

Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex CTCP (PLC)

MUA

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Công ty sản xuất nhựa đường và dầu nhờn hàng đầu hưởng lợi từ tăng trưởng kinh tế

Báo cáo lần đầu Hóa dầu

Giá mục tiêu	39.200
Giá hiện tại	34.100
Cổ tức bằng tiền mặt	2.700
Tỷ lệ tăng	15,0%
Lợi suất cổ tức	7,9%
Tổng lợi nhuận	22,9%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	110 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	0,3 triệu
Sở hữu của KN	2,76%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	70 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	70 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	33.124
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	14.265

Cơ cấu cổ đông

Petrolimex Vietnam	79,07%
Vũ Văn Chiến (HĐQT)	0,36%
Nguyễn Văn Đức (HĐQT)	0,19%
Nguyễn Thanh Sơn (HĐQT)	0,12%

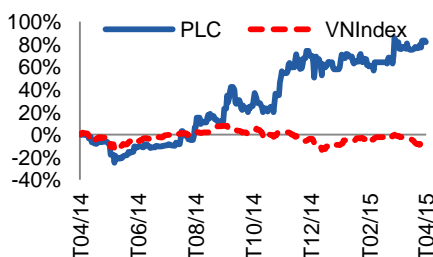
Thuộc chỉ số, danh mục ETF

NA

Mô tả công ty

PLC là một thành viên của Petrolimex Vietnam và là một trong những doanh nghiệp Việt Nam dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất và phân phối các sản phẩm hóa dầu bao gồm (1) dầu nhờn cho ô-tô, xe cơ giới và tàu thủy, thị phần 12%; (2) nhựa đường cho các dự án GTVT công cộng, thị phần 40% và (3) dung môi hóa học.

Diễn biến tương đối giá cổ phiếu



- Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền là 39.200 đồng (TL tăng 15%, lợi suất cổ tức 7,9%).
- Chúng tôi ước tính trong ba năm tới lợi nhuận sẽ tăng 9% nhờ doanh thu từ nhựa đường và dầu nhờn tăng lần lượt 10% và 6%.
- Tại mức giá 34.100 đồng ngày 08/04/2015, PLC hiện đang giao dịch với PER hấp dẫn là 7,8 lần EPS dự phóng 2015 do VCSC đưa ra là 4.375 đồng (tăng 11% so với năm 2014).

PLC là công ty sản xuất nhựa đường hàng đầu với thị phần lên đến 40%. Với hệ thống đường cao tốc của Việt Nam chỉ mới hoàn tất khoảng 25%, nhu cầu nhựa đường của PLC dự báo sẽ ổn định. Vì công ty là nhà cung cấp nhựa đường lớn nhất tại Việt Nam và là nhà cung cấp nhựa đường polymer, có chất lượng cao hơn và được các chủ thầu xây dựng ưa chuộng hơn, PLC có nhiều lợi thế trong đấu thầu cung cấp nhựa đường cho các dự án trọng điểm quốc gia. Nhựa đường đóng góp 46% lợi nhuận của PLC.

PLC là nhà sản xuất dầu nhờn hàng đầu Việt Nam với thị phần 14% trên thị trường dầu nhờn cạnh tranh và phân mảnh cao, do các công ty nước ngoài như BP Castrol (22%) và Shell (10%) chiếm thế thượng phong. Các sản phẩm dầu nhờn đa dạng dành cho xe cơ giới của PLC có giá cả cạnh tranh và được bày bán tại 3.000 trạm xăng của công ty mẹ Petrolimex, đây là mạng lưới bán lẻ lớn nhất Việt Nam. Nhu cầu dầu nhờn sẽ được hỗ trợ nhờ sản lượng ô-tô bán ra tăng, bù đắp lại việc sản lượng xe máy bán ra đi ngang. PLC cũng sản xuất dầu nhờn dùng trong giao thông đường biển và sản xuất công nghiệp. Các sản phẩm dầu nhờn đóng góp 47% lợi nhuận của PLC.

PLC có đầy đủ năng lực sản xuất để hỗ trợ tăng trưởng. Lĩnh vực dầu nhờn của PLC hoạt động với công suất gần mức tối đa là 50.000 tấn trong năm 2014 nhưng hiện công suất đã được mở rộng thêm 25.000 tấn. Do vậy, lĩnh vực nhựa đường đang sử dụng khoản 50% công suất hiện có.

Tuy 70% nguyên liệu đầu vào của PLC được sản xuất từ dầu thô, công ty hoạt động trong các lĩnh vực có tính cạnh tranh cao và giá bán theo thị trường. Do vậy, chúng tôi ước tính giá dầu giảm sẽ chỉ giúp biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ từ 14,6% lên 15% trong năm 2015.

Giá cổ phiếu PLC dưới giá trị thực. Giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền do chúng tôi đưa ra là 39.200 đồng, giả định WACC 11% và PER là 9 lần. Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu đang giao dịch thấp hơn so với giá trị thực, với PER là 7,8 lần dựa trên EPS dự phóng 2015 do VCSC đưa ra là 4.375 đồng. Các rủi ro đối với PLC được phản ánh vào định giá là chi tiêu công bị cắt giảm và cạnh tranh trên thị trường dầu nhờn gay gắt hơn.

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.198	6.821	7.398	7.928	8.291
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	189	267	296	327	343
Biên LN gộp (%)	12,3%	14,6%	15,0%	15,0%	15,1%
Biên LN từ HĐ (%)	5,0%	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%
Biên LN ròng sau thuế (%)	3,1%	3,9%	4,0%	4,1%	4,1%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.796	3.942	4.375	4.826	5.063
Tăng trưởng EPS (%)	12,0%	41,0%	11,0%	10,3%	4,9%
GTGD / EBITDA	5,8	7,5	7,0	6,6	6,2
Giá CP / DTTD, theo giá thị trường	11,0	4,4	13,5	6,9	6,2
PE theo giá thị trường	12,2	8,7	7,8	7,1	6,7
PB theo giá thị trường	0,8	1,8	1,6	1,4	1,3
ROA	6,9%	8,2%	8,1%	8,2%	8,1%
ROE	17,8%	23,9%	25,2%	24,7%	23,1%
No/CSH	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9

Lưu ý: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

Báo cáo tài chính

tỷ đồng	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
KQLN					
Doanh thu	6.198	6.821	7.398	7.928	8.291
- COGS	-5.437	-5.826	-6.289	-6.739	-7.038
Lợi nhuận gộp	761	995	1.110	1.190	1.253
- Chi phí bán hàng	-373	-477	-525	-563	-597
- Chi phí quản lí DN	-75	-152	-165	-177	-185
LN thuần HDKD	313	367	419	450	471
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-10	-20	-22	-24	-25
- Lợi nhuận khác	8	25	27	29	32
EBIT	310	371	424	455	478
- Chi phí lãi vay	-57	-28	-43	-47	-50
Lợi nhuận trước thuế	253	343	381	408	428
- Thuế TNDN	-64	-76	-85	-82	-86
LNST	189	267	296	327	343
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LNST cổ đông CT					
Mẹ	189	267	296	327	343
EBITDA	353	422	484	526	559
SL CP lưu hành (triệu)	63	68	68	68	68
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	68	68	68	68	68
EPS	3.019	3.942	4.375	4.826	5.063
EPS pha loãng hoàn toàn	2.796	3.942	4.375	4.826	5.063

	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	2%	10%	8%	7%	5%
Tăng trưởng LN HDKD	16%	17%	14%	7%	5%
Tăng trưởng EBIT	2%	20%	14%	7%	5%
Tăng trưởng EPS cổ lõi	12%	36%	11%	10%	5%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	12%	15%	15%	15%	15%
Biên LN từ HĐ %	5%	5%	6%	6%	6%
EBIT %	5%	5%	6%	6%	6%
EBITDA %	6%	6%	7%	7%	7%
Biên LN ròng %	3%	4%	4%	4%	4%
ROE %	18%	24%	25%	25%	23%
ROA %	7%	8%	8%	8%	8%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	53,2	56,2	54,7	54,3	55,0
Số ngày phải thu	51,2	49,4	47,1	47,8	48,3
Số ngày phải trả	34,1	49,8	51,6	48,1	48,7
TG luân chuyển tiền	70,3	55,8	50,2	53,9	54,6
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	132%	120%	131%	130%	132%
CS thanh toán nhanh	85%	81%	89%	89%	91%
CS thanh toán tiền mặt	30%	37%	41%	42%	42%
Nợ/Tài sản	38%	33%	36%	35%	33%
Nợ/Vốn sử dụng	50%	51%	52%	51%	47%
Nợ/Vốn CSH	102%	104%	110%	104%	90%
Khả năng thanh toán lãi vay	545%	1344%	989%	970%	952%

tỷ đồng	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	568	955	960	1.061	1.102
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
Các khoản phải thu	939	923	1.001	1.073	1.122
Hàng tồn kho	876	896	968	1.037	1.083
TS ngắn hạn	98	98	130	130	130
Tổng TS ngắn hạn	2.481	2.873	3.059	3.301	3.437
TS dài hạn (gộp)	625	756	918	1.082	1.204
- Khấu hao lũy kế	-241	-292	-351	-422	-502
TS dài hạn (ròng)	384	464	567	660	703
Đầu tư TC dài hạn	1	1	0	0	0
TS dài hạn khác	162	162	174	174	174
Tổng TS dài hạn	546	626	741	834	876
Tổng Tài sản	3.027	3.499	3.800	4.135	4.314
Phải trả ngắn hạn	669	795	858	919	960
Nợ ngắn hạn	1.133	1.002	1.151	1.257	1.265
Phải trả ngắn hạn khác	76	304	330	354	370
Nợ ngắn hạn	1.878	2.101	2.339	2.530	2.595
Vay và nợ dài hạn	18	0	217	201	150
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	18	0	217	201	150
Tổng nợ	1.895	2.101	2.555	2.732	2.745
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	4	4	4	4	4
Vốn cổ phần	651	651	703	703	703
Lợi nhuận giữ lại	478	744	539	697	863
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.132	1.398	1.245	1.403	1.569
Tổng cộng nguồn vốn	3.027	3.499	3.800	4.135	4.314

tỷ đồng	2013A	2014F	2015F	2016F	2017F
Lưu chuyển tiền tệ					
Tiền đầu năm	483	568	885	960	1.059
Lợi nhuận sau thuế	189	267	296	327	343
Khấu hao	44	51	60	71	80
Thay đổi vốn lưu động	1	0	0	0	0
Điều chỉnh khác	-18	349	-181	-56	-38
Tiền từ hoạt động KD	216	667	175	341	385
Chi mua sắm TSCĐ	-135	-131	-164	-164	-150
Đầu tư	-26	0	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-160	-131	-164	-164	-150
Cổ tức đã trả	-42	-138	-153	-168	-177
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	73	-79	217	92	-15
Tiền từ hoạt động TC	29	-217	64	-77	-191
Tổng lưu chuyển tiền tệ	85	319	75	101	43
Tiền cuối năm	568	888	960	1.061	1.102

Nguồn: Báo cáo tài chính của PLC, dự báo của VCSC

Kết quả Lợi nhuận

2015 (dự báo)	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của PLC	Dự báo của VCSC
Doanh thu	1.691	1.758	1.867	2.083	7.398		7.398
<i>Dầu nhờn</i>	492	533	581	607	2.213		2.213
<i>Nhựa đường</i>	888	927	910	1.105	3.829		3.829
<i>Hóa chất</i>	310	296	375	370	1.351		1.351
<i>Khác</i>	1	2	1	1	5		5
Biên lợi nhuận gộp	15%	15%	15%	15%	15%		15%
<i>Dầu nhờn</i>	23%	23%	23%	23%	23%		23%
<i>Nhựa đường</i>	14%	14%	14%	14%	14%		14%
<i>Hóa chất</i>	5%	5%	5%	5%	5%		5%
<i>Khác</i>	20%	20%	20%	20%	20%		20%
LNST	71	72	70	83	296		296
Biên LNST (%)	4,2%	4,2%	3,7%	3,9%	4,0%		4,0%
EPS	1.049	1.064	1.035	1.227	4.375		4.322

2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của PLC	Dự báo của VCSC
Doanh thu	1.656	1.622	1.784	1.759	6.821		
<i>Dầu nhờn</i>	600	506	481	461	2.048		
<i>Nhựa đường</i>	734	789	884	924	3.330		
<i>Hóa chất</i>	320	326	406	370	1.422		
<i>Khác</i>	1	2	13	4	20		
Biên lợi nhuận gộp	13%	16%	15%	15%	15%		
<i>Dầu nhờn</i>	21%	22%	22%	25%	23%		
<i>Nhựa đường</i>	9%	16%	15%	15%	14%		
<i>Hóa chất</i>	5%	4%	6%	4%	5%		
<i>Khác</i>	60%	72%	2%	37%	19%		
LNST	45	60	86	76	267	175	
Biên LNST (%)	2,7%	3,7%	4,8%	4,3%	3,9%		
EPS	668	891	1.264	1.123	3.942		

	2014	Dự báo 2015	YoY % (vs. FY15F)	Ghi chú
Doanh thu	6.821	7.398	8,3%	
<i>Dầu nhờn</i>	2.048	2.213	8,0%	Sản lượng tăng nhờ sản lượng ô-tô bán ra tăng và kinh tế phục hồi
<i>Nhựa đường</i>	3.330	3.829	15,0%	Sản lượng tăng nhờ xây dựng cầu đường tăng
<i>Hóa chất</i>	1.422	1.351	-5,0%	
<i>Khác</i>	20	5	-75,3%	
Lợi nhuận gộp	995	1.105	11,5%	
<i>Dầu nhờn</i>	465	507	9,4%	Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ giá dầu gốc ở mức thấp
<i>Nhựa đường</i>	457	532	17,4%	Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ vòng quay tồn kho tăng và nhu cầu nhựa đường ở mức cao
<i>Hóa chất</i>	69	64	-8,3%	
<i>Khác</i>	4	2	-74,3%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-477	-525	10,2%	
Chi phí quản lý	-152	-165	8,5%	
Lợi nhuận từ hoạt động	367	415	14,4%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	4	4	5,2%	
EBIT	371	419	14,3%	
Chi phí lãi vay	-28	-43	55,2%	
LN trước thuế	343	376	11,0%	
LN sau thuế	267	292	11,0%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	267	292	11,0%	
EBITDA	422	479	14,6%	
Biên LN gộp %	14,6%	15,0%		
<i>Dầu nhờn</i>	22,7%	23,0%		
<i>Nhựa đường</i>	13,7%	14,0%		
<i>Hóa chất</i>	4,9%	4,7%		
<i>Khác</i>	19,2%	20,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	7,0%	7,1%		
Chi phí quản lý / doanh thu	2,2%	2,2%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,4%	5,7%		
Biên EBIT %	5,4%	5,7%		
Biên EBITDA %	6,2%	6,5%		
Biên LNST %	3,9%	4,0%		
Thuế suất %	22,3%	22,3%		

Mục lục

Sơ lược về Công ty.....	7
Giới thiệu công ty.....	8
Thị trường dầu nhờn.....	9
Tổng quan toàn ngành	9
Lợi thế cạnh tranh của PLC	10
Triển vọng ngành dầu nhờn tích cực nhờ sản lượng ô-tô bán ra và nhu cầu giao thông vận tải đều tăng cao.....	12
Thị trường nhựa đường.....	14
Nhu cầu nhựa đường đang gia tăng khi đầu tư vào cầu đường tăng vọt	14
Lợi thế cạnh tranh của PLC	15
Triển vọng lợi nhuận	17
Năm 2015: Dầu nhờn và nhựa đường sẽ dẫn dắt doanh thu lên 8% so với năm trước.....	17
Tăng trưởng EPS 11% so với năm trước nhờ vào tăng trưởng biên lợi nhuận trong năm 2015.....	19
Định giá.....	22
Định giá theo phương pháp DCF	22
So sánh với các công ty cùng ngành	23
Rủi ro đầu tư	24

Hình và Bảng biểu

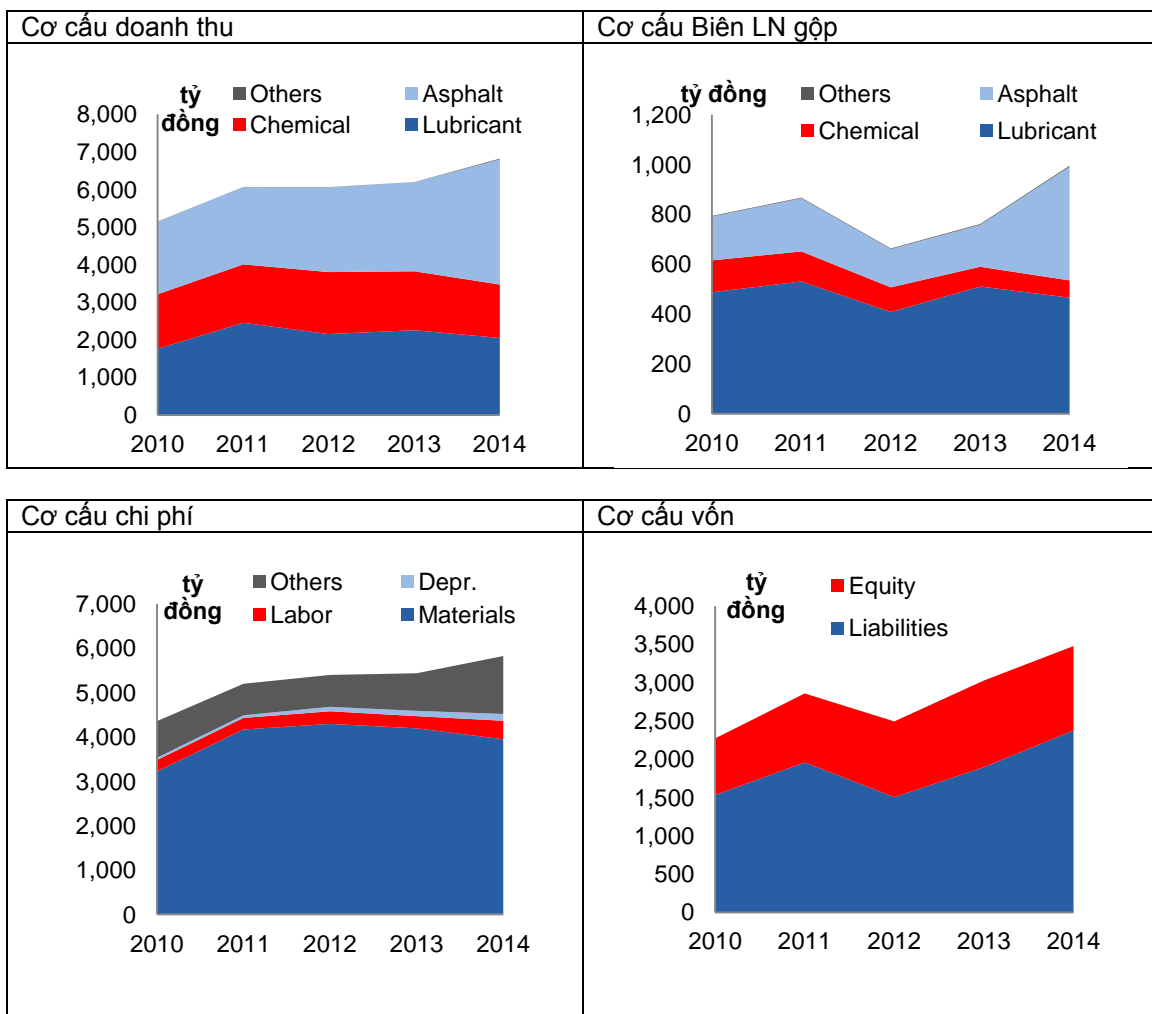
Hình 1: Các chỉ số chính.....	7
Hình 2: Dầu nhờn và nhựa đường tổng cộng đóng góp 80% doanh thu và 39% lợi nhuận.....	8
Hình 3: Thị trường dầu nhờn Việt Nam có tính phân tán cao	9
Hình 4: PLC sản xuất dầu nhờn cho các công ty ô-tô, xe máy hàng đầu	9
Hình 5: Các phương tiện giao thông vận tải tiêu thụ 78% lượng dầu nhờn trên thị trường	10
Hình 6: Petrolimex có 50% điểm bán lẻ trên thị trường	10
Hình 7: Phần lớn doanh thu dầu nhờn của PLC là từ các trạm đổ xăng	10
Hình 8: Công suất dầu nhờn tăng 100% cho phép PLC đáp ứng được nhiều đơn hàng hơn ..	11
Hình 9: Sản lượng ô-tô bán ra và doanh thu từ dầu nhờn của PLC biến động cùng chiều.....	12
Hình 10: Chính phủ dự kiến sản lượng ô-tô bán ra 2013-2018 tăng trưởng kép hàng năm 19%	12
Hình 11: Sản xuất sẽ là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế	13
Hình 12: Nhu cầu GTVT đường bộ 2003-2013 đạt tăng trưởng kép hàng năm 14%.....	13
Hình 13: % cơ cấu các loại đường ở Việt Nam.....	14
Hình 14: Việt Nam có tỷ lệ đường trải nhựa theo khu vực và theo đầu người thấp nhất	14
Hình 15: Kịch bản hoàn thành các tuyến đường cao tốc đến năm 2020	15
Hình 16: Chi phí xây dựng đường tính theo quốc gia	15
Bảng 17: PLC cung cấp nhựa đường cho các dự án quốc gia lớn.....	16
Hình 18: Giá bán nhựa đường khá ổn định.....	17
Hình 19: Doanh thu và biên LN gộp của nhựa đường giai đoạn 2010-2014	18
Hình 20: Cơ cấu doanh thu dầu nhờn theo loại giai đoạn 2012-2020	19
Hình 21: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc giai đoạn 2009-2019.....	19
Hình 22: Tương quan không đồng nhất giữa giá dầu Brent và dầu cơ sở	20
Hình 23: Biên giá dầu thô cơ sở và dầu nhờn giai đoạn 2012-2015.....	20
Hình 24: Biên LN gộp nhựa đường so với doanh số giai đoạn 2012-2015	21
Hình 25: Biên LN theo phân khúc và tăng trưởng biên LN gộp nhờ nhu cầu gia tăng cho nhựa đường	21
Hình 26: Các tuyến đường cao tốc và sân bay khác bảo đảm cho lợi nhuận tương lai	22
Bảng 27: Tổng hợp doanh thu theo mảng giai đoạn 2014-2018.....	22
Bảng 28: Tổng hợp theo DCF	23
Bảng 29: Tổng hợp giá định	23
Bảng 30: So sánh	23
Hình 31: Nợ công/GDP sẽ chạm mức trần trong 2015	24
Hình 32: Việt Nam có mức Nợ công/GDP cao trong số các nước ASEAN	24
Bảng 33: Lợi nhuận có độ nhạy cao với biên LN mảng nhựa đường	24

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh Sản xuất, kinh doanh dầu nhờn, nhựa đường và dung môi hóa học
Doanh thu 318,7 triệu (2014)
Lợi nhuận ròng 12,5 triệu (2014)
USD/VND = 21.200

Yếu tố doanh thu chính Dầu nhờn và nhựa đường
Yếu tố chi phí chính Chi phí nguyên liệu, bao gồm dầu gốc và phụ gia
Yếu tố rủi ro chính Cạnh tranh từ các tập đoàn sản xuất dầu nhờn quốc tế và tiến độ giải ngân các dự án chậm
Các khách hàng chính Người tiêu dùng (dầu nhờn), chủ thầu xây dựng đường bộ (nhựa đường), và các doanh nghiệp sản xuất (dung môi hóa học)
Lãnh đạo Ông Phạm Bá Nhuận (Chủ tịch HĐQT), Ông Nguyễn Văn Đức (TGD)
Địa chỉ Tầng 18 và 19, 229 Tây Sơn, Quận Đống Đa, Hà Nội
Website www.plc.petrolimex.com.vn
Email sales@plc.com.vn
Điện thoại (+84) 04 385132045

Hình 1: Các chỉ số chính

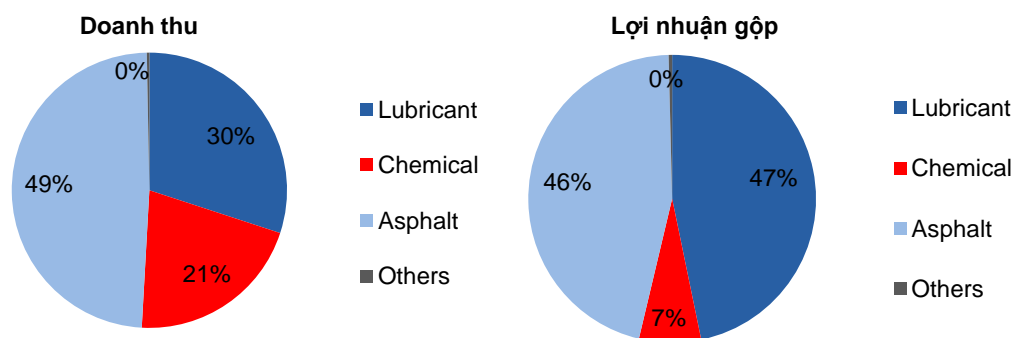


Nguồn: Báo cáo tài chính PLC năm 2013

Giới thiệu công ty

PLC là nhà cung cấp đầu tiên và lớn nhất các sản phẩm xăng dầu tinh chế với sản lượng bán ra đạt 270.000 tấn/năm với ba dòng sản phẩm chính: dầu nhờn, hóa chất và nhựa đường. Trong lĩnh vực dầu nhờn, công suất 50.000 tấn/năm, PLC có thị phần 14% với ba phân khúc chính là ô-tô, công nghiệp và hàng hải. Trong lĩnh vực hóa chất, PLC cung cấp chủ yếu dung môi, dung dịch sơn, dung dịch cho các ngành công nghiệp cao su, công nghiệp in và sản xuất bột biển. Trong lĩnh vực nhựa đường, PLC có thị phần gần 40%, cung cấp gần 200.000 tấn nhựa đường/năm cho gần như toàn bộ các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông tại Việt Nam.

Hình 2: Dầu nhờn và nhựa đường tổng cộng đóng góp 80% doanh thu và 39% lợi nhuận



Nguồn: PLC

PLC có công suất chế biến và bảo quản nhựa đường và dầu mỡ nhờn lớn nhất. PLC sở hữu và điều hành hai nhà máy sản xuất dầu mỡ nhờn tại Miền Bắc và miền Nam với tổng công suất 75.000 tấn/năm. Đối với nhựa đường, công ty có hệ thống nhà kho với sức chứa tổng cộng 24.000 tấn trên cả nước, cho phép PLC cung cấp 200.000 tấn nhựa đường mỗi năm phục vụ các dự án xây dựng quốc gia. Ban lãnh đạo cho biết PLC có thể cung cấp tới đa 350.000-400.000 tấn/năm nếu nhu cầu nhựa đường tăng mạnh.

100% nguyên liệu nhập khẩu từ Thái Lan và Singapore. Nguyên liệu nhựa đường và dầu nhờn, chiếm 90% chi phí sản xuất, là dầu gốc và phụ gia có giá phụ thuộc vào giá dầu. Vì Việt Nam chỉ có một nhà máy lọc dầu mà công suất không đủ để phục vụ sản xuất, PLC phải nhập khẩu phần lớn nguyên liệu từ Thái Lan và Singapore.

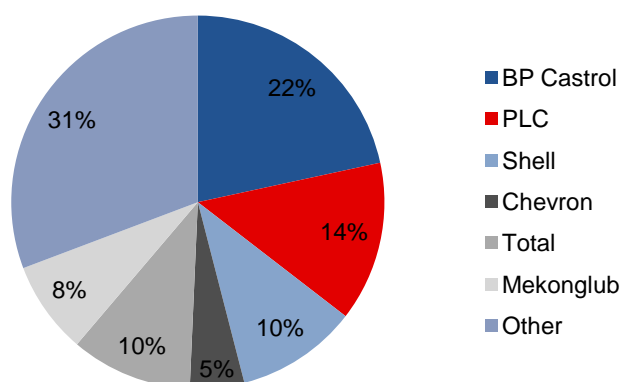
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex)					
Doanh thu - 319 triệu USD, Lợi nhuận gộp – 47 triệu USD					
Dầu nhờn			Nhựa đường		Hóa chất
30% tổng doanh thu – 50.000 tấn/năm – 47% LN gộp			49% doanh thu, 46% LN gộp		21% doanh thu – 7% LN gộp
Xe cơ giới	Công nghiệp	Giao thông đường biển và xuất khẩu			
<ul style="list-style-type: none"> - Xe hai bánh - Xe chở khách - Xe chở hàng - 35.000 tấn 	<ul style="list-style-type: none"> - Khai thác khoáng sản - GTVT đường sắt - Điện - Đường - Thép - 15.000 tấn 	<ul style="list-style-type: none"> - Xuất khẩu sang Lào - Cung cấp cho Total - 10.000 tấn 	<ul style="list-style-type: none"> - Xây dựng cầu - Xây dựng đường - Xây dựng sân bay - Sản lượng: 200.000 tấn/năm 		<ul style="list-style-type: none"> - Dung môi - Hóa chất

Thị trường dầu nhờn

Tổng quan toàn ngành

PLC có thị phần 14% về sản lượng bán ra trên thị trường dầu nhờn có cạnh tranh gay gắt. Thị trường dầu nhờn của Việt Nam khá phân tán với sự hiện diện của nhiều thương hiệu lớn của thế giới như BP Castrol, Shell, Chevron, và Total. Hơn nữa, ngành công nghiệp này dựa trên cơ chế thị trường và nhà nước không quản lý giá bán. Vì vậy, công thức để giành thị phần là thương hiệu lớn, chất lượng tốt và công nghệ cao. Với công nghệ tiên tiến và 20 năm kinh nghiệm, PLC đã giành được sự tin nhiệm của các công ty sản xuất phương tiện giao thông quốc tế (như Honda, Suzuki, Yamaha, Total, v.v.) cũng như các doanh nghiệp sản xuất trong nước thuộc các ngành khai thác khoáng sản, đường sắt, điện, đường và thép.

Hình 3: Thị trường dầu nhờn Việt Nam có tính phân tán cao



Nguồn: PLC

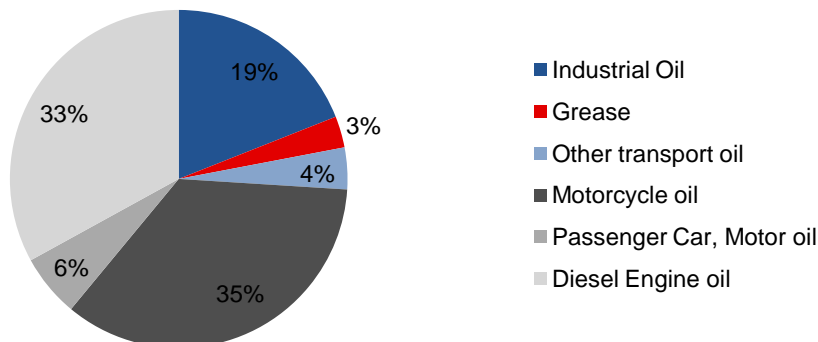
Hình 4: PLC sản xuất dầu nhờn cho các công ty ô-tô, xe máy hàng đầu



Nguồn: PLC

Dầu nhờn cho ô-tô chiếm 78% thị trường. Cũng như tại các nước khác, dầu mỡ nhờn cho xe máy và ô-tô (bao gồm xe khách và xe chở hàng) chiếm tỷ trọng lớn trên thị trường dầu mỡ nhờn của Việt Nam. Theo đó, nhu cầu chủ yếu tăng nhờ số lượng xe máy, ô-tô bán ra và nhu cầu giao thông vận tải, bao gồm trên đất liền và đường biển.

Hình 5: Các phương tiện giao thông vận tải tiêu thụ 78% lượng dầu nhờn trên thị trường



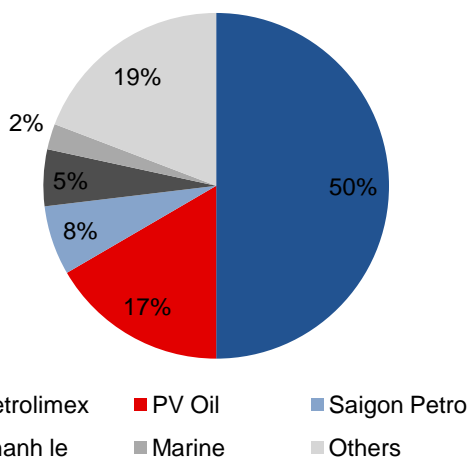
Nguồn: VAMA

Tiêu thụ được đẩy mạnh nhờ đội ngũ bán hàng. Thị trường dầu nhờn tại Việt Nam có các đặc điểm sau: 1) Các thương hiệu nước ngoài như BP Castrol được ưa chuộng hơn; và 2) Sản phẩm được bán tại các cửa hiệu nhỏ lẻ, trong đó kỹ thuật viên chọn sản phẩm thay vì người tiêu dùng. Tình trạng này tương tự ngành dược phẩm trong đó bác sĩ kê toa thuốc cho bệnh nhân. Vì vậy, các doanh nghiệp trong nước phải nỗ lực trong việc cải thiện mạnh thương hiệu, kênh phân phối, và quảng cáo để tăng thị phần.

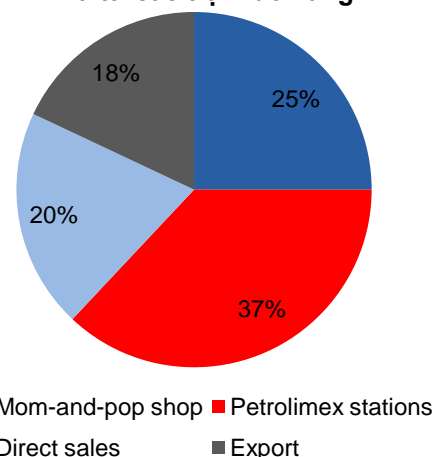
Lợi thế cạnh tranh của PLC

Vị thế vững chắc trên thị trường dầu nhờn cho xe ô-tô nhờ 3.000 điểm bán lẻ của Petrolimex. Petrolimex, công ty mẹ của PLC, có thị phần trên 50% trên thị trường xăng với khoảng 3.000 trạm đổ xăng trên cả nước. Theo đó, mạng lưới phân phối rộng lớn của Petrolimex góp phần tăng cường sự hiện diện của các sản phẩm PLC cũng như độ nhận biết thương hiệu đối với các sản phẩm dành cho xe hơi.

Hình 6: Petrolimex có 50% điểm bán lẻ trên thị trường



Hình 7: Phần lớn doanh thu dầu nhờn của PLC là từ các trạm đổ xăng



Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Quan hệ chặt chẽ với các hộ công nghiệp hỗ trợ lĩnh vực dầu nhờn công nghiệp. Với việc cung cấp sản phẩm có chất lượng tương đương nhưng giá thấp hơn, PLC đã giành được

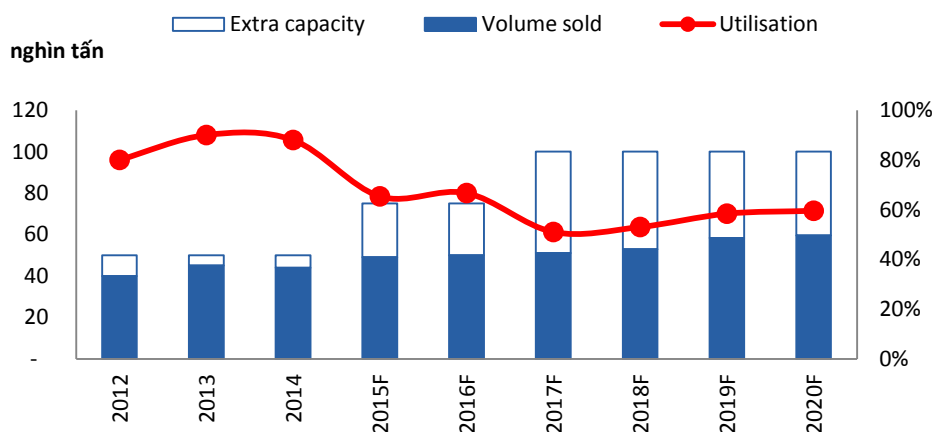
sự tín nhiệm của nhiều hộ công nghiệp tại Việt Nam. Cụ thể, PLC đã cung cấp dầu nhờn cho công nghiệp cho các công ty khai thác khoáng sản, đường sắt, sản xuất đường và thép.

Thành viên chính thức của Hiệp hội Dầu mỡ nhờn Hàng hải (Marine Lubricant Association). PLC là nhà sản xuất dầu nhờn duy nhất của Việt Nam là thành viên của Hiệp hội Dầu nhờn Hàng hải. Nhờ vậy, công ty có thể xuất khẩu 5.000-13.000 tấn/năm để bán cho Total (nhà sản xuất dầu nhờn hàng đầu của Pháp). Hơn nữa, các phương tiện giao thông đường biển cập cảng Việt Nam đều sử dụng sản phẩm của PLC theo hợp đồng với hiệp hội. Trong hai năm qua, vì nền kinh tế thế giới đi xuống, nhu cầu giao thông đường biển suy giảm, ảnh hưởng đến sản lượng dầu nhờn bán ra.

Các chi nhánh tại Lào mở ra tiềm năng xuất khẩu. Trong các năm gần đây, Petrolimex đã thành lập Công ty TNHH MTV Petrolimex Lào và ký hợp đồng hợp tác với chính phủ Lào để kinh doanh các sản phẩm xăng dầu tinh chế và nhiên liệu. Theo đó, PLC có 20 điểm bán lẻ tại Lào cũng như quan hệ với Petroleum Trading Laos để xuất khẩu các sản phẩm dầu nhờn cho xe ô-tô.

Tăng gấp đôi công suất để sẵn sàng đáp ứng nhu cầu dầu nhờn ngày càng tăng. Năm 2014, PLC đã hoàn tất nhà máy Dầu nhờn Thượng Lý, công suất 25.000 tấn, qua đó tăng gấp đôi công suất hiện tại lên 50.000 tấn. Năm 2016, công ty cũng dự kiến sẽ hoàn tất việc mở rộng một nhà máy dầu nhờn khác tại miền Nam, qua đó tăng công suất năm 2017 thêm 25.000 tấn, tương đương 33%. Việc hoàn tất hai nhà máy sẽ nâng công suất sản xuất lên, cho phép PLC tăng sản lượng sản xuất và doanh thu với nhu cầu thị trường ngày càng tăng.

Hình 8: Công suất dầu nhờn tăng 100% cho phép PLC đáp ứng được nhiều đơn hàng hơn

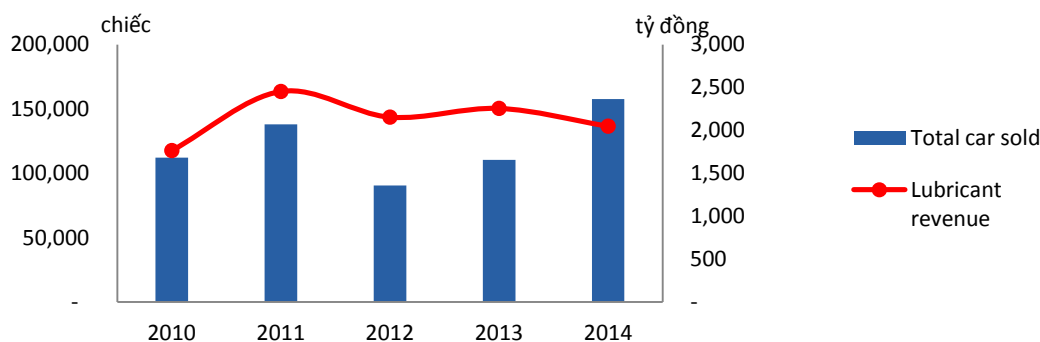


Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Triển vọng ngành dầu nhờn tích cực nhờ sản lượng ô-tô bán ra và nhu cầu giao thông vận tải đều tăng cao

Sản lượng ô-tô bán ra tăng, là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng lĩnh vực dầu mỡ nhờn. Vì các phương tiện giao thông vận tải tiêu thụ 78% lượng dầu nhờn bán ra, triển vọng ngành dầu nhờn được hỗ trợ bởi các yếu tố (1) sản lượng các phương tiện giao thông cơ giới bán ra, (2) sản lượng ô-tô bán ra, và (3) nhu cầu giao thông vận tải. Tuy nhiên, lượng xe máy tại Việt nam đã đạt đỉnh năm 2011 với 39 triệu xe. Vì vậy, sản lượng ô-tô bán ra đóng vai trò ngày càng quan trọng đối với lĩnh vực dầu nhờn, với doanh thu từ dầu nhờn của PLC tương quan mật thiết với sản lượng ô-tô bán ra hàng năm. Năm 2014 là một ngoại lệ vì PLC không ký được hợp đồng pha dầu nhờn với Nippon (7.000-11.000 tấn/năm, tương đương 14%-22% tổng công suất). Do đó, doanh thu từ dầu mỡ nhờn giảm 10% so với năm 2013 trong khi doanh số ô-tô tăng mạnh 41% so với năm 2013.

Hình 9: Sản lượng ô-tô bán ra và doanh thu từ dầu nhờn của PLC biến động cùng chiều

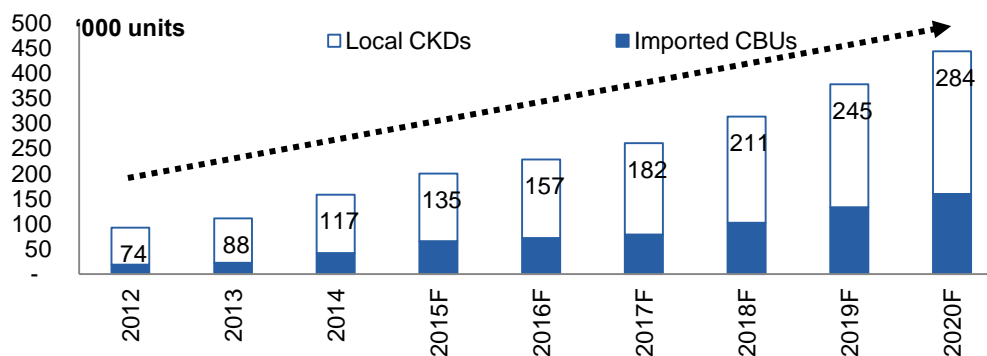


Nguồn: PLC và VAMA

Chính phủ dự báo doanh số ô-tô năm 2013-2018 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 19%.

Vì nền kinh tế phục hồi năm 2013 và 2014, chi tiêu dành cho ô-tô, cả mục đích cá nhân lẫn thương mại, đã tăng mạnh 19% năm 2013 và 43% năm 2014. Bộ Công Thương dự báo nhu cầu ô-tô sẽ tiếp tục ở mức cao trong năm 2015, lên đến 200.000 xe, tăng 27% so với năm 2014. Bên cạnh đó, với việc dần bãi bỏ thuế nhập khẩu ô-tô, Bộ Giao thông Vận tải dự báo doanh số sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 19% trong giai đoạn 2013-2018.

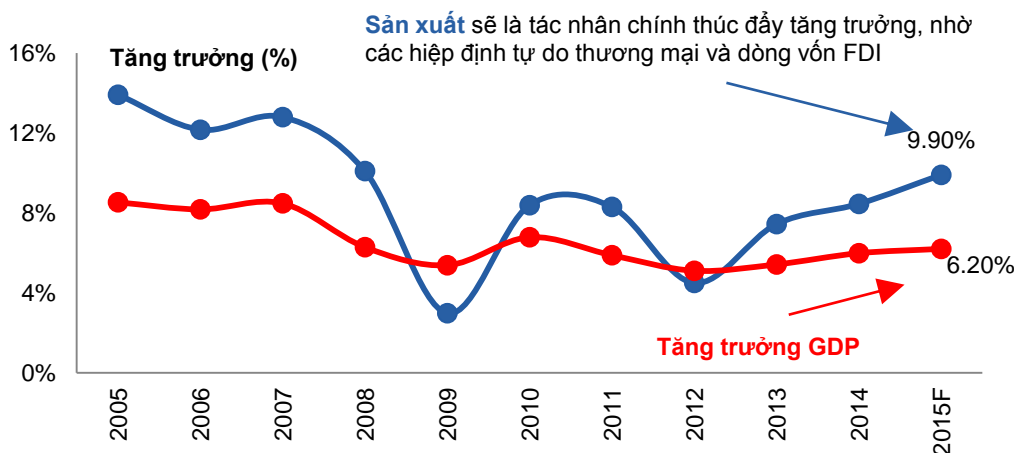
Hình 10: Chính phủ dự kiến sản lượng ô-tô bán ra 2013-2018 tăng trưởng kép hàng năm 19%



Nguồn: VAMA và Bộ Giao thông Vận tải

Tăng trưởng công nghiệp phục hồi sẽ tăng sản lượng dầu nhờn cho công nghiệp. Dầu nhờn cho máy móc, đóng góp 20% sản lượng dầu nhờn bán ra của PLC, phụ thuộc mạnh vào tình hình hoạt động công nghiệp. Mỗi năm PLC và các khách hàng là hộ công nghiệp đều gia hạn hợp đồng với sản lượng được ấn định dựa trên dự báo cả năm. Vì Việt Nam nhiều khả năng đạt tăng trưởng GDP 6,2% trong năm 2015, chúng tôi cho rằng sản xuất sẽ tiếp tục là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế nhờ các hiệp định tự do thương mại và dòng vốn FDI chảy vào Việt Nam. Nhờ đó, sản lượng dầu nhờn cho máy móc công nghiệp cũng sẽ hưởng lợi từ xu hướng này.

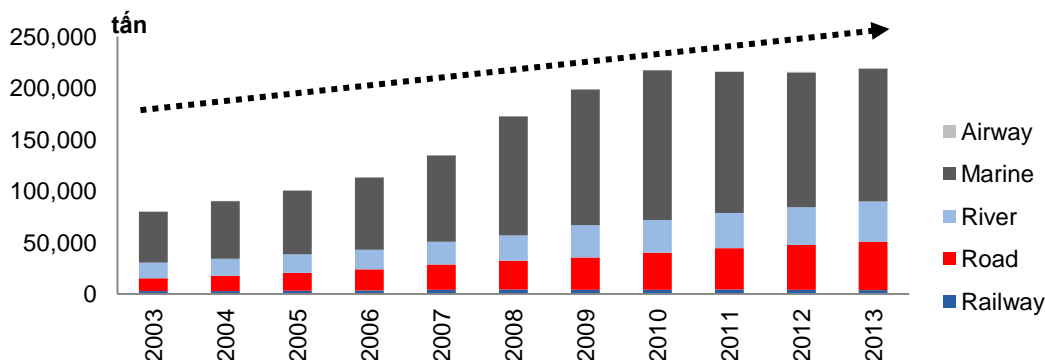
Hình 11: Sản xuất sẽ là tác nhân chính thúc đẩy tăng trưởng kinh tế



Nguồn: Tổng cục Thống kê và ước tính của VCSC

Nhu cầu giao thông vận tải ngày càng cao. Vì giao thông vận tải đóng vai trò then chốt trong hoạt động kinh doanh của mọi doanh nghiệp, nền kinh tế phục hồi sẽ thúc đẩy nhu cầu giao thông vận tải đường bộ, đường biển, và đường hàng không. Hơn nữa, đầu tư vào cầu đường cũng giúp hoạt động giao thông vận tải tăng cùng với đà phục hồi của nền kinh tế. Theo Tổng cục Thống kê, vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ từ năm 2003-2013 đạt tăng trưởng kép hàng năm 14%. Vì vậy, chúng tôi cho rằng hoạt động giao thông vận tải tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu dầu nhờn.

Hình 12: Nhu cầu GTVT đường bộ 2003-2013 đạt tăng trưởng kép hàng năm 14%



Nguồn: TCTK

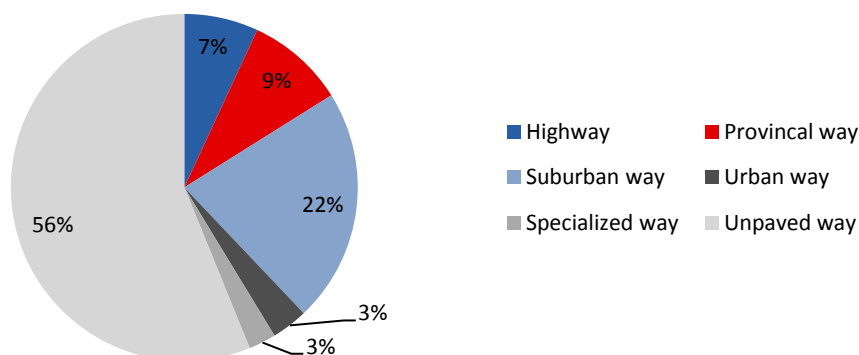
Thị trường nhựa đường

Nhu cầu nhựa đường đang gia tăng khi đầu tư vào cầu đường tăng vọt

Nhựa đường là nguyên liệu thô chính cho xây dựng đường sá, cầu và đường băng. Cụ thể, chi phí của nhựa đường sẽ chiếm gần 40% quá trình xây dựng các công trình giao thông. Tuy nhiên, chất lượng của nhựa đường tại Việt Nam trong vài năm qua là khá thấp, dẫn đến chất lượng đường sá kém và gây ra những vấn đề trong giao thông công cộng. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng giao thông ở Việt Nam vẫn chưa hoàn thiện cũng là một vấn đề khó khăn khác cho việc cải thiện các hoạt động kinh tế. Trong bối cảnh nhu cầu xây dựng đường sá đang gia tăng, chúng tôi tin rằng nhu cầu nhựa đường sẽ tiếp tục tăng. Ví dụ, doanh thu từ nhựa đường của PLC đã nhảy vọt 30% so với năm 2013 nhờ vào lượng giải ngân của Chính phủ vào cơ sở hạ tầng gia tăng.

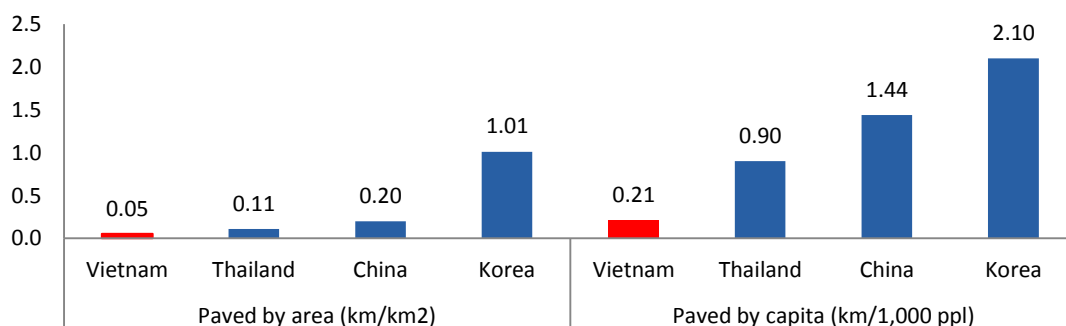
Cơ sở hạ tầng giao thông ở Việt Nam vẫn chưa hoàn thiện với 56% đường sá vẫn chưa được trải nhựa, cũng như 49% đường đã trải nhựa cần phải cải thiện để đạt được tiêu chuẩn tối thiểu. Hơn nữa, Việt Nam có tỷ lệ đường trải nhựa theo khu vực và đường trải nhựa theo đầu người rất thấp so với các quốc gia Châu Á khác. Những khó khăn trong giao thông được xem là một trong những thách thức của việc triển khai kinh doanh tại Việt Nam.

Hình 13: % cơ cấu các loại đường ở Việt Nam



Nguồn: Bộ GT-VT

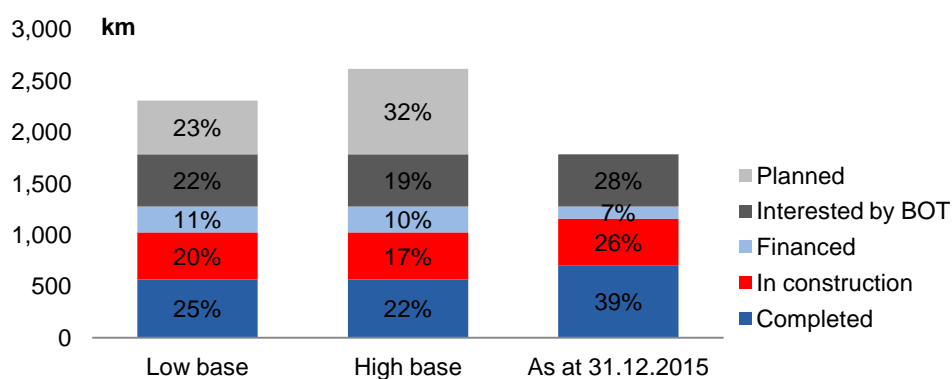
Hình 14: Việt Nam có tỷ lệ đường trải nhựa theo khu vực và theo đầu người thấp nhất



Nguồn: Bộ GT-VT

Chỉ mới hoàn thành 25% đường cao tốc ở Việt Nam và đưa vào sử dụng. Khi đường cao tốc rất quan trọng cho việc kết nối các vùng, Bộ Giao thông Vận tải (GT-VT) vẫn tiếp tục đầu tư vào đường cao tốc nhằm làm giảm thời gian di chuyển và cải thiện thương mại. Theo kịch bản thận trọng nhất, tổng số km đường cao tốc sẽ đạt 2.200km đến năm 2020. Trong khi theo kịch bản tích cực nhất, tổng số km đường cao tốc sẽ đạt 2.700km, gấp 4 lần con số 500km hiện tại.

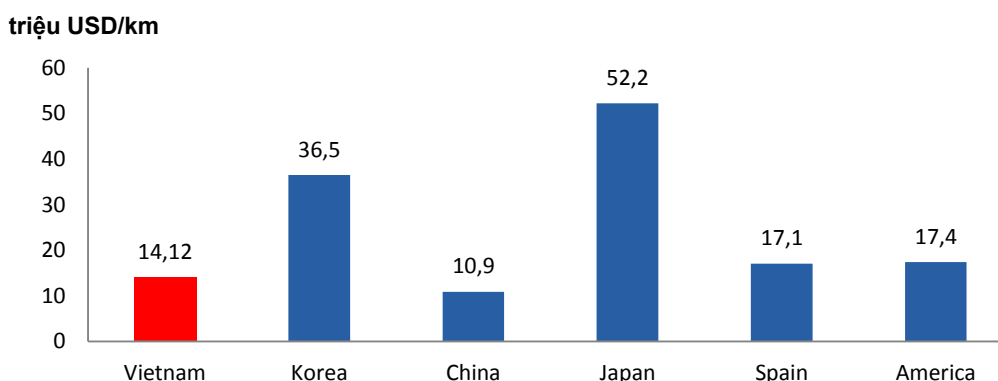
Hình 15: Kịch bản hoàn thành các tuyến đường cao tốc đến năm 2020



Nguồn: Bộ GT-VT

Cần xấp xỉ 25 tỷ USD để hoàn thành kế hoạch của Chính phủ đến năm 2020. Chi phí xây dựng đường ở Việt Nam là khá cao (14,12 triệu USD/km) so với các nước phát triển. Dựa theo kế hoạch của Bộ GT-VT, kịch bản 2.689km đường cao tốc sẽ cần số vốn 18,4 triệu USD sau năm 2015.

Hình 16: Chi phí xây dựng đường tính theo quốc gia



Nguồn: Bộ GT-VT

Lợi thế cạnh tranh của PLC

Thống trị 40% thị phần, PLC đang là doanh nghiệp dẫn đầu. Hiện tại đang có 5 doanh nghiệp chính trong lĩnh vực nhựa đường bao gồm nhà cung cấp từ nước ngoài - Puma Energy (nhà cung cấp nhựa đường hàng đầu thế giới), ADco (Pháp), cũng như các công ty nội địa như PLC, Transmeco và ICT. Tuy nhiên, chỉ có mỗi PLC đã có đủ năng lực để cung cấp 200 nghìn tấn nhựa đường mỗi năm cho các dự án quốc gia.

Bảng 17: PLC cung cấp nhựa đường cho các dự án quốc gia lớn

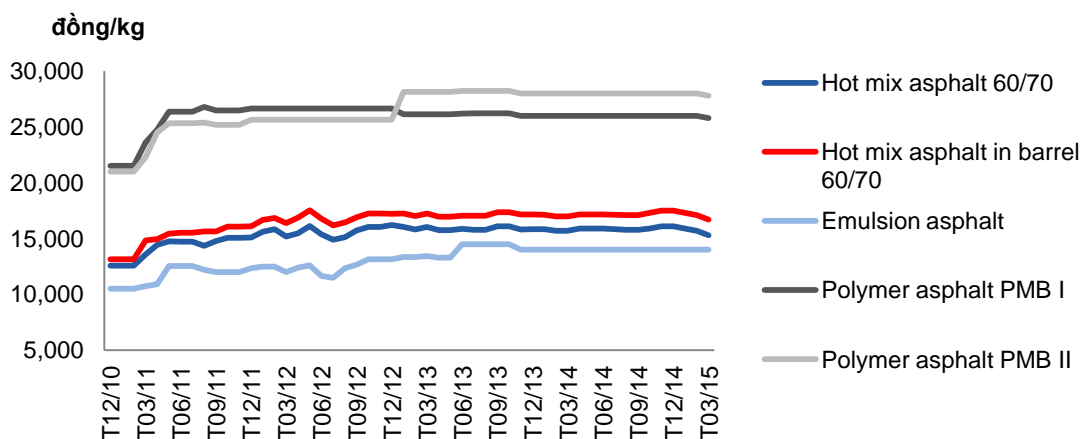
Dự án	Loại	Độ dài (km)	Vốn đầu tư (triệu USD)	PLC Cung cấp	Giai đoạn
Hà Nội-Lào Cai	Đường cao tốc	245	1.408	Có	3/2008 - 9/2014
Tp HCM - Dầu Giây	Đường cao tốc	55	964	Có	10/2009 - 2/2015
Đường 52	Tỉnh lộ	52	14	Có	12/2013 -11/2014
Cầu Nhật Tân	Cầu	NA	637	Có	2009 - 1/2015
Nội Bài T2	Sân bay	NA	841	Có	12/2011 - 1/2015
Tổng cộng		352	3.864		

Công suất và mạng lưới phân phối càng củng cố vị thế thống trị của PLC. So với các đối thủ cạnh tranh, PLC có lợi thế về công suất kho chứa và mạng lưới phân phối. Cụ thể, PLC có 6 nhà kho tọa lạc tại các vị trí chiến lược trên toàn quốc với tổng công suất 27 nghìn tấn. Với những kho chứa nằm rải rác trên toàn quốc, PLC có thể cung cấp nhựa đường đúng lúc với chi phí hiệu quả cho bất kỳ dự án nào. PLC cũng có hơn 70 xe bồn, với mỗi xe bồn có thể chứa từ 10-16 tấn nhựa đường. Do đó, PLC là doanh nghiệp dẫn đầu trong khâu chứa và phân phối nhựa đường, giúp PLC có thể đạt mức công suất tối đa 350-400 nghìn tấn/năm nếu cần thiết.

PLC là nhà cung cấp nhựa đường polime duy nhất trong các dự án đường cao tốc. PLC cung cấp 3 loại nhựa đường bao gồm : 60/70, polime và nhũ tương. Nhựa đường 60/70 và nhũ tương là các loại nhựa đường truyền thống trong xây dựng đường. Hai loại nhựa đường này có thể được nhập khẩu trực tiếp từ Iran, Singapore, và Thái Lan. Tuy nhiên, các quốc gia phát triển hiện nay đang sử dụng nhựa đường polyme, vốn tạo ra chất lượng tốt nhất cho các dự án quan trọng như đường cao tốc, quốc lộ nhằm giảm thiểu bảo trì hoặc các vấn đề thông thường do nhựa đường truyền thống gây ra. Tại Việt Nam, PLC là doanh nghiệp duy nhất có thể nhập khẩu nguyên liệu và chế biến nhựa đường polyme để cung cấp ra thị trường. Điều này đã giúp PLC thắng thầu cho việc xây dựng đường cao tốc.

Sự tương đồng tích cực giữa tăng trưởng lợi nhuận và đầu tư công, 2011 là một năm đầy khó khăn, tình hình vẫn không được cải thiện nhiều trong năm 2012 cho PLC khi doanh số của PLC đã giảm do nhu cầu suy yếu từ việc thắt chặt đầu tư công của Chính phủ. Trong năm 2014, lượng giải ngân của đầu tư công vào giao thông đã tăng trưởng mạnh mẽ 35,2% so với năm 2013 đạt gần 4 tỷ USD, giúp cho lĩnh vực nhựa đường của PLC nhảy vọt 41% so với năm 2013, trong khi tăng trưởng Biên LN gộp đến từ việc giảm số ngày tồn kho 60% - vốn làm giảm chi phí kho bãi và đốt nóng nhựa đường. Năm 2014 cũng chứng kiến nhu cầu nhựa đường polime gia tăng khi Biên LN gộp cao vào khoảng 25% so với con số 7% từ nhựa đường thông thường.

Hình 18: Giá bán nhựa đường khá ổn định



Nguồn: PLC

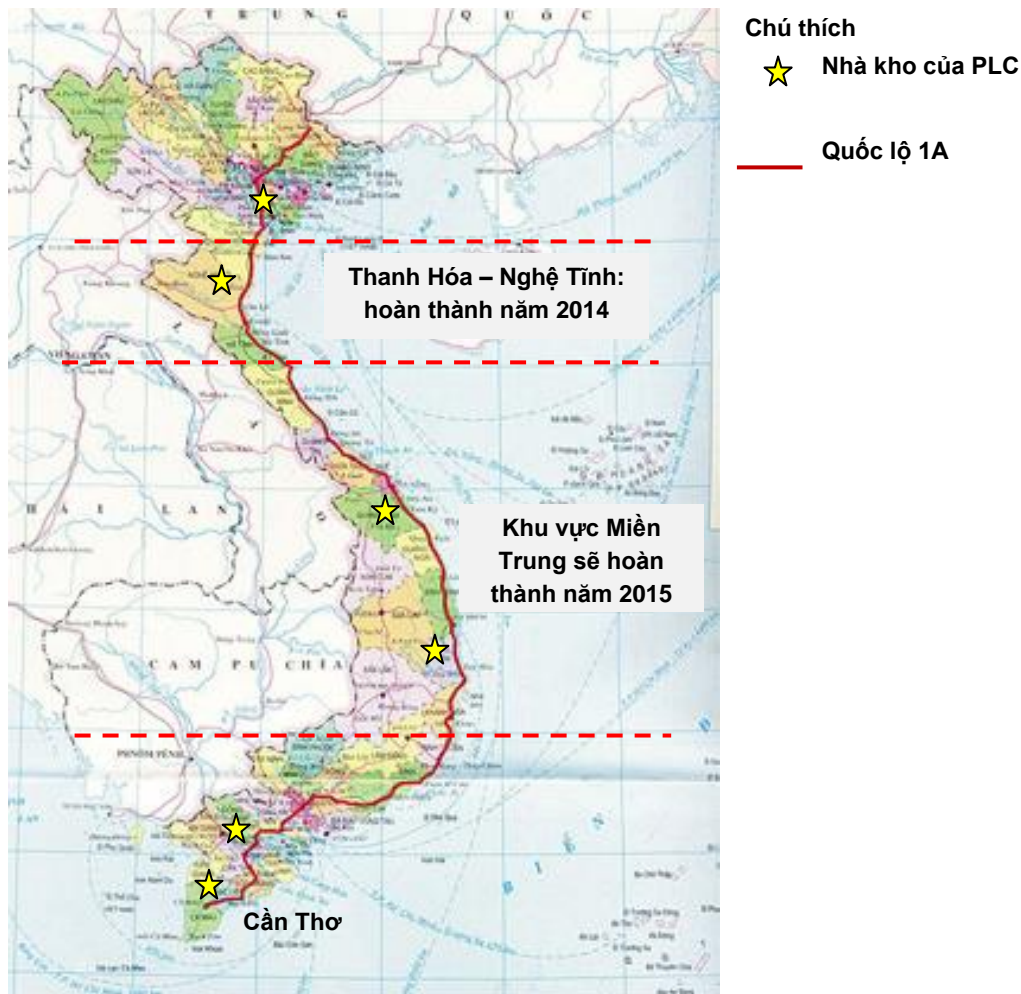
Triển vọng lợi nhuận

Năm 2015: Dầu nhờn và nhựa đường sẽ dẫn dắt doanh thu lên 8% so với năm trước

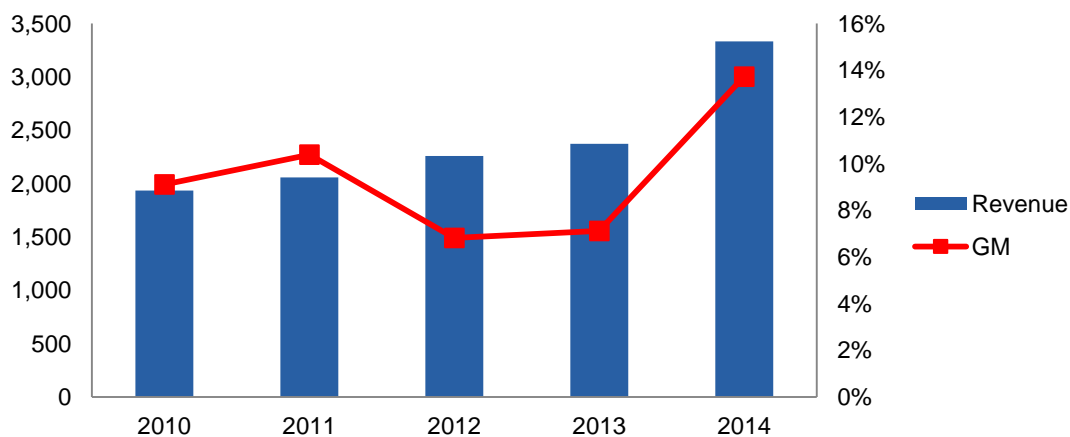
Khối lượng dầu nhờn tăng 10% hàng năm so với năm 2014, nhờ vào 50% công suất bổ sung, sự phục hồi của nền kinh tế với tăng trưởng GDP ước tính 6,2% trong năm 2015, cũng như các hợp đồng mới cho các công ty công nghiệp. Cụ thể, PLC đã ký kết thành công hợp đồng để cung cấp dầu nhờn máy cho nhà máy Nhiệt điện Quảng Ninh cũng như mở biên độ công suất đường sắt trong quý 1/2015. Do đó, chúng tôi tin rằng mục tiêu gia tăng khối lượng dầu nhờn 10% so với năm 2014 của PLC là hợp lý, điều này sẽ giúp PLC bù đắp cho số lượng dầu nhờn mất đi từ hợp đồng chế biến của Nippon.

Lượng nhựa đường tăng 10% hàng năm so với năm 2014, nhờ vào 2 dự án sau - vốn được dự kiến hoàn thành trong năm 2015,

- (a) Quốc lộ 1A tại khu vực miền Trung (116km) trị giá 250 triệu USD
- (b) Quốc lộ 5A tại Hà Nội trị giá 37 triệu USD



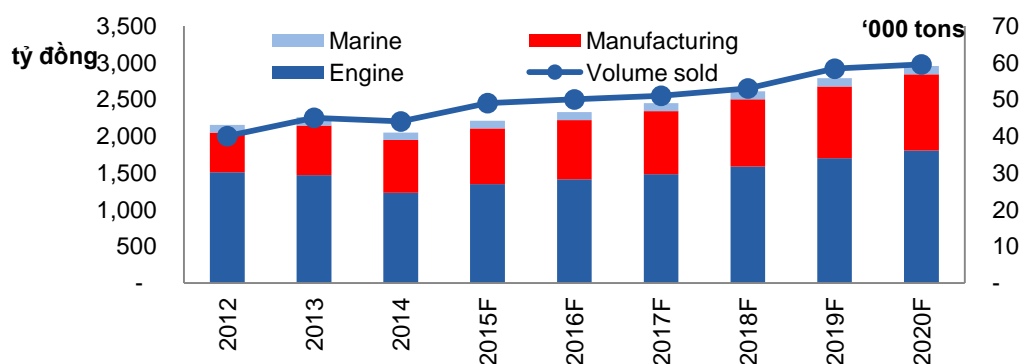
Hình 19: Doanh thu và biên LN gộp của nhựa đường giai đoạn 2010-2014



Nguồn: PLC

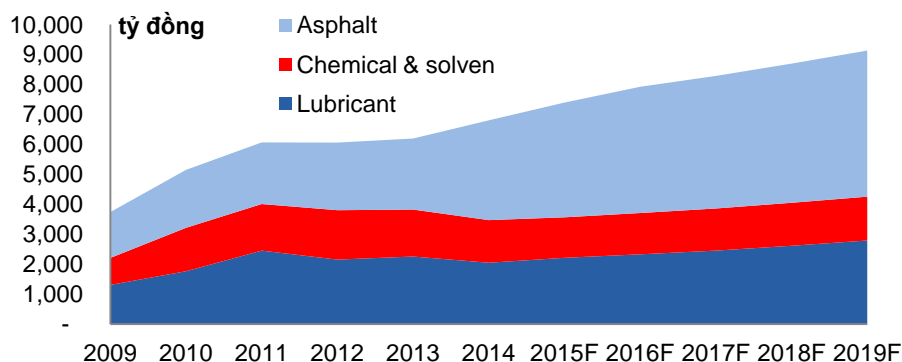
Hóa chất tiếp tục sụt giảm 5% do cầu thấp và cạnh tranh gay gắt. Theo ban lãnh đạo công ty, doanh số hóa chất có sự tương quan mạnh với hoạt động của các ngành công nghiệp hỗ trợ trong lĩnh vực BĐS. Theo đó, tình trạng trì trệ của ngành BĐS trong vài năm qua đã dẫn đến việc phân khúc hóa chất tỏ ra kém khả quan. Khi vẫn chưa có tín hiệu rõ ràng nào về sự phục hồi của ngành công nghiệp hỗ trợ, chúng tôi tin rằng mảng hóa chất sẽ chứng kiến mức tăng trưởng âm trong năm 2015 trước khi tăng tốc trong năm 2016 nhờ vào ngành BĐS bắt đầu “nóng” trở lại.

Hình 20: Cơ cấu doanh thu dầu nhờn theo loại giai đoạn 2012-2020



Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Hình 21: Cơ cấu doanh thu theo phân khúc giai đoạn 2009-2019

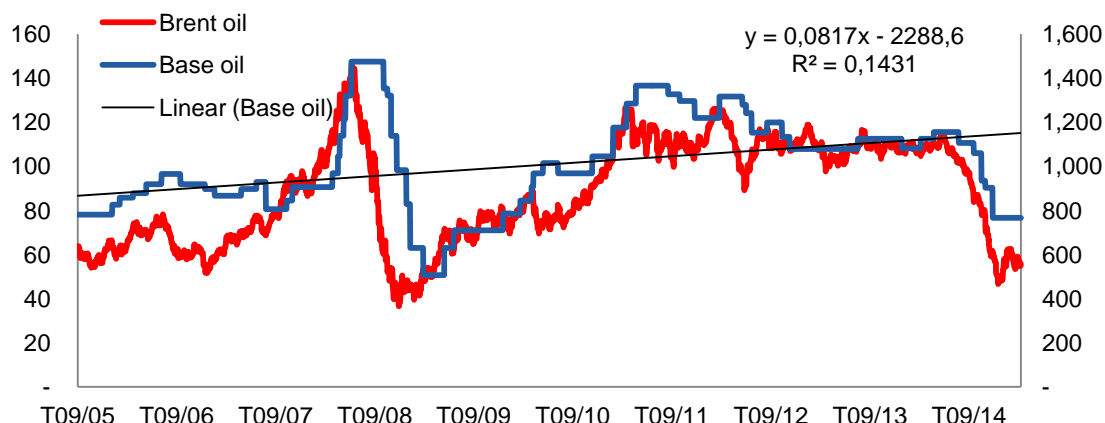


Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Tăng trưởng EPS 11% so với năm trước nhờ vào tăng trưởng biên lợi nhuận trong năm 2015

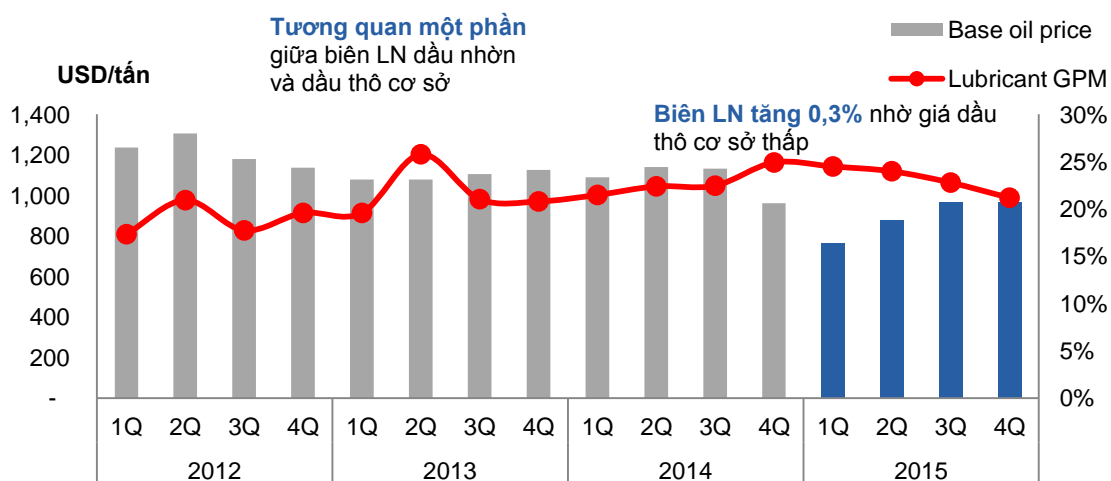
Biên LN gộp của dầu nhờn đã tăng nhẹ 0,3% khi giá dầu thô cơ sở thấp đã bù đắp cho khấu hao từ nâng cấp nhà máy. Dầu nhờn được sản xuất từ dầu thô, khi giá cả chịu sự ảnh hưởng một phần từ giá dầu thô. Giá dầu thô đã trượt mạnh kể từ tháng 6/2014, dẫn đến khả năng giảm chi phí nguyên liệu cho PLC. Khi giá dầu thô tiếp tục duy trì ở mức khoảng 60 USD/thùng trong năm 2015, cũng như kế hoạch dự trữ nguyên liệu thô của ban lãnh đạo sẽ giúp PLC tăng biên LN gộp trong phân khúc dầu nhờn. Tuy nhiên, trong bối cảnh tương quan không đồng nhất giữa giá dầu thô cơ sở và giá dầu Brent, mối liên hệ một phần giữa giá dầu thô cơ sở và biên LN gộp mảng dầu nhờn, cũng như chi phí khấu hao cao hơn từ nhà máy mới công suất 25 nghìn tấn, chúng tôi ước tính rằng biên LN gộp của mảng dầu nhờn sẽ chỉ tăng nhẹ 0,3%.

Hình 22: Tương quan không đồng nhất giữa giá dầu Brent và dầu cơ sở



Nguồn: Bloomberg

Hình 23: Biên giá dầu thô cơ sở và dầu nhờn giai đoạn 2012-2015

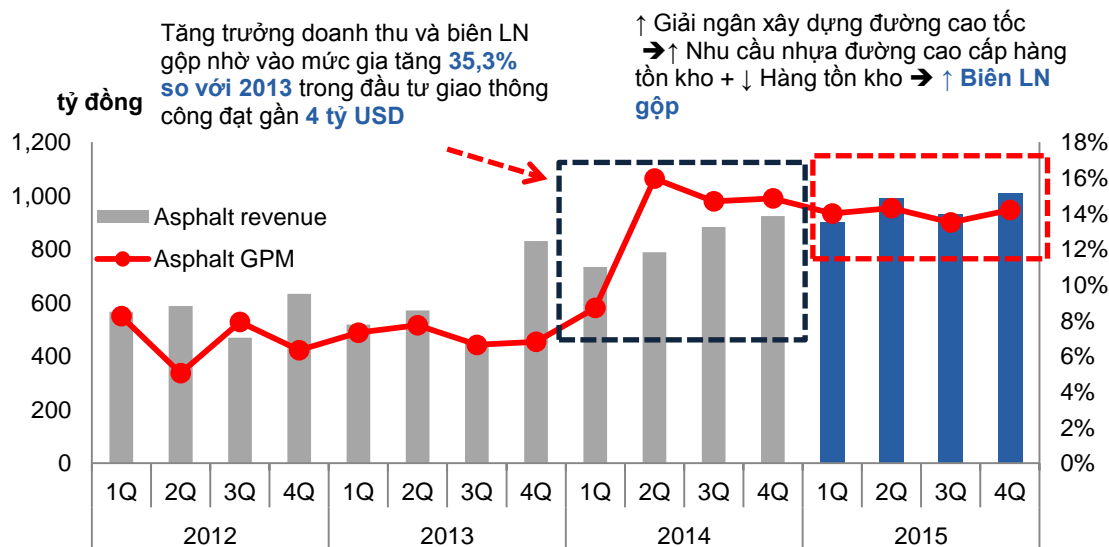


Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Gia tăng chi phí quảng cáo và marketing để chiếm thêm thị phần dầu nhờn. Với tính chất tương tự của việc bán dầu nhờn và hóa chất khi người bán sẽ lựa chọn sản phẩm và giới thiệu cho các khách hàng, PLC đã đẩy mạnh chi phí bán hàng nhằm chiếm thêm thị phần trong ngành công nghiệp ô tô. Chúng tôi tin rằng PLC sẽ tiếp tục tăng cường nỗ lực quảng cáo và marketing để giúp tiêu thụ thêm lượng dầu nhờn kể từ đầu năm 2015. Do đó, lợi nhuận sẽ cải thiện nhờ vào số dầu nhờn bán ra được cao hơn trong khi biên chi phí hoạt động vẫn giữ nguyên nhờ giá dầu cơ sở thấp.

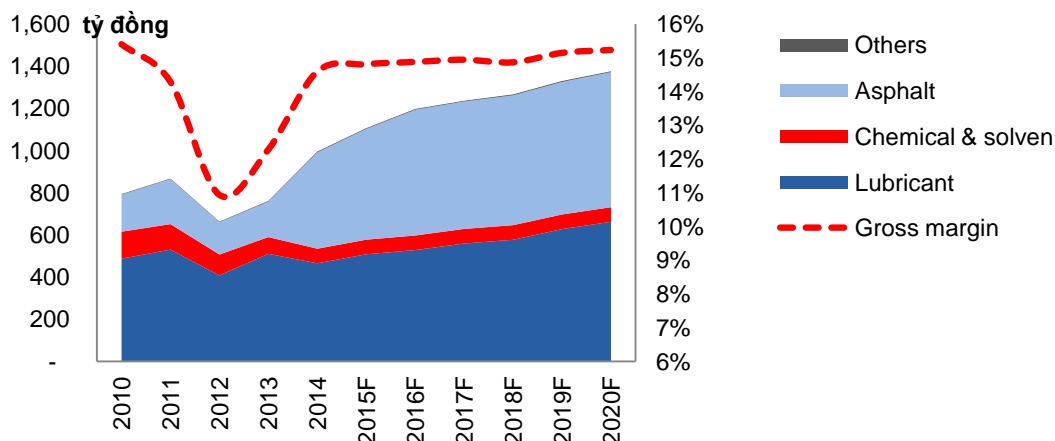
Biên LN mảng nhựa đường vẫn duy trì ở mức cao. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp năm 2015 sẽ tiếp tục tăng trưởng 0,3% nhờ cầu tăng cho nhựa đường và vòng quay hàng tồn kho nhanh hơn. Khi việc chứa nhựa đường lỏng làm tốn một khoản chi phí đáng kể, gia tăng vòng quay luân chuyển hàng tồn kho sẽ giúp làm giảm chi phí kho bãi. Ngoài ra, nhựa đường cung cấp cho đường cao tốc là loại có chất lượng cao với biên LN gộp vào khoảng 25% so với mức 7% của nhựa đường thông thường.

Hình 24: Biên LN gộp nhựa đường so với doanh số giai đoạn 2012-2015



Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Hình 25: Biên LN theo phân khúc và tăng trưởng biên LN gộp nhờ nhu cầu gia tăng cho nhựa đường



Nguồn: PLC và ước tính của VCSC

Hình 26: Các tuyến đường cao tốc và sân bay khác bảo đảm cho lợi nhuận tương lai

Dự án	Loại	Chiều dài (km)	Vốn đầu tư (triệu USD)	Giai đoạn
Thanh Hóa - Nghệ An	Cao tốc	48,8	328	Cuối 2014 - 2017
Thái Nguyên - Bắc Cạn	Cao tốc	40	126	9/2014 - 2016
Tân Sơn Nhất	Sân bay	NA	108	11/2014 - 2016
Trung Lương - Mỹ Thuận	Cao tốc	55	701	2/2015 - 2018
Bến Lức - Long Thành	Cao tốc	57,1	1.464	7/2014 - 6/2018
Pháp Vân - Cầu Giẽ	Cao tốc	29	315	12/2014 - 6/2015
Hà Nội - Hải Phòng	Cao tốc	105	2.126	2009 - 2015
Hạ Long - Hải Phòng	Cao tốc	25,5	654	9/2014 - 2017
Tổng		360	5.882	

Nguồn: Bộ GT-VT

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với PLC với giá mục tiêu 39.200 đồng/CP, xuất phát từ phương pháp tính theo Dòng tiền chiết khấu (DCF). Với giá đóng cửa 34.100 đồng, cổ phiếu PLC đang giao dịch với PER hấp dẫn 7,8 lần, thấp hơn 36% so với PER 12,2 lần của VN Index, cũng như thấp hơn 24% so với các công ty cùng ngành trong lĩnh vực vật liệu xây dựng.

Định giá theo phương pháp DCF

Bảng 27: Tổng hợp doanh thu theo mảng giai đoạn 2014-2018

	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu (tỷ đồng)	6.821	7.398	7.928	8.291	8.703
Tăng trưởng DT %	10%	8%	7%	5%	5%
Dầu nhờn	-9%	8%	5%	5%	7%
Nhựa đường	40%	15%	10%	5%	5%
Hóa chất và dung môi	-9%	-5%	2%	2%	2%
Khác	354%	-75%	53%	10%	9%
Biên LN gộp %	14,6%	15,0%	15,0%	15,1%	15,2%
Biên LN hoạt động %	5,4%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Biên LN thuần	3,90%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%

Nguồn: ước tính của VCSC

Bảng 28: Tổng hợp theo DCF

FCFF	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
EBIT	424	455	478	499	539
Trừ: thuế	(94)	(91)	(96)	(100)	(108)
Cộng: khấu hao	60	70	80	90	95
Giảm: XD/CB	(150)	(150)	(150)	(100)	(100)
+/- trong Vốn lưu động ròng	-181	-56	-38	-43	-46
Dòng tiền tự do	58	228	275	346	380
Giá trị thuần của dòng tiền tự do	48	171	186	211	209
Giá trị cộng dồn của dòng tiền tự do	48	219	405	616	825

Nguồn: ước tính của VCSC

Bảng 29: Tổng hợp giả định

Định giá DCF nhiều giai đoạn	FCFF	Giả định	
Năm dự báo	5	Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%
PV của FCF	825	Chênh lệch rủi ro	7,5%
PV của giá trị còn lại vào cuối kỳ dự phóng (terminal Value)	2.202	Beta	1.0
Tổng PV của FCF + PV của Terminal value	2.917	Chi phí vốn	13,5%
Tiền mặt & Đầu tư ngắn hạn	885	Chi phí nợ	9,0%
Nợ ngắn & dài hạn	1.151	Tăng trưởng ổn định sau giai đoạn dự báo	0,0%
Giá trị vốn không tính CĐTS	2.652	Thuế suất sau giai đoạn dự báo	20,0%
Cổ phiếu hiện hành (triệu)	68		
Giá một cổ phiếu	39.200		

Nguồn: ước tính của VCSC

So sánh với các công ty cùng ngành

Bảng 30: So sánh

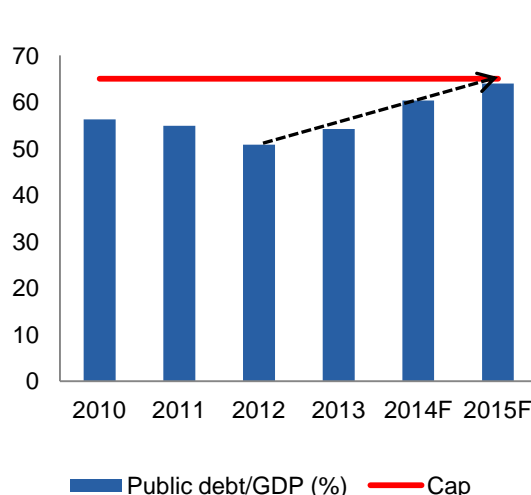
Mã	Ngành nghề	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	EPS 2015	PER 2015 theo giá thị trường	EV/EBITDA 2015	Biên EBITDA 12 tháng gần nhất
PLC		110	4.375	7,8	6,0	6,1
HT1	Xi măng	295	1.675	12,8	9,1	22,1
DRC	Lốp xe	237	5.491	10,8	8,7	21,7
BMP	Nhựa	170	9.390	8,5	5,6	25,3
	Trung vị	234		10,7	7,8	24,0

Nguồn: VCSC

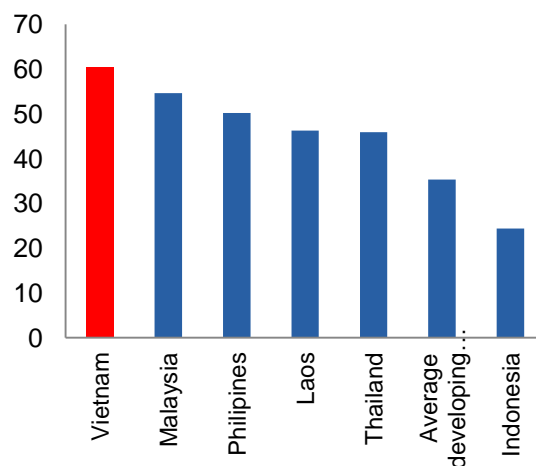
Rủi ro đầu tư

Mức nợ công cao là lo ngại đầu tiên trong việc thu hút vốn. Theo Bộ GT-VT, tổng vốn đầu tư yêu cầu để hoàn thiện các dự án hạ tầng tới năm 2020 sẽ cần ít nhất 18 tỷ USD, 54% trong số này đến từ các nguồn vốn ODA và tư nhân. Tuy nhiên, mức nợ công so với GDP ở Việt Nam đang gia tăng trong 3 năm qua. Bộ Tài chính dự báo rằng trong năm 2016, mức nợ công tính theo đầu người sẽ đạt mức giới hạn tối đa cho phép 65%, cao hơn tất cả các nước ASEAN khác và trung bình các nước đang phát triển. Do đó, nếu GDP không tăng trưởng tốt như kỳ vọng, mức nợ công có thể tạo ra vấn đề trong việc kêu gọi nguồn vốn ODA nhằm tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng, sẽ dẫn đến tác động tiêu cực cho các công ty xây dựng như PLC.

Hình 31: Nợ công/GDP sẽ chạm mức trần trong 2015



Hình 32: Việt Nam có mức Nợ công/GDP cao trong số các nước ASEAN



Nguồn: Bộ Tài chính và ước tính của VCSC

Lượng giải ngân từ Chính phủ chậm lại. Nguồn vốn từ ngân sách Chính phủ chiếm 46% còn lại trong tài trợ cho các dự án. Do đó, việc giải ngân từ Chính phủ chậm lại do ngân sách thấp hơn dự kiến cũng sẽ làm giảm doanh số và biên LN từ phân khúc nhựa đường. Chúng tôi tin rằng công suất gia tăng từ dầu nhờn sẽ làm giảm sự phụ thuộc của PLC vào đầu tư công. Tuy nhiên, sự thay đổi biên LN gộp của mảng nhựa đường sẽ kéo lợi nhuận giảm.

Bảng 33: Lợi nhuận có độ nhạy cao với biên LN mảng nhựa đường

Tổng hợp phân tích độ nhạy	Xấu nhất	Cơ bản	Tốt nhất
Tăng trưởng doanh số nhựa đường (%)	+10%	+15%	+30%
Biên LN nhựa đường (%)	10%	14%	18%
EPS 2015 - pha loãng hoàn toàn (đồng/CP)	2.599	4.375	6.605
Giá mục tiêu (đồng/CP)	24.200	39.200	55.640
TL tăng	-29%	+15%	65%
PER năm 2015 theo giá trị trường	13,0	7,8	5,1

Nguồn: Bộ Tài chính và ước tính của VCSC

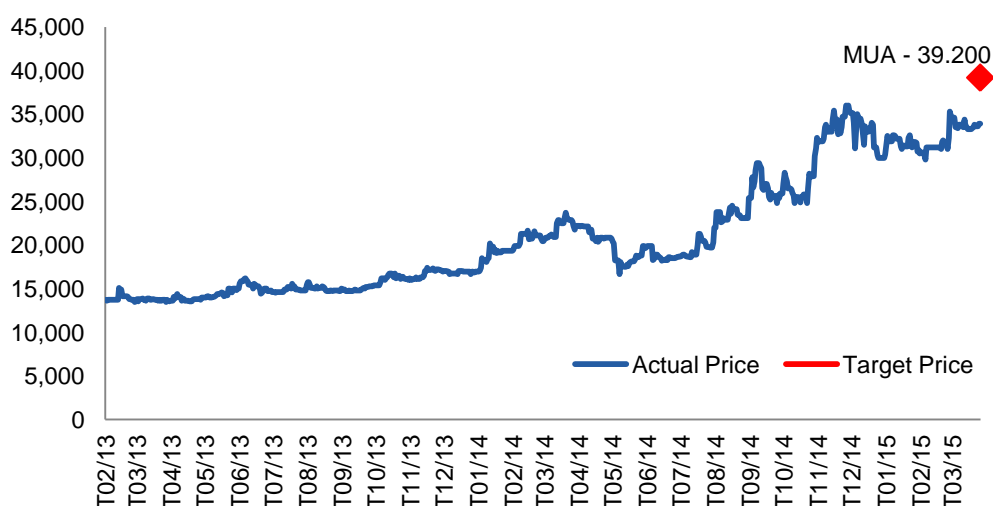
Độ biến động giá dầu thô và tỷ giá. Khi nguyên vật liệu dùng sản xuất dầu nhờn và nhựa đường là sản phẩm phái sinh từ dầu thô và được nhập khẩu từ Thái Lan, Singapore, độ biến động của giá dầu thô và tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận. Những đổi lại, Việt Nam có độ biến động tỷ giá ổn định trong khoảng 2%/năm. Ngoài ra, những bước tiến đáng kể trong việc xây dựng các dự án lọc dầu sẽ làm giảm nhu cầu cho các nguyên liệu nhập khẩu trong dài hạn.

Cải tiến công nghệ sẽ ảnh hưởng đến tăng trưởng sản lượng. Cải tiến công nghệ của máy móc và chất lượng dầu nhờn được kỳ vọng sẽ giúp kéo dài tuổi thọ động cơ trong tương lai, dẫn đến triển vọng sản lượng kém khả quan cho phân khúc dầu nhờn. Lấy ví dụ, dầu động cơ trong xe máy có thể duy trì hiệu suất cho quãng đường di chuyển dài hơn so với các thế hệ hết dầu nhờn trước đây.

Doanh số xe ô tô và hoạt động công nghiệp chững lại. Dầu nhờn chịu sự phụ thuộc nặng nề vào doanh số xe ô tô và hoạt động công nghiệp, vốn đang ở mức thấp trong vài năm qua. Do đó, nếu nền kinh tế và tăng trưởng doanh số ô tô thấp hơn kỳ vọng sẽ dẫn đến tăng trưởng thấp hơn cho PLC.

Rủi ro thiếu thanh khoản. Trong trường hợp Petrolimex, công ty mẹ nắm giữ 79,07% cổ phần và nhân viên nắm giữ 0,92%, tỷ lệ cổ phiếu có thể giao dịch trên thị trường của PLC chỉ là 20%, với khối lượng giao dịch trung bình 30 ngày và giá trị ở mức khá thấp chỉ là 133 nghìn cổ phiếu và 200 nghìn USD. Do đó, hoạt động mua hay bán cổ phiếu này với khối lượng lớn sẽ dẫn đến độ rộng giá đặt mua và bán lớn ảnh hưởng thị trường lên giá cổ phiếu.

Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu của VCSC



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Đình Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.