

Khuyến nghị: THEO DÕI

Nguyễn Thị Kiều Hạnh (PTCB)

hanhntk@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	17,800
Upside	N/A

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp (tr CP)	1,088
Vốn hóa (tỷ đồng)	21,007
Giá cao nhất 52 tuần	27,000
KLGD TB 10 ngày (CP)	N/A
Sở hữu NGTNN	N/A

Cổ đông lớn

PVN	35.1%
Cổ đông chiến lược	44.7%
Cổ đông tài chính	20.0%
Cán bộ nhân viên	0.2%

Tổng quan công ty

Với mạng lưới 3540 CHXD trải khắp 63 tỉnh thành, PV Oil hiện là doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đứng thứ 2 tại thị trường nội địa với 22% thị phần. Mở rộng hoạt động sang thị trường nước ngoài, PV Oil hiện cũng đang nắm giữ 20% thị phần phân phối xăng dầu tại Lào. Ngoài ra, đây còn là đơn vị duy nhất thực hiện xuất nhập khẩu ủy thác sản phẩm dầu thô của PVN và cung cấp nguyên liệu đầu vào cho NMLD Dung Quất

ĂN SỞ CỔ ĐÔNG CHIẾN LƯỢC

Quan điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu PV Oil dựa trên kỳ vọng vào khả năng mở rộng thông qua M&A và cải thiện hiệu quả hoạt động sau khi có sự tham gia của NGT chiến lược.

Kết quả kinh doanh 2017

Doanh thu thuần 2017 đạt 59,742 tỷ đồng (+52% YoY), LNST 488.5 tỷ đồng (-14.2% YoY), tương đương với EPS = 414 đồng/CP.

Dự báo kết quả kinh doanh 2018

BSC dự phóng doanh thu thuần 2018 của PV Oil đạt 66,267 tỷ đồng (+11% YoY) nhờ tăng trưởng của mảng kinh doanh xăng dầu với sản lượng dự báo đạt 3.6 triệu m3 (dựa trên giả định giá dầu là 62 USD/ thùng); lợi nhuận sau thuế dành cho cổ đông công ty mẹ là 510 tỷ đồng, tương đương với EPS 2018 = 493 đồng/CP; P/E fw = 38x.

Điểm nhấn đầu tư (xem tiếp trang sau)

(1) Mảng kinh doanh xăng dầu còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

- Tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu được dự báo tiếp tục tăng trưởng 3.5% đến 5.5% YoY đến năm 2020 (theo Wood Mackenzie).
- PV Oil còn nhiều dư địa mở rộng, nhất là thông qua chiến lược M&A các cửa hàng xăng dầu nhỏ lẻ.

(2) Lợi nhuận ổn định từ dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô với vị thế độc quyền trong xuất bán dầu thô của PVN và cung cấp dầu thô đầu vào cho NMLD Dung Quất

(3) Hưởng lợi từ nhu cầu sử dụng nhiên liệu sinh học (NLSH) khi có thể tăng lợi nhuận từ liên doanh, liên kết và chủ động hơn trong cung cấp và pha chế xăng sinh học.

(4) Chiến lược trong dài hạn - Phát triển dịch vụ Non-oil giúp tăng hiệu quả khai thác và sử dụng diện tích tại các CHXD.

Catalyst (xem tiếp trang sau)

- Kỳ vọng ở nhà đầu tư chiến lược
- Cải thiện hiệu quả hoạt động sau khi thoái vốn khỏi PETEC

Rủi ro đầu tư

- Rủi ro biến động giá dầu: Giá dầu ảnh hưởng tới quy mô doanh thu cũng như lợi nhuận trên mỗi lít xăng dầu kinh doanh do sự chênh lệch giữa chu kỳ chế biến, lưu trữ và tính giá cơ sở.
- Rủi ro về nguồn nguyên liệu. PV Oil phải tiếp tục tiêu thụ sản phẩm của NMLD Bình Sơn và Nghi Sơn trong thời gian tối thiểu là 10 năm sau cổ phần hóa.
- Rủi ro về vận hành của các nhà máy nhiên liệu sinh học: vận hành không hiệu quả nếu nhu cầu NLSH thực tế thấp hơn dự báo.

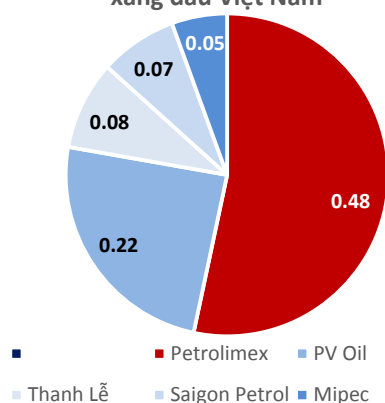
Các báo cáo khác

[Link](#)

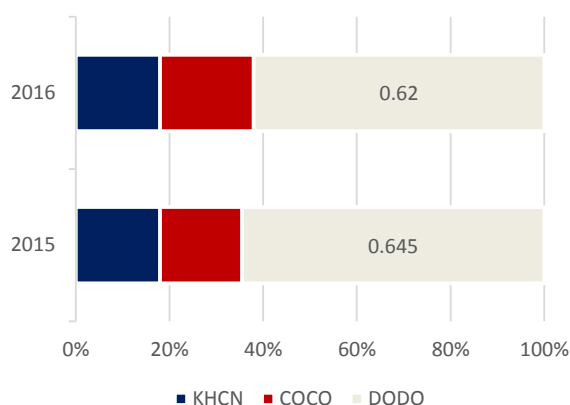
Tổng quan doanh nghiệp

PV Oil là doanh nghiệp đầu mối phân phối xăng dầu thứ hai tại Việt Nam với sản lượng 3.2 triệu m³/ năm, chiếm 20-22% thị phần. Mạng lưới phân phối của PV Oil lên tới 3,500 CHXD, trong đó có 500 cửa hàng do PV Oil trực tiếp quản lý và vận hành (COCO) và 3,000 CHXD đại lý (DODO). Sản lượng bán thông qua các đại lý của PV Oil chiếm tỷ trọng lớn nhất với 60%, tiếp đến là bán lẻ trực tiếp và bán buôn cho các KHCN. PV Oil cũng mở rộng hoạt động sang Lào với 120 CHXD, chiếm 15% tổng thị phần các kênh phân phối.

Thị phần các doanh nghiệp phân phối xăng dầu Việt Nam



Tỷ trọng kênh phân phối của PV Oil



Hoạt động kinh doanh xăng dầu đóng góp trên 99% lợi nhuận cho PV Oil, tiếp đến là ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô (0.5%) và các hoạt động khác.

• **Đầu vào: 55%-60%** NMLD trong nước; 25-30% nhập khẩu; 15-20% tự pha chế
• **Đầu ra: 62% DODO**, 20% COCO, 18% KHCN

Kinh doanh xăng dầu



• **Ủy thác xuất bán dầu thô:** 15 triệu tấn/năm
• **Độc quyền cung cấp dầu thô đầu vào cho NMLD Dung Quất:** 7 triệu tấn/năm

Ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô



• **Xăng A92:** 400-600 nghìn m³/năm
• **E100:** CS 300 nghìn m³/năm (góp vốn).
• **Pha chế E5:** CS 900 nghìn tấn/năm
• **Dầu mỡ nhờn:** CS 20 nghìn tấn/năm

Sản xuất chế biến xăng dầu và NLSH



Cơ cấu tổ chức:

- 09 đơn vị trực thuộc: 08 CN và tổng kho, 01 VPDD tại Myanmar.
- 29 công ty con: 26 công ty SX và KD XD (3 công ty con tại nước ngoài), 2 công ty con hoạt động trong lĩnh vực khác.
- 12 công ty liên doanh, liên kết: 05 công ty KD XD, 03 nhà máy NLSH, 04 công ty hoạt động trong lĩnh vực khác.

Điểm nhấn đầu tư

Điểm nhấn 1: Mạng kinh doanh xăng dầu còn nhiều tiềm năng tăng trưởng

Tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu được dự báo tiếp tục tăng trưởng 3.5% đến 5.5% YoY đến năm 2020 (theo Wood Mackenzie). Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu được hỗ trợ bởi:

- Tốc độ tăng trưởng kinh tế được dự báo duy trì ở mức bình quân 6.5% đến 2019 (theo WB), động lực đến từ tăng trưởng sản xuất công nghiệp, kéo theo nhu cầu về năng lượng, nhiên liệu cho các nhà máy cũng như vận tải hàng hóa.
- Dân số tăng nhanh, nhất là tại các đô thị lớn trong điều kiện hạ tầng giao thông công cộng chưa cải thiện rõ rệt, làm tăng nhu cầu đối với các phương tiện cá nhân.
- Tỷ lệ ô tô trên tổng phương tiện cá nhân ngày càng tăng nhờ: (i) tỷ lệ sở hữu ô tô của Việt Nam còn thấp hơn so với các nước trong khu vực (16 xe/1000 người- so với Thái Lan: 196 xe/1000 người, Indonesia 55 xe/1000 người); (ii) sở hữu ô tô trở nên rẻ hơn khi thuế suất giảm (theo Hiệp định ATIGA, thuế suất nhập khẩu ô tô từ các quốc gia nội khối sẽ giảm từ 30% năm 2017 về 0% trong năm 2018, tuy nhiên ngay từ 2017 nhiều mẫu xe đã giảm giá từ 10-30%) (iii) thu nhập bình quân tăng lên.

PV Oil còn nhiều dư địa tăng trưởng, nhất là thông qua chiến lược M&A. Thị phần phân phối xăng dầu của PV Oil hiện là 22%, khoảng cách tương đối lớn so với ngưỡng 50% theo Luật cạnh tranh nên sẽ có nhiều dư địa hơn để tăng thị phần nếu so với đối thủ PLX (thị phần ~48%). Mở rộng số lượng cửa hàng xăng dầu (CHXD) tự vận hành (Company Own Company Operate - COCO) thông qua hình thức mua lại các CHXD nhỏ lẻ là hướng đi phù hợp với PV Oil, bởi:

- Số lượng đại lý, CHXD vận hành theo hình thức DODO (Dealer Own Dealer Operate) tương đối lớn với 11,000 cây xăng, trong đó 22% là các CHXD thuộc sở hữu của các nhà phân phối tư nhân nhỏ lẻ (ngoài TOP 5: Petrolimex, PV Oil, Thanh Lễ, Saigon Petro, Mippec).
- PV Oil đã từng thành công trong khi mua lại, tiếp quản và vận hành các CHXD sở hữu bởi các công ty kinh doanh xăng dầu thuộc SCIC, Shell Lào (2010-2012), Vinapco (nhận chuyển giao-2014), Timexco (2014).
- Năng lực kho chứa và vận chuyển đáp ứng tốt tốc độ mở rộng. Hiện tại PV Oil sở hữu hệ thống kho chứa tổng dung tích 962,000 m³ trong đó có 4 kho lớn (~40% tổng dung tích) có vị trí thuận lợi gần cảng (Đình Vũ-Hải Phòng) hay NMLD (Vũng Áng, Vũng Tàu...) và hệ thống phương tiện vận tải đường bộ và đường thủy đáp ứng 50% nhu cầu vận chuyển nội bộ.
- Tiềm lực tài chính vững chắc, đảm bảo cho hoạt động đầu tư. Với vốn chủ sở hữu 10,884 tỷ và tỷ trọng tiền và tương đương tiền lớn (trên 6,000 tỷ ~ 30% TTS), PV Oil dự kiến sẽ không cần phải phát hành tăng vốn để thực hiện các dự án đầu tư mở rộng hệ thống CHXD (kế hoạch 2,000 tỷ cho xây mới và 4,200 tỷ cho M&A trong vòng 5 năm tới).

Điểm nhấn 2: Lợi nhuận ổn định từ dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô

Dịch vụ ủy thác xuất nhập khẩu dầu thô mang lại 22.7% lợi nhuận trước thuế cho PV Oil. Hoạt động của mảng này ít chịu ảnh hưởng của giá dầu, thay vào đó, phụ thuộc vào sản lượng dầu xuất nhập khẩu hàng năm của PVN và các nhà máy lọc dầu nội địa. Sản lượng dầu do PVN khai thác được PVOIL độc quyền tiếp thị và xuất bán hàng năm khoảng 15 triệu tấn/năm và được dự báo tiếp tục duy trì quanh mức này đến 2020. Bên cạnh đó, sản lượng dầu thô đầu vào cung cấp cho NMLD Dung Quất (PV Oil là đơn vị cung cấp dầu vào duy nhất) sẽ ổn định trong thời gian tới và tăng trưởng mạnh sau khi NM này hoàn thiện giai đoạn nâng cấp mở rộng công suất lên 8.5 triệu tấn/năm (+30%)

Điểm nhấn 3: Hưởng lợi từ nhu cầu sử dụng nhiên liệu sinh học

Nhu cầu đối với nhiên liệu sinh học tăng lên khi xăng E5 thay thế hoàn toàn A92 tác động tích cực đến PV Oil:

- Thúc đẩy các nhà máy nhiên liệu sinh học là các công ty liên doanh, liên kết của PV Oil đẩy nhanh tiến độ xây dựng, sửa chữa, đi vào vận hành full công suất. Hiện tại, PV Oil đang sở hữu vốn góp tại 3 dự án NLSH với tổng công suất 300,000 m³ ethanol/năm, trong đó nhà máy Phú Thọ trong quá trình xây dựng, NM Quảng Ngãi và NM Bình Phước đã tạm dừng hoạt động do thua lỗ trong những năm trước song đang được sửa chữa để hoạt động trở lại. Theo kế hoạch, tháng 5/2018 NM Bình Phước sẽ sẵn sàng vận hành thương mại. Như vậy, cùng với nhà máy Tùng Lâm đang hoạt động, lượng ethanol mà 3 NM này cung cấp có thể đáp ứng được nhiên liệu phối trộn cho 7 triệu m³ xăng E5. Trước đây, khi 2 NM này dừng hoạt động, PV Oil đã phải tiến hành trích lập dự phòng cho các khoản đầu tư này, do đó, việc vận hành trở lại 2 NM này sẽ vừa giúp công ty có thêm lợi nhuận từ liên doanh/liên kết, vừa có khả năng hoàn nhập lại khoản dự phòng đã trích trước đây.
- Chủ động trong cung cấp và pha chế xăng sinh học. Bên cạnh việc đầu tư vào các nhà máy sản xuất NLSH, PV Oil còn là 1 trong số 3 đơn vị đầu mỗi phân phối sở hữu các trạm pha chế E5 với tổng công suất 10 trạm đạt 900,000 m³/năm, tương đương 122% lượng xăng RON 92 hiện PV Oil đang tiêu thụ.

Điểm nhấn 4: Chiến lược trong dài hạn - Phát triển dịch vụ Non-oil tại các cửa hàng xăng dầu

Phát triển các dịch vụ tiện ích tại các cây xăng là một trong những chiến lược mở rộng được nhiều nhà phân phối xăng dầu trên thế giới áp dụng như Shell, ESSO...Việc phát triển các dịch vụ đi kèm này sẽ giúp gia tăng giá trị gia tăng tại mỗi điểm KDXD, mang lại doanh thu ổn định hơn. Tại Việt Nam, doanh nghiệp phân phối xăng dầu hàng đầu là PLX cũng đã triển khai dịch vụ này tại nhiều cây xăng thông qua cung cấp những mặt hàng tiện ích như nước giặt, sơn, bảo hiểm, và đồ ăn uống. Mảng kinh doanh này mang lại lợi nhuận lần lượt là 50 tỷ đồng và 70 tỷ đồng trong năm 2014 và 2015, tốc độ tăng trưởng 30-40%/năm.

Kế hoạch đầu tư mạnh cho mảng non-oil trong thời gian tới. Hiện nay, mảng non-oil như cửa hàng tiện lợi, dịch vụ rửa xe...chưa được PV Oil tập trung phát triển. Tuy nhiên theo kế hoạch phát triển sau CPH, PV Oil sẽ dành ra gần 3,600 tỷ đồng trong vòng 5 năm để phát triển dịch vụ non-oil tại các CHXD hiện hữu, tương đương tổng vốn đầu tư cho KDXD. BSC đánh giá PV-Oil có lợi thế trong phát triển dịch vụ này khi sở hữu nhiều CHXD diện tích lớn, tập trung tại vùng ngoại thành và ven đường cao tốc.

Catalyst

Catalyst 1: Kỳ vọng ở nhà đầu tư chiến lược

Tỷ lệ sở hữu lên tới 44.7% đã thu hút rất nhiều nhà đầu tư đăng ký trở thành cổ đông chiến lược của PV Oil. Trong số các NĐT đã đăng ký có 06 nhà đầu tư nước ngoài gồm có: Shell, Idemitsu, KPI, Puma (Thụy sĩ), SK (Hàn Quốc) và PTT (Trung Đông) và 02 nhà đầu tư trong nước gồm có: Quỹ đầu tư Sacom và Công ty Sovico. Tuy nhiên, theo cam kết bảo lãnh của chính phủ (GGU), chỉ có những nhà đầu tư nước ngoài đầu tư vào NMLD của Việt Nam mới được phép hoạt động phân phối nên sẽ chỉ còn 2 NĐT nước ngoài có tiềm năng là Idemitsu và Kuwait Petroleum International. Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại chỉ có 4 nhà đầu tư gửi thư xác nhận tham gia đấu giá sau khi hoàn thành bước thẩm định với số lượng đăng ký mua gấp 2.86 lần lượng chào bán.

Sự tham gia của nhà đầu tư chiến lược với tỷ lệ chi phối lớn được kỳ vọng sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động của PV Oil. Trong trường hợp Idemitsu hay KPI tham gia vào HĐQT của PV Oil thì chắc chắn sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh xăng dầu bởi đây đều là các NĐT có kinh nghiệm trong sản xuất và kinh doanh các sản phẩm hóa dầu (Idemitsu là DN KDXD có thị phần thứ 2 tại Nhật Bản), đồng thời cũng sở hữu cổ phần tại NMLD Nghi Sơn. Còn nếu NĐT nội là Sovico nắm tỷ lệ 44.7% cổ phần thì cũng có thể tạo cú hích cho hoạt động của PV Oil thông qua phát triển mảng nhiên liệu hàng không với khách hàng tiềm năng là Vietjet Air. Tuy nhiên, việc 2 nhà đầu tư nội là những nhà đầu tư tài chính với ý định nắm khoảng 35% cổ phần của OIL làm giảm khả năng họ trở thành cổ đông chiến lược.

Thời gian hoàn thành bán cổ phần cho NĐT chiến lược của PV OIL được điều chỉnh đến cuối tháng 7/2018 (theo công văn của Bộ Công thương trình Chính phủ).

Catalyst 2: Cải thiện hiệu quả hoạt động sau khi thoái vốn khỏi PETEC

Loại bỏ khoản lỗ lũy kế và phải thu từ cổ phần hóa trên BCTC. Phần lớn khoản lỗ lũy kế trên BCTC HN của PV Oil (87%) đến từ công ty con PETEC, đây là khoản lỗ được cộng dồn từ trước giai đoạn CPH của công ty này. Về hoạt động kinh doanh, sản lượng của PETEC đóng góp 10% sản lượng của PV Oil (~ 8.8% doanh thu hợp nhất), chủ yếu là bán cho các khách hàng công nghiệp có biên lợi nhuận thấp. Mặc dù, doanh thu vẫn tăng trưởng nhưng do các chi phí vận hành lớn nên hàng năm PETEC vẫn lỗ trên 20 tỷ đồng. Ngoài ra, thoái vốn tại PETEC sẽ giúp loại bỏ khoản phải thu từ cổ phần hóa khoảng 160 tỷ đồng đã tồn tại trên BCTC HN của PV Oil từ 2014. Do đó, việc thoái vốn khỏi PETEC sẽ không ảnh hưởng lớn tới BCKQKD, trong khi sẽ giúp bảng CĐKT đẹp hơn và giải quyết vấn đề liên quan đến ý kiến kiểm toán ngoại trừ.

Tăng hiệu quả vận hành của hệ thống kho chứa. Hệ thống kho chứa của PETEC có diện tích lên tới 140,000 m³ (15% diện tích kho chứa của PV Oil) nhưng lại có nhiều diện tích trùng lặp, xâm lấn với hệ thống kho hiện có của PV Oil, gây ra tình trạng hoạt động dưới công suất. Do đó, thoái vốn tại PETEC tạo điều kiện cho PV Oil sắp xếp lại hệ thống kho lưu trữ của mình hiệu quả hơn. Lưu ý: 70% diện tích kho chứa hiện tại của PV Oil tập trung tại các tỉnh phía Nam trong khi tiêu thụ tương đối đồng đều giữa 3 miền.

Rủi ro

Rủi ro về biến động giá dầu. Giá dầu ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh của PV Oil, thể hiện ở quy mô doanh thu và lợi nhuận. Giá dầu biến động lên xuống ảnh hưởng tới mức lợi nhuận tính trên mỗi lít xăng dầu kinh doanh bởi phương pháp tính giá cơ sở hiện tại không thể loại bỏ được hoàn toàn những biến động của giá dầu do sự chênh lệch giữa chu kỳ chế biến, lưu trữ và tính giá cơ sở. Với mảng sản xuất các sản phẩm xăng dầu (xăng, dầu nhớt...), dầu thô và các sản phẩm hóa dầu là đầu vào quan trọng của sản xuất nên giá đầu ra và chi phí sẽ chịu ảnh hưởng trực tiếp khi giá dầu biến động.

Rủi ro về nguồn nguyên liệu. PV Oil phải tiếp tục tiêu thụ sản phẩm của NMLD Bình Sơn và Nghi Sơn trong thời gian tối thiểu là 10 năm sau CPH với sản lượng tối thiểu bằng thị phần của 2 NMLD này tại thị trường nội địa. Trong khi cơ chế về giá của NMLD Nghi Sơn vẫn chưa được xác định rõ thì khả năng áp dụng cơ chế giá như đã từng với BSR (áp dụng mức thuế MFN cao hơn thuế nhập khẩu theo các FTAs) sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả của PV Oil.

Rủi ro trong phát triển nhiên liệu sinh học (NLSH). Ethanol là loại nhiên liệu mới ở Việt Nam nên mặc dù Chính phủ đã có quy định về việc thay thế hoàn toàn xăng khoáng A92 bằng xăng RON E5 nhưng triển vọng còn phụ thuộc vào sự đón nhận của người tiêu dùng. Trong thời gian trước, 2 NM NLSH do PV Oil góp vốn cũng đã từng phải dừng hoạt động để giảm thua lỗ sau khi giá dầu liên tục lao dốc, tiêu thụ kém chững do thói quen của người dân. Bên cạnh đó, việc vận hành các NM này cũng có thể gặp phải rủi ro liên quan đến đảm bảo nguyên liệu đầu vào.

Rủi ro về tỷ giá. Đầu vào của PV Oil có đến 25-30% là nhập khẩu nên hoạt động bị ảnh hưởng đáng kể bởi biến động tỷ giá. Mặc dù tỷ giá trong thời gian gần đây đã được điều hành linh hoạt hơn, tránh được những bước điều chỉnh lớn song vẫn phải chịu những sức ép đến từ chính sách thương mại và tiền tệ của Mỹ và các quốc gia lớn trên thế giới. Hiện hữu nhất là ý định nâng lãi suất thêm 3 lần trong năm 2018 của FED sẽ tạo áp lực lên tỷ giá.

Rủi ro về chính sách. Do xăng dầu là một mặt hàng thiết yếu nên chịu nhiều sự điều tiết của Chính phủ về giá. Mặc dù Nghị định 83/2014/NĐ-CP đã giúp cho các doanh nghiệp đầu mối KDXD được linh hoạt phần nào trong điều chỉnh giá bán lẻ tuy nhiên khó có thể đoán trước được về những chính sách của Chính phủ trong tương lai.

OIL- Tổng Công ty Dầu Việt Nam

Phân tích tài chính

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018F
Doanh thu thuần	66,395	50,910	39,263	59,742	66,267
LN gộp	1,260	2,911	2,701	2,506	3,140
DT tài chính	144	209	296	316	216
CP tài chính	(352)	(231)	(272)	(142)	(114)
Lãi vay	(265)	(102)	(157)	(124)	(114)
CP bán hàng	(1,513)	(1,445)	(1,452)	(1,521)	(1,673)
CP QLDN	(751)	(702)	(726)	(641)	(828)
Lãi/lỗ HĐKD	(1,317)	709	563	523	741
TN nhập khác (ròng)	211	80	63	16	-
LN trước thuế	(1,200)	789	626	539	745
LN sau thuế	(1,372)	674	565	488	596
LN CĐ thiếu số	21	56	67	61	84
LN Cty mẹ	(1,393)	618	498	428	512
EPS (đồng/CP)	N/A	N/A	N/A	N/A	495

TS ngắn hạn	17,022	14,108	15,132	20,273	21,961
Tiền và tương đương	5,249	6,304	6,193	5,109	7,182
Các khoản phải thu	7,941	0	5,925	9,740	10,804
Tồn kho	2,671	2,213	2,385	3,102	3,737
TS ngắn hạn khác	187	189	212	214	237
TS dài hạn	6,640	6,336	6,172	6,062	6,891
Phải thu dài hạn	4	12	10	46	46
TSCĐ	4,120	4,022	3,956	3,941	4,681
TSCĐ hữu hình	2,697	2,570	2,463	2,361	3,134
TS thuê tài chính	1	2	1	1	0
TSCĐ vô hình	1,422	1,450	1,492	1,579	1,547
Đầu tư tài chính dài hạn	1,244	1,137	1,058	979	979
TS dài hạn khác	894	833	834	818	908
Tổng TS	23,662	20,445	21,304	26,335	28,852
Nợ phải trả	14,330	10,534	10,893	15,603	17,561
Nợ ngắn hạn	13,925	10,116	10,605	15,328	17,190
Vay ngắn hạn	2,408	2,437	2,477	1,707	608
Nợ dài hạn	405	417	288	275	371
Vay dài hạn	377	355	202	173	258
Vốn chủ sở hữu	9,333	9,912	10,411	10,733	11,291
Vốn góp	10,884	10,884	10,884	10,884	10,884
Lỗ lũy kế	(2,935)	(2,371)	(1,912)	(1,564)	(1,052)
Tổng nguồn vốn	23,662	20,445	21,304	26,335	28,852

% yoy DTT		-23%	-23%	52%	11%
Biên In gộp	1.9%	5.7%	6.9%	4.2%	4.7%
Lãi vay/ DTT	0.4%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%
CP bán hàng / DTT	2.3%	2.8%	3.7%	2.5%	2.5%
CP QLDN/DTT	1.1%	1.4%	1.8%	1.1%	1.3%
Biên In thuần	-2.1%	1.3%	1.4%	0.8%	1.1%

- DTT + 52.2% YoY nhờ giá bán lẻ xăng dầu điều chỉnh tăng theo đà tăng của giá dầu thế giới. Theo thống kê của BSC, giá xăng bình quân của PV Oil trong năm 2017 đã tăng 12% -14% so với 2016, giá dầu DO tăng trên 20% YoY.
- DTTC đóng góp 58.5% LNTT nhờ có lượng tiền gửi dồi dào lớn (tiền mặt và tiền gửi ngắn hạn bình quân trong năm đạt 7,200 tỷ đồng). Lưu ý: khoản tiền gửi tại Oceanbank có tổng giá trị khoảng 360 tỷ đồng bị hạn chế giao dịch nhưng vẫn được hưởng lãi suất theo biểu lãi suất của ngân hàng.
- LN từ hoạt động kinh doanh -34.2% YoY; CPBH cũng điều chỉnh tăng 4.7% do số lượng CHXD trong năm tăng 38 cửa hàng (mở mới 44 cửa hàng, thoái vốn tại 6 cửa hàng).

- Tỷ lệ tiền gửi lớn (~ 30% tổng TS, năm 2017 tiền và tiền gửi ngắn hạn chiếm 43% tổng tài sản), giúp cho cán cân nợ vay ròng (nợ vay – tiền) luôn < 0
- Số dư các khoản phải thu lớn, +64.4% YoY, chủ yếu đến từ hoạt động ủy thác XNK dầu thô (từ 56% đến 67%). Phải thu KH tăng 84.3% với khoảng 2,500 tỷ là khoản phải thu đến từ một số đối tác sản xuất và kinh doanh xăng dầu quốc tế (Singapore, Hồng Kông); thu hộ, trả hộ tiền xuất nhập khẩu ủy thác + 44.3% YoY.
- Mức tồn kho hàng hóa được duy trì tương đối ổn định ở mức 19-21 ngày tiêu thụ.
- TSCĐ giảm 4.1% YoY do thoái vốn tại PV Oil Kiên Giang (từ 86.96% về 33.96%), thoái toàn bộ vốn tại PV Oil Quảng Ninh, Thái Nguyên và TMTH Thuận An.

- Nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng xấp xỉ 50% tổng nguồn vốn, chủ yếu là các khoản phải trả nhà cung cấp ngắn hạn (34%), phải trả khác liên quan đến hoạt động ủy thác XNK dầu thô (28%) và vay ngắn hạn (25%).

- Khoản lỗ lũy kế tương đối lớn, chủ yếu do ảnh hưởng từ hợp nhất BCTC của PETEC. Hiện PV Oil đang tiến hành thoái toàn bộ vốn tại công ty con này, giúp giải quyết phần lỗ lũy kế kể trên.

- Lợi nhuận gộp trên 1 đơn vị xăng dầu kinh doanh ước tính đạt 780 đồng (-7.1% YoY).
- Biên LNG giảm thấp do trong năm DTT tăng cao (lưu ý: với những doanh nghiệp phân phối xăng dầu như PV Oil, lợi nhuận gộp đơn vị có nhiều ý nghĩa hơn biên LNG vì biên có thể bị ảnh hưởng bởi quy mô doanh thu lớn do giá dầu tăng cao)

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	1.22	1.39	1.43	1.32
Hsố TT nhanh	0.95	0.62	1.14	0.97
2. Cơ cấu vốn				
TSNH/ TTS	0.72	0.69	0.71	0.77
TSDH/ TTS	0.28	0.31	0.29	0.23
Hsố Nợ/ TTS	0.61	0.52	0.51	0.59
Hsố Nợ/ VCSH	1.54	1.06	1.05	1.45
Nợ ngắn hạn / TTS	0.59	0.49	0.50	0.58
Nợ DH / TTS	0.02	0.02	0.01	0.01
3. Năng lực hoạt động				
Vquay hàng tồn kho	19.65	15.90	20.86	
Vquay phải thu	6.41	4.94	7.52	
Vquay phải trả	10.33	7.87	12.32	
Số ngày HTK	18.57	22.95	17.50	
Số ngày phải thu	56.96	73.85	48.54	
Số ngày phải trả	35.34	46.39	29.63	
CCC	40.19	50.42	36.40	
4. Khả năng sinh lời				
LNST/DTT (%)	-2.1%	1.3%	1.4%	0.8%
LNST/VCSH (%)	-14.7%	6.8%	5.4%	4.6%
LNST/TTS	-5.8%	3.3%	2.7%	1.9%
LN từ HĐKD/DTT	-2.0%	1.4%	1.4%	0.9%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)				
TTS/VCSH	2.54	1.05	2.05	2.45
DT/TTS	2.81	2.49	1.84	2.27
EBIT/DT	(0.02)	0.01	0.01	0.01
EBT/EBIT	0.91	1.11	1.08	1.42
lãi ròng/LNTT	1.14	0.85	0.90	0.91
6. Tăng trưởng (%yoy)				
TTS	-14%	4%	24%	
Nợ	-26%	3%	43%	
DTT	-23%	-23%	52%	
LN gộp	131%	-7%	-7%	
LNST	-149%	-16%	-14%	
EPS				

- KNTT ở mức an toàn nhờ lượng tiền và TĐT dồi dào, nợ xấu phát sinh từ các khoản phải thu quá hạn cũng đã được trích lập dự phòng đầy đủ.

- Cơ cấu tài sản và nguồn vốn được duy trì tương đối ổn định
- Nợ phải trả chủ yếu là các khoản phải trả ngắn hạn không chịu lãi suất

- Các chỉ tiêu năng lực hoạt động năm 2017 được cải thiện đáng kể so với 2016 nhờ đã hồi phục của giá dầu khiến cho các chỉ tiêu kết quả kinh doanh của PV Oil tích cực.

- Khả năng sinh lời được cải thiện đáng kể từ 2015 sau khi NBĐ 83/2014/NĐ-CP có hiệu lực
- So sánh với PLX, các chỉ tiêu khả năng sinh lời của PV Oil thấp hơn tương đối nhiều do: (1) Cơ cấu tiêu thụ qua kênh COCO (biên LN tốt nhất) của PLX là 51%, cao hơn nhiều tỷ lệ 18% của PV Oil; (2) Tỷ lệ nguyên liệu nhập khẩu của PLX là 70% trong khi tại PV Oil chỉ chiếm 25-30% giúp cho PLX được hưởng lợi nhiều hơn khi thuế NK các sản phẩm xăng dầu giảm xuống từ 2016, trong khi giá của NMLD Dung Quất (cung cấp 55-60% đầu vào của PV Oil) vẫn tính theo thuế MFN (20% đối với xăng và 7% với các sản phẩm dầu khác).

Phụ lục: So sánh PV Oil & PLX

	PV Oil	PLX	
Sở hữu	PVN: 35.1% CĐ chiến lược: 44.75 CĐ tài chính: 20% CBNV: 0.2%	Bộ Công Thương: 84.71% JX Nippon Oil & Energy (CĐCL): 8.93% Khác: 6.36%	NGT chiến lược có tỷ lệ sở hữu lớn hơn tại PV Oil
Hoạt động chính	- Kinh doanh xăng dầu (98.8%) - Cung ứng dịch vụ ủy thác XNK xăng dầu (0.5%) - Sản xuất, pha chế xăng dầu và chế phẩm - Cung cấp dịch vụ khác	- Kinh doanh xăng dầu (86.3%) - Kinh doanh các SP hóa dầu (2.9%) - Kinh doanh các SP gas (1.43%) - Dịch vụ bảo hiểm (1.99%) Dịch vụ vận tải khác (7.3%)	
Đầu vào	- Nội địa (70-75%) + Mua từ NMLD (Dung Quất, Nghi Sơn): 55-60% + Tự pha chế: 25-20% - Nhập khẩu (25-30%)	- Nội địa (30%) + Mua từ NMLD (Dung Quất, Nghi Sơn): 30% - Nhập khẩu (70%)	
Sản lượng KDXD (m3/tấn)	3,200,000	7,900,000	
Mạng lưới CHXD	Số điểm bán lẻ: 3,540 Số cửa hàng COCO: 536 (18%)	Số điểm bán lẻ: 5,200 Số cửa hàng COCO: 2,400 (46%)	- Hệ thống CHXD của PLX rộng khắp nơi và có nhiều CHXD trong khu vực nội thành tại các TP lớn
Tỷ trọng các kênh tiêu thụ	COCO: 20% DODO: 60% KHCH: 20%	COCO: 58% DODO: 31% KHCH: 11%	- Tỷ trọng phân phối kênh bán lẻ của PV Oil thấp hơn PLX
Thị phần	20 - 22%	48%	
Doanh thu 2016 (tỷ)	39,263	123,098	- Năm 2016, PLX được hưởng lợi nhiều hơn PV Oil khi thuế suất nhập khẩu xăng dầu từ Hàn Quốc vào Việt Nam giảm về 10%, trong khi giá mua từ các NMLD trong nước vẫn cộng thuế MFN là 20% đến tháng 9/2016 nhờ có tỷ trọng xăng dầu nhập khẩu lớn
Biên lợi nhuận gộp	6.90%	11.50%	- BLNG của PLX lớn hơn PV Oil nhờ có tỷ lệ CHXD COCO lớn
LNST (tỷ)	565	5,147	
P/E	52.02	23.4	
P/B	2.79	5.44	

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>

Bloomberg: BSCV <GO>

