

**Hoàng Việt Phương**

Giám đốc Phân tích

[phuonghv@ssi.com.vn](mailto:phuonghv@ssi.com.vn)

Là một nước đang phát triển, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt nam tăng trung bình 7% trong vòng 10 năm vừa qua. Đây là một mức cao so với thế giới: mức tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu của thế giới năm 2010 là 3.1%, trong đó khối các nước châu Á Thái Bình Dương là 5.3%. Do xăng dầu là một hàng hóa đặc biệt, doanh nghiệp Việt nam phải thỏa mãn những điều kiện kinh doanh đặc biệt để trở thành doanh nghiệp xăng dầu đầu mối (có quyền xuất nhập khẩu xăng dầu). Hiện tại có 13 doanh nghiệp được cấp giấy phép làm doanh nghiệp xăng dầu đầu mối, trong đó tính trên thị phần hạn ngạch nhập khẩu, thì Petrolimex đang là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất, luôn chiếm trên 50% tổng lượng nhập khẩu và khoảng 30% thị phần bán lẻ. Là doanh nghiệp thành lập đầu tiên trong kinh doanh xăng dầu tại Việt nam, PLX có lợi thế kinh doanh lớn nhờ vào:

- (1) Thị phần lớn nhất về sản lượng kinh doanh phân phối xăng dầu;
- (2) Hệ thống khách hàng lớn và ổn định
- (3) Quy mô tài sản lớn với vị trí kinh doanh thuận lợi
- (4) Hệ thống phân phối bao phủ rộng khắp bao gồm cả Bán buôn và Bán lẻ
- (5) Mô hình kinh doanh khép kín và hỗ trợ lẫn nhau

**Triển vọng kinh doanh:** Đối với lĩnh vực kinh doanh chính là xăng dầu, PLX dự kiến tăng trưởng sản lượng trong mức khoảng trung bình 6% trong các năm tới. Với mức tiêu thụ khoảng 7.5-8 triệu m<sup>3</sup> xăng dầu/năm, nếu loại trừ được các yếu tố ảnh hưởng tiêu cực từ biến động giá xăng dầu thế giới, với lợi nhuận định mức có thể đem lại cho lĩnh vực kinh doanh xăng dầu hàng năm của PLX mức trên 2000 tỷ VND lợi nhuận/năm.

Ngoài lợi nhuận từ lĩnh vực kinh doanh chính, lợi nhuận sau thuế của Khối công ty con/công ty liên kết thuộc các lĩnh vực kinh doanh khác (hóa dầu, gas, vận tải, kho cảng, xây dựng, ngân hàng, bảo hiểm..) có thể đạt khoảng 1000 tỷ VND/năm trong điều kiện kinh doanh bình thường. Đóng góp lớn nhất về lợi nhuận trong khối công ty con đến từ PGBank (PLX sở hữu 40%), khối vận tải thủy (PLX sở hữu khoảng 51%) và PLC (PLX sở hữu 79%).

Năm 2011, PLX bị ảnh hưởng nhiều do biến động bất lợi của giá xăng dầu. Theo kế hoạch lợi nhuận hợp nhất của PLX sẽ đạt 1663 tỷ VND, EPS đạt 1079VND, tương đương với mức 1074VND của năm 2010, PE2011 là 13.9x ở mức giá 15,000VND/cổ phiếu. Năm 2012, PLX dự kiến lợi nhuận sau thuế đạt 2947 tỷ VND, EPS là 2456VND, PE ở mức 6x.

Mặc dù có những hạn chế và rủi ro nhất định trong tình huống giá xăng dầu thế giới biến động mạnh theo chiều hướng tăng, trong tương lai, khi thị trường xăng dầu được điều tiết hoàn toàn theo cơ chế thị trường, PLX sẽ có lợi thế hơn để bứt phá và trở thành một tập đoàn có khả năng sinh lời lớn. Chúng tôi cho rằng tiềm năng của PLX trong tương lai lớn.

triệu VND	2009A	2010A	2011P
Doanh thu thuần	103,501,181	137,188,394	183,547,000
LN từ hoạt động SXKD	4,755,803	2,124,290	
LNST	3,394,671	924,863	1,663,000
EPS (VND)	6,994	1,074	1,079
Tổng tài sản	38,720,806	52,137,314	
Nợ ngắn hạn	14,807,838	20,893,205	
Nợ dài hạn	3,130,469	3,066,526	
Vốn điều lệ	4,422,246	4,980,909	10,700,000
BVPS (VND)	14,470.65	13,314.98	


**PETROLIMEX**

## MỤC LỤC

<b>Tổng quan về cơ chế kinh doanh Xuất Nhập khẩu Xăng dầu &amp; Vai trò của doanh nghiệp đầu mối</b> .....	3
<b>PLX: Doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đầu mối với thị phần và quy mô lớn nhất</b> .....	5
<i>Tổng quan:</i> .....	5
<i>Thị phần lớn nhất về sản lượng kinh doanh phân phối xăng dầu; Hệ thống khách hàng lớn và ổn định</i> .....	5
<i>Quy mô tài sản lớn với vị trí kinh doanh thuận lợi</i> .....	6
<i>Hệ thống phân phối bao phủ rộng khắp bao gồm cả Bán buôn và Bán lẻ</i> .....	7
<i>Mô hình kinh doanh khép kín và hỗ trợ chặt chẽ lẫn nhau</i> .....	8
<b>TRIỂN VỌNG KINH DOANH</b> .....	9
<i>Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam tăng trưởng cùng nhịp với tăng trưởng kinh tế</i> .....	9
<i>Kinh doanh xăng dầu đóng tỷ trọng cao nhất trong doanh thu lợi nhuận PLX</i> .....	10
<i>Các yếu tố chính ảnh hưởng tới doanh thu lợi nhuận của PLX:</i> .....	10
<i>Kế hoạch và triển vọng kinh doanh của PLX:</i> .....	14
<i>So sánh với các nước cùng lĩnh vực kinh doanh tại các thị trường mới nổi</i> .....	16
<b>RỦI RO</b> .....	17
<b>KẾT LUẬN</b> .....	18
<b>PHỤ LỤC</b> .....	19
<b>THÔNG TIN IPO</b> .....	19

## Tổng quan về cơ chế kinh doanh Xuất Nhập khẩu Xăng dầu & Vai trò của doanh nghiệp đầu mối

Việt nam là một nước có nguồn tài nguyên dầu thô, tuy nhiên sản phẩm xăng dầu về cơ bản phải nhập khẩu. Năm 2009 nhà máy lọc dầu Dung Quất mới bắt đầu đưa vào hoạt động và tiến tới đảm bảo khoảng 30% nhu cầu trong nước. Các mặt hàng “xăng dầu” được tiêu thụ ở Việt nam chủ yếu bao gồm: diesel, xăng, dầu FO, dầu hỏa trong đó mặt hàng diesel chiếm tỷ trọng tiêu thụ lớn nhất, sau đó đến xăng; dầu hỏa có lượng lưu thông ít nhất.

**Xăng dầu là một hàng hóa đặc biệt**, cụ thể theo các phương diện sau:

- ❖ Là một mặt hàng thiết yếu đối với nền kinh tế, nhiên liệu đầu vào cho hoạt động sản xuất, lưu thông. Vì vậy cần có việc dự trữ mặt hàng để không để tình trạng thiếu hụt bất ngờ.
- ❖ Việc kinh doanh mặt hàng này cũng đòi hỏi những điều kiện đặc biệt, do các yếu tố như phải đảm bảo lưu thông và dự trữ an toàn, thiết bị sử dụng cho việc vận chuyển lưu thông cũng khác biệt với các hàng hóa thông thường khác.

Chính vì các yếu tố trên tại Việt nam xăng dầu được quản lý chặt chẽ theo quy định của chính phủ dưới sự điều tiết của nhiều cơ quan, trong đó có Bộ Tài chính, Bộ Công thương. Một trong những **văn bản pháp luật quan trọng nhất để điều tiết hoạt động kinh doanh xăng dầu đó là Nghị định 84/2009/ND-CP** ngày 15/10/2009 có hiệu lực từ tháng 12/2009 và Thông tư 234 hướng dẫn thực hiện Nghị định 84.

Những điểm quan trọng trong quản lý kinh doanh xăng dầu cần lưu ý bao gồm:

- ❖ **Về mặt lượng:** Chỉ có các nhà nhập khẩu đầu mối chịu trách nhiệm đảm bảo dự trữ xăng dầu. Hàng năm, Bộ Kế hoạch đầu tư và Bộ Công Thương quyết định mức nhập khẩu xăng dầu của năm sau. Dựa trên mức nhập khẩu này, Bộ Công thương sẽ quyết định phân chia hạn ngạch tối thiểu cho các doanh nghiệp đầu mối. Các doanh nghiệp đầu mối xăng dầu được giao một **hạn ngạch nhập khẩu tối thiểu** trong năm, và phải đảm bảo ổn định **mức dự trữ lưu thông xăng dầu tối thiểu bằng 30 ngày** cung ứng cả về cơ cấu chủng loại, theo kế hoạch tiêu thụ được xác định hàng năm của đầu mối đó.
- ❖ **Về mặt giá:** Nghị định 84 quy định mức tính giá bán lẻ là giá cơ sở theo công thức định trước. Còn giá bán buôn của các doanh nghiệp phân phối được xác định trên cơ sở tự thỏa thuận. Công thức giá cơ sở như sau:

Giá cơ sở = (Giá nhập khẩu CIF + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt) \* Tỷ giá + Chi phí định mức + Quỹ Bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + VAT + phí xăng dầu + Thuế và phí khác.

Trong công thức tính giá cơ sở như trên thì yếu tố Thuế nhập khẩu và việc sử dụng Quỹ Bình ổn giá thời gian qua được sử dụng linh hoạt để điều tiết giá. Cụ thể, thuế Nhập khẩu xăng hiện nay là 0% nhưng khung thuế có thể điều chỉnh từ 0-40% tùy từng giai đoạn. Quỹ Bình ổn giá được xác định là 300VND/lít đối với mặt hàng dầu và 400VND/lít cho mặt hàng xăng tuy nhiên việc sử dụng Quỹ cũng rất linh hoạt theo từng giai đoạn. Chi phí định mức ở mức 600VND/lít.

**Cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ xăng dầu:** Thời gian **điều chỉnh giá bán lẻ không liên tiếp nhau mà có một khoảng cách nhất định** (ví dụ 2 lần điều chỉnh tăng giá phải cách nhau ít nhất 10 ngày). Trong trường hợp giá xăng dầu thế giới giảm, **cơ chế giảm giá cho phép tận thu ngân sách khi mức giá giảm mạnh:** (1) Nếu giá giảm trong phạm vi 12% ( $\leq 12\%$ ) so với giá bán lẻ hiện hành, thương nhân đầu mối phải giảm giá bán lẻ tương ứng. (2) Nếu giá giảm trên 12% ( $> 12\%$ ) so với giá bán lẻ hiện hành, sau khi cơ quan có thẩm quyền áp dụng các giải pháp điều tiết về

tài chính theo quy định của pháp luật (Thuế nhập khẩu, Quỹ Bình ổn giá...), doanh nghiệp đầu mối tiếp tục giảm giá bán lẻ của mình;

Trường hợp giá xăng dầu thế giới tăng tăng, **cơ chế điều chỉnh giá bán lẻ cho phép dùng Quỹ bình ổn giá và các biện pháp bình ổn khác khi giá tăng mạnh**: (1) Nếu mức tăng giá cơ sở trong phạm vi 7% ( $\leq 07\%$ ) so với giá bán lẻ hiện hành, thương nhân đầu mối được quyền tăng giá bán lẻ tương ứng; (2) Trường hợp giá cơ sở tăng vượt 7% ( $> 07\%$ ) đến 12% ( $\leq 12\%$ ) so với giá bán lẻ hiện hành, thương nhân đầu mối được quyền tăng giá theo trường hợp (1) và cộng thêm 60% của mức giá cơ sở tăng trên 07% đến 12%; 40% còn lại sử dụng Quỹ Bình ổn giá để bù đắp theo hướng dẫn của Bộ Tài chính; (3) Trường hợp giá cơ sở tăng trên 12% ( $> 12\%$ ) so với giá bán lẻ hiện hành hoặc việc tăng giá ảnh hưởng đến phát triển kinh tế - xã hội và đời sống nhân dân, Nhà nước công bố áp dụng các biện pháp bình ổn giá thông qua điều hành thuế, quỹ Bình ổn giá và theo quy định của pháp luật hiện hành.

Tuy nhiên, trong một số giai đoạn nhất định, giá xăng dầu vẫn được Chính phủ chủ động điều chỉnh mức tăng/giảm giá vì có thể gây ảnh hưởng đến lạm phát và đời sống nhân dân.

**Về quyền kinh doanh** bao gồm quyền xuất nhập khẩu hàng hóa, tuân thủ quy định WTO, Việt Nam đồng ý cho doanh nghiệp và cá nhân nước ngoài được quyền xuất nhập khẩu hàng hóa tuy nhiên *ngoại trừ* các mặt hàng thuộc danh mục thương mại nhà nước trong đó có xăng dầu. Tuy nhiên, điều này không có nghĩa là không mở cửa cho các hãng xăng dầu nước ngoài vào thị trường kinh doanh ở khâu hạ nguồn, mà vấn đề chỉ còn là thời gian cụ thể.

### Vai trò của doanh nghiệp đầu mối

Theo quy định của Nghị định 84, **doanh nghiệp Việt nam phải thỏa mãn những điều kiện kinh doanh đặc biệt để trở thành doanh nghiệp xăng dầu đầu mối** (có quyền xuất nhập khẩu xăng dầu) ví dụ như sở hữu cảng chuyên dụng với công suất tối thiểu 7000 tấn, có kho với công suất tối thiểu 15,000m<sup>3</sup>, có thiết bị vận tải chuyên dụng và sở hữu một hệ thống các đại lý với ít nhất 40 điểm bán lẻ cũng như là bán lẻ của riêng mình (ít nhất 10 điểm bán lẻ). Cho tới nay có 13 doanh nghiệp đã được cấp giấy phép làm doanh nghiệp xăng dầu đầu mối.

Các doanh nghiệp đầu mối quan trọng hiện nay, tính trên thị phần hạn ngạch nhập khẩu, thì Petrolimex đang là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất, luôn chiếm trên 50% tổng lượng nhập khẩu. Một số doanh nghiệp lớn khác bao gồm Petec (trực thuộc PVN, đã tiến hành cổ phần hóa cuối 2010), PVOil (trực thuộc PVN, vừa tiến hành sáp nhập Petechim), MIPEC (thuộc Bộ quốc phòng).

**PLX: Doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đầu mối với thị phần và quy mô lớn nhất****Tổng quan:**

PLX được thành lập năm 1956 và với nhiệm vụ là một Tổng công ty chịu trách nhiệm chính về bình ổn và phát triển thị trường xăng dầu trong nước cũng như các sản phẩm khác trong ngành. Phân phối xăng dầu (bao gồm cả bán buôn và bán lẻ) là lĩnh vực kinh doanh lớn nhất của PLX. Hiện tại, PLX có 42 công ty con (sở hữu 100%) chịu trách nhiệm phân phối xăng dầu tại các tỉnh trên toàn quốc. Với những công ty con này, PLX quyết định hầu hết các vấn đề chính như cơ cấu vốn, nguồn cung, giá đầu vào và giá bán, quản lý, nhân sự và đầu tư. Mô hình kinh doanh này nhằm đảm bảo nguồn cung và giá bán xăng dầu trên thị trường được theo dõi chặt chẽ và thống nhất trong toàn hệ thống của PLX tại Việt Nam.

Ngoài ra PLX còn có các công ty con và liên kết hoạt động trong các lĩnh vực hóa dầu, gas, vận tải, kho, cảng, xây lắp, bất động sản, ngân hàng và bảo hiểm. Cho tới nay, 10 công ty con của PLX đã được cổ phần hóa.

Các sản phẩm xăng dầu tiêu thụ chính của PLX hiện tại bao gồm:

- ❖ Xăng (RON92, RON95): giống như các doanh nghiệp đầu mối khác, PLX có nhiệm vụ duy trì mức cung ứng xăng dầu đủ đáp ứng trong vòng ít nhất 30 ngày theo nghị định 84ND-CP. Xăng dầu chủ yếu được nhập từ Singapore, Đài Loan, Trung Quốc, Hàn Quốc, Trung Đông, Nga và nhà máy lọc dầu Dung Quất. Các nhà cung ứng chính bao gồm BP, Shell, SK Energy, Unipet, Vitol, Conoco Phillips, Gunvor, Petronas, Simosa.
- ❖ Dầu diesel chủ yếu dùng cho động cơ xe và nhà máy điện
- ❖ Dầu FO dùng cho nhà máy điện, sản xuất thép, xi măng và vật liệu xây dựng, sản xuất thực phẩm và vận tải đường thủy.
- ❖ Kerosen (dầu hỏa): mức tiêu thụ rất thấp.

**Thị phần lớn nhất về sản lượng kinh doanh phân phối xăng dầu; Hệ thống khách hàng lớn và ổn định**

Là doanh nghiệp đầu tiên và lớn nhất trong lĩnh vực xuất nhập khẩu/phân phối xăng dầu, cho tới nay PLX luôn chiếm hơn 50% sản lượng kinh doanh xăng dầu cả nước nếu tính theo hạn ngạch nhập khẩu. Các doanh nghiệp đầu mối lớn nhất (bao gồm PLX, Petec, PVOil, MPC) chiếm khoảng 80% thị phần tổng thị trường. Về thị phần bán lẻ, trong số 13,500 cửa hàng bán lẻ xăng dầu trên cả nước, PLX chiếm 16% tuy nhiên sản lượng tiêu thụ qua các cửa hàng của PLX rất cao nên tính thị phần tiêu thụ bán lẻ của PLX chiếm khoảng 30%.

Điểm mạnh của PLX đến từ quy mô lớn, chính vì vậy luôn đảm bảo lượng xăng dầu nhập khẩu ngay cả khi giá dầu đi theo xu hướng bất lợi cho nhà phân phối. Vì trong khi giá dầu vào giai đoạn tăng mạnh, một số nhà nhập khẩu có thể hạn chế hoặc dừng nhập khẩu thì PLX vẫn đảm bảo duy trì nguồn cung ứng, vì vậy mà có thể giúp duy trì được một hệ thống khách hàng đại lý rất ổn định. Đây là một yếu tố rất quan trọng với một doanh nghiệp bán buôn và bán lẻ.

Tổng sản lượng sản phẩm xăng dầu tiêu thụ trong nước của PLX khoảng 7.5 triệu tấn/m<sup>3</sup>, với mức tăng trưởng hàng năm khoảng 6-8%.

ĐVT: kg đối với FO, lit đối với xăng, diesel (DO)

STT	Chỉ tiêu	Năm 2008	Năm 2009	Năm 2010
<b>I</b>	<b>Sản lượng nhập khẩu</b>	<b>8,508,557,243</b>	<b>9,355,100,974</b>	<b>8,905,390,721</b>
	- Nhập khẩu	8,508,557,243	8,946,536,753	6,928,256,493
	- Nhập Dung quất		408,564,221	1,977,134,228
<b>II</b>	<b>Sản lượng nhập khẩu</b>	<b>8,508,557,243</b>	<b>9,355,100,974</b>	<b>8,905,390,721</b>
	Nội địa	6,929,160,609	7,477,225,582	7,439,203,158
	Tái xuất	999,902,271	1,308,585,831	1350173544
	Chuyển khẩu	579,494,363	569,289,561	116014019
<b>II</b>	<b>Sản lượng xuất bán</b>	<b>8,331,081,614</b>	<b>9,313,733,443</b>	<b>8,925,881,871</b>
	- Nội địa	6,832,705,991	7,425,961,473	7,617,883,768
	- Tái xuất	1,498,375,623	1,887,771,970	1,307,998,103

### Kế hoạch sản lượng xăng, dầu của Petrolimex giai đoạn 2011 – 2013

Đơn vị: m<sup>3</sup>

Năm	2011	2012	2013
Sản lượng tiêu thụ	9.171.000	10.174.000	10.765.000

Nguồn: Phương án cổ phần hóa Petrolimex

### Quy mô tài sản lớn với vị trí kinh doanh thuận lợi

Một yếu tố quan trọng của doanh nghiệp phân phối là có hệ thống bán buôn và hệ thống bán lẻ rộng khắp, với những vị trí chiến lược ở hầu hết các tỉnh trên cả nước. PLX đã thành lập từ năm 1956 vì vậy có lợi thế hơn trong việc xây dựng và củng cố một hệ thống phân phối của riêng mình so với các doanh nghiệp mới thành lập gần đây. Với hệ thống tài sản cố định lớn và ở vị trí thuận lợi, kết hợp cùng thị phần lớn, PLX có một vị thế vững chắc để phát triển kinh doanh và đón đầu những cơ hội kinh doanh trong ngành.

Tài sản của PLX lớn với hệ thống kho bãi – vận chuyển – đất đai lớn (xem cụ thể trong bảng dưới đây). Tổng giá trị tài sản cố định hữu hình của PLX là 2084 tỷ VND và sau khi định giá lại là 4002 tỷ VND và quyền sử dụng đất trị giá 1925 tỷ VND sau khi định giá lại. Tại thời điểm hiện nay các tài sản này đã khấu hao khoảng gần 50%.

Với hệ thống kho cảng lớn, PLX còn tiến hành thực hiện nhập khẩu ủy thác cho các nhà nhập khẩu đầu mối khác, vì đối với một số nhà nhập khẩu đầu mối việc nhập khẩu một lô riêng lẻ với quy mô nhỏ không có hiệu quả về chi phí.

Tài sản cố định	Giá trị đánh giá lại (VND)		
	Nguyên giá	Khấu hao	Giá trị còn lại
<b>Tài sản cố định hữu hình</b>			
- Nhà cửa, vật kiến trúc	5.688.651.939.116	2.473.379.889.523	3.215.272.049.593
- Máy móc, thiết bị	1.244.001.386.778	741.996.969.358	502.004.417.420
- Phương tiện vận tải	451.352.463.363	228.538.507.803	222.813.955.561
<b>Tài sản cố định vô hình</b>			
- Giá trị quyền sử dụng đất	1.971.119.405.459	46.445.445.896	1.924.673.959.563

❖ **Đất:**

Phân loại đất (m2)	Diện tích	Tỷ lệ
Đất làm văn phòng	218.485	2,84%
Đất trực tiếp kinh doanh xăng dầu	6.988.618	90,77%
Đất khác	93.271	1,21%
Đất trong diện quy hoạch giải tỏa bàn giao cho địa phương	398.777	5,18%
<b>Tổng diện tích đất</b>	<b>7.699.151</b>	<b>100%</b>

*Nguồn: Petrolimex*

❖ **Phương tiện vận tải:**

**Đường ống:** PLX có một hệ thống đường ống vận chuyển dài 570km với công suất vận chuyển trên 4 triệu tấn/năm- là **doanh nghiệp duy nhất vận chuyển xăng dầu bằng đường ống**. PLX còn có kế hoạch đầu tư thêm đường ống nối với Trung Quốc để nhập xăng dầu từ Trung Quốc.

**Xe vận chuyển:** PLX sở hữu 860 đầu xe sitec vận chuyển xăng dầu bằng đường bộ, giúp lưu thông xăng dầu trên toàn quốc và tái xuất sang Lào và Campuchia.

**Tàu vận chuyển đường biển:** Hiện tại PLX sở hữu 12 tàu viễn dương tổng trọng tải 452.7 nghìn tấn, trong đó có một tàu Aframax với trọng tải 105.3 nghìn tấn là tàu chở dầu lớn nhất Việt nam hiện nay.

**Tàu vận chuyển đường sông:** PLX sở hữu 91 tàu vận chuyển đường sông với dung tích 42.8 nghìn m3.

- ❖ **Kho:** PLX sở hữu một hệ thống kho xăng dầu lớn với sức chứa khoảng 1.7 triệu m3, lớn nhất trên cả nước, trong đó có kho đầu mối có diện tích khoảng 1.6 triệu m3 và kho tại các cửa hàng là 100,000m3.
- ❖ **Cảng:** PLX sở hữu một hệ thống 13 cảng biển và 17 cảng sông chuyên chở xăng dầu với vị trí thuận lợi, bao gồm:

Cảng Bãi Cháy - Quảng Ninh	Cảng phao Quy Nhơn - Bình Định
Cảng Thượng Lý – Hải Phòng	Cảng phao Vĩnh Nguyên - Khánh Hòa
Cảng phao Nghi Hương - Nghệ An	Cảng K2 - Vũng Tàu
Cảng Gianh - Quảng Bình	Cảng Nhà bè - Hồ Chí Minh
Cảng Thuận An – Huế	Cầu cảng Trà Nóc - Cần Thơ
Cảng phao Mỹ Khê - Đà Nẵng	Cầu cảng Miền Tây - Cần Thơ
Cảng cứng Nại Hiên - Đà Nẵng	

### Hệ thống phân phối bao phủ rộng khắp bao gồm cả Bán buôn và Bán lẻ

#### PLX hiện nay phân phối chủ yếu qua 3 kênh chính:

- ❖ **Bán hàng trực tiếp:** Xăng dầu, dầu DO, FO và dầu hỏa được bán trực tiếp cho khách hàng. Kênh bán hàng này chủ yếu dành cho dầu DO và FO (chiếm 95% sản lượng phân phối bằng hình thức này); xăng chỉ chiếm 5% tổng sản lượng bán hàng trực tiếp. Kênh bán hàng này có giá rất cạnh tranh (thông thường theo hình thức đấu thầu

ạnh tranh) và có thời hạn thanh toán lâu. Sản lượng tiêu thụ qua kênh phân phối này có mức tăng trưởng khoảng 5%/năm.

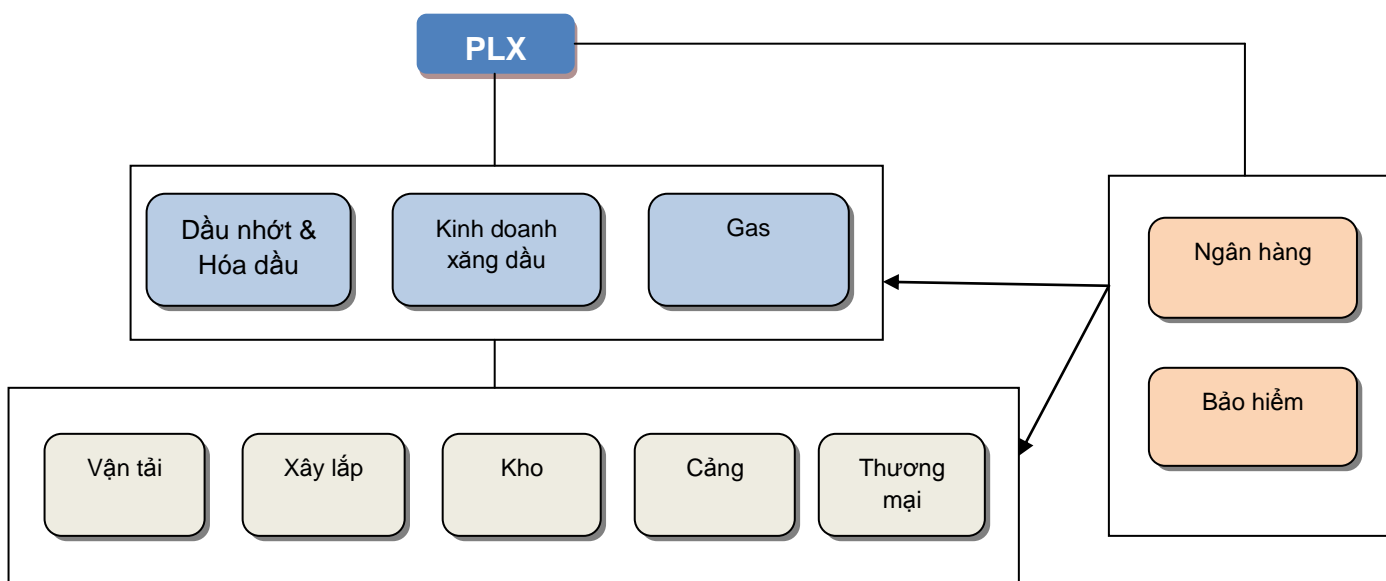
- ❖ **Bán buôn tới đại lý:** Xăng, dầu DO, FO và dầu hỏa đều được phân phối qua kênh này. Tổng số trạm xăng của hệ thống đại lý của PLX hiện nay khoảng trên 4000 trạm. Sản lượng bán hàng qua kênh này chiếm khoảng 44% tổng lượng tiêu thụ và có mức tiêu thụ trung bình 4-5%/năm tuy nhiên sản lượng thay đổi không đều qua các năm theo diễn biến giá xăng dầu. Một số công ty xăng dầu đại lý có thể kể đến như COM, SFC.
- ❖ **Bán lẻ xăng dầu:** PLX trực tiếp có 2100 trạm bán lẻ xăng dầu chiếm khoảng 16% tổng số trạm xăng dầu của Việt nam nhưng khối lượng bán hàng qua trạm bán lẻ của PLX cao hơn mức trung bình nên lượng tiêu thụ chiếm khoảng 30% toàn thị trường. Tại các trạm bán lẻ của PLX được kết hợp dùng dịch vụ thanh toán thẻ Flexicard cung cấp bởi công ty con PG Bank. Mức tăng trưởng của sản lượng thông qua kênh này khoảng 10%/năm.

PLX quản lý khá hiệu quả với vòng quay vốn lưu động cao.

Chỉ tiêu tài chính	2009A	2010A
<b>Chỉ tiêu về vốn lưu động</b>		
Vòng quay vốn lưu động (Op. working capital turnover)	50.2	369.0
Vòng quay phải thu (ngày)	32.65	37.69
Vòng quay tồn kho (ngày)	34.4	28.9
Vòng quay phải trả (ngày)	25.38	34.16

### Mô hình kinh doanh khép kín và hỗ trợ chặt chẽ lẫn nhau

PLX không chỉ kinh doanh xăng dầu mà trong suốt quá trình phát triển đã xây dựng nên một mạng lưới khá đầy đủ trong chuỗi giá trị như kinh doanh các *hàng hóa cùng ngành* (dầu nhớt, gas, sản phẩm hóa dầu khác), kinh doanh *dịch vụ đi kèm* như vận tải, xây lắp, kho, cảng; và các *dịch vụ hỗ trợ* như ngân hàng, bảo hiểm. Hệ thống này giúp cho hoạt động của PLX và các công ty/nhánh kinh doanh hỗ trợ lẫn nhau một cách chặt chẽ và tạo điều kiện nâng cao tỷ suất lợi nhuận cho toàn tập đoàn.

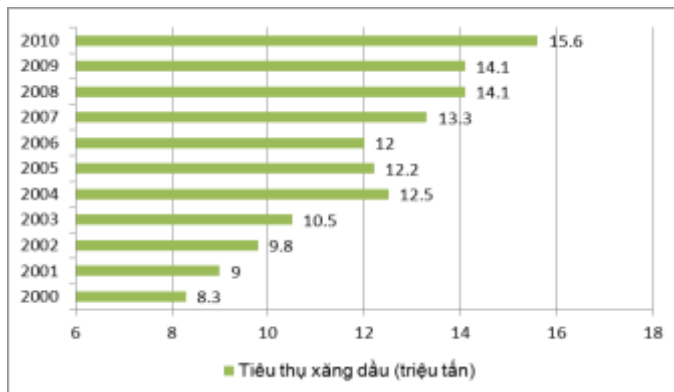


## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

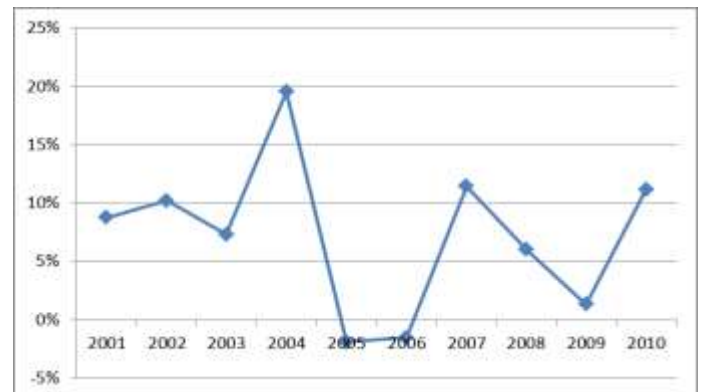
Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam tăng trưởng cùng nhịp với tăng trưởng kinh tế

### Sản xuất dầu và tiêu thụ xăng dầu tại Việt nam

Sản xuất dầu thô và tiêu thụ xăng dầu tại VN

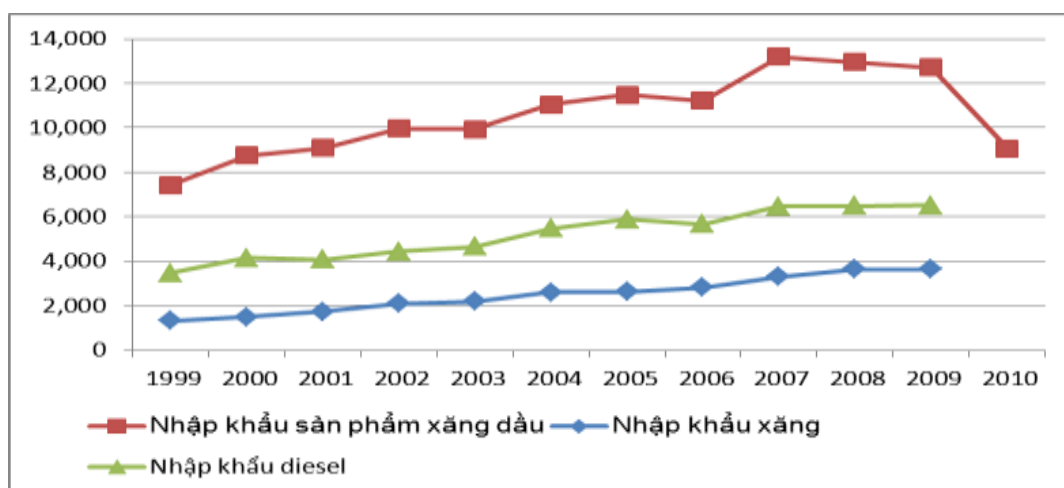


Tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu tại VN (%)



Nguồn: BP statistics

Là một nước đang phát triển, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt nam tăng trung bình 7% trong vòng 10 năm vừa qua (mặc dù mức tăng trưởng qua các năm có sự khác biệt khá nhiều một phần do sự thay đổi trong cơ cấu tiêu thụ các mặt hàng xăng dầu). Đây là một mức cao so với thế giới: mức tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu của thế giới năm 2010 là 3.1%, trong đó khối các nước châu Á Thái Bình Dương là 5.3% thì mức tăng trưởng tiêu thụ của Việt nam là 10.4% (nguồn BP statistics). Để đáp ứng nhu cầu này, do Việt nam không tự sản xuất được xăng dầu nên chủ yếu nguồn xăng dầu được cung ứng từ nhập khẩu. Mức nhập khẩu xăng dầu giảm xuống mạnh năm 2010 do nhà máy lọc dầu Dung Quất đưa vào hoạt động đã cung cấp cho cả nước khoảng 1/3 sản lượng tiêu thụ hàng năm.



Nguồn: CEIC

Trong cơ cấu nhập khẩu xăng dầu, mặt hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất là diesel (trung bình khoảng 48%) sau đó là xăng (trung bình khoảng 22%). Tỷ trọng nhập khẩu xăng dầu của PLX cũng có cơ cấu tương tự như vậy.

Tỷ trọng nhập khẩu năm 2010 của PLX ở mức cao là do năm 2010 là năm đầu tiên dùng nhiều xăng dầu do Dung Quất sản xuất trong nước.

**Kinh doanh xăng dầu đóng tỷ trọng cao nhất trong doanh thu lợi nhuận PLX**

Tiêu thụ xăng dầu của PLX ở mức cao nhất trong ngành với tổng sản lượng tiêu thụ trong nước lần lượt là 6.8 triệu m<sup>3</sup>, 7.4 triệu m<sup>3</sup> và 7.6 triệu m<sup>3</sup> trong các năm 2008, 2009, 2010. Ngoài tiêu thụ trong nước, PLX còn tái xuất khoảng trên 1 triệu m<sup>3</sup>/năm.

Trong cơ cấu doanh thu của PLX, kinh doanh xăng dầu chiếm tỷ trọng cao nhất, 86% doanh thu thuần năm 2010, tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận của mảng này không cao bằng một số mảng kinh doanh khác như: sản phẩm hóa dầu, ngân hàng, bảo hiểm.

Triệu VND	Kinh doanh xăng dầu (*)	Kinh doanh các sản phẩm hóa dầu	Kinh doanh gas	Kinh doanh bảo hiểm	Hoạt động ngân hàng	Kinh doanh các sản phẩm, hàng hóa khác	Tổng cộng
<b>Năm 2010</b>							
<b>Doanh thu thuần</b>	117,369,017	5,231,120	2,460,267	1,580,485	1,585,253	8,962,253	137,188,395
<b>% doanh thu thuần</b>	86%	4%	2%	1%	1%	7%	100%
<b>Giá vốn</b>	112,242,585	4,310,708	2,076,075	1,159,752	1,027,101	8,698,328	129,514,549
<b>% giá vốn</b>	87%	3%	2%	1%	1%	7%	100%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	5,126,432	920,412	384,192	420,733	558,152	263,925	7,673,846
<b>% lợi nhuận gộp</b>	67%	12%	5%	5%	7%	3%	100%

Nguồn: BCKT PLX

**Các yếu tố chính ảnh hưởng tới doanh thu lợi nhuận của PLX:**

- ❖ **Tăng trưởng sản lượng:** Dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của PLX sẽ tăng trưởng tương đương với mức tăng của GDP ở mức 6-8%. PLX sẽ luôn đảm bảo duy trì một thị phần phân phối chiếm trên 50% trong các năm tới. Cụ thể
  - **Xăng:** mức tăng trưởng trung bình là 9%/năm;
  - **Dầu DO (diesel):** mức tăng trưởng trung bình là 5%/năm;
  - **Dầu FO:** mức tăng trưởng trung bình là 3%/năm
  - **Dầu hỏa:** không tăng trưởng

Trong 9 tháng đầu năm 2011, kế hoạch sản lượng của PLX là khoảng 6.98 triệu tấn, riêng trong quý 4 là 2.19 triệu m<sup>3</sup>. Tổng sản lượng xuất bán của PLX năm 2011 theo kế hoạch tăng trưởng khoảng 3% so với 2010.

Kế hoạch sản lượng của PLX và các công ty trong ngành

2011	PLX	Petec	PVOil
Sản lượng tiêu thụ (m <sup>3</sup> , tấn)	9,171,000	1,570,000	5,800,000*
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	2,110	50**	n/a

\*số liệu của PVOil là của năm 2010

\*\* 50 tỷ là kế hoạch 7 tháng cuối năm 2011 của Petec; trong 5 tháng đầu năm Petec có hoạt động kinh doanh lỗ

- ❖ **Cơ cấu chi phí:** Trong kinh doanh xăng dầu thì cơ cấu chi phí chủ yếu là giá vốn (chiếm 92-97% tổng doanh thu). Chi phí bán hàng thường chiếm khoảng 3-4% tổng doanh thu. Sự biến động của giá xăng dầu trên thế giới có ảnh hưởng rất lớn đến chi phí giá vốn của PLX và các doanh nghiệp phân phối xăng dầu khác. Lưu ý là theo cơ chế của Nghị định 84, thì (1) giá bán lẻ xăng dầu trong nước được điều chỉnh chậm hơn so với sự biến động của giá thế giới một thời gian nhất định và đôi khi được điều hành theo Nhà nước và (2) doanh nghiệp đầu mối (trong đó PLX là doanh nghiệp lớn nhất) phải duy trì mức dự trữ tối thiểu là 30 ngày cho mặt hàng này. Chính vì 2 yếu tố này nên trong trường hợp giá xăng dầu thế giới đi theo chiều hướng tăng mạnh trong khi giá xăng dầu trong nước chưa điều chỉnh kịp thì việc nhập hàng và dự trữ hàng khối lượng lớn sẽ đem lại rủi ro kinh doanh lớn cho nhà nhập khẩu. Tuy nhiên, trường hợp ngược lại, giá xăng dầu thế giới theo chiều hướng giảm, thì sẽ có khả năng tỷ suất lợi nhuận được cải thiện.

Trong trường hợp giá xăng dầu ổn định và không biến động mạnh, thì nhà nhập khẩu xăng dầu sẽ có tỷ lệ lợi nhuận ổn định trên tổng sản lượng dựa trên lợi nhuận định mức (tỷ suất lợi nhuận cao hơn ở mảng bán lẻ)

### Tỷ suất lợi nhuận và cơ cấu chi phí của PLX

	2007A	2008A	2009A	2010A
Doanh thu thuần	83,340,156	120,531,806	103,501,181	137,188,394
<i>Tăng trưởng %</i>		45%	-14%	33%
COGS	80,523,953	113,663,458	94,403,395	129,514,549
<i>Tỷ trong COGS/doanh thu thuần</i>	97%	94%	91%	94%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2,816,204</b>	<b>6,868,348</b>	<b>9,097,787</b>	<b>7,673,845</b>
<b><i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i></b>	<b>3%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>
Chi phí bán hàng	1,815,766	3,011,323	3,695,213	4,664,116
<i>Chi phí bán hàng/ doanh thu thuần</i>	2%	2%	4%	3%
Chi phí quản lý	336,982	457,578	646,771	885,439
<i>Chi phí quản lý/ doanh thu thuần</i>	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%
<b>Lợi nhuận từ HĐSXKD (EBIT)</b>	<b>663,455</b>	<b>3,399,447</b>	<b>4,755,803</b>	<b>2,124,290</b>
<b><i>Tỷ suất lợi nhuận từ HĐSXKD</i></b>	<b>0.8%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>1.5%</b>
Doanh thu tài chính	557,675	804,987	444,669	563,464
<i>Doanh thu tài chính/ doanh thu thuần</i>	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%
Chi phí tài chính	707,021	3,053,937	1,695,012	1,762,287
<i>Chi phí tài chính/ doanh thu thuần</i>	0.8%	2.5%	1.6%	1.3%
Chi phí lãi vay	526,855	828,616	487,769	537,027
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính</b>	<b>(149,346)</b>	<b>(2,248,950)</b>	<b>(1,250,343)</b>	<b>(1,198,823)</b>
Thu nhập khác	261,825	157,780	270,347	326,372
Chi phí khác	141,078	112,146	125,706	126,965
<b>Lãi/lỗ từ hoạt động khác</b>	<b>120,746</b>	<b>45,634</b>	<b>144,641</b>	<b>199,407</b>
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	48,169	70,580	223,382	257,484
<i>% lợi nhuận trước thuế</i>	7%	6%	6%	19%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>683,025</b>	<b>1,266,711</b>	<b>3,873,482</b>	<b>1,382,358</b>

<b>Tỷ suất lợi nhuận trước thuế</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.0%</b>
Thuế TNDN	120,968	183,452	478,811	457,495
<i>% lợi nhuận trước thuế</i>	<i>18%</i>	<i>14%</i>	<i>12%</i>	<i>33%</i>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>562,058</b>	<b>1,083,259</b>	<b>3,394,671</b>	<b>924,863</b>
<b>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.7%</b>
<i>Phân bổ cho:</i>				
Lợi ích cổ đông thiểu số	<b>286,030</b>	<b>171,592</b>	<b>301,619</b>	<b>389,771</b>
<i>% cổ đông thiểu số</i>	<i>50.9%</i>	<i>15.8%</i>	<i>8.9%</i>	<i>42.1%</i>
Lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ	276,027	911,667	3,093,052	535,092
Số lượng cổ phiếu	-	-	442,224,582	498,090,900
EPS			7,676	1,074
ROE			53%	14%
ROA			9%	2%

- ❖ **Hàng tồn kho:** Vì phải tiến hành dự trữ xăng dầu trong một giai đoạn nhất định, sự biến động giá xăng dầu thế giới sẽ gây ra chênh lệch giữa giá vốn và giá trị thị trường của hàng tồn kho. Tuy nhiên năm 2010 do giá xăng dầu vẫn được điều hành bởi Nhà nước vì vậy báo cáo kiểm toán không ghi nhận chênh lệch giá trị hàng tồn kho xăng dầu.
- ❖ **Vai trò của quỹ Bình ổn giá:** Theo quy định của Nghị định 84, trên mỗi lit xăng dầu phân phối sẽ luôn trích 400VND/lit cho xăng và 300VND/lit cho sản phẩm xăng dầu khác. Mức trích quỹ này là cố định, tuy nhiên việc sử dụng lại linh hoạt tùy theo từng thời kỳ. Việc trích quỹ này sẽ làm tăng áp lực lên giá vốn tuy nhiên khi sử dụng quỹ sẽ bù đắp cho lợi nhuận/lỗ kinh doanh của doanh nghiệp trong thời kỳ giá dầu biến động bất lợi.
- ❖ **Vay nợ và Chi phí lãi vay:** Giống như các doanh nghiệp phân phối khác, PLX dùng nợ để tài trợ vốn lưu động. Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu năm 2010 là 233%, trong đó chủ yếu là vay ngắn hạn chiếm 87% để tài trợ cho việc duy trì dự trữ và lưu thông xăng dầu. Chủ yếu vay nợ là bằng USD trong đó (1) Nợ dài hạn là 66 triệu USD trong đó có một khoản 45 triệu USD với lãi suất 6.6%/năm và một khoản 20.9 triệu USD với lãi suất SIBOR + premium. Khoản nợ này được đánh giá lại hàng năm và khi VND mất giá tạo ra một khoản lỗ chênh lệch tỷ giá; (2) Nợ ngắn hạn khoảng 20 nghìn tỷ vào cuối năm 2010, tuy nhiên tiền mặt VND của PLX cũng khá cao, khoảng hơn 9000 tỷ. Điều này phản ánh những thời điểm PLX đã thu tiền bán hàng về nhưng chưa mua USD thanh toán cho ngân hàng mà vẫn duy trì khoản tiền gửi bằng VND. Chính vì các khoản vay chủ yếu bằng USD, mức lãi suất trung bình mà PLX chịu hiện tại khá thấp (khoảng 5%).

Hoạt động tài chính của PLX chủ yếu được tiến hành qua PG Bank.

	2009A	2010A
<b>Chỉ số tài chính về nợ ngắn hạn và thanh khoản</b>		
Chỉ số thanh toán hiện hành	108%	101%
Chỉ số thanh toán nhanh	69%	70%
Chỉ số thanh toán tiền mặt	27%	25%
<b>Chỉ số tài chính về nợ dài hạn</b>		
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu (Liabilities-to-equity ratio)	328%	397%
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (Debt-to-equity ratio)	202%	233%

- ❖ **Nhu cầu USD để nhập khẩu:** PLX chủ yếu nhập khẩu nên có nhu cầu lớn về USD, tuy nhiên do xăng dầu là một mặt hàng thiết yếu phải đảm bảo cho hoạt động kinh tế vì vậy PLX không gặp khó khăn nhiều trong việc đảm bảo nguồn USD từ ngân hàng.
- ❖ **Thuế:** Thuế là một yếu tố cấu thành lớn trong nhập khẩu xăng dầu. Có nhiều loại thuế trong kinh doanh xăng dầu, trong đó quan trọng nhất là thuế nhập khẩu xăng dầu được sử dụng như là một công cụ để điều tiết giá bán lẻ với mức điều chỉnh từ 0-40% (hiện tại đang là 0%). Thuế tiêu thụ đặc biệt được cố định ở mức 10%. Thuế được chuyển vào giá bán cho người tiêu dùng cuối cùng nhưng việc nộp là qua doanh nghiệp nhập khẩu:

Gía cơ sở = (Giá nhập khẩu CIF + Thuế nhập khẩu + Thuế tiêu thụ đặc biệt) \* Tỷ giá + Chi phí định mức + Quỹ Bình ổn giá + Lợi nhuận định mức + VAT + phí xăng dầu + Thuế và phí khác.

Mức nộp thuế của PLX duy trì ở mức cao qua các năm, khoảng gần 25-30 nghìn tỷ VND/năm, mức nằm ở khoản phải trả thuế đối với Nhà nước luôn ở mức hơn 2000 tỷ VND.

STT	Chỉ tiêu	2007	%	2008	%	2009	%
<b>I.</b>	<b>Thuế</b>	<b>10.616.680</b>	<b>82,08</b>	<b>13.953.674</b>	<b>85,72</b>	<b>23.075.105</b>	<b>81,86</b>
1	Thuế GTGT hàng bán nội địa	245.720	1,90	385.491	2,37	780.920	2,77
2	Thuế GTGT hàng NK	6.425.825	49,68	8.943.595	54,94	7.070.158	25,08
3	Thuế TTĐB	2.268.895	17,54	3.005.557	18,46	2.829.237	10,04
4	Thuế XNK	1.565.742	12,10	1.426.299	8,76	12.010.621	42,61
5	Thuế TNDN	53.882	0,42	127.669	0,78	327.438	1,16
6	Các loại thuế khác	56.615	0,44	65.065	0,40	56.731	0,20
<b>II</b>	<b>Phí xăng dầu và các khoản nộp khác</b>	<b>2.318.525</b>	<b>17,92</b>	<b>2.325.187</b>	<b>14,28</b>	<b>5.113.724</b>	<b>18,14</b>
	<b>Tổng cộng</b>	<b>12.935.205</b>	<b>100,00</b>	<b>16.278.861</b>	<b>100,00</b>	<b>28.188.829</b>	<b>100,00</b>

Nguồn: Petrolimex

## Kế hoạch đầu tư CAPEX

Nhu cầu đầu tư của PLX trong các năm tới cụ thể như sau:

Đơn vị: triệu đồng				
STT	Nội dung	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
1	Xây dựng mới và cải tạo Cửa hàng xăng dầu	263.000	330.000	453.000
2	Xây dựng mới và cải tạo Kho	288.000	373.000	403.000
3	Xây dựng mới và cải tạo cầu cảng	14.000	13.000	20.000
4	Nâng cấp, sửa chữa tuyến ống	133.000	75.000	110.000
5	Nhà làm việc	2.000	20.000	32.000
6	Mua sắm sửa chữa thiết bị	76.000	95.000	95.000
	<b>Tổng cộng</b>	<b>776.000</b>	<b>906.000</b>	<b>1.113.000</b>

Nguồn: Petrolimex

Chiếm lớn nhất trong dự án đầu tư là xây dựng mới/cải tạo Cửa hàng xăng dầu và xây dựng mới/cải tạo Kho, trong đó có Kho ngoại quan Văn Phong với chi phí đã giải ngân là 811 tỷ vào ngày 31/12/2010. Ngoài kế hoạch mở rộng mạng lưới phân phối và xây dựng cơ bản thông thường, một kế hoạch đầu tư quan trọng PLX về dài hạn là xây nhà máy lọc dầu Nam Văn Phong. Việc có nhà máy lọc dầu sẽ giúp PLX giảm sự phụ thuộc vào nhập khẩu và sự biến

động của giá xăng dầu thế giới, là cơ hội để cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Tuy nhiên mức đầu tư ban đầu cũng đòi hỏi sẽ rất cao và vận hành sẽ là một thách thức lớn.

Dự án nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong đã được Thủ tướng chính phủ phê duyệt chủ trương. Tổng đầu tư khoảng 4.4 tỷ USD đến 4.8 tỷ USD với cơ cấu Nợ/Vốn chủ sở hữu là 70/30, dự kiến bắt đầu triển khai vào 2012. Kế hoạch tăng vốn của PLX các năm tới sẽ chủ yếu dành để tài trợ cho dự án này.

**Kế hoạch góp vốn/thoái vốn:** Kế hoạch góp vốn/thoái vốn vào các Công ty liên doanh liên kết, Công ty con, Tổng Công ty từ năm 2010 đến năm 2013 như sau:

Năm	Đơn vị: Triệu đồng		
	2011	2012	2013
Đầu tư góp vốn/ thoái vốn tại các công ty con, công ty liên kết	833.470	601.110	-325.090

Nguồn: Petrolimex

Kế hoạch thoái vốn chủ yếu ở 2 công ty PG Bank và PJCO, hai doanh nghiệp thuộc lĩnh vực kinh doanh ngoài ngành (ngân hàng/bảo hiểm) vì vậy theo quy định của Chính phủ PLX sẽ giảm tỷ lệ sở hữu xuống 20%.

Kế hoạch tăng vốn góp tại các công ty con 2011 của PLX cho tới nay đang tiến hành chậm hơn dự kiến do điều kiện TTCK chưa thuận lợi nên việc tăng vốn tại các công ty con tiến hành chậm.

### Kế hoạch và triển vọng kinh doanh của PLX:

- ❖ Đối với lĩnh vực kinh doanh chính là xăng dầu, PLX dự kiến tăng trưởng sản lượng trong mức khoảng trung bình 6% trong các năm tới. Với mức tiêu thụ khoảng 7.5-8 triệu tấn/m3 xăng dầu/năm, nếu loại trừ được các yếu tố ảnh hưởng từ biến động giá xăng dầu thế giới, với lợi nhuận định mức có thể đem lại cho lĩnh vực kinh doanh xăng dầu hàng năm của PLX mức trên 2000 tỷ VND lợi nhuận từ hoạt động SXKD.

Để duy trì mức lợi nhuận mục tiêu PLX nâng cao hiệu quả việc dự đoán giá và duy trì mức tồn kho hợp lý để tránh các biến động bất lợi trên thị trường xăng dầu thế giới gây ảnh hưởng đến lợi nhuận; cũng như nâng cao hiệu quả của hệ thống phân phối, đặc biệt là hệ thống bán lẻ.

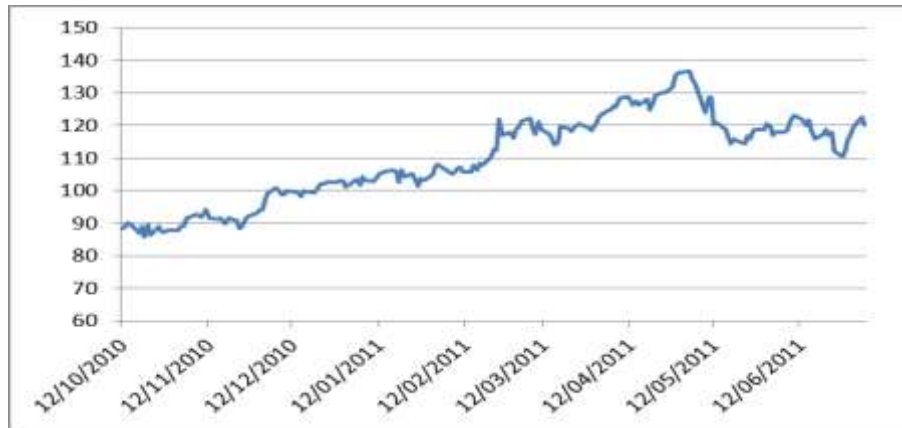
Chỉ tiêu	Kế hoạch và một số chỉ tiêu tài chính công ty mẹ				
	Năm 2011			Năm 2012	Năm 2013
	Trước cổ phần hóa -9 tháng đầu năm	Dự kiến 3 tháng cuối năm	Cả năm 2011		
Vốn điều lệ	4.980.000	10.700.000	10.700.000	12.000.000	13.500.000
Doanh thu	121.072.000	40.020.000	161.092.000	189.600.000	200.800.000
Lợi nhuận trước thuế TNDN	- (*)	648.500	648.500	2.684.000	3.333.000
Lợi nhuận sau thuế TNDN	-	491.375	491.375	2.109.250	2.605.625

Nguồn: Petrolimex

**Nửa đầu 2011** là giai đoạn giá xăng dầu/gas thế giới đều tăng khá mạnh trong khi giá xăng dầu/gas trong nước được duy trì với mức tăng thấp hơn rất nhiều để giúp kiềm chế lạm phát, hỗ trợ nền kinh tế. Đây là lý do chính khiến cho các doanh nghiệp kinh doanh phân phối xăng dầu/gas rất khó khăn trong quý 1 và có nhiều doanh nghiệp bị lỗ trong đó có PLX (Hai đơn vị kinh doanh xăng dầu của PVN là PVOil và Petec cũng bị lỗ trong 6 tháng đầu năm). Tuy nhiên đến cuối quý 2, với nỗ lực kiềm chế lạm phát và tình hình kinh tế thế giới chưa hồi phục khả

quan như dự kiến, thì giá xăng dầu đã bình ổn trở lại và điều chỉnh, tình hình kinh doanh của các doanh nghiệp phân phối xăng dầu đã dần trở nên thuận lợi hơn. Chính vì vậy, nửa đầu 2011 là giai đoạn giá dầu thế giới tăng mạnh, chính vì vậy phát sinh khoản lỗ, dự kiến khoản lỗ 9 tháng là 1,220 tỷ VND. Tuy nhiên đây là giai đoạn trước khi tiến hành cổ phần hóa, vì vậy đã được Nhà nước xử lý toàn bộ khoản lỗ này và lợi nhuận 2011 của công ty mẹ sẽ là lợi nhuận của quý 4/2011, cũng là quý có hoạt động kinh tế cao nhất trong năm.

### Biến động của Giá xăng RON92 FOB Singapore



Nguồn: Bloomberg

Ngoài lợi nhuận từ lĩnh vực kinh doanh chính, lợi nhuận sau thuế của Khối công ty con/công ty liên kết thuộc các lĩnh vực kinh doanh khác (hóa dầu, gas, vận tải, kho cảng, xây dựng, ngân hàng, bảo hiểm..) có thể đạt khoảng 1000 tỷ VND/năm trong điều kiện kinh doanh bình thường. Đóng góp lớn nhất về lợi nhuận trong khối công ty con đến từ PGBank (PLX sở hữu 40%), khối vận tải thủy (PLX sở hữu khoảng 51%) và PLC (PLX sở hữu 79%).

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
<b>Tổng Công ty Hoá dầu Petrolimex- PLC (PLX sở hữu 79%)</b>				
Vốn điều lệ	Tr VND	500.000	500.000	700.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	5.931.957	6.300.000	7.300.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	241.500	341.700	374.080
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	181.125	256.700	281.580
Dự kiến cổ tức	%	15%	15%	15%
<b>Tổng Công ty Gas Petrolimex - PGC (52%)</b>				
Vốn điều lệ	"	375.000	500.000	500.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	2.182.000	2.403.000	2.575.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	27.000	82.952	103.179
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	20.203	60.552	75.179
Dự kiến cổ tức	%	5%	12%	12%
<b>Tổng Công ty Bảo Hiểm Petrolimex – PJCO (51%)</b>				
Vốn điều lệ	"	709.000	709.000	800.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	2.247.700	2.698.000	3.238.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	135.000	143.516	165.346
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	101.250	107.637	124.010
Dự kiến cổ tức	%	13%	12%	12%
<b>Ngân hàng TMCP Petrolimex – PG Bank (40%)</b>				
Vốn điều lệ	"	3.000.000	3.000.000	5.000.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	2.752.000	3.302.000	3.962.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	560.375	582.802	863.315

Chỉ tiêu	ĐVT	Năm 2011	Năm 2012	Năm 2013
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	420.380	437.100	622.449
Dự kiến cổ tức	%	12%	12%	12%
<b>Tổng Công ty Vận tải thủy (sở hữu khoảng 51%)</b>				
Vốn điều lệ	"	1.950.600	2.350.600	2.350.600
Tổng doanh thu và thu nhập	"	3.998.000	4.684.000	5.152.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	294.014	384.653	473.431
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	211.690	276.950	340.870
Dự kiến cổ tức	%	8%	10%	12%
<b>Tổng Công ty Dịch vụ Xăng dầu</b>				
Vốn điều lệ	"	219.000	369.000	519.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	3.700.000	4.093.000	4.560.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	44.000	73.800	103.800
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	33.000	55.350	77.850
Dự kiến cổ tức	%	12%	12%	12%
<b>Tổng Công ty Xây lắp (30%)</b>				
Vốn điều lệ	"	361.000	500.000	500.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	2.418.000	2.974.000	3.569.000
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	48.133	100.000	110.000
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	39.725	79.000	86.875
Dự kiến cổ tức	%	8%	12%	12%
<b>Các đơn vị còn lại: PIT,PJF,PIAC,PTN,Công ty TNHH Kho Ngoại Quan Vân Phong</b>				
Vốn điều lệ	"	836.000	857.000	857.000
Tổng doanh thu và thu nhập	"	3.031.000	3.940.300	4.728.360
Lợi nhuận thực hiện trước thuế TNDN	"	111.467	125.693	148.547
Lợi nhuận thực hiện sau thuế TNDN	"	83.600	94.270	111.410
Dự kiến cổ tức	%	8%	10%	12%

Nguồn: Petrolimex

Năm 2011, do có nửa đầu 2011 khó khăn như đã phân tích ở phần trên, lợi nhuận của PLX theo kế hoạch đạt 1663tỷ VND (trong đó lợi nhuận từ công ty mẹ đóng góp 491tỷ VND) EPS đạt 1079VND, tương đương so với mức 1074VND của năm 2010. Tại lợi nhuận này PE là 13.9x ở mức giá 15,000VND/cổ phiếu.

### So sánh với các nước cùng lĩnh vực kinh doanh tại các thị trường mới nổi

Chúng tôi tìm các doanh nghiệp có lĩnh vực kinh doanh với PLX để có một mức tham khảo dưới đây nhằm giúp cho quyết định đầu tư. Tiêu chí tìm kiếm là các công ty có mức doanh thu ở gần mức của PLX (khoảng 7 tỷ USD), hoạt động tại các thị trường mới nổi (emerging markets). Các tiêu chí chúng tôi xem xét bao gồm: Doanh thu, Vốn hóa, PE2011, Operating margin và Tỷ lệ Nợ/Tổng tài sản. Hầu hết các doanh nghiệp mà chúng tôi tìm thấy đều kết hợp giữa lọc dầu và phân phối, riêng có Petronas Daganga và Pak State Oil là không. Tuy nhiên, trong tương lai, khi nhà máy lọc dầu Nam Vân Phong có thể đi vào hoạt động, PLX sẽ trở thành mô hình giống như các công ty này.

Ticker	Short Name	Country	Revenue T12M (USD)	Market Cap (USD)	P/E	EPS T12M	Operating margin (%)	Debt/Assets	Description
PCOR PM Equity	PETRON CORP	Phillipines	5,334,595,642	3,210,100,480	16.4	0.0	10.9	46.1	refine, service stations
TOP TB Equity	THAI OIL PCL	Thailand	11,318,325,855	4,991,201,792	10.7	0.2	9.2	28.8	refining and wholesalers
PSO PA Equity	PAK STATE OIL	Pakistan	9,017,978,471	528,601,792	4.2	0.7	3.4	10.3	marketing and storage
ESOIL IN Equity	ESSAR OIL LTD	India	7,706,321,835	3,761,266,176	457.2	0.0	1.0	46.7	refine, marketing and sell
PETD MK Equity	PETRONAS DAGANGA	Malaysia	7,426,146,460	5,351,049,728	18.4	0.3	4.9	0.2	marketing & operate service stations
ESSO TB Equity	ESSO THAILAND	Thailand	6,266,220,582	1,284,324,992	8.5	0.0	7.7	33.0	refine, marketing and sell
BCP TB Equity	BANGCHAK PETROLE	Thailand	4,447,992,654	880,901,824	8.3	0.1	6.8	30.6	refinery and service stations, stateowned

(Số liệu ngày 4/7/2011, nguồn Bloomberg)

## RỦI RO

- ❖ **Biến động bất lợi của giá xăng dầu thế giới:** Rủi ro này theo chúng tôi là rủi ro lớn nhất đối với PLX. Do cơ chế quản lý mặt hàng xăng dầu ở Việt nam khá đặc biệt như đã phân tích ở phần trên, doanh nghiệp đầu mối sẽ gặp khó khăn khi giá xăng dầu thế giới tăng.
- ❖ **Cạnh tranh:** Hiện tại số lượng doanh nghiệp nhập khẩu xăng dầu ở Việt nam quá nhiều trong khi ở các nước khác như Trung quốc hay Malaysia các doanh nghiệp đầu mối thường chỉ tập trung số ít và tập trung tổ chức hiệu quả. Việc có quá nhiều doanh nghiệp đầu mối như hiện nay khiến cạnh tranh diễn ra mạnh và chông chéo lẫn nhau trong hệ thống cung ứng. Trong trường hợp doanh nghiệp đang có lãi khi giá xăng dầu vào chiều hướng giảm, cạnh tranh nhau giữa các doanh nghiệp có thể đẩy mức hoa hồng đại lý tăng lên, và điều này không hiệu quả cho nền kinh tế nói chung.  
  
Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của PLX là PVOil (công ty con của PVN) hiện nay cũng đang rất tích cực mở rộng mạng lưới thông qua nhiều hình thức trong đó có M&A các công ty phân phối xăng dầu nhỏ hơn, các công ty vật tư tại các tỉnh và liên kết với chuỗi cửa hàng tiện dụng Circle K.
- ❖ **Buôn lậu** do chênh lệch giá bán xăng dầu trong nước và nước ngoài: Khi giá thế giới tăng mạnh mà giá xăng dầu trong nước chưa điều chỉnh thì hoạt động buôn lậu (mua xăng dầu trong nước và bán qua biên giới tận dụng chênh lệch giá) diễn ra, gây thiệt hại cho các doanh nghiệp nhập khẩu đầu mối nói riêng (phải đảm bảo dự trữ) và nền kinh tế nói chung.
- ❖ **Tỷ giá:** Tỷ giá VND/USD tăng có ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận do doanh nghiệp phải sử dụng USD để nhập khẩu trong khi giá bán chưa điều chỉnh ngay. Đồng thời VND mất giá cũng ảnh hưởng tiêu cực tới khoản vay nợ ngoại tệ.
- ❖ Vai trò của các doanh nghiệp đầu mối xăng dầu Nhà nước có một nhiệm vụ là đảm bảo nguồn cung ứng cho thị trường, trong đó có việc đảm bảo cung ứng cho các vùng sâu vùng xa, miền núi v.v nơi nhu cầu thị trường thấp và chi phí vận chuyển cao. PLX là doanh nghiệp đầu mối lớn nhất vì vậy cũng phải đảm bảo vai trò này. Điều này trong thời gian khá dài ban đầu sẽ tăng chi phí cho PLX. Tuy nhiên mặt khác khi kinh tế cả nước phát triển PLX cũng đã có sẵn cơ sở vật chất để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tăng lên. Hiện tại cung ứng xăng dầu tại vùng sâu vùng xa 100% là do PLX cung ứng.

- ❖ Do cơ chế bù giá xăng dầu kéo dài trước đây (mà người tiêu dùng vẫn hiểu là bù lỗ cho doanh nghiệp đầu mối) khiến cho người tiêu dùng khó chấp nhận và phản ứng với điều chỉnh tăng giá xăng dầu, kể cả với mức tăng thấp.
- ❖ Khi xăng dầu tiêu thụ trong nước được đáp ứng từ 2 nguồn nhập khẩu và sản xuất trong nước, nếu để thuế nhập khẩu duy trì ở mức cao (tối đa 40%) sẽ không khuyến khích nhà máy lọc dầu hạ thấp chi phí vì được bảo hộ thông qua thuế nhập khẩu cao, nhập khẩu không cạnh tranh được.

## KẾT LUẬN

Là doanh nghiệp thành lập đầu tiên trong kinh doanh xăng dầu tại Việt nam, PLX có lợi thế kinh doanh lớn nhờ vào cơ sở sản xuất lớn và đồng bộ, vị trí kinh doanh thuận lợi, hệ thống đại lý bán buôn và bán lẻ rộng khắp với thị phần lớn nhất trên cả nước. Mặc dù có những hạn chế và rủi ro nhất định trong tình huống giá xăng dầu thế giới biến động mạnh theo chiều hướng tăng, trong tương lai, khi thị trường xăng dầu được điều tiết hoàn toàn theo cơ chế thị trường, PLX sẽ có lợi thế hơn hẳn để bứt phá và thành một tập đoàn có khả năng sinh lời lớn.

Năm 2011, PLX bị ảnh hưởng nhiều do biến động bất lợi của giá xăng dầu. Theo kế hoạch EPS năm 2011 dự kiến ở mức 1079VND, PE ở mức 13.9x, năm 2012 theo kế hoạch đạt EPS là 2456VND, PE ở mức 6x. Mặc dù định giá của PLX ở mức cao song chúng tôi cho rằng tiềm năng của PLX trong tương lai lớn.

## PHỤ LỤC

## THÔNG TIN IPO

Trong IPO, PLX dự định phát hành thêm 53,598,133 cổ phiếu, tương ứng với 5,01% vốn điều lệ của Petrolimex. Cơ cấu phát hành của Petrolimex như sau:

STT	Cổ đông	Số lượng cổ phần	Giá trị	Tỷ lệ so với vốn điều lệ
1	Nhà nước	1.016.401.867	10.164.018.670.000	94,99%
2	Bán ra bên ngoài	53.598.133	535.981.330.000	5,01%
2.1	Cán bộ công nhân viên	21.172.200	211.722.000.000	1,98%
2.2	Công đoàn (ước tính)	5.000.000	50.000.000.000	0,47%
2.3	Nhà đầu tư bên ngoài (khác)	27.425.933	274.259.330.000	2,56%
3	<b>Tổng số</b>	<b>1.070.000.000</b>	<b>10.700.000.000.000</b>	<b>100,00%</b>

*Ghi chú: Cơ cấu vốn xác định cuối cùng phụ thuộc vào Quyết định của Ban chỉ đạo cổ hữu hóa, trên cơ sở quyết định về vốn điều lệ, cung cầu thị trường và số lượng mua thực tế của các nhà đầu tư nêu trên. Số lượng cổ phiếu bán ưu đãi cho CBCNV và công đoàn dựa trên giả định giá bán ưu đãi cho CBCNV, Công đoàn là 60% giá đấu thành công bình quân.*

*Đơn vị: Đồng*

Việc sử dụng vốn thu được sẽ dành cho dự án lọc dầu Nam Vân Phong; góp vốn vào công ty con, công ty liên kết và kế hoạch đầu tư CAPEX khác.

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### KHỎI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

ssiresearch@ssi.com.vn

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Phân tích

phuonghv@ssi.com.vn