

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (HOSE: PLX)

T9.2021

ĐÁNH GIÁ

KHẢ QUAN

KỶ VỌNG TỪ THƯƠNG VỤ THOÁI VỐN PGBANK

Giá mục tiêu	55,300
Giá đóng cửa ngày 23/09/2021	50,200
Upside	10.16%

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chiếm lĩnh một nửa thị phần xăng dầu nội địa. PLX chiếm khoảng 50% thị phần bán lẻ xăng dầu nội địa, cách biệt xa so với chuỗi bán lẻ xăng dầu đứng thứ 2 là PVOIL (khoảng 20%) nhờ **(1)** sở hữu mạng lưới cửa hàng lớn nhất trong các chuỗi bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam và **(2)** hệ thống kho, bể chứa lớn nhất trong số các nhà bán lẻ xăng dầu, đảm bảo khả năng cung ứng.

Biên lợi nhuận vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh do có số lượng cửa hàng bán lẻ COCO áp đảo, không phải chia sẻ lợi nhuận từ những cửa hàng này cho đối tác như các đại lý DODO.

Gia tăng doanh thu và lợi nhuận mảng hóa dầu nhờ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. PLC, công ty con của PLX là doanh nghiệp cung cấp nhựa đường chiếm thị phần lớn nhất tại Việt Nam (30%) được chúng tôi đánh giá là sẽ hưởng lợi từ các dự án đầu tư công như cao tốc Bắc-Nam, các tuyến đường kết nối vùng.

Triển vọng thoái vốn thành công PGBank. PLX đang trong quá trình thoái toàn bộ 40% sở hữu tại PGBank, dự kiến có thể hoàn tất ngay trong 2021. Nếu thành công, PLX sẽ thu về khoảng 2.500 tỷ đồng từ thương vụ trên.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	47,200/59,000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	63,383
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,226
KLGDBQ 20 phiên (cổ phiếu)	1,102,055

Một số chỉ tiêu chính

	2020	2021F
Doanh thu (tỷ VND)	128,496	172,290
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	4,258	4,131
Tăng trưởng LNR (%)	-73.2%	239.9%
EPS (VND)	686	3,474
BVPS (VND)	18,647	16,371
ROE (%)	5.0%	18.8%
ROA (%)	2.0%	6.7%

RỦI RO ĐẦU TƯ

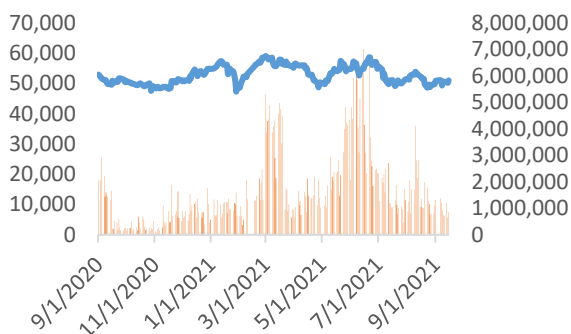
Sản lượng bán suy giảm mạnh do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

Giá dầu thô biến động ảnh hưởng trực tiếp lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PLX với định giá 55,300đ/cp (upside 10.16%), tương ứng với P/E forward là 17.42 dựa trên các giả định **(1)** doanh thu năm 2021 tăng trưởng nhẹ 3.7% do chịu tác động của dịch Covid-19 trong quý III khiến sản lượng giảm nhưng được hỗ trợ nhờ giá bán vẫn ở mức cao và **(2)** giả định PLX thoái vốn thành công PGBank và có thể thu về 1.000 tỷ đồng lãi từ khoản đầu tư này.

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

CMSC	80.10%
JX Nippon Oil & Enegry Việt Nam	8.45%
ENEOS Corporation	5.36%
Cổ đông khác	6.09%

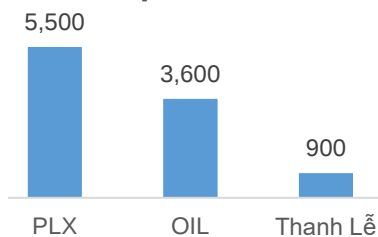
ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chiếm lĩnh một nửa thị phần kinh doanh xăng dầu nội địa. PLX chiếm khoảng 50% thị phần bán lẻ xăng dầu nội địa, cách biệt xa so với chuỗi bán lẻ xăng dầu đứng thứ 2 là PVOIL (khoảng 20%) nhờ sở hữu mạng lưới cửa hàng lớn nhất trong các chuỗi bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam với khoảng 5.500 cửa hàng trải rộng khắp 63/63 tỉnh thành.

Hầu hết các cửa hàng xăng dầu Petrolimex đều có vị trí đẹp, thuận lợi, ở trung tâm các đô thị nhờ lợi thế doanh nghiệp bán lẻ xăng dầu đầu tiên tại Việt Nam. Ngoài ra, việc PLX tập trung vào kênh bán lẻ và gia tăng nhanh độ phủ cũng khiến cho các đối thủ gia nhập thị trường sau rất khó để cạnh tranh.

Bên cạnh đó, PLX sở hữu hệ thống kho bể lưu trữ xăng dầu lớn nhất, trải dài từ Bắc tới Nam, sức chứa trên 2.2 triệu m³ cùng với 2 cảng biển nhập khẩu xăng dầu là cảng Nhà Bè và cảng Quảng Ninh giúp cho PLX luôn đảm bảo xăng dầu dự trữ, đáp ứng được nhu cầu cho các khách hàng bán buôn và bán lẻ.

SỐ LƯỢNG CỬA HÀNG



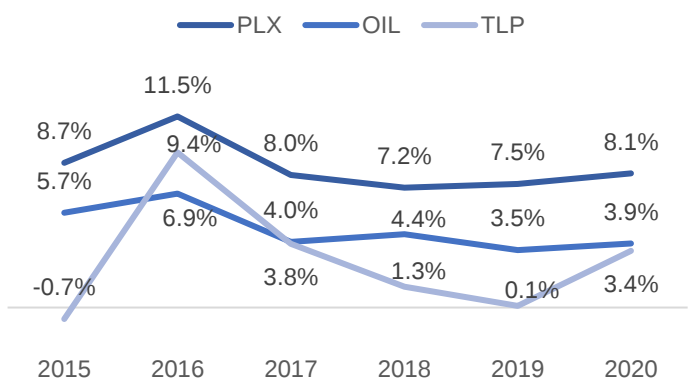
Tổng kho	Nhà Bè	Nam Vân Phong	B12	K130	Đức Giang	Đà Nẵng
Sức chứa (m3,tấn)	730,000	505,000	357,000	162,000	83,000	70,000
Địa điểm	TP.HCM	Khánh Hòa	Quảng Ninh	Quảng Ninh	Hà Nội	Đà Nẵng

Nguồn: PLX, OIL, TLP, PSI tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh. 58% sản lượng hàng năm của PLX được xuất bán qua 2.700 cửa hàng COCO. Nhờ không phải chia sẻ lợi nhuận với bên thứ ba tại những cửa hàng này, PLX duy trì được biên lợi nhuận gộp vượt trội so với các đối thủ cạnh tranh như PVOIL hay Thanh Lẽ.

Chúng tôi cho rằng lợi thế này sẽ tiếp tục được PLX duy trì trong thời gian tới do quỹ đất tại các đô thị không còn nhiều và khoảng cách giữa PLX và các đối thủ cạnh tranh trong ngành là rất xa. Cụ thể, PVOIL, chuỗi bán lẻ xăng dầu lớn thứ 2 tại Việt Nam hiện cũng chỉ có khoảng 600 cửa hàng trực thuộc.

BIÊN GỘP CÁC CHUỖI BÁN LẺ XĂNG DẦU



Nguồn: PSI tổng hợp

Gia tăng doanh thu và lợi nhuận mảng hóa dầu nhờ việc Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công. PLX sở hữu 79.1% cổ phần tại PLC, công ty có thị phần cung cấp nhựa đường lớn nhất Việt Nam (30%). PLC quản lý và vận hành 07 Nhà máy Nhựa đường lỏng: Thượng Lý (Hải Phòng); Cửa Lò (Nghệ An); Thọ Quang (Đà Nẵng); Quy Nhơn (Bình Định); Cam Ranh (Nha Trang); Nhà Bè (TP. HCM) và Trà Nóc (Cần Thơ) với tổng sức chứa 39,650m³.

Với vị thế và thuận lợi như trên, chúng tôi đánh giá PLC sẽ được hưởng lợi đáng kể khi Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công vào các dự án hạ tầng, đặc biệt là các tuyến đường cao tốc giai đoạn 2021-2025 với tổng ngân sách dự kiến là khoảng 117 nghìn tỷ đồng.

Triển vọng thoái vốn thành công tại PGBank. PLX hiện đang nắm giữ 120 triệu cổ phiếu PGBank, tương đương với 40% cổ phần tại ngân hàng này. Công tác thoái vốn PGBank được lãnh đạo doanh nghiệp kỳ vọng sẽ hoàn tất trong năm 2021 theo phương án bán cổ phần cho cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn giá thị trường. Như vậy, nếu thành công thoái vốn PGBank trong năm nay, PLX có thể thu về khoảng 2.500 tỷ đồng, lãi gần 1.000 tỷ đồng so với giá trị ghi sổ của khoản góp vốn ban đầu.

RỦI RO

Dịch Covid diễn biến phức tạp làm giảm nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. Kể từ hồi tháng 5/2021, làn sóng dịch Covid thứ 4 đã khiến cho nhiều thành phố lớn như HN, TP.HCM và nhiều tỉnh thành phía Nam phải thực hiện giãn cách nghiêm ngặt. Nhu cầu xăng dầu vì thế đã giảm đáng kể. Theo dữ liệu từ Google, xu hướng di chuyển tới hầu hết các địa điểm đều giảm mạnh từ 47%-75%.

Theo đánh giá của chúng tôi, doanh thu và sản lượng bán của PLX sẽ giảm khoảng 40% trong quý III và phục hồi dần trong quý IV nhờ nỗ lực đẩy nhanh công tác tiêm chủng và kiểm soát dịch bệnh.

Giá dầu thô biến động ảnh hưởng trực tiếp lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Giá bán lẻ xăng dầu được xác định trên cơ sở giá xăng dầu niêm yết trên trang Platts Singapore, biến động theo giá dầu thô. Do đặc thù doanh nghiệp phải luôn duy trì tồn kho ở mức cao (~20% tổng tài sản) và không được phòng vệ giá nên giá dầu thô giảm sẽ làm thu hẹp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dự báo doanh thu của PLX tăng trưởng 3.7% trong năm 2021, đạt 128,496 tỷ đồng và 34.1% trong năm 2022, tương đương 172,290 tỷ đồng trên mức nền thấp và triển vọng phục hồi kinh tế sau dịch Covid-19 nhờ nỗ lực đẩy nhanh tiêm chủng hiện tại.

Lợi nhuận 2021 của PLX dự báo sẽ đạt 4,258 tỷ đồng dựa trên giả định PLX sẽ thoái vốn thành công PGBank và thu về 1.000 tỷ đồng lãi từ hoạt động này. Từ năm 2022, chúng tôi giả định PLX duy trì biên lợi nhuận gộp khoảng 6.5% cho mảng kinh doanh xăng dầu nhờ những lợi thế đáng kể từ hệ thống phân phối như hiện tại và tiếp tục được mở rộng.

Kết hợp hai phương pháp định giá DCF và P/E dựa trên những giả định trên, chúng tôi xác định giá trị hợp lý cho mỗi cổ phiếu PLX là 55,300đ và đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN**.

Bảng so sánh P/E một số doanh nghiệp cùng phân ngành trong khu vực:

Mã chứng khoán	Tên doanh nghiệp	Doanh thu T12M (tỷ đồng)	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	ROE (%)
Trung bình			166,843	15.96	8.58
PLX VN Equity	VIETNAM NATIONAL PETROLEUM G	143,849	64,673	15.83	17.59
002221 CH Equity	ORIENTAL ENERGY CO LTD -A	93,845	85,595	18.19	11.93
SPRC TB Equity	STAR PETROLEUM REFINING PCL	107,349	27,778	10.24	12.97
BCP TB Equity	BANGCHAK CORP PCL	113,540	25,388	11.18	10.87
603353 CH Equity	HUNAN HESHUN PETROLEUM CO -A	6,215	16,443	25.08	14.36
PCOR PM Equity	PETRON CORP	146,870	13,341	11.06	4.7
TWO IN Equity	TIDE WATER OIL CO INDIA LTD	3,925	10,490	23.43	19.96
BYCO PA Equity	BYCO PETROLEUM PAKISTAN LTD	18,660	6,320	22.96	10.54
002960 KS Equity	HANKOOK SHELL OIL CO LTD	4,411	6,817	14.37	26.32
PSH VN Equity	NAM SONG HAU TRADING INVESTI	5,702	2,252	19.11	9.31
GPPE IN Equity	GP PETROLEUMS LTD	1,904	917	16.72	7.73
APP VN Equity	ADDITIVES AND PETROLEUM PROD	206	38	10.65	6.03
GAIL IN Equity	GAIL INDIA LTD	178,490	215,821	11.56	11.97
010950 KS Equity	S-OIL CORP	411,837	221,256	12.97	14.79
6505 TT Equity	FORMOSA PETROCHEMICAL CORP	383,635	762,397	16.07	19.21

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	123,919	128,496	172,290
Giá vốn hàng bán	113,879	115,534	158,139
Lợi nhuận gộp	10,040	12,963	14,151
CP Bán hàng & QLDN	9,411	9,758	10,337
LN thuần từ HĐKD	594	3,177	3,786
Doanh thu hoạt động tài chính	917	1,000	1,000
Chi phí tài chính	952	1,028	1,027
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	597	415	663
Lợi nhuận khác	218	1,218	218
LNTT	1,410	4,377	3,986
LNST	1,410	4,791	4,649
LNST của cổ đông công ty mẹ	1,253	4,258	4,131
LNST của cổ đông không kiểm soát			
Balance Sheet (VND bn)	2020	2021F	2022F
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	19,171	23,975	27,763
Các khoản phải thu	7,216	7,482	7,547
Hàng tồn kho	9,400	9,536	8,665
Tài sản ngắn hạn khác	2,011	2,111	2,217
TSCĐ	15,578	15,942	16,754
Đầu tư tài chính dài hạn vào công ty LDLK	4,093	4,093	4,093
Tài sản dài hạn khác	2,667	2,667	2,667
Tổng tài sản	61,106	66,651	70,631
Nợ phải trả	36,980	45,468	44,092
Vốn chủ sở hữu	24,126	21,183	26,539
Vốn điều lệ	12,939	12,939	12,939
Lợi nhuận giữ lại	2,761	8,244	13,600
Lợi ích cổ đông không kiểm soát			
Tổng nguồn vốn	61,106	66,651	70,631

Chỉ số chính	2020	2021F	2022F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp (%)	8.1%	10.1%	8.2%
Biên EBITDA (%)	3.4%	5.7%	4.2%
Biên lợi nhuận sau thuế (%)	1.0%	3.3%	2.4%
ROE (%)	5.0%	18.8%	17.3%
ROA (%)	2.0%	6.7%	6.0%
Tăng trưởng (%)			
Doanh thu	-34.6%	3.7%	34.1%
Lợi nhuận gộp	-29.1%	29.1%	9.2%
LNST	-73.2%	210.5%	-8.9%
(của cổ đông công ty mẹ)	-34.6%	3.7%	34.1%
Tổng tài sản	-1.1%	8.4%	5.0%
VCSH	-6.9%	-13.7%	22.9%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.07	0.98	1.07
Nợ/tài sản (%)	60.5%	68.6%	63.2%
Nợ/vốn csh (%)	153.3%	218.2%	171.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	3.00	6.59	6.43
Định giá			
EPS (VND)	686	3,474	3,370
BVPS (VND)	19,686	17,284	21,654
Cashflow Statement	2020	2021F	2022F
CFO	3,129	6,632	6,783
CFI	(3,689)	(4,213)	(4,399)
CFF	1,861	1,218	2,364



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường
Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng
Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà
Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường
Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.