

Petrolimex (PLX)

Hưởng lợi từ xu hướng ngành

09/12/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

KQKD trong 3Q2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi diễn biến giá dầu

Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 3Q2024 suy giảm lần lượt 11.2% và 9.1% yoy, chủ yếu do giá dầu Brent và giá xăng châu Á giảm mạnh lần lượt 13.6 và 18.9% yoy. Các lần điều chỉnh tăng chi phí định mức trong tháng 7/2023 và tháng 7/2024 giúp biên lợi nhuận gộp 9M2024 cải thiện so với cùng kỳ.

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được hưởng lợi từ sự hồi phục của nền kinh tế nói chung. PVN dự báo tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu toàn quốc sẽ đạt CAGR 4.0% trong giai đoạn 2022-2030F. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng “ô tô hóa” và tăng trưởng lưu lượng vận tải hàng không có thể hỗ trợ nhu cầu xăng dầu.

Dự thảo 4 Nghị định về Kinh doanh xăng dầu giúp cải thiện môi trường kinh doanh cho các doanh nghiệp đầu mối

Với dự thảo 4, các thương nhân đầu mối và phân phối được tăng quyền quyết định giá bán lẻ. Chi phí kinh doanh định mức dự kiến sẽ được điều chỉnh hàng năm để phù hợp với biến động của chỉ số CPI. Quyền lực đàm phán của các thương nhân đầu mối cũng sẽ có thể được gia tăng đáng kể khi các thương nhân bán lẻ bị giới hạn lựa chọn nguồn cung.

Lợi thế cạnh tranh áp đảo sẽ giúp Petrolimex là đơn vị hưởng lợi nhất từ diễn biến ngành

PLX là đầu mối có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực xăng dầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững nhờ vào cơ sở hạ tầng vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Chúng tôi kỳ vọng các lợi thế trên sẽ giúp PLX duy trì vị thế và trở thành doanh nghiệp hưởng lợi mạnh nhất từ các diễn biến tích cực toàn ngành.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 48,000 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PLX với mức giá mục tiêu năm 2025 là 48,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 19.6% so với giá đóng cửa ngày 09/12/2024. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 6.2%.

Mua thay đổi

Giá mục tiêu	48,000
Tăng/giảm (%)	19.6%
Giá hiện tại (09/12/2024)	VND 40,150
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 49,400
Vốn hóa thị trường	51.0/2.0
(nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	41.7/1.7
Sở hữu nước ngoài (%)	17.9%
Cổ đông lớn	CMSC (77.0%)

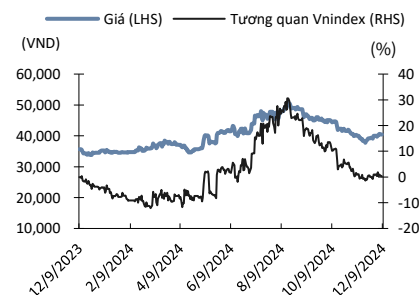
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.0	-12.9	-2.5	13.5
Tương đối	-0.4	-13.1	-1.2	0.5

Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	304,064	273,979	279,134	289,881
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	997	2,175	2,913	4,068
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	1,450	2,834	2,841	3,767
EPS (VND)	1,497	2,422	2,428	3,220
Tăng trưởng EPS (%)	-39.1	61.8	0.3	32.6
P/E (x)	26.8	16.6	16.5	12.5
P/B (x)	1.8	1.7	1.7	1.6
ROE (%)	6.8	10.5	10.3	13.0
Tỷ suất cổ tức (%)	6.3	4.1	6.1	6.2

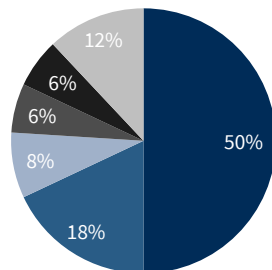
Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Thị phần các thương nhân đầu mối xăng dầu tại Việt Nam

■ PLX ■ OIL ■ TLP ■ Saigon Petro ■ Mipco ■ Khác



Nguồn: PLX, OIL, TLP, VESS, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) được thành lập vào năm 1995. Lĩnh vực kinh doanh chính của Petrolimex là kinh doanh xăng dầu (chiếm 96.6% doanh thu năm 2023). Hiện Petrolimex là nhà cung ứng lớn nhất cho tất cả các loại sản phẩm xăng dầu trên thị trường nội địa.

Điểm nhấn đầu tư

Sản lượng tiêu thụ xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam được hưởng lợi từ sự hồi phục của nền kinh tế, xu hướng “ô tô hóa” và tăng trưởng lưu lượng vận tải hàng không.

Dự thảo 4 Nghị định về Kinh doanh xăng dầu giúp cải thiện môi trường kinh doanh. Các thương nhân đầu mối được quyết định giá bán lẻ, chi phí kinh doanh định mức được điều chỉnh theo CPI, sức mạnh đàm phán với các nhà bán lẻ được gia tăng.

Lợi thế cạnh tranh áp đảo sẽ giúp Petrolimex là đơn vị hưởng lợi nhất từ diễn biến ngành. PLX sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững nhờ vào cơ sở hạ tầng vượt trội so với các đối thủ trong ngành.

Chú thích

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

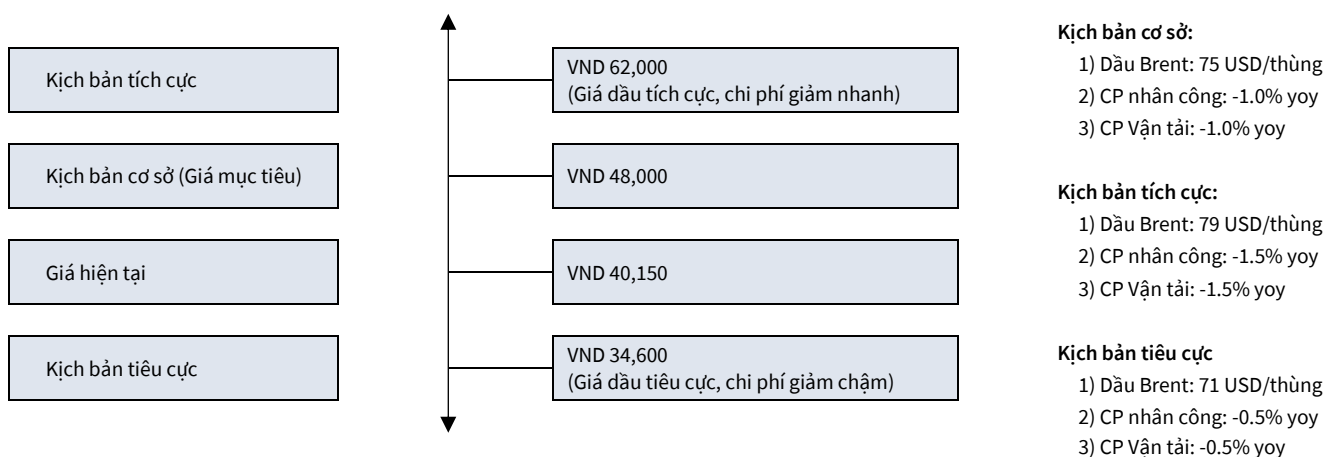
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	279,134	289,881	N/A	N/A	281,142	280,457	-1%	3%
EBIT	2,912	4,068	N/A	N/A	3,294	3,366	-12%	21%
LNST công ty mẹ	2,841	3,767	N/A	N/A	3,153	3,680	-10%	2%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

KQKD trong 3Q2024 bị ảnh hưởng tiêu cực bởi diễn biến giá dầu

Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 3Q2024 suy giảm lần lượt 11.2% và 9.1% yoy, chủ yếu do giá dầu Brent và giá xăng châu Á giảm mạnh lần lượt 13.6 và 18.9% yoy. Các lần điều chỉnh tăng chi phí định mức trong tháng 7/2023 và tháng 7/2024 giúp biên lợi nhuận gộp 9M2024 cải thiện so với cùng kỳ.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q3/2023	Q3/2024	+/-%YoY	9M2023	9M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	72,414	64,324	-11.2%	205,596	213,267	3.7%	Giá dầu Brent trong 3Q2024 giảm mạnh so với cùng kỳ Giá dầu giảm mạnh ảnh hưởng tiêu cực tới lợi nhuận gộp trong 3Q2024. Tuy nhiên, BLNG 9M2024 nhìn chung vẫn cải thiện nhờ chi phí kinh doanh định mức được điều chỉnh
Lợi nhuận gộp	3,780	3,436	-9.1%	11,270	12,727	12.9%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>5.2%</i>	<i>5.3%</i>		<i>5.5%</i>	<i>6.0%</i>		
Thu nhập tài chính	1,189	496	-58.3%	2,135	1,376	-35.5%	
Chi phí tài chính	627	232	-63.1%	1,365	980	-28.2%	Thoái vốn khỏi công ty liên kết là PGBank từ 3Q2023
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	137	109	-20.4%	480	385	-19.7%	
SG&A	3,325	3,587	7.9%	9,517	10,485	10.2%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,153	223	-80.7%	3,003	3,023	0.7%	
Thu nhập khác	27	19	-31.1%	79	162	104.1%	
Lợi nhuận trước thuế	1,180	241	-79.6%	3,082	3,185	3.3%	
Lợi nhuận sau thuế	729	130	-82.1%	2,288	2,538	10.9%	
LNST công ty mẹ	738	66	-91.1%	2,171	2,338	7.7%	
<i>Biên LNST</i>	<i>1.0%</i>	<i>0.1%</i>		<i>1.1%</i>	<i>1.1%</i>		
Giá xăng RON 95 châu Á (USD/thùng)	107.4	87.1	-18.9%	99.6	95.7	-3.9%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	89.2	77.1	-13.6%	82.6	82.2	-0.4%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

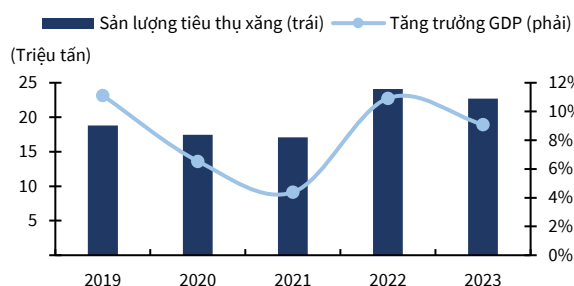
Luận điểm đầu tư

1. Sản lượng tiêu thụ xăng dầu còn nhiều dư địa tăng trưởng trong dài hạn

Tiêu thụ xăng dầu toàn quốc hưởng lợi nhờ hồi phục kinh tế

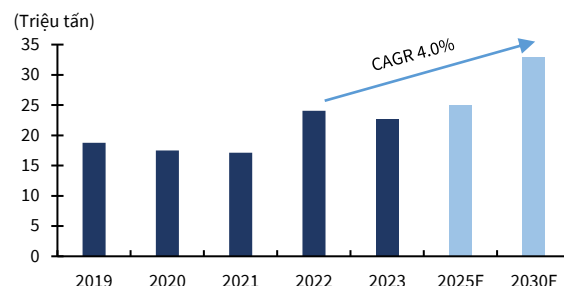
Triển vọng tiêu thụ xăng dầu toàn thị trường Việt Nam phụ thuộc nhiều vào tăng trưởng nền kinh tế. IMF dự báo tăng trưởng GDP Việt Nam sẽ đạt mức CAGR 8.5% trong giai đoạn 2022-2030F. PVN dự báo tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu toàn quốc sẽ đạt CAGR 4.0% trong cùng giai đoạn. Chúng tôi đánh giá triển vọng tiêu thụ xăng dầu toàn ngành là tích cực trong dài hạn.

Biểu đồ 2. Tương quan giữa sản lượng tiêu thụ xăng dầu và tăng trưởng kinh tế



Nguồn: Tổng Cục Thống kê, Bộ Công Thương, PVN, KBSV

Biểu đồ 3. Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ xăng dầu dự báo

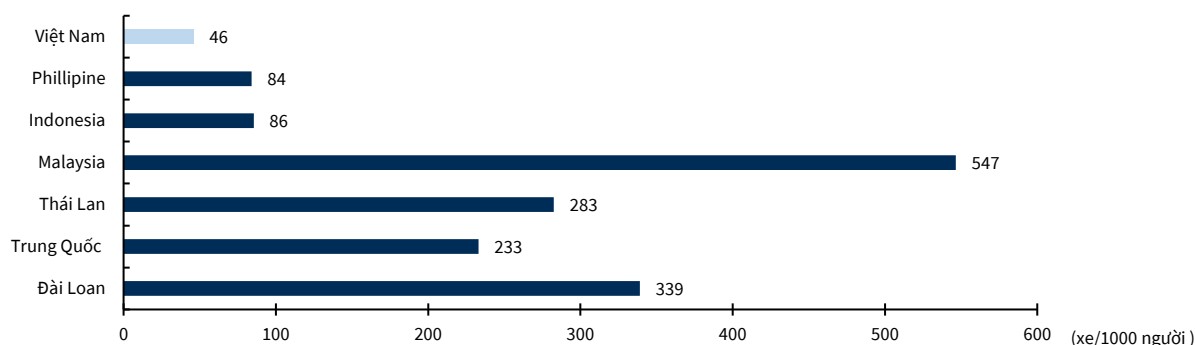


Nguồn: Bộ Công Thương, PVN, KBSV

Xu hướng gia tăng sở hữu xe ô tô kỳ vọng sẽ thúc đẩy tiêu thụ xăng dầu

Tỷ lệ sở hữu xe ô tô cá nhân tại Việt Nam đang ở mức rất thấp trong khu vực. Trong khi đó, IMF dự báo tốc độ tăng trưởng thu nhập bình quân đầu người tại Việt Nam sẽ đạt CAGR 7.8% và tỷ lệ đô thị hóa sẽ tăng từ 39% lên 44% trong giai đoạn 2022-2030F. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng vào xu hướng “ô tô hóa” khi ô tô dần thay thế xe máy trong dài hạn do mức sống của cư dân tại Việt Nam ngày càng được nâng cao cùng với cơ sở hạ tầng được cải thiện. Việc gia tăng sở hữu ô tô cá nhân có thể hỗ trợ nhu cầu xăng dầu do mức độ tiêu thụ của ô tô lớn hơn nhiều so với xe máy trên cùng một quãng đường.

Biểu đồ 4. Tỷ lệ sở hữu xe ô tô/1000 người tại Việt Nam so với khu vực

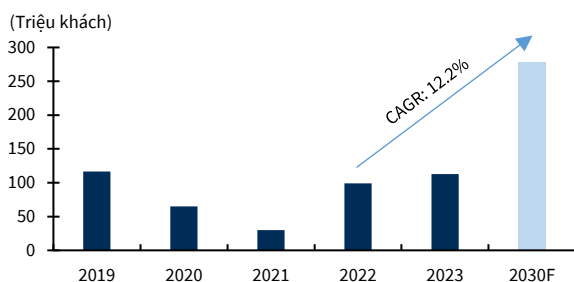


Nguồn: KBSV ước tính

Tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng không có tác động tích cực tới nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu bay

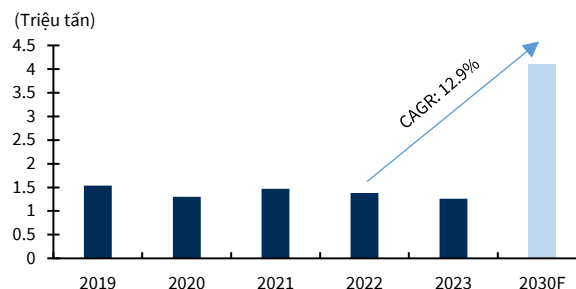
Cục Hàng không Việt Nam (CAAV) dự báo tăng trưởng nhu cầu vận tải hành khách và hàng hóa qua đường hàng không tại Việt Nam đạt mức CAGR lần lượt 12.2% và 12.9% trong giai đoạn 2022-2030F. Nhìn chung, triển vọng tăng trưởng kinh tế, tăng trưởng thu nhập bình quân và tiến độ mở rộng cơ sở hạ tầng đang diễn biến theo hướng có lợi cho toàn ngành vận tải hàng không. Tăng trưởng lưu lượng vận tải hàng không kỳ vọng sẽ hỗ trợ nhu cầu tiêu thụ nhiên liệu bay tại Việt Nam trong dài hạn.

Biểu đồ 5. Dự báo tăng trưởng nhu cầu vận tải hành khách đường hàng không tại Việt Nam



Nguồn: ACV, CAAV, KBSV

Biểu đồ 6. Dự báo tăng trưởng nhu cầu vận tải hàng hóa đường hàng không tại Việt Nam



Nguồn: ACV, CAAV, KBSV

2. Dự thảo 4 Nghị định về Kinh doanh xăng dầu giúp cải thiện môi trường kinh doanh cho các doanh nghiệp đầu mối

Tăng khả năng tự quyết trong việc điều chỉnh giá bán

Theo dự thảo, có 2 phương án đưa ra để quy định về cơ chế giá bán lẻ gồm (1) các thương nhân đầu mối và phân phối được toàn quyền quyết định giá bán lẻ đầu ra theo tình hình thị trường hoặc (2) các thương nhân đầu mối và phân phối được tăng tính linh hoạt về giá trong khuôn khổ nhà nước quản lý. Với phương án (1) các thương nhân sẽ có lợi thế lớn khi một mặt có thể chủ động giảm giá bán để nâng cao thị phần, mặt khác có thể nâng giá bán tại các khu vực ít cạnh tranh nhằm tối đa hóa lợi nhuận. Với phương án (2) chính phủ chỉ còn điều hành giá trần bán lẻ xăng dầu thay vì toàn bộ giá cơ sở như trước đây. Các thương nhân được tự do quyết định giá bán lẻ miễn là đảm bảo thấp hơn mức giá trần chính phủ đặt ra. Tóm lại, cả 2 phương án đều sẽ có tác động tích cực khi giá bán lẻ sẽ phản ánh giá đầu vào kịp thời hơn do không còn phải chờ chính phủ điều chỉnh giá như hiện tại.

Tăng khả năng chuyển ngang các biến động chi phí vận hành vào giá bán

Chi phí kinh doanh định mức cho xăng giữ nguyên ở mức 1,050 VND/lít từ năm 2014 tới năm 2023 và chỉ mới điều chỉnh lên mức 1,140 VND/lít (+8.6%) từ năm 2024. Việc chi phí định mức giữ cố định trong khi các chi phí thực tế (giá đầu vào, giá cước vận tải, chênh lệch tỷ giá...) biến động mạnh trong giai đoạn 2020-2023 đã khiến lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh. Dự thảo 4 cho phép chi phí kinh doanh định mức được điều chỉnh hàng năm để phù hợp với tình hình mức chi phí đầu vào thực tế (đo lường bằng CPI bình quân năm gần nhất). Điều này giúp các doanh nghiệp đầu mối được quyền chuyển các biến động chi phí vào giá bán, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp trong dài hạn.

Tăng sức mạnh đàm phán cho các thương nhân đầu mối đầu ngành

Có 2 phương án được đưa ra trong dự thảo. Phương án 1 sẽ giữ nguyên như hiện tại. Nhưng phương án 2 sẽ giúp quyền lực đàm phán của các thương nhân đầu mối đầu ngành được gia tăng đáng kể khi (1) Các thương nhân phân phối bắt buộc phải nhập nguyên liệu từ thương nhân đầu mối thay vì được bán chéo như trước đây; (2) Các thương nhân bán lẻ chỉ được phép nhập nguyên liệu từ duy nhất 1 thương nhân đầu mối hoặc phân phối, làm giảm đáng kể sự lựa chọn cho các thương nhân bán lẻ và (3) Siết chặt quy chuẩn thương nhân đầu mối và phân phối, làm giảm số lượng đối thủ đủ điều kiện kinh doanh và gia tăng rào cản gia nhập ngành. Ngoài ra, việc một số thương nhân đầu mối như Xuyên Việt Oil và Hải Hà Petro (ước tính thị phần cho riêng 2 doanh nghiệp đạt khoảng 6.4%) bị tước giấy phép kinh doanh giúp các đầu mối đầu ngành tiếp tục có cơ hội chiếm lĩnh thị phần.

Bảng 7. Một số điều chỉnh nổi bật của Dự thảo 4 Nghị định xăng dầu

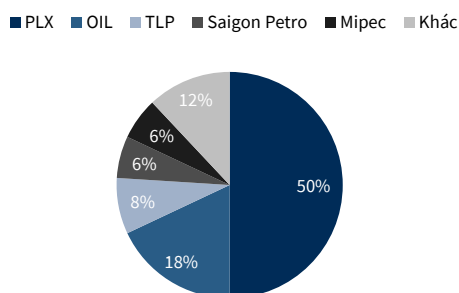
Yếu tố	Nghị định hiện tại	Dự thảo 4 Nghị định mới	Tác động tới các thương nhân đầu mối
1 Trách nhiệm điều chỉnh giá	Chính phủ	- Các thương nhân phân phối/đầu mối toàn quyền đàm phán giá bán lẻ hoặc Chính phủ điều hành mức giá trần	- Tăng khả năng tự quyết trong việc điều chỉnh giá bán - Phản ánh điều kiện thị trường tốt hơn
2 Công thức tính giá bán lẻ	Giá cơ sở	Giá trần	
3 Chi phí kinh doanh định mức	- Bộ Tài chính rà soát và công bố trước 01/07 hàng năm (nhưng giữ nguyên định mức trong giai đoạn 2014-2023 và chỉ mới điều chỉnh từ 2024)	- Điều chỉnh theo CPI bình quân năm gần nhất - Rà soát 3 năm/lần bởi Bộ Công Thương để đảm bảo tính hợp lý	- Tiết kiệm thời gian và giảm thiểu nghĩa vụ báo cáo cơ cấu chi phí cho các thương nhân đầu mối - Phản ánh tốt hơn biến động của các chi phí trong thực tế
4 Quỹ Bình ổn	Quản lý bởi các thương nhân đầu mối	Bộ Công Thương quản lý	- Hạn chế sử dụng quỹ sai mục đích
5 Các thành phần tham gia chuỗi giá trị	- Thương nhân đầu mối - Thương nhân phân phối: Mua hàng từ các thương nhân đầu mối hoặc thương nhân phân phối khác - Thương nhân bán lẻ: Mua hàng từ tối đa 3 thương nhân đầu mối/phân phối	- Thương nhân đầu mối - Thương nhân phân phối: Như cũ hoặc chỉ được mua hàng từ các thương nhân đầu mối - Thương nhân bán lẻ: Như cũ hoặc chỉ được mua hàng từ 1 thương nhân đầu mối/phân phối	- Tăng khả năng đàm phán cho các thương nhân đầu mối

Nguồn: Bộ Công Thương, Bộ Tài Chính, KBSV

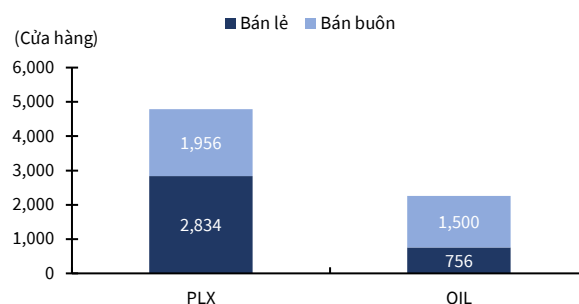
3. Lợi thế cạnh tranh áp đảo sẽ giúp Petrolimex là đơn vị hưởng lợi nhất từ diễn biến ngành

PLX có cơ sở hạ tầng vượt trội so với đối thủ

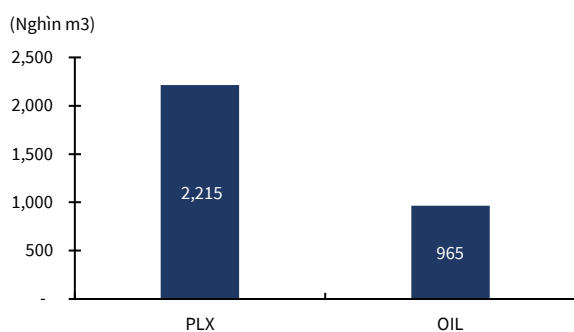
PLX là đầu mối có thị phần lớn nhất trong lĩnh vực xăng dầu tại Việt Nam. Công ty sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững nhờ vào cơ sở hạ tầng vượt trội so với các đối thủ trong ngành. Đặc biệt, PLX đang có số lượng cửa hàng gấp đôi so với đối thủ có thị phần đứng thứ 2 là OIL. Trong đó, riêng số lượng cửa hàng bán lẻ của PLX lớn hơn gấp 3.7 lần so với OIL, giúp PLX hưởng mức tỷ suất lợi nhuận cao hơn do hạn chế các phần chia sẻ lợi ích cho các đại lý bán lẻ tư nhân.

Biểu đồ 8. Thị phần xăng dầu của các thương nhân đầu mối tại Việt Nam

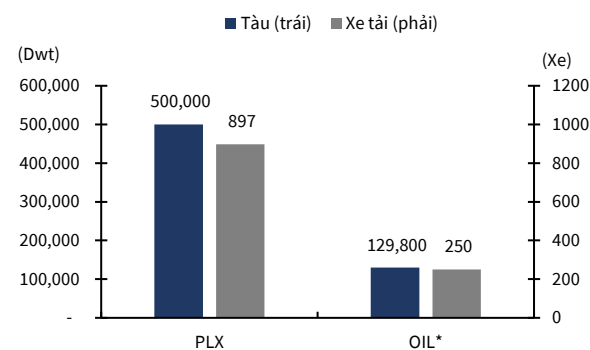
Nguồn: PLX, OIL, TLP, VESS, KBSV

Biểu đồ 9. Số lượng cửa hàng so với OIL

Nguồn: PLX, OIL, KBSV

Biểu đồ 10. Công suất lưu trữ xăng dầu so với OIL

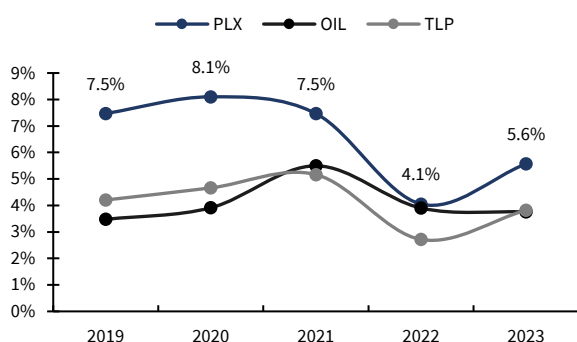
Nguồn: PLX, OIL, KBSV

Biểu đồ 11. Công suất vận tải so với OIL

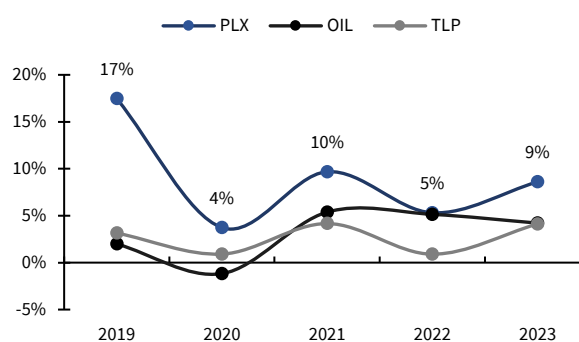
Nguồn: PLX, OIL, PVT, KBSV * Bao gồm ước tính phần hỗ trợ từ PVT

Lợi thế cạnh tranh phản ánh vào KQKD, giúp doanh nghiệp hưởng lợi mạnh mẽ từ triển vọng toàn ngành

PLX có tỷ suất sinh lời đứng đầu trong toàn ngành nhờ tận dụng lợi thế cạnh tranh sẵn có. Chúng tôi kỳ vọng các lợi thế trên sẽ giúp PLX duy trì vị thế và trở thành doanh nghiệp hưởng lợi mạnh nhất từ các diễn biến tích cực toàn ngành. Các lợi thế cạnh tranh cũng sẽ mở ra cơ hội cho PLX khi tham gia một số mảng phi xăng dầu (đề cập ở phần sau), giúp doanh nghiệp tối ưu hóa cơ sở vật chất sẵn có và dần giảm sự lệ thuộc vào lĩnh vực xăng dầu trong dài hạn.

Biểu đồ 12. Biên lợi nhuận gộp so với các đối thủ

Nguồn: PLX, OIL, TLP, KBSV

Biểu đồ 13. ROE so với các đối thủ

Nguồn: PLX, OIL, TLP, KBSV

4. Các động lực tăng trưởng trong dài hạn khác

Các mảng dịch vụ ngoài xăng dầu sẽ giúp củng cố vị thế công ty trong dài hạn nhưng chưa đóng góp đáng kể trong ngắn và trung hạn

Để tận dụng lợi thế về mặt bằng cửa hàng rộng khắp toàn quốc, PLX có định hướng mở rộng sang các mảng dịch vụ ngoài xăng dầu, trong đó nổi bật là (1) dịch vụ giá trị gia tăng cho xe (cửa hàng tiện lợi, sửa chữa - rửa xe, dịch vụ lưu trú,...) và (2) trạm sạc xe điện.

Đối với mảng dịch vụ giá trị gia tăng, PLX nhận được sự hỗ trợ từ đối tác chiến lược JX Nippon với thương hiệu cửa hàng xăng dầu ENEOS (chiếm 50% thị phần Nhật Bản, có kinh nghiệm vận hành chuỗi dịch vụ sửa chữa và rửa xe Dr.Drive). Mảng dịch vụ giá trị gia tăng có khả năng tạo ra biên gộp khoảng 15-20% so với mức 7-9% của mảng xăng dầu truyền thống. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tiến trình tích hợp các dịch vụ giá trị gia tăng hiện vẫn diễn ra tương đối chậm nên sẽ chưa thể đóng góp đáng kể vào KQKD của PLX trong ngắn và trung hạn.

Dịch vụ trạm sạc xe điện có thể giúp hoạt động kinh doanh của PLX phù hợp với xu hướng năng lượng sạch trong dài hạn. Tuy vậy, hiện PLX mới chỉ tham gia theo dạng hợp tác với Vinfast để đặt khoảng 500 trạm sạc trong một số cửa hàng xăng dầu sẵn có. Ban lãnh đạo công ty nhận định rằng hiện mức độ thâm nhập của xe điện tại thị trường Việt Nam còn đang ở mức rất thấp và chưa thể thay thế được các dòng xe vận tải lớn, xe bồn, máy bay... Do đó, chúng tôi kỳ vọng mảng kinh doanh này sẽ chỉ thực sự được đẩy mạnh từ năm 2027.

Hoạt động tái cấu trúc giúp tinh gọn bộ máy

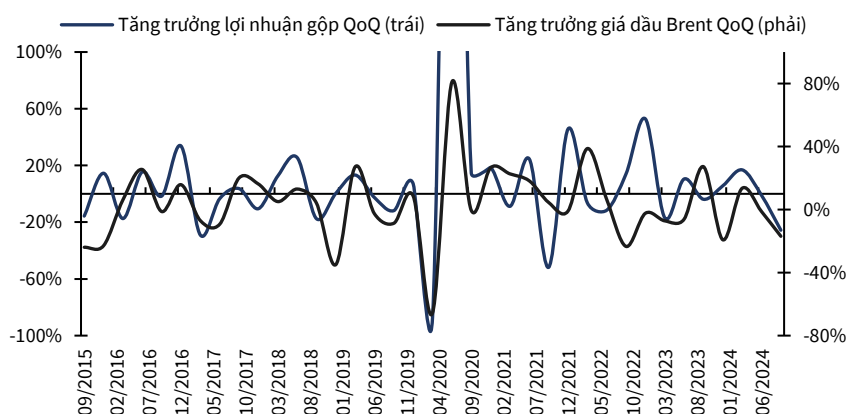
PLX có chiến lược tái cấu trúc toàn tập đoàn theo hướng tinh gọn và tập trung vào các mảng kinh doanh cốt lõi. Trong năm 2023, PLX đã thoái vốn thành công khỏi mảng ngân hàng (PG Bank). Năm 2025 sẽ là thời hạn thoái vốn hoàn toàn khỏi mảng Xây lắp theo đề án tái cấu trúc tập đoàn giai đoạn 2021-2025.

Rủi ro

Biến động giá dầu thô ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp

Giá xăng dầu thành phẩm có tương quan cùng chiều so với giá dầu thô. Giá dầu thô suy giảm hoặc biến động quá mạnh khiến PLX phải (1) bán sản phẩm có giá đầu vào cao với mức giá thấp hơn và (2) trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Trong giai đoạn trước năm 2021, lợi nhuận gộp của PLX biến động tương đối sát so với tăng trưởng giá dầu thô. Trong giai đoạn 2021-2023, tương quan đã giảm đi đáng kể khi (1) giá hàng hóa và cước vận tải biến động nhanh và mạnh khiến giá xăng dầu trong nước không được điều chỉnh kịp và (2) các yếu tố khác xuất hiện gồm hoạt động tái cấu trúc trong nội bộ PLX và sự kiện Lọc dầu Nghi Sơn gặp sự cố trong năm 2022 khiến nguồn cung nội địa thiếu hụt cục bộ. Trong thời gian tới, nếu không có các yếu tố bất ngờ xảy ra, tương quan giữa biên gộp của PLX và giá dầu có thể sẽ mạnh trở lại. Theo đó, rủi ro suy giảm giá dầu có thể khiến lợi nhuận gộp của PLX bị ảnh hưởng tiêu cực.

Biểu đồ 14. Tương quan biến động giá dầu thô và lợi nhuận gộp của PLX theo quý



Nguồn: PLX, Bloomberg, KBSV

Sự gia tăng từ các sản phẩm thay thế

BMI (Fitch Solution) dự báo tăng trưởng doanh số xe điện dân dụng tại Việt Nam sẽ đạt mức CAGR 25.1% trong giai đoạn năm 2022-2029F. Việc xe điện thâm nhập vào thị trường nội địa nhanh hơn so với kỳ vọng của PLX có thể sẽ khiến sản lượng tiêu thụ xăng dầu suy giảm, tác động tiêu cực tới KQKD.

Gia tăng đối thủ cạnh tranh khi tham gia các mảng kinh doanh mới

Mảng dịch vụ giá trị gia tăng sửa chữa – rửa xe có thể vấp phải sự cạnh tranh từ số lượng lớn các hộ nhỏ lẻ kinh doanh trong cùng lĩnh vực. Mảng trạm sạc xe điện sẽ phải cạnh tranh với các đối thủ mới gia nhập như PV Oil, PV Power và các tòa nhà văn phòng, trung tâm thương mại đáp ứng được các tiêu chuẩn về mặt bằng.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 15. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	273,979	279,134	1.9%	289,881	3.8%	
Xăng dầu	257,017	262,874	2.3%	273,491	4.0%	Giả định giá dầu bình quân giảm xuống mức 75 USD/thùng từ năm 2025. Tăng trưởng từ năm 2025 chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ hưởng lợi từ kinh tế hồi phục
Hóa dầu	6,622	5,960	-10.0%	5,888	-1.2%	
LPG	2,499	2,249	-10.0%	2,200	-2.2%	
Vận tải	6,042	6,216	2.9%	6,429	3.4%	
Khác	1,799	1,835	2.0%	1,872	2.0%	
Lợi nhuận gộp	15,264	16,691	9.4%	18,377	10.1%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>5.6%</i>	<i>6.0%</i>		<i>6.3%</i>		Mở rộng biên lợi nhuận gộp nhờ (1) tái cấu trúc theo hướng tập trung vào mảng cốt lõi, giúp tiết giảm chi phí từ 2025, (2) giả định chi phí vận tải quốc tế bắt đầu điều chỉnh từ 2025 và (3) giả định chi phí định mức được điều chỉnh theo CPI từ 2Q2025
Thu nhập tài chính	2,743	1,746	-36.3%	1,813	3.8%	
Chi phí tài chính	1,723	1,495	-13.2%	1,474	-1.4%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	624	561	-10.0%	570	1.5%	
SG&A	13,089	13,779	5.3%	14,309	3.8%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	3,818	3,725	-2.4%	4,977	33.6%	
Thu nhập khác	129	132	1.9%	137	3.8%	
Lợi nhuận trước thuế	3,947	3,856	-2.3%	5,114	32.6%	
Lợi nhuận sau thuế	3,077	3,085	0.3%	4,091	32.6%	
LNST công ty mẹ	2,834	2,841	0.3%	3,767	32.6%	
<i>Biên LNST</i>	<i>1.0%</i>	<i>1.0%</i>		<i>1.3%</i>		
Giá xăng RON 95 châu Á (USD/thùng)	99	95	-3.6%	89	-6.3%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	80	-3.6%	75	-6.3%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 48,000 VND/cổ phiếu

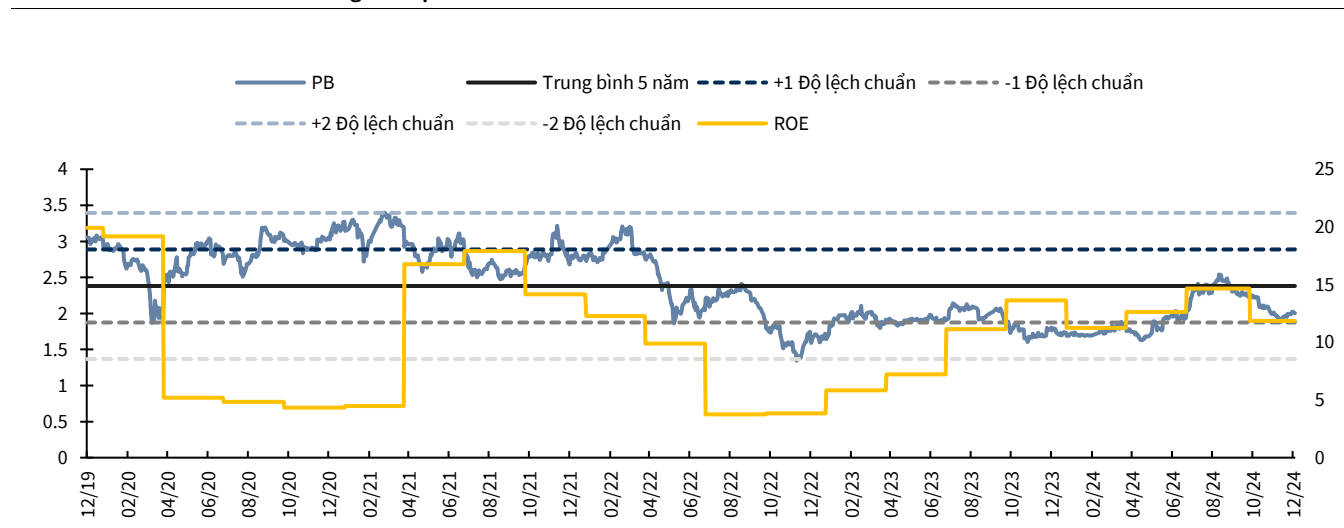
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho cổ phiếu PLX với mức giá mục tiêu năm 2025 là 48,000 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 19.6% so với giá đóng cửa 40,150 VND/cổ phiếu ngày 09/12/2024. Mức P/E và P/B dự phóng năm 2025F tại mức giá mục tiêu đạt lần lượt 14.9x và 1.9x. Tỷ suất cổ tức kỳ vọng đạt 6.2%.

Biểu đồ 16. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng (Tỷ VND)	47,395
Phân bù rủi ro	7.9%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	21,915
Beta	1.01	Tổng giá trị hiện tại	69,310
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	15,140
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-20,136
Chi phí vốn bình quân	10.1%	Trừ: Lợi ích CĐTTS	-3,263
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	61,051
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1.271
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)	48,000
		Giá hiện tại (23/10/2024)	40,150
		Upside	19.6%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 17. Diễn biến PB của PLX giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PHỤ LỤC

PLX – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2022A – 2025F

Báo cáo Kết quả HKQKD (Tỷ VNĐ)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F		2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần	304,064	273,979	279,134	289,881	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	74,476	79,676	83,785	85,891
Giá vốn hàng bán	291,744	258,715	262,443	271,504	TÀI SẢN NGẮN HẠN	50,170	57,307	62,492	64,826
Lãi gộp	12,320	15,264	16,691	18,377	Tiền và tương đương tiền	11,606	14,048	15,140	15,722
Thu nhập tài chính	1,949	2,743	1,746	1,813	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	7,098	16,496	14,018	14,557
Chi phí tài chính	-1,706	-1,723	-1,495	-1,474	Các khoản phải thu	12,674	10,975	12,563	13,047
Trong đó: Chi phí lãi vay	644	899	893	848	Hàng tồn kho, ròng	17,232	14,640	17,936	18,555
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	703	624	561	570	TÀI SẢN DÀI HẠN	24,305	22,369	21,294	21,064
Chi phí bán hàng	-10,500	-12,140	-12,812	-13,305	Phải thu dài hạn	30	29	41	43
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-823	-949	-967	-1,004	Tài sản cố định	14,284	13,655	13,493	13,269
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	1,942	3,818	3,725	4,977	Tài sản dở dang dài hạn	557	920	0	0
Thu nhập khác	396	195	198	206	Đầu tư dài hạn	6,499	4,812	4,812	4,812
Chi phí khác	-68	-65	-67	-69	Lợi thế thương mại	2,815	2,837	2,837	2,837
Thu nhập khác, ròng	328	129	132	137	NỢ PHẢI TRẢ	46,693	50,474	53,960	54,442
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	1	2	3	Nợ ngắn hạn	45,695	49,661	53,125	53,725
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	2,270	3,947	3,856	5,114	Phải trả người bán	24,221	22,157	22,815	23,602
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-368	-870	-771	-1,023	Người mua trả tiền trước	7,884	8,368	10,692	11,104
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	1,902	3,077	3,085	4,091	Vay ngắn hạn	13,590	19,135	19,619	19,019
Lợi ích của cổ đông thiểu số	452	243	244	324	Nợ dài hạn	998	813	834	717
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	1,450	2,834	2,841	3,767	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	175	166	317	329
Chỉ số hoạt động					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
	2022	2023	2024F	2025F	Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.1%	5.6%	6.0%	6.3%	Vay dài hạn	823	647	517	388
Tỷ suất EBITDA	1.3%	2.5%	2.3%	2.6%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	27,783	29,202	29,825	31,448
Tỷ suất EBIT	1.0%	1.8%	1.7%	2.1%	Vốn góp	12,939	12,939	12,939	12,939
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	0.7%	1.4%	1.4%	1.8%	Thặng dư vốn cổ phần	7,359	7,359	7,359	7,359
Tỷ suất lãi hoạt động KD	0.6%	1.4%	1.3%	1.7%	Lãi chưa phân phối	4,428	5,875	6,498	8,121
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.6%	1.1%	1.1%	1.4%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	-233	-233	-233	-233
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	3,290	3,263	3,263	3,263
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VNĐ)					Chỉ số chính (x, %, VNĐ)				
	2022	2023	2024F	2025F	Chỉ số định giá				
Lãi trước thuế	2,270	3,947	3,856	5,114	P/E	26.8	16.6	16.5	12.5
Khấu hao TSCĐ	1,146	1,873	1,654	1,717	P/E pha loãng	26.8	16.6	16.5	12.5
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-1,818	-2,466	0	0	P/B	1.8	1.7	1.7	1.6
Chi phí lãi vay	644	899	0	0	P/S	0.2	0.2	0.2	0.2
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	3,048	4,951	4,740	5,808	P/Tangible Book	1.8	1.7	1.7	1.6
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-5,074	1,698	-1,588	-484	P/Cash Flow	3.7	-30.3	11.1	7.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-4,069	2,592	-3,296	-619	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	11.5	6.0	6.5	5.2
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	8,337	-2,063	658	788	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	16.0	8.3	8.8	6.7
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	3,742	896	636	302					
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	4,734	-9,398	2,478	-540	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	10,718	-1,323	3,628	5,256	ROE%	6.8%	10.5%	10.3%	13.0%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-614	-1,602	-567	-1,487	ROA%	2.6%	3.9%	3.7%	4.8%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0	ROIC%	12.4%	26.3%	22.8%	29.0%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-1,208	1,687	0	0	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.3	0.3	0.3	0.3
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-141	-22	-12	-2	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.7	0.9	0.8	0.9
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.2	1.2	1.2
Cổ tức và tiền lãi nhận được	0	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	3.0%	2.2%	1.7%	1.2%
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,963	63	-579	-1,488	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	1.1%	0.8%	0.6%	0.5%
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	48.9%	65.5%	65.8%	60.5%
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	18.2%	24.0%	23.4%	22.1%
Tiền thu được các khoản đi vay	95,830	82,478	0	0	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	164%	170%	178%	171%
Tiền trả các khoản đi vay	-96,791	-77,134	354	-729	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	61%	62%	63%	63%
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-5	-9	151	12	Tổng công nợ/Vốn CSH	168%	173%	181%	173%
Cổ tức đã trả	-2,532	-1,631	-2,462	-2,468	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	63%	63%	64%	63%
Tiền lãi đã nhận	153	-27	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-3,341	3,702	-1,957	-3,185	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	12.2	15.8	15.4	16.1
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	5,414	2,442	1,091	583	Hệ số quay vòng HTK	19.0	22.5	22.7	24.5
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	6,192	11,606	14,048	15,140	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	25.1	32.7	31.3	31.2
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	11,606	14,048	15,140	15,722					

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính**Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm**

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng**Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích**

quannd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản**Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm**

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu**Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích**

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược**Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược**

anhtd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ**Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích**

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ**Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ**

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.