	3,058	5,166	4,542	4,807
% yoy		69.0%	-12.1%	5.8%
EPS (VND/cp)	2,546	3,606	3,170	3,355
ROE	16.7%	23.6%	16.1%	15.5%
ROA	5.4%	8.9%	7.0%	6.7%
ROS	2.1%	4.2%	2.9%	2.7%

Nguồn: BSC Research

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

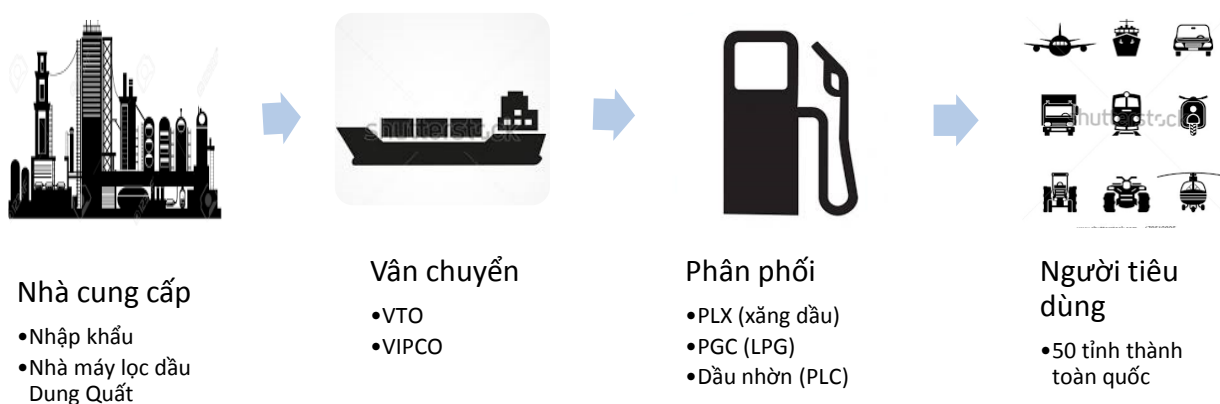
Chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PLX vào khoảng 47,556 VND – 53,897 VND/cp. Dựa trên các yếu tố sau:

Lợi thế từ quy mô tài sản và vị thế đầu ngành	- Thị phần của Petrolimex được giữ vững ở mức 48% trong năm 2016, cao gấp đôi đơn vị thứ 2 là PV Oil với 22%. Tập đoàn sở hữu 2400 cửa hàng, 4,000 đại lý và sức chứa hơn 1.7 triệu m3 xăng dầu. - Hoạt động cốt lõi được quản lý bằng hình thức lợi nhuận định mức 300 VND/lit, giúp kết quả kinh doanh không chịu ảnh hưởng của giá dầu. Trong năm 2016 và 2017, Petrolimex có những lợi thế quan trọng trong việc chủ động điều chỉnh nguồn cung để mang về mức lợi nhuận cao hơn lợi nhuận định mức. Từ 2017, Nhà máy lọc dầu Dung Quất không còn chịu áp thuế thu điều tiết dự kiến cũng sẽ giúp PLX có thể đàm phán được mức chiết khấu tốt, giúp nâng cao lợi nhuận lên trên mức định mức.
Kỳ vọng mở rộng tăng trưởng trong dài hạn	- Petrolimex đặt mục tiêu tăng trưởng dịch vụ gia tăng từ chuỗi cửa hàng hiện thời, đây cũng là xu hướng chung của các nhà phân phối xăng dầu ở các quốc gia phát triển trên thế giới - Sự tham gia của JX Nippon Oil & Energy kéo theo kỳ vọng cho nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong, là dự án đã được hợp tác chiến lược với JX Nippon từ năm 2014
Nhiều điều kiện tăng trưởng ở các hoạt động khác	Petrolimex có hệ thống công ty con và công ty liên kết hiện đang dẫn đầu trong nhiều lĩnh vực, bao gồm Nhiên liệu bay, hoạt động vận tải đường thủy, hoạt động hóa dầu, Bảo hiểm, Ngân hàng... Với sự trợ giúp của tập đoàn, cùng những lợi thế về tăng trưởng chung của nền kinh tế, hầu hết các mảng kinh doanh của Petrolimex đều có triển vọng khả quan.
Thị trường Việt Nam tiềm năng	Tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam đang tăng trưởng nhanh nhất khu vực, và sức tăng trưởng kỳ vọng được duy trì ở mức 4.5% cho giai đoạn 2021-2050, theo đề án Quy hoạch tổng thể phát triển ngành Dầu khí
Rủi ro đầu tư	Do đặc thù kinh doanh, Petrolimex có những rủi ro liên quan đến chính sách quyết định giá bán, rủi ro cạnh tranh khi thị trường có sự tham gia của doanh nghiệp nước ngoài, cùng với rủi ro tỷ giá và giá dầu. Tập đoàn cũng đang có một khoản lớn tiền đầu tư ngoài ngành phải giải quyết, có thể dẫn đến nhiều biến động trong KQKD.

Tổng quan doanh nghiệp – Tập đoàn xăng dầu Việt Nam

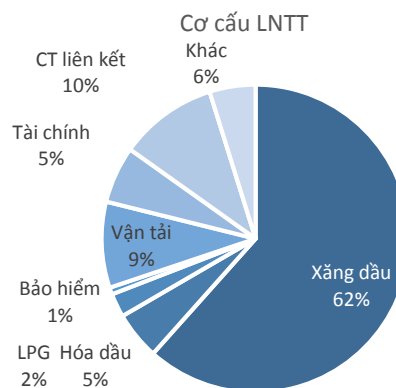
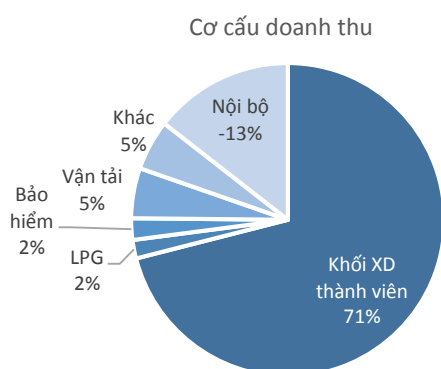
Tập đoàn xăng dầu Việt Nam (Petrolimex) được thành lập từ năm 1996, và đến nay hiện đang là đơn vị kinh doanh xăng dầu lớn nhất toàn quốc. Sản lượng phân phối vào khoảng 11.5 triệu m³ tấn vào năm 2016, chiếm thị phần khoảng 48%. Các mặt hàng chủ yếu được phân phối qua Tập đoàn là xăng, dầu Diezen (DO), dầu hỏa, FO, các sản phẩm hóa dầu và khí gas hóa lỏng (LPG). Trong đó, các sản phẩm xăng dầu trọng yếu được phân phối qua Tập đoàn mẹ, còn các sản phẩm khác được phân phối bởi các công ty con: PA, PG Tanker, PGC, PLC.

Mô hình kinh doanh của PLX



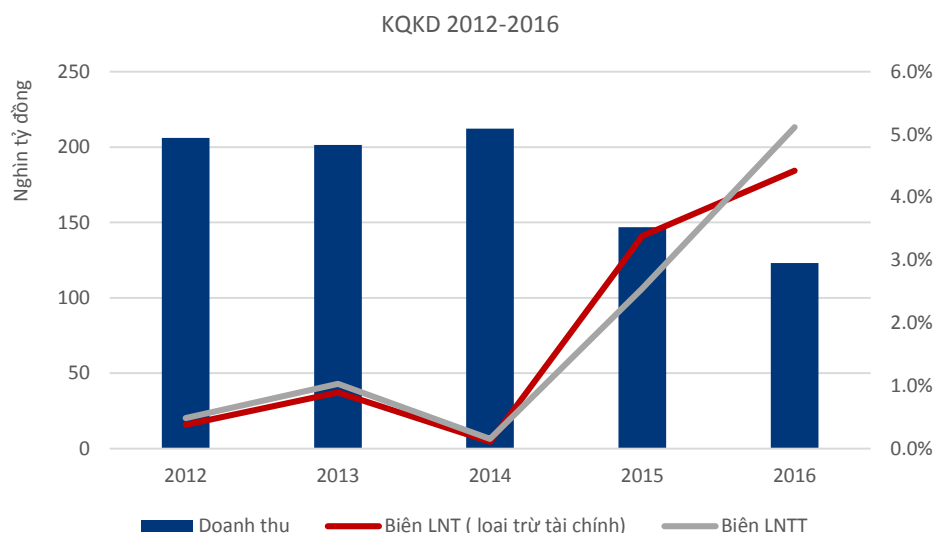
Nguồn: Petrolimex, BSC Research

Do mô hình Tập đoàn, với hơn 46 đại lý, 20 công ty con và 3 công ty liên kết, hoạt động kinh doanh của Petrolimex rất đa dạng và phức tạp. Tuy vậy, có đóng góp đáng kể nhất lên kết quả kinh doanh, và sẽ được chú trọng phân tích trong báo cáo chúng tôi sẽ có (1) Kinh doanh xăng dầu; (2) Vận tải và (3) Hóa dầu. Với mức đóng góp lợi nhuận lần lượt là 62%, 9% và 5% cho lợi nhuận trước thuế 1H2016.



Nguồn: Petrolimex, BSC Research

Giai đoạn 2011-2016, KQKD của Tập đoàn có nhiều biến động, đặc biệt là trong giai đoạn 2014-2016, với diễn biến doanh thu giảm mạnh CAGR = -23.8%, trong khi lợi nhuận thuần tăng mạnh lên gấp 25 lần. Doanh thu đi xuống dưới ảnh hưởng của giá dầu, trong khi lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ nhờ những quy định chính sách liên quan đến giá bán xăng dầu. Biên lợi nhuận thuần đã cải thiện mạnh từ mức 0.1% năm 2014 lên 4.4% trong năm 2016.



Riêng trong năm 2016, Tập đoàn ghi nhận doanh thu sụt giảm 17% yoy trong khi lợi nhuận tăng trưởng 68% yoy. Tăng trưởng lợi nhuận đóng góp phần lớn bởi diễn biến thuận lợi của tỷ giá. Tình hình tỷ giá thuận lợi trong 2016 giúp công ty tiết kiệm được 800 tỷ so với 2015. Nếu loại trừ ảnh hưởng của chi phí tài chính, tăng trưởng lợi nhuận từ hoạt động cốt lõi của PLX trong năm 2016 chỉ đạt 9.5% yoy.

Riêng đối với hoạt động phân phối xăng dầu, sản lượng phân phối trong năm 2016 đạt 8.3 triệu m³/tấn, tăng 5.9% yoy và chiếm 48% thị phần nội địa. Tăng trưởng tiêu thụ qua hệ thống của Petrolimex thấp hơn so với mức của toàn thị trường vào khoảng 13%.

Lợi nhuận từ hoạt động xăng dầu đạt 3.848 tỷ đồng, tăng 12.4% so với cùng kỳ và đóng góp tới 61% tổng lợi nhuận trước thuế của Petrolimex. Hoạt động kinh doanh cốt lõi đã có nhiều thuận lợi trong năm 2016, đóng góp lớn nhờ thay đổi về chính sách thuế nhập khẩu (theo FTA Hàn Quốc – Việt Nam). Theo đó, biên lợi nhuận gộp từ hoạt động xăng dầu tăng mạnh từ 3.5% lên 5.6%, giúp lợi nhuận giữ đà tăng trưởng mặc dù doanh thu giảm sút dưới ảnh hưởng của giá bán.

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM

Điểm nhấn đầu tư 1: Phân phối xăng dầu – Giữ vững vị thế đầu ngành

Petrolimex đang là doanh nghiệp dẫn đầu trong hệ thống phân phối xăng dầu toàn quốc. Nhờ việc xâm nhập thị trường sớm, Petrolimex có vị thế lớn trong thị trường phân phối xăng dầu với hơn 2400 điểm bán trên toàn quốc. Tập đoàn có những điểm bán ở vị trí đặc địa trong tất cả 63 thành phố trên toàn quốc – là điểm quan trọng nhất cho chất lượng hệ thống phân phối.

Petrolimex đã bán ra 11.5 triệu tấn/m3 trong năm 2016, tăng trưởng 8.4% so với cùng kỳ. Trong đó, thị trường đóng góp trọng yếu vào lợi nhuận của Tập đoàn, là thị trường nội địa đạt mức tăng 5.9%. Thị trường tái xuất gần như chỉ đóng góp phí dịch vụ và đóng góp không đáng kể trong lợi nhuận. Thị trường nội địa của Petrolimex đã tăng trưởng tốt trong 2 năm 2015 và 2016, sau một giai đoạn 2012-2014 liên tục giảm do tăng trưởng kinh tế chững lại.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Tổng sản lượng	9,320,000	8,930,000	9,216,001	8,743,423	9,319,561	9,833,571	10,661,923	11,552,603
Bán nội địa	7,430,000	7,620,000	7,856,667	7,531,128	7,377,375	7,010,877	7,881,449	8,344,902
% yoy		2.6%	3.1%	-4.1%	-2.0%	-5.0%	12.4%	5.9%
Tái xuất	1,890,000	1,310,000	1,359,334	1,212,295	1,942,186	1,822,694	2,780,474	3,207,701
% yoy		-30.7%	3.8%	-10.8%	60.2%	45.3%	-1.5%	15.4%

Trong những năm vừa qua, so với PV Oil, Petrolimex có sự chủ động tốt hơn trong đầu vào sản phẩm. Việc được cấp 50% sản lượng kim ngạch nhập khẩu đã mang lại sự linh hoạt về nguồn nhập khẩu, và lựa chọn giữa sản phẩm trong nước và giữa các nước nhập khẩu. Điển hình trong năm 2016, khi có chênh lệch giữa mức thuế nhập khẩu từ Hàn Quốc (10%) và mức thuế áp dụng để xác định giá bán ra theo MFN (20%), Petrolimex đã tăng cường việc nhập khẩu từ Hàn Quốc, qua đó làm tăng biên lợi nhuận lên mức cao nhất trong lịch sử (4.4%).

So sánh	PV Oil	Petrolimex	Thalexim	Saigon Petro	Mipe Corp
Số lượng cửa hàng	502 cửa hàng 3000 đại lý	2400 cửa hàng 4000 đại lý	80 cửa hàng 820 đại lý	10 cửa hàng 1000 đại lý	93 cửa hàng 573 đại lý
Sức chứa	900,000 m3	1,700,000 m3	36,000		260,000

Petrolimex có 3 kênh phân phối xăng dầu nội địa, bao gồm

- (1) Bán lẻ qua 2400 trạm xăng ~ 58% sản lượng
- (2) Bán buôn qua 4,000 đại lý ~ 31% sản lượng
- (3) Phân phối trực tiếp cho các công ty than và điện lớn ~ 11% sản lượng

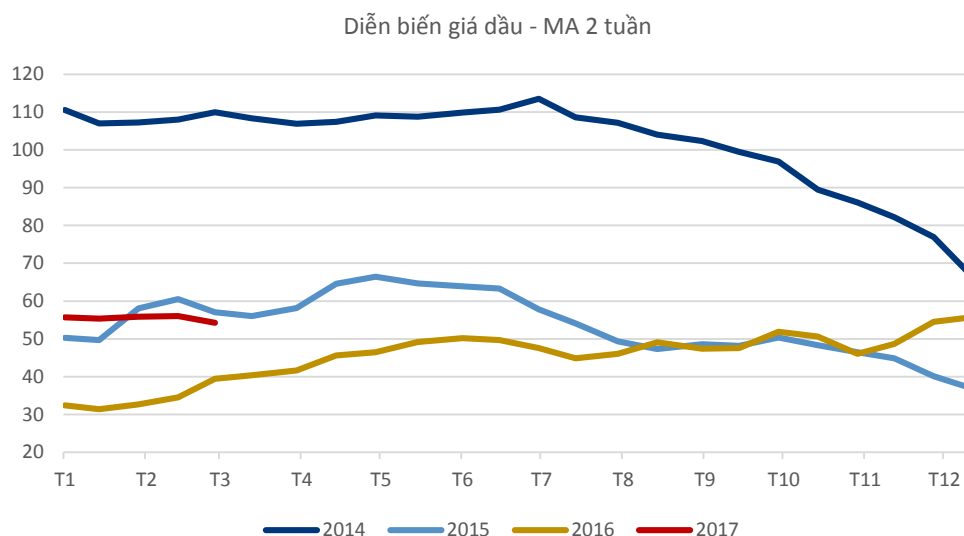
Điểm nhấn đầu tư 2: Hoạt động cốt lõi ổn định – Cơ chế lợi nhuận định mức

Trong giai đoạn 2012-2016, biên lợi nhuận từ hoạt động xăng dầu của Petrolimex đã liên tục được cải thiện qua từng năm. Sự cải thiện này đến từ một số yếu tố sau

- (1) **Lợi nhuận định mức 300 VND/lit.** Với cách kiểm soát theo lợi nhuận định mức, nghĩa là lợi nhuận của doanh nghiệp không thay đổi theo giá dầu, theo đó giá dầu xuống thấp tương đương với việc biên lợi nhuận tăng lên. BSC lưu ý với cơ chế giá xăng dầu như vậy, chỉ số có ý nghĩa hơn là mức lợi nhuận cho mỗi lít xăng dầu bán ra, do con số này có tính độc lập cao.

Mặc dù vậy, các doanh nghiệp đầu mỗi xăng dầu bị quy định tích trữ nguồn cung tối thiểu, và thường khiến giá đầu vào có độ trễ khoảng 30 ngày so với giá xăng dầu của khu vực. Ngược lại, giá đầu ra hiện đang có độ trễ 15 ngày so với giá xăng dầu nhập khẩu. Theo đó, với giá đầu vào sẽ trễ hơn giá đầu ra khoảng 15 ngày, dẫn tới các doanh nghiệp đầu mỗi xăng dầu sẽ hưởng lợi nếu như giá dầu đi theo xu hướng tăng nhẹ.

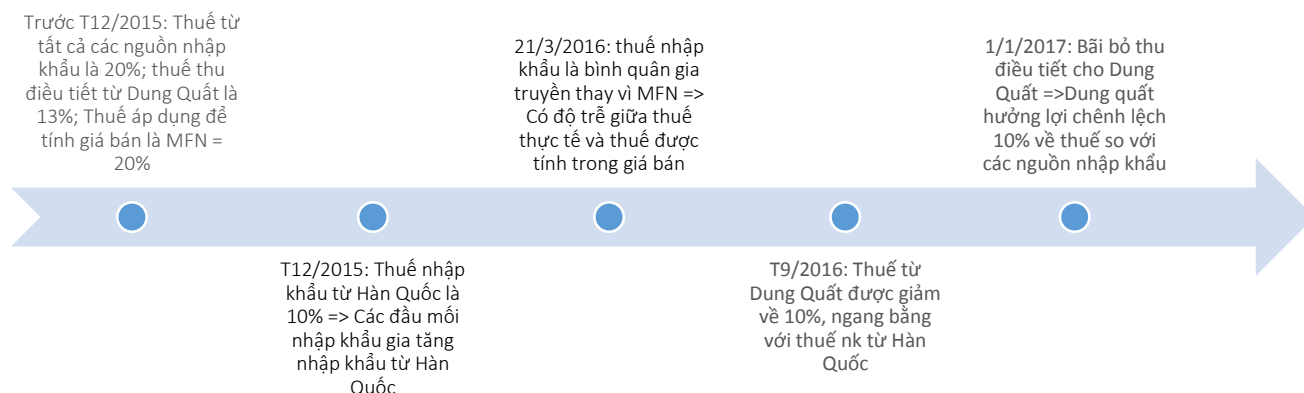
So với 2015, giá dầu diễn biến thuận lợi trong 2016, với xu hướng tăng giá ổn định giúp doanh nghiệp cải thiện biên lợi nhuận lên mức 11.7% từ mức 8.6% cho 2015. Theo đó, xu hướng giá dầu trung bình 15 ngày đi ngang và giảm nhẹ trong quý 1/2017, là xu hướng kém thuận lợi hơn so với năm 2016.



Nguồn: BSC Research

(2) **Petrolimex có thể được hưởng lợi từ lợi thế đàm phán với Dung Quất trong năm 2017**

Thuế nhập khẩu xăng dầu và các chính sách liên quan đến giá bán có thay đổi mạnh trong giai đoạn 2015 – nay. Sự khác biệt lớn về mức thuế nhập khẩu giữa các nguồn xăng dầu đã dẫn đến sự tập trung vào một số nguồn cung cấp có mức thuế suất thấp mang lại lợi nhuận cho doanh nghiệp phân phối. Cho năm 2016, lợi ích chênh lệch thuế trung bình ước tính ở mức 2.38% cho xăng và 0.34% cho dầu diesel.



Nguồn cung cấp xăng trong 2017 sẽ đến từ (1) Dung Quất và (2) Hàn Quốc, do chênh lệch về thuế nhập khẩu xăng quá lớn giữa các nguồn cung. Từ 1/1/2017, Dung Quất được bãi bỏ việc thu điều tiết (10% trong quý 4/2016); theo đó Dung Quất được chủ động điều chỉnh giá bán để có được mức giá cạnh tranh đối với các mặt hàng nhập khẩu.

Q2 2017	Giá bán – trung bình giữa các nguồn nhập khẩu	Hàn Quốc	Dung Quất	Các nguồn nhập khẩu còn lại
Xăng	10.21%	10%	0%	20%
Dầu Diesel	1.18%	5%	0%	0% (Asean)
Mazut	2.26%	0%	0%	0% (Asean)

Mức thuế áp dụng để tính giá bán là 10.36% cho 1Q2017 và 10.21% cho 2Q2017, cho thấy phần lớn nguồn nhập khẩu xăng là từ Hàn Quốc (có mức thuế 10%) và nguồn nhập khẩu từ các quốc gia khác là không đáng kể.

Trong năm 2017, Dung Quất có lợi thế lớn khi không chịu thuế nhập khẩu, và theo đó được điều chỉnh giá bán qua hình thức chiết khấu thương mại và giảm giá bán cho các doanh nghiệp phân phối. Theo đó, Petrolimex với cương vị là nhà phân phối chiếm tới 48% sản lượng xăng dầu từ Dung Quất, sẽ có khả năng đàm phán được mức chiết khấu tốt và mang về lợi nhuận cao hơn mức định mức áp dụng chung cho thị trường. Tuy nhiên mức chiết khấu có thể sẽ thấp hơn so với mức chênh lệch thuế được hưởng lợi trong 2016.

Điểm nhấn đầu tư 3: Kỳ vọng từ dịch vụ gia tăng trong dài hạn

Trong cuộc gặp gỡ với các nhà đầu tư tổ chức, CT HĐQT của Petrolimex đã chia sẻ mục tiêu làm tăng phần dịch vụ gia tăng từ chuỗi cửa hàng. Tập đoàn đặt mục tiêu doanh thu từ xăng dầu trên mỗi cửa hàng sẽ chỉ chiếm 50%, còn lại là các hoạt động khác, kỳ vọng vào sự tăng trưởng quy mô doanh thu lên hơn gấp đôi.

Định hướng kết hợp các dịch vụ gia tăng đã được áp dụng rộng rãi ở các quốc gia trên thế giới. Theo đó, các cửa hàng xăng dầu sẽ kết hợp với các cửa hàng tiện lợi, đồ ăn nhanh để

thúc đẩy tiêu dùng của khách hàng. Theo thống kê các quốc gia đã phát triển, thì tỷ lệ doanh thu gia tăng sẽ chiếm từ 50-70% trên mỗi cửa hàng, là cơ sở cho mục tiêu của Petrolimex. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý tiềm năng tăng doanh thu sẽ đến từ tương lai rất dài hạn. Nếu ngoại trừ các quốc gia đã phát triển, thì các quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á đều chưa thực sự đẩy mạnh được hoạt động bán hàng gia tăng cùng với chuỗi cửa hàng xăng dầu. BSC so sánh một số tập đoàn xăng dầu lớn trong khu vực ĐNÁ, như Petronas (Malaysia); PTG (Thailand); và Pertamina (Myanmar) và thấy tỷ lệ doanh thu phụ trợ là rất thấp, giao động từ mức 0.7% đến 1.6% doanh thu từ bán lẻ xăng dầu, mặc dù thời gian triển khai các dịch vụ cũng đã được khoảng 5 – 10 năm. Theo đó, BSC cho rằng mặc dù việc mở rộng sản phẩm và dịch vụ phân phối ngoài xăng dầu là xu hướng tất yếu của ngành, nhưng thời gian để thực hiện để có thể đóng góp đáng kể lên tăng trưởng của doanh nghiệp còn khá xa.

Điểm nhấn đầu tư 4: Sự hỗ trợ của cổ đông chiến lược JX Nippon Oil & Energy

JP Nippon Oil & Energy (JXE) là tập đoàn năng lượng số 1 Nhật Bản. Tập đoàn được thành lập từ 1988, với hoạt động kinh doanh trải dài từ thượng nguồn đến hạ nguồn dầu khí. Tập đoàn này hiện đang sở hữu 7 nhà máy lọc dầu, phân phối khoảng 50% thị phần của Nhật bản với hơn 10,000 trạm xăng trải dài quốc gia này.

JX Nippon Oil & Energy đã mua 103.5 triệu cổ phiếu PLX, tương đương với 8% cổ phần của tập đoàn vào tháng 4/2017, với mức giá 39,017 VND/cp. Theo đó, JP Nippon đã trở thành đối tác chiến lược, hỗ trợ trước mắt về công nghệ thiết lập hệ thống phân phối xăng dầu. Bên cạnh đó, sự tham gia của JX Nippon cũng kéo theo kỳ vọng cho nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong – dự án lọc dầu lớn có công suất khoảng 10 triệu tấn/năm. JX Nippon đã có hợp tác chiến lược với Petrolimex cho dự án này từ cuối 2014, tuy nhiên cho tới nay vẫn chưa có thông tin về thời điểm khởi công.

Điểm nhấn đầu tư 5: Các hoạt động khác – nhiều điều kiện tăng trưởng

Các hoạt động kinh doanh khác đóng góp khoảng 40% lợi nhuận trước thuế của Petrolimex trong năm 2016 và đều có mức trưởng tốt so với cùng kỳ. Thuộc chuỗi giá trị xăng dầu và hưởng lợi từ những điều kiện thị trường, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động kinh doanh này sẽ đóng góp đáng kể lên tăng trưởng của doanh nghiệp trong thời gian tới.

Nhiên liệu bay

Hoạt động qua công ty con là CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex (PA), với Petrolimex đóng góp 59% vốn chủ sở hữu. PA bán nhiên liệu máy bay tại các hàng không nội địa quan trọng bao gồm Nội Bài, Tân Sơn Nhất, Đà Nẵng, Cam Ranh và Cát Bi.

Trong năm 2016, Petrolimex Aviation đã cung cấp cho hơn 71.000 chuyến bay; mở rộng cung cấp nhiên liệu bay tại Cảng HKQT Cát Bi. Sản lượng bán ra đạt trên 600.000 m³ Jet A-1, tăng 22% so với năm 2015.

Hiệu quả kinh doanh cải thiện từ 2015, với mức lợi nhuận 287 tỷ đồng trong 2015 và 368 tỷ đồng trong năm 2016 (+28.2%).

Năm	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	71,610	86,312	58,034	32,850	
LNG	287	202	(142)	761	
LNTT	107	6	(469)	287	368
Tổng tài sản	5,868	9,333	6,426	5,111	
VCSH	599	575	(111)	(875)	

Thị trường cung cấp nhiên liệu bay ở Việt Nam rất tập trung với 2 tên tuổi là Petrolimex Aviation (PA) và CT Xăng dầu hàng không Vinapco của Vietnam Airlines. PA đang cung cấp 100% nhiên liệu cho các chuyến bay của Vietjet, và hưởng lợi từ sự tăng trưởng nhanh chóng khoảng 50%/năm của Vietjet trong giai đoạn 2013-2016. Những yêu cầu khắt khe về cơ sở hạ tầng, yêu cầu kỹ thuật và vốn đầu tư là rào cản gia nhập ngành lớn và giữ môi trường cạnh tranh trong lĩnh vực xăng dầu ở mức thấp.

Chúng tôi cho rằng triển vọng của PA là khả quan trong giai đoạn tới, được hưởng lợi từ sức tăng trưởng chung của ngành hàng không, đặc biệt sự tăng trưởng nhanh của Vietjet. Bên cạnh đó, việc Petrolimex cổ phần hóa cũng kỳ vọng sẽ nâng cao hiệu quả hoạt động của PA.

Hoạt động vận tải

Hoạt động vận tải đóng góp chủ yếu từ công ty con là TẬP ĐOÀN Vận tải thủy Petrolimex (PG Tanker), hoạt động trong lĩnh vực vận tải xăng dầu. PG Tanker quản lý các công ty con bao gồm CTCP Vận tải Xăng dầu VIPCO, CTCP Vận tải Xăng dầu VITACO, CTCP Vận tải và dịch vụ Petrolimex Hải Phòng và CTCP Vận tải Xăng dầu Đường Thủy PJTACO. Hoạt động vận tải đóng góp 6.1% lợi nhuận hợp nhất trong năm 2016

	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	7,711	8,522	8,355	6,919	
LNG	596.7	596.7	622	799	
LNTT	352	319	339	439	383

PG Tanker là đơn vị sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất tại Việt Nam, quản lý đội tàu vận tải viễn dương với tổng trọng tải trên 380.000 DWT, chuyên vận chuyển các sản phẩm xăng dầu như Mogas, Diesel, Jet A1, Condensate, Naptha....

Hoạt động vận tải chủ yếu là vận tải xăng dầu nhập khẩu và vận chuyển xăng dầu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất phục vụ cho Petrolimex và các đầu mối nhập khẩu xăng dầu khác. Do 40% cơ cấu chi phí là nhiên liệu, cả đầu ra và đầu vào đều phụ thuộc vào giá dầu. Thông thường cước phí sẽ được ký kết cho cả năm hoạt động, nhưng trong trường hợp giá xăng dầu có biến động lớn thì có thể được đàm phán để tăng/giảm giá cước phí vận chuyển.

Theo đó, lợi nhuận đóng góp từ mảng vận tải khá ổn định trong giai đoạn 2012-2016, trung bình ở mức khoảng 366 tỷ đồng/năm.

Hoạt động hóa dầu

Hoạt động hóa dầu của PLX được thực hiện qua công ty con là TẬP ĐOÀN Hóa dầu Petrolimex (PLC). PLC đứng đầu ngành về mảng nhựa đường (30% thị phần), và đứng thứ hai về dầu mỡ nhờn (12% thị phần). Hoạt động hóa dầu đóng góp khoảng 6% cơ cấu lợi nhuận trước thuế của PLX trong 2016.

Hoạt động nhựa đường phụ thuộc lớn vào nhu cầu đầu tư công, có tính chu kỳ 5 năm. Do vậy năm 2016 với các hệ thống quốc lộ, sân bay cầu đường đã được hoàn thành trong 2015, nhu cầu cho nhựa đường giảm khiến sản lượng bán nhựa đường của PLC giảm 35% so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, nhu cầu mỡ nhờn giảm 10% dưới áp lực cạnh tranh trên thị trường.

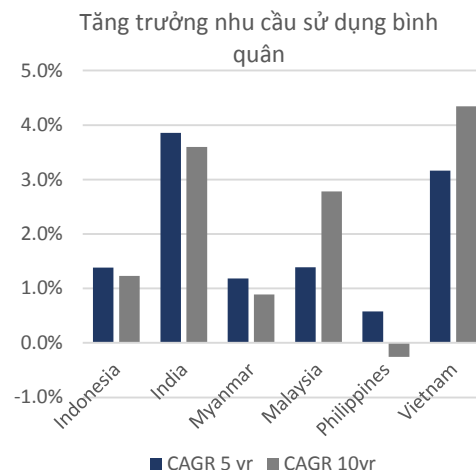
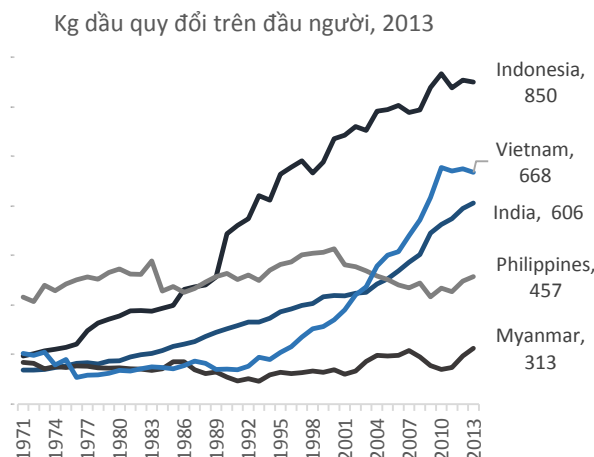
	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	6,063	6,198	6,808	6,916	4,799
LNG	663	761	996	1,245	802.3
LNTT	269	313	366	536	258

PLC có lợi thế lớn là tận dụng hệ thống bán lẻ của Petrolimex để phân phối các sản phẩm mỡ nhờn. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh ngày càng cao sẽ vẫn ảnh hưởng lên sản lượng tiêu thụ mỡ nhờn của Tập đoàn. Triển vọng kinh doanh của PLC dự kiến còn gặp khó khăn trong 2017, do tiếp tục câu chuyện về giai đoạn đáy trong chu kỳ đầu tư công, và kỳ vọng sẽ tăng trưởng tốt hơn trong năm 2018.

Điểm nhấn đầu tư 6: Tăng trưởng tốt của ngành phân phối xăng dầu Việt Nam

Tiêu thụ xăng dầu tăng trưởng nhanh nhất khu vực. Tổng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam ước tính khoảng 17-17.5 triệu m3 tấn trong năm 2015. Theo thống kê của World Bank, mức tiêu thụ dầu trên đầu người ở Việt Nam đang tăng nhanh nhất so với khu vực, trung bình 10 năm đạt 4.3% và trung bình 5 năm đạt 3.2%, trong bối cảnh các quốc gia khác như Malaysia, Phillipines và Indonesia đều có sự chững lại đáng kể trong mức tiêu thụ bình quân đầu người các năm gần đây. Theo báo cáo của Viện Dầu khí Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được đóng góp từ 3 lĩnh vực chính: Vận tải (khoảng 65%); Sản xuất công nghiệp (~ 20%) và dân sinh, thương mại (~ 15%)¹. Sự tăng trưởng tốt của nền kinh tế những năm gần đây phản ánh sự gia tăng sản xuất công nghiệp, và kéo theo nhu cầu về vận chuyển. Đồng thời, nhu cầu tiêu thụ ô tô của Việt Nam tăng tốt cũng góp phần làm tăng nhu cầu sử dụng nhiên liệu trong các mảng dân sinh.

¹ <https://www.vpi.pvn.vn/upload/file/TCDK/2016/Thang%2010/Doan%20Tien%20Quyet.pdf>



Nguồn: World Bank, BSC tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu được kỳ vọng sẽ vẫn tăng trưởng khả quan, được dự báo ở mức 4.5%/năm cho giai đoạn 2021-2050, theo đề án Quy hoạch tổng thể phát triển ngành Dầu khí. Tăng trưởng kinh tế kéo theo nhu cầu sản xuất, vận chuyển. Đồng thời tiêu thụ ô tô vẫn đang tăng trưởng khả quan, đặc biệt với việc thuế ô tô nhập khẩu tiếp tục đã giảm theo các hiệp định thương mại đã ký kết. So sánh với tăng trưởng tiêu thụ toàn cầu chỉ ở mức 1% hằng năm, Việt Nam là điểm sáng có thể thu hút sự chú ý của các nhà đầu tư nước ngoài.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro chính sách

Hoạt động cốt lõi của Petrolimex là phân phối xăng dầu, vốn đang hoàn toàn phụ thuộc vào các chính sách kiểm soát giá của chính phủ. Trong thời gian qua, các chính sách liên quan đã mang lại nhiều thuận lợi cho doanh nghiệp, nhưng chúng tôi cho rằng với những biến động lớn về nguồn cung khi có sự tham gia của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, những thay đổi về thuế nhập khẩu xăng dầu theo lộ trình FTAs, và sự tham gia của Idemitsu trong thị trường phân phối xăng dầu, các chính sách sẽ còn nhiều biến động và sẽ tác động đáng kể lên kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành.

Nguồn cung biến động: Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn được dự kiến chạy thử từ tháng 6/2017, và dự kiến trong năm 2018 sẽ chạy 100% mức công suất 8.4 triệu tấn dầu thô trong giai đoạn đầu. Theo đó, nguồn cung nội địa sẽ đủ để cung cấp tới hơn 80% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước. PVN có trách nhiệm bao tiêu 100% sản lượng của Nghi Sơn, và phải bù lỗ nếu giá bán ra cao hơn giá thành.

Sự tham gia của Nghi Sơn sẽ thay đổi đáng kể bộ mặt của nguồn cung xăng dầu. Để thực hiện các cam kết đưa ra về bao tiêu và ưu đãi, chính phủ nhiều khả năng sẽ kiểm soát chặt hơn về nguồn cung nhập khẩu, đồng thời có các chính sách phù hợp để tăng giá bán các

sản phẩm trong nước để đảm bảo khả năng bán hàng của Nghi Sơn. Sự kiểm soát nguồn nhập khẩu theo đó sẽ làm giảm tính linh hoạt của Petrolimex, vốn đang có lợi thế khi được lựa chọn giữa nguồn trong nước và nhập khẩu.

Thị phần ngày càng thu hẹp

Khả năng tăng trưởng bị hạn chế. Với quy mô lớn và cạnh tranh ngày càng cao, Petrolimex đã dần co hẹp thị phần từ mức 54-55% trong năm 2010 về mức 48% hiện nay. Quy mô lớn khiến khả năng tăng trưởng của Petrolimex bị hạn chế hơn so với các đơn vị trong ngành. Doanh nghiệp cũng không thể mở rộng quy mô bằng hình thức M&A các doanh nghiệp nhỏ lẻ, do bị giới hạn bởi luật cạnh tranh. Theo đó, PLX chỉ có thể tự mở thêm cửa hàng, trong khi hệ thống phân phối đã khá dày đặc và phủ rộng. Petrolimex phải cân nhắc những vấn đề về mặt bằng và tính hiệu quả cho mỗi chi nhánh mở mới. Trong năm 2010-2015, công ty mở thêm trung bình 60 cửa hàng/năm. Cho giai đoạn 2016-2020, công ty có kế hoạch mở thêm khoảng 100 – 150 cửa hàng mỗi năm, tương đương với mức tăng khoảng 4 -5% về số lượng cửa hàng.

Sự gia nhập ngành của doanh nghiệp nước ngoài. Nhà máy Nghi Sơn hoạt động kéo theo sự tham gia của CT TNHH Xăng Dầu Idemitsu Q8, là liên doanh 50-50 giữa Kuwait Petroleum International (KPI) và Idemitsu Kosan, 2 cổ đông lớn đang cùng nhau nắm giữ 70.2% dự án lọc dầu Nghi Sơn. Idemitsu sẽ là liên doanh nước ngoài đầu tiên được phép tham gia vào thị trường phân phối xăng dầu. Tại Nhật Bản, Idemitsu Kosan đang sở hữu gần 4,000 trạm xăng, và có rất nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực này. Liên doanh này sẽ được phép bán buôn, bán lẻ và xây dựng chuỗi cửa hàng dịch vụ xăng dầu toàn quốc. Cửa hàng đầu tiên của Idemitsui sẽ có mặt ở Hà Nội trong nửa đầu 2017, ở khu vực sân bay Nội Bài và trong giai đoạn 2017-2018, công ty có kế hoạch nâng lên 10 trạm xăng ở khu vực phía Bắc. Chúng tôi đánh giá sự tham gia ngành của các doanh nghiệp nước ngoài sẽ chưa tác động đáng kể trong ngắn hạn, do Idemitsu cần thời gian để xây dựng hệ thống phân phối, hệ thống vận chuyển chuyên dụng, mà sẽ có ảnh hưởng lớn hơn lên tính cạnh tranh của thị trường trong dài hạn

Rủi ro đầu tư ngoài ngành

Danh mục đầu tư ngoài ngành của Petrolimex ở các lĩnh vực tài chính, bảo hiểm, ngân hàng và bất động sản, trực tiếp từ Tập đoàn và gián tiếp qua các công ty con. Theo báo cáo tài chính 2016, một số khoản đầu tư nổi bật được đầu tư trực tiếp bởi công ty mẹ là đầu tư vào Tổng CTCP Bảo hiểm Petrolimex (PGI) – 361 tỷ đồng; và đầu tư vào Ngân hàng TMCP Xăng dầu Petrolimex (PG Bank) và 1,077 tỷ đồng. Theo thông báo số 2280/TB-TTCT của Thanh tra chính phủ, Petrolimex đang có hơn 2,255 tỷ đồng đầu tư ngoài ngành tại ngày 1/9/2016. Một số phương án thoái vốn được đề ra bao gồm (1) Bán cổ phần chiến lược của PGI để giảm tỷ lệ sở hữu từ 51% hiện nay xuống còn 35% trong 2017 (2) Sát nhập PG Bank và Viettin Bank để giảm tỷ lệ sở hữu xuống dưới 20%.

BSC lưu ý rủi ro liên quan đến thoái vốn ngoài ngành ở một số doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh kém có thể khiến Petrolimex ghi nhận lỗ đầu tư trong thời gian tới.

Rủi ro giá dầu và tỷ giá

Diễn biến giá dầu và tỷ giá là những yếu tố quyết định lên kết quả kinh doanh của Petrolimex. Mặc dù hiện nay, lợi nhuận của Petrolimex đang theo định mức, nhưng nếu giá dầu có biến động quá mạnh (>7%) hoặc có xu hướng giảm, thì sẽ ảnh hưởng lên lợi nhuận doanh nghiệp. Diễn biến tỷ giá cũng tác động đáng kể 70% nguồn đầu vào là nhập khẩu, được chi trả bằng tiền USD, trong khi xấp xỉ 100% nguồn thu về là tiền VND.

Dự báo KQKD và định giá

BSC dự báo tập đoàn có thể đạt 158,189 đồng doanh thu (+29.9% yoy) và LNTT là 5,340 tỷ đồng (-12.1% yoy) trong năm 2017. Theo đó, EPS 2017 dự báo đạt mức 3,170 VND/cp. Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của Tập đoàn Petrolimex cho giai đoạn 2017-2018 dựa trên một số giả định sau:

- Giá dầu dự kiến tăng 20% so với mức trung bình của năm 2016, và tăng 5% trong năm 2017 tương đương giá dầu Brent lần lượt là \$52 và \$55/thùng.
- Sản lượng xăng dầu bán lẻ trong năm 2017 và 2018 ước tính tăng trưởng lần lượt là 4.4%, và 7.2%. Các cửa hàng mới mở dự kiến chưa đủ để bù đắp tăng trưởng doanh thu, khiến tăng trưởng trung bình mỗi cửa hàng chỉ đạt 2%, so với mức 3.5% của 2016.
- Lợi nhuận gộp cho mỗi lít/tấn sản phẩm cho năm 2017 sẽ không còn hưởng lợi từ chênh lệch về thuế như 2016. Ngược lại chúng tôi cho rằng PLX có thể đàm phán được mức chiết khấu 1% cho sản phẩm xăng với Bình Sơn, giúp nâng cao biên lợi nhuận so với lợi nhuận định mức.
- Doanh thu và lợi nhuận các công ty con và công ty liên kết được ước tính dựa trên kế hoạch đề ra của các công ty con
- Tỷ giá được dự báo tăng 1.1% trong năm 2017, theo dự báo của Bloomberg

Với các giả định trên, doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh chính được dự báo cụ thể như sau:

	2016	2017 (F)	2018 (F)
Doanh thu			
Xăng dầu	86,156	114,347	126,320
Hóa dầu	4,799	4,965	5,371
Nhiên liệu bay	31,058	40,997	47,351
Vận tải	6,383	6,703	7,038
Bảo hiểm	2,388	2,560	2,732
LN Khác	(10,160)	(14,330)	(14,330)
Tổng doanh thu	123,136	158,189	177,726
% yoy	-16.2%	28.5%	12.4%
Lợi nhuận thuần			
Xăng dầu	3,787	3,174	3,330
Hóa dầu	407	416	423
Nhiên liệu bay	368	422	487
Vận tải	383	402	422
Bảo hiểm	35	49	56
PGC	139	149	167
Khác	369	376	384
Tổng lợi nhuận thuần từ HĐKD	5,487	4,987	5,269
% yoy	2.4%	-9.1%	5.6%

Nguồn: BSC dự báo

Định giá

Với ngành nghề kinh doanh đặc thù, vị thế đầu ngành và những lợi thế lớn về hệ thống phân phối, chúng tôi sử dụng các doanh nghiệp tương đương trong khu vực để định giá cổ phiếu PLX. Chúng tôi lưu ý rằng các doanh nghiệp trong khu vực thường có một số đặc điểm khác biệt so với PLX. Bao gồm (1) Hoạt động kinh doanh trải dài cho từ mảng thượng nguồn đầu khí (thăm dò, khai thác) – Sản xuất lọc dầu – Vận tải – và Hạ nguồn – Phân phối (2) Các chính sách luật có nhiều khác biệt, do vậy doanh nghiệp linh động hơn so với PLX. Các doanh nghiệp này đang được giao dịch ở mức P/E trung vị 11.7x.

Trong số các doanh nghiệp, chỉ có PTG của Thái Lan, có hoạt động kinh doanh tương đối giống với PLX, tập trung vào lĩnh vực phân phối xăng dầu với số lượng cửa hàng là 1,150, bằng ½ quy mô của hàng của PLX. Cổ phiếu PTG đang được chấp nhận ở mức P/E 39.6x, cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh toàn diện (từ thượng nguồn xuống hạ nguồn). Lý do cho sự khác biệt này là tính rủi ro thấp và sự ổn định cao của hoạt động phân phối xăng dầu, so với các lĩnh vực khác.

Ticker	Name	Cntry	P/E
5019 JP Equity	IDEMITSU KOSAN CO LTD	JAPAN	11.9
5012 JP Equity	TONENGENERAL SEKIYU KK	JAPAN	7.7
010950 KS Equity	S-OIL CORP	SOUTH KOREA	9.33
ESSO TB Equity	ESSO THAILAND PCL	THAILAND	5.9
096770 KS Equity	SK INNOVATION CO LTD	SOUTH KOREA	9.0
IRPC TB Equity	IRPC PCL	THAILAND	11.0
5002 JP Equity	SHOWA SHELL SEKIYU KK	JAPAN	25.6
IOCL IN Equity	INDIAN OIL CORP LTD	INDIA	16.1
BPCL IN Equity	BHARAT PETROLEUM CORP LTD	INDIA	11.7
HPCL IN Equity	HINDUSTAN PETROLEUM CORP	INDIA	10.5
RIL IN Equity	RELIANCE INDUSTRIES LTD	INDIA	13.7
6505 TT Equity	FORMOSA PETROCHEMICAL CORP	TAIWAN	13.4
TOP TB Equity	THAI OIL PCL	THAILAND	7.4
MRPL IN Equity	MANGALORE REFINERY & PETRO	INDIA	25.2
PCOR PM Equity	PETRON CORP	PHILIPPINES	11.4
CTX AU Equity	CALTEX AUSTRALIA LTD	AUSTRALIA	12.2
PTG TB Equity		THAILAND	39.6
Median P/E			11.7

Với những lợi thế riêng, BSC cho rằng mức P/E chấp nhận được đối với cổ phiếu PLX sẽ giao động trong khoảng 15x – 17x, phù hợp với các cổ phiếu ngành bán lẻ trong nước như PNJ (16.7x) , MWG (16.09x); đồng thời cũng phù hợp với các mã chứng khoán có hoạt động phân phối xăng dầu trong khu vực.

Theo đó, với LNTT ước đạt 5,591 tỷ đồng và EPS 2017 = 3,170 VND/cp, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu PLX giao động trong khoảng 47,556VND – 53,897 VND.

Phụ lục: Tổng kết tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY16	FY17	FY18	Cân đối kế toán (tỷ đ)	FY16	FY17	FY18
Doanh số thuần	123,097	158,149	177,682	Tài sản			
Giá vốn hàng bán	-108,891	-145,100	-164,272	Tài sản ngắn hạn	33,261	43,318	46,505
Lãi gộp	14,205	13,049	13,411	I. Tiền và tương đương tiền	11,394	18,482	18,505
Chi phí bán hàng & QLDN	-7,701	-8,061	-8,142	II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	2,483	2,731	3,005
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	5,487	4,987	5,269	III. Các khoản phải thu	6,961	8,943	10,047
Thu nhập tài chính	880	938	921	IV. Hàng tồn kho, ròng	8,615	9,085	10,285
Chi phí tài chính	-844	-1,352	-1,418	V. Tài sản lưu động khác	3,807	4,077	4,663
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-552	-472	-538	Tài sản dài hạn	20,378	19,379	20,503
Thu nhập khác, ròng	177	277	277	I. Phải thu dài hạn	43	55	61
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	600	690	814	II. Tài sản cố định	15,712	16,529	17,607
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	6,300	5,540	5,862	III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	256	289	328
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	5,166	4,542	4,807	IV. Đầu tư dài hạn	2,507	2,507	2,507
Cổ đông của Công ty mẹ	4,665	4,102	4,341	V. Tài sản dài hạn khác	1,861	0	0
EPS	3,606	3,170	3,355	Nguồn vốn			
Khả năng sinh lời				I. Nợ ngắn hạn			
Biên lợi nhuận gộp	11.54%	8.25%	7.55%	II. Nợ dài hạn	27,699	31,096	35,186
Biên lợi nhuận thuần	4.46%	3.15%	2.97%	I. Vốn và các quỹ	3,336	3,907	3,489
Biên LNTT	5.12%	3.50%	3.30%				
ROE	23.63%	16.12%	15.50%				
ROA	8.92%	7.02%	6.69%				
ROIC	14.35%	11.26%	10.71%				
Hiệu quả hoạt động							
Vòng quay hàng tồn kho	12.6	16.0	16.0				
Vòng quay khoản phải thu	17.7	17.7	17.7				
Vòng quay khoản phải trả	9.5	9.5	9.5				
Chỉ số thanh khoản							
Thanh toán hiện thời	1.20	1.39	1.32				
Thanh toán nhanh	0.89	1.10	1.03				
Khả năng thanh toán							
Nợ/ TTS	0.57	0.56	0.58				
Nợ/VCSH	1.34	1.26	1.36				

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương tiện nào, (ii) tái phát hành, hoặc (iii) sử dụng lại mà không có sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: BSCV <GO>