

**Ngành Dầu khí**

Báo cáo lần đầu

Tháng 02, 2023

**Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex - CTCP**

Mã giao dịch: PLC

Reuters: PLC.HN

Bloomberg: PLC VN Equity

**Điểm nhấn từ dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2**

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **37.500**

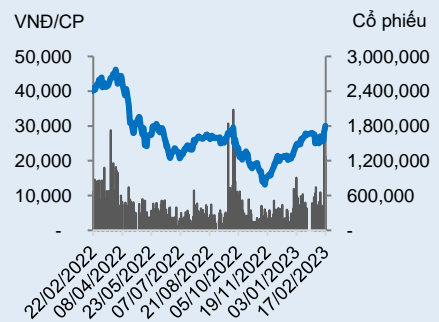
Giá thị trường (17/02/2023) 30.100

Lợi nhuận kỳ vọng 24,6%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	13.127-46.216
Vốn hóa	2.432 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	80.797.566
KLGD bình quân 10 ngày	669.116
% sở hữu nước ngoài	1,28%
Room nước ngoài	49,00%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4%
Beta	2,0

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
PLC	21,9%	11,1%	96,7%	11,1%
HNXIndex	-1,2%	-0,4%	10,0%	-30,3%

**Dự án Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 sẽ là động lực tăng trưởng chính.** Nhằm thúc đẩy kinh tế trong bối cảnh các động lực khác suy giảm tăng trưởng, Chính phủ đã công bố ngân sách đầu tư công cho năm 2023 vào khoản 793 nghìn tỷ VNĐ (cao nhất từ trước đến nay), trong đó các 12 dự án thành phần thuộc Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 được chú ý và quan tâm nhất. Ước tính dự án sẽ cần 2,4 triệu tấn nhựa đường, tương đương mức sản lượng tiềm năng của PLC có thể cung cấp trong 5 năm tới là 733 nghìn tấn (giả định thị phần không đổi ở mức 30%).

**Tiềm năng tăng trưởng còn có thể đến từ nhiều dự án khác.** Trong quy hoạch mạng lưới đường bộ đến năm 2030. Bên cạnh 12 dự án cao tốc Bắc – Nam, PLC có thể tham gia vào các dự án nâng cấp hạ tầng giao thông khác tại các tỉnh. Theo thống kê của chúng tôi, có khoảng 15 dự án có thể sẽ được khởi công trong năm 2023, với tổng nhu cầu nhựa đường trong 5 năm tới vào khoảng 3,5 triệu tấn. Đây sẽ là động lực tăng trưởng nếu PLC có thể tham gia cung cấp cho các dự án này.

**Lợi thế cạnh tranh cao giúp gia tăng khả năng nhận được các hợp đồng.** Nhờ hệ thống kho trải dài từ Bắc vào Nam, cùng năng lực sản xuất hàng năm là 400.000 tấn, cao nhất thị trường, khiến PLC có lợi thế rất lớn để cung cấp nhựa đường đúng lúc với chi phí hiệu quả cho bất kì dự án nào.

**Điểm rơi lợi nhuận vào năm 2024.** Thường việc rải nhựa đường sẽ diễn ra vào cuối giai đoạn xây dựng (thường kéo dài khoảng 9-12 tháng sau khi đã bàn giao xong mặt bằng), do đó chúng tôi cho rằng PLC sẽ hưởng lợi nhiều hơn từ cuối Q4/2023.

**Mảng dầu nhờn dự kiến tăng trưởng ổn định, không có nhiều đột biến.** Tăng trưởng sản lượng dầu nhờn của PLC sẽ tương đương tốc độ tăng trưởng chung của ngành, đạt 1,6%/năm. Động lực tăng trưởng doanh thu đến từ việc gia tăng tỉ trọng sản phẩm cao cấp có giá bán và biên gộp cao hơn.

**Mảng hóa chất: kì vọng vào quá trình tái cơ cấu trong tương lai.** Hiện tại mảng hóa chất là mảng có hiệu quả hoạt động kinh doanh kém nhất. Nếu cổ phần hóa thành công, kì vọng sẽ giúp tăng nguồn vốn, giảm áp lực nợ vay, qua đó giúp hiệu quả của mảng này phần nào được cải thiện.

**Định giá và khuyến nghị**

Sử dụng phương pháp định giá DCF, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** trong năm 2023 mục tiêu là **37.500 VNĐ/cp, tương ứng upside 24,6% so với giá đóng cửa ngày 17/02/2023.**

Chuyên viên phân tích

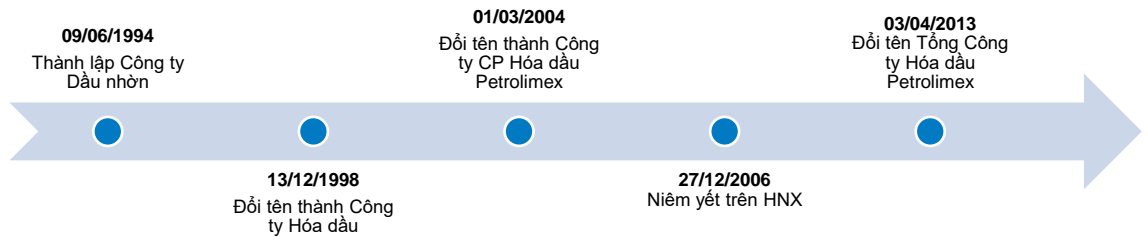
**Đỗ Long Khánh**

(84 24) 3928 8080 ext. 209

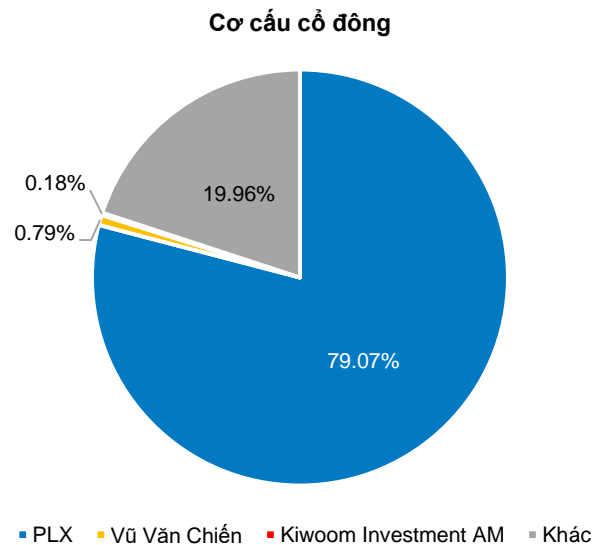
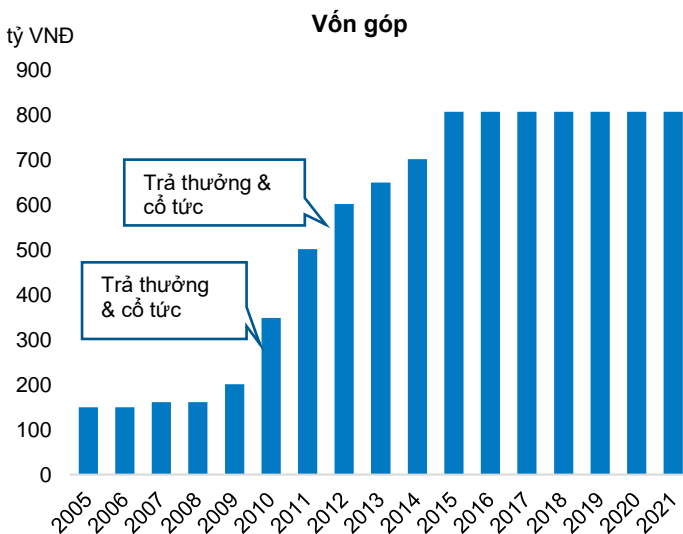
khanhdl@bvsc.com.vn

## Tổng quan doanh nghiệp

Thành lập vào 09/6/1994 với tiền thân là Công ty Dầu nhờn trực thuộc Tổng Công ty xây dựng Việt Nam. Năm 2003, công ty được cổ phần hóa, trở thành công ty thành viên của Tổng Công ty Xăng dầu Việt Nam. Sau khi được cổ phần hóa vào năm 2004, Công ty CP Hóa dầu Petrolimex đã được niêm yết trên TTGDCK Hà Nội với mã niêm yết là PLC, và thực hiện nâng vốn điều lệ từ 150 tỷ VNĐ lên 161,3 tỷ VNĐ ngay sau đó. Vào ngày 27/11/2012, Bộ Công thương đã đồng ý thực hiện cơ cấu lại các đơn vị thành viên của Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam để hình thành các Tổng Công ty cổ phần chuyên ngành Hóa dầu, Gas, Bảo hiểm theo Luật doanh nghiệp. Theo đó, Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex là Doanh nghiệp do Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam nắm giữ trên 75% vốn điều lệ, hoạt động trong lĩnh vực chuyên doanh Hóa dầu, với 4 chi nhánh hóa dầu và 2 công ty con hoạt động ổn định cho đến hiện tại.



Trong giai đoạn năm 2010-2015, PLC đã liên tục tăng vốn qua hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu (năm 2010, 2011, 2012) và phát hành cho cổ đông hiện hữu (2013, 2014, 2015) để đầu tư mở rộng sức chứa của các nhà máy. Do nhu cầu đầu tư không còn nhiều, trong khi các nhà máy liên tục hoạt động dưới công suất khiến vốn của PLC giữ nguyên đến hiện tại.



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

## Cơ cấu cổ đông cô đặc, ít đối trọng

Cổ đông lớn nhất của PLC hiện tại là Tập đoàn xăng dầu Việt Nam, với tỷ lệ nắm giữ là 79,07%, và không có sự thay đổi lớn nào trong suốt thời gian này. Bên cạnh đó, PLC chỉ có duy nhất một cổ đông nước ngoài là Kiwoom Investment Asset Management (được thành lập vào năm 2010), với tỉ lệ sở hữu là 0,18%. Đây là một quỹ đầu tư của Hàn Quốc, bắt đầu tham gia vào PLC từ năm 2020. Tuy vậy, với tỉ lệ nắm giữ tương đối nhỏ, chúng tôi đánh giá vai trò của Kiwoom là một đơn vị đầu tư tài chính, sẽ không đóng góp nhiều vào chiến lược và hoạt động kinh doanh dài hạn của công ty.

Bên cạnh các tổ chức, các cá nhân là người nội bộ của doanh nghiệp chỉ chiếm tỉ trọng nhỏ, tương ứng 1,29% lượng sở hữu của công ty. Trong đó nắm nhiều nhất là ông Vũ Văn Chiến (0,79% - Thành viên HĐQT – đã nghỉ hưu) và ông Hà Thanh Tuấn (0,04% - Ủy viên HĐQT).

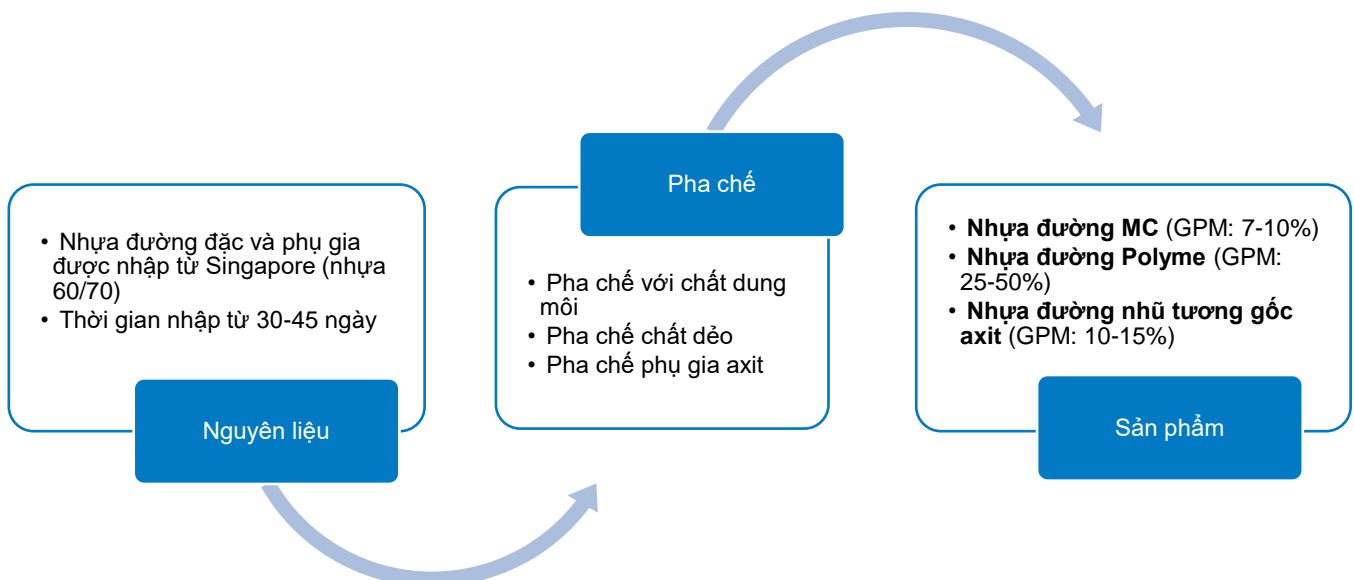
Như vậy, với cơ cấu cô đặc, không có đối trọng lớn, chúng tôi cho rằng hoạt động của PLC sẽ bám theo tăng trưởng chung của ngành và định hướng của tập đoàn.

## Các mảng kinh doanh

### Nhựa đường

Nhựa đường được chia làm ba loại dựa trên tốc độ đông đặc, là: nhựa đường lỏng đông đặc nhanh, nhựa đường lỏng đông đặc vừa và nhựa đường lỏng đông đặc chậm. Trong đó, nhựa đường lỏng MC30 và MC70 là hai loại nhựa đường đông đặc vừa có độ nhớt tối thiểu là 30 – 70 hiện đang sử dụng phổ biến trong các công trình giao thông Việt Nam.

Hiện tại, PLC nhập khẩu nhựa đường đặc 60/70 từ đơn vị thuộc Petrolimex tại Singapore và bán một phần (75 - 80% sản lượng), phần còn lại chế biến tiếp thành các sản phẩm nhựa đường cao cấp hơn như nhựa đường MC, nhựa đường nhũ tương, nhựa đường Polyme với mức biên lợi nhuận cao hơn.



Tại Việt Nam, **đối với mặt đường cao tốc**, do những yêu cầu đặc biệt để đảm bảo an toàn khi phương tiện lưu hành với tốc độ cao, việc sử dụng các loại vật liệu nhựa đường phù hợp để chế tạo các loại bê tông nhựa phủ có độ nhám lớn, độ bền cao là hết sức cần thiết. Do đó, **vật liệu nhựa đường polyme sẽ được ưu tiên sử dụng** do đạt được những chỉ tiêu cơ lý hết sức quan trọng như: không bị chảy mềm ở nhiệt độ cao (lên tới 90 độ C), không bị nứt vỡ khi nhiệt độ thấp (tới - 40 độ C), tăng độ ma sát, không tạo ra các vết lún do mỏi hoặc nứt vỡ do tải trọng nặng... và đặc biệt là tăng độ nhám mặt đường và vòng đời cao hơn gấp nhiều lần so với nhựa đường 60/70. Tuy vậy, chi phí đầu tư ban đầu của lớp tạo nhám thường cao hơn lớp phủ bằng bê tông nhựa thông thường khoảng 20%, nhưng như đã nói ở trên, chi phí cả vòng đời của nó lại thấp hơn và chất lượng tạo nhám lại tốt hơn nhiều.

**Các dự án đã tham gia của PLC:**

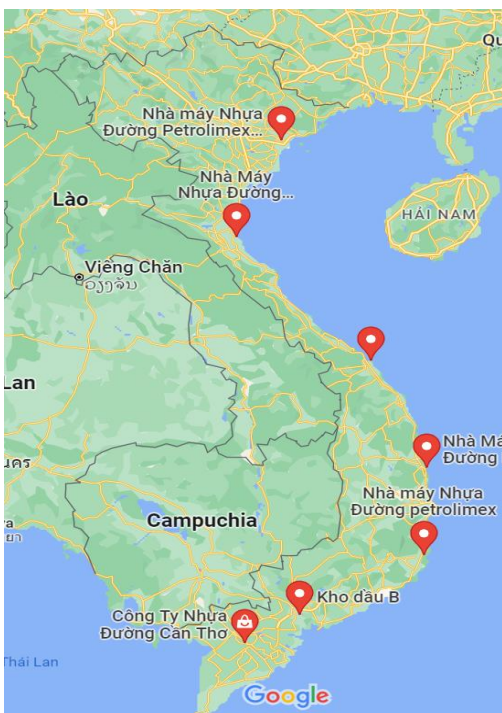
Nhựa đường 60/70	Nhựa đường polyme	Nhựa đường nhũ tương
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Quốc lộ 5</li> <li>▪ Dự án Quốc lộ 1 Hà Nội – Lạng Sơn</li> <li>▪ Dự án Quốc lộ 1 Vinh – Đông Hà</li> <li>▪ Dự án Quốc lộ 1 Cần Thơ – Năm Căn</li> <li>▪ Cải tạo nâng cấp sân bay TSN</li> <li>▪ Đại lộ Đông Tây</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dự án cao tốc Đại lộ Thăng Long</li> <li>▪ Dự án cao tốc Cầu Giẽ - Ninh Bình</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Đường cao tốc Láng – Hòa Lạc</li> <li>▪ Quốc lộ 1 Hà Nội – Lạng Sơn</li> <li>▪ Quốc lộ 10</li> <li>▪ Quốc lộ 18</li> <li>▪ Quốc lộ 3</li> </ul>

**Là một trong số ít đơn vị cung cấp đầy đủ 4 loại nhựa đường.** Theo số liệu năm 2019, nhựa đường đặc nóng 60/70 chiếm khoảng 75% tổng doanh thu. Đây là loại nhựa đường được sử dụng nhiều nhất cho phần lớn các cơ sở hạ tầng tại Việt Nam, và cũng là nguyên liệu đầu vào để sản xuất ra các sản phẩm khác. Tuy nhiên do phần lớn được nhập khẩu nên biên gộp của loại sản phẩm này chỉ vào khoảng 7-10%. Trong khi đó, sản phẩm nhựa polyme có biên gộp cao nhất, dao động từ 25-50%.

Trước năm 2016, PLC có lợi thế độc quyền về sản phẩm nhựa đường polyme, nhưng hiện tại lợi thế này đã không còn do các đối thủ cũng sản xuất loại nhựa đường này. Trong khi đó, các sản phẩm nhựa đường khác nhìn chung không có sự khác biệt quá lớn giữa các công ty. Do đó, lợi thế cạnh tranh hiện tại của PLC đến từ 2 yếu tố: **công suất sản xuất và quy mô phân phối.**

	PLC	Puma Energy	Bach ChamBard	ADCo	Tratimex	ICT
Nhựa đường đặc nóng 60/70	X	X	X		X	
Nhựa đường lỏng MC	X	X	X	X		X
Nhựa đường Polyme (PMB)	X	X		X	X	X
Nhựa đường nhũ tương	X	X	X	X		X
Công suất nhà máy (tấn/năm)	<b>400.000</b>	200.000	195.000	150.000	Chưa rõ	120.000
Vị trí tổng kho	<b>Hải Phòng, Nghệ An, Đà Nẵng, Bình Định, Cần Thơ, Khánh Hòa, Hồ Chí Minh</b>	Hải Phòng, Quảng Nam, Hồ Chí Minh	Sơn La, Vĩnh Phúc, Quảng Ninh, Ninh Bình, Đà Nẵng, Bình Định, Long An, Hà Tĩnh	Hải Phòng, Gò Dầu (Đồng Nai), Cam Ranh (Khánh Hòa), Chân Mây (Huế)	Đồng Nai, Quảng Nam, Hải Phòng	Quảng Nam, Quảng Ninh, Mỹ Tho (Tiền Giang)

**Lợi thế cạnh tranh từ hệ thống phân phối rộng lớn và năng lực sản xuất cao. Tuy nhiên các lợi thế này cũng đang yếu dần.** Hiện tại PLC có 7 nhà máy phân bố rộng khắp trên cả nước, với khoảng cách 400km lại có một nhà máy sản xuất đồng bộ các sản phẩm nhựa đường. Ngoài ra, doanh nghiệp có 75 xe bồn với sức chứa 10 – 16 tấn nhựa đường mỗi xe. Chúng tôi đánh giá việc có hệ thống các nhà máy phân bố đồng đều trên cả nước là lợi thế cạnh tranh chính của PLC, giúp công ty có thể cung cấp nhựa đường tới nhiều dự án trong nước với chi phí hợp lý. Hiện tại, năng lực sản xuất của PLC là 400.000 tấn/năm, lớn nhất so với các doanh nghiệp khác trong ngành.



TT	Địa điểm	Công suất (tấn)	Xe bồn chuyên dụng (xe)
1	Thượng Lý – Hải Phòng	9.100	20
2	Cửa Lò – Nghệ An	5.400	20
3	<b>Thọ Quang – Đà Nẵng</b>	6.550	05
4	Quy Nhơn – Bình Định	3.500	05
5	Nhà Bè – TP HCM	9.000	20
6	Trà Nóc – Cần Thơ	6.400	05
7	Cam Ranh – Khánh Hòa	8.100	

Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

Tuy nhiên, các ưu thế này của PLC cũng đang mất dần do các doanh nghiệp đối thủ cũng đang tích cực đầu tư xây dựng mở rộng nhà máy, kho chứa ở khắp cả nước. Điển hình là vào ngày 12/5/2022, Bach ChamBard đã khánh thành nhà máy thứ 8 của mình tại Hà Tĩnh, với công suất tăng thêm 15.000 tấn nhũ tương nhựa đường mỗi năm. Nhà máy sẽ cung cấp cho khu vực Hà Tĩnh và Bắc Quảng Bình.

**PLC nắm giữ 25-30% thị phần trong nước.** Tuy đã từng có thời điểm cạnh tranh quyết liệt, nhưng trong 10 năm qua, thị trường nhựa đường Việt Nam đã chứng kiến sự rút lui cũng những thương hiệu lớn như Chevron, Shell. Hiện tại, chỉ còn vài doanh nghiệp vẫn còn hoạt động và cạnh tranh trực tiếp với PLC. Mặc dù sự cạnh tranh liên tục thay đổi, nhưng PLC vẫn giữ được thị phần ổn định nhờ: (1) năng lực sản xuất lớn; (2) vị trí chiến lược của các kho và nhà máy; và (3) mối quan hệ lâu dài với các doanh nghiệp nhà nước (SOEs). Hiện tại PLC là doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trên thị trường.

**Có vị thế lớn tại thị trường nước ngoài.** Theo chia sẻ của doanh nghiệp, PLC chiếm 30% thị trường Lào và chiếm phần lớn thị trường Thái. Tuy nhiên số liệu cho các thị trường này không được công bố rõ ràng.

**Mối quan hệ lâu dài với các SOEs và uy tín trong việc đảm bảo hợp đồng giúp PLC có khả năng cao trúng thầu các dự án nhựa đường trong tương lai.** Nhờ kinh nghiệm tích lũy từ lâu, am hiểu thị trường và có nguồn gốc từ doanh nghiệp nhà nước, PLC đã xây dựng được hệ thống các khách hàng là các SOEs trực thuộc Bộ Giao thông vận tải, Bộ xây dựng, Bộ Quốc phòng và các doanh nghiệp nhà nước cấp tỉnh. Mạng lưới khách hàng này là một yếu tố quan trọng giúp PLC có thể nhận được các hợp đồng cung cấp nhựa đường khi so với các doanh nghiệp nước ngoài.

**Các dự án tham gia trong năm 2022 nhìn chung đã được ghi nhận doanh thu.** Trong năm 2022, PLC đã tham gia vào 05 dự án, trong đó dự án Vân Đồn – Tiên Yên – Móng Cái đã hoàn thiện và tiến hành thông xe vào 30/4/2022. Dự án Cam Lộ - La Sơn cũng đã hoàn thiện xong và tiến hành thông xe vào cuối năm 2022.

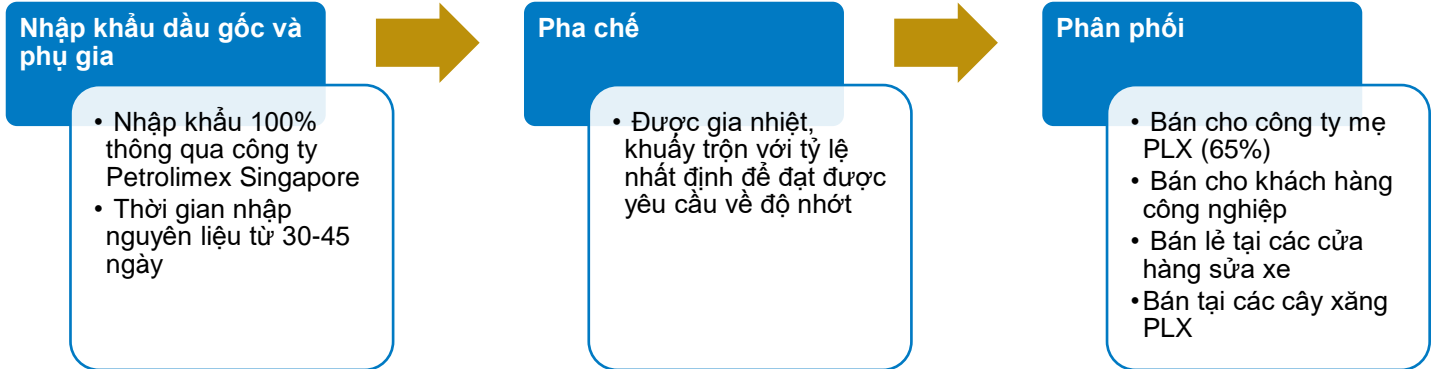
Đối với 2 dự án Phan Thiết – Vĩnh Hảo và Phan Thiết – Dầu Dây, 2 dự án cao tốc này dự kiến sẽ hoàn thiện công đoạn cuối vào tháng 4/2023 và tiến hành thủ tục thông xe vào tháng 06. Về cơ bản các dự án PLC tham gia trong 2022 đã được ghi nhận doanh thu gần hết và không còn dự án nào còn sót lại.

**Các dự án PLC đã, đang và sẽ tham gia trong năm 2022:**

Dự án	Tổng vốn đầu tư (tỷ VNĐ)	Chiều dài (km)
Đường bộ cao tốc Vân Đồn – Tiên Yên	3.600	16
Đường bộ cao tốc Tiên Yên – Móng Cái	9.110	63
Đường bộ cao tốc Cam Lộ - La Sơn	7.669	98
Đường bộ cao tốc Phan Thiết – Vĩnh Hảo	10.854	106
Đường bộ cao tốc Phan Thiết – Dầu Giây	12.577	98



**Màng dầu mỡ nhờn (lubricant)**



Đa phần các loại dầu nhờn trên thị trường hiện nay đều được pha chế từ các loại dầu gốc (base oil) và các chất phụ gia (additive packages). Trong đó, **dầu gốc chiếm 70-90% khối lượng của dầu thành phẩm**, còn lại là các chất phụ gia (chiếm tỷ lệ ít nhưng quyết định sự khác nhau về chất lượng của dầu nhờn). Dựa vào thành phần của dầu gốc, ta có thể chia dầu nhờn làm 3 loại gồm: Dầu gốc khoáng (mineral oil), dầu gốc tổng hợp (synthetic oil) và dầu gốc bán tổng hợp (semi-synthetic oil).

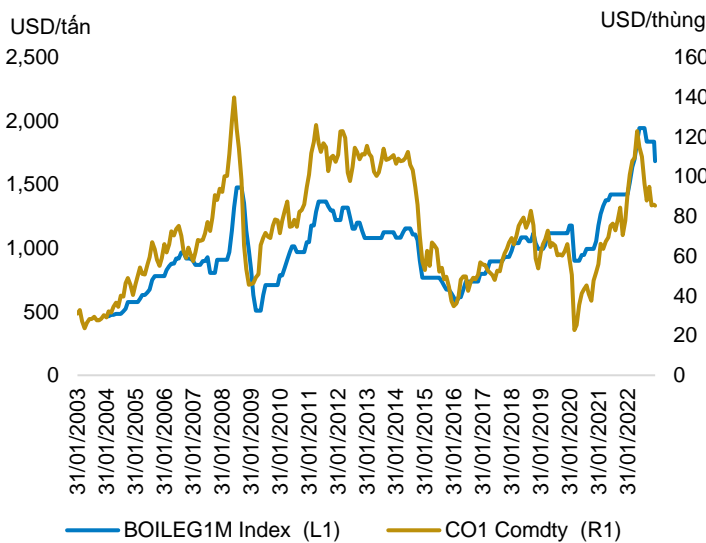
	<b>Dầu gốc khoáng</b>	<b>Dầu gốc tổng hợp</b>	<b>Dầu gốc bán tổng hợp</b>
<b>Quá trình sản xuất</b>	Chiết xuất từ dầu mỏ qua quá trình chưng cất và xử lý lọc bỏ sáp và cặn. Thành phần chủ yếu là dầu khoáng.	Loại dầu nhân tạo, thành phần chính là dầu gốc. Được sản xuất thông qua quá trình xử lý hóa học, vật lý.	Pha trộn giữa dầu gốc khoáng và dầu tổng hợp (chiếm khoảng 10% khối lượng trở lên).
<b>Đặc điểm</b>	Các <b>phân tử có hình dạng, kích thước và tính chất lý hóa không đồng nhất</b> nên tính năng bôi trơn không ổn định.	Các <b>phân tử có hình dạng đồng nhất</b> thông qua quá trình chọn lọc nên có tính bôi trơn cao, thời gian sử dụng dài và ít hao hụt.	
<b>Ưu điểm</b>	<b>Giá thành rẻ</b> do chi phí sản xuất dầu gốc thấp.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Khả năng bôi trơn tốt hơn, không bị ảnh hưởng bởi nhiệt độ.</li> <li>- Giảm ma sát, mài mòn, bảo vệ động cơ tối ưu.</li> <li>- Hạn chế tạo cặn.</li> <li>- Thời gian thay nhớt kéo dài hơn.</li> <li>- Tiết kiệm nhiên liệu hơn.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hiệu suất tốt, bảo vệ và tiết kiệm hơn so với dầu gốc khoáng, nhưng không bằng dầu tổng hợp.</li> <li>- Giá rẻ hơn dầu tổng hợp.</li> </ul>
<b>Nhược điểm</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dễ đóng cặn.</li> <li>- Khả năng bôi trơn không ổn định.</li> <li>- Phải thay dầu định kỳ, hoặc sớm hơn nếu xe chạy đường dài hoặc vào khu vực có nhiệt độ thay đổi thường xuyên.</li> </ul>	<b>Giá thành cao gấp 2-3 lần</b> giá dầu nhờn gốc khoáng.	

**Phương tiện giao thông đường bộ là đối tượng khách hàng chính.** Theo hiệp hội xăng dầu Việt Nam, xe tải tiêu thụ dầu nhớt lớn nhất khi chiếm đến 43% lượng dầu sản xuất hàng năm (số liệu năm 2020), sau đó là xe máy với khoảng 34%, dầu công nghiệp chiếm 17% và ô tô chiếm 6%.

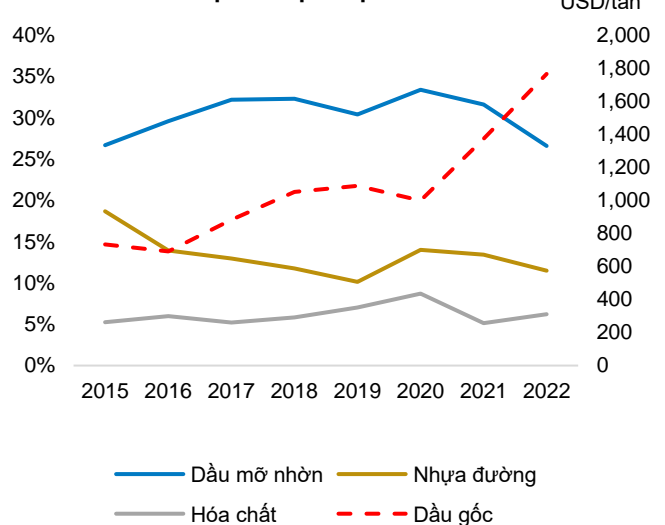
**Giá nguyên liệu biến động theo giá dầu thô.** Do dầu gốc là một sản phẩm trong quá trình tinh chế dầu thô (trong 1 thùng dầu thô 42 gallons sẽ chứa 0,5 gallons, hay 1-2% là dầu gốc), nên thay đổi giá của 2 loại hàng hóa này là gần như tương đương. Ngoài ra, việc phần lớn dầu gốc được nhập khẩu cũng khiến cho PLC chịu rủi ro về tỉ giá và chi phí vận chuyển.

**Biên lợi nhuận của mảng dầu nhờn cao nhất trong ba mảng kinh doanh, nhưng vẫn bị ảnh hưởng do giá bán không tăng nhanh được như giá nguyên liệu.** Tuy sản lượng và doanh thu mảng dầu nhờn có dấu hiệu suy giảm, nhưng đây vẫn là mảng đóng góp chính trong cơ cấu lợi nhuận gộp của PLC nhờ biên gộp duy trì ở mức cao nhất trong 3 mảng kinh doanh. Tuy vậy, theo quan sát của chúng tôi, trên thị trường giá của các sản phẩm dầu nhờn thay đổi rất chậm, không đủ bù đắp sự thay đổi giá nguyên liệu đầu vào, do đó biên gộp của mảng này cũng sẽ bị ảnh hưởng đáng kể khi giá hàng hóa biến động mạnh.

**TƯƠNG QUAN GIÁ DẦU THÔ VÀ DẦU GỐC**



**BIÊN LỢI NHUẬN GỘP CÁC MẢNG**



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

**Xây dựng nhận diện thương hiệu nhờ tận dụng lợi thế từ kênh phân phối PLX.** Thông qua đại diện của Petrolimex từng địa phương đảm nhận phân phối dầu nhớt, PLC không tìm kiếm các nhà phân phối dầu nhớt tại địa phương để phân phối sản phẩm như các nhãn hiệu thông thường. Thay vào đó, PLC chủ yếu tiếp cận kênh bán lẻ thông qua các trạm dịch vụ ( trạm xăng dầu) của Petrolimex thay vì hợp tác với các điểm sửa xe/ rửa xe độc lập như các thương hiệu khác (bán qua cây xăng chiếm hơn 60% sản lượng mỗi năm của PLC).

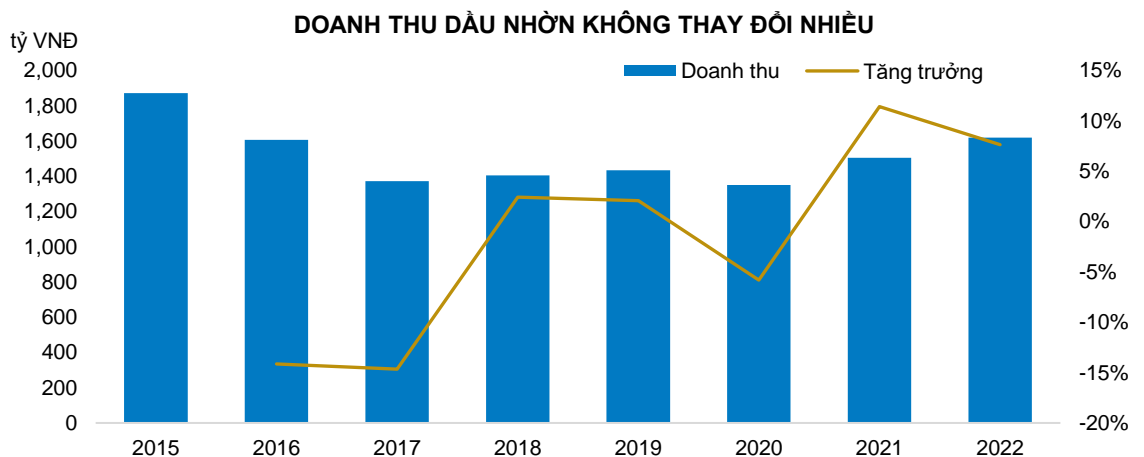
Với 3.000 đại lý và hơn 2.800 trạm xăng dầu của Petrolimex, PLC cộng sinh khá thành công để dẫn đầu trong mảng dầu nhớt phục vụ cho dân dụng, công trình xây dựng, cơ sở hạ tầng nhất là các công trình có vốn đầu tư công.



Thêm vào đó, các chi nhánh của PLC tại Lào và Campuchia cũng giúp PLC mở rộng tới các quốc gia khác trong khu vực Đông Nam Á.

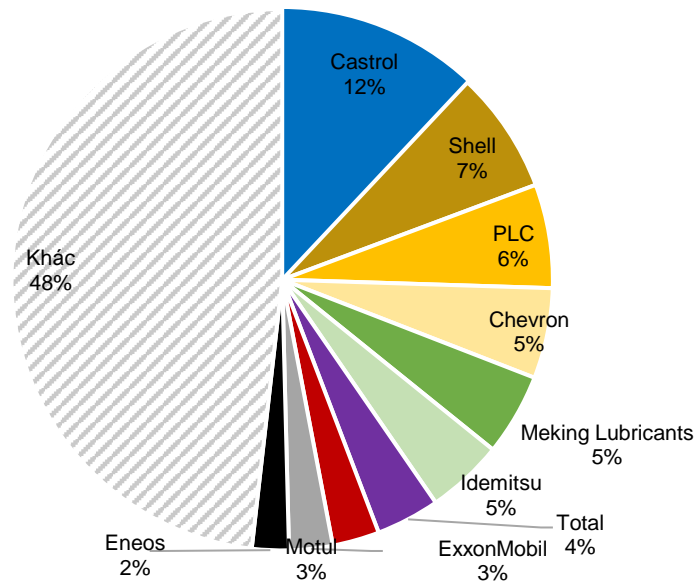
**Cung cấp thêm các sản phẩm chất lượng cao để gia tăng cạnh tranh, tuy vậy sự gia nhập là tương đối chậm.** Trước đây PLC chỉ sản xuất dầu nhờn gốc khoáng có chất lượng và giá thành thấp, nên thị phần liên tục suy giảm khi đối mặt với sức ép cạnh tranh từ các đối thủ nước ngoài, đặc biệt khi tỷ trọng xe ô tô chất lượng cao tăng lên dẫn đến yêu cầu về chất lượng sản phẩm dầu mỡ nhờn gốc tổng hợp và bán tổng hợp được lựa chọn. **Tuy nhiên từ cuối năm 2020, công ty đã triển khai sản xuất lô hàng dầu nhờn động cơ gốc tổng hợp cao cấp đầu tiên**, đánh dấu sự tham gia toàn diện hơn của PLC vào thị trường dầu mỡ nhờn khi cung cấp đầy đủ cả 3 loại sản phẩm.

Dù sản lượng có sự sụt giảm do cạnh tranh gay gắt trong ngành, nhưng giá bán cao hơn giúp doanh thu mảng này tăng trưởng tốt trở lại trong năm 2021. Tuy vậy, chúng tôi đánh giá việc gia nhập thị trường dầu mỡ nhờn cao cấp muộn hơn trong bối cảnh các thương hiệu khác đã tạo được mối quan hệ thân thiết với các kênh phân phối sẽ khiến việc cạnh tranh chiếm thêm thị phần sẽ tương đối khó khăn (do với những dòng xe cao cấp, hầu hết người dân sẽ có xu hướng thay dầu khi sửa xe/bảo dưỡng tại các gara quen). Theo công bố của PLC, sản lượng dầu nhờn bán ra trong năm 2019/2020/2021 lần lượt là 196/260/244 nghìn tấn.



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

**Sự cạnh tranh gay gắt khiến thị phần suy giảm.** Thị trường dầu mỡ nhờn tại Việt Nam tương đối phân mảnh, với sự cạnh tranh gay gắt đến từ các doanh nghiệp nước ngoài – chiếm đến hơn 60% tổng doanh thu toàn thị trường (do không phải là mặt hàng được nhà nước bảo hộ). Tuy vậy, hầu hết các doanh nghiệp Top đầu đều đối mặt với sự “ăn mòn” thị phần khi tăng trưởng nội tại không theo kịp tăng trưởng của thị trường chung. Điều đó khiến thị phần của PLC giảm xuống còn 6% trong năm 2020, từ mức 14% trong thập kỷ trước (trong khi đó thị phần Castrol giảm từ 24% xuống còn 12%).

**Thị phần dầu nhờn 2020**


*Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp*

Sau khi Eneos và Idemitsu xây dựng các nhà máy pha chế tại Việt Nam, PLC đã mất một số hợp đồng quan trọng pha chế OEMs cho một số thương hiệu. Ngoài ra, thị hiếu tiêu dùng ngày càng chuộng các thương hiệu quốc tế hay hàng nhập khẩu cũng là nguyên nhân bào mòn thị phần của PLC.

Trung bình hàng năm, sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC chỉ đạt khoảng 55-60% công suất tối đa (50.000 tấn/năm).

### Màng hóa chất

Hóa chất là mảng kinh doanh thương mại của PLC, với các sản phẩm chủ yếu là hóa chất dung môi có nguồn gốc từ dầu thô, được sử dụng trong các ngành công nghiệp như da giày, cao su, sơn, nhựa,.... Hiện nay, thị phần của PLC ở mức khoảng 25% - là một trong số những doanh nghiệp nhập khẩu và phân phối lớn nhất của Việt Nam, trực tiếp cạnh tranh với các công ty đa quốc gia lớn như Top Solvent, Brentag Vietnam, Dealim Vietnam, Riverbank Vietnam.

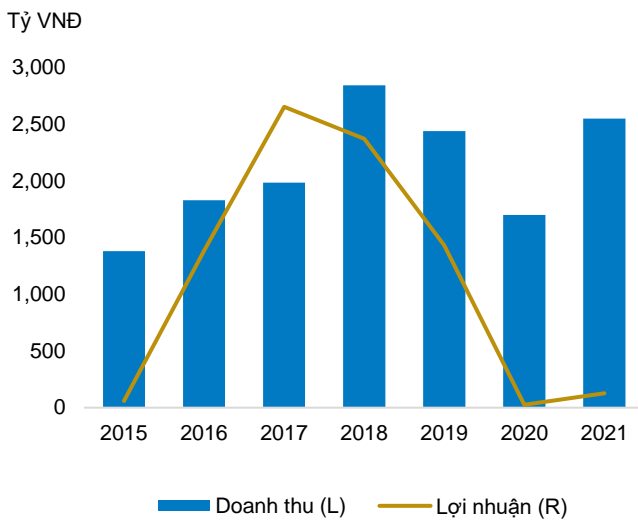
Công ty có hai nhà kho ở Hải Phòng và Hồ Chí Minh với tổng diện tích là 16.000 m<sup>2</sup>. Các sản phẩm được nhập trực tiếp từ các nhà cung cấp nước ngoài như ExxonMobil, CKG (Singapore), Bayer (Đức) và Marubeni (Nhật Bản). Các khách hàng chính là các doanh nghiệp sản xuất sơn, mực in, keo, formaline, thuốc bảo vệ thực vật.

Do hoạt động chính là thương mại, nên biên gộp của mảng kinh doanh này là rất thấp. Đặc biệt trong giai đoạn năm 2021 khi dịch bệnh bùng phát đã chứng kiến những ảnh hưởng tiêu cực tập trung vào những khu công nghiệp, các khu chế xuất lớn lớn, ảnh hưởng đến quá trình vận chuyển và sử dụng hóa chất.

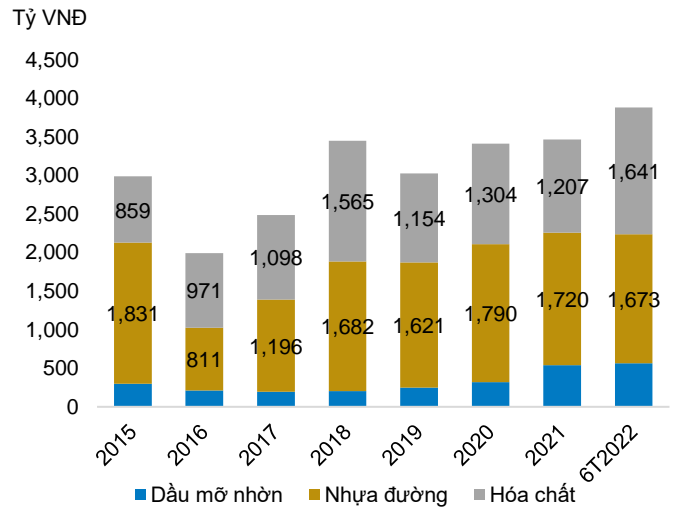
**Hoạt động không hiệu quả nhưng lại chiếm dụng vốn lớn nhất.** Trong năm 2021, lợi nhuận mảng hóa chất chỉ đạt hơn 500 triệu VNĐ - tương ứng với biên thuần chỉ ở mức 0,02%, nhưng lại là mảng

chiếm dụng vốn lớn nhất với khoản phải thu lên đến 900 tỷ VNĐ (64% tổng giá trị khoản phải thu), và 1.200 tỷ nợ vay ngắn hạn (35% tổng giá trị khoản vay ngắn hạn – thấp hơn 500 tỷ so với mảng nhựa đường. Tính đến hết 6T/2022, tỉ lệ này tăng lên 42%). Với chi phí lãi vay trung bình khoảng 3%/năm, khiến hàng năm PLC phải chi trả 35-50 tỷ VNĐ lãi vay cho mảng hóa chất, là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận sau thuế rất thấp trong năm 2020 và 2021.

**DOANH THU/LỢI NHUẬN MẢNG HÓA CHẤT**



**CƠ CẤU CÁC KHOẢN VAY NGẮN HẠN**



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

## Triển vọng đầu tư

### Mảng nhựa đường: Động lực tăng trưởng chính nhờ đẩy mạnh đầu tư công

**Điểm nhấn đến từ dự án Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2.** Nhằm thúc đẩy kinh tế trong khi các động lực khác suy giảm tăng trưởng, Chính phủ đã công bố ngân sách đầu tư công cho năm 2023 vào khoảng 793 nghìn tỷ đồng (cao nhất từ trước đến nay) – tăng 34% so với kế hoạch đầu tư năm 2022. Các dự án tiêu biểu bao gồm: Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành, cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu,... Đồng thời, 11 dự án thành phần của cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1 vẫn sẽ được đẩy mạnh thi công và cố gắng hoàn thành trong giai đoạn 2022-2024. Ước tính dự án sẽ cần 2,4 triệu tấn nhựa đường, tương đương mức sản lượng tiềm năng của PLC có thể cung cấp trong 5 năm tới là 733 nghìn tấn.



**Tiến độ đầu tư sẽ được đẩy mạnh, ước tăng 25-30% so với cùng kỳ.** Chúng tôi nhận thấy việc thiếu hụt nguồn cung đá, cát và giá vật liệu xây dựng cao trong năm 2022 đã phần nào được giải quyết thông qua việc ban hành Nghị quyết 18/NQ-CP vào ngày 11/02/2022, cho phép:

- Giao trực tiếp mỏ vật liệu cho các nhà thầu giúp thời gian thực hiện thủ tục cấp phép rút ngắn hơn đáng kể so với giai đoạn 1 (*giảm từ 15-18 tháng xuống còn 3,5 tháng*). Điều này còn giúp các nhà thầu không còn phải đi mua vật liệu với giá cao hơn gấp nhiều lần để đáp ứng được hợp đồng.

- Nâng công suất không quá 50% công suất ghi trong giấy phép khai thác nhằm mục đích phục vụ cho dự án mà không phải lập dự án đầu tư điều chỉnh.

Với các ưu đãi như vậy, chúng tôi cho rằng dòng tiền và tiến độ của các nhà thầu tham gia thi công dự án Cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2 sẽ được cải thiện đáng kể so với trước đây, là cơ sở để chúng tôi ước tính tổng mức đầu tư thực tế trong năm 2023 sẽ tăng 25-30% so với cùng kỳ, đạt lũy kế 30% tiến độ của toàn dự án (tính từ năm 2022).

**Tiềm năng tăng trưởng còn có thể đến từ nhiều dự án khác.** Bên cạnh 12 dự án cao tốc Bắc – Nam, PLC có thể tham gia vào các dự án nâng cấp hạ tầng giao thông khác tại các tỉnh. Trong năm 2023, dự kiến cũng sẽ có 15 dự án không thuộc hệ thống dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 02 được khánh thành với tổng mức đầu tư ước tính hơn 500,000 tỷ VND giai đoạn 2023 – 2026. Dự án sân bay Long Thành giai đoạn 01 - 2026 cũng đang được hoàn thiện. Đây sẽ là những dự án PLC có thể tham gia đấu thầu và triển khai thi công – trở thành động lực tăng trưởng cho mảng kinh doanh nhựa đường thời gian tới (tổng chiều dài các dự án này là 1.078 km, thậm chí còn dài hơn tổng chiều dài 12 dự án cao tốc Bắc Nam là 722 km). Tuy vậy do chưa có nhiều thông tin về các dự án này, nên chúng tôi chưa đưa vào dự phóng doanh thu và lợi nhuận cho PLC.

**Các dự án dự kiến sẽ khởi công trong năm 2023**

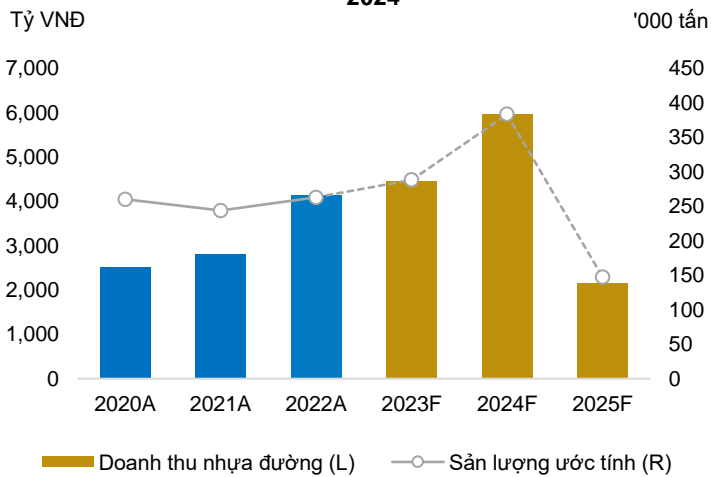
Dự án	Tiến độ	Thời gian hoàn thiện dự kiến	Chiều dài (km)	Tổng vốn đầu tư (tỷ VNĐ)
Cao tốc Hòa Liên – Túy Loan	Chưa khởi công	2025	11,5	2.113
Cao tốc Hữu Nghị - Lạng Sơn	Chưa khởi công	Chưa rõ	43	10.471
Lộ Tẻ, Rạch Sỏi	Chưa khởi công	2024	51,5	750
Cao tốc An Hữu – Cao Lãnh	Chưa khởi công	2027	27,43	5.886
Cao tốc Dầu Giây – Tân Phú	Chưa khởi công	2025	60,1	8.365
Ca tốc Tân Phú – Bảo Lộc	Chưa khởi công	2026	66	17.200
Cao tốc Bảo Lộc – Liên Khương	Chưa khởi công	Chưa rõ	74	19.521
Cao tốc Khánh Hòa – Buôn Ma Thuật	Chưa khởi công	2027	117,5	21.935
Cao tốc Biên Hòa – Vũng Tàu	Chưa khởi công	2025	53,7	1178.319
Cao tốc Châu Đốc – Sóc Trăng	Chưa khởi công	2026	188,2	44.691
Vành đai 4 Hà Nội	Chưa khởi công	Chưa rõ	122,8	85.800
Vành đai 3 TP. HCM	Chưa khởi công	2026	76	75.000
Cao tốc Hòa Bình Mộc Châu (đi qua Hòa Bình)	Chưa khởi công	2025	34	9.777
Cao tốc Hòa Bình Mộc Châu (đoạn Sơn La)	Chưa khởi công	Chưa rõ	31,6	3.790
Cao tốc Đồng Đăng Trà Lĩnh	Chưa khởi công	2025	121,06	22.691
<b>Tổng cộng</b>			<b>1.078</b>	<b>506.369</b>

**Khả năng dành được các hợp đồng cao, giúp lượng nhựa đường cung cấp tăng mạnh đến năm 2025.** Nhờ hệ thống kho trữ dài từ Bắc vào Nam, cùng năng lực sản xuất đứng đầu thị trường, chúng tôi tin rằng PLC có lợi thế rất lớn để có thể cung cấp nhựa đường đúng lúc với chi phí hiệu quả cho bất kỳ dự án nào trong 12 dự án thành phần cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2. Thêm vào đó, nhờ quan hệ tốt với các doanh nghiệp, nên PLC sẽ có nhiều thuận lợi để trở thành nhà cung cấp

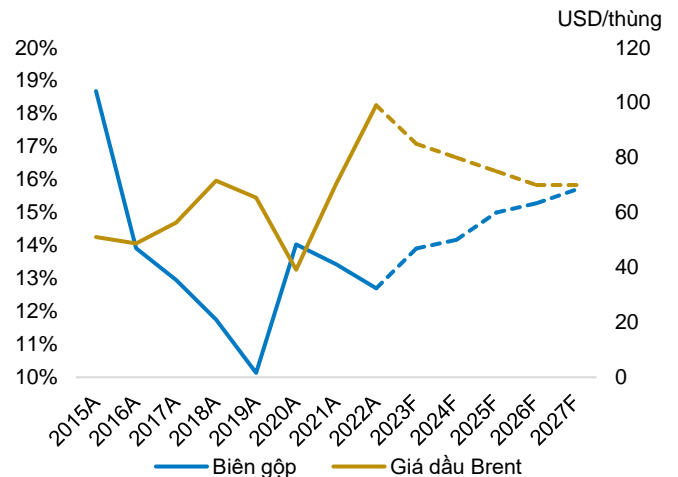
chính cho các dự án xây dựng cao tốc. Tuy nhiên, do nhựa đường thường sẽ được sử dụng vào cuối giai đoạn xây dựng, nên chúng tôi kì vọng doanh thu của PLC sẽ hưởng lợi mạnh hơn trong giai đoạn 2024-2025.

**Điểm rơi lợi nhuận vào năm 2024.** Mới đây vào ngày 1/1/2023, 12 dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đã được khởi công với các liên danh nhà thầu được Bộ GTVT chỉ định. Thường việc rải nhựa đường sẽ diễn ra vào cuối giai đoạn xây dựng (*thường kéo dài khoảng 9-12 tháng sau khi đã bàn giao xong mặt bằng*), do đó chúng tôi cho rằng PLC sẽ hưởng lợi nhiều hơn từ cuối Q4/2023. Trong khi đó, động lực tăng trưởng chính trong năm 2023 sẽ đến từ các dự án thành phần Cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 đang dần hoàn thiện.

**ĐIỂM RƠI DOANH THU/LỢI NHUẬN VÀO NĂM 2024**



**BIÊN GỘP ĐƯỢC CẢI THIỆN DO GIÁ DẦU GIẢM**



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

**Biên lợi nhuận tăng lên 150/201bps so với năm 2022 trong năm 2023/2024.** Bên cạnh giá nguyên liệu có xu hướng giảm trong năm 2023 và 2024, nhu cầu nhựa đường gia tăng khiến tốc độ luân chuyển hàng tồn kho nhanh hơn, gián tiếp làm giảm chi phí kho bãi. Ngoài ra, do nhựa đường cung cấp cho đường cao tốc thường là nhựa polyme có biên gộp rơi vào khoảng 20-25% so với mức 7% của nhựa đường thông thường, nên sẽ giúp biên mảng nhựa đường được cải thiện đáng kể. Từ năm 2025 trở đi, do các dự án đã gần về giai đoạn cuối, nhu cầu yếu hơn khiến vòng quay hàng tồn kho giảm trở lại, gián tiếp làm gia tăng chi phí lưu kho cho PLC.

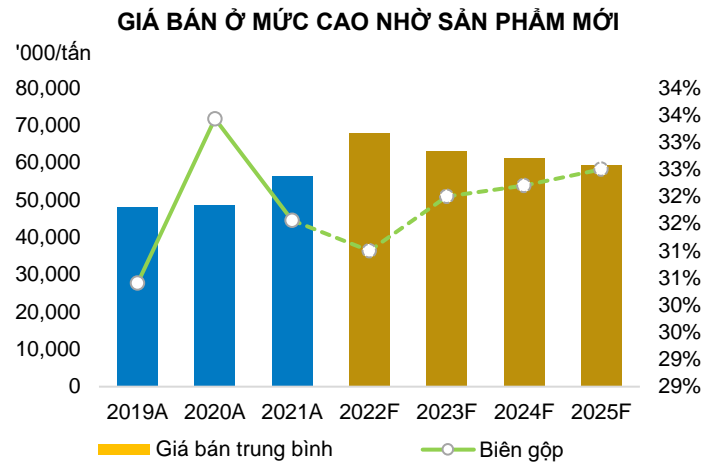
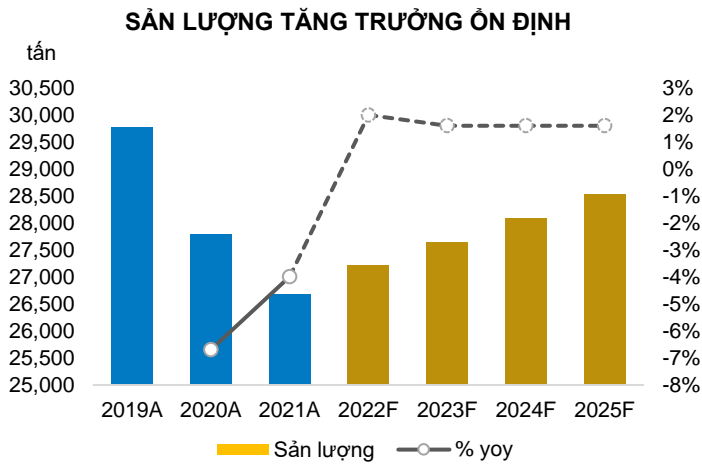
**Màng dầu nhờn: tăng trưởng ổn định, không có nhiều đột biến**

**Tăng trưởng sản lượng ước tính bằng tăng trưởng toàn ngành.** Trước Covid, lượng tiêu thụ dầu nhờn của Việt nam tăng trưởng “mạnh mẽ” trong suốt 2 thập kỷ với mức trung bình 5,1%/năm (CAGR) từ năm 2001 cho đến 2019, đứng vị trí thứ 3 trong khu vực Đông nam Á chỉ sau Indonesia và Thái Lan về mức tiêu thụ dầu nhờn.

Năm 2020, nhu cầu tiêu thụ dầu nhờn nội địa (ngoại trừ dầu nhờn hàng hải quốc tế) suy giảm ước lượng khoảng 3,9% với sản lượng đạt 424 nghìn tấn, trong đó, phân khúc dầu nhờn giao thông/vận tải chịu ảnh hưởng nặng nề nhất do chính sách giãn cách của Chính phủ.



Theo báo cáo của Lube'n'Greases (*tạp chí chuyên về thị trường dầu nhờn*), trong thời 5 năm tiếp theo, nhu cầu dầu nhờn của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức mục tiêu 1,6%/năm trong 3 năm tiếp theo, với sản lượng kì vọng là 460 nghìn tấn vào năm 2025, khi tăng trưởng kinh tế trung bình GDP mức 5,8%/năm và mức tăng trưởng về công nghiệp khoảng 6,8%/năm. Với giả định thị phần không đổi, **tốc độ tăng trưởng sản lượng dầu nhờn của PLC sẽ tương đương tốc độ tăng trưởng chung của ngành, đạt 1,6%/năm.**



\*Số liệu sản lượng chưa có trong năm 2022

Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

**Tăng trưởng doanh thu đến từ việc tăng bán các sản phẩm mới có giá cao hơn.** Như đã phân tích, việc cạnh tranh gay gắt trong bối cảnh thị trường tăng trưởng chậm lại sẽ khiến động lực tăng trưởng doanh thu mảng này phần lớn đến từ việc đẩy mạnh các sản phẩm dầu gốc tổng hợp có giá cao hơn. Ước tính giá bán dầu nhờn trong năm 2023/2024 lần lượt là 63/61 triệu VND/tấn, tương ứng bằng 117% và 108,1% so với giá bán năm 2021 (*giá đã bao gồm thay đổi theo giá nhiên liệu do không bóc tách được chi tiết*).

**Biên lợi nhuận tăng do giá dầu thô giảm và tăng bán dầu gốc tổng hợp.** Do các sản phẩm này trải qua nhiều công đoạn tinh chế phức tạp, nên biên gộp sẽ cao hơn. Bên cạnh đó, giá dầu thô giảm so với cùng kỳ cũng giúp biên lợi nhuận được cải thiện hơn. Ước tính biên gộp mảng dầu nhờn sẽ tăng lên 32% trong năm 2023.

**Chi phí SG&A tăng do tiếp tục đẩy mạnh hoạt động marketing.** Do sản phẩm dầu gốc tổng hợp mới chỉ được PLC bán trong vòng hơn 2 năm nay, nên vẫn cần phải đẩy mạnh hoạt động marketing để gia tăng nhận diện thương hiệu. Đồng thời chi phí hoa hồng cho các đại lý xăng dầu cũng có thể được tăng thêm để đẩy nhanh tốc độ bán hàng. Ước tính chi phí SG&A/doanh thu sẽ tăng thêm 126bps so với năm 2022.

**Mảng hóa chất: kì vọng vào quá trình tái cơ cấu trong tương lai**

Theo chia sẻ của BLĐ trong ĐHCĐ năm 2022, PLC đang nghiên cứu giải pháp để tái cấu trúc, cổ phần hóa công ty Hóa chất. Nếu điều này được thực hiện sẽ giúp gia tăng nguồn vốn, giảm áp lực nợ vay, qua đó giúp hiệu quả của mảng này phần nào được cải thiện.

Trong kịch bản thận trọng, với kì vọng hoạt động kinh tế sản xuất ổn định trở lại, nhu cầu sản xuất tăng lên khi Trung Quốc gỡ bỏ chính sách Zero Covid, sẽ giúp sản lượng mảng hóa chất của PLC tăng 3%/năm trong giai đoạn 2023-2025.

**Phân tích tài chính**

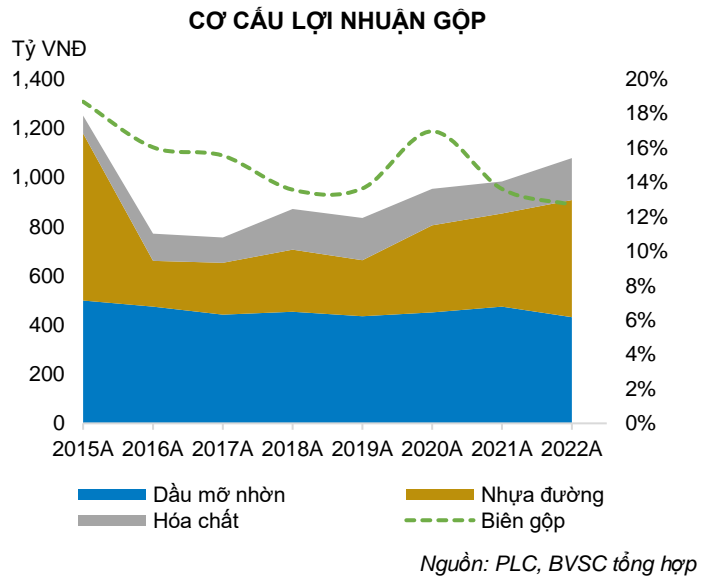
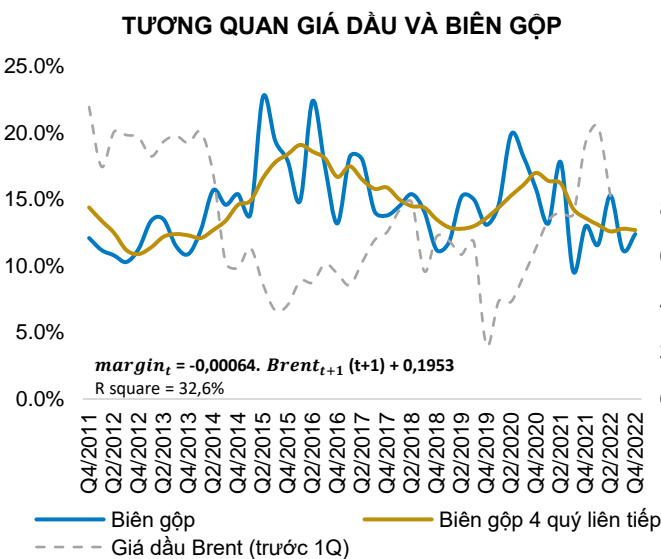
**Doanh thu tăng trưởng mạnh nhờ giá bán tăng cao**

Doanh thu mảng nhựa đường/dầu nhờn/hóa chất trong năm 2022 đạt 4.148 /1.620 /2.775 tỷ VNĐ, tăng trưởng lần lượt là 47,4%/7,7%/8,7% yoy, giúp tổng doanh thu cả năm đạt 8.601 tỷ VNĐ (+24,3% yoy). Tốc độ tăng trưởng cao của mảng nhựa đường đến chủ yếu từ việc giá dầu tăng mạnh từ mức 70,4USD/thùng trong năm 2021 lên 100 USD/thùng trong năm 2022, trong khi sản lượng chỉ tăng 7,9% so với cùng kỳ.

**Biên gộp chịu ảnh hưởng nhất định từ thay đổi giá dầu**

Do 100% nguyên liệu được nhập khẩu, thời gian vận chuyển kéo dài, nên khi bán ra thị trường thường sẽ có độ trễ so với thay đổi giá dầu thô. Biểu đồ bên dưới cho thấy mối liên hệ giữa biên gộp và giá dầu trong quý tiếp theo.

Tuy sự tương quan là không rõ ràng, nhưng do nguyên liệu sản xuất nhìn chung đều có nguồn gốc từ dầu thô, do đó thay đổi giá dầu vẫn có thể được sử dụng để dự phóng thay đổi biên gộp trong tương lai.



Trong năm 2022, giá dầu tăng cao đã khiến biên gộp 4 quý liên tiếp giảm về chỉ còn 12,7% trong Q4, tương đương mức đáy cách đây 10 năm. BVSC cho rằng giá dầu đã đạt đỉnh và giảm xuống 85/80 USD/thùng trong năm 2023/2024 sẽ giúp biên gộp của PLC tăng trở lại, đạt lần lượt 14,16%/14,8%.

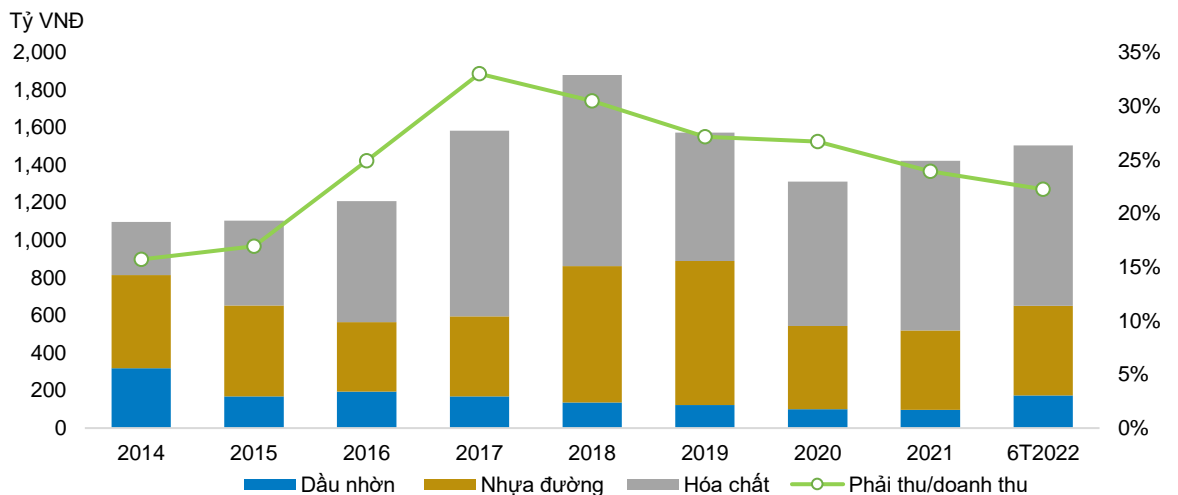
Trong giai đoạn bình thường, ít dự án xây dựng, mảng dầu mỡ nhờn sẽ đóng góp trên 50% tổng lợi nhuận gộp của PLC. Tuy nhiên, trong 2 năm tới, cơ cấu lợi nhuận gộp của nhựa đường sẽ tăng lên 43%/54% trong năm 2023/2024 khi ghi nhận doanh thu từ các dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2.

**Doanh nghiệp bị khách hàng chiếm dụng vốn**

Khoản phải thu của PLC là tương đối lớn, duy trì ở mức 1.600 tỷ/năm (tương đương với khoảng 25% tổng doanh thu trong kì của doanh nghiệp). Chiếm tỉ trọng lớn nhất là mảng hóa chất với hơn 55% khoản phải thu trong 6 tháng đầu năm 2022. Do đây là sản phẩm tương đối cạnh tranh, nên PLC phải giãn thời gian trả nợ cho các khách hàng nhằm thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Tuy vậy như đã đánh giá, hoạt động kinh doanh của mảng hóa chất đang có dấu hiệu chậm lại và giảm dần, khiến việc bị chiếm dụng vốn sẽ gây áp lực lên vốn lưu động và dòng tiền của doanh nghiệp.

Đối với mảng nhựa đường, do cung cấp nhiều cho các dự án đầu tư công, nên quá trình thanh toán thường sẽ chậm. Do đó chúng tôi cho rằng khoản phải thu của mảng nhựa đường nhiều khả năng sẽ tăng mạnh từ cuối năm 2023 khi PLC tham gia vào các dự án đầu tư công. Ước tính khoản phải thu của mảng này có thể tăng lên hơn 50% trong năm 2024 so với 6T2022.

**CƠ CẤU PHẢI THU KHÁCH HÀNG THEO MẢNG HOẠT ĐỘNG**



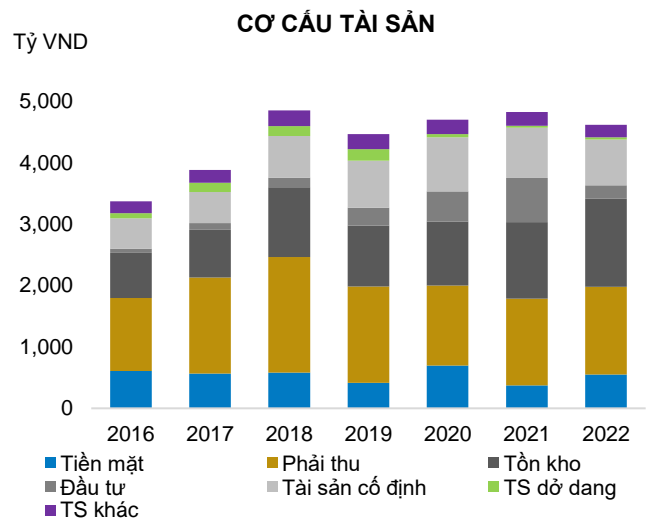
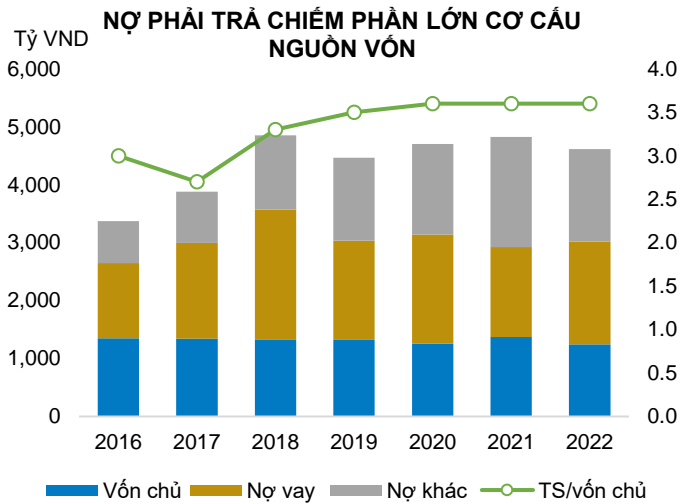
Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

**Nguồn vốn đến chủ yếu từ nợ ngắn hạn**

Tài sản cố định chủ yếu là nhà máy/kho chứa đã được liên tục nâng cấp trong 5 năm trở lại đây và đang dần được đưa vào hoạt động. Nhu cầu đầu tư thêm trong những năm tới là không còn nhiều. Hiện tại tài sản dài hạn chỉ chiếm khoảng 20% tổng tài sản của PLC, còn lại là tài sản ngắn hạn, tập trung nhiều ở hàng tồn kho và phải thu khách hàng. Là doanh nghiệp sản xuất nên PLC luôn phải có lượng hàng tồn kho lớn nhằm đáp ứng nhu cầu của thị trường. Bên cạnh đó, do đặc điểm của nhựa đường cần phải được giữ nóng nên thường doanh nghiệp sẽ nhập lượng nguyên liệu để sản xuất phù hợp với nhu cầu tại thời điểm đó, do vậy nhìn chung nhu cầu vốn lưu động là tương đối lớn.

Do đó, cơ cấu nguồn vốn đến chủ yếu từ các khoản nợ vay ngắn hạn (chiếm 33% tổng nguồn vốn) và phải trả ngắn hạn (chiếm 37,5% tổng nguồn vốn) (số liệu tính đến hết Q2/2022).

Nhìn chung cơ cấu nguồn vốn là tương đối phù hợp với doanh nghiệp sản xuất sản phẩm đặc thù như PLC, tuy nhiên như đã đánh giá, hơn 42% vốn vay và 55% giá trị khoản phải thu được sử dụng để tài trợ cho hoạt động của mảng hóa chất, tuy nhiên lại không đem lại hiệu quả tương ứng. Điều này sẽ là rủi ro dòng tiền cho PLC.



Nguồn: PLC, BVSC tổng hợp

## Dự phóng và định giá

### Dự báo kết quả kinh doanh 2023 và 2024

Chỉ tiêu (tỷ VND)	2022A	2023F	2024F	Cơ sở dự báo
<b>Doanh thu</b>	<b>8.601</b>	<b>8.073</b>	<b>10.166</b>	
- Dầu mỡ nhờn	1.620	1.523	1.508	Sản lượng tăng trưởng đều 1,6%/năm theo tốc độ tăng trưởng chung của ngành. Doanh thu giảm do ảnh hưởng của giá dầu, khiến giá bán trung bình dự kiến giảm 7,5%/2,9% so với cùng kỳ trong năm 2023 và 2024.
- Nhựa đường	4.148	3.862	5.970	Nhựa đường tiêu thụ đạt lần lượt 288/383 nghìn tấn trong năm 2023/2024. Điểm rơi doanh thu sẽ vào năm 2024.
- Hóa chất	2.775	2.644	2.643	Ước tính sản lượng tăng trung bình 3%/năm, giá bán được thay đổi theo giá dầu khiến doanh thu sụt giảm so với năm 2022.
<b>Giá vốn</b>	<b>(7.513)</b>	<b>(6.931)</b>	<b>(8.657)</b>	Giá dầu giảm giúp giảm chi phí nguyên liệu
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.089</b>	<b>1.142</b>	<b>1.502</b>	Biên gộp tăng lên 14,1%/14,8% trong năm 2023/2024.
<b>SG&amp;A</b>	<b>(760)</b>	<b>(815)</b>	<b>(1.074)</b>	Tỉ trọng SG&A/doanh thu tăng từ 8,8% lên 10,1% trong năm 2023 do đẩy mạnh hoạt động marketing và hoạt động kinh doanh.
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>329</b>	<b>326</b>	<b>428</b>	
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>55</b>	<b>27</b>	<b>62</b>	
<b>Chi phí tài chính</b>	<b>(206)</b>	<b>(127)</b>	<b>(157)</b>	Tỷ giá VND/USD biến động mạnh khiến ghi nhận lỗ tỉ giá lên đến 118 tỷ VND trong năm 2022. Dự kiến tỉ giá sẽ ổn định hơn trong năm 2023 và 2024.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>133</b>	<b>185</b>	<b>262</b>	

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với PLC với giá mục tiêu là **37.500 VNĐ/cp (Upside 24,6%)**, xuất phát từ trung bình ba phương pháp: chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE và so sánh PE.

### Phương pháp DCF

Kết quả kinh doanh dự phóng trong các năm tới chủ yếu đến từ dự án cao tốc Bắc – Nam, với kịch bản dự án kéo dài trong vòng 5 năm, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với PLC trong giai đoạn 2023-2027.

#### Bảng tính WACC

Chỉ tiêu	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Chi phí nợ trước thuế	5,19%	Tỉ trọng vốn CSH	51,25%
Thuế suất	21,47%	Tỉ trọng nợ vay	48,75%
<b>Chi phí nợ</b>	<b>4,07%</b>	<b>WACC</b>	<b>10,49%</b>
Lãi suất phi rủi ro	5,0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2%
Beta	1,16		
Phần bù rủi ro thị trường	15,0%		
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>16,6%</b>		

### MÔ HÌNH FCFF (tỷ VNĐ)

	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	677,5	-175,2	920,2	555,9	342,6
Capex	-62,8	-75,3	-168,8	-98,6	-103,6
I(1-t)	<u>69,0</u>	<u>85,8</u>	<u>87,4</u>	<u>76,2</u>	<u>76,2</u>
<b>FCFF</b>	683,7	-164,7	838,8	533,5	315,2
PV Terminal Value	2.285				
<b>PV(FCFF)</b>	<b>4.048</b>				
Cộng: Tiền	565,1				
Trừ: Tổng nợ	(1.745,6)				
<b>Giá trị vốn chủ</b>	<b>2.868</b>				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	80.799.000				
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ/cp)</b>	<b>35.496</b>				
<b>PE target</b>	<b>15,5x</b>				

### MÔ HÌNH FCFE (tỷ VNĐ)

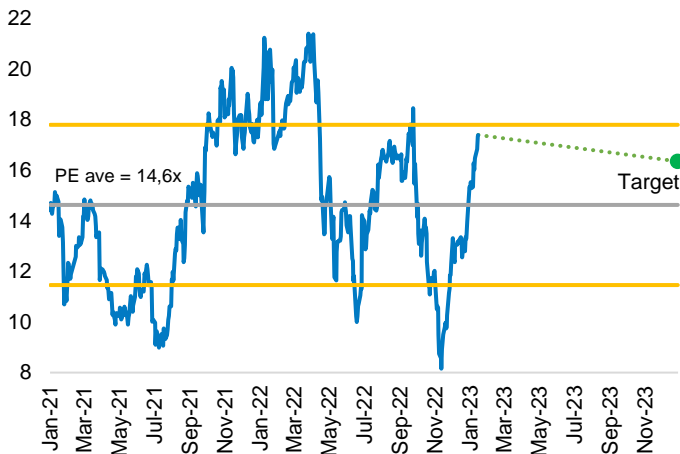
	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
CFO	677,46	-175,19	920,17	555,95	342,65
Capex	-62,82	-75,34	-168,77	-98,64	-103,58
Net Borrowings	<u>-25,38</u>	<u>944,42</u>	<u>-642,25</u>	<u>-115,20</u>	<u>139,52</u>
<b>FCFE</b>	589,26	693,88	109,15	342,11	378,60
PV Terminal Value	1.325,5				
<b>PV(FCFE)</b>	<b>2.951,4</b>				
Cộng: Tiền	565,1				
<b>Giá trị vốn chủ</b>	<b>3.516,5</b>				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	80.799.000				
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ/cp)</b>	<b>43.522</b>				
<b>PE target</b>	<b>18,97x</b>				

**Phương pháp so sánh PE**

Do các doanh nghiệp nhựa đường được niêm yết trên sàn là khá hạn chế, do đó chúng tôi so sánh dữ liệu giao dịch của chính PLC trong quá khứ.

Mức định giá theo phương pháp DCF trung bình là 39.500 VNĐ/cp, tương đương với mức PE forward là 17,2x tính đến cuối năm 2023, cao hơn 17% so với mức trung bình 2 năm trước là 14,6x và tương đương với mức giao dịch hiện tại. Chúng tôi cho rằng mức định giá hoàn này hoàn toàn có thể đạt được nhờ động lực từ câu chuyện đầu tư công giúp hoạt động kinh doanh PLC thuận lợi hơn từ năm 2023 trở đi. Tuy vậy với kịch bản thận trọng, chúng tôi lấy mức định giá PE forward là 14,6x, tương đương giá trị cổ phiếu PLC tính theo phương pháp P/E tại thời điểm cuối năm 2023 là 33.489 VNĐ/cp.

**THAY ĐỔI PE**



**TỔNG HỢP KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ (VNĐ/CP)**

	Kết quả định giá	Tỉ trọng
FCFF	35.496	33,3%
FCFE	43.522	33,3%
P/E	33.489	33,3%
<b>Giá trị cổ phiếu</b>	<b>37.500</b>	
PE forward	16,3x	

Tính trung bình các phương pháp, mức định giá của PLC là 37.500 VNĐ/cp, tương ứng upside là 24,6%.

**Rủi ro đầu tư**

**Độ biến động giá dầu thô và tỷ giá.** Cuộc xung đột tại Nga – Ukraine khiến nguồn cung dầu giảm, trong khi nhu cầu thế giới tăng cao trở lại khi Trung Quốc dỡ bỏ Zero Covid khiến giá dầu có thể duy trì ở mức cao trong một thời gian dài hơn. Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp của các mảng kinh doanh của PLC.

100% nguyên liệu được nhập khẩu từ nước ngoài, chủ yếu là Singapore, do đó giá PLC cũng chịu tác động lớn khi tỉ giá biến động mạnh.

**Công nghệ cải tiến có thể làm nhu cầu dầu nhờn giảm đi.** Những cải tiến công nghệ máy móc và chất lượng dầu nhờn có thể kéo dài tuổi thọ động cơ trong tương lai, thời gian giữa các lần thay dầu sẽ lâu hơn so với trước đây, sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ dầu nhờn. Bên cạnh đó, số lượng xe máy, ô tô cũng đang dần bão hòa, trong khi xu hướng chuyển đổi sang xe điện ngày càng được đẩy mạnh cũng sẽ khiến nhu cầu dầu nhờn giảm đáng kể.



**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ VNĐ)</b>				
	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	6.868	8.601	8.073	10.160
Giá vốn	-5.933	-7.512	-6.931	-8.657
Lợi nhuận gộp	935	1.089	1.142	1.502
SG&A	-730	-760	-815	-1.074
Doanh thu tài chính	87	56	27	62
Chi phí tài chính	-80	-206	-127	-157
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	174	133	185	262

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ VNĐ)</b>				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Tiền & khoản tương đương tiền	376	550	565	792
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.409	1.432	1.583	2.502
Hàng tồn kho	1.247	1.432	1.271	1.421
Tài sản cố định hữu hình	815	741	723	704
<b>Tổng tài sản</b>	<b>4.828</b>	<b>4.616</b>	<b>4.833</b>	<b>6.237</b>
Nợ ngắn hạn	3.453	3.371	3.783	5.355
Nợ dài hạn	1	0	3	2
Vốn chủ sở hữu	1.374	1.245	1.047	879
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>4.828</b>	<b>4.616</b>	<b>4.833</b>	<b>6.237</b>

<b>Chỉ tiêu tài chính</b>				
	2021	2022	2023F	2024F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	22,47%	25,23%	-6,14%	25,85%
Tăng trưởng LNST (%)	18,03%	-23,64%	39,10%	41,39%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	13,61%	12,66%	14,14%	14,79%
Lợi nhuận thuần biên (%)	2,54%	1,55%	2,30%	2,58%
ROA (%)	3,66%	2,82%	3,92%	4,73%
ROE (%)	13,27%	10,18%	16,17%	27,21%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,32	0,38	0,56	0,33
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	1,13	1,40	2,57	2,33
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.159	1.648.94	2.293.76	3.243.05
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.999	15.407.63	12.954.70	10.884.58

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

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

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

## LIÊN HỆ

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

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối  
dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối  
luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối  
ngocnch@bvsc.com.vn

#### Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính  
khanhdk@bvsc.com.vn

#### Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng  
hoalt@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật  
bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS  
thaotp@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT  
phuts@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô  
huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng  
anhnhm@bvsc.com.vn

#### Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản  
manhtd@bvsc.com.vn

#### Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng  
phuonglh@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón  
hoangnd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

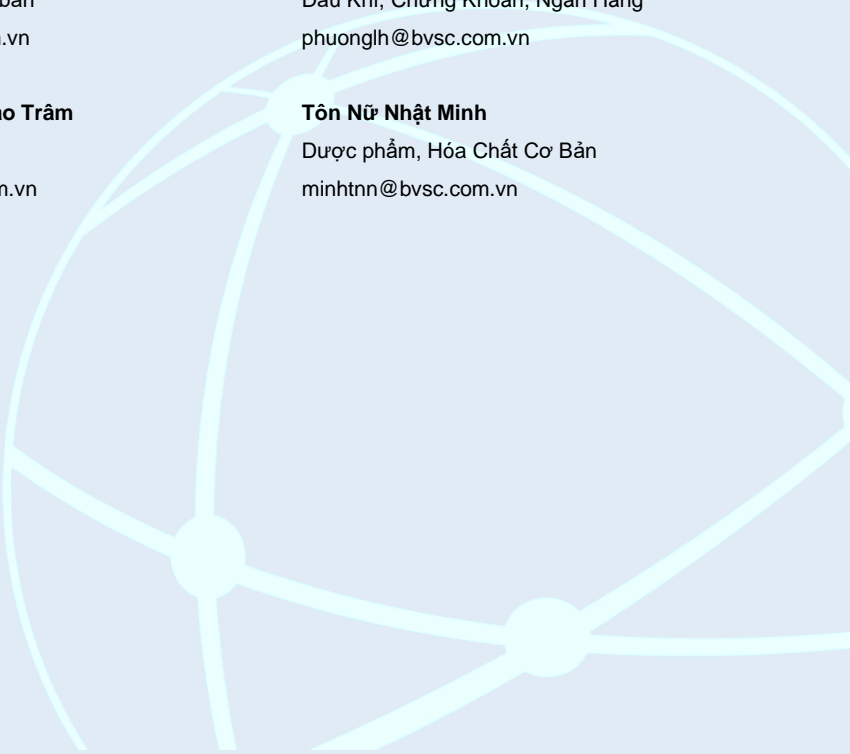
Cảng, Vận tải biển  
tramnhb@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa Chất Cơ Bản  
minhtnn@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD  
duongtt@bvsc.com.vn





## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1. Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888