

TẬP ĐOÀN XĂNG DẦU VIỆT NAM (PLX – HOSE)

“Triển vọng ổn định”

MUA

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

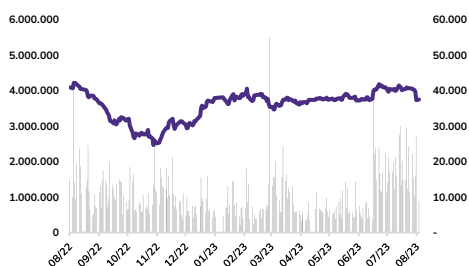
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Kinh doanh xăng dầu
Ngày báo cáo:	13/09/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	40.000
Giá mục tiêu (VND/CP):	46.000
Tỷ lệ tăng (%):	15,0%
Vốn hóa (Tỷ VND):	50.824
SLCPĐLH (CP):	1.293.878.081

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

SCIC	72,96%
CT TNHH ENEOS VN	12,58%
Cổ đông khác	14,46%

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	80,0%	-22,1%
Tăng trưởng LNST (%)	-113,1%	N/A
Biên LNG (%)	2,8%	5,8%
Biên LNST (%)	-0,2%	1,2%
ROA (%)	-0,2%	1,0%
ROE (%)	-0,8%	3,1%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,79	0,73
EPS (VND/CP)	(232)	583
BVPS (VND/CP)	17.939	19.159

Luận điểm đầu tư

- Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng svck trong 6 tháng đầu năm 2023.** Dù doanh thu thuần giảm -12% svck nhưng lợi nhuận sau thuế (LNST) cổ đông Công ty mẹ lại tăng trưởng ấn tượng khi đạt gần 1.433 tỷ đồng (+572% svck). Biên lợi nhuận gộp 1H 2023 đã cải thiện mạnh mẽ lên 5,6% so với mức 3,4% của cùng kỳ năm trước nhờ nguồn cung xăng dầu từ các NMLD trong nước cũng hoạt động ổn định & mức trích lập dự phòng hàng tồn kho giảm đáng kể svck.
- Nguồn lực tài chính vững chắc** với lượng tiền dồi dào, đòn bẩy tài chính an toàn với D/E thấp, công tác quản trị hàng tồn kho đang cho thấy tính hiệu quả. Chính sách cổ tức bằng tiền duy trì khá đều đặn.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng thời gian tới của PLX sẽ vẫn khả quan và ổn định dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Diễn biến giá dầu năm 2023 ổn định hơn năm 2022, giúp các DN kinh doanh xăng dầu như PLX giảm trích lập dự phòng hàng tồn kho.
 - ✓ Những khó khăn, bất cập của thị trường xăng dầu trong năm 2022 đã được giải quyết, giúp tránh gián đoạn nguồn cung xăng dầu trong nước. Công tác điều hành giá xăng dầu trong nước đã sát với tình hình thực tế hơn, giúp cải thiện biên lợi nhuận của DN kinh doanh xăng dầu.
 - ✓ Dư địa phát triển thị trường phân phối xăng dầu còn lớn khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự báo tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng kép CAGR trong giai đoạn 2022-2030 dự kiến đạt 4,3%/năm.
 - ✓ PLX hiện đang giữ vị thế dẫn đầu trong thị trường phân phối xăng dầu với hệ thống mạng lưới lên tới 5.500 CHXD, trong đó có 2.700 CHXD do PLX sở hữu (COCO) & 2.800 CHXD đại lý, thương nhân nhượng quyền (DODO).
 - ✓ Mảng hóa dầu hưởng lợi khi Chính phủ thúc đẩy tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.
 - ✓ Thoái vốn thành công tại PGB giúp PLX có thể ghi nhận khoản lãi trên 734 tỷ đồng trong Quý 3/2023.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F và 2024F của PLX dự kiến đạt 232.015 tỷ đồng (-23,7% svck) & 245.854 tỷ đồng (+6% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ 2023F và 2024F dự kiến đạt 3.749 tỷ đồng (+158,6% svck) & 3.988 tỷ đồng (+6,4% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 2.548 đồng/cp & 2.733 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 19.735 đồng/cp & 20.725 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,6 lần & 2,02 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 14,6 lần & 1,92 lần.**

- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 46.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +15,0% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PLX.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá dầu biến động giảm, làm tăng chi phí trích lập dự phòng hàng tồn kho, từ đó làm giảm kết quả kinh doanh.
 - ✓ Rủi ro gián đoạn nguồn cung ứng nếu xảy ra sẽ khiến PLX có thể phải gia tăng nhập khẩu, kể cả khi giá dầu cao, từ đó ảnh hưởng tới chi phí kinh doanh đầu vào.
 - ✓ Biến động tỷ giá tăng có thể làm tăng chi phí tài chính, từ đó giảm hiệu quả kinh doanh.
 - ✓ Rủi ro do chuyển dịch từ sử dụng xe xăng sang xe điện.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Sản lượng tiêu thụ xăng dầu & giá dầu tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi, từ đó giúp tăng hiệu quả kinh doanh hơn so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PLX

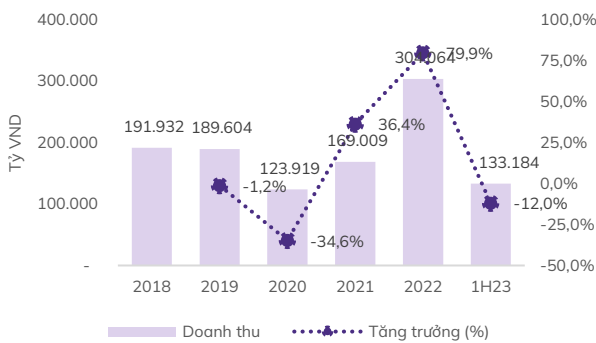
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	169.009	304.064	232.015	245.854
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	36,4%	79,9%	-23,7%	6,0%
Lợi nhuận gộp	12.623	12.320	14.584	15.563
Biên lợi nhuận gộp (%)	7,5%	4,1%	6,3%	6,3%
Doanh thu tài chính	1.000	1.949	4.544	2.245
Chi phí tài chính	-836	-1.706	-3.390	-1.647
Chi phí bán hàng	-9.073	-10.500	-10.355	-10.424
Chi phí QLDN	-766	-823	-938	-994
Lợi nhuận từ HĐKD	3.517	1.942	5.148	5.447
Lãi/Lỗ khác	272	328	104	104
Lợi nhuận trước thuế	3.789	2.270	5.252	5.551
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.839	1.450	3.749	3.988
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	1,7%	0,5%	1,6%	1,6%
EPS (đồng/cp)	1.762	1.036	2.548	2.733

Nguồn: BCTC PLX, ABS Research

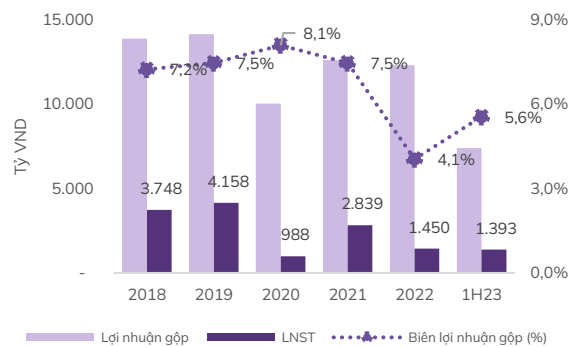
Cập nhật doanh nghiệp

- **Kết quả kinh doanh năm 2022 của PLX chịu nhiều tác động khi thị trường xăng dầu thế giới và trong nước diễn biến phức tạp, dị biệt.** Năm 2022, tổng doanh thu của PLX đạt 304.064 tỷ đồng (+79,9% svck và hoàn thành 127% kế hoạch). Doanh thu tăng chủ yếu do giá dầu và sản lượng năm 2022 tăng mạnh. Theo đó, giá dầu Brent bình quân năm 2022 đạt 101 USD/thùng (+44,3% svck), trong khi sản lượng xăng dầu xuất bán của PLX đạt 13.855.617 m3/tấn (+11,9% svck). Lợi nhuận sau thuế cổ đông Công ty mẹ đạt gần 1.450 tỷ đồng (-48,9% svck). Biên lợi nhuận gộp năm 2022 của PLX đạt 4,1%, giảm mạnh so với mức 7,5% của năm 2021.
- Thị trường xăng dầu thế giới và trong nước năm 2022 diễn biến phức tạp, dị biệt, tăng/giảm sốc chưa từng có tiền lệ do ảnh hưởng của:
 - Các yếu tố địa chính trị, đặc biệt là Cuộc chiến Nga – Ukraine làm gián đoạn nguồn cung xăng dầu toàn cầu trong khi đó Việt Nam hiện vẫn phải nhập khẩu 20-30% lượng xăng dầu thành phẩm phục vụ tiêu thụ nội địa.
 - Một số yếu tố trong giá cơ sở theo quy định của Nhà nước thấp hơn thực tế gây áp lực lên hoạt động kinh doanh xăng dầu trong nước, dẫn tới một số doanh nghiệp thiếu nguồn cung và/hoặc chủ động tạm dừng bán hàng để giảm lỗ, nên nhu cầu dồn về PLX khiến sản lượng tiêu thụ của PLX tăng mạnh. Nhưng đồng thời, để đảm bảo nguồn cung không bị gián đoạn, PLX – DN giữ vai trò chủ đạo trong khâu phân phối tại thị trường trong nước đã phải thay đổi kế hoạch nhập mua, tăng cường nhập khẩu tức thời với mặt bằng giá cao để không bị gián đoạn nguồn cung trong nước.
 - Bên cạnh đó, trong Quý 1/2022, Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn cắt giảm sản lượng sản xuất xuống mức 55-80% công suất và có thời gian gặp sự cố kỹ thuật phải ngừng sản xuất, không đáp ứng được lượng cam kết theo hợp đồng dài hạn đã ký với các thương nhân đầu mỗi kinh doanh xăng dầu.

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của PLX



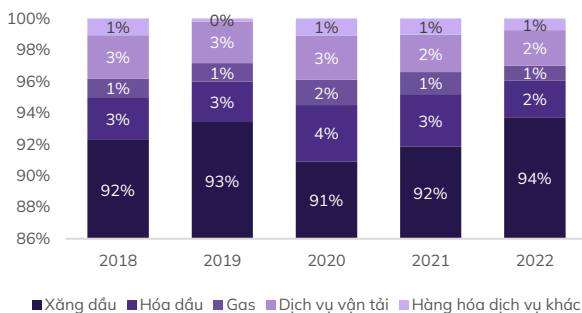
Quy mô lợi nhuận của PLX 2018-H1/2023



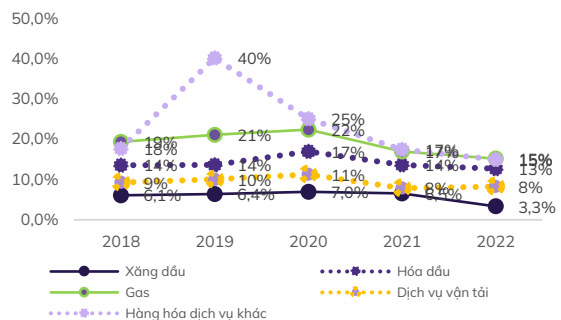
Nguồn: Fiinpro & BCTC của PLX, ABS Research

- **Mảng kinh doanh xăng dầu vẫn là hoạt động chủ đạo, nòng cốt khi chiếm trên 90% cơ cấu doanh thu hàng năm.** Năm 2022, mảng này chiếm 94% cơ cấu doanh thu và đóng góp 79% cơ cấu lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mảng này thường thấp (thường trên 6%/năm), năm 2022 chỉ đạt 3,3%, giảm mạnh so với mức 6,5% của cùng kỳ năm trước.

Cơ cấu doanh thu của PLX 2018-2022



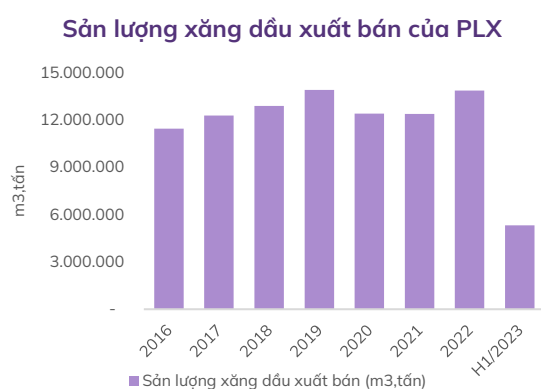
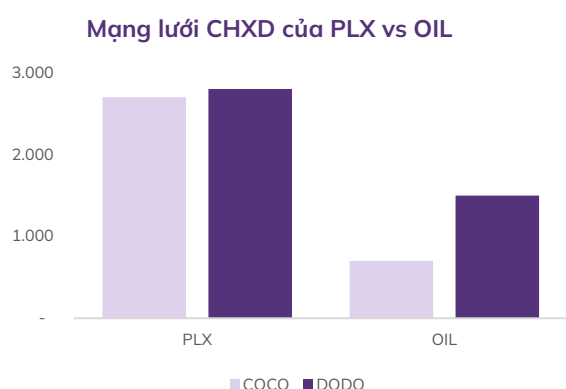
Biên lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh của PLX



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PLX, ABS Research

- **Lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng svck trong 6 tháng đầu năm 2023.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của PLX đạt trên 133.182 tỷ đồng (-12% svck) nhưng LNST cổ đông Công ty mẹ lại tăng trưởng ấn tượng khi đạt gần 1.433 tỷ đồng (+572% svck). Năm 2023, PLX đặt kế hoạch 190.000 tỷ đồng doanh thu & 3.228 tỷ đồng LNNT. **Như vậy, nửa đầu năm 2023, PLX đã hoàn thành 70,1% kế hoạch doanh thu và 59% kế hoạch LNNT.** Cụ thể:

- Sản lượng xăng dầu xuất bán trong nửa đầu năm 2023 của PLX đạt trên 5,3 triệu m³/tấn, hoàn thành 41% kế hoạch sản lượng năm 2023.
- Biên lợi nhuận gộp 6 tháng đầu năm 2023 đã cải thiện mạnh mẽ lên 5,6% so với mức 3,4% của cùng kỳ năm trước nhờ chi phí dự phòng hàng tồn kho giảm mạnh do nguồn cung năng lượng và giá dầu thế giới không biến động bất thường như năm 2022 và nguồn cung ứng xăng dầu từ các nhà máy lọc dầu (NMLD) trong nước cũng đã ổn định hơn. Số dư quỹ dự trữ hàng tồn kho chỉ tăng 10,4 tỷ trong 1H2023 trong khi mức tăng này là 1.107 tỷ trong 1H2022.
- Doanh thu tài chính cũng tăng mạnh 29% svck lên 946 tỷ đồng, chủ yếu do lãi tiền gửi tăng mạnh 30,4% svck lên trên 524 tỷ đồng & lãi chênh lệch tỷ giá tăng gần 26% svck lên gần 403 tỷ đồng, trong khi đó chi phí tài chính lại giảm 9% svck về 737 tỷ đồng, chủ yếu do lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh 45% svck về 265 tỷ đồng.
- Tuy nhiên, chi phí bán hàng và chi phí QLDN lại tăng 17% svck lên 6.192 tỷ đồng.
- Trong năm 2023, PLX đưa ra kế hoạch mở mới 65 cửa hàng xăng dầu (CHXD) và đã hoàn thành được một nửa kế hoạch trong nửa đầu năm.



Nguồn: PLX, OIL, ABS Research

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA PLX 1H2023

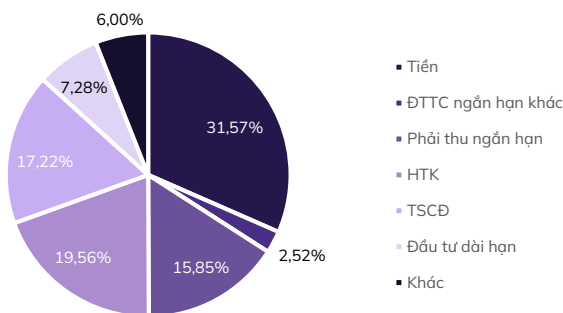
BẢNG KẾT QUẢ KINH DOANH (Tỷ VND)	2Q22	2Q23	%YOY	1H22	1H23	%YOY
Doanh thu thuần	84.367	65.752	-22%	152.002	133.182	-12%
Lợi nhuận gộp	2.403	3.839	60%	5.234	7.490	43%
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	2,8%	5,8%		3,4%	5,6%	
Chi phí Bán hàng & QLDN	(2.779)	(3.124)	12%	(5.302)	(6.192)	17%
<i>Tỷ lệ Chi phí bán hàng & QLDN/DTT (%)</i>	3,3%	4,8%		3,5%	4,6%	
Doanh thu tài chính	416	433	4%	733	946	29%
Chi phí tài chính	(512)	(357)	-30%	(811)	(737)	-9%
Chi phí lãi vay	(166)	(230)	39%	(325)	(463)	43%
Lợi nhuận từ HĐKD	(295)	990	N/A	266	1.850	595%
Lãi/lỗ từ liên doanh, liên kết	177	199	13%	413	343	-17%
Lãi/lỗ khác	17	40	137%	35	52	50%
Lợi nhuận trước thuế	(279)	1.030	N/A	301	1.902	532%
LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số	(196)	774	N/A	213	1.433	572%
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	-0,2%	1,2%		0,1%	1,1%	

Nguồn: BCTC của PLX, ABS Research

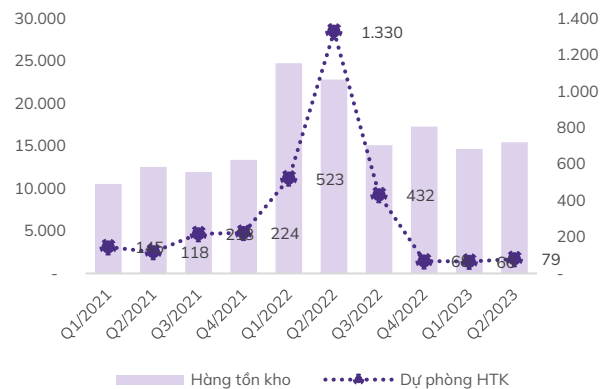
- Nguồn lực tài chính vững chãi với lượng tiền dồi dào.** Tại 30/6/2023, PLX có gần 25.163 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+42% so với đầu năm), chiếm 31,6% cơ cấu tổng tài sản. Trong đó, số dư tài khoản tiền gửi Quỹ bình ổn xăng dầu tăng mạnh 79% so với đầu năm lên 3.165 tỷ đồng. Ngoài ra, trong số tiền gửi ngân hàng có cả khoản tiền bán đấu giá 120 triệu cổ phần PGB đang bị phong tỏa do tại thời điểm 30/6/2023 chưa nhận được văn bản chấp thuận chính thức từ NHNN liên quan tới việc chuyển nhượng này với số tiền trị giá trên 2.568 tỷ đồng. Bên cạnh đó, PLX còn có 7.807 tỷ đồng đầu tư tài chính khác, trong đó có 4.200 tỷ đồng đầu tư vào trái phiếu các NHTM BIDV và Vietinbank. PLX cũng thường xuyên duy trì chính sách cổ tức bằng tiền khá đều đặn ở mức cao. Năm 2017-2019, tỷ lệ cổ tức dao động 26-30%/năm, 2020-2021 là quanh 12%/năm và 2022 là 7%.
- Quản lý hàng tồn kho đang cho thấy có hiệu quả.** Tại 30/6/2023, PLX có 15.446 tỷ đồng hàng tồn kho, trích lập dự phòng giảm giá 79,4 tỷ đồng. Trong khi đó, cùng kỳ năm trước, lượng hàng tồn kho là 22.867 tỷ đồng và trích lập dự phòng 1.330,5 tỷ đồng. Như vậy, lượng hàng tồn kho đã giảm mạnh 32,5% và trích lập dự phòng cũng giảm mạnh 94% so với thời điểm cùng kỳ năm trước.

(Ghi chú: Đặc thù của hoạt động kinh doanh xăng dầu là phải đảm bảo ổn định mức dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu. Theo quy định mới nhất (Nghị định số 95/2021/NĐ-CP), mức dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu là 20 ngày cung ứng tính theo sản lượng tiêu thụ nội địa bình quân 01 ngày của năm trước liền kề & giá bán lẻ xăng dầu được điều chỉnh định kỳ 10 ngày/lần. Do đó, việc quản lý hàng tồn kho có thể gặp phải áp lực lớn khi giá dầu giảm do phải tăng trích lập dự phòng.)

Cơ cấu tài sản của PLX tại 30/6/2023



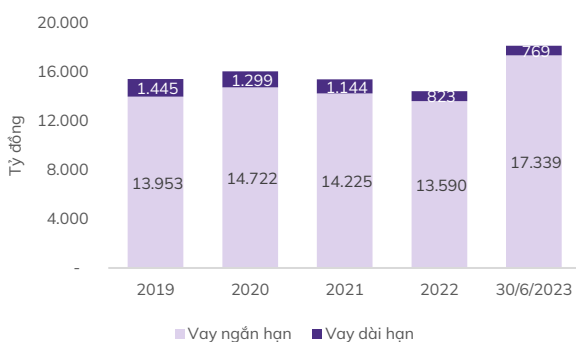
Quản lý hàng tồn kho của PLX (tỷ đồng)



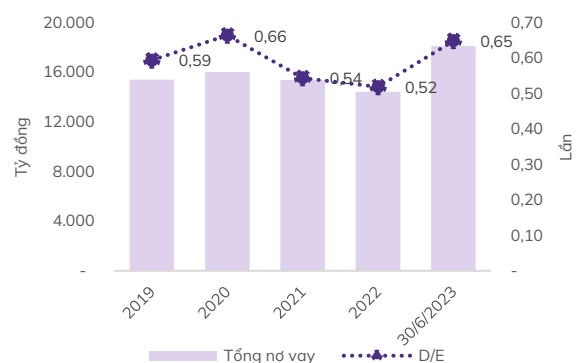
Nguồn: BCTC của PLX, ABS Research

- Cơ cấu nguồn vốn an toàn:** Tại thời điểm 30/6/2023, tổng nợ vay ngắn và dài hạn của PLX là 18.108 tỷ đồng (+25,6% so với đầu năm). Nợ/VCSH ở mức an toàn, chỉ 0,65 lần, tăng so với mức 0,52 lần của thời điểm đầu năm.

Cơ cấu nợ vay của PLX 2019-H1/2023



Quy mô nợ vay & hệ số D/E của PLX



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PLX, ABS Research

Triển vọng khả quan

- **Diễn biến giá dầu năm 2023 có phần ổn định hơn năm 2022, giúp các DN kinh doanh xăng dầu như PLX giảm trích lập dự phòng hàng tồn kho:** Tại thời điểm hiện nay, giá dầu Brent đang xoay quanh 90 USD/thùng. Sau một thời gian điều chỉnh, kể từ cuối tháng 6/2023, giá dầu đã có sự phục hồi trở lại trước động thái thắt chặt nguồn cung của OPEC+. Bên cạnh đó, Trung Quốc cũng đưa ra những biện pháp nhằm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Nhìn chung, diễn biến giá dầu năm 2023 có phần ổn định hơn, không trở lại bất thường như năm 2022, cộng với việc giá dầu đang có sự phục hồi tăng trở lại sẽ giúp các Doanh nghiệp đầu mối xăng dầu như PLX giảm trích lập dự phòng hàng tồn kho. Hiện nay, theo quy định, các DN kinh doanh xăng dầu đang phải duy trì mức dự trữ xăng dầu bắt buộc tối thiểu 20 ngày cung ứng.
- **Những khó khăn, bất cập của thị trường xăng dầu trong năm 2022 đã được giải quyết, giúp tránh gián đoạn nguồn cung xăng dầu trong nước.**
- ✓ Năm 2023, Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn (NSR) đã đi vào hoạt động ổn định hơn sau sự cố kỹ thuật hồi tháng 1/2023. Hai nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn sẽ đáp ứng khoảng 65-70% nhu cầu xăng dầu nội địa. Tuy nhiên, trong tháng 9-10, NSR sẽ tạm dừng để bảo dưỡng 55 ngày trong khi đó Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (BSR) sẽ dời việc bảo dưỡng sang năm 2024 và sẽ tăng công suất hoạt động trong thời gian NSR dừng hoạt động để bảo dưỡng. Đồng thời, PLX – DN giữ vai trò chủ đạo trong phân phối xăng dầu nội địa sẽ tăng cường nhập khẩu xăng dầu để đảm bảo không bị gián đoạn nguồn cung.
- ✓ **Công tác điều hành giá xăng dầu trong nước đã sát với tình hình thực tế hơn, giúp cải thiện biên lợi nhuận của DN kinh doanh xăng dầu.** Theo Nghị định 95/2021/NĐ-CP, giá xăng dầu cơ sở được tính như sau:

Giá xăng dầu cơ sở = Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu * Tỷ trọng sản lượng xăng dầu nhập khẩu + Giá xăng dầu từ nguồn sản xuất trong nước * Tỷ trọng sản lượng xăng dầu sản xuất trong nước.

Trong đó:

Giá xăng dầu từ nguồn nhập khẩu = Giá xăng dầu thế giới +/- premium + Chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng VN + Chi phí kinh doanh 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 dầu thế giới +/- premium + Chi phí đưa xăng dầu từ NMLD trong nước về cảng + Chi phí kinh doanh định mức + Mức trích lập Quỹ bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + Chi phí thuế.

Chi phí đưa xăng dầu từ nước ngoài về cảng Việt Nam, chi phí đưa xăng dầu từ NMLD trong nước về cảng và Premium sẽ được Bộ Tài chính rà soát và điều chỉnh định kỳ 6 tháng/lần, kỳ gần nhất là tháng 7/2023. Bên cạnh đó, thuế nhập khẩu xăng dầu cũng mới được điều chỉnh giảm.

Điều này làm giảm áp lực chi phí giá xăng dầu trong thời gian tới, đặc biệt là trong bối cảnh NSR sẽ tiến hành tạm ngừng hoạt động để bảo dưỡng 55 ngày và phải tăng cường nguồn nhập khẩu xăng dầu thời gian tới để tránh gián đoạn nguồn cung trong nước.

Một số điều chỉnh liên quan giá xăng dầu cơ sở

Chỉ tiêu (đồng/lít)	Trước T10/2022	Từ T10/2022	Từ 21/2/2023	Từ 03/7/2023
Premium trong nước				
RON92	970	1.320	670	
RON95	990	1.340	700	
Diesel		30	200	
Chi phí vận chuyển từ NMLD trong nước tới cảng				
RON92	250	290	290	
RON95	210	280	270	
Diesel		240	230	

Chi phí vận chuyển từ nước ngoài về cảng VN

RON92	350	640	730
RON95	720	1.280	1.100
Diesel	570	730	1.230

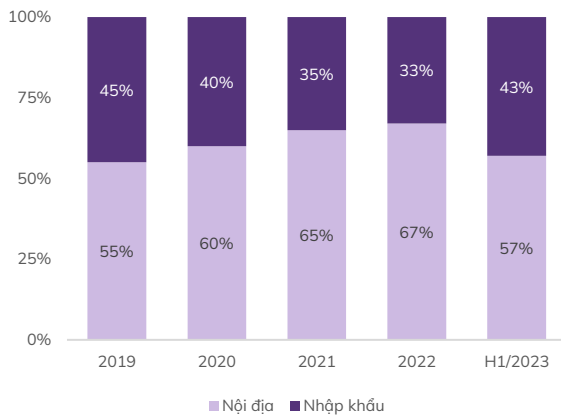
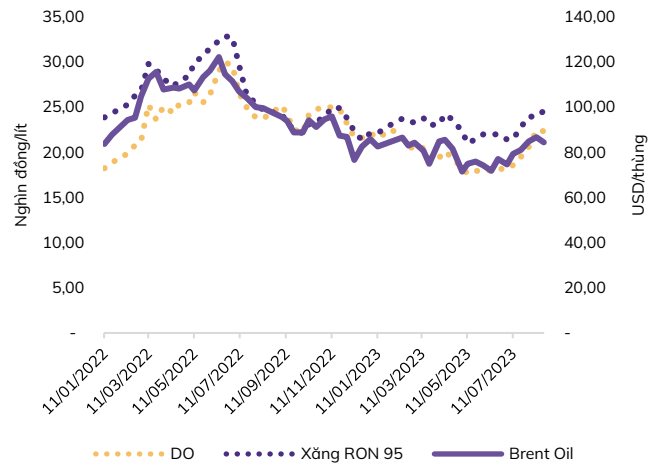
Chi phí kinh doanh định mức

RON95	1.050	1.050	1.050	1.080
Diesel	950	950	950	1.030
Dầu Mazut	600	600	600	360

Thuế nhập khẩu xăng dầu

Xăng	10%	10%	10%	5,62%
Diesel	0,85%	0,85%	0,85%	0,58%
Dầu Mazut	3,04%	3,04%	3,04%	1,38%

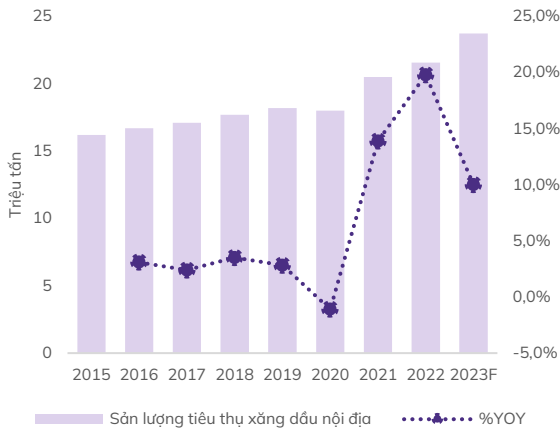
Nguồn: Bộ Tài chính, ABS Research tổng hợp

Nguồn cung xăng dầu trong nước**Tương quan giá bán xăng cơ sở và giá dầu Brent**

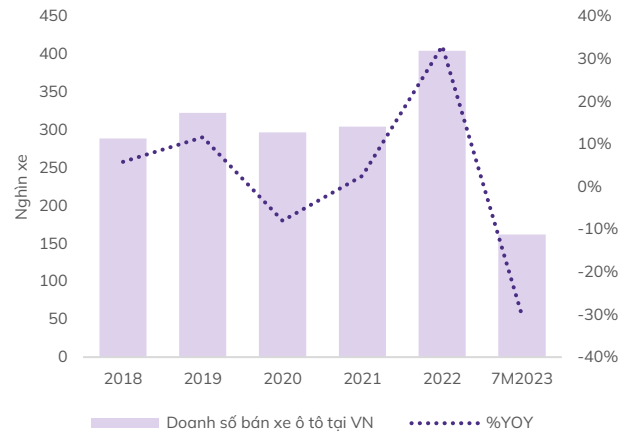
Nguồn: TCTK, ABS Research

- Dự địa phát triển thị trường phân phối xăng dầu còn lớn khi nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam dự báo tăng trưởng ổn định.** Năm 2022, sản lượng tiêu thụ xăng dầu nội địa đạt 21,56 triệu tấn (+19,8% svck) và dự kiến năm 2023 đạt 23,7 triệu tấn (+10% svck). Tốc độ tăng trưởng kép của nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của VN trong giai đoạn 2022-2023 dự kiến đạt 4,3%/năm.
 - Sản lượng xăng dầu được hỗ trợ khi doanh số bán ô tô hồi phục nhờ các chính sách hỗ trợ như giảm 50% lệ phí trước bạ đối với ô tô sản xuất, lắp ráp trong nước từ 1/7/2023 đến hết năm 2023 (trước đó lệ phí trước bạ cũng được giảm trong nửa cuối 2020 và 6 tháng 2022). Theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam năm 2022 đạt 404,64 ngàn xe (+33% svck). Trong 7 tháng 2023, doanh số bán xe ô tô tại VN đạt trên 162 ngàn xe (-30% svck), chủ yếu do kết thúc giảm thuế ưu đãi và mặt bằng lãi suất duy trì cao khiến nhu cầu tiêu thụ yếu. Tuy nhiên, hiện nay tỷ lệ sử dụng xe ô tô ở nước ta còn thấp, trong khi thu nhập người dân đang tăng lên, cộng với xu hướng dần chuyển từ xe máy sang ô tô & các chính sách ưu đãi, lãi suất giảm sẽ kích thích thị trường tiêu thụ ô tô, từ đó làm tăng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu.
 - Hàng không phục hồi mạnh mẽ cũng giúp cho nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tăng lên. Theo dự báo của Hiệp hội vận tải hàng không quốc tế, tổng thị trường vận tải hàng không VN năm 2023 dự kiến đạt 80 triệu khách (+45% svck) và 1,44 triệu tấn hàng hóa (+15% svck).

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước



Doanh số tiêu thụ ô tô tại VN



Nguồn: Gso & VAMA, ABS Research

- PLX hiện đang giữ vị thế dẫn đầu trong thị trường phân phối xăng dầu (64% thị phần toàn quốc).** Hiện nay, mạng lưới của PLX gồm 5.500 CHXD, trong đó có 2.700 CHXD do PLX sở hữu (COCO) & 2.800 CHXD đại lý, thương nhân nhượng quyền (DODO). Trong đó, kênh COCO thường chiếm gần 60% sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp của kênh này cũng thường cao hơn kênh DODO do giá bán qua DODO thường thấp hơn giá xăng dầu cơ sở. Mạng lưới kênh bán lẻ của PLX vượt xa so với các đối thủ cạnh tranh khác (như PVOil hiện có 700 CHXD bán lẻ COCO). Trong khi đó, thủ tục để mở CHXD COCO thường mất nhiều thời gian. Do đó, đây là một lợi thế đối với PLX.
- Mảng hóa dầu hưởng lợi khi Chính phủ thúc đẩy tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.** Với vị thế đầu ngành, Công ty con của PLX là PLC hiện đang chiếm 30% thị phần ngành nhựa đường. Mảng này hiện đang chiếm 2,4% cơ cấu doanh thu của PLX nhưng lại đóng góp 7% cơ cấu lợi nhuận gộp của PLX với biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức cao quanh 13%. Chính phủ thúc đẩy giải ngân vốn đầu tư công sẽ giúp cải thiện kết quả kinh doanh của PLC thời gian tới.
- Thoái vốn thành công tại PGB giúp củng cố thêm năng lực tài chính của PLX.** Mới đây, hồi tháng 4/2023, PLX đã đem 120 triệu cổ phiếu PGB ra bán đấu giá và thu về 2.568 tỷ đồng, giá vốn xác định theo phương pháp vốn chủ tại 1/1/2023 là 1.833,8 tỷ đồng. Như vậy, khoản thoái vốn tại PGB dự kiến đem lại khoản lãi trên 734 tỷ đồng. Mới đây, NHNN đã chính thức chấp thuận cho PLX bàn giao PGB cho các NĐT nhận chuyển nhượng. Chúng tôi cho rằng khoản thoái vốn này có thể được PLX ghi nhận trong Quý 3/2023.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023-2024

- Hiện nay, mảng kinh doanh xăng dầu đang chiếm tỷ trọng chủ đạo trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của PLX. Chúng tôi giả định mảng này sẽ vẫn tiếp tục giữ vai trò nòng cốt trong thời gian tới & tiếp tục đóng góp trên 90% cơ cấu doanh thu hàng năm của PLX.
- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 85 USD/thùng (-15,8% svck), từ đó kéo giá xăng dầu cơ sở trong nước giảm khoảng 13,8% svck.
- Dựa trên tình hình hoạt động 6 tháng đầu năm 2023, chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ xăng dầu năm 2023 của PLX dự kiến đạt 12,2 triệu m³/tấn (-12% svck). Sự sụt giảm này một phần bắt nguồn từ lượng tiêu thụ suy yếu trong nửa đầu năm trước áp lực lạm phát, và nhu cầu tiêu thụ sụt giảm. Nhưng dự kiến trong 6 tháng cuối năm, tình hình tiêu thụ xăng dầu sẽ cải thiện hơn.
- Chúng tôi cũng giả định biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh xăng dầu năm 2023 sẽ ở mức 5,6%, cải thiện hơn so với năm 2022 khi thị trường xăng dầu trong nước đã phần nào ổn định trở lại, những chính sách điều hành xăng dầu cũng sát với tình hình thực tế hơn.
- Mảng hóa dầu tiếp tục tăng trưởng ổn định nhờ hưởng lợi từ việc thúc đẩy tiến độ giải ngân vốn đầu tư công.
- Chúng tôi cũng giả định khoản thoái vốn PGB sẽ được ghi nhận ngay trong Q3/2023 với lợi nhuận đạt trên 734 tỷ đồng.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F và 2024F của PLX dự kiến đạt 232.015 tỷ đồng (-23,7% svck) & 245.854 tỷ đồng (+6% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ 2023F và 2024F dự kiến đạt 3.749 tỷ đồng (+158,6% svck) & 3.988 tỷ đồng (+6,4% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 2.548 đồng/cp & 2.733 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 19.735 đồng/cp & 20.725 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,6 lần & 2,02 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 14,6 lần & 1,92 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PLX năm 2023-2024 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
1. Xăng dầu					
Doanh thu	112.653	155.260	284.850	211.484	223.115
% YOY	-36,4%	37,8%	83,5%	-25,8%	5,5%
% Tổng doanh thu	90,9%	91,9%	93,7%	91,2%	90,8%
Giá vốn hàng bán	(104.821)	(145.121)	(275.327)	(199.641)	(210.621)
Lợi nhuận gộp	7.831	10.139	9.523	11.843	12.494
% YOY	-31,1%	29,5%	-6,1%	24,4%	5,5%
2. Hóa dầu					
Doanh thu	4.445	5.603	7.261	7.697	8.159
% YOY	-8,6%	26,1%	29,6%	6,0%	6,0%
% Tổng doanh thu	3,6%	3,3%	2,4%	3,3%	3,3%
Giá vốn hàng bán	(3.691)	(4.840)	(6.340)	(6.689)	(7.090)
Lợi nhuận gộp	754	763	921	1.008	1.069
% YOY	13,7%	1,2%	20,8%	9,4%	6,0%
3. Gas					
Doanh thu	1.990	2.378	2.831	3.510	4.352
% YOY	-12,4%	19,5%	19,0%	24,0%	24,0%
% Tổng doanh thu	1,6%	1,4%	0,9%	1,5%	1,8%
Giá vốn hàng bán	(1.544)	(1.974)	(2.401)	(2.897)	(3.592)
Lợi nhuận gộp	446	404	430	613	760
% YOY	-7,2%	-9,4%	6,3%	42,6%	24,0%
4. Dịch vụ vận tải					
Doanh thu	3.453	4.031	6.876	6.628	6.993

	% YOY	-31,0%	16,7%	70,6%	-3,6%	5,5%
	% Tổng doanh thu	2,8%	2,4%	2,3%	2,9%	2,8%
Giá vốn hàng bán		(3.064)	(3.714)	(6.309)	(5.912)	(6.238)
Lợi nhuận gộp		389	317	567	716	755
	% YOY	-22,5%	-18,4%	78,7%	26,2%	5,5%
5. Hàng hóa dịch vụ khác						
Doanh thu		1.378	1.736	2.246	2.695	3.234
	% YOY	285,7%	26,0%	29,4%	20,0%	20,0%
	% Tổng doanh thu	1,1%	1,0%	0,7%	1,2%	1,3%
Giá vốn hàng bán		(1.032)	(1.433)	(1.910)	(2.292)	(2.750)
Lợi nhuận gộp		346	303	336	404	484
	% YOY	141,1%	-12,5%	11,2%	20,0%	20,0%
Tổng doanh thu		123.919	169.009	304.064	232.015	245.854
	% YOY	23,1%	23,1%	79,9%	-23,7%	6,0%
Tổng giá vốn hàng bán		(114.152)	(157.082)	(292.286)	(217.430)	(230.291)
Tổng lợi nhuận gộp		9.767	11.926	11.778	14.584	15.563
Biên lợi nhuận gộp		7,88%	7,06%	3,87%	6,29%	6,33%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu PLX dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Với kết quả kinh doanh tích cực, chúng tôi giả định tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2023 sẽ được nâng lên so với kế hoạch PLX đưa ra và dự kiến đạt 20%.

Phương pháp so sánh P/E:

- P/E được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 16,24 lần.
- EPS 2024F là 2.733 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu PLX được xác định theo phương pháp P/E là 44.390 đ/cp.

Công ty	P/E
Petronet LNG Ltd	9,62
Thai Oil PCL	19,73
Petronas BHD	19,38
Trung bình	16,24

Nguồn: Tradingview.com, ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15% (theo ABS Research tháng 6/2023). Beta là 0,94 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 10,78%.
- Giá theo phương pháp FCFF cho 1 năm tới là 47.658 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,76%
Phần bù rủi ro thị trường	12,15%
Beta	0,894
WACC	10,78%
Tăng trưởng dài hạn	1,00%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	47.658	50%
- P/E	44.390	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)	46.024	

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 46.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +15,0% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **MUA** đối với cổ phiếu PLX.

Rủi ro:

- ✓ Giá dầu biến động giảm, làm tăng chi phí trích lập dự phòng hàng tồn kho, từ đó làm giảm kết quả kinh doanh.
- ✓ Rủi ro gián đoạn nguồn cung ứng nếu xảy ra sẽ khiến PLX có thể phải gia tăng nhập khẩu, kể cả khi giá dầu cao, từ đó ảnh hưởng tới chi phí kinh doanh đầu vào.
- ✓ Biến động tỷ giá tăng có thể làm tăng chi phí tài chính, từ đó giảm hiệu quả kinh doanh.
- ✓ Rủi ro do chuyển dịch từ sử dụng xe xăng sang xe điện.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng tiêu thụ xăng dầu & giá dầu tăng mạnh hơn dự báo của chúng tôi, từ đó giúp tăng hiệu quả kinh doanh hơn so với dự phóng chúng tôi đưa ra.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	169.009	304.064	232.015	245.854
Giá vốn hàng bán	-156.386	-	-217.430	-
		291.744		230.291
Lợi nhuận gộp	12.623	12.320	14.584	15.563
Doanh thu tài chính	1.000	1.949	4.544	2.245
Chi phí tài chính	-836	-1.706	-3.390	-1.647
Chi phí bán hàng	-9.073	-10.500	-10.355	-10.424
Chi phí QLDN	-766	-823	-938	-994
Lợi nhuận từ HĐKD	3.517	1.942	5.148	5.447
Lãi/Lỗ khác	272	328	104	104
Lợi nhuận trước thuế	3.789	2.270	5.252	5.551
Lợi nhuận sau thuế	3.124	1.902	4.202	4.441
LNST cổ đông Công ty mẹ	2.839	1.450	3.749	3.988

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	-656	5.092	5.678	5.571
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-4.445	3.004	1.033	-926
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	686	-2.706	-488	-1.638
LCT thuần trong kỳ	-4.415	5.389	6.222	3.007
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	10.612	6.192	11.606	17.829
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	6.196	11.582	17.829	20.836

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,17	1,10	1,19	1,23
Khả năng thanh toán nhanh	0,73	0,69	0,85	0,87
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,51	0,41	0,60	0,62
Khả năng thanh toán lãi vay	7,29	4,52	6,30	6,30

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023F	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,44	0,37	0,37	0,37
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,56	0,63	0,63	0,63
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,54	0,52	0,56	0,56

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	15,5	11,5	18,5	18,3
Số ngày phải trả	32,4	25,1	38,5	36,4
Số ngày tồn kho	26,3	19,0	27,4	27,2

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,5%	4,1%	6,3%	6,3%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	2,0%	0,6%	2,2%	2,2%
Tỷ suất LNST	1,8%	0,6%	1,8%	1,8%
ROE	11,9%	6,8%	14,7%	14,3%
ROA	5,0%	2,7%	5,5%	5,3%
ROIC	8,6%	5,7%	11,4%	11,2%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	6.192	11.606	17.829	20.836
+ Đầu tư ngắn hạn	11.832	7.098	11.005	11.005
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	7.600	12.674	12.354	13.091
+ Hàng tồn kho	13.163	17.232	15.418	17.151
+ Tài sản ngắn hạn khác	2.517	1.560	1.210	1.283
Tài sản ngắn hạn	41.304	50.170	57.816	63.365
+ Các khoản phải thu dài hạn	27	30	28	29
+ Tài sản cố định	14.779	14.284	13.407	12.355
+ Bất động sản đầu tư	128	121	114	107
+ Tài sản dở dang dài hạn	587	557	557	557
+ Đầu tư dài hạn	5.290	6.499	4.499	4.499
+ Tài sản dài hạn khác	2.677	2.815	2.130	2.257
Tài sản dài hạn	23.488	24.305	20.734	19.805
Tổng Tài sản	64.791	74.476	78.550	83.170
+ Vay ngắn hạn	14.225	13.590	15.790	16.790
+ Nợ ngắn hạn khác	20.982	32.105	32.661	34.591
Nợ ngắn hạn	35.207	45.695	48.451	51.381
+ Vay dài hạn	1.144	823	723	673
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	180	175	100	106
Nợ dài hạn	1.324	998	824	779
Tổng nợ phải trả	36.531	46.693	49.274	52.160
+ Vốn cổ phần	12.939	12.939	12.939	12.939
+ Thặng dư vốn cổ phần	7.359	7.359	7.359	7.359
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3.474	2.706	3.747	5.028
+ Quỹ khác	4.489	4.779	5.231	5.684
Vốn chủ sở hữu	28.260	27.783	29.276	31.010
Tổng cộng nguồn vốn	64.791	74.476	78.550	83.170

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	36,4%	79,9%	-23,7%	6,0%
Tăng trưởng LNNT	107,6%	-33,6%	114,2%	5,7%
Tăng trưởng LNST	149,4%	-39,1%	120,9%	5,7%
Tăng trưởng VCSH	17,1%	-1,7%	5,4%	5,9%
Tăng trưởng Tổng tài sản	6,0%	14,9%	5,5%	5,9%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	29,3	30,6	15,6	14,6
P/B	2,7	1,7	2,02	1,92
EPS (VND/CP)	1.762	1.036	2.548	2.733
BVPS (VND/CP)	19.417	18.930	19.735	20.725

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lenthikim@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu – Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

Ngân hàng, BĐS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn