

Ngành Xăng dầu

Báo cáo lần đầu

26 tháng 9, 2017

Giá kỳ vọng **22.250**

Tổng Công ty dầu Việt Nam - PV Oil

Sau khi Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) niêm yết trên HSX vào giữa tháng 4/2017, nhà đầu tư quan tâm đến thị trường bán lẻ xăng dầu tại Việt Nam sẽ có thêm sự lựa chọn khi doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành là Tổng Công ty dầu Việt Nam (PVOil) dự kiến sẽ IPO vào cuối 2017. Sau đó, PVOil có kế hoạch niêm yết cổ phiếu tại Sở Giao dịch Chứng khoán trong nước ngay sau khi đáp ứng đủ điều kiện niêm yết và được các cơ quan có thẩm quyền chấp thuận niêm yết cổ phiếu theo quy định. IPO của PVOil được rất nhiều nhà đầu tư trông chờ do sự kiện này đánh dấu bước tiếp theo trong kế hoạch mở cửa dần thị trường xăng dầu trị giá khoảng 6 tỷ USD của Việt Nam. Vậy mức giá nào là mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PVOil?

Kết quả định giá của PVOil sẽ là 22.250 đồng/cổ phần nếu lấy PLX làm tham chiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh để xác định giá trị hợp lý của PVOil, trong đó đối tượng được sử dụng làm tham chiếu là PLX. Hiện nay, PLX và PVOil là hai doanh nghiệp dẫn đầu thị trường phân phối bán lẻ xăng dầu với thị phần lần lượt là khoảng 50% và 19%. Sau khi niêm yết, giá cổ phiếu PLX biến động tương đối mạnh, tăng 47,8% trong vòng 2 tháng đầu tiên (21/4/2017-26/6/2017) và sau đó ổn định kể từ cuối tháng 6 đến nay ở mức 63.000- 68.000 đồng/cổ phần. Chúng tôi cho rằng mức giá trong giai đoạn 3 tháng gần đây đã phản ánh tốt hơn yếu tố cung cầu tự nhiên của cổ phiếu cũng như kỳ vọng của nhà đầu tư về giá trị nội tại và triển vọng của PLX. Do vậy mà giá trị vốn hóa của PLX được chúng tôi sử dụng làm tham chiếu để xác định giá trị hợp lý của PVOil.

Vốn hóa của PLX theo giá đóng cửa ngày 25/9/2017 vào khoảng 74.859 tỷ đồng. Nếu xét tương quan giữa thị phần (thị phần của PLX là 50%, PV Oil là 19%) và quy mô vốn hóa thì giá trị vốn hóa của PVOil sẽ vào khoảng 28.848 tỷ VNĐ, tương đương với giá trị cổ phần là 29.740 đồng/cổ phần.

Định giá PVOil trên cơ sở tham chiếu với PLX

Công ty	PLX	PVOil
Khối lượng cổ phần	1.158.813.235	970.000.000
Giá cổ phần	64.600	29.740
Giá trị vốn hóa (VNĐ)	74.859.334.981.000	28.848.133.280.281
Doanh thu 2016	123.097.991.270.000	39.263.344.012.289
Thị phần	50%	19%
Số lượng của hàng COCOs	2.400	485

Tuy nhiên, mức giá này chưa tính đến sự khác biệt giữa PLX và PVOil về:

- ❑ **Tiềm năng tăng trưởng (điểm +):** PVOil là doanh nghiệp tăng trưởng nhanh nhờ vào chiến lược M&A, trong khi PLX gần như đã đạt tới ngưỡng giới hạn về thị phần.
- ❑ **Sự khác biệt về quy mô (điểm -):** Doanh nghiệp đầu ngành thường sẽ được định giá cao hơn các doanh nghiệp thứ 2.
- ❑ **Lợi thế hệ thống mạng lưới các cửa hàng xăng dầu (điểm -)** để phát triển mảng bán lẻ trong tương lai. Về điểm này, PLX có lợi thế hơn PVOil rất nhiều.

Bước tiếp theo, chúng tôi lần lượt điều chỉnh từng yếu tố này vào kết quả định giá ở phía trên của PVOil.

1/. Điều chỉnh cộng thêm cho tiềm năng tăng trưởng.

Xét đến sự khác biệt về tiềm năng tăng trưởng giữa PLX và PVOil, PLX sẽ chỉ tăng trưởng tương đương với tốc độ tăng trưởng của ngành xăng dầu vào khoảng 3-4%/năm, trong khi PVOil có thể đạt mức tăng trưởng tốt hơn nhờ mở rộng quy mô thông qua M&A (ước tính tăng trưởng bình quân ~10%/năm). Chúng tôi giả định PVOil sẽ cần khoảng 5 năm để đạt tới mức thị phần mục tiêu 23-25%, trong khi thị phần của PLX sẽ giảm nhẹ về mức 48,8%.

Thị phần ước tính của PLX và PVOil tới 2021								
Công ty	Tiêu chí	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PLX	Sản lượng nội địa (m ³ /tấn)	7.881.449	8.344.902	8.678.698	9.025.846	9.386.880	9.762.355	10.152.849
	Tăng trưởng (%)		5,9%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
	Thị phần (%)	49,3%	50,0%	49,8%	49,5%	49,3%	49,0%	48,8%
PVOil	Sản lượng nội địa (m ³ /tấn)	3.182.600	3.111.613	3.360.542	3.662.990	3.992.660	4.351.999	4.743.679
	Tăng trưởng (%)		-2,2%	8,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
	Thị phần (%)	19,9%	18,6%	19,3%	20,1%	21,0%	21,9%	22,8%

Giả sử vốn hóa của PLX tới 2021 cũng có sự điều chỉnh do thị phần giảm từ mức 50,0% về 48,8%, nếu tham chiếu giá trị của PVOil dựa trên sự so sánh tương quan về thị phần với PLX, giá trị vốn hóa hợp lý của PVOil sẽ tăng lên mức 34.312 tỷ đồng từ mức 28.848 tỷ đồng trước đó. Giá cổ phiếu kỳ vọng tương ứng sẽ là 35.373 đồng/cổ phần.

Tương quan giữa quy mô vốn hóa & thị phần PLX & PVOil				
Tiêu chí	PLX		PVOil	
	2017	2021	2017	2021
Thị phần	50%	49%	19%	23%
Vốn hóa kỳ vọng	74.859	73.437	28.848	34.312
Giá cổ phần kỳ vọng	64.600	63.372	29.740	35.373

2/. Điều chỉnh giảm cho sự khác biệt về quy mô.

Ở lần điều chỉnh này, chúng tôi thực hiện chiết khấu giảm giá trị đối với cổ phiếu PVOil do có sự khác biệt về định giá giữa công ty lớn thứ nhất và thứ 2 trong ngành. Khác biệt này thể hiện ở quy mô doanh thu và lợi thế hệ thống mạng lưới các cửa hàng xăng dầu (CHXD) để phát triển mảng bán lẻ trong tương lai.

Hiện tại PVOil sở hữu khoảng 485 cửa hàng COCOs với sản lượng bình quân tháng là 29.000 gallon so với khoảng 2.400 COCOs và 100.000 gallon/tháng của PLX. Do sự khác biệt về hệ thống mạng lưới và vị trí thuận lợi của các cửa hàng xăng dầu, giá trị gia tăng đến từ mảng bán lẻ trong tương lai của PVOil cũng sẽ thấp hơn so với PLX.

Tiếp đó, chúng tôi tiến hành nghiên cứu các thị trường trong khu vực để xác định mức premium mà thị trường sẵn sàng trả cho các công ty đứng đầu so với các công ty đứng thứ 2 và thứ 3 trên thị trường. Các thị trường mà chúng tôi nghiên cứu bao gồm Malaysia, Thái Lan, Philippines, Ấn Độ, kết quả cho thấy các công ty đứng đầu thị trường bán lẻ xăng dầu thường có mức Price to Sales (P/S) cao hơn so với công ty đứng thứ 2 và thứ 3 trên thị trường khoảng 1,59 lần. Mức premium này đã bao gồm sự khác biệt cả về quy mô lẫn hệ thống cửa hàng bán lẻ.

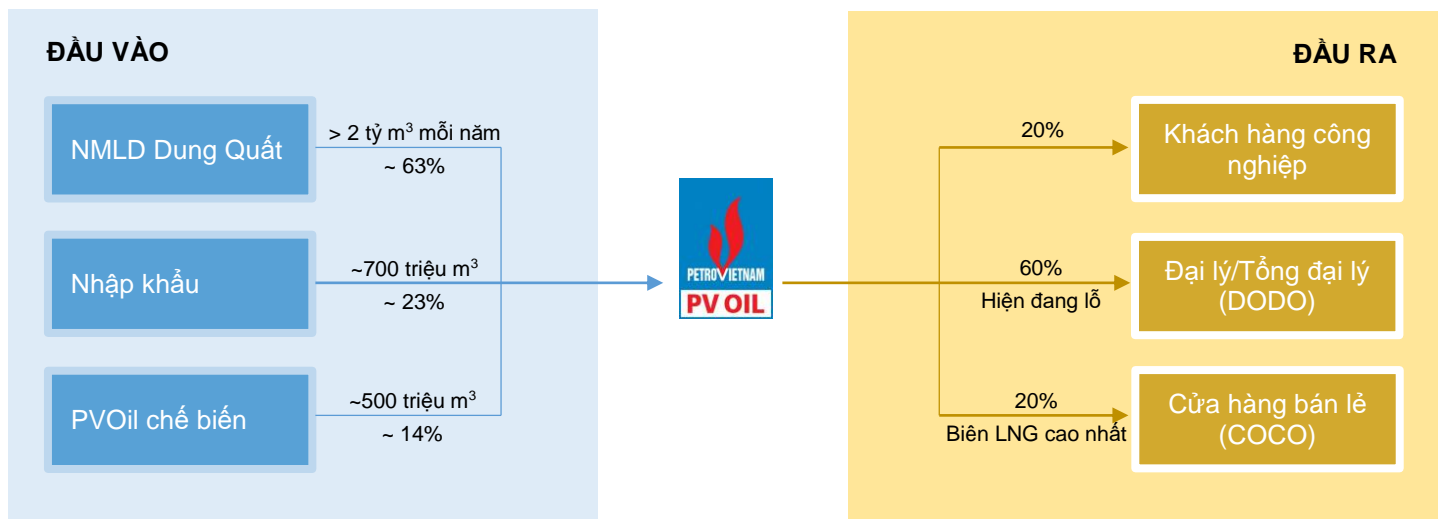
Premium giữa công ty đầu ngành và công ty đứng thứ 2 trong ngành bán lẻ xăng dầu									
Quốc gia	Công ty	EV/EBITDA	P/S	Thị phần	Vị trí	Số CHXD	Chênh lệch EV/EBITDA	Chênh lệch P/S	Bình quân
Malaysia	Petronas Dagangan	13,55	0,98	30%	1	1.064	3,39	3,50	3,44
	Petron	4	0,28	17%	3	569			
Thailand	PTT TB	7,5	0,54	40%	1	1.825	1,17	1,64	1,40
	Bangchak	6,4	0,33	14%	2	1.075			
Philippines	Petron Corp	6,65	0,24	30%	1	2.200	0,76	0,31	0,54
	Pilipinas Shell	8,72	0,77	23%	2	1.000			
Ấn Độ	Indian Oil	8,15	0,61	47%	1	23.993	0,77	1,17	0,97
	Bharat Petrol	10,59	0,52	27%	2	13.439			
Trung bình							1,52	1,66	1,59

Nếu áp dụng mức chiết khấu này, vốn hóa của PVOil sẽ giảm xuống còn 20.670 tỷ VNĐ, tương ứng với giá trị hợp lý đối với mỗi cổ phần của PVOil là **22.250 đồng/cổ phần**. Mức giá này tương đương với P/S là 0,34 lần và EV/EBITDA 19,5 lần.

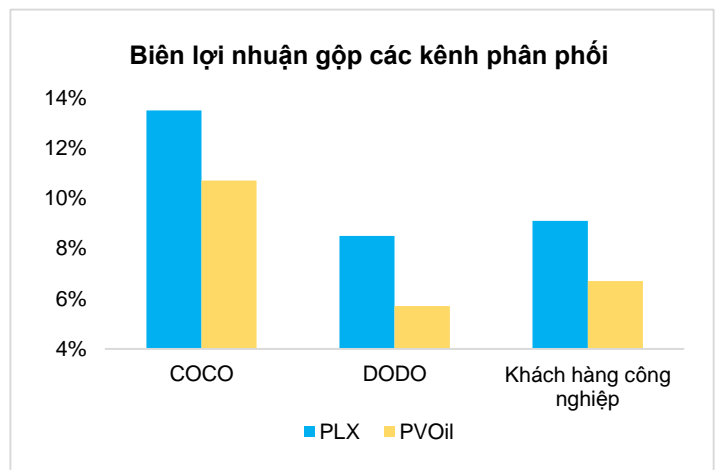
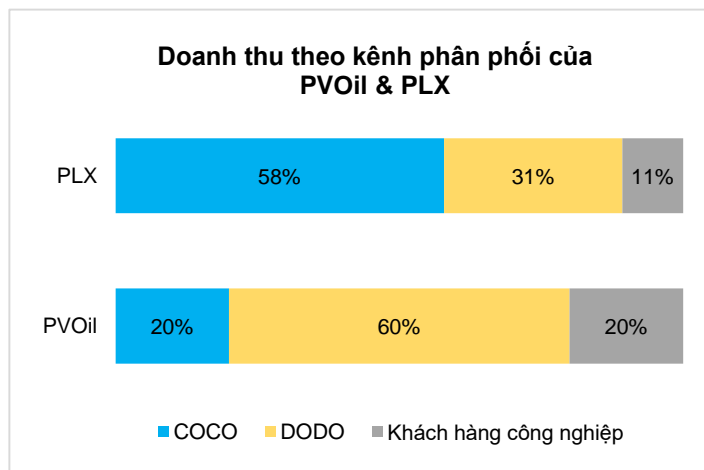
Định giá PVOil sau khi đã điều chỉnh theo tiềm năng tăng trưởng, quy mô & lợi thế điểm bán lẻ		
Tiêu chí	PLX	PV Oil
Vốn hóa hiện tại (tỷ VNĐ)	74.859	28.848
Vốn hóa đã điều chỉnh lại theo tiềm năng tăng trưởng (tỷ VNĐ)	73.437	34.312
Vốn hóa đã điều chỉnh lại theo quy mô & lợi thế điểm bán lẻ (tỷ VNĐ)	73.437	20.670
Giá trị cổ phần điều chỉnh lại (đồng/cổ phần)	64.600	22.250

Mô hình kinh doanh của PVOil hiện chưa được tối ưu như PLX

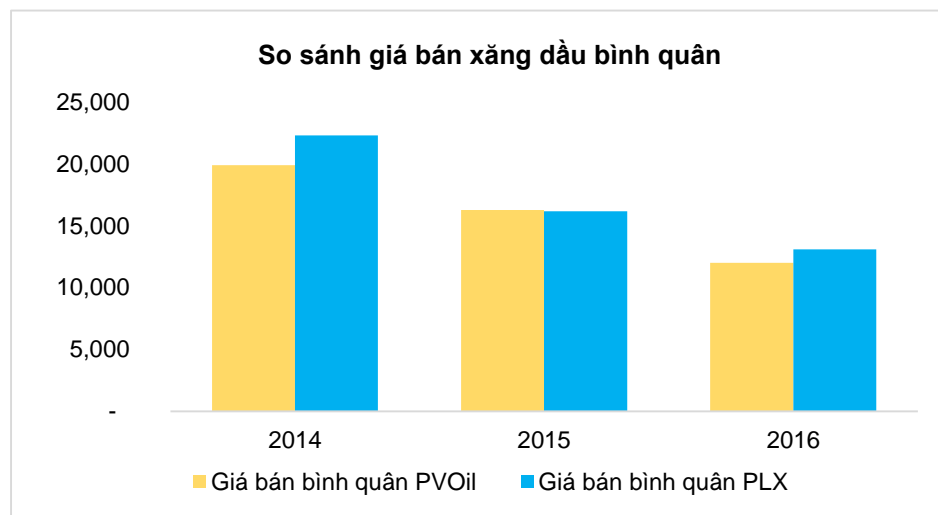
Đầu ra đối với sản phẩm xăng dầu của PVOil chủ yếu được phân phối qua kênh DODO là kênh phân phối có biên lợi nhuận thấp. Là đơn vị trực thuộc Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam, PVOil chủ yếu phục vụ các khách hàng công nghiệp (20%) và bán hàng qua hệ thống đại lý/tổng đại lý-DODO (60%). Kênh bán lẻ của PVOil chỉ đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu (so với mức gần 60% của PLX). Trong ba kênh phân phối, kênh đại lý/tổng đại lý là kênh có biên lợi nhuận thấp nhất do mức chiết khấu áp dụng đối với các đại lý/tổng đại lý cao hơn. Kênh bán buôn trực tiếp cho khách hàng công nghiệp có biên lợi nhuận cao hơn kênh DODO khoảng 0,5-1%. Kênh bán lẻ qua hệ thống COCO có biên lợi nhuận cao hơn DODO khoảng 4-5%. Hiện tại, PVOil chỉ có lợi nhuận từ phần phân phối qua kênh bán lẻ tại các cửa hàng xăng dầu COCO và khách hàng công nghiệp, chịu lỗ từ kênh phân phối qua DODO.



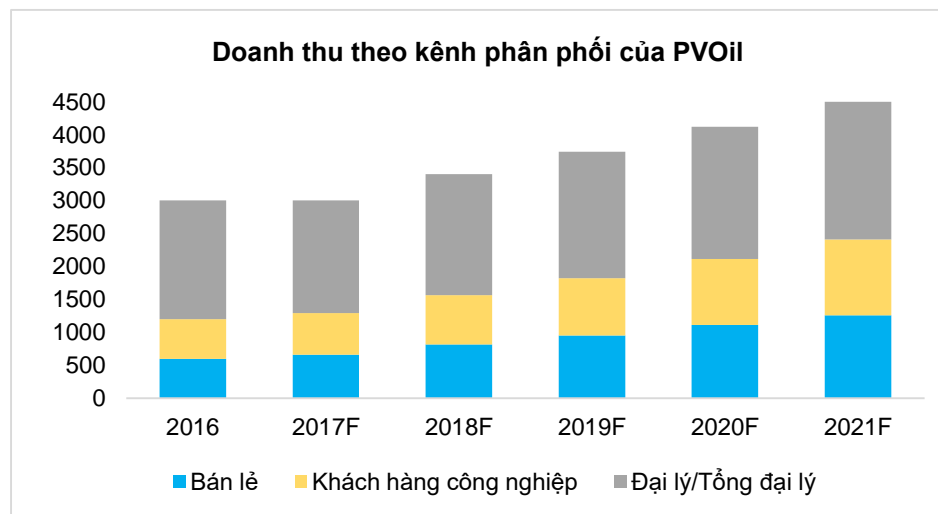
Sự khác biệt trong hệ thống phân phối khiến cho biên lợi nhuận của PLX thường xuyên cao hơn so với PV Oil.



Cũng do sự khác biệt trong cơ chế bán hàng (tỷ trọng doanh thu bán lẻ cao hơn) khiến cho giá bán bình quân của PLX cao hơn PVOil khoảng 9%.

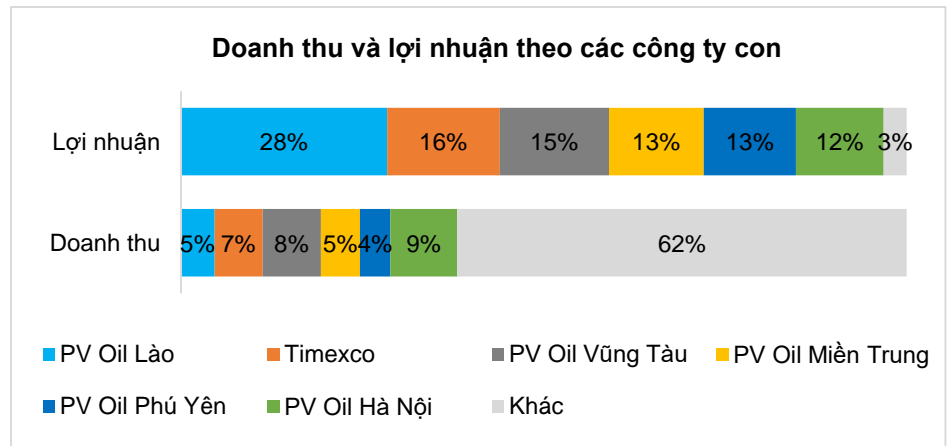


Trong tương lai, PVOil đặt kế hoạch dịch chuyển cơ cấu bán hàng sang kênh phân phối trực tiếp với việc phát triển hệ thống cửa hàng xăng dầu, tỷ trọng phân phối qua kênh bán lẻ dự kiến sẽ đạt 28% vào năm 2021. Việc chuyển dịch cơ cấu bán hàng này có thể giúp PVOil dần cải thiện khả năng sinh lời.



Mạng lưới bán lẻ trải dài toàn quốc nhưng hệ thống kho chứa chủ yếu tập trung ở phía Nam. Hiện tại, hệ thống 485 cửa hàng của PVOil được phân bố khá đồng đều với 183 cửa hàng ở phía Bắc, 149 ở miền Trung và 153 cửa hàng ở phía Nam. Tuy nhiên, hệ thống kho chứa của PVOil với 9 tổng kho chính và 25 kho trung chuyển chủ yếu nằm ở phía Nam. Hệ thống các kho ở phía Nam chiếm khoảng 70% công suất của PVOil. Điều này sẽ làm tăng đáng kể chi phí vận chuyển đối với PVOil. Hiện tại, PVOil đang đầu tư vào dự án kho xăng dầu Nghi Sơn để chuẩn bị cho việc nhập hàng từ NMLD Nghi Sơn. Điều này sẽ giúp PVOil có cơ hội mở rộng hơn thị trường phía Bắc cũng như tiết kiệm chi phí vận chuyển trong những năm tới.

Doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ các thành phố lớn. Xét về cơ cấu doanh thu theo khu vực của PVOil, các thành phố lớn như Hà Nội, Vũng Tàu, Sài Gòn mỗi thành phố đóng góp bình quân khoảng 9-10% tổng doanh thu và các thành phố nhỏ hơn như Hải Phòng, Nam Định, Phú Yên... mỗi thành phố đóng góp khoảng 2-3% doanh thu.



Cơ chế mua nguyên liệu cũng có sự khác biệt giữa PLX và PVOil

Điều này do hơn 60% nguồn nguyên liệu hiện nay của PVOil được mua từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Sản phẩm xăng dầu của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đang được bán cho các thương nhân đầu mối theo cùng công thức tính giá và tương đương với mặt hàng xăng dầu nhập khẩu tại cùng thời điểm. Thuế nhập khẩu được sử dụng là thuế suất theo MFN. Tuy nhiên, trong năm 2015 và 2016, có sự chênh lệch trong thuế suất thuế nhập khẩu giữa MFN và các Hiệp định thương mại tự do như trong bảng dưới đây:

Biểu thuế nhập khẩu xăng dầu tại các thị trường						
Sản phẩm	MFN cũ	MFN mới (18/3/2016)	ASEAN (ATIGA)	Việt Nam - Hàn Quốc	Asean - China	Dung Quất
Xăng	20%	20%	20%	10%	20%	20%
Dầu diesel (DO)	10%	7%	0%	5%	8%	7%
Mazut (FO)	10%	7%	0%	0%	5%	7%
Dầu hỏa	13%	7%	0%	5%	10%	7%
Nhiên liệu bay	10%	7%	0%	5%	15%	7%

Theo đó, thuế suất thuế nhập khẩu dùng để tính giá bán của Dung Quất vẫn là mức thuế MFN, trong khi thuế suất thuế nhập khẩu thực tế được áp dụng khi các thương nhân đầu mối nhập khẩu sản phẩm xăng dầu lại thấp hơn khá nhiều. Như biểu thuế nhập khẩu xăng dầu từ thị trường Hàn Quốc chỉ bằng một nửa biểu thuế trong MFN. Như vậy, trong năm 2015-2016 khi PLX được hưởng lợi từ thuế suất thuế nhập khẩu tương đối thấp (đối với khoảng 70% nguyên liệu nhập khẩu) thì phần mà PVOil được hưởng lợi ít hơn khá nhiều (nhập khẩu 23% nguyên liệu). Phần nguyên liệu mua từ nhà máy lọc dầu Dung Quất (khoảng 63%) vẫn bị áp thuế nhập khẩu 20%

Năm 2017 PVOil có thể đạt biên lợi nhuận tốt hơn do không còn áp dụng thu điều tiết với NMLD Dung Quất. Kể từ 1/1/2017, theo Quyết định 1752/2016/QĐ-TTg, cơ chế thu điều tiết với NMLD Dung Quất sẽ được bãi bỏ. Theo đó, giá bán ra của NMLD Dung Quất sẽ không còn phải cộng thêm khoản thuế nhập khẩu là 20% đối với xăng và 7% đối với dầu hỏa và do đó, NMLD Dung Quất sẽ có mức giá tương đối cạnh tranh so với hàng nhập khẩu. Bên cạnh đó, việc nhập hàng từ Dung Quất có một số lợi thế hơn so với hàng nhập khẩu như chi phí vận chuyển thấp hơn, rủi ro chênh lệch tỷ giá được hạn chế,... Với phần lớn nguồn nguyên liệu được nhập từ Dung Quất, PVOil có thể cải thiện được biên lợi nhuận gộp trong năm 2017. Trong kịch bản giá bán ra của Dung Quất có thể giảm được khoảng 5% thì biên lợi nhuận gộp của PVOil có thể cải thiện lên mức 8-10% từ mức 6-7% của năm 2015 và 2016.

Cơ chế tính giá đối với NMLD Dung Quất				
Thời điểm	Thuế suất thuế NK áp dụng đối với Dung Quất	Mức ưu đãi (phần Dung Quất được hưởng)	Thu điều tiết (phần Dung Quất phải nộp NSNN)	Căn cứ
7/2012 - 8/2016	20%	7%	13%	QĐ 952/QĐ-TTg QĐ 138/QĐ-TTg QĐ 2286/QĐ-TTg
9/2016 - 12/2016	10%	0%	10%	QĐ 1752/QĐ-TTg
Từ 1/1/2017	0%	0%	0%	QĐ 1752/QĐ-TTg

Lợi thế từ việc bãi bỏ thu điều tiết với NMLD Dung Quất sẽ bị hạn chế khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động từ 2018

Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ năm 2018. Cơ chế tài chính đối với Nghi Sơn chưa được quy định cụ thể, tuy nhiên, theo hợp đồng giữa PVN và NMLD Nghi Sơn, dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn được áp giá bán buôn các sản phẩm của mình tại cổng nhà máy bằng với giá xăng dầu nhập khẩu và được cộng thêm vào giá bán thuế nhập khẩu 7% với các sản phẩm xăng dầu, 3% đối với các sản phẩm hóa dầu. PVN chịu trách nhiệm bao tiêu sản phẩm của Nghi Sơn và bù lỗ cho Nghi Sơn trong trường hợp thuế suất thuế nhập khẩu giảm xuống thấp hơn mức ưu đãi. Như vậy, nhiều khả năng NMLD Nghi Sơn cũng sẽ áp dụng mức ưu đãi 7%/5%/3% đối với sản phẩm xăng, LPG và hóa dầu và chịu mức thu điều tiết là phần chênh lệch giữa mức thuế nhập khẩu và mức ưu đãi giống như Dung Quất trước đây. Trong trường hợp đó, giá bán của Nghi Sơn sẽ trở nên kém cạnh tranh hơn và việc PVN có cam kết bao tiêu sản phẩm đối với NMLD Nghi Sơn sẽ có ảnh hưởng khá lớn đến PVOil.

Theo như tiến độ trước đây là Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có sản phẩm vào khoảng tháng 6-7/2017 và như vậy PVOil có kế hoạch nhập khoảng 50% từ Dung Quất và 50% từ Nghi Sơn trong 6 tháng cuối năm.

Kế hoạch nguồn nguyên liệu của PVOil trong trường hợp Nghi Sơn có sản phẩm vào tháng 6/2017		
Nguồn	1H2017	2H2017
Dung Quất	930.000 ± 10%	450.000 – 500.000 ± 10%
Nghi Sơn	0	450.000 – 500.000 ± 10%
Tổng cộng	930.000 ± 10%	900.000 – 1.000.000 ± 10%

Đặc biệt là không loại trừ khả năng PVOil phải đẩy mạnh việc nhập từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn so với Dung Quất do theo thiết kế dự án thì các sản phẩm của Nghi Sơn sẽ đáp ứng tiêu chuẩn Euro 4 đối với toàn bộ xăng sản xuất và khoảng 40% sản lượng dầu diesel trong khi Dung Quất mới chỉ đáp ứng Euro 3 với xăng A95 và Euro 2 với xăng A92 và dầu DO. Trong khi đó, theo Quyết định 49/2011/QĐ-TTg và Thông báo 126/TB-VPCP ngày 10/03/2017, các loại xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải áp dụng tiêu chuẩn khí thải mức 4 từ 1/1/2017 và mức 5 từ 1/1/2022.

Mặc dù toàn bộ các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đều có thể bị ảnh hưởng tiêu cực, nhưng chúng tôi cho rằng ảnh hưởng đối với PVOil sẽ lớn hơn và trong trường hợp tỷ trọng nhập khẩu từ Nghi Sơn càng lớn thì biên lợi nhuận của PVOil sẽ chịu tác động tiêu cực nhiều hơn.

Tăng trưởng nhanh về doanh thu thông qua M&A

Mặc dù đang ở vị trí thống lĩnh thị trường, PLX chịu giới hạn về tăng trưởng doanh thu ở mức tăng trưởng bình quân của thị trường, khoảng 4%/năm cho giai đoạn 2017-2021. Tiềm năng tăng trưởng của PVOil lớn hơn nhiều với chiến lược mở rộng thị phần nhanh thông qua M&A các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu nhỏ lẻ. PLX sẽ không thực hiện được việc này do thị phần hiện tại đã ở mức 48-50% và Luật cạnh tranh cấm việc mua bán sáp nhập giữa hai doanh nghiệp nếu thị phần sau khi sáp nhập trên 50%. Chiến lược này trong quá khứ cũng đã giúp PVOil nhanh chóng đạt được gần 20% thị phần sau 9 năm thành lập. Trong 6 tháng đầu năm 2017, tổng sản lượng của PVOil tăng trưởng 6% trong khi PLX không có tăng trưởng.

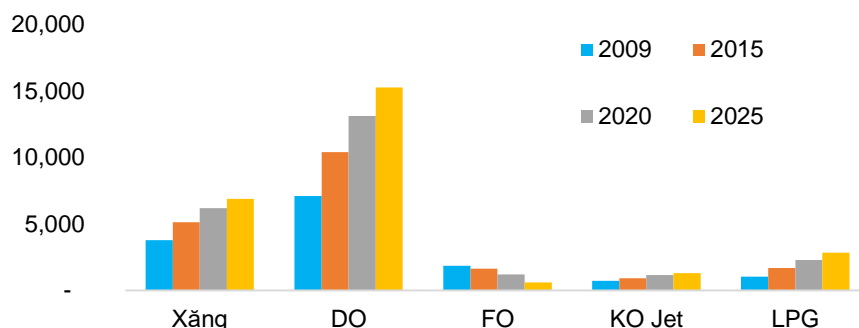
Dự báo 2017

Chúng tôi dự báo năm 2017, PVOil đạt 44.096 tỷ đồng doanh thu và 534 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 12% và -5% yoy.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 (tỷ VNĐ)			
Tiêu chí	2016	2017F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu thuần	39.263	44.096	12% Sản lượng. Nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu dự báo tăng trưởng bình quân khoảng 4,5%/năm trong giai đoạn 2020-2025. Do vậy, chiến lược mở rộng thị phần thông qua M&A của PVOil sẽ gặp nhiều thuận lợi. Với kế hoạch mở thêm khoảng 50 cửa hàng xăng dầu mới trong 2017 và sản lượng tiêu thụ bình quân tại mỗi cửa hàng là khoảng 106.000 lít/tháng, chúng tôi ước tính sản lượng của PVOil sẽ tăng trưởng khoảng 8% trong năm 2017.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu

Nguồn: BVSC thu thập



Giá bán lẻ. Theo các dự báo tổng hợp từ Bloomberg, giá dầu WTI năm 2017 dự báo đạt khoảng 50 USD/thùng, bình quân tăng khoảng 16,3% so với mức giá bình quân trong năm 2016 (43 USD/thùng). Dựa trên mô hình hồi quy giữa giá WTI và giá Platts, mức giá WTI 50 USD/thùng tương đương với giá Platts khoảng 63,1 USD/thùng. Mức này tương đương với giá cơ sở là 17.463 đồng/lít, tăng khoảng 11% so với năm 2016. Mức giá bán lẻ trong năm 2017 do vậy chúng tôi giả định tăng tương ứng khoảng 11%.

Doanh thu mảng ủy thác kinh doanh xăng dầu, cho thuê kho,... dự báo tiếp tục ổn định ở mức 187 tỷ VNĐ.

Giá vốn hàng bán	36.562	40.710	11%	Chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp của PVOil năm 2017 được cải thiện lên mức 7,6% nhờ mức giá đầu vào cạnh tranh hơn từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Trong năm 2017, NMLD Dung Quất nghỉ bảo dưỡng 52 ngày từ 5/6/2017 đến 26/7/2017 và 20 ngày dự phòng, do đó, chúng tôi giả định sản lượng mua từ Dung Quất sẽ giảm khoảng 20% và do đó, tỷ trọng đầu vào nhập từ Dung Quất giảm xuống còn 45%. Giá bán của NMLD Dung Quất được giả định thấp hơn giá nhập khẩu khoảng 3% để cân đối lợi nhuận cho nhà máy và đảm bảo tính cạnh tranh so với hàng nhập khẩu.
Chi phí bán hàng và quản lý DN	2.178	2.623	20%	Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự báo tăng trưởng 20% do PVOil có kế hoạch mở 50 cửa hàng trong năm 2017, trong khi chỉ mở khoảng 6 cửa hàng trong năm 2016.
LNST	565	534	-5%	
EPS	458	449	-5%	

Khuyến nghị đầu tư

PVOil là doanh nghiệp đứng thứ hai trên thị trường kinh doanh xăng dầu tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng về mạng lưới rất mạnh trong những năm vừa qua. Chỉ trong vòng 9 năm, thông qua M&A, PVOil đã phát triển được một hệ thống phân phối rộng khắp cả nước cũng như cơ sở hạ tầng phục vụ cho việc kinh doanh xăng dầu. Mặc dù sức mạnh tài chính, hiệu quả hoạt động cũng như khả

năng sinh lời của PVOil còn kém hơn hẳn so với doanh nghiệp đứng đầu là PLX, tốc độ tăng trưởng trong tương lai của PVOil được dự báo sẽ tốt hơn nhiều so với PLX. Hiệu quả hoạt động được cải thiện sau khi cổ phần hóa cũng như chuyển dịch cơ cấu bán hàng là những yếu tố cho thấy triển vọng dài hạn khả quan của PVOil.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Thu Hà** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientdunghb@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

ngokim.thanh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888