

TỔNG CÔNG TY HÓA DẦU PETROLIMEX (HNX: PLC)

Bùi Cao Khải

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: KhaiBC@fpts.com.vn

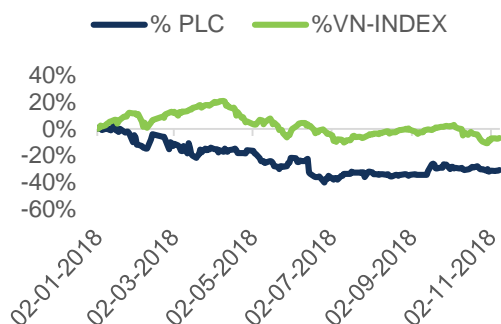
Tel: (+84.24) 37737070 – Ext: 5950

 Giá hiện tại: **16.400**

 Giá mục tiêu: **13.683**

 Tăng/giảm: **-16,6%**
Khuyến nghị
BÁN

Biến động giá cổ phiếu PLC và VN-INDEX



Thông tin giao dịch

Giá hiện tại (đ/cp)	16.400
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	26.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	15.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	80.789.839
Số lượng CP lưu hành (cp)	80.797.566
KLGD BQ 10 phiên (cp/ngày)	29.943
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	8%
Vốn hóa (tỷ VND)	1.396,18
EPS forward (2018)	1.879
P/E forward (2018)	8,728

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex
Địa chỉ	Tầng 18, 19 tòa nhà 229, Tây Sơn, Đống Đa, Hà Nội
Doanh thu chính	Dầu mỡ nhờn, Nhựa đường, Hóa chất dung môi
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Lợi thế cạnh tranh	Hệ thống phân phối

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Xăng dầu	79,07%
Hội đồng quản trị, ban TGD	1,26%
Cổ đông khác	19,67%

“PLC – Sức ép cạnh tranh tăng trong những năm tới”

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu **Tổng công ty hóa dầu Petrolimex (HNX: PLC)**. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của PLC là **13.683 VND/CP**.

Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2018 của PLC đạt khoảng 6.246 tỷ đồng (+23,8%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 166 tỷ (-3%yoy) tương ứng với mức EPS là 1.848 đồng/cp

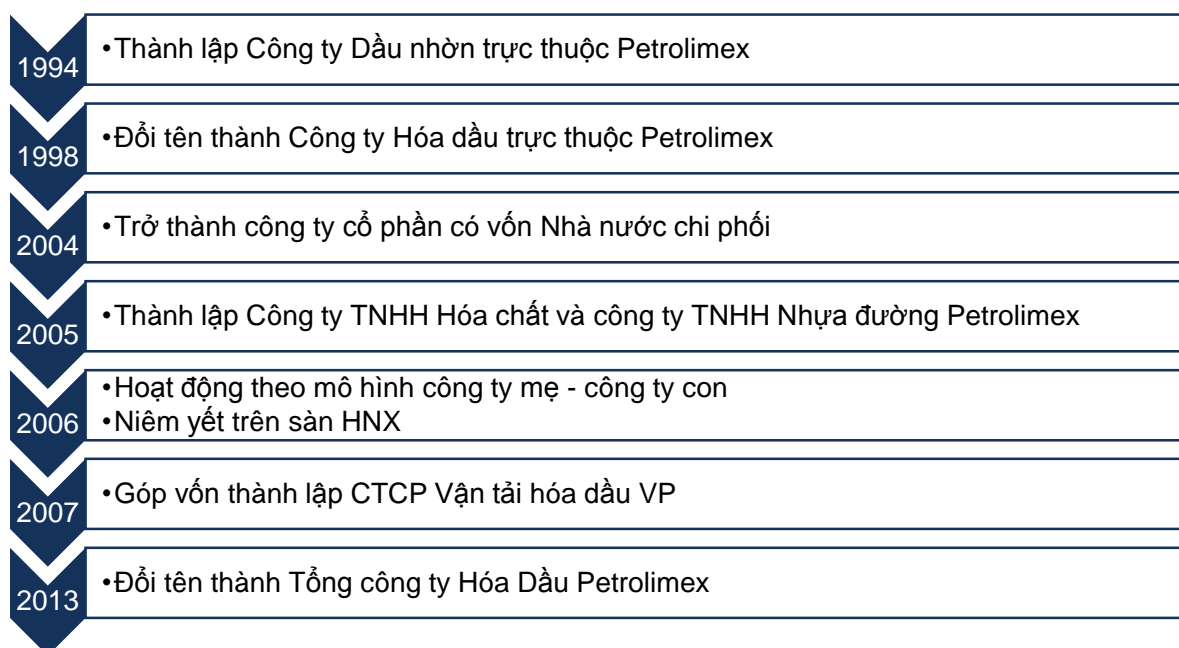
Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** với cổ phiếu PLC với các luận điểm sau:

- ✓ **Doanh thu mảng dầu mỡ nhờn của PLC sẽ tiếp tục xu hướng giảm.** Áp lực cạnh tranh trong ngành dầu mỡ nhờn tăng khi liên tục có thêm các nhãn hiệu dầu nhờn nhập khẩu vào Việt Nam. Đồng thời, sản phẩm dầu nhờn của PLC có khả năng cạnh tranh không cao nên dự báo trong những năm tới doanh thu của mảng này sẽ tiếp tục giảm.
- ✓ **Khoản đầu tư vào công ty liên kết ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.** Trong những năm gần đây, khoản đầu tư của PLC vào công ty cổ phần vận tải hóa dầu VP (VPA) mang lại lợi nhuận thấp, thậm chí lỗ trong năm 2017 và 9 tháng năm 2018. Chúng tôi cho rằng PLC sẽ tiếp tục phải ghi nhận khoản lỗ từ công ty liên kết trong năm nay và các năm tiếp theo do kết quả kinh doanh của VPA không khả quan trong thời gian tới.
- ✓ **Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn bởi giá dầu thô.** Biên lợi nhuận gộp của PLC thường biến động ngược chiều với giá dầu thô do chi phí nguyên vật liệu có nguồn gốc từ dầu thô là chi phí lớn nhất của doanh nghiệp (khoảng 60%). Do vậy, lợi nhuận của PLC không ổn định qua các năm và khó dự đoán trước.
- ✓ **Tỷ giá USD/VND ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh của PLC.** PLC nhập nguyên liệu bằng đồng USD và doanh thu bán hàng chủ yếu bằng đồng VND nên nếu tỷ giá USD/VND tăng sẽ ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là một rủi ro khá lớn của PLC.

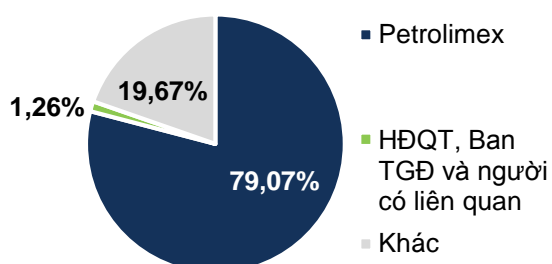
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Các thông tin chung

Lịch sử hình thành và phát triển



Hình 1: Cơ cấu cổ đông của PLC



Từ năm 2008 đến nay, Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) nắm giữ hơn 79% cổ phần của PLC nên có quyền chi phối doanh nghiệp này. Do đó, các quyết định quan trọng của PLC như chia cổ tức hàng năm, chiến lược kinh doanh,... đều phụ thuộc và phải được thông qua bởi PLX. Hiện tại, Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam chưa có ý định thoái vốn khỏi PLC.

Nguồn: PLC

Tỷ lệ chi trả cổ tức

PLC luôn duy trì chi trả cổ tức bằng tiền mặt và cổ phiếu ở mức cao tương ứng với hơn 80% lợi nhuận sau thuế.

Bảng 1: Tỷ lệ chi trả cổ tức

Cổ tức	2014	2015	2016	2017
Cổ tức bằng tiền (VND/CP)	4.200	3.300	2.000	2.000
Cổ tức bằng cổ phiếu	8%	15%		

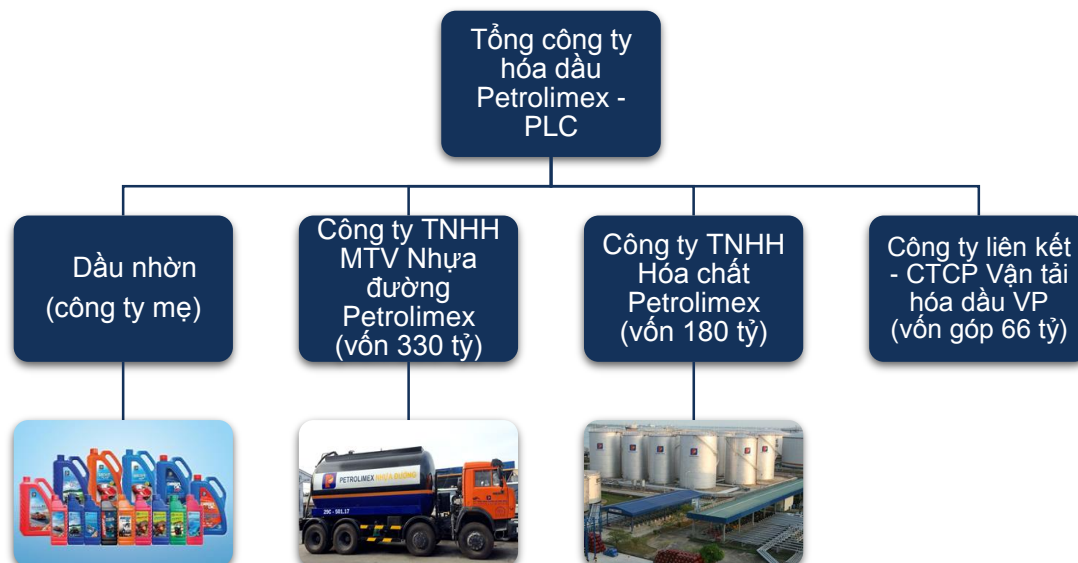
Nguồn: PLC và FPT Research

Trong bối cảnh tỷ lệ nợ/tổng tài sản cao và nhu cầu đầu tư tăng hàng năm thì việc chi trả cổ tức ở mức cao là chưa hợp lý vì làm giảm nguồn tiền dành cho việc tái đầu tư của doanh nghiệp. Hàng năm, PLC vẫn tiến hành nâng cấp, mở rộng kho chứa nhà máy nhựa đường và dầu mỡ nhờn với tổng chi phí trong năm 2017 là 179 tỷ đồng và trong 9 tháng năm 2018 là 204 tỷ đồng. Mặt khác, tính đến hết quý 3/2018, tổng nợ của doanh nghiệp tăng thêm 300 tỷ đồng và tỷ lệ nợ/tổng tài sản tăng nhẹ và ở mức 69%. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân của việc trả cổ tức bằng tiền cao một phần có thể do sự chi phối từ công ty mẹ.

2. Tổng quan hoạt động kinh doanh của PLC

Hiện nay, PLC đang hoạt động trong ba lĩnh vực kinh doanh là Dầu mỡ nhờn, Nhựa đường và Hóa chất thương mại. Hai mảng kinh doanh đem lại lợi nhuận chính cho doanh nghiệp là Dầu mỡ nhờn và Nhựa đường.

Hình 2: Mô hình hoạt động của PLC



Nguồn: FPTs Research

- **Mảng dầu mỡ nhờn** có hai loại sản phẩm chủ chốt là dầu nhờn Racer và dầu nhờn công nghiệp Turbine.
 - **Dầu nhờn Racer:** là dầu nhờn động cơ dành cho ô tô và xe máy. Về chất lượng, do dầu gốc của PLC là dầu gốc khoáng¹ nên có chất lượng thấp hơn dầu tổng hợp² và bán tổng hợp³ của các đối thủ khác. PLC định vị dòng sản phẩm này ở phân khúc trung cấp, có giá bán thấp hơn so với các đối thủ.
 - **Dầu nhờn Turbine** là dầu nhờn dành cho các máy móc, thiết bị động cơ công nghiệp. Các khách hàng chính là nhà máy thủy điện, nhiệt điện, nhà máy chế tạo như nhà máy nhiệt điện Quảng Ninh, nhà máy thủy điện Sesan 4, nhà máy chế tạo thiết bị điện Đông Anh...
- **Mảng nhựa đường:** PLC có hai loại sản phẩm chủ yếu là Nhựa đường đặc nóng 60/70 được nhập từ Singapore và Nhựa đường lỏng MC chiếm 80% sản lượng tiêu thụ. Còn lại là nhựa đường nhũ tương và nhựa đường polyme. Nhựa đường và các chế phẩm nhựa đường là nguyên liệu cho hoạt động xây dựng đường bộ.
 - **Nhựa đường đặc nóng 60/70:** là nhựa đường thu được từ công nghệ lọc dầu mỏ, được ứng dụng để sản xuất bê tông nhựa trong xây dựng đường bộ (bê tông nhựa chặt, bê tông đá vữa nhựa, ...) và làm nguyên liệu để sản xuất các sản phẩm nhựa đường MC, nhựa đường polime, nhũ tương.
 - **Nhựa đường lỏng phân tách trung bình (MC):** được sản xuất từ quá trình trộn nhựa đường với dung môi theo tỷ lệ thích hợp. Nhựa đường MC được ứng dụng để tưới thấm, làm mặt đường thấm nhập, bê tông nhựa nguội, dùng trong duy tu bảo dưỡng cầu đường.
 - **Nhựa đường nhũ tương gốc axit:** được sản xuất từ quá trình trộn nhựa đường với phụ gia gốc axit. Nhựa đường nhũ tương được ứng dụng trong xử lý bề mặt, vết nứt bề mặt, dùng làm lớp thấm bám giữa lớp móng và bê tông nhựa và giữa các lớp bê tông nhựa.
 - **Nhựa đường Polime (PMB):** là nhựa đường được cải thiện bằng polymer dẻo nhiệt đàn hồi Styrene – Butadien – Styrene. PMB được ứng dụng làm bê tông nhựa chặt cường độ cao, lớp phủ bê tông nhựa mỏng, rất mỏng tạo nhám đường cao tốc, lớp chống nứt.

¹ là sản phẩm của quá trình lọc và chưng cất dầu thô

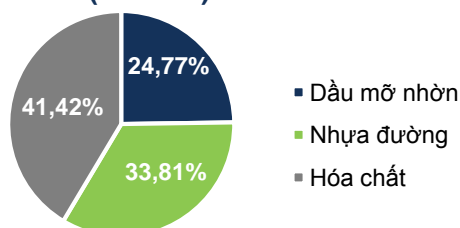
² là sản phẩm của quá trình chế biến hóa học

³ là dầu được pha trộn giữa dầu tổng hợp và dầu gốc khoáng với tỷ lệ dầu tổng hợp không quá 30%

- **Màng hóa chất** với sản phẩm hóa chất chính là hóa chất dung môi và các khách hàng chính là các nhà máy da giày, nhà máy sơn,...

Dưới đây là biểu đồ thể hiện tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận gộp của từng lĩnh vực kinh doanh của PLC.

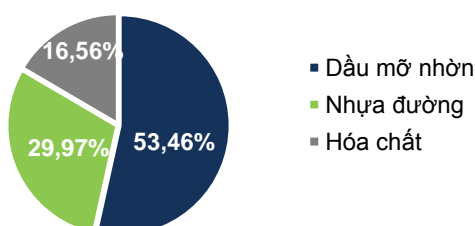
Hình 3: Cơ cấu doanh thu của PLC (9T 2018)



Màng Hóa chất: Đây là mảng mang lại doanh thu chính cho doanh nghiệp với tỷ trọng 41,42%. Tuy nhiên, do chỉ là hoạt động thương mại nên mảng này chỉ đóng góp hơn 16% lợi nhuận gộp của PLC.

Màng dầu mỡ nhờn: Tỷ trọng doanh thu của mảng dầu mỡ nhờn có xu hướng giảm dần, tính đến hết 9 tháng năm 2018 tỷ trọng doanh thu của mảng này chỉ còn 24,77%. Mặc dù vậy, mảng này có biên lợi nhuận gộp cao nhất nên đóng góp hơn 53% lợi nhuận gộp của PLC.

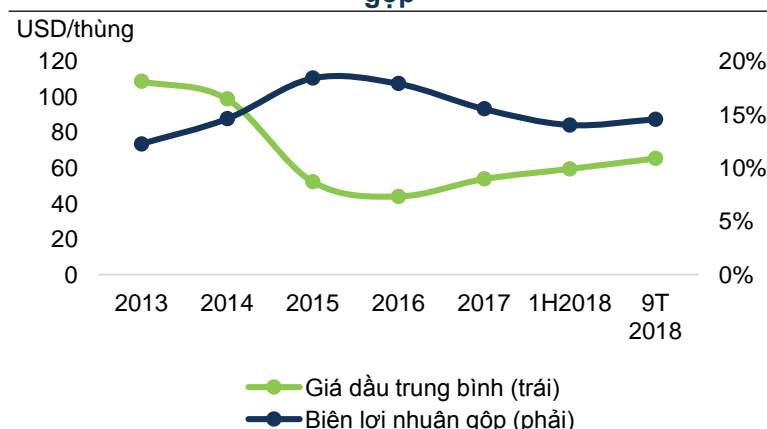
Hình 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PLC (9T 2018)



Nguồn: FPTTS Research

Chi phí nguyên vật liệu là yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của PLC

Hình 5: Diễn biến giá dầu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: FPTTS Research

Chi phí cho nguyên vật liệu đầu là chi phí lớn nhất của doanh nghiệp, năm 2017 chi phí cho khoản này chiếm 58% tổng chi phí. Nguyên liệu đầu vào của dầu nhờn và nhựa đường đều là các sản phẩm từ quá trình lọc và chưng cất dầu thô. Vì vậy, giá dầu thô biến động sẽ ảnh hưởng đến giá nguyên liệu đầu vào và biến động ngược chiều với biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Một điểm đáng lưu ý nữa, PLC chủ yếu nhập nguyên liệu từ công ty Petrolimex Singapore⁴ cũng là công ty con thuộc tập đoàn Xăng dầu Việt Nam, điểm này thể hiện thêm sự phụ thuộc của PLC vào công ty mẹ.

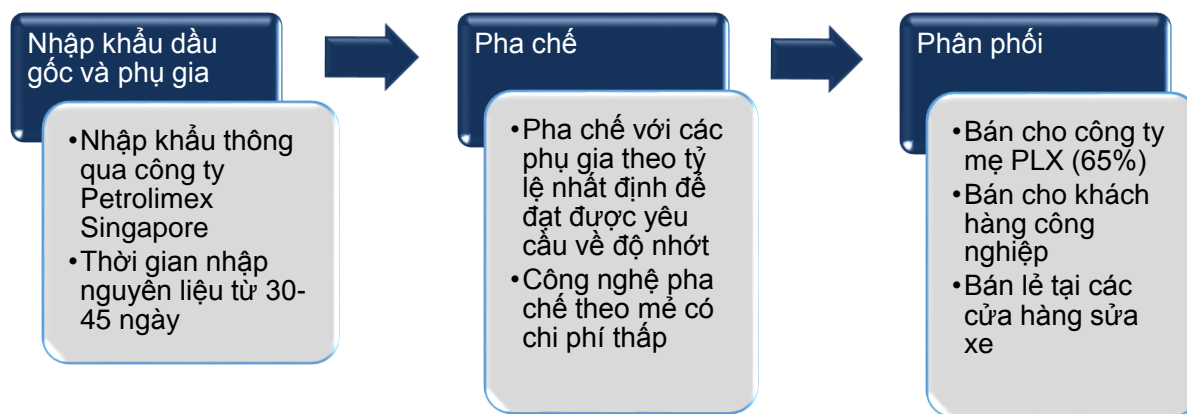
⁴ Petrolimex Singapore là công ty con của tập đoàn Petrolimex, có nhiệm vụ nhập nguyên vật liệu cho các công ty trong hệ thống của tập đoàn.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CÁC LĨNH VỰC CHÍNH

1. Mảng dầu mỡ nhờn

1.1 Quy trình sản xuất dầu mỡ nhờn của PLC

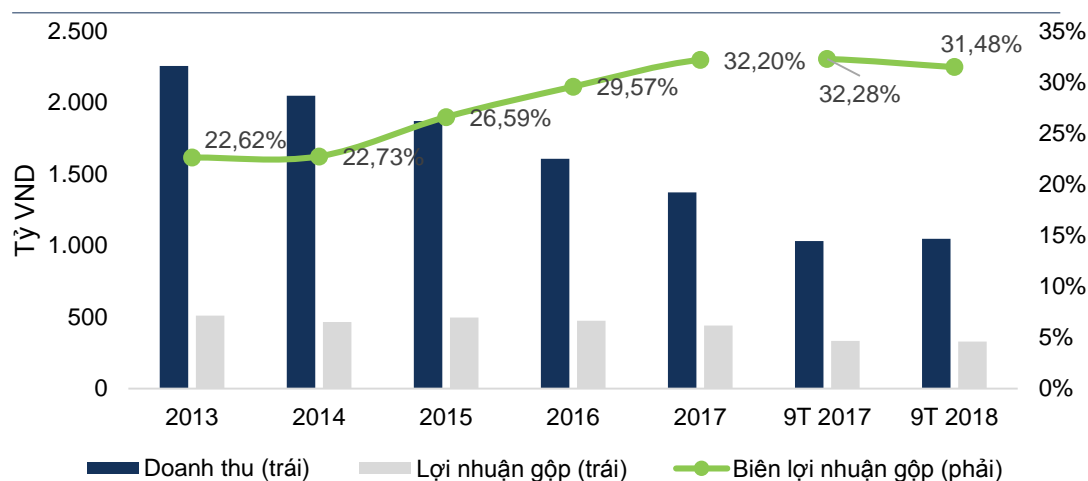
Hình 6: Quy trình sản xuất dầu mỡ nhờn của PLC



Nguồn: PLC

1.2 Doanh thu mảng dầu mỡ nhờn của PLC có xu hướng giảm

Hình 7: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng dầu nhờn



Nguồn: FPT Research

Giai đoạn 2013 – 2017 biên lợi nhuận gộp mảng dầu mỡ nhờn tăng dần dù doanh thu giảm nhờ những nguyên nhân sau:

- PLC không còn các hợp đồng pha chế thuê. Các hãng xe máy tại Việt Nam như Honda, Yamaha, Suzuki, ... đã chuyển sang thuê công ty dầu nhờn JX Nippon Oil của Nhật Bản pha chế dầu nhờn thay cho PLC. Mảng pha chế thuê mang lại biên lợi nhuận gộp rất thấp cho PLC nên khi không còn hoạt động trong lĩnh vực này nữa thì doanh thu của PLC giảm nhưng biên lợi nhuận gộp của PLC tăng lên.
- Trong giai đoạn 2013 – 2017, giá dầu thô có xu hướng giảm nên chi phí nguyên vật liệu của mảng dầu mỡ nhờn cũng giảm theo. Trong khi đó, giá bán sản phẩm dầu mỡ nhờn được duy trì nên biên lợi nhuận gộp của mảng này được cải thiện.



Giai đoạn 2017 – 2018: biên lợi nhuận gộp của mảng dầu mỡ nhờn có xu hướng giảm dần

Tính đến năm 2017, khoảng 60% thị phần trong nước thuộc về nhóm doanh nghiệp nước ngoài BP (Castrol), Shell, Total, Chevron (Caltex) trong đó Castrol BP là doanh nghiệp đứng đầu thị trường với 24% thị phần. Trong năm 2018, một loạt các thương hiệu dầu nhờn tham gia vào thị trường như Petrochina (Trung Quốc), Mirage (Nhật Bản), Oryx (UAE), SK Zic (Hàn Quốc),... Điều này gây bất lợi cho doanh nghiệp do xuất hiện thêm nhiều đối thủ cạnh tranh.

Sự gia tăng cạnh tranh trong ngành được thể hiện qua việc giá bán sản phẩm dầu nhờn của PLC chỉ tăng 9% trong khi giá dầu thô tăng hơn 30% so với năm 2017. Do đó, biên lợi nhuận gộp của mảng dầu mỡ nhờn có xu hướng giảm. Chúng tôi dự phóng rằng biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ tiếp tục giảm do cạnh tranh trong ngành ngày càng tăng trong thời gian tới.

Sức ép cạnh tranh trên thị trường dầu mỡ nhờn ngày càng gia tăng tuy nhiên chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của PLC không cao. Sản phẩm của PLC là sản phẩm dầu nhờn gốc khoáng có chất lượng và giá thành thấp. Trong khi đó, các doanh nghiệp khác có cả ba loại sản phẩm là dầu nhờn gốc khoáng, dầu nhờn gốc tổng hợp và dầu nhờn bán tổng hợp. Sự đa dạng các loại sản phẩm sẽ giúp các doanh nghiệp đối thủ của PLC linh hoạt hơn trong hoạt động kinh doanh. Mặt khác, khi tỷ trọng xe ô tô chất lượng cao tăng lên dẫn đến yêu cầu về chất lượng sản phẩm dầu mỡ nhờn của người tiêu dùng tăng, sản phẩm dầu nhờn gốc tổng hợp và bán tổng hợp sẽ có ưu thế hơn dầu nhờn gốc khoáng.

Bảng 2: So sánh dầu nhờn gốc khoáng và dầu nhờn gốc tổng hợp

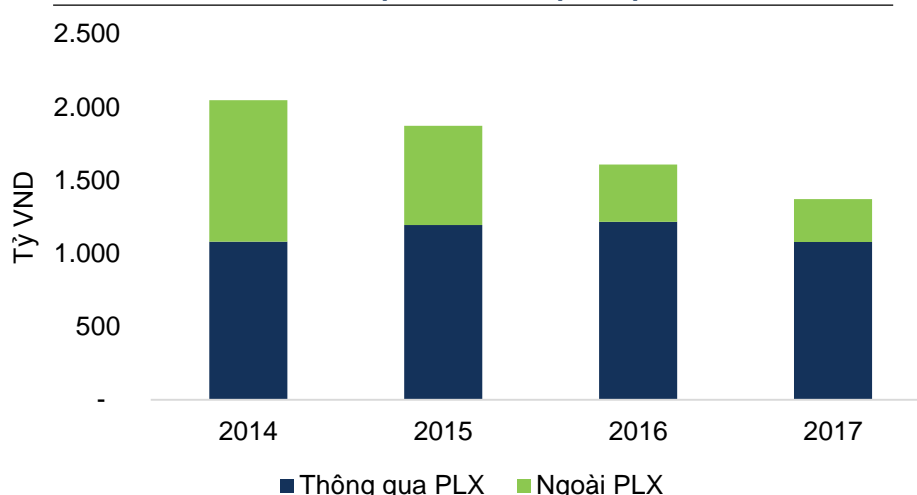
	Dầu nhớt gốc khoáng (trong đó có PLC)	Dầu nhớt gốc tổng hợp
Nguyên liệu	Dầu gốc khoáng được chưng cất từ dầu thô, loại bỏ một số thành phần không mong muốn	Dầu gốc tổng hợp là sản phẩm của quá trình chế biến hóa học nhằm mục đích tạo ra sản phẩm cuối cùng có thành phần đồng đều
Cấu trúc phân tử của dầu gốc	Cấu trúc phân tử không đồng đều 	Cấu trúc phân tử đồng đều hơn 
Quy trình sản xuất	Phối trộn dầu gốc với phụ gia để tạo thành dầu nhớt	Phối trộn dầu gốc với phụ gia để tạo thành dầu nhớt
Đặc điểm sản phẩm dầu nhờn	- Giá thành rẻ do chi phí sản xuất dầu gốc thấp	- Giá thành cao gấp 1,5 lần giá dầu nhớt gốc khoáng - Khả năng chịu nhiệt và tản nhiệt cao - Bền với các tác nhân oxy hóa - Hạn chế tạo cặn

Nguồn: FPT Research

1.3 Kênh phân phối của PLC phụ thuộc vào công ty mẹ

Hiện nay gần 80% doanh thu sản phẩm dầu nhờn của PLC được phân phối qua các Tổng đại lý của Petrolimex (tỷ lệ này tăng từ 43% năm 2014 đến 79% năm 2017), 20% còn lại được PLC phân phối qua các cửa hàng, đại lý ngoài hệ thống của Petrolimex.

- **Phân phối qua các Tổng đại lý của Petrolimex:** Các sản phẩm dầu mỡ nhờn động cơ của PLC chủ yếu được phân phối qua các cửa hàng xăng dầu của Petrolimex. Ngoài ra, PLC cũng thông qua đại lý của công ty mẹ để xuất khẩu dầu nhờn sang Lào, Campuchia. Nhờ đó, PLC có thể tận dụng hệ thống phân phối rộng khắp của PLX để phân phối sản phẩm khắp cả nước
- **Phân phối qua các cửa hàng, đại lý:** PLC cũng phân phối các sản phẩm dầu nhờn đến khách hàng thông qua các hệ thống cửa hàng sửa xe, đại lý phân phối tại các tỉnh ngoài Petrolimex.

Hình 9: Doanh thu qua các kênh phân phối của PLC


Nguồn: FPT S Research

1.4 Triển vọng mảng dầu mỡ nhờn kém khả quan

Dựa vào những phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng triển vọng mảng dầu nhờn của PLC kém khả quan do:

Mức độ cạnh tranh trong ngành tăng. Việc liên tục có thêm các nhãn hiệu dầu nhờn nước ngoài thâm nhập vào thị trường Việt Nam khiến cho áp lực cạnh tranh trên thị trường ngày càng tăng cao.

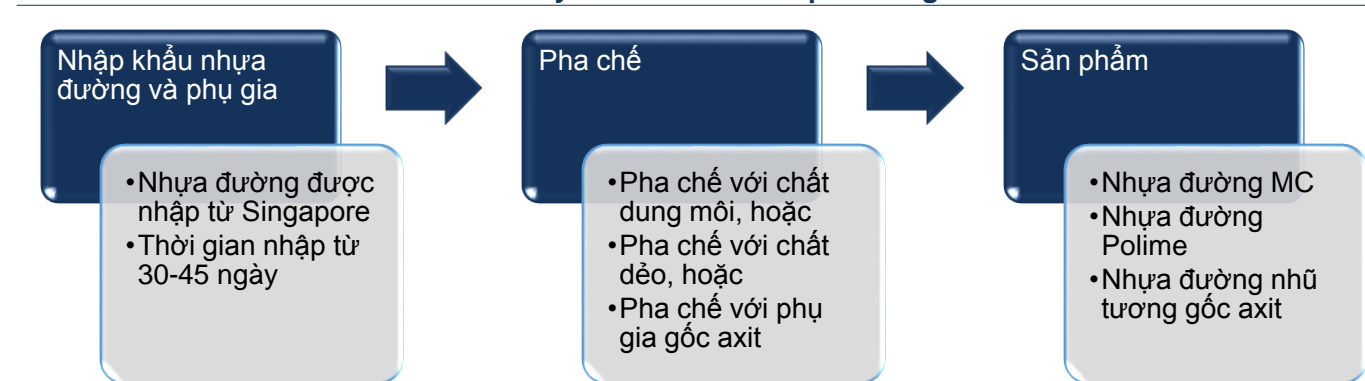
Thị trường dầu nhờn xe máy đã gần bão hòa. Trong 3 năm gần đây tốc độ tăng trưởng doanh số bán hàng xe máy giảm mạnh từ 9,5% năm 2016 xuống còn 2,3% vào quý 3 năm 2018. Vì vậy, triển vọng tăng trưởng dầu nhờn dành cho xe máy là không cao khi tổng cầu tăng trưởng chậm.

Khó cạnh tranh trong phân khúc dầu nhờn dành cho ô tô. PLC chỉ có sản phẩm dầu nhờn gốc khoáng chất lượng thấp và không được đa dạng sản phẩm như các công ty đối thủ. Do đó, các sản phẩm dầu nhờn của PLC có sức cạnh tranh thấp trên thị trường.

2. Mảng nhựa đường

2.1 Quy trình sản xuất nhựa đường

PLC nhập khẩu nhựa đường 60/70 từ công ty Petrolimex Singapore cũng là một công ty con thuộc tập đoàn PLX. Một phần nhựa đường 60/70 sẽ được dùng để bán cho các công trình, một phần sẽ được pha chế thêm các chất phụ gia để thành các loại chế phẩm khác nhau.

Hình 10: Quy trình sản xuất nhựa đường của PLC


Nguồn: PLC

2.2 Thị phần và các đối thủ cạnh tranh

PLC là doanh nghiệp dẫn đầu mảng nhựa đường với thị phần khoảng 30%. Hiện nay tại thị trường Việt Nam, PLC có hai đối thủ cạnh tranh chính là công ty nhựa đường Puma Energy, công ty Bach Chambard. Ngoài ra còn có các doanh nghiệp khác như công ty ADCO, công ty ICT, công ty nhựa đường BMT, công ty nhựa đường Tratimex.

Bảng 3: Sản phẩm của một số doanh nghiệp nhựa đường

	PLC	BachchamBard	Puma Energy
Sản phẩm			
Nhựa đường đặc nóng 60/70	X	X	X
Nhựa đường lỏng MC	X	X	X
Nhựa đường Polime (PMB)	X		X
Nhựa đường nhũ tương	X	X	X
Công suất nhà máy (tấn/năm)	Khoảng 300.000	Khoảng 180.000	Khoảng 200.000

Nguồn: FPT S Research

Các sản phẩm nhựa đường giữa các công ty không có sự khác biệt quá lớn. PLC và các công ty đối thủ có nhiều sự tương đồng về chủng loại và chất lượng sản phẩm. Trước đây, PLC có lợi thế độc quyền về sản phẩm nhựa đường polime nhưng sau năm 2016 lợi thế này đã mất do các đối thủ cũng đã sản xuất loại nhựa đường này.

Vì vậy, để cạnh tranh trong ngành thì công suất sản xuất và hệ thống phân phối là 02 yếu tố khá quan trọng:

Về công suất, PLC có công suất khá lớn khoảng 300.000 tấn/năm, cao hơn nhiều so với các doanh nghiệp khác.

Về hệ thống phân phối: là lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp, PLC có 7 nhà máy và kho chứa ở khắp cả nước. Ngoài ra, doanh nghiệp có 75 xe bồn với sức chứa 10 – 16 tấn nhựa đường mỗi xe. Nhờ đó, PLC có thể cung cấp nhựa đường tới nhiều dự án trong nước với chi phí hợp lý.

Tuy nhiên, 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. Ví dụ điển hình như công ty nhựa đường Bach Chambard có nhà máy ở 6 tỉnh Ninh Bình, Quảng Ninh, Sơn La, Long An, Đà Nẵng, Bình Định; hoặc nhà máy nhựa đường Puma Energy có nhà máy, kho chứa ở Hải Phòng, Quảng Nam và Thành phố Hồ Chí Minh.

Bảng 4: Vị trí nhà máy của một số doanh nghiệp nhựa đường

	PLC	BachchamBard	Puma Energy
Số lượng nhà máy	7 nhà máy	6 nhà máy	3 nhà máy
Vị trí các nhà máy	Hải Phòng, Nghệ An, Đà Nẵng, Bình Định, Khánh Hòa, Thành phố Hồ Chí Minh, Cần Thơ	Quảng Ninh, Sơn La, Ninh Bình, Đà Nẵng, Bình Định, Long An	Hải Phòng, Quảng Nam, Thành phố Hồ Chí Minh

Nguồn: FPT S Research

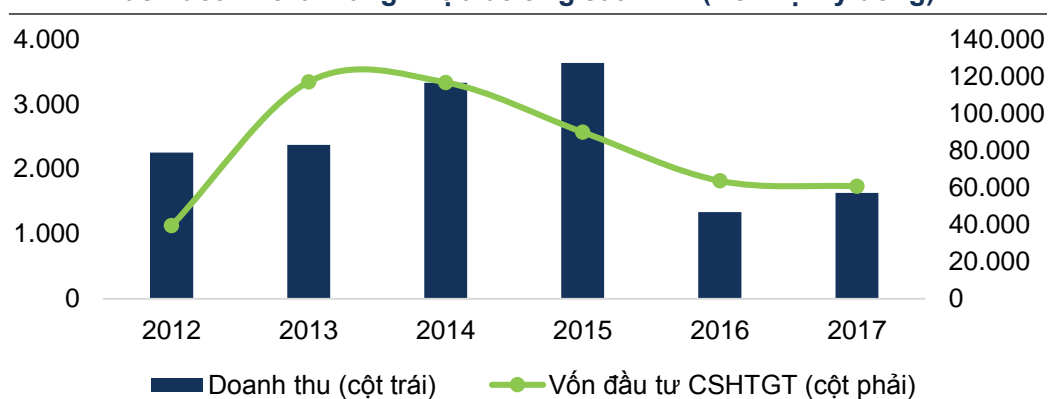
2.3 Kế hoạch đầu tư của Chính Phủ là động lực tăng trưởng của nhu cầu nhựa đường

Hoạt động kinh doanh mảng nhựa đường phụ thuộc lớn vào nguồn vốn đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ. Từ năm 2012 đến 2017, tổng vốn đầu tư thay đổi theo từng giai đoạn làm cho hoạt động kinh doanh mảng nhựa đường của PLC bị ảnh hưởng mạnh. Cụ thể:

+) Giai đoạn 2012-2015: nhờ tăng vốn đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ dẫn đến sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC tăng mạnh, doanh thu tăng trưởng kép khoảng 23,86%.

+) Giai đoạn 2015-2017: Cắt giảm đầu tư vào cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ khiến doanh thu của PLC giảm mạnh so với giai đoạn trước với tốc độ giảm khoảng 33,05%. Năm 2016, sản lượng nhựa đường tiêu thụ của cả nước giảm từ 990.000 tấn xuống 660.000 tấn nên sản lượng tiêu thụ của PLC cũng giảm tương ứng từ 293.000 tấn xuống 193.000 tấn.

Hình 11: Ảnh hưởng của vốn đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông đến doanh thu mảng nhựa đường của PLC (Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: FPTs Research

+) **Giai đoạn 2018-2020:** theo kế hoạch của Bộ Giao Thông Vận Tải: vốn đầu tư cho cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ trung bình mỗi năm là khoảng 169.000 tỷ gấp 1,5 lần trung bình giai đoạn 2013 -2015 (trọng điểm là các dự án đường cao tốc Bắc – Nam). Kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông này là động lực tăng trưởng quan trọng tới nhu cầu nhựa đường. Chúng tôi dự phóng tổng cầu nhựa đường sẽ tăng trong thời gian tới, nhờ vậy, mảng nhựa đường của PLC sẽ được hưởng lợi.

Bảng 5: Kế hoạch các dự án đường cao tốc Bắc – Nam

STT	Đoạn tuyến	Chiều dài (km)	Số làn xe	Chi phí (tỷ VND)	Năm khởi công	Năm hoàn thành (dự kiến)
1	Ninh Bình – Thanh Hóa	75	6	12.380	2019	2021
2	Thanh Hóa – Vinh	140	6	22.120	2019	2021
3	Vinh – Hà Tĩnh	20	4 – 6	2.580	2019	2021
4	Hà Tĩnh – Quảng Trị	277	4	21.610	2019	2021
5	Quảng Trị - Đà Nẵng	178	4	18.160		
6	Quảng Ngãi – Quy Nhơn	150	4	23.700		2021
7	Quy Nhơn – Nha Trang	240	4	24.960	Sau 2020	
8	Nha Trang – Phan Thiết		4 – 6	55.940		
9	Phan Thiết – Dầu Giây		4 – 6			
10	Trung Lương – Mỹ Thuận – Cần Thơ	92	6	26.250	2015	2020

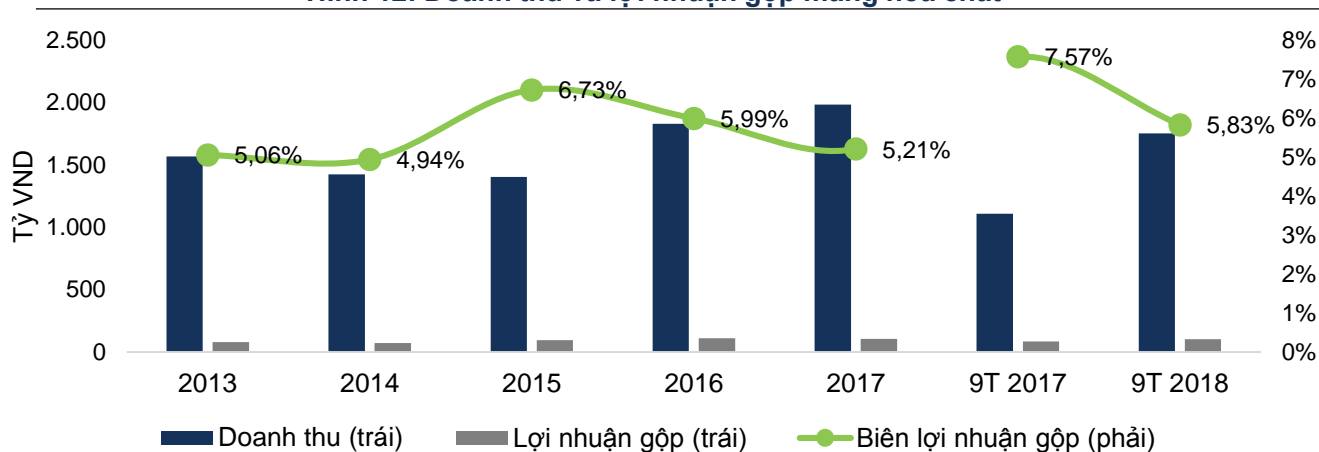
Nguồn: FPTs Research

Tuy nhiên, ngân sách trong giai đoạn 2016-2020 khá hạn hẹp khi chỉ có khoảng 292.000⁵ tỷ đồng chỉ tương đương với khoảng 30% nhu cầu. Vì vậy, chúng tôi đánh giá tình hình huy động vốn cho các dự án trong giai đoạn này là một yếu tố cần phải theo dõi.

3. Mảng Hóa chất

Hóa chất là mảng kinh doanh mang tính chất thương mại của PLC. Các sản phẩm chủ yếu là hóa chất dung môi có nguồn gốc từ dầu thô. Các khách hàng chính là các doanh nghiệp sản xuất sơn, mực in, keo, formaline, thuốc bảo vệ thực vật. Hiện nay, thị phần của PLC ở mức khoảng 25%. Các đối thủ cạnh tranh chính của PLC chủ yếu là các công ty đa quốc gia lớn như Top Solvent, Brentag Vietnam, Dealim Vietnam, Riverbank Vietnam.

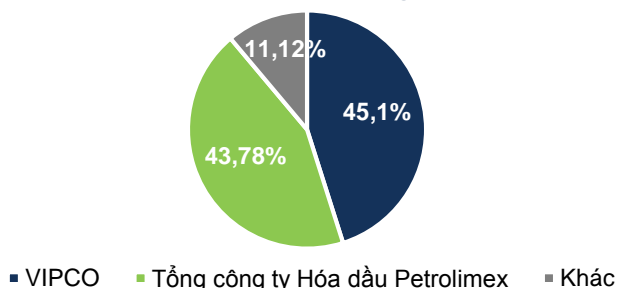
⁵ Nội dung trả lời chất vấn của Bộ trưởng Bộ Giao thông vận tải tại Kỳ họp thứ 05 Quốc hội khóa XIV

Hình 12: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng hóa chất


Nguồn: FPTIS Research

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức thấp. Do tính chất hoạt động thương mại nên mặc dù đóng góp doanh thu lớn cho PLC nhưng biên lợi nhuận gộp của mảng này chỉ 5 – 6% và mang lại 16% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp.

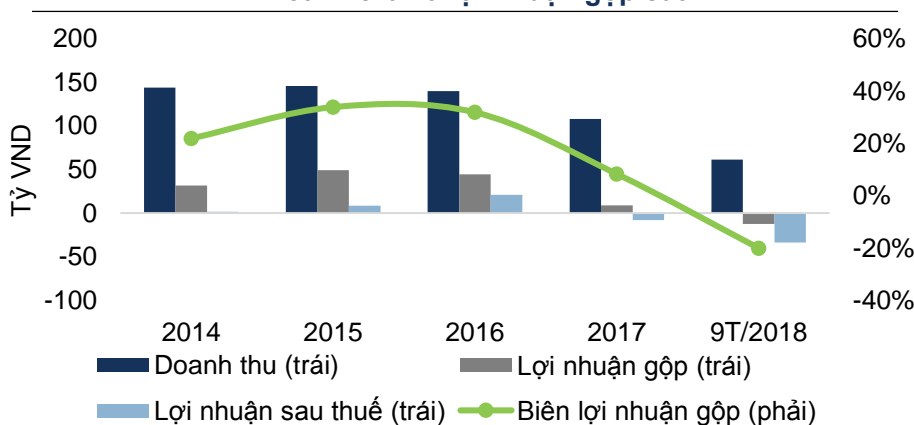
4. Kết quả kinh doanh của PLC chịu ảnh hưởng tiêu cực từ công ty liên kết – VPA (UpCom)

Hình 13: Cơ cấu cổ đông của VPA


Công ty cổ phần vận tải Hóa dầu VP (VPA – UpCom) được thành lập dựa trên vốn góp của hai cổ đông lớn là Công ty cổ phần vận tải Xăng dầu VIPCO (VIPCO) – 68 tỷ đồng và Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex – 66 tỷ đồng, cùng với các cổ đông khác là cán bộ công nhân viên của hai công ty trên.

Nguồn: FPTIS Research

VPA là công ty hoạt động trong lĩnh vực vận tải nhựa đường ven biển và viễn dương. Hiện tại, công ty có hai tàu chở nhựa đường tải trọng nhỏ là ASPHALT 1 và ASPHALT 2 với tải trọng mỗi tàu là 2.800 DWT (hơn 2.842 tấn).

Hình 14: Doanh thu và lợi nhuận gộp của VPA


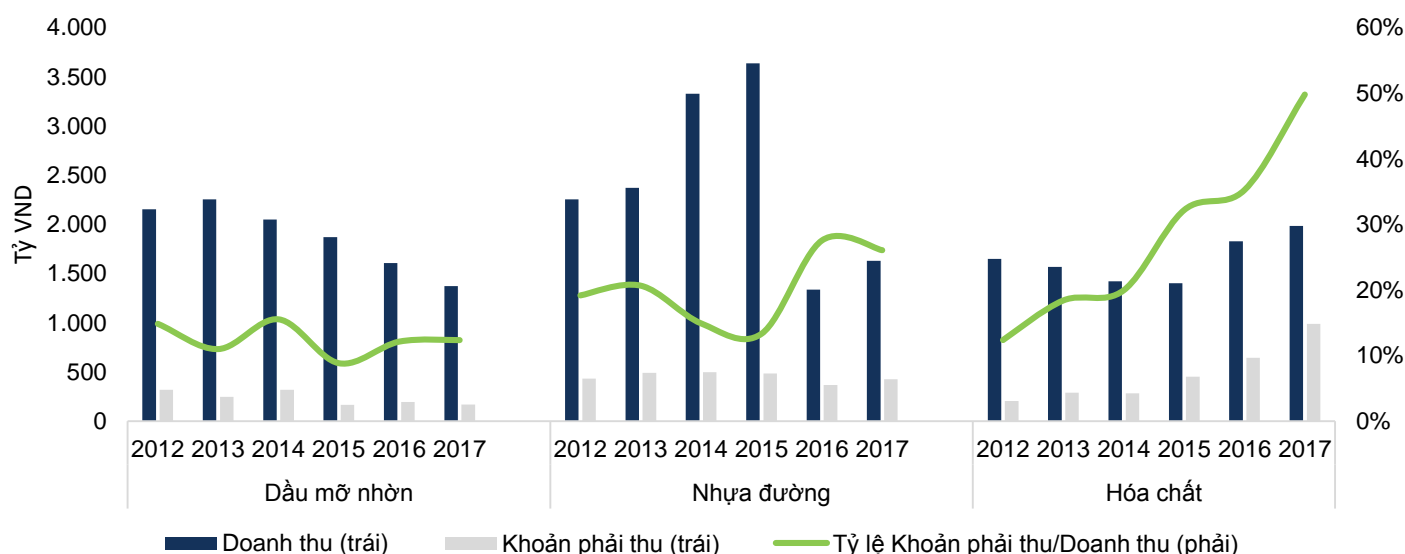
Nguồn: FPTIS Research

Kết quả kinh doanh của VPA giảm mạnh trong những năm gần đây. Do áp lực cạnh tranh từ các tàu có tải trọng lớn nên sản lượng và giá cước vận chuyển của doanh nghiệp đều giảm, lũy kế 9 tháng đầu năm 2018, VPA đã lỗ hơn 33 tỷ đồng nên PLC phải chịu khoản lỗ hơn 14 tỷ đồng từ công ty này. Năm 2018, chúng tôi ước tính VPA lỗ hơn 39 tỷ đồng, tương ứng, PLC sẽ ghi nhận khoản lỗ từ công ty liên kết là hơn 17 tỷ đồng. Với tình hình hoạt động kinh doanh chưa được cải thiện nên chúng tôi cho rằng PLC sẽ tiếp tục phải ghi nhận các khoản lỗ từ công ty này.

III. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh nghiệp bị khách hàng mản hóa chất chiếm dụng vốn

Hình 15: Khoản phải thu và tỷ lệ khoản phải thu/doanh thu các lĩnh vực của PLC

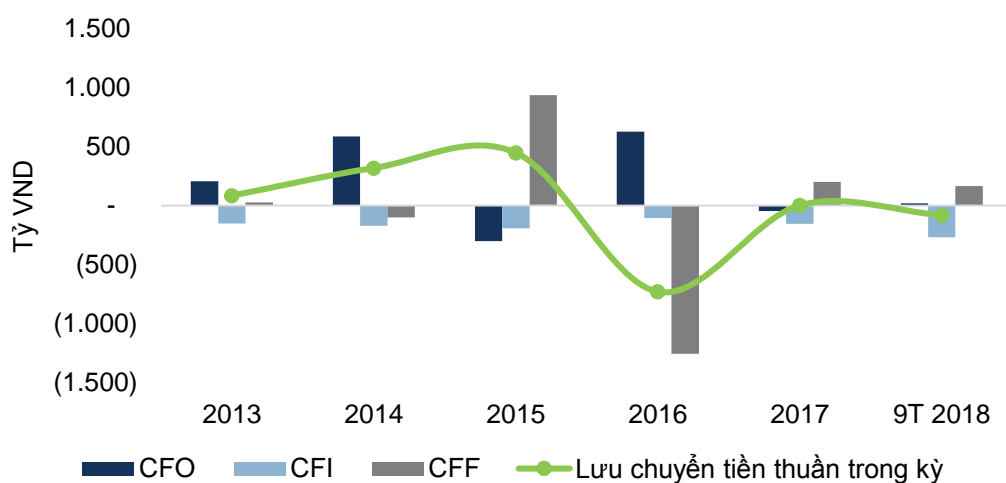


Nguồn: FPT Research, PLC

Khoản phải thu khách hàng của PLC tăng dần và lên tới 1.666 tỷ đồng vào năm 2017, tương đương với 34,8% doanh thu. Trong đó, khoản phải thu của mảng hóa chất chiếm tỷ trọng lớn nhất (chiếm 63% tổng các khoản phải thu-năm 2017). Hơn nữa, tỷ lệ khoản phải thu/doanh thu của mảng này cũng tăng từ 12,35% lên tới 49,84% trong giai đoạn 2013 – 2017. Nguyên nhân chính là do PLC giãn thời gian trả nợ cho các khách hàng nhằm thúc đẩy tăng trưởng doanh thu. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh có xu hướng xấu đi, việc bị chiếm dụng vốn của mảng hóa chất sẽ gây áp lực lên vốn lưu động và dòng tiền của doanh nghiệp.

2. Dòng tiền doanh nghiệp không ổn định

Hình 16: Dòng tiền doanh nghiệp



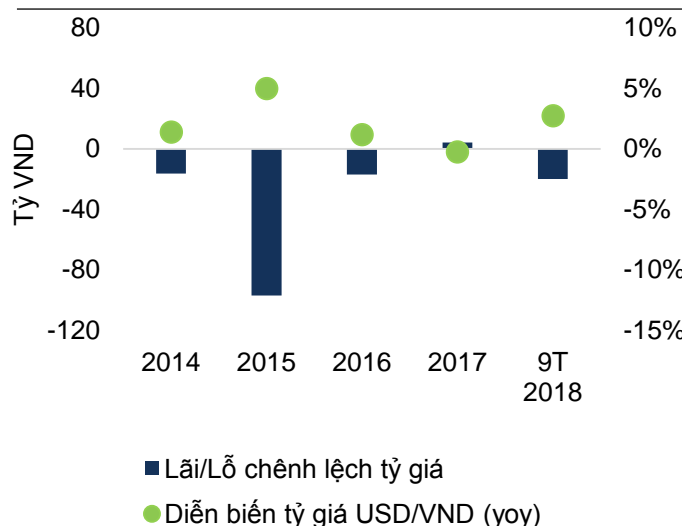
Nguồn: FPT Research, PLC

Dòng tiền hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp không ổn định do biến động của nhu cầu vốn lưu động giữa các năm. Trong giai đoạn 2012 – 2017 vốn lưu động của doanh nghiệp bị biến động mạnh do sự thay đổi của khoản phải thu và khoản phải trả (chủ yếu là khoản nợ công ty Petrolimex Singapore). Việc này ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền hoạt động kinh doanh, đồng thời, dòng tiền tài chính cũng chịu ảnh hưởng do phải đi vay để tài trợ cho nhu cầu vốn lưu động và trả nợ ở năm sau. Việc dòng tiền không ổn định có thể sẽ gây khó khăn cho ban lãnh đạo trong việc điều hành công ty.

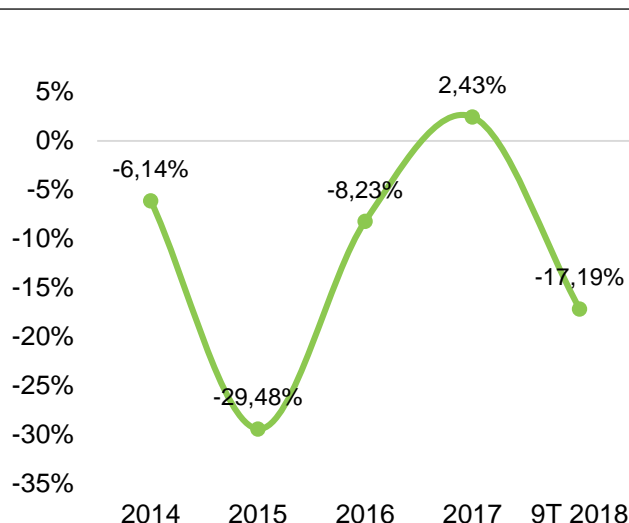
3. Rủi ro chênh lệch tỷ giá

PLC nhập nguyên liệu bằng đồng USD và doanh thu bán hàng chủ yếu bằng đồng VND. Đồng thời tính đến hết quý 3 năm 2018, doanh nghiệp có khoản nợ bằng đồng USD tương đương với hơn 124 tỷ VND. Khi tỷ giá USD/VND tăng, khoản nợ bằng đồng USD của PLC sẽ tăng giá trị và doanh nghiệp sẽ phải nhập nguyên liệu với chi phí cao hơn. Vì vậy, biến động tỷ giá USD/VND sẽ ảnh hưởng lớn tới lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 17: Ảnh hưởng của tỷ giá USD/VND



Hình 18: Tỷ trọng khoản lãi/lỗ tỷ giá trên LNST



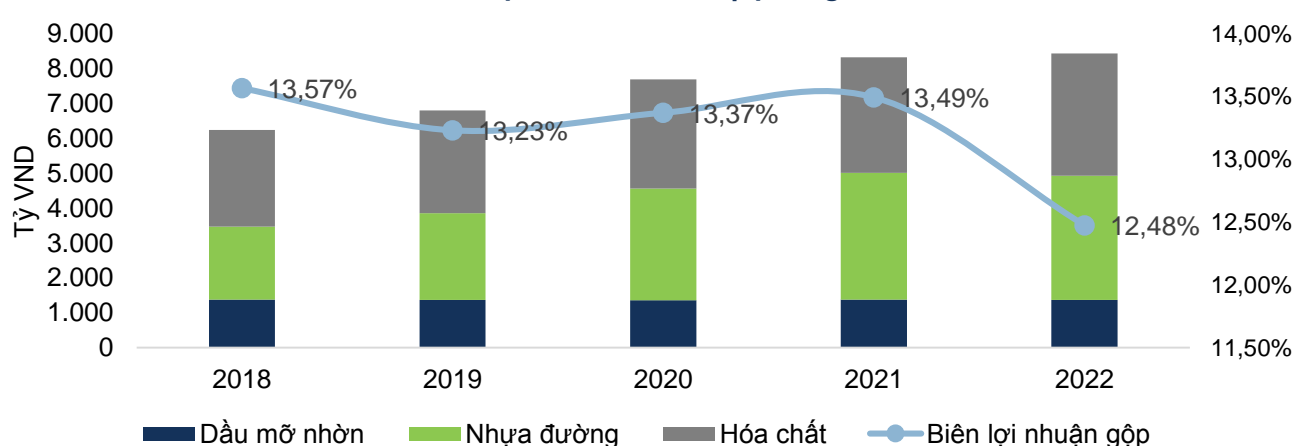
Nguồn: FPTIS Research

IV. TRIỂN VỌNG CÁC LĨNH VỰC KINH DOANH

Như đã phân tích ở các phần trên, triển vọng các lĩnh vực kinh doanh chính của PLC như sau

- **Mảng dầu nhờn:** Chúng tôi dự phóng tăng trưởng của mảng dầu mỡ nhờn dựa trên tăng trưởng của lượng phương tiện giao thông lưu hành và khả năng cạnh tranh của PLC. Triển vọng tăng trưởng của mảng này không thực sự khả quan khi áp lực cạnh tranh tăng, thị trường xe máy đã gần bão hòa và khó cạnh tranh trên thị trường dầu nhờn cho ô tô.
- **Mảng nhựa đường:** Trong giai đoạn từ 2018 – 2021, triển vọng tăng trưởng của mảng nhựa đường khá khả quan khi một loạt các dự án đường cao tốc dự kiến hoàn thành trong năm 2021 với mục tiêu 2.703km đường cao tốc. Trong dài hạn, từ 2020 – 2030, Chính Phủ đặt mục tiêu hoàn thành 2.699km đường cao tốc. Dự phóng mảng nhựa đường sẽ tăng trưởng trong giai đoạn 2018 – 2021 và suy giảm vào năm 2022.

Hình 19: Kết quả kinh doanh dự phóng của PLC



Nguồn: FPTIS Research

V. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ PLC

Mô hình định giá của chúng tôi theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Trọng số
	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	13.576	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	13.790	50%
	Giá mục tiêu	13.683,17	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	8,51%	Phần bù rủi ro	9,65%
Chi phí sử dụng nợ trước thuế	4,21%	Hệ số beta không đòn bẩy	0,51
Chi phí sử dụng VCSH	16,26%	Tăng trưởng dài hạn	1,1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 5 năm	5,31%	Thời gian dự phóng	5 năm

Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu		522.271
(+ Tiền và đầu tư tài chính		648.417
Giá trị vốn chủ sở hữu		1.096.932
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		80,8
Giá mục tiêu (VND/cp)		13.576

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp		57.958
(+ Tiền và đầu tư tài chính		648.417
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn		1.654.058
Giá trị vốn chủ sở hữu		1.114.235
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)		80,8
Giá mục tiêu (VND/cp)		13.790

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

HKD (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F	2020F	CĐKT (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	5.046	6.247	6.802	7.690	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	4.266	5.399	5.902	6.662	+Tiền và tương đương tiền	565	605	550	592
Lợi nhuận gộp	780	848	900	1.028	+Đầu tư TC ngắn hạn	44	44	44	44
- Chi phí bán hàng	445	476	508	567	+Các khoản phải thu	1.566	1.724	1.881	2.139
- Chi phí quản lí DN	90	99	122	142	+Hàng tồn kho	777	896	979	1.105
Lợi nhuận khác	2	5	6	7	+Tài sản ngắn hạn khác	32	9	9	9
- Doanh thu TC	32	28	32	34	Tổng tài sản ngắn hạn	2.983	3.277	3.464	3.888
- Chi phí TC	60	77	94	101	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.052	1.324	1.560	1.717
- Chi phí lãi vay	54	70	86	92	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	506	664	763	768
Lợi nhuận trước thuế	215	229	215	259	+ Đầu tư tài chính dài hạn	63	46	34	23
- Thuế TNDN	44	46	43	52	+Tài sản dài hạn khác	166	166	166	166
LNST	171	166	160	196	+ Xây dựng cơ bản dở dang	153	153	153	153
EPS (đ)	1.905	1.848	1.776	2.182	Tổng tài sản dài hạn	898	1.037	1.124	1.117
					Tổng cộng tài sản	3.881	4.314	4.587	5.005
					Nợ & Vốn chủ sở hữu				
					+ Phải trả người bán	780	726	791	905
					+ Vay và nợ ngắn hạn	1.579	1.999	2.185	2.466
					+ Nợ ngắn hạn khác	13	13	13	13
					Nợ ngắn hạn	2.462	2.871	3.137	3.554
					+ Vay và nợ dài hạn	75	71	57	42
					+ Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
					Nợ dài hạn	75	71	57	42
					Tổng nợ	2.537	2.943	3.194	3.597
					+ Thặng dư	4	4	4	4
					+ Vốn điều lệ	808	808	808	808
					+ LN chưa phân phối	173	201	223	238

Chỉ số khả năng sinh lợi	2017	2018F	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15,5%	13,6%	13,2%	13,4%
Tỷ suất LNST	3,4%	2,7%	2,3%	2,6%
ROE	13%	12%	11%	14%
ROA	3,4%	2,7%	2,3%	2,6%
Vòng quay tổng tài sản	1,39	1,52	1,53	1,60
Đòn bẩy tài chính	2,89	3,15	3,29	3,55

Vốn chủ sở hữu	1.344	1.371	1.394	1.408
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	3.881	4.314	4.587	5.005

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018F	2019F	2020F
CS thanh toán hiện hành	1,21	1,14	1,10	1,09
CS thanh toán nhanh	0,90	0,83	0,79	0,78
CS thanh toán tiền mặt	0,25	0,23	0,19	0,18
Nợ / Tài sản	65,4%	68,2%	69,6%	71,9%
Nợ / Vốn CSH	188,8%	214,6%	229,2%	255,4%
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	183,2%	209,4%	225,1%	252,4%
Nợ dài hạn / Vốn CSH	5,6%	5,2%	4,1%	3,0%
Khả năng TT lãi vay	4,97	4,29	3,50	3,82

Chỉ số hiệu quả vận hành	2017	2018F	2019F	2020F
Số ngày phải thu	103,54	103,54	103,54	103,54
Số ngày tồn kho	64,60	60,81	60,81	60,81
Số ngày phải trả	56,44	38,85	41,85	42,26
Thời gian luân chuyển tiền	111,69	125,5	122,51	122,09
COGS / Hàng tồn kho	5,49	6,02	6,02	6,02

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 215 cổ phiếu PLC và chuyên viên tư vấn không nắm giữ cổ phiếu PLC nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,
136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ
Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6290 8686
Fax: (84.8) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 355 3666
Fax: (84.511) 355 3888