PLX – MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 28/02/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	37.300
KLGD TB 10 ngày	791.015
Vốn hoá (tỷ đồng)	48.261
SL CPLH (triệu CP)	1.293
Giá mục tiêu	45.780
Upside	+22,7%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Phạm Hồng Mộng Thy
phmthy@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 640

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

PLX – SẢN LƯỢNG PHỤC HỒI, LỢI NHUẬN CẢI THIỆN TÍCH CỰC

KQKD Q4/2022 khả quan, cụ thể doanh thu đạt 78.411 tỷ đồng (+59% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 1.414 tỷ đồng (+102% yoy).

Năm 2022, KQKD của PLX ghi nhận mức kỷ lục với doanh thu thuần đạt 304.188 tỷ đồng (+80% yoy, đạt 127% KH doanh thu năm 2022 điều chỉnh) nhưng lợi nhuận trước thuế lại giảm mạnh (-40%), đạt 2.260 tỷ đồng (hoàn thành gấp 6 lần KH lợi nhuận trước thuế điều chỉnh), lợi nhuận ròng giảm (-39% yoy) còn 1.912 tỷ đồng.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. **Sản lượng phục hồi kể từ năm 2023, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng.** Nguồn cung nội địa từ hai nhà máy Nghi Sơn và Bình Sơn sẽ đảm bảo duy trì ổn định 65% - 70% nhu cầu trong nước kể từ năm 2023.
2. **Mảng nhiên liệu bay tiếp tục phục hồi tốt khi các đường bay nội địa và quốc tế mở cửa trở lại.** Thị trường hàng không nội địa đã phục hồi hoàn toàn vào cuối năm 2022, có sự tăng trưởng cao so với giai đoạn năm 2019. Với biên lợi nhuận gộp không bị giới hạn như mảng kinh doanh xăng dầu (giá bán do hai bên mua bán thỏa thuận), mảng nhiên liệu bay có thể đóng góp tỷ trọng lợi nhuận đáng kể nếu có thể phục hồi trở lại mức trước dịch.
3. **Chính Phủ điều chỉnh chi phí vận chuyển về cảng và premium** khi tính giá bán cơ sở xăng dầu kể từ Q4 2022 sẽ giúp PLX phản ánh kịp thời chi phí thực tế.
4. **Kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2022-2023.**

Năm 2022 PLX phải đối mặt với nhiều khó khăn như giá dầu biến động mạnh, nguồn cung thiếu hụt, phải nhập khẩu xăng dầu giá cao trong khi giá bán trong nước chưa kịp thời điều chỉnh. Những khó khăn này được dự báo sẽ giảm vào năm 2023.

Chúng tôi đưa dự phóng giả định giá dầu Brent cho năm 2023 ở mức 83 USD/thùng. Chúng tôi dự phóng doanh thu 2023F đạt 264.668 tỷ đồng (-13% yoy), LNTT năm 2023F đạt 4.905 tỷ đồng (+117% yoy). Dự phóng của chúng tôi chưa tính đến khoản thoái vốn tại PGB.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá dòng tiền DCF và phương pháp so sánh P/E để đưa ra giá mục tiêu của PLX là **45.780 đồng/cp** (+22,7% so với giá đóng cửa ngày 28/02/2023). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với PLX.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	169.009	304.080	264.668	275.149
+/- yoy (%)	*36,4%*	*79,9%*	*-13%*	*4%*
LNTT (Tỷ đồng)	3.789	2.260	4.905	5.357
+/- yoy (%)	*169%*	*-40%*	*117%*	*9%*
ROA (%)	5%	3%	6%	6%
ROE (%)	12%	7%	14%	14%

KẾT QUẢ KINH DOANH

KQKD Q4.2022 KHẢ QUAN

Kết thúc Q4.2022, PLX ghi nhận DT đạt 78.411 tỷ đồng (+59% yoy), LNST đạt 1.414 tỷ đồng (+102% yoy) do:

(1) **Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh xăng dầu quý 4/2022 phát sinh lãi trong khi cùng kỳ ghi nhận lỗ**; nguyên nhân chủ yếu do Bộ Công thương – Tài chính điều chỉnh kịp thời thành phần giá xăng dầu cơ sở vào tháng 10, 11, giúp PLX phản ánh kịp thời chi phí thực tế của doanh nghiệp.

(2) **Lợi nhuận từ hoạt động lĩnh vực khác quý 4/2022 tăng so với cùng kỳ**, trong đó một số công ty con kinh doanh trong lĩnh vực vận tải, nhiên liệu bay… đã trở lại hoạt động ổn định sau giai đoạn hậu Covid.

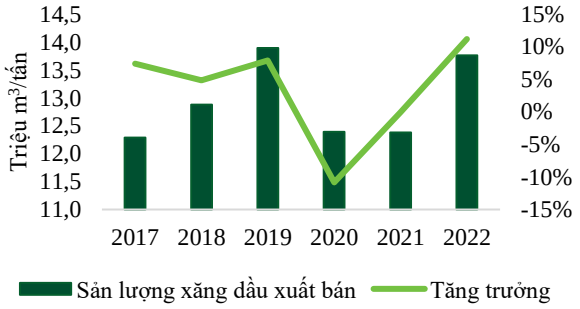
(3) **Giá dầu Brent phục hồi vào cuối quý 4 nên PLX đã hoàn nhập hơn 360 tỷ đồng dự phòng HTK** đã ghi nhận vào cuối quý 3.

Điểm đáng chú ý, thu nhập tài chính quý 4/2022 tăng 218% yoy chủ yếu do từ cuối tháng 11, tỷ giá có xu hướng giảm dần nên phát sinh lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 300 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ phát sinh lỗ 18 tỷ đồng.

KQKD 2022 PLX GHI NHẬN DOANH THU TĂNG NHƯNG LNST GIẢM MẠNH

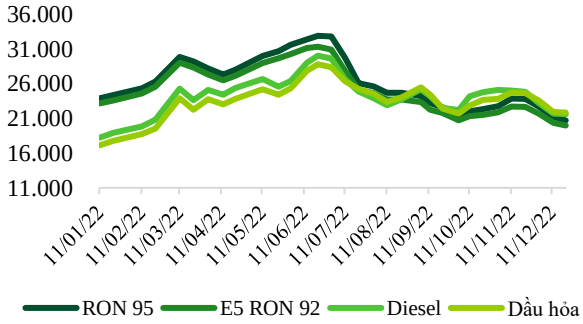
Kết thúc 2022, PLX ghi nhận mức kỷ lục với doanh thu thuần đạt 304.188 tỷ đồng (+80% yoy, đạt 127% KH doanh thu năm 2022 điều chỉnh). Tổng sản lượng xuất bán hợp nhất toàn tập đoàn đạt 13.759.290 m3/tấn, tương đương 113% kế hoạch và bằng 111% so với năm trước nhưng **lợi nhuận trước thuế giảm mạnh (-40% yoy) đạt 2.260 tỷ đồng (hoàn thành gấp 6 lần KH lợi nhuận trước thuế điều chỉnh), lợi nhuận ròng giảm (-39% yoy) còn 1.912 tỷ đồng.**

Sản lượng xăng dầu PLX xuất bán



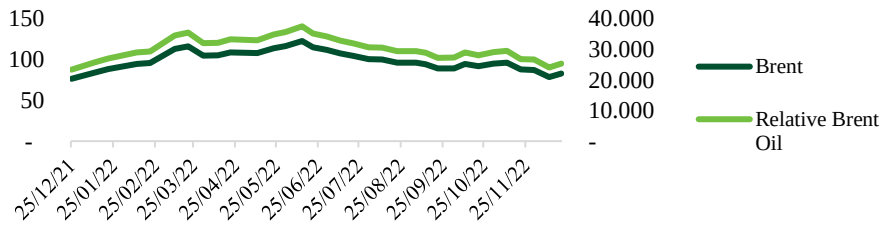
Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

Giá bán lẻ xăng dầu PLX



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

Tương quan giá dầu Brent và giá Ron 95 bán lẻ của PLX

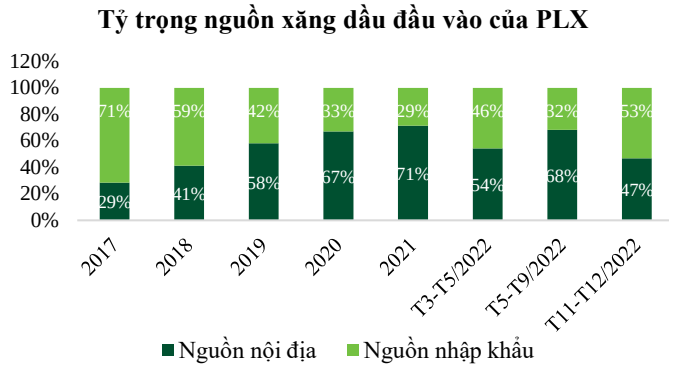


Nguồn: Bloomberg, PLX, VCBS tổng hợp

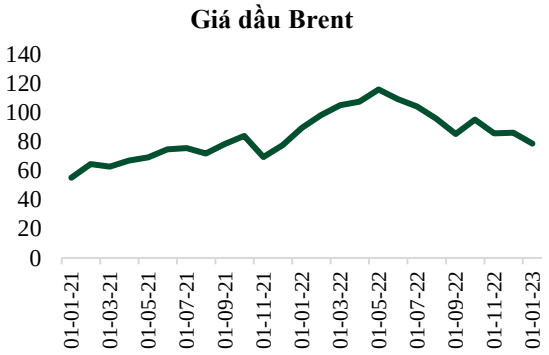
Biên lợi nhuận gộp thu hẹp (-43% svck) chủ yếu do các nguyên nhân sau:

(1) Thay đổi kế hoạch nguồn cung và tăng sản lượng nhập khẩu trong thời điểm giá xăng dầu duy trì mức cao

Trong Q1/2022, Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR) (sản lượng đáp ứng 35% - 40% nhu cầu tiêu thụ trong nước) giảm mạnh xuống mức 55% -60% công suất, không đáp ứng được sản lượng cam kết theo các hợp đồng đã ký với các thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu. Thời điểm Q1/2022 giá xăng dầu thế giới tăng cao và để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước, PLX phải nhập khẩu xăng dầu trên thị trường giao ngay quốc tế với giá cao từ các nhà cung cấp, làm chi phí đầu vào tăng mạnh so với mức bình quân gia quyền trong giá bán cơ sở xăng dầu.



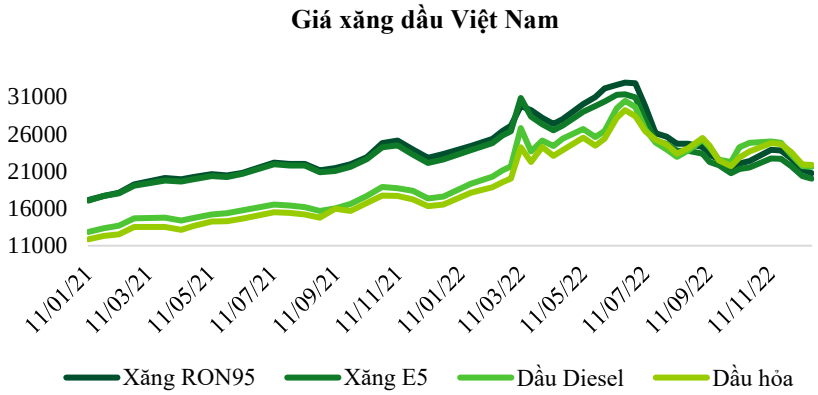
Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

(2) Chi phí khâu tạo nguồn và khâu lưu thông thực tế tăng cao hơn chi phí định mức theo quy định được tính trong giá cơ sở trong khi thị trường xăng dầu biến động

Chi phí premium của xăng dầu nhập khẩu và chi phí vận chuyển xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam thực tế cao hơn mức chi phí vận chuyển và premium của Bộ Tài Chính tính toán trong giá bán cơ sở xăng dầu. Những chi phí này chưa được Bộ Tài chính rà soát, điều chỉnh tăng kịp thời trong giá cơ sở xăng dầu. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, kể từ cuối năm 2021, các chi phí kinh doanh xăng dầu tăng mạnh. Đơn cử chi phí kinh doanh xăng dầu tăng 10% so với cùng kỳ. Trong đó, chi phí vận chuyển bình quân tăng 31%, dịch vụ thuê ngoài tăng 65%. Trong cả năm 2022, giá xăng đã tăng 14 lần, giảm 15 lần, 1 lần giữ nguyên, giá xăng tăng mạnh và liên tục lập đỉnh vào tháng 6, có thời điểm giá xăng vượt mốc 30.000 đồng/lít.



Nguồn: Bộ Công Thương, VCBS tổng hợp

Nghị định 83/2014/NĐ – CP	Nghị định 95/2021/NĐ-CP
Giá cơ sở: {(Giá CIF + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt) * Tỷ giá)} + Thuế GTGT + Chi phí kinh doanh định mức + Mức trích lập Quỹ Bình ổn + Lợi nhuận định mức + Thuế BVMT + Thuế/phí khác.	**Giá xăng dầu cơ sở** = giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu (x) tỷ trọng sản lượng xăng dầu từ nguồn nhập khẩu + giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước (x) tỷ trọng sản lượng xăng dầu sản xuất trong nước. Trong đó: **Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu** = giá xăng xầu thế giới +/- **premium + chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam + chi phí KD định mức** + mức trích lập Quỹ bình ổn giá + lợi nhuận định mức + chi phí thuế. **Giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước** = giá xăng xầu thế giới **+/- premium + chi phí đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng** + chi phí KD định mức + mức trích lập Quỹ bình ổn giá + lợi nhuận định mức + chi phí thuế.
Quyền quyết định giá bán lẻ theo biên độ • Tăng < 3%: Thương nhân tự quyết • Tăng 5-7%: Liên Bộ Tài chính – Công thương • Tăng >7%: Thủ tướng	**Quyền quyết định giá bán lẻ theo biên độ** • Tăng Tăng < 3%: Thương nhân tự quyết • Tăng 5 – 10%: Liên Bộ Tài chính – Công thương • Tăng > 10%: Thủ tướng
Thời gian điều chỉnh giá bán lẻ: 15 ngày	Thời gian điều chỉnh giá bán lẻ: 10 ngày
Dự trữ xăng dầu bắt buộc: tối thiểu 30 ngày cung ứng	Dự trữ xăng dầu bắt buộc: tối thiểu 20 ngày cung ứng

Chi phí tài chính tăng mạnh (+102% so với cùng kỳ) chủ yếu do ghi nhận khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá (tăng gần 5 lần so với cùng kỳ) trong giai bối cảnh tỷ giá tăng mạnh. Bên cạnh đó các khoản vay của tập đoàn được vay bằng USD và VND với lãi suất thả nổi, được tính theo lãi suất LIBOR, SIBOR 6 tháng và lãi suất tiết kiệm 6 tháng cũng sẽ bị ảnh hưởng khi FED tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát gây áp lực lên tỷ giá, NHNN tiếp tục tăng lãi suất để giảm áp lực tỷ giá USD/VND.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

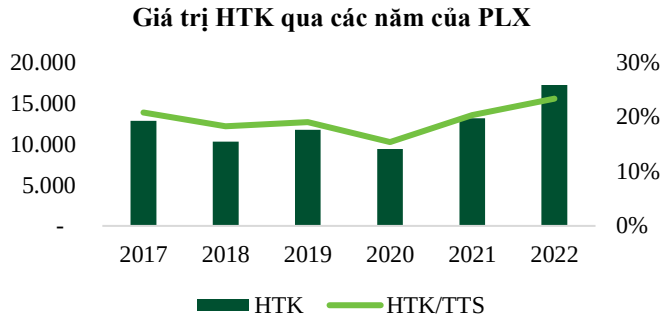
Tình hình tài chính lành mạnh

Tài sản

Tổng tài sản cuối năm 2022 ở mức 73.811 tỷ đồng, tăng 14% so với đầu năm, tập trung chủ yếu ở tiền và tương đương tiền (+88% yoy), khoản phải thu (+58% yoy) và hàng tồn kho (+31% yoy). Tài sản của công ty chủ yếu là tài sản ngắn hạn (chiếm trên 67% tổng tài sản), tiền và tương đương tiền và đầu tư tài chính có giá trị cao (chiếm 25,3% tổng tài sản). Đến 31/12/2022, tổng giá trị các khoản này đạt mức 18.704 tỷ đồng. Với nguồn tiền dồi dào, công ty hoàn toàn có khả năng chủ động trong hoạt động kinh doanh, thanh toán lãi gốc vay đến hạn và gia tăng thu nhập tài chính.

Hàng tồn kho chiếm tỷ trọng cao (~23%) trong tổng tài sản và tăng 31% yoy. Hàng tồn kho tăng chủ yếu do doanh nghiệp gia tăng sản lượng xăng dầu tồn kho (giá bán lẻ xăng dầu của PLX giảm 8% yoy) để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tăng cao trong giai đoạn trước, trong và sau dịp Tết Nguyên đán. Tuy nhiên lượng tồn kho cao sẽ gây áp lực gia tăng trích lập

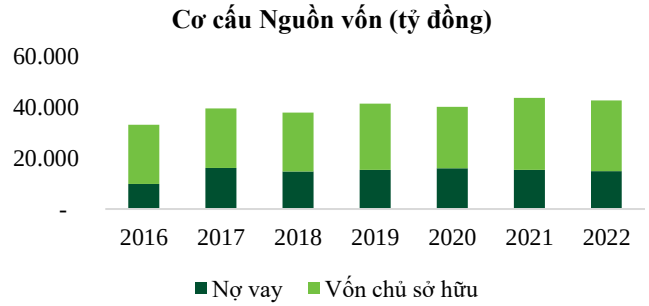
dự phòng cho doanh nghiệp nếu giá xăng dầu quay đầu giảm.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

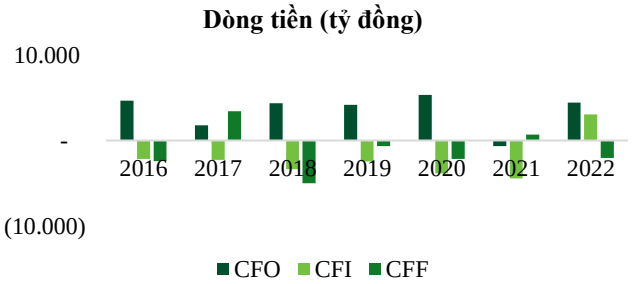
Nguồn vốn

Nguồn vốn công ty hiện tại chủ yếu là nợ ngắn hạn (61%) và VCSH (37,7% TS). Tại thời điểm cuối năm 2022, nợ ngắn hạn tăng 26% lên 45.015 tỷ đồng, chủ yếu ở khoản phải trả người bán tăng 51% lên 24.043 tỷ đồng. Vốn chủ sở hữu giảm nhẹ 2% xuống 27.807 tỷ đồng.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của công ty khá lành mạnh. CFO luôn dương qua các năm (trừ năm 2021 do ảnh hưởng dịch Covid-19), tuy nhiên dòng tiền hoạt động tài chính giảm mạnh do công ty tăng cường trả nợ vay. Cụ thể, CFO cuối năm 2022 đạt 4.422 tỷ đồng, dòng tiền từ đầu tư và tài chính lần lượt đạt 3.036 tỷ và -2.036 tỷ đồng.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Chính Phủ điều chỉnh chi phí vận chuyển về cảng và premium khi tính giá bán cơ sở xăng dầu

Chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam, chi phí đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu trong nước về đến cảng

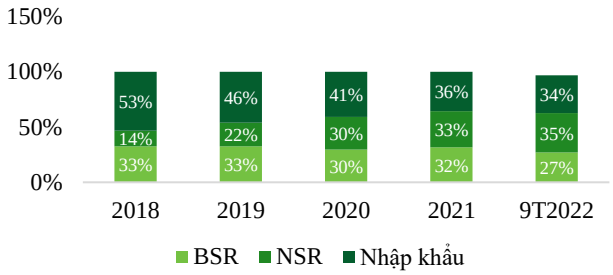
và Premium do Bộ Tài Chính rà soát, xem xét điều chỉnh định kỳ 6 tháng và đã được điều chỉnh vào kỳ công bố giá cơ sở xăng dầu ngày 11 tháng 11. Bộ Tài Chính đã thông báo về việc tăng chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam để tính giá cơ sở xăng dầu đối với nguồn xăng dầu nhập khẩu. Cụ thể xăng RON95: 1.280 đồng/lít; dầu diesel 0,05S: 730 đồng/lít; dầu hỏa: 1.740 đồng/lít. Việc điều chỉnh này sẽ giúp doanh nghiệp phản ánh kịp thời chi phí thực tế, cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh xăng dầu.

Trong năm nay, chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về Việt Nam đã được Bộ Tài Chính rà soát điều chỉnh 2 lần, vào ngày 10/1 và ngày 10/7. Premium trong nước và chi phí đưa xăng dầu từ nhà máy lọc dầu về đến cảng cũng đã tăng 2 lần, vào ngày 10/1 và ngày 7/10. Điều này sẽ giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho các nhà phân phối trong năm 2023 khi giá dầu thế giới và cước phí vận tải hạ nhiệt

Sản lượng phục hồi kể từ năm 2023, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR) đã hoạt động ổn định trở lại kể từ Q3 2022, nguồn cung nội địa từ hai nhà máy Nghi Sơn và Bình Sơn sẽ đảm bảo duy trì ổn định 65% - 70% nhu cầu trong nước. Chi phí nhập khẩu xăng dầu thường cao hơn chi phí mua xăng dầu từ nguồn cung trong nước, do chi phí vận chuyển xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam sẽ cao hơn chi phí vận chuyển từ các nhà máy lọc dầu trong nước về cảng. Việc nguồn cung trong nước ổn định trở lại sẽ giúp biên lợi nhuận gộp mảng xăng dầu của công ty được cải thiện so với năm 2022. Bên cạnh đó để đề phòng cho những rủi ro gián đoạn nguồn cung đã từng xảy ra ở năm 2022, doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu phải gia tăng nhập khẩu và mua từ hai nhà máy lọc dầu trong nước tăng 10% -15% so với năm 2022, sản lượng này sẽ được phân bổ từng quý. Bên cạnh đó, doanh nghiệp phải lên phương án nhập mua hàng bù đắp khi hai nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Dung Quất tiến hành bảo dưỡng, bảo trì.

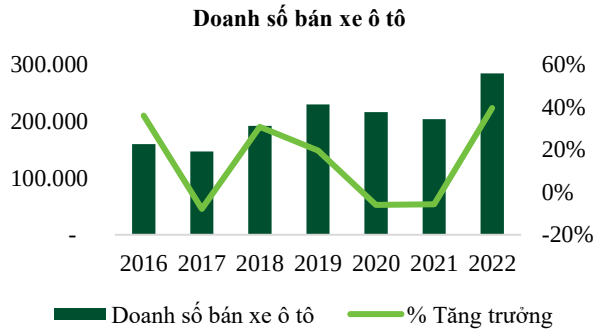
Nguồn cung xăng dầu trong nước



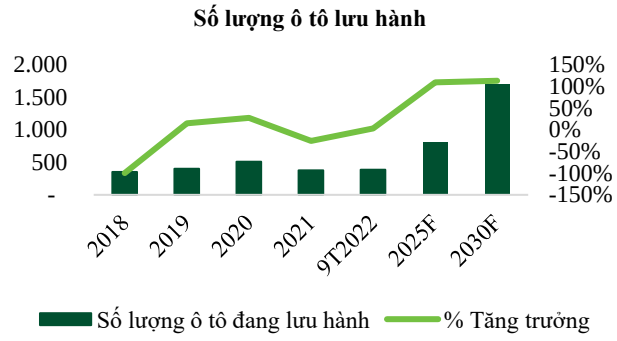
Nguồn: BSR, Tổng cục Hải Quan, VCBS tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng. Việc chuyển dịch xu hướng từ xe máy sang ô tô sẽ kích thích tiêu thụ xăng nhiều hơn. Tính đến cuối năm 2022, Việt Nam có 63 triệu xe máy và 4.9 triệu ô tô đang tiêu thụ khoảng 60% sản phẩm xăng dầu. Đây là động lực chính cho tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu. Theo số liệu của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam, trong giai đoạn 2016-2021, số lượng xe máy tăng trưởng với tốc độ CAGR là -11% trong khi xe ô tô tăng trưởng với tốc độ CAGR là 8%.

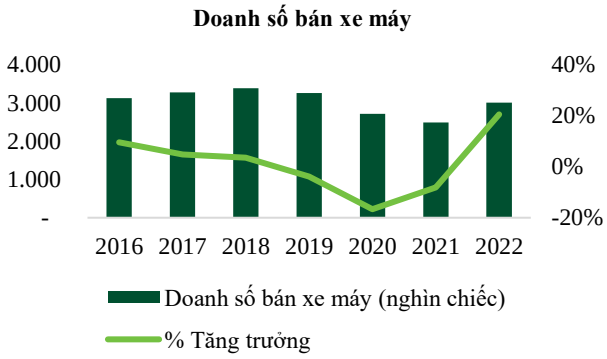
Thị trường phân phối xăng dầu Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Theo dữ liệu doanh số bán hàng của khu vực ASEAN của Hiệp hội Ô tô Malaysia (MAA) vào năm 2021, Việt Nam đứng top 3 về doanh số bán ô tô tại Đông Nam Á, tuy nhiên tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam hiện đang thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực, trong khi thu nhập bình quân đầu người đứng thứ 6 trong khu vực. Quỹ Tiền tệ Quốc tế (IMF) dự báo đến năm 2025, GDP bình quân đầu người của Việt Nam đạt khoảng 4.688 USD (CAGR 2020-2025 đạt 5,8%). Dân số tầng lớp trung lưu Việt Nam dự kiến sẽ tăng mạnh trong 10 năm tới, điều này sẽ thúc đẩy sự gia tăng nhu cầu đối với tất cả các loại hàng hóa cao cấp như xe ô tô.



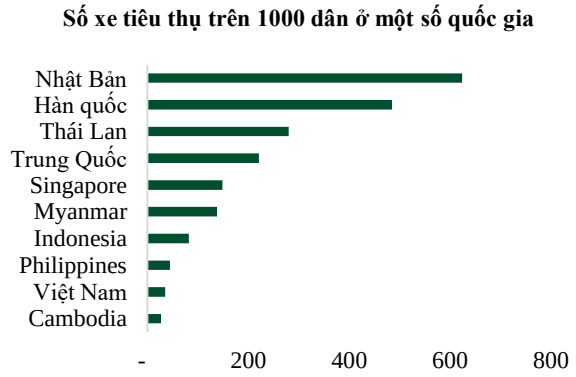
Nguồn: VAMA, VCBS tổng hợp



Nguồn: Cục Đăng Kiểm, VCBS tổng hợp



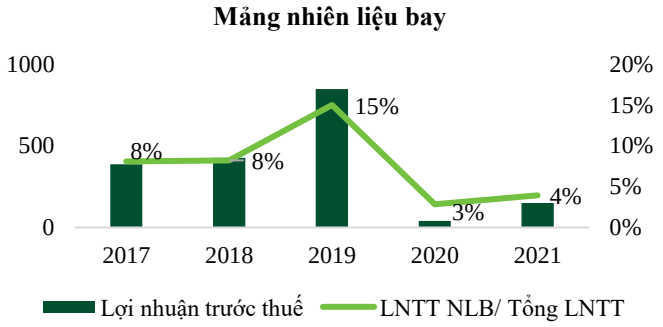
Nguồn: VAMM, VCBS tổng hợp



Nguồn: Statista, CEIC data, VCBS tổng hợp và tính toán

<u>Mảng nhiên liệu bay tiếp tục phục hồi tốt khi các đường bay nội địa và quốc tế mở cửa trở lại</u>

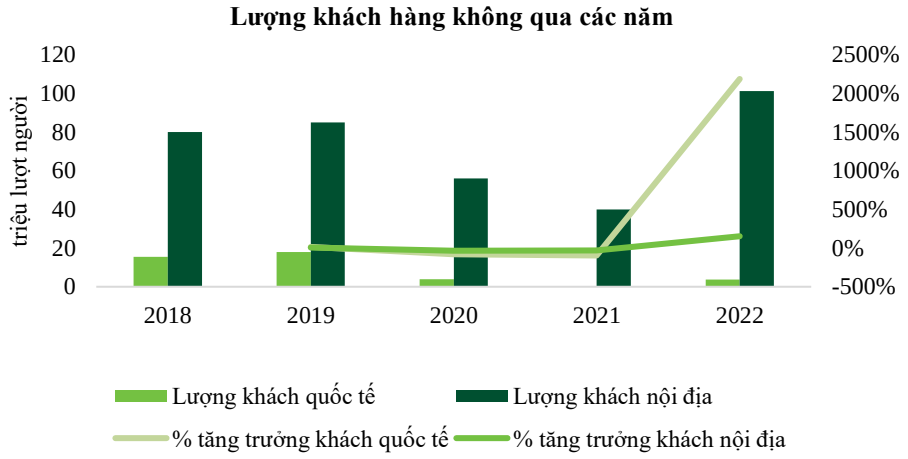
Hiện tại, có hai đơn vị chính cung cấp nhiên liệu máy bay tại Việt Nam, trong đó công ty con PLX (CTCP Nhiên liệu bay Petrolimex - PA) chiếm khoảng 34% tổng thị phần. Mảng nhiên liệu bay đóng góp 5% trong tổng DT của PLX nhưng LNTT đóng góp tỷ trọng gần 10%. Với biên lợi nhuận gộp không bị giới hạn như mảng kinh doanh xăng dầu (giá bán do hai bên mua bán thỏa thuận), mảng nhiên liệu bay có thể đóng góp tỷ trọng lợi nhuận đáng kể trong tổng lợi nhuận cả tập đoàn nếu có thể phục hồi trở lại mức trước dịch.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

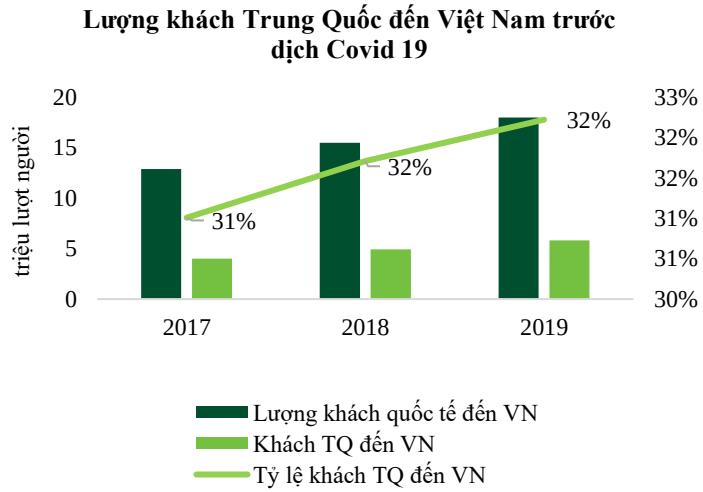
Thị trường hàng không nội địa đã phục hồi hoàn toàn vào cuối năm 2022, có sự tăng trưởng cao so với giai đoạn năm 2019. Thị trường quốc tế đang dần dần hồi phục và dự báo sẽ đạt được mức xấp xỉ 2019 vào cuối năm 2023. Theo dự

báo của Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế (IATA), tổng thị trường vận tải hàng không Việt Nam năm 2023 sẽ đạt xấp xỉ 80 triệu khách và 1,44 triệu tấn hàng hóa, tăng tương ứng 45,4% về hành khách và 15% về hàng hóa so với năm 2022. So với cùng thời điểm trước dịch Covid-19 (năm 2019) tăng xấp xỉ 1% về hành khách và 14,8% về hàng hóa.



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, thị trường quốc tế vẫn còn phục hồi chậm, đặc biệt là các thị trường truyền thống như Trung Quốc và Đông Bắc Á. Nhu cầu ở các thị trường này rất lớn (khách Trung Quốc chiếm 35% lượng khách quốc tế đến Việt Nam) và cũng là nhóm thị trường quay lại nhanh nhất khi đường bay quốc tế đến các thị trường này mở cửa trở lại. Do đó việc Trung Quốc có động thái nới lỏng chính sách kiểm soát, phòng chống dịch Covid-19 và dự kiến mở cửa hoàn toàn kể từ quý II năm 2023 là tín hiệu tích cực cho hoạt động khai thác hàng không giữa Việt Nam và Trung Quốc trong thời gian tới.



Nguồn: GSO, VCBS tổng hợp

Tuy nhiên, việc Trung Quốc chưa mở lại tour đến Việt Nam trong ngắn hạn sẽ khiến Việt Nam khó đạt con số 8 triệu khách quốc tế trong năm 2023. Thông tin này sẽ làm chậm tốc độ phục hồi của thị trường quốc tế. Dự báo khách Trung Quốc đến Việt Nam sẽ chỉ phục hồi từ 10%-25% mức trước dịch trong năm 2023.

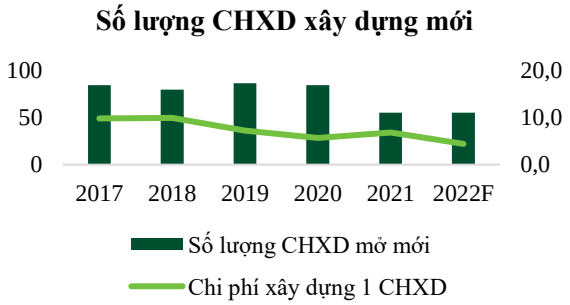
Công tác đầu tư phát triển hệ thống bán lẻ và xây dựng chuyển đổi 1 số cây xăng truyền thống thành cây xăng có tính chất phục vụ đa dạng

Vinfast và PLX đã chính thức khai trương dịch vụ sạc xe điện tại 10 cửa hàng xăng dầu đầu tiên. Tận dụng lợi thế sở

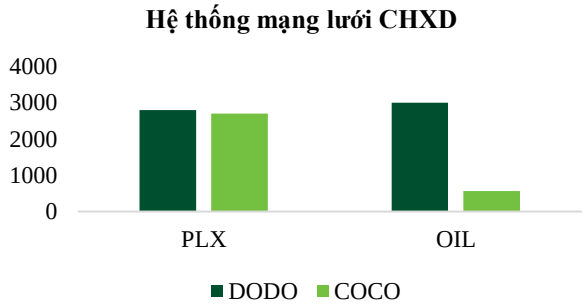
hữu số lượng lớn CHXD COCO tại các vị trí đắc địa ở trung tâm thành phố (đặc biệt tại Hồ Chí Minh và Hà Nội), PLX cùng Vinfast bắt tay triển khai mảng dịch vụ gia tăng bên cạnh các cửa hàng COCO của công ty. Vinfast và PLX sẽ tiếp tục nghiên cứu các địa điểm phù hợp để mở rộng mạng lưới cung cấp dịch vụ sạc xe điện, đáp ứng nhu cầu của khách hàng cũng như định hướng phát triển trong tương lai. Dự kiến trong năm 2022-2023, hơn 500 trạm sạc xe điện Vinfast sẽ được lắp đặt ở cả ba miền Bắc, Trung, Nam.

Hiện nay, **PLX đang có hệ thống mạng lưới gồm khoảng 5.500 cửa hàng** (bao gồm trên 2.700 cửa hàng do PLX sở hữu và hơn 2.800 cửa hàng xăng dầu là đại lý, tổng đại lý, thương nhân nhượng quyền) hiện diện trên khắp cả nước. Do đó, việc hợp tác với các đối tác lớn như Petrolimex, sẽ giúp VinFast xây dựng hạ tầng trạm sạc và hệ thống xưởng dịch vụ rộng khắp trên toàn quốc. PLX tập trung đầu tư phát triển hệ thống bán lẻ bao gồm mở rộng, nâng cấp, hiện đại hóa hệ thống cửa hàng bán lẻ xăng dầu do hình thức bán lẻ COCO mang lại lợi nhuận tối ưu hơn so với DODO. Phần chi phí quản lý, bán hàng và lợi nhuận của các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu bao gồm chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức theo quy định. Với hình thức bán lẻ COCO, PLX sẽ nhận được toàn bộ chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức này. Nhưng đối với hình thức bán buôn DODO, PLX phải phân chia một khoảng chiết khấu từ chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức này cho cửa hàng DODO. Do đó biên lợi nhuận gộp bán buôn DODO thấp hơn bán lẻ COCO. PLX có tỷ trọng phân phối xăng dầu qua kệnh COCO đạt 58% tổng sản lượng.

Thủ tục mở cửa hàng COCO tốn nhiều thời gian là rào cản lớn cho các đối thủ muốn mở rộng hệ thống CHXD bán lẻ cạnh tranh với PLX. Quá trình xin giấy phép cây dựng CHXD phải trải qua nhiều thủ tục, tốn nhiều thời gian. Thời gian để hoàn tất thủ tục pháp lý để mở một cửa hàng xăng dầu sẽ mất trung bình khoảng 2 năm, thời gian dài hơn do liên quan đến các vấn đề pháp lý đất đai và dân cư. Do đó PLX đưa ra kế hoạch mở mới CHXD khá khiêm tốn là 80-100 cửa hàng/năm (chi phí xây dựng khoảng 7-10 tỷ/cửa hàng). PLX có lợi thế đã hệ thống kênh bán lẻ từ sớm nên các đối thủ như OIL và TLP sẽ khó bắt kịp PLX.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp



Nguồn: PLX, OIL, VCBS tổng hợp

Kế hoạch thoái vốn giai đoạn 2022-2023

Theo Nghị quyết số 20/PLX-NQ-HĐQT ngày 02/02/2023, PLX đã có phương án thoái vốn đầu tư tại PG Bank theo hình thức đấu giá công khai qua Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM. Mức giá khởi điểm thực hiện thoái vốn đầu tư sẽ lấy giá cao nhất một trong hai mức giá là: (1) giá xác định của tổ chức có chức năng thẩm định giá theo phương pháp tài sản là 21.300 đồng/cp và (2) giá tham chiếu bình quân 30 phiên giao dịch liên tiếp trước ngày phê duyệt phương án thoái vốn. Giá trị khoản đầu tư vào PG Bank theo phương pháp vốn chủ sở hữu tại ngày 31/12/2021 là 1.672 tỷ đồng với 120 triệu cổ phiếu. VCBS ước tính khoản thoái vốn tại PGB với mức giá 21.300 đồng/cp theo phương án (1) sẽ đem về cho PLX hơn 880 tỷ đồng.

Bên cạnh đó, công ty cũng dự kiến sẽ thoái toàn bộ vốn tại Tổng công ty Xây lắp và Thương mại Petrolimex với giá trị sổ sách là 403 tỷ đồng (tại ngày 31/12/2021) trong năm 2023.

ĐỊNH GIÁ

MẢNG KINH DOANH XĂNG DẦU

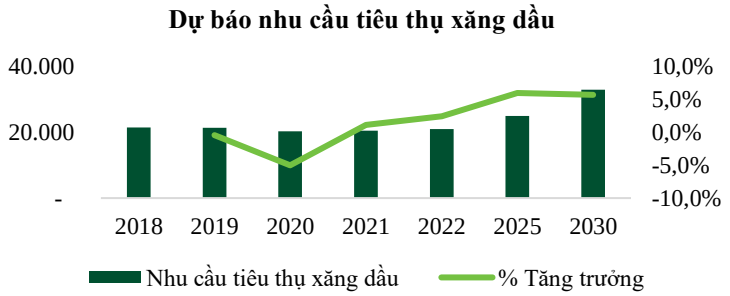
EIA dự báo dầu Brent giao ngay trung bình là 83 USD/thùng (-15,5% yoy) trong năm 2023 và giá sẽ giảm xuống chỉ còn 78 USD/thùng trong năm 2024, nhờ:

Dự báo giá dầu Brent	2023F	Ngày cập nhật
BOf	100 USD/thùng	12/12/2022
EIA	83.63 USD/thùng	10/01/2023
WorldBank	92 USD/thùng	T10/2022

Nguồn: Bof, EIA, WB, VCBS tổng hợp

Dựa trên dự báo giá dầu thô của EIA, chúng tôi ước tính giá bán xăng dầu cơ sở năm 2023 giảm khoảng 12,6% yoy. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2023 giảm 13% sau đó tăng 3,6%/năm giai đoạn 2024F-2027F.

Về sản lượng phân phối: kinh tế mở cửa trở lại sau dịch, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu phục hồi. Theo PVN, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu trong nước được dự báo tăng 25 triệu tấn/năm vào năm 2025 và 33 triệu tấn/năm vào năm 2023, đạt CAGR = 5.5%/năm.



Nguồn: PVN, VCBS tổng hợp

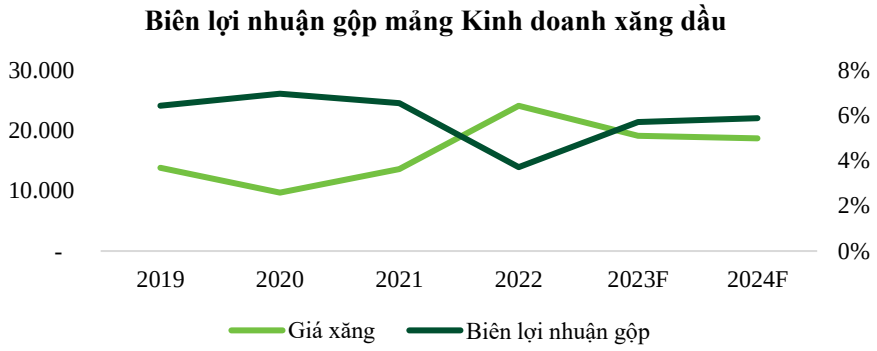
Chỉ tiêu	2023F	2024F	Nhận định
Tổng sản lượng tiêu thụ (m^3,tấn)	13.354.767	13.936.135	Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ năm 2023-2024 tăng 5,5%/năm để phản ánh nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ngày càng tăng.
Doanh thu (tỷ đồng)	262.548	271.886	**Giá bán lẻ xăng dầu trong nước được Bộ Công Thương điều chỉnh 10 ngày 1 lần theo giá xăng dầu thế giới, nhưng đồng thời được Bộ Công Thương sử dụng Quỹ bình ổn xăng dầu để điều tiết giá bán**, nhằm mục đích bình ổn giá, giúp giá trong nước không tăng sốc). Doanh thu năm 2023 được chúng tôi dự báo giảm 14% so với năm 2022 chủ yếu do giả định giá dầu Brent giảm 15.5% yoy, kéo theo giá bán xăng dầu trong nước giảm 12,6% yoy.

Biên LNGộp (%)	6%	6%	**Biên lợi nhuận gộp sẽ phụ thuộc vào tỷ trọng khối lượng xăng dầu bán lẻ và bán buôn của doanh nghiệp**. Nếu các chi phí vận chuyển và premium phản ánh đúng với tình hình thực tế thì lợi nhuận gộp của các đầu mối kinh doanh xăng dầu chính là phần chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức nhận được trên mỗi lít xăng dầu. Với hình thức bán lẻ COCO, PLX sẽ nhận được toàn bộ chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức. Nhưng đối với hình thức bán buôn DODO, PLX phải phân chia một khoảng chiết khấu từ chi phí kinh doanh định mức và lợi nhuận định mức này cho cửa hàng DODO. Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp năm 2023, 2024 cải thiện so với năm 2022 chủ yếu do: (1) Các rủi ro về việc gián đoạn nguồn cung khiến PLX nhập khẩu xăng dầu giao ngay giá cao được dự báo giảm trong năm 2023. (2) Các chi phí trong thành phần giá xăng dầu cơ sở đã được Bộ Công thương – Tài chính điều chỉnh tăng để phản ánh đúng với tình hình thực tế.

Theo khoản 3 Điều 2, 4, 5 của Thông tư 103/2021/TT-BTC ngày 18 tháng 11 năm 2021 Hướng dẫn phương thức trích lập, chi sử dụng, quản lý quỹ bình ổn giá xăng dầu có quy định: Các đầu mối kinh doanh xăng dầu thực hiện trích lập, chi sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu theo thông báo điều hành giá xăng dầu của Bộ Công Thương. Tổng mức trích lập, chi sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng dầu trong kỳ của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu được xác định bằng mức trích lập, chi sử dụng Quỹ bình ổn giá xăng, dầu quy định tại thông báo điều hành giá xăng dầu của Bộ Công Thương nhân với sản lượng xăng, dầu ở nhiệt độ thực tế đã tiêu thụ tại thị trường nội địa trong kỳ của thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu. Nếu số dư của tài khoản tiền gửi Quỹ bình ổn giá xăng dầu không còn, thương nhân đầu mối kinh doanh xăng dầu được vay hoặc sử dụng các nguồn tài chính hợp pháp để bù đắp cho phần chi sử dụng vượt Quỹ bình ổn giá xăng dầu.

Mặc dù 2 tuần đầu tháng 1/2023, Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn giảm sản lượng do sự cố kỹ thuật (giảm 20-25% sản lượng cung ứng theo kế hoạch tháng 1). Từ ngày 15/1/2023, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đã hoạt động đạt 100% công suất trở lại.

Trong năm 2023 dự kiến từ ngày từ 22/6 đến 11/8/2023, nhà máy lọc dầu Bình Sơn có kế hoạch bảo dưỡng định kỳ lần 5, được triển khai trong 50 ngày. Bên cạnh đó nhà máy lọc dầu Nghi Sơn cũng sẽ bảo dưỡng tổng thể từ 25/08/2023 trong vòng 55 ngày. Do đó các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu phải chủ động lên kế hoạch tìm kiếm các nguồn cung thay thế khác với chi phí tương đương để đảm bảo nguồn cung ứng cho thị trường và không tác động quá nhiều đến biên lợi nhuận gộp mảng xăng dầu. Cả BSR và NSR cũng sẽ chủ động duy trì công suất nhà máy ở mức cao trong thời gian trước khi tiến hành đợt bảo dưỡng để dự trữ một phần cho lượng sản phẩm thiếu hụt trong kỳ bảo dưỡng, góp phần đảm bảo cung ứng đầy đủ, kịp thời cho thị trường trong nước.



Nguồn: PLX, VCBS tổng hợp

MẢNG KINH DOANH HÓA DẦU

Kế hoạch đầu tư công vào cơ sở hạ tầng giao thông sẽ là động lực dẫn dắt chính cho mảng kinh doanh hóa dầu trong năm 2023. Mảng kinh doanh hóa dầu của PLX đứng đầu thị trường, với lợi thế về mạng lưới kho bãi, năng lực sản xuất đứng đầu thị trường và kinh nghiệm thực hiện thầu lâu năm, chúng tôi dự báo doanh thu mảng hóa dầu tăng 5%/năm đến 2027F.

Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công năm 2023 với tổng số vốn trên 700 nghìn tỷ đồng, tăng khoảng 25% (khoảng 140 nghìn tỷ đồng) so với kế hoạch năm 2022 và tăng khoảng 260 nghìn tỷ đồng so với kế hoạch năm 2021 (năm đầu tiên của kế hoạch đầu tư công trung hạn 2021-2025). Năm 2023 cũng yêu cầu phải giải ngân toàn bộ số vốn thuộc Chương trình phục hồi và phát triển kinh tế - xã hội. Qua đó Bộ GTVT đã đặt mục tiêu giải ngân 94 nghìn tỷ đồng (+70% yoy) trong năm 2023, chủ yếu tập trung vào dự án Cao tốc Bắc Nam.

KHỐI VẬN TẢI

Chúng tôi ước tính doanh thu mảng vận tải năm 2023 giảm khoảng 20% và kỳ vọng phục hồi với tốc độ 4%/năm đến 2025F. Khối lượng vận chuyển sẽ giảm trong năm 2023 do lo ngại kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm lại sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu vận chuyển. Bên cạnh đó theo Clarksons, tổng khối lượng đặt đóng mới chiếm đến 26,3% đội tàu hiện có, có thể tạo thêm áp lực dư cung cho thị trường vận tải. Thị trường trong nước cũng rơi vào tình trạng dư cung như thị trường thế giới. Do đó, chúng tôi ước tính giá cước sẽ tiếp tục xu hướng giảm trong nửa đầu năm 2023, và phục hồi nhẹ trong nửa cuối năm nếu nhu cầu tăng để chuẩn bị cho mùa mua sắm cao điểm cuối năm.

MẢNG NHIÊN LIỆU HÓA LỎNG

Giá bán khí LPG trong năm 2023 dự báo giảm 15.5%. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng này giảm 13% yoy, chủ yếu do giá bán giảm.

Tổng hợp định giá

FCFF	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	5.234	4.746	6.338	6.796	5.068
Trừ: Capex	(749)	(725)	(742)	(771)	(823)
Cộng: Lãi vay sau thuế	616	520	424	328	280
Dòng tiền	**5.102**	**4.542**	**6.020**	**6.353**	**4.525**

FCFE	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	5.234	4.746	6.338	6.796	5.068
Trừ: Capex	(749)	(725)	(742)	(771)	(823)
Cộng: Vay nợ	(2.200)	(2.400)	(2.423)	(2.000)	-
Dòng tiền	**2.285**	**1.622**	**3.173**	**4.025**	**4.245**

Sử dụng phương pháp so sánh PE: Chúng tôi lựa chọn các doanh nghiệp có quy mô cùng với PLX

STT	Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường	P/E
1	Petrovietnam Gas	Viet Nam	8,6	13,99
2	Hunan Heshun Petrol Coa	China	0,5	33,7
3	Thai Oil PCL	Thailand	3,7	7,9
4	S-Oil orp	South Korea	7,5	4,6
5	Oil	Viet Nam	0,4	17,6
6	Petronet LNG LTD	Indian	4,0	9,64
7	Hindustan Petroleum CORP	Indian	4,0	4,57
8	Yantai Jereh OilField-A	China	4,8	15,4
9	Dialog Group BHD	Malaysia	3,3	28,91
	Trung vị			**15.1**

Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
DCF	45.280	80%
P/E	47.783	20%
Giá trị hợp lý	**45.780 đồng/cp**	

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu cho năm 2023 của PLX là **45.780 đồng/cổ phiếu (**upside 22,7% so với giá đóng cửa ngày 28/02/2023).

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro về giá dầu biến động giảm

Với đặc thù hoạt động kinh doanh phải bảo đảm ổn định mức dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu bằng hai mươi (20) ngày cung ứng. Và giá bán lẻ xăng dầu trong nước được điều chỉnh 10 ngày 1 lần. Do đó việc duy trì tồn kho sẽ gây áp lực gia tăng trích lập dự phòng cho các doanh nghiệp đầu mối kinh doanh xăng dầu trong bối cảnh giá dầu biến động giảm.

Rủi ro về việc gián đoạn chuỗi cung ứng

Sự gián đoạn nguồn cung bất thường từ NSR đã xảy ra trong năm 2021, 2022 và có thể sẽ lặp lại trong các năm tiếp theo. Việc gián đoạn nguồn cung từ NSR sẽ không đảm bảo nhu cầu tiêu thụ trong nước. PLX với vai trò đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia sẽ buộc phải tìm các nguồn cung thay thế tức thời khác như nhập khẩu xăng dầu. Trong khi đó nguồn cung dầu mỏ toàn cầu vẫn gián đoạn kể từ sau chiến tranh Nga – Ukraine. Do đó đối với những gián đoạn nguồn cung bất thường sẽ khiến PLX thay đổi kế hoạch về nguồn cung và nhập khẩu xăng dầu với giá giao ngay giá cao. Điều này sẽ khiến chi phí đầu vào của PLX tăng như năm 2022.

Rủi ro biến động tỷ giá ảnh hưởng đến chi phí tài chính

Năm 2022, có thời điểm VND từng mất giá đến 9,17% so với USD và nhanh chóng thu hẹp khoảng cách chỉ còn mất giá 3,8% tính đến ngày 27/12/2022. VND mất giá đã khiến chi phí tài chính tăng mạnh (+102% yoy) chủ yếu do ghi nhận khoản lỗ từ chênh lệch tỷ giá (tăng gần 5 lần so với cùng kỳ). Tính đến ngày 31/1/2023, tỷ giá trung tâm tăng 3% so với cùng tháng 1/2022, trong khi USD Index đã tăng đến 5,9%. Điều này cho thấy, tỷ giá vẫn nằm trong tầm kiểm soát. Trong điều kiện thuận lợi, VCBS dự báo mức mất giá của VND so với USD có thể dưới 3% trong năm nay. Điều này sẽ góp phần làm giảm áp lực lên KQKD trong năm 2023 của PLX.

Rủi ro chuyển dịch từ ô tô chạy bằng xăng, dầu sang xe điện khiến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu giảm

Xu hướng sử dụng xe điện ngày càng nở rộ tại nhiều quốc gia đang tác động không nhỏ vào nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. Việt Nam cũng đang từng bước chuyển dịch sang xe điện theo xu hướng toàn cầu. Việc phát triển ô tô điện sẽ giảm thiểu khí thải, bảo vệ môi trường, tiết kiệm chi phí nhập khẩu xăng dầu và chi phí đầu tư vào cơ sở hạ tầng cho nhiên liệu hóa thạch. Bên cạnh đó giá pin đã giảm 20% trong thập kỷ qua, điều này sẽ tạo ra thị trường mới rộng lớn cho sự phát triển của xe điện. Tuy nhiên chi phí xây dựng cơ sở hạ tầng cho việc vận hành xe điện khá tốn kém và cần thời gian. Để hạn chế ảnh hưởng, PLX và VinFast đã ký thỏa thuận hợp tác lắp đặt trạm sạc xe điện tại hệ thống CHXD của PLX trên toàn quốc để vừa cung cấp điện cho xe điện, vừa cung cấp xăng dầu.

BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Tiền và các khoản tương đương tiền	12.345	12.414	14.034	16.506	19.198
Các khoản đầu tư ngắn hạn	7.093	7.093	7.093	7.093	7.093
Các khoản phải thu	12.364	13.062	12.221	12.837	14.024
Hàng tồn kho	14.955	15.547	15.420	16.317	17.263
Tài sản ngắn hạn khác	3.175	2.929	2.523	3.069	3.108
Tài sản ngắn hạn	**49.931**	**51.044**	**51.290**	**55.822**	**60.685**
Phải thu dài hạn	39	35	34	41	44
Tài sản cố định	13.339	11.808	10.299	9.018	8.551
Các khoản đầu tư dài hạn	6.528	6.528	6.528	6.528	6.528
Tài sản dài hạn khác	4.115	3.730	3.491	4.032	4.104
Tài sản dài hạn	**24.141**	**22.222**	**20.473**	**19.740**	**19.347**
TỔNG TÀI SẢN	**74.072**	**73.266**	**71.763**	**75.562**	**80.032**
Nợ ngắn hạn	**43.762**	**41.389**	**37.626**	**38.700**	**40.065**
Nợ dài hạn	**647**	**175**	**161**	**198**	**192**
NỢ PHẢI TRẢ	**44.408**	**41.564**	**37.787**	**38.898**	**40.257**
Vốn cổ phần	12.939	12.939	12.939	12.939	12.939
Thặng dư vốn cổ phần	7.359	7.359	7.359	7.359	7.359
Lợi nhuận chưa phân phối	6.541	8.579	10.853	13.541	16.653
Cổ phiếu quỹ	(233)	(233)	(233)	(233)	(233)
Vốn khác	1.110	1.110	1.110	1.110	1.110
VỐN CHỦ SỞ HỮU	**29.664**	**31.702**	**33.976**	**36.664**	**39.776**
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3.243	3.243	3.243	3.243	3.243
TỔNG NGUỒN VỐN	**74.072**	**73.266**	**71.763**	**75.562**	**80.032**

Phụ lục

BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	**264.668**	**275.149**	**272.889**	**288.772**	**305.509**
GVHB	(247.736)	(257.233)	(254.149)	(268.871)	(284.385)
Lợi nhuận gộp	**16.932**	**17.916**	**18.740**	**19.901**	**21.124**
Chi phí SG&A	(11.961)	(12.619)	(13.313)	(14.045)	(14.818)
THU NHẬP HOẠT ĐỘNG	**4.971**	**5.297**	**5.428**	**5.856**	**6.307**
Doanh thu tài chính	**1.071**	**1.093**	**1.141**	**1.256**	**1.401**
Chi phí tài chính	**(1.137)**	**(1.033)**	**(912)**	**(816)**	**(782)**
LNTT	**4.905**	**5.357**	**5.656**	**6.295**	**6.926**
LNST	**4.082**	**4.433**	**4.725**	**5.235**	**5.758**
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(602)	(653)	(696)	(772)	(849)
LNST cổ đông công ty mẹ	**3.480**	**3.779**	**4.028**	**4.464**	**4.910**
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	2.690	2.921	3.113	3.450	3.795

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	5.234	4.746	6.338	6.796	5.068
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	(749)	(725)	(742)	(771)	(823)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(3.753)	(3.953)	(3.976)	(3.553)	(1.553)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	**733**	**69**	**1.620**	**2.473**	**2.692**
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	11.612	12.345	12.414	14.034	16.506
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	12.345	12.414	14.034	16.506	19.198
ROE	6%	6%	7%	7%	7%
ROA	14%	14%	14%	15%	15%
D/A	60%	57%	53%	51%	50%

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng	Lý Hoàng Anh Thi	Phạm Hồng Mộng Thy
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu	Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu	Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn	lhathi@vcbs.com.vn	phmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

http://www.vcbs.com.vn