

Tổng công ty Hoá dầu Petrolimex (PLC)

KHẢ QUAN

Hoá chất

Giá hiện tại	VND20.200
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND33.838/VND20.330
Giá mục tiêu	VND26.000
Cập nhật gần nhất	NA
TP & Consensus	NA
Tiềm năng tăng giá	28,7%
Tỷ suất cổ tức	4,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	33,6%

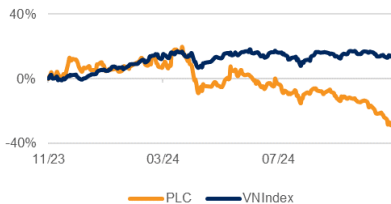
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Kém khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	64,5
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,1
Sở hữu NN (tr USD)	31,4
Số CP lưu hành (tr)	80,8
Số CP sau pha loãng (tr)	80,8

	PLC	Ngành	VNI
P/E trượt	27,8x	26,3x	13,2x
P/B hiện tại	1,3 x	2,2x	1,7x
ROA	1,5%	7,3%	2,1%
ROE	4,8%	13,6%	12,7%

* dữ liệu ngày 08/11/2024

Diễn biến giá



Giá CP (%)	1T	3T	12T
PLC	-12,8	-16,5	-22,9
Tương quan VNI	-2,0	0,7	15,6

Cơ cấu sở hữu

PLX	79,1%
Vũ Văn Chiến	0,5%
Khác	20,4%

Tổng quan doanh nghiệp

PLC – thành viên của Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam, là doanh nghiệp đa ngành hoạt động trong lĩnh vực hóa dầu tại Việt Nam. PLC hoạt động trong ba lĩnh vực chính là sản xuất và phân phối nhựa đường, dầu nhờn và hóa phẩm dầu khí. Hiện nay, PLC dẫn đầu thị trường tiêu thụ nhựa đường trong nước với 30%. Ngoài ra, PLC cũng đứng thứ hai về tiêu thụ dầu nhờn tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Dương Thị Thu Huệ

hue.duongthu@vndirect.com.vn

Đầu tư công thức đẩy lợi nhuận năm 2025

- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá 28,7% và tỷ suất cổ tức 4,9%.
- PLC là doanh nghiệp nhựa đường hàng đầu tại Việt Nam với 30% thị phần và năng lực cung ứng đứng đầu toàn quốc. Ngoài ra, PLC còn là doanh nghiệp đi đầu trong ngành dầu nhờn và hóa chất dầu khí tại Việt Nam.
- P/E trượt hiện ở mức 27,8x, cao hơn mức trung bình ngành 5 năm là 17,2x nhưng thấp hơn so với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025.

Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận ròng 9T24 giảm 72% svck xuống còn 23 tỷ đồng chủ yếu do kết quả kinh doanh mảng nhựa đường và hóa chất suy giảm.
- Tình hình tài chính kém khả quan với tỷ lệ nợ ròng/VCSH vào cuối Q3/24 là 1,0x, tỷ lệ thanh toán nhanh và khả năng thanh toán lãi vay ở mức thấp.
- Chúng tôi dự báo LN ròng năm 2024 sẽ giảm 57% svck do mảng nhựa đường và hóa chất hoạt động kém hiệu quả. Kỳ vọng sẽ có sự hồi phục mạnh mẽ ở mức 161,1% svck trong 2025 khi các dự án giao thông quan trọng đồng loạt bước vào giai đoạn trải nhựa.

Luận điểm đầu tư

Đẩy mạnh đầu tư CSHT giao thông sẽ thúc đẩy tiêu thụ nhựa đường

Chúng tôi tin rằng nhu cầu nhựa đường sẽ tăng trưởng mạnh trong những năm tới, thúc đẩy bởi kế hoạch hoàn thành 5.000 km cao tốc vào 2030 của Chính phủ. Với công suất thiết kế đạt 400.000 tấn/năm (dẫn đầu thị trường), PLC sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ chu kỳ đầu tư của Chính phủ vào CSHT giao thông đường bộ khi DN dẫn đầu với 30% thị phần tiêu thụ nội địa. Chúng tôi kỳ vọng lượng backlog lớn vào 2025 sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC tăng 35% svck.

Tiêu thụ dầu nhờn tăng trưởng dưới TB ngành do áp lực cạnh tranh cao

Nhu cầu dầu nhờn trong nước được dự báo tăng trưởng với CAGR 5,3% trong 2024-26, thúc đẩy bởi thị trường ô tô và xe tải. PLC có lợi thế cạnh tranh lớn với 65% sản lượng tiêu thụ dầu nhờn thông qua Petrolimex (PLX). Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh lớn trong ngành, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC chỉ tăng 2%/năm trong giai đoạn 2024-26, thấp hơn mức trung bình ngành.

Triển vọng khiêm tốn cho DN thương mại hóa chất do cạnh tranh khốc liệt

Thị trường hóa chất Việt Nam được dự báo tăng trưởng 10-11%/năm trong giai đoạn 2020-30 nhờ nhu cầu sản xuất công nghiệp. Tuy nhiên, sự cạnh tranh khốc liệt và thực trạng phân mảnh của thị trường sẽ hạn chế khả năng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC với mô hình một doanh nghiệp thương mại. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC chỉ tăng 2%/năm trong 2025-26. Biên LN gộp hoá chất có thể bị thu hẹp hơn trong tương lai do cạnh tranh về giá.

Duy trì tỷ lệ đòn bẩy cao gây áp lực lên lợi nhuận

PLC liên tục duy trì đòn bẩy cao khi tỷ lệ nợ/VCSH trong Q3/24 đã tăng mạnh 13,7% svck, lên mức 1,0x. Hầu hết các khoản vay của PLC là vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động của mảng nhựa đường và hóa chất. Chúng tôi tin rằng việc duy trì tỷ lệ đòn bẩy cao sẽ tiếp tục gây áp lực lên chi phí tài chính và làm xói mòn lợi nhuận của công ty trong thời gian tới.

	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT (svck)	-7,4%	-11,7%	11,9%	-6,1%
Tăng trưởng EPS (svck)	-12,9%	-57,0%	161,1%	28,6%
Biên LN gộp	12,2%	11,7%	12,6%	13,4%
Biên LN ròng	1,3%	0,6%	1,5%	2,0%
P/E (x)	19,7	46,0	17,6	13,7
Rolling P/B (x)	1,6			
ROAE	8,0%	3,5%	9,8%	13,6%
Nợ vay ròng/VCSH	51,0%	60,6%	68,8%	40,9%

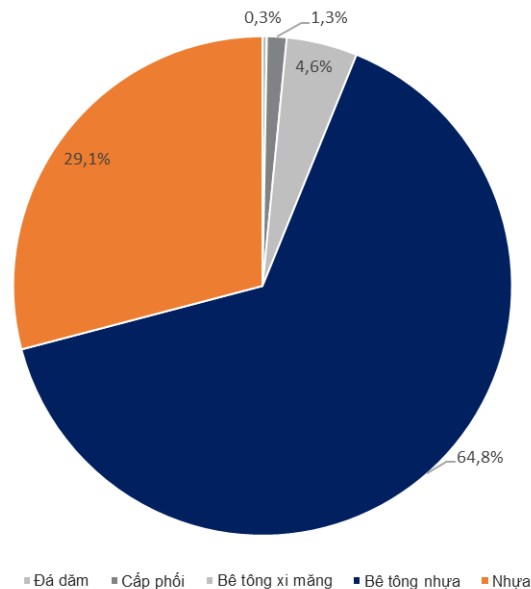
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng mảng nhựa đường: Nhu cầu trong nước chậm lại trong năm 2024 trước khi bùng nổ trong 2025

Nhựa đường - vật liệu chính trong ngành xây dựng đường bộ

Nhựa đường là chất bán rắn, màu đen và có độ nhớt cao. Phần lớn nhựa đường có nguồn gốc từ dầu mỏ. Vật liệu này được sử dụng rộng rãi trong ngành xây dựng với 80% nhựa đường được dùng để sản xuất bê tông nhựa đường. 20% còn lại sẽ được sản xuất chuyên sâu để chống thấm cho các công trình xây dựng. Là vật liệu quan trọng trong xây dựng và sửa chữa cầu đường, nhựa đường thường chiếm khoảng 35% chi phí xây dựng đường bộ và chiếm khoảng 5% tổng mức đầu tư của mỗi dự án (ước tính dựa trên việc xây dựng đường mới). Mặt khác, nhựa đường là sự lựa chọn lý tưởng cho việc xây dựng đường cao tốc và đường quốc lộ với những ưu điểm vượt trội so với đường xi măng và đường cấp phối như: 1) dễ dàng và rút ngắn thời gian thi công cũng như thời gian bảo dưỡng; 2) tiết kiệm chi phí; 3) độ đàn hồi tốt và giảm thiểu sự mài mòn từ các phương tiện giao thông; và 4) giảm tiếng ồn.

Hình 1: Cấu trúc đường quốc lộ Việt Nam theo kết cấu



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng dài hạn tích cực nhờ quy hoạch phát triển cơ sở hạ tầng

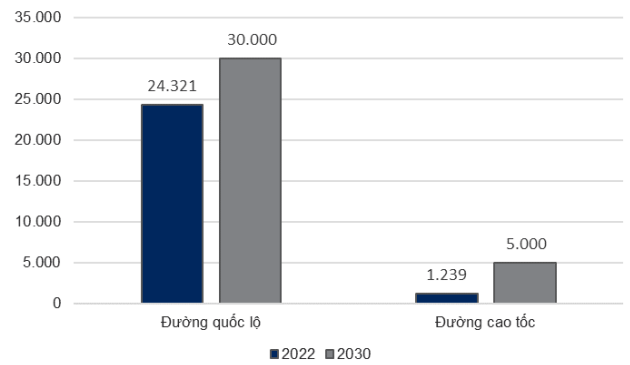
Theo Bộ Công Thương, tổng chiều dài đường bộ cả nước là 595.201km, trong đó tổng chiều dài đường quốc gia (đường quốc lộ, đường cao tốc) chiếm 4,3%, đạt 25.560km. Hiện nay, hệ thống đường bộ quốc gia chủ yếu được trải bê tông nhựa, chiếm khoảng 64,7%, còn lại là đường xi măng, đường nhựa, đường cấp phối... Bên cạnh đó, có tới 39% mạng lưới đường quốc lộ nằm ở vùng núi và nhiều tuyến đường được quy hoạch là đường quốc lộ nhưng chưa được nâng cấp, tiêu chuẩn thiết kế thấp. Theo quy hoạch, đến năm 2030, cả nước sẽ bổ sung thêm 5.679km đường quốc lộ và 3.761km đường cao tốc. Chúng tôi ước tính tổng khối lượng nhựa đường cần thiết vào khoảng 19,1 triệu tấn. Nếu tính cả việc nâng cấp, cải tạo các tuyến đường quốc lộ cũ thì tổng nhu cầu nhựa đường vào khoảng 27,7 triệu tấn. Đây là nhu cầu rất lớn cho ngành công nghiệp nhựa đường Việt Nam trong thời gian tới, mở ra cơ hội lớn cho các doanh nghiệp nhựa đường tại Việt Nam về lâu dài.

Hình 2: Chiến lược phát triển cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ Việt Nam giai đoạn 2022-30.

STT	Loại đường	Hiện trạng	Mục tiêu đến năm 2030
1	Quốc lộ	- Hiện trạng: 24.321km/125 tuyến - Đường ven biển: đã hoàn thành đầu tư theo quy hoạch 1.457km, đang thi công 590km	- Tổng chiều dài quy hoạch: 30.000 km/172 tuyến - Nâng cấp, cải tạo: 4.700 km/106 tuyến - Nối thông tuyến đường Hồ Chí Minh - Đầu tư đường ven biển
2	Cao tốc	- Khai thác: 1.239km - Đang xây dựng: 840km	- 2022 - 2030: 5.000 km đường cao tốc
3	Vành đai đô thị	- Hà Nội: Cơ bản nối thông vành đai 3 - TP.HCM: Cơ bản nối thông vành đai 2	- Hà Nội: Vành đai 4 (112,8 km), khởi công xây dựng Vành đai 5 - TP. HCM: Vành đai 3 (76,34 km), khởi công xây dựng một số đoạn của Vành đai 4

Nguồn: BỘ GTVT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chính phủ dự kiến sẽ xây dựng 9.441 km đường quốc lộ và cao tốc trong giai đoạn 2022-30.



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Trong giai đoạn 2021-25, đầu tư phát triển cơ sở hạ tầng giao thông là ưu tiên hàng đầu của Chính phủ, với tổng mức đầu tư cho Bộ Giao thông Vận tải đạt 396.000 tỷ đồng. Theo báo cáo của các chủ đầu tư dự án, dự kiến Bộ Giao thông Vận tải sẽ giải ngân khoảng 74.600 tỷ đồng vào năm 2024, đưa tổng mức giải ngân trong giai đoạn 2021-24 lên 308.500 tỷ đồng. Như vậy, bao gồm cả nguồn vốn bổ sung do Chính phủ phê duyệt (năm 2024), Bộ Giao thông Vận tải cần giải ngân khoảng 105.600 tỷ đồng trong năm 2025 để hoàn thành số vốn được giao trong giai đoạn 2020-25. Tính đến giữa T9/24, khoảng 1.700km đường cao tốc đang được xây dựng để đạt mục tiêu hoàn thành 3.000km đường cao tốc vào năm 2025 và cả nước cũng đang chuẩn bị khởi công xây dựng thêm 1.400km đường cao tốc để đạt mục tiêu hoàn thành 5.000km đường cao tốc vào năm 2030. Chúng tôi tin rằng việc Chính phủ thúc đẩy đầu tư xây dựng và cải tạo đường bộ trong trung và dài hạn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho ngành vật liệu cơ bản nói chung và ngành nhựa đường nói riêng.

Nhu cầu nhựa đường sẽ phục hồi mạnh mẽ vào năm 2025

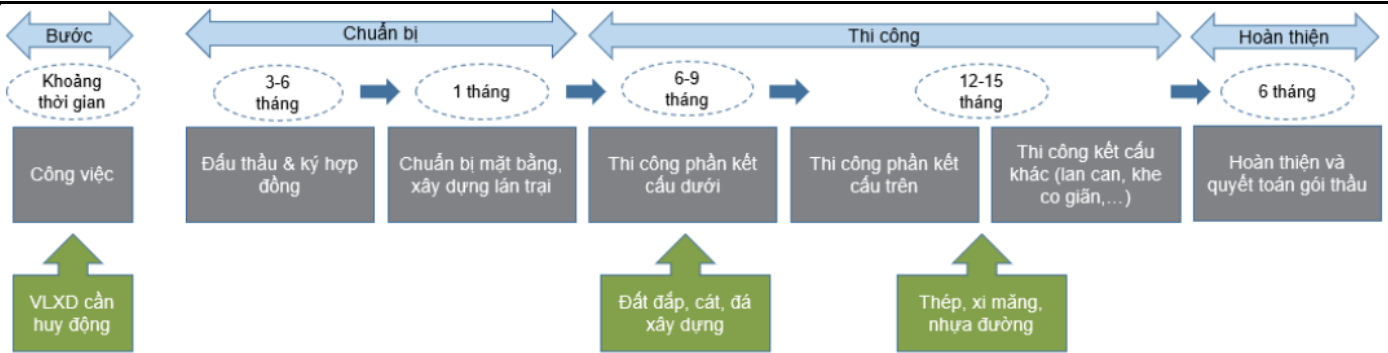
Nhu cầu nhựa đường chậm lại trong 2024 do thiếu các dự án trải nhựa

Sau khi 11 dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1 hoàn thành vào cuối Q4/24, dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 với 12 dự án thành phần tiếp tục được đẩy nhanh tiến độ. Trong 6T24, cả nước ghi nhận 2 dự án đường bộ trọng điểm (thuộc dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 1) được đưa vào khai thác là Cam Lâm - Vĩnh Hảo và Diên Châu - Bãi Vọt (19km còn lại) với tổng chiều dài khoảng 98km, thấp hơn con số 312km cao tốc được đưa vào khai thác trong quý 6/2023. Nguyên nhân chính là các dự án trọng điểm như dự án cao tốc Bắc - Nam phía đông, dự án vành đai 4 Hà Nội, dự án vành đai 3 TP.HCM, dự án cao tốc Biên Hòa - Vũng Tàu, cao tốc Khánh Hòa - Buôn Ma Thuột có tỷ lệ giải ngân thấp do điều kiện thời tiết không thuận lợi và vướng mắc về pháp lý trong quá trình giải ngân vốn đầu tư công.

Chúng tôi quan sát thấy một dự án xây dựng đường bộ thường kéo dài từ 28 đến 37 tháng kể từ thời điểm đấu thầu đến khi quyết toán và thông xe (không bao gồm thời gian đền bù và giải phóng mặt bằng). Giai đoạn trải nhựa thường diễn ra gần cuối giai đoạn thi công (khoảng 6-12 tháng trước khi hoàn thành các gói thầu xây dựng và thông xe kỹ thuật). Do thiếu hụt các dự án cần trải nhựa, nhu cầu tiêu thụ nhựa đường trong 6T24 đã giảm mạnh. Cụ thể, doanh thu nhựa đường của các doanh nghiệp nhựa đường lớn trong nước như PLC đã giảm 30,2% svck trong 6T24. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu nhựa đường trong nước sẽ tăng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2024 do các dự án giao thông

trọng điểm (chủ yếu là các dự án thành phần của Đường cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2) đang được đẩy nhanh tiến độ để đạt tiến độ thông xe vào năm 2025. Cụ thể, với hai trong số mười hai dự án thành phần (dự án Vũng Áng - Bùng và Vân Phong - Nha Trang với tổng chiều dài 141km) đã đạt tỷ lệ giải ngân trên 60% và dự kiến thông xe vào tháng 4 năm 2025, cùng với các dự án khác đang triển tiến tốt, chúng tôi ước tính khoảng 40% sản lượng dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 (với tổng chiều dài 293km) sẽ được trải nhựa vào năm 2024. Ngoài ra, việc nâng cấp Quốc lộ 4B - Lạng Sơn cũng dự kiến sẽ góp phần vào nhu cầu tiêu thụ nhựa đường trong năm 2024. Tóm lại, chúng tôi ước tính khoảng 375 km đường cao tốc và quốc lộ (thuộc các dự án trọng điểm) sẽ được trải nhựa vào năm 2024, với phần lớn khối lượng công việc được thực hiện trong 6 tháng cuối năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng nhu cầu nhựa đường trong nước trong năm 2024 sẽ vẫn ở mức thấp so với mức nền cao trong năm 2023.

Hình 4: Quy trình thực hiện thi công một dự án đường giao thông vận tải.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Các dự án giao thông lớn sẽ thúc đẩy nhu cầu nhựa đường năm 2025

Chúng tôi đánh giá tích cực hơn về tiềm năng tiêu thụ nhựa đường trong nước vào năm 2025 khi hàng loạt dự án khởi công năm 2023 đi vào giai đoạn cuối. Cụ thể:

- Bốn dự án thành phần của tuyến cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 gồm: Bãi Vọt - Hàm Nghi, Hàm Nghi - Vũng Áng, Bùng - Vạn Ninh và Vạn Ninh - Cam Lộ với tổng chiều dài 209km, đã đạt trên 50% tiến độ và dự kiến hoàn thành vào ngày 30/4/2025. Dự án Quảng Ngãi - Quy Nhơn với tổng chiều dài 88km và tiến độ giải ngân dưới 50% dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2025. Theo đó, chúng tôi dự kiến khoảng 60% backlog dự án cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 (với tổng chiều dài ước tính là 436km) sẽ được trải nhựa trong 2025.
- Các dự án xây dựng đường cao tốc/đường quốc lộ khác (với tổng chiều dài ước tính là 265km) dự kiến sẽ được trải nhựa trong 2025.

Chúng tôi tin rằng nhu cầu nhựa đường trong năm 2026 vẫn được hỗ trợ nhờ: 1) dự án Đường vành đai 4 Hà Nội dự kiến hoàn thành trong năm 2027; 3) dự án Đường vành đai 3 Thành phố Hồ Chí Minh dự kiến hoàn thành trong quý 2 năm 2026; 4) các dự án xây dựng/cải tạo đường khác sẽ khởi công vào năm 2024 và dự kiến hoàn thành vào năm 2026-27. Chúng tôi ước tính rằng khoảng 460km chiều dài đường cao tốc/đường quốc lộ/đường vành đai thuộc các dự án trên sẽ được trải nhựa đường vào năm 2026, thấp hơn so với nền cao trong năm 2025.

Hình 5: Một số dự án giao thông trọng điểm giai đoạn 2024-25

Các dự án trọng điểm	Chiều dài (km)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Tiến độ hiện tại (%)	Ngày khởi công	Ngày thông xe dự kiến
Dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 1					
Cam Lâm - Vĩnh Hào (giai đoạn 1)	79	8.925	100%	9/2021	4/2024
Diễn Châu - Bãi Vọt (đoạn từ quốc lộ 4B - Bãi Vọt)	19	11.150	100%	5/2021	4/2024
Dự án cao tốc Bắc Nam giai đoạn 2					
Bãi Vọt - Hàm Nghi	36	7.403	50%	1/2023	4/2025
Hàm Nghi - Vũng Áng	54	10.185	50%	1/2023	4/2025
Vũng Áng - Bùng	58	11.785	62%	1/2023	4/2025
Bùng - Vạn Ninh	51	10.526	50%	1/2023	10/2025
Vạn Ninh - Cam Lộ	68	10.591	50%	1/2023	4/2025
Quảng Ngãi - Hoài Nhơn	88	20.898	40%	1/2023	cuối năm 2025
Hoài Nhơn - Quy Nhơn	69	12.544	54%	1/2023	cuối năm 2025
Quy Nhơn - Chí Thạnh	62	12.298	52%	1/2023	10/2025
Chí Thạnh - Vân Phong	51	10.601	46%	1/2023	6/2025
Vân Phong - Nha Trang	83	12.906	67%	1/2023	4/2025
Cần Thơ - Hậu Giang	37	9.768	40%	1/2023	cuối năm 2025
Hậu Giang - Cà Mau	72	17.485	40%	1/2023	cuối năm 2025
Các dự án đường bộ khác					
Dự án đường vành đai 4 Hà Nội	113	85.813	NA	6/2023	2027
Dự án đường vành đai 3 TP.Hồ Chí Minh	76	75.378	17%	6/2023	Q2/26
Cao tốc Chợ Mới - Bắc Kạn	29	5.750	N/A	12/2024	2026
Quốc lộ 4B Lạng Sơn	62	2.300	N/A	12/2023	2024
Đường Hồ Chí Minh, đoạn Chợ Chu - Trung Sơn	29	1.665	N/A	6/2024	2025
Nâng cấp Quốc lộ 28B qua tỉnh Bình Thuận và Lâm Đồng	68	1.435	N/A	3/2024	2025
Cao tốc Dầu Giây - Tân Phú giai đoạn 1	60	8.776	N/A	cuối năm 2024	cuối năm 2026
Cao tốc Cao Lãnh - An Hữu, Giai đoạn 1	27	5.886	N/A	8/2024	2025
Cao tốc Mỹ An - Cao Lãnh, Giai đoạn 1	27	6.210	N/A	10/2025	2026
Nâng cấp 3 tuyến đường cao tốc quốc gia ở Đồng bằng sông Cửu Long	251	9.329	N/A	2025	2027
Cao tốc Lộ Tè - Rạch Sỏi	51	6.355	N/A	6/2024	9/2025
Đường Hồ Chí Minh đoạn Rạch Sỏi - Bến Nhất	52	3.904	N/A	3/2024	2025
Cao tốc TP.HCM - Mộc Bài	51	19.617	N/A	Q1/26	Q4/27
Cao tốc TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành	46	17.400	N/A	2024	2026
Cao tốc Gia Nghĩa - Chơn Thành	129	25.540	N/A	2025	Q1/27

Nguồn: BỘ GTVT, VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng ngành sản xuất dầu nhờn: Duy trì tăng trưởng nhờ nhu cầu ô tô và xe tải trong nước còn lớn

Ngành công nghiệp dầu nhờn phụ thuộc vào nhu cầu phương tiện giao thông trong nước

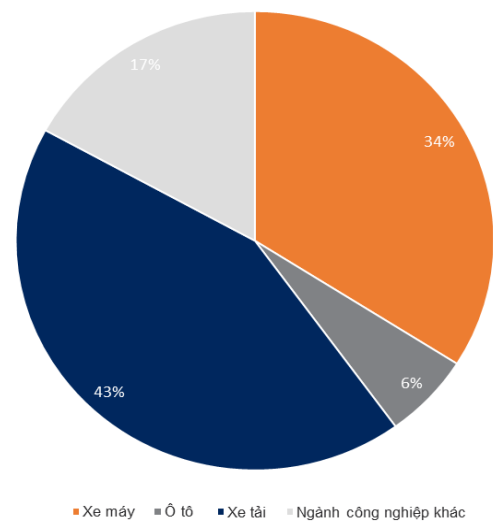
Dầu nhờn là sản phẩm của quá trình lọc hóa dầu với công dụng chính là bôi trơn động cơ, làm sạch, làm mát, làm kín, bảo quản, truyền nhiệt, cách điện... Do đó, dầu nhờn chủ yếu được sử dụng cho ngành vận tải, máy móc công nghiệp và các ngành sản xuất công nghiệp như phát điện, luyện kim, gia công kim loại.

Hình 6: Các loại dầu nhờn chính

Loại dầu nhờn	Mục đích sử dụng	Người/ngành dùng cuối
Dầu nhờn động cơ	Sử dụng cho xe gắn máy, các loại ô tô, các loại động cơ trên một số thiết bị, máy móc.	Người sử dụng ô tô, xe máy, xe tải
Dầu nhờn công nghiệp	Sử dụng trong Công nghiệp và được phân chia theo mục đích sử dụng như dầu nhờn chuyển động, dầu nhờn thủy lực, dầu biến thế, mỡ bôi trơn chuyên dụng	Ngành điện, ngành luyện kim, gia công kim loại, các ngành công nghiệp khác.
Dầu nhờn hàng hải	Dùng cho động cơ, máy móc thiết bị trên các tàu thuyền	Ngành hàng hải

Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Phương tiện giao thông là ngành đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong tiêu thụ dầu nhờn nội địa.



Nguồn: HUYNDAI, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam là một trong ba quốc gia có mức tiêu thụ dầu nhờn lớn nhất Châu Á, với quy mô thị trường đạt 292,7 triệu lít vào năm 2023. Các phương tiện giao thông (xe gắn máy, ô tô, xe tải) chiếm 83% nhu cầu tiêu thụ dầu nhờn của cả nước và phần còn lại dành cho sản xuất công nghiệp. Do đó, tiềm năng tiêu thụ dầu nhờn tại Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào triển vọng và xu hướng tiêu thụ của các phương tiện giao thông trong tương lai.

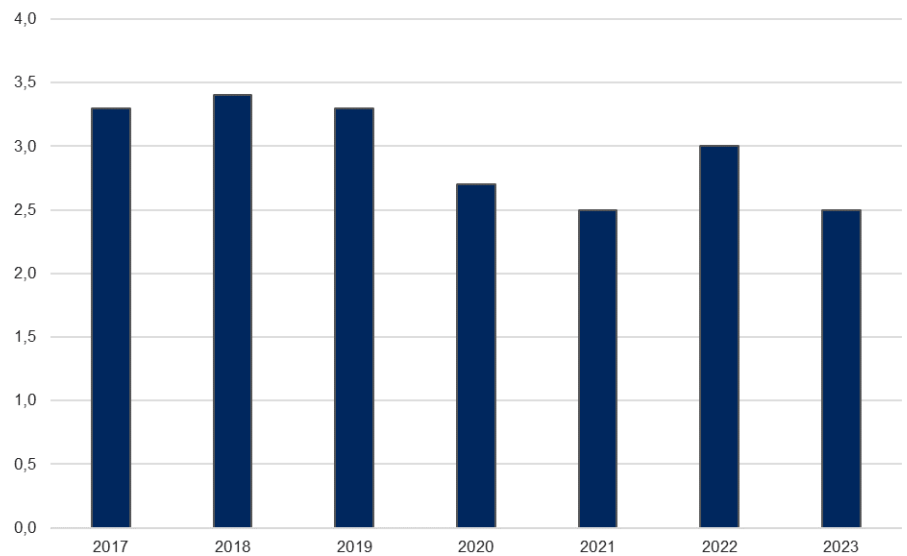
Thị trường ô tô, xe tải sẽ thúc đẩy tiêu thụ dầu nhờn trong nước

Nhu cầu dầu nhờn cho phân khúc xe gắn máy đã bão hòa

Tổng số xe gắn máy đăng ký tại Việt Nam hiện vào khoảng 72 triệu chiếc, tỷ lệ hộ gia đình sở hữu xe gắn máy là 86% - cao thứ 2 thế giới sau Thái Lan. Hiện nay, 72,8% người dân Việt Nam sở hữu xe gắn máy. Nhu cầu xe máy trong nước đang ở giai đoạn bão hòa khi doanh số bán xe máy trong nước bình quân giai đoạn 2020-23 đạt trung bình 2,7 triệu xe/năm, thấp hơn mức 3,3 triệu xe/năm của giai đoạn 2017-19. Theo Bộ Công Thương, Việt Nam đang trong giai đoạn "tiền ô tô hóa" khi nền kinh tế phát triển, thu nhập bình quân đầu người tăng và cơ sở hạ tầng giao thông ngày càng phát triển, thúc đẩy nhu cầu về ô tô. Với sự tăng trưởng mạnh mẽ của nhu cầu ô tô, nhu cầu xe máy chắc chắn sẽ dần bước vào giai đoạn suy thoái. Chúng tôi cho rằng nhu cầu về dầu nhờn cho phân khúc xe máy tại Việt Nam đang trong giai đoạn bão hòa, không còn nhiều dư địa tăng trưởng chủ yếu do: 1) Lượng tiêu thụ xe gắn máy mới sẽ giảm

2) Xe máy điện ngày càng tăng sẽ thay thế một phần xe gắn máy động cơ đốt trong, loại bỏ một phần nhu cầu về dầu nhớt.

Hình 8: Doanh số bán XE MÁY tại thị trường Việt Nam (triệu chiếc)



Nguồn: VAMM, VNDIRECT

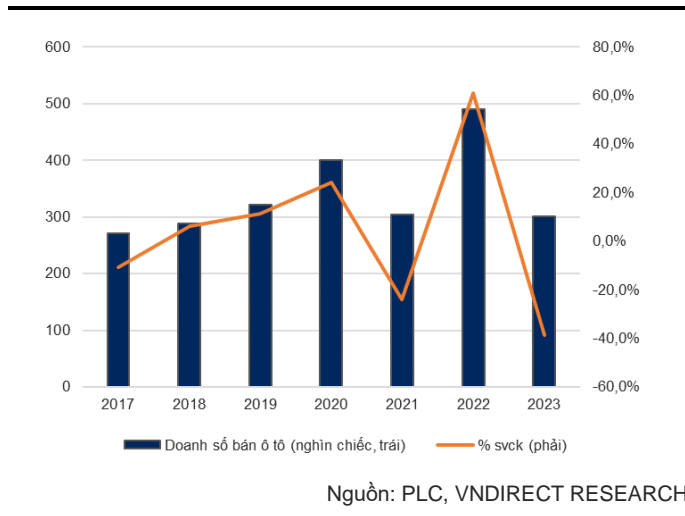
Nhu cầu ô tô và xe tải cao sẽ thúc đẩy tiêu thụ dầu nhờn

Nhu cầu về ô tô và xe tải tại Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng

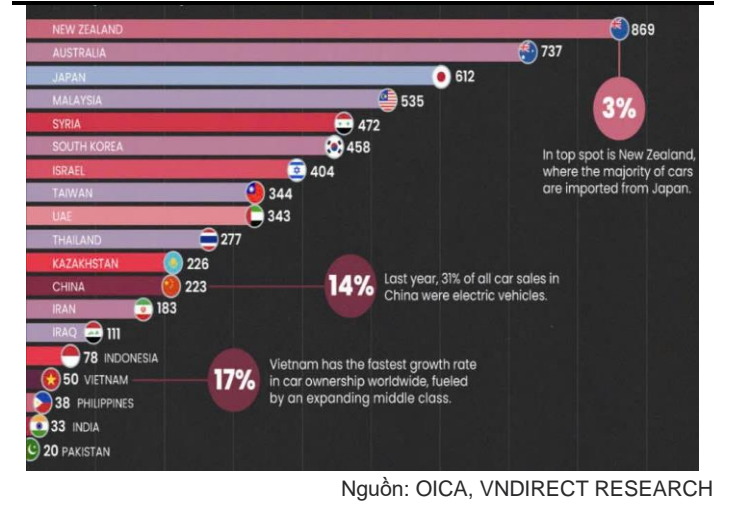
Việt Nam hiện có khoảng 5 triệu ô tô đã đăng ký và tỷ lệ dân số sở hữu ô tô là 5%. Mặc dù con số này thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực như Thái Lan, Nhật Bản và Trung Quốc, nhưng Việt Nam có tốc độ tăng trưởng sở hữu ô tô nhanh nhất thế giới, được thúc đẩy bởi sự gia tăng của tầng lớp trung lưu - theo nghiên cứu của Tổ chức các nhà sản xuất ô tô quốc tế (OICA). Trong giai đoạn 2017-22, số lượng ô tô mới bán ra tại Việt Nam đã tăng với tốc độ tăng trưởng kép là 12,5% trước khi giảm 38,6% svck vào năm 2023 do những khó khăn chung của nền kinh tế và môi trường lãi suất cao khiến người tiêu dùng thắt chặt chi tiêu vào các tài sản có giá trị cao. Tiêu thụ ô tô tại Việt Nam được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng 5-8% trong năm 2024 và tiếp tục tăng với tốc độ nhanh hơn trong giai đoạn tới nhờ sự gia tăng của tầng lớp trung lưu trong bối cảnh tỷ lệ sở hữu ô tô tại Việt Nam vẫn còn thấp.

Bên cạnh phân khúc ô tô, phân khúc xe tải cũng cho thấy triển vọng tích cực nhờ sự phát triển chung của nền kinh tế dẫn đến nhu cầu vận tải tăng. Theo nghiên cứu của Technavio trong báo cáo thị trường xe tải Việt Nam, thị trường xe tải Việt Nam sẽ tăng trưởng 7,15% trong năm 2024 và tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 8,05% trong giai đoạn 2024-28 nhờ nhu cầu vận tải tăng và chiến lược phát triển ngành xe tải của chính phủ nhằm đạt tổng sản lượng xe tải sản xuất trong nước là 587.900 xe vào năm 2035 (gấp 6 lần số lượng xe tải sản xuất năm 2020).

Hình 9: Doanh số bán ô tô (mới) tại Việt Nam giai đoạn 2017-23.



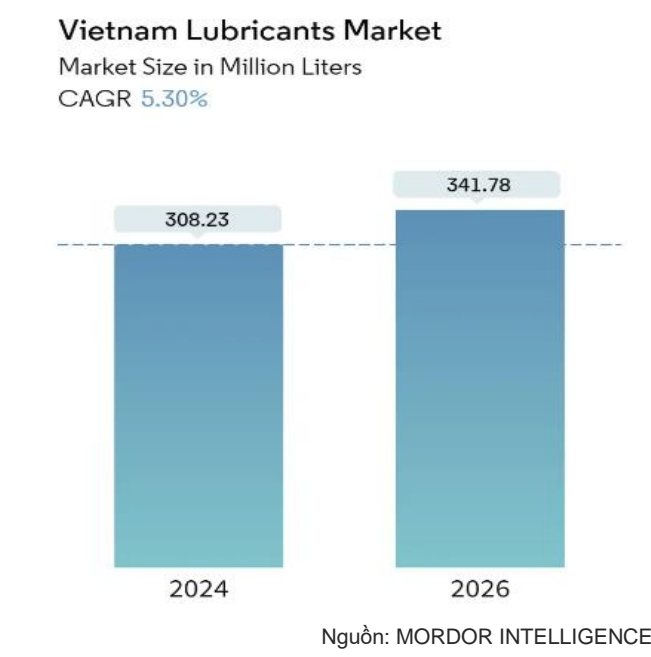
Hình 10: Việt Nam có tốc độ tăng trưởng sở hữu ô tô nhanh nhất thế giới nhờ sự gia tăng mạnh mẽ của tầng lớp trung lưu



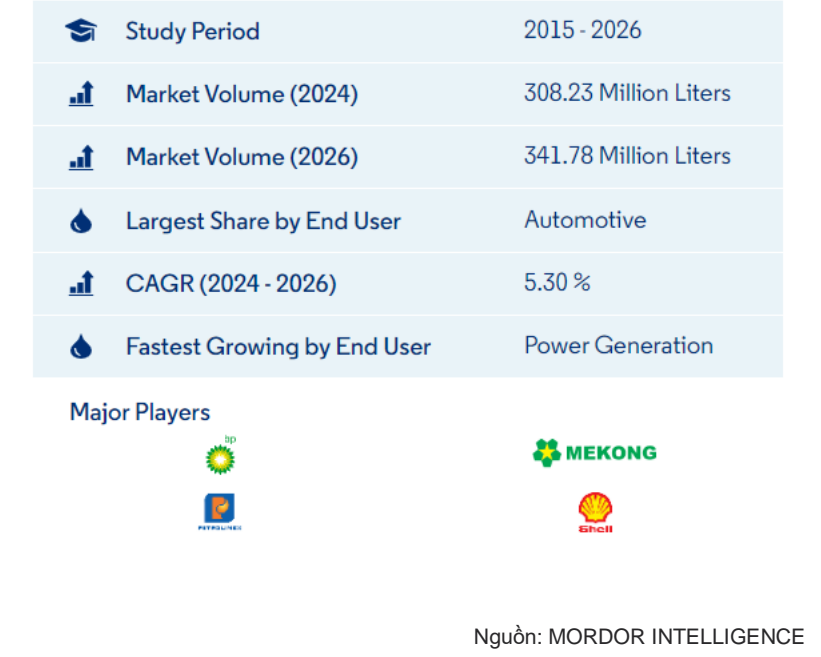
Mordor Intelligence: Quy mô thị trường dầu nhờn Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR 5,3% trong giai đoạn 2024-26

Theo Mordor Intelligence, trong giai đoạn 2015-19, lượng dầu nhờn tiêu thụ cho xe cộ tại Việt Nam tăng khoảng 41% trước khi giảm 4,9% vào năm 2020 do tác động của dịch COVID-19 làm gián đoạn nhu cầu đi lại. Theo đó, nhu cầu dầu nhờn cho phương tiện giao thông (chủ yếu là ô tô và xe tải) dự kiến sẽ tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép là 4,48% trong giai đoạn 2021-26. Quy mô thị trường dầu nhờn Việt Nam sẽ đạt 308,2 triệu lít vào năm 2024 và sẽ tăng với tốc độ tăng trưởng kép là 5,3% trong giai đoạn 2024-26.

Hình 11: Quy mô thị trường dầu nhờn Việt Nam giai đoạn 2024-26



Hình 12: Ô tô đóng vai trò tiêu thụ lớn nhất cho sản phẩm dầu nhờn tại Việt Nam (2024-26)



Luật tái chế dầu nhờn có thể làm tăng giá bán dầu nhờn

Theo quy định của luật Bảo vệ môi trường và nghị định số 08/2022/NĐ-CP của Chính phủ, từ ngày 1/1/2024 các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu dầu nhờn sẽ phải thực hiện tái chế theo tỷ lệ. Theo đó, tỷ lệ tái chế dầu nhờn bắt buộc cho

3 năm đầu tiên đối với dầu nhớt là 15%. Các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu có thể áp dụng các giải pháp tái chế như chưng cất thu hồi dầu gốc hoặc chưng thu hồi dầu các phân đoạn. Theo quy định, các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu được lựa chọn một trong hai phương thức, cụ thể như sau:

- Phương pháp thứ nhất: tự tổ chức tái chế (tự tái chế hoặc thuê đơn vị tái chế). Cũng có thể ủy quyền cho bên khác tổ chức tái chế dầu nhớt. Thu hồi tối thiểu 40% khối lượng vật tư tái chế
- Cách thứ hai: Nộp tiền vào Quỹ Bảo vệ môi trường Việt Nam để hỗ trợ hoạt động tái chế theo công thức sau:

$$F = R \times V \times Fs$$

Trong đó:

F là tổng số tiền mà nhà sản xuất và nhà nhập khẩu phải nộp vào Quỹ Bảo vệ môi trường Việt Nam (VND)

R là tỷ lệ tái chế bắt buộc của sản phẩm, quy định tại Khoản 1 Điều 78 Nghị định này (%)

V là khối lượng sản phẩm đưa ra thị trường và nhập khẩu trong năm thực hiện (kg)

Fs là định mức chi phí tái chế hợp lý và có hiệu lực cho một đơn vị khối lượng sản phẩm (đồng/kg)

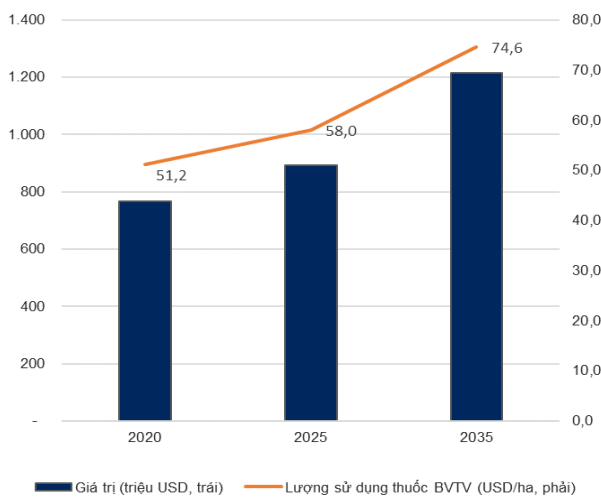
Như vậy, thay vì tái chế tự nguyện và không có quy định bắt buộc như trước, từ năm 2024, các doanh nghiệp sản xuất, nhập khẩu dầu nhờn cần tuân thủ quy định tái chế bắt buộc như chúng tôi đã đề cập ở trên. Hiện nay, Việt Nam sử dụng khoảng 600.000 tấn dầu nhờn mỗi năm. Theo quy định mới, số lượng dầu nhờn cần tái chế sẽ vào khoảng 90.000 tấn, và lượng dầu nhờn thu hồi sau khi tái chế là khoảng 36.000 tấn. Hiện nay, các doanh nghiệp dầu nhờn đang chờ quy định chính thức về định mức chi phí tái chế dầu nhờn để quyết định tự tổ chức tái chế hay nộp tiền vào Quỹ Bảo vệ môi trường Việt Nam để hỗ trợ cho hoạt động tái chế. Theo một số đại diện của doanh nghiệp dầu nhờn, định mức chi phí tái chế dầu nhờn được đề xuất là 12.978 đồng/kg. Chúng tôi ước tính tỷ lệ tái chế này sẽ làm tăng chi phí sản xuất dầu nhờn thêm 2.000 đồng/lít (2.500 đồng/kg). Chúng tôi cho rằng, quy định mới sẽ làm tăng chi phí sản xuất dầu nhờn cho các doanh nghiệp trong ngành, qua đó sẽ gây áp lực tăng giá bán các sản phẩm dầu nhờn trong nước trong thời gian tới.

Triển vọng ngành hóa chất: Tăng cường sản xuất nội địa thúc đẩy nhu cầu hóa chất

Nhu cầu hóa chất tích cực trong 2024-25 nhờ đẩy mạnh công nghiệp hóa

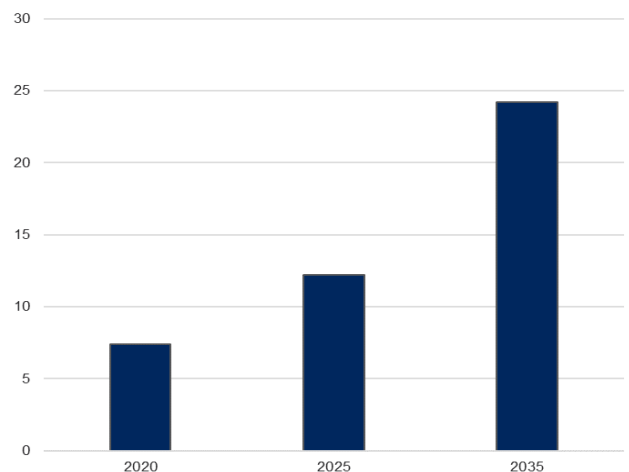
Nhu cầu hóa chất gắn chặt với nhu cầu về các sản phẩm công nghiệp như: phân bón, thuốc trừ sâu, cao su, chất tẩy rửa... Theo dự báo của Bộ Công Thương, phần lớn nhu cầu về các sản phẩm công nghiệp có xu hướng tăng trưởng trong giai đoạn 2020-35. Theo đó, các sản phẩm được dự báo có nhu cầu tăng trưởng cao như thuốc trừ sâu, sản phẩm lốp xe, chất tẩy rửa... Chúng tôi cho rằng nhu cầu hóa chất trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2024-30, để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của sản xuất công nghiệp. Bộ Công Thương dự báo nhu cầu một số sản phẩm hóa dầu sẽ tăng trưởng tích cực vào năm 2030, như: Monoethylene Glycol (MEG) tăng trưởng 59% so với năm 2020, Terephthalic Acid (PTA) tăng trưởng 34,7% so với năm 2020, Dioctyl Phthalate (DOP) tăng trưởng 37,6% so với năm 2020 và Methanol tăng trưởng 17,9% so với năm 2020.

Hình 13: Dự phóng sản lượng thuốc BVTV nước ta giai đoạn 2020-35



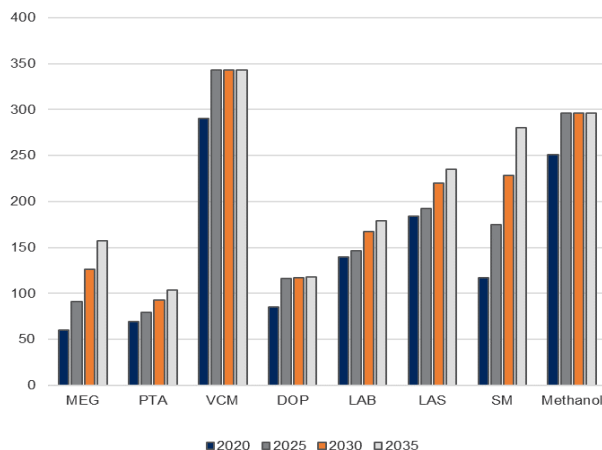
Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Dự phóng nhu cầu lốp xe ô tô tại Việt Nam giai đoạn 2020-35 (triệu chiếc)



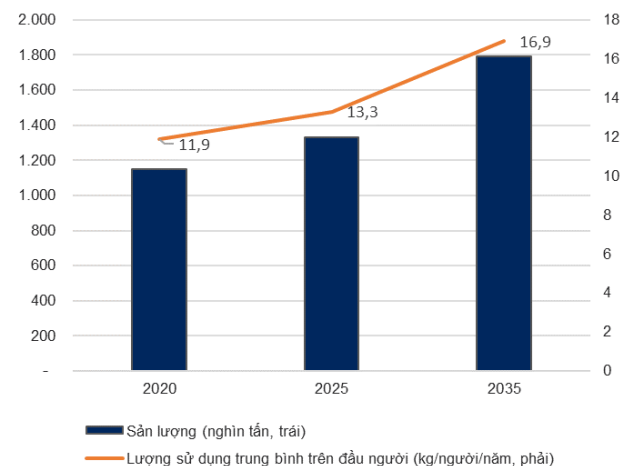
Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Dự phóng nhu cầu một số sản phẩm hoá chất dầu khí tại Việt Nam giai đoạn 2020-35 (nghìn tấn)



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Dự phóng nhu cầu các sản phẩm bột giặt và chất tẩy rửa tại Việt Nam giai đoạn 2020-35



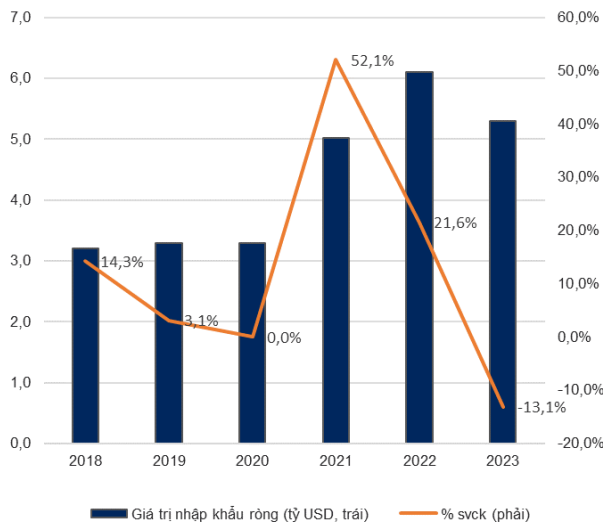
Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn cung hóa chất tại Việt Nam phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu

Ngành công nghiệp hóa chất là ngành nền tảng trong nền kinh tế của mỗi quốc gia và là ngành sản xuất lớn thứ 5 trên toàn cầu. Theo Bộ Công Thương (MOIT), phân ngành/hoạt động hóa chất chiếm 10-11% tổng GDP của ngành công nghiệp. Hiện nay, ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam được chia thành 10 phân ngành chính bao gồm: hóa dầu, hóa chất cơ bản, phân bón, dược phẩm, sản phẩm cao su, sơn - mực in, khí công nghiệp, nguồn điện hóa học (pin, ắc quy), hóa chất bảo vệ thực vật, sản phẩm tẩy rửa và một số hóa chất khác. Số lượng doanh nghiệp sản xuất phân bón chiếm tỷ trọng cao nhất (49%), trong khi số lượng doanh nghiệp hóa dầu chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (khoảng 1%).

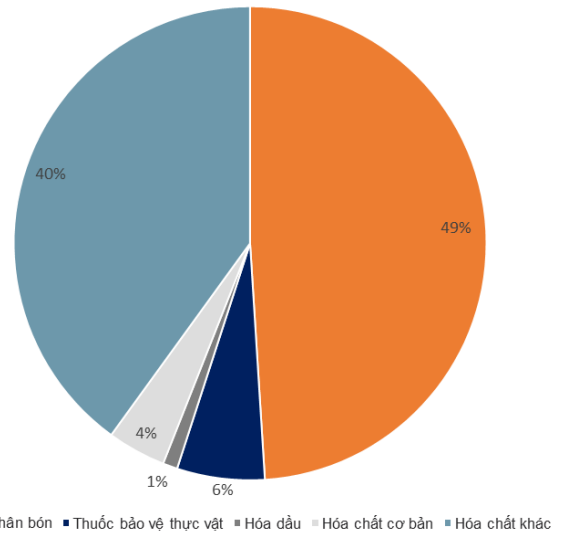
Ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam hiện phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu với giá trị nhập khẩu ròng hàng năm đạt 5,3 tỷ đô la Mỹ (số liệu năm 2023). Nguyên nhân chính là do các hóa chất Việt Nam sản xuất được chủ yếu là một số hóa chất vô cơ thông dụng như H₂SO₄, HCl, H₃PO₄, xút. Ngoài ra là một số hóa chất dầu khí như nhựa PVC, PP, phụ gia hoá dẻo DOP, xơ sợi tổng hợp từ các nguyên liệu trung gian nhập khẩu. Do đó với nhu cầu đa dạng về các loại hóa chất trong sản xuất công nghiệp, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu phần lớn hóa chất mỗi năm. Một số thị trường nhập khẩu hóa chất chính của Việt Nam là Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Singapore..vv.

Hình 17: Giá trị nhập khẩu ròng các sản phẩm hoá chất tại Việt Nam giai đoạn 2018-23.



Nguồn: TỔNG CỤC HẢI QUAN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Cơ cấu các doanh nghiệp hóa chất tại Việt Nam



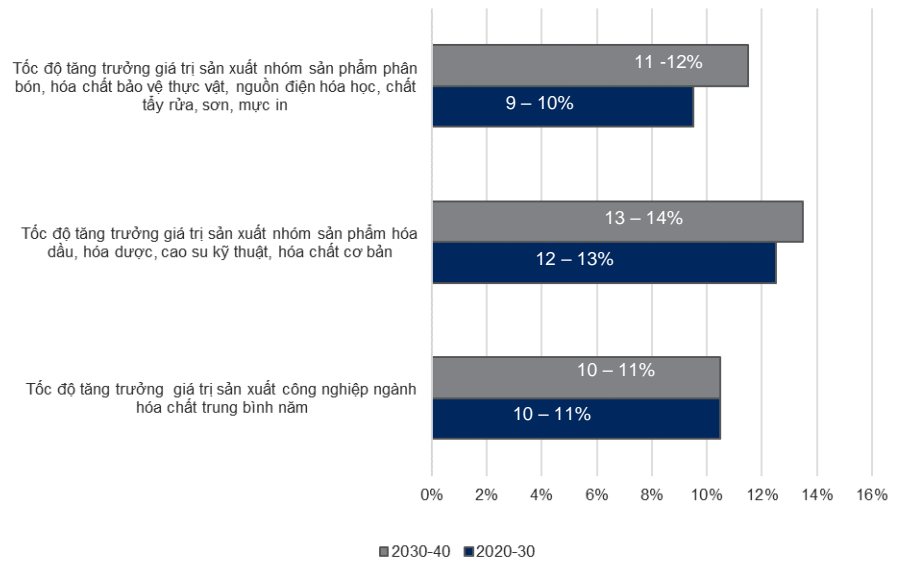
Nguồn: CỤC HÓA CHẤT, VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam sẽ tăng cường tự sản xuất hóa chất trong dài hạn

Theo báo cáo của Bộ Công Thương (MOIT) về Chiến lược phát triển ngành Công nghiệp Hóa chất Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2040, giá trị sản xuất của ngành công nghiệp hóa chất dự kiến chiếm 8% giá trị sản xuất toàn ngành công nghiệp Việt Nam trong giai đoạn 2020-30 và 9% trong giai đoạn 2030-40. Trong giai đoạn 2020-30, tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất của ngành công nghiệp hóa chất dự kiến đạt CAGR 10-11%, trong đó giá trị sản xuất của các sản phẩm hóa dầu, hóa chất dược phẩm, cao su kỹ thuật và hóa chất cơ bản dự kiến sẽ đạt CAGR 12-13% và giá trị sản xuất của các ngành phân bón, thuốc bảo vệ thực vật, nguồn điện hóa học, chất tẩy rửa, sơn và mực in sẽ đạt CAGR 9-10%. Chúng tôi tin rằng chiến lược thúc đẩy sản xuất hóa

chất trong nước của Bộ Công Thương sẽ đáp ứng một phần nhu cầu hóa chất trong nước ngày càng tăng trong dài hạn.

Hình 19: Chiến lược phát triển ngành hoá chất Việt Nam giai đoạn 2020-35, tầm nhìn đến 2040



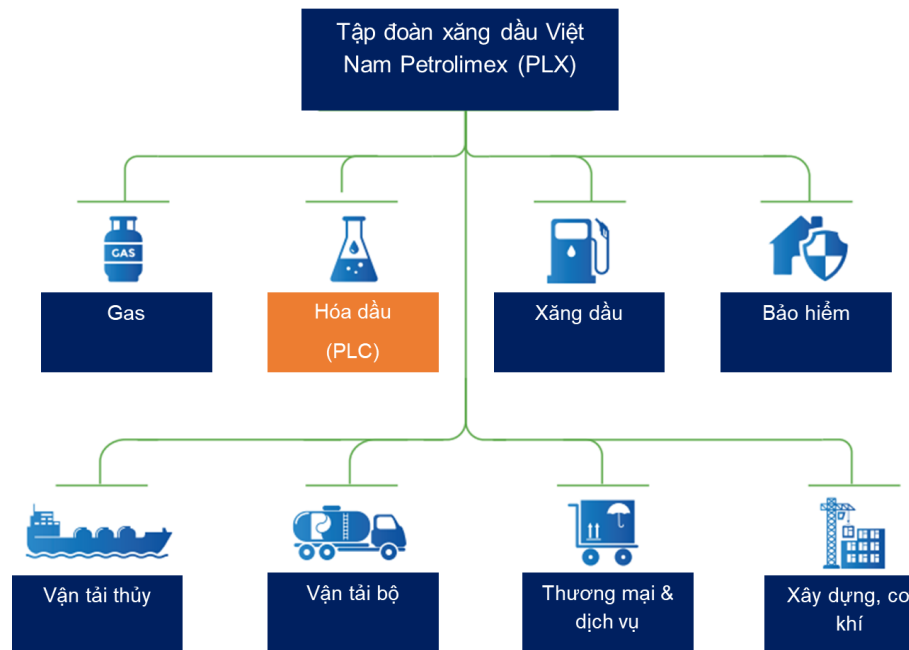
Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG, VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Tiên phong trong ngành hóa dầu Việt Nam

PLC là thành viên của tập đoàn Petrolimex (PLX)

Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC) - tiền thân là Công ty Dầu nhờn, trực thuộc Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam (PLX). Công ty chính thức hoạt động theo mô hình cổ phần hóa từ năm 2004 với vốn điều lệ là 150 tỷ đồng. Hiện nay, vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 808 tỷ đồng, trong đó Petrolimex sở hữu 79,07%. Như vậy, PLC là công ty cổ phần do Nhà nước nắm giữ, hoạt động theo sự điều chỉnh, định hướng và sự kiểm soát của Nhà nước.

Hình 20: PLC là thành viên của PLX



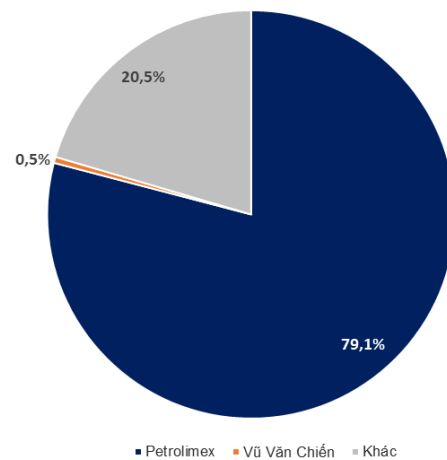
Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Lịch sử hình thành doanh nghiệp

1994	Thành lập công ty Dầu nhờn trực thuộc Petrolimex
2004	Hoạt động theo mô hình công ty cổ phần
2005	Thành lập công ty TNHH Hóa chất Petrolimex và công ty TNHH Nhựa đường Petrolimex
2013	Đổi tên thành Tổng công ty hóa dầu Petrolimex
2014	Giải thể ra rút vốn đầu tư tại công ty TNHH đầu tư thương mại PLG (góp vốn thành lập năm 2010)
2017	Thoái vốn khỏi CTCP xây dựng công trình giao thông 810 (góp vốn thành lập năm 2007)
2023	Nhận bằng khen của ủy ban quản lý vốn nhà nước

Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Cấu trúc sở hữu của PLC

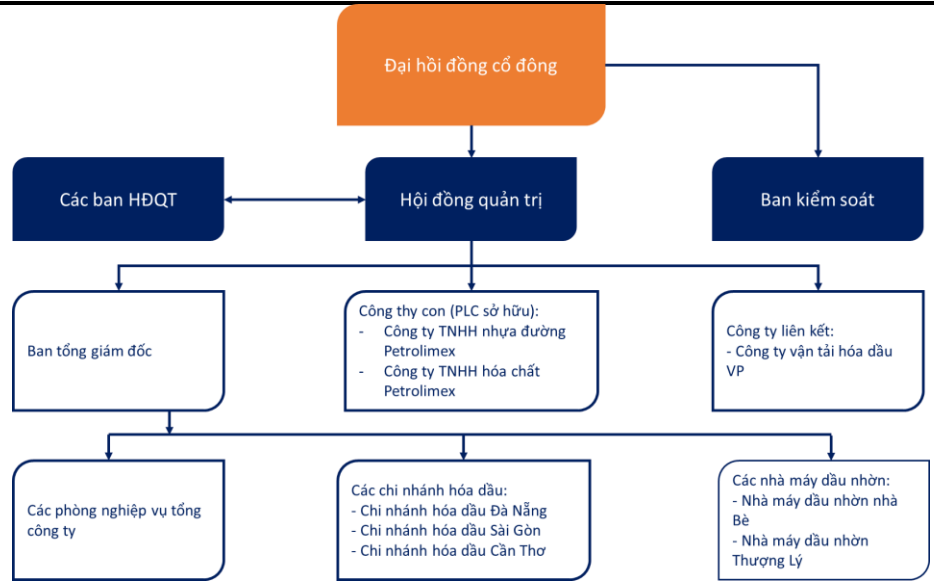


Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

PLC hiện đang tự tổ chức hoạt động kinh doanh dầu nhờn, ngoài việc sở hữu 100% vốn của hai công ty con là Công ty TNHH Nhựa đường Petrolimex và

Công ty TNHH Hóa chất Petrolimex. Hai công ty con này chịu trách nhiệm tổ chức hoạt động kinh doanh của hai mảng kinh doanh (trong ba mảng kinh doanh chính của PLC) là nhựa đường và hóa chất. Tính đến cuối năm 2023, PLC sở hữu 43,78% vốn điều lệ của Công ty Cổ phần Vận tải Hóa dầu VP (VPA).

Hình 23: Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Đội ngũ quản lý của PLC có chuyên môn và nhiều năm kinh nghiệm trong ngành dầu khí và hóa dầu. Tuy nhiên, việc triển khai kế hoạch kinh doanh vẫn còn nhiều hạn chế khi kết quả kinh doanh thường không đạt kế hoạch đề ra, đặc biệt là kế hoạch lợi nhuận ròng. Chúng tôi cho rằng PLC thường xuyên không đạt kế hoạch lợi nhuận hàng năm do các lý do khách quan như: 1) biên lợi nhuận của PLC bị ảnh hưởng lớn bởi các yếu tố thế giới như giá dầu, giá bitumen và giá dầu gốc, rất khó dự báo và 2) hoạt động đa ngành khiến lợi nhuận hợp nhất khó lập kế hoạch hơn so với mô hình kinh doanh đơn ngành.

Hình 24: Chủ tịch HĐQT và TGD của PLC



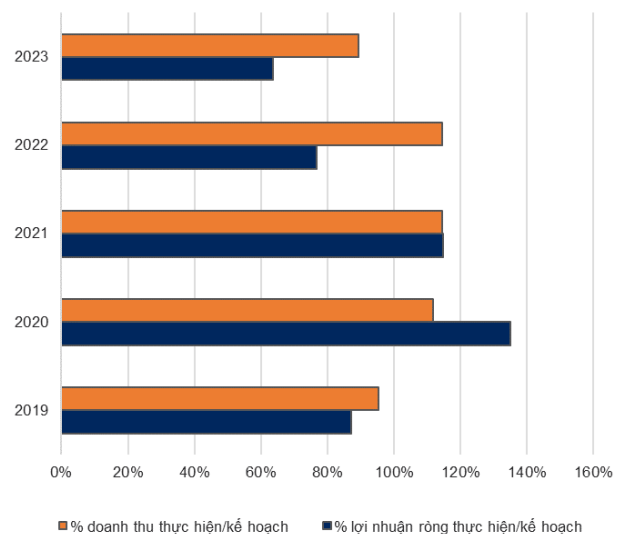
Họ và tên: Đỗ Hữu Tạo
Chức vụ: Chủ tịch HĐQT
Giới tính: Nam
Năm sinh: 1973
Trình độ học vấn: Tiến sĩ hóa dầu
Kinh nghiệm: Hơn 18 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực dầu khí



Họ và tên: Lê Quang Tuấn
Chức danh: Tổng giám đốc
Giới tính: Nam
Năm sinh: 1974
Trình độ học vấn: Thạc sĩ QTKD, Kỹ sư hóa dầu, Cử nhân kinh tế
Kinh nghiệm: Hơn 18 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực hóa dầu

Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Khả năng thực hiện kế hoạch kinh doanh của ban lãnh đạo PLC



Nguồn: FIINPRO, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình kinh doanh của PLC

Hình 26: Mô hình kinh doanh của doanh nghiệp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng nhựa đường: Nhà phân phối nhựa đường lớn nhất Việt Nam

Nhựa đường đặc nóng 60/70 là sản phẩm chính của PLC.

PLC nhập khẩu nhựa đường đặc nóng 60/70 trực tiếp từ Petrolimex Singapore (một đơn vị của PLX). Khoảng 20-25% trong số đó sẽ được tiếp tục sản xuất chuyên sâu thành các sản phẩm nhựa đường cao cấp như nhựa đường MC, nhựa đường nhũ tương và nhựa đường Polymer, 75-80% sản lượng nhập khẩu còn lại sẽ được đóng bao bì và bán lại trực tiếp cho khách hàng. Mặc dù chiếm tỷ trọng thấp, tuy nhiên thông thường các sản phẩm nhựa đường cao cấp sẽ mang lại cho PLC biên lợi nhuận gộp cao hơn nhựa đường đặc nóng 60/70. Hiện tại, PLC sở hữu năng lực sản xuất nhựa đường lớn nhất cả nước với công suất thiết kế là 400.000 tấn/năm.

Hình 27: Các sản phẩm nhựa đường chính của PLC

Sản phẩm	Nhựa đường đặc nóng 60/70	Nhựa đường MC	Nhựa đường nhũ tương	Nhựa đường polyme
Tỷ trọng tiêu thụ	75 - 80%	20-25%		
Thành phần	Thu được từ công nghệ lọc dầu mỏ. Ở trạng thái tự nhiên có dạng đặc quánh, màu đen	Được sản xuất ra từ quá trình trộn Nhựa đường đặc 60/70 với dung môi theo tỷ lệ thích hợp. Ở trạng thái tự nhiên, có dạng lỏng màu đen.	Được sản xuất từ quá trình trộn nhựa đường với phụ gia gốc axit	Nhựa đường cải thiện bằng polyme dẻo nhiệt đàn hồi
Ứng dụng	- Sản xuất bê tông nhựa trong xây dựng đường bộ - Ứng dụng sản xuất các sản phẩm cải thiện như nhựa đường nhũ tương, nhựa đường polime, nhựa đường lỏng, nhựa đường nhũ tương polime	- Tươi thấm, tươi dính bám - Làm mặt đường thấm nhập - Làm lớp bảo dưỡng bê tông cầu cạn - Dùng trong duy tu bảo dưỡng, gia cố đường đất, gia cố đường cấp phối	- Xử lý bề mặt, vết nứt bề mặt - Dùng làm lớp thấm bám giữa lớp móng và lớp bê tông nhựa	- Nhựa đường polime Petrolimex làm giảm thiểu sự tác động của nhiệt độ môi trường bên ngoài lên lớp bê tông nhựa - Nhựa đường polime Petrolimex còn tăng cường khả năng chống lão hóa, giảm biến dạng vĩnh viễn và phát huy tốt tác dụng ở những nơi có áp lực cao thường xuyên lên mặt đường.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Chiếm lĩnh thị trường nhờ hệ thống phân phối rộng khắp

Hiện nay, PLC đang vận hành hệ thống 7 nhà máy trải dài trên cả nước với khoảng cách 400km sẽ có một nhà máy, trong đó có một nhà máy sản xuất đồng bộ các sản phẩm nhựa đường của PLC. Tổng công suất sản xuất nhựa đường hiện tại của PLC là 400.000 tấn/năm - dẫn đầu về năng lực sản xuất nhựa đường của Việt Nam. Ngoài ra, PLC còn sở hữu hơn 100 xe bồn có sức chứa từ 10 - 16 tấn/xe. Đây chính là lợi thế cạnh tranh chính giúp PLC phân phối sản phẩm nhựa đường đến các công trình giao thông trọng điểm trên toàn quốc. Sản phẩm nhựa đường Petrolimex có mặt tại nhiều công trình giao thông trọng điểm của quốc gia như: cao tốc Sài Gòn - Trung Lương, cao tốc Long Thành - Dầu Giây, cao tốc Pháp Vân - Cầu Giẽ, cao tốc Hà Nội - Hải Phòng, đại lộ Thăng Long, cầu Cần Thơ, cầu Nhật Tân, Sân bay Tân Sơn Nhất, Nhà ga T2 Nội Bài, Sân bay Đà Nẵng. Ngoài ra, PLC còn xuất khẩu nhựa đường sang các nước khác như Lào, Campuchia, giúp công ty đa dạng hóa nguồn doanh thu và giảm rủi ro chu kỳ kinh doanh của thị trường trong nước.

Hình 28: Mạng lưới 7 nhà máy sản xuất nhựa đường PLC trải dài khắp toàn quốc.



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, VIETSTOCKFINANCE

Hình 29: PLC sở hữu 100 xe bồn với sức chứa 10-16 tấn/xe



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

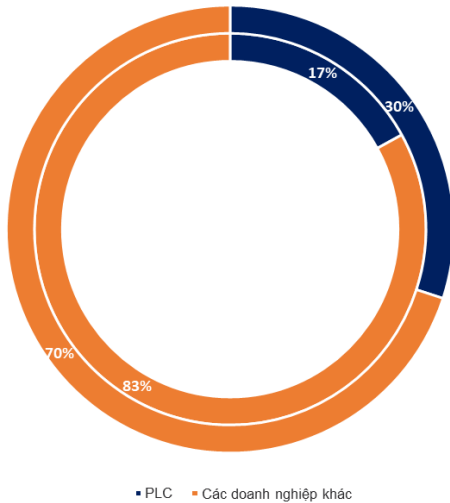
Từ 17% thị phần tiêu thụ nhựa đường tại Việt Nam năm 2006, PLC đã liên tục củng cố vị thế và tăng sản lượng qua các năm. Năm 2015, công ty đã đạt được thị phần tiêu thụ nhựa đường trong nước trên 30%, đứng số 1 tại thị trường nhựa đường Việt Nam. Hiện tại, công ty vẫn duy trì thị phần số 1 toàn quốc về tiêu thụ nhựa đường trong bối cảnh có nhiều đối thủ cạnh tranh có thương hiệu lớn trên thị trường như ADCo, ICT, Transmeco.

Hình 30: Doanh nghiệp sản xuất nhựa đường số 1 tại Việt Nam

Doanh nghiệp	Công suất thiết kế (tấn)	Số lượng nhà máy	Thị phần	Các sản phẩm nhựa đường			
				60/70	MC	Nhũ tương	Polymer
PLC	400.000	7	30%	x	x	x	x
ADCo	150.000	4	22%	x		x	x
ICT	120.000	3	15-20%	x		x	x
Transmeco	100.000	2	N/A	x	x	x	x

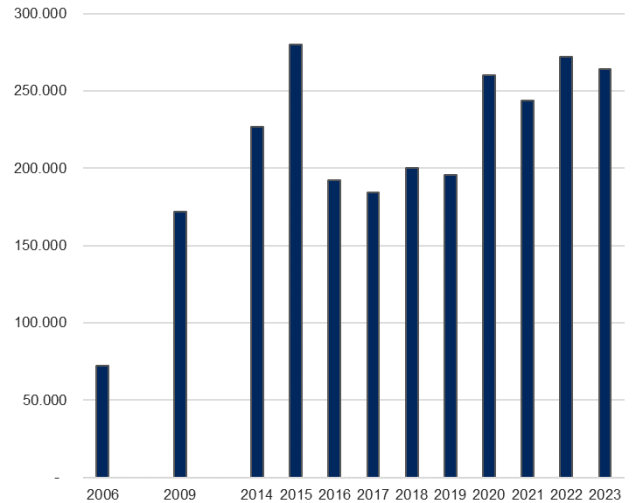
Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: PLC dẫn đầu thị phần tiêu thụ nhựa đường tại Việt Nam (vòng trong: 2006; vòng ngoài: 2015-23)



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC giai đoạn 2006-23 (tấn)



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Mảng dầu nhờn: Hoạt động ổn định nhờ hệ thống phân phối rộng khắp từ Petrolimex (PLX)

Top 3 nhà sản xuất dầu nhờn lớn nhất Việt Nam

Hình 33: Các chủng loại dầu nhờn của PLC

	Dầu nhờn gốc khoáng	Dầu nhờn bán tổng hợp	Dầu nhờn tổng hợp
Thành phần	Được tinh chế từ dầu thô, loại bỏ các tạp chất để luôn giữ được tính năng bôi trơn cơ bản mà nhớt động cơ yêu cầu	Được pha trộn giữa dầu khoáng và dầu tổng hợp (dầu gốc tổng hợp chiếm từ 10% khối lượng trở lên)	Được chế tạo nhân tạo với cấu trúc hóa học có thể hoàn thiện điểm yếu của dầu nhớt gốc khoáng
Đặc tính	Thiếu ổn định về mặt hóa học, độ nhớt giảm khi ở nhiệt độ cao và dễ bị than hóa, dẫn tới phát sinh cặn	Tính năng bôi trơn được cải thiện hơn so với dầu gốc khoáng và thấp hơn so với dầu gốc tổng hợp	Có tính ổn định cao với nhiệt độ, ngay cả khi sử dụng ở nhiệt độ cao thì cũng rất ít khi gặp tình huống độ nhớt giảm hoặc tạo cặn (sludge) do than hóa.
Tuổi thọ dầu máy	Ngắn hơn so với dầu nhớt tổng hợp và dầu nhớt bán tổng hợp	Dài hơn so với dầu gốc khoáng và ngắn hơn so với dầu gốc tổng hợp	Dài hơn so với dầu nhớt gốc khoáng và dầu nhớt bán tổng hợp và khả năng bảo vệ động cơ tốt hơn
Giá thành	Rẻ hơn so với dầu nhớt tổng hợp và dầu nhớt bán tổng hợp	Rẻ hơn dầu gốc tổng hợp và cao hơn dầu gốc khoáng	Đắt hơn so với dầu nhớt tổng hợp và dầu nhớt bán tổng hợp

Nguồn: KIXX NEWSROOM, VNDIRECT RESEARCH

PLC nằm trong top 3 nhà sản xuất dầu nhờn lớn nhất tại Việt Nam. Các sản phẩm dầu nhờn của PLC chủ yếu là dầu nhờn động cơ gốc khoáng. Đối với sản phẩm này, PLC nhập dầu gốc và phụ gia thông qua Petrolimex Singapore, sau đó dầu gốc được xử lý nhiệt và pha trộn với phụ gia theo tỷ lệ yêu cầu của từng

sản phẩm. Hiện tại, PLC có hơn 400 sản phẩm dầu nhờn với nhiều công dụng và mục đích khác nhau. Các sản phẩm dầu nhờn chính của PLC là : 1) dầu động cơ: dầu nhớt xe máy, dầu nhớt xe công cộng, dầu nhớt xe thương mại (chiếm 75% khối lượng tiêu thụ) ; dầu nhớt hàng hải (5%) và dầu nhớt công nghiệp (15%).

Trước năm 2020, các sản phẩm dầu động cơ của PLC đều là dầu nhờn gốc khoáng. Do đó, sản phẩm dầu động cơ của PLC có lợi thế cạnh tranh kém hơn so với các sản phẩm dầu tổng hợp, bán tổng hợp của các thương hiệu nổi tiếng như Castrol, Shell và Total (chủ yếu là các sản phẩm dầu nhờn cao cấp). Nhìn chung, các sản phẩm dầu động cơ của PLC chủ yếu phục vụ phân khúc xe phổ thông và phương tiện giao thông công cộng. Năm 2020, PLC lần đầu tiên tung ra các loại dầu nhớt động cơ tổng hợp và bán tổng hợp dành cho các phân khúc động cơ cao cấp như BMW và Mercedes – Benz. Các sản phẩm này giúp PLC nâng cao lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ nước ngoài lớn đồng thời cải thiện biên lợi nhuận gộp do các sản phẩm phân khúc cao cấp có giá bán vượt trội. Hiện nay, một số sản phẩm dầu nhờn của PLC đã được Viện Dầu khí Hoa Kỳ (API) cấp chứng nhận tiêu chuẩn - chứng nhận khắt khe về tiêu chuẩn chất lượng trong ngành dầu khí chuyên dụng. Sản phẩm dầu nhờn tổng hợp Powershyn của PLC (ra mắt năm 2020) cũng được Mercedes-Benz chứng nhận đạt tiêu chuẩn của hãng. Về lâu dài, tập trung khai thác các sản phẩm dầu nhờn động cơ nói chung và dầu nhờn động cơ cao cấp nói riêng là chiến lược kinh doanh chính trong mảng dầu nhờn của PLC nhằm cải thiện biên lợi nhuận gộp và nâng cao lợi thế cạnh tranh trong ngành.

Đối với dầu nhờn hàng hải (chiếm khoảng 5% sản lượng tiêu thụ), PLC là thành viên chính thức và đối tác độc quyền của Total Lubmarin - một ông lớn trong ngành dầu nhờn hàng hải thế giới (trụ sở chính tại Pháp). Với việc trở thành đối tác của Total Lubmarin, PLC đã sản xuất và cung cấp dầu nhờn hàng hải mang thương hiệu Total Lubmarine cho các tàu viễn dương của nhiều hãng tàu lớn trên thế giới tại các cảng biển Việt Nam và đồng thời phát triển hoạt động của mình đến hơn 748 cảng tại 87 quốc gia/vùng lãnh thổ. Đối với dầu nhờn công nghiệp (chiếm khoảng 15% sản lượng tiêu thụ), PLC phát triển riêng các dòng sản phẩm đặc thù để phục vụ các ngành công nghiệp như: đường sắt, điện, than, mía đường, v.v.

Ngoài các sản phẩm tự pha chế, PLC còn nhập khẩu và phân phối trực tiếp dầu nhờn (không qua chế biến, pha chế) từ các nước khác như Singapore, Hàn Quốc và các nước Châu Âu để đa dạng hóa chủng loại sản phẩm.

Hình 34: Một số sản phẩm dầu nhờn của PLC



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

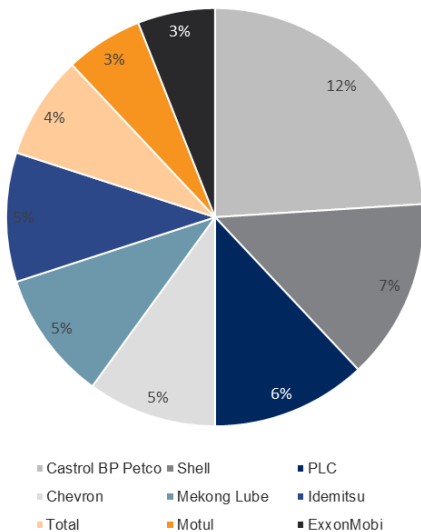
Lợi thế cạnh tranh vững mạnh nhờ hệ thống phân phối rộng khắp

Hiện nay, PLC sở hữu hai nhà máy dầu nhờn tại Hải Phòng và TP.HCM với tổng công suất pha chế 125.000 tấn/năm. Các sản phẩm dầu nhờn của PLC được bán thông qua hệ thống phân phối của công ty mẹ là chuỗi cửa hàng xăng dầu Petrolimex trên toàn quốc (khoảng 65%), còn lại sẽ bán cho các khách hàng khác như doanh nghiệp vận tải, xưởng sửa chữa ô tô... Phân phối phần lớn sản phẩm thông qua hệ thống PLX với hơn 5.500 cửa hàng trên toàn quốc là lợi thế cạnh tranh chính của PLC trong phân khúc dầu nhờn. Với uy tín và độ phủ của các cửa hàng xăng dầu PLX, các sản phẩm của PLC (chủ yếu là dầu động cơ) có thể tiếp cận được lượng khách hàng lớn trên toàn quốc, bao gồm cả khu vực thành thị và nông thôn. Ngoài ra, nhiều cửa hàng xăng dầu của PLX còn có chính sách thay dầu miễn phí công thay cho khách hàng của mình, đây sẽ là động lực thu hút khách hàng và thúc đẩy doanh số bán hàng.

Thị phần và khối lượng bán hàng đang giảm do áp lực cạnh tranh

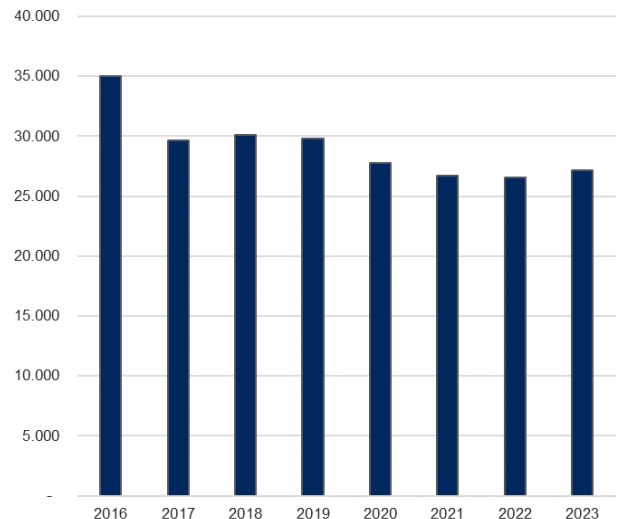
Đối thủ cạnh tranh chính của PLC chủ yếu là các thương hiệu nước ngoài như: Castrol, Shell, Total, Idemitsu và ExxonMobil. Do sự cạnh tranh khốc liệt trong ngành, hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đang dần mất thị phần vào tay các doanh nghiệp khác. Hiện tại, thị phần của PLC đã thu hẹp còn 6% (so với 14% trước đây) - đứng thứ 3 về thị phần tiêu thụ dầu nhờn của cả nước. Không chỉ PLC, thị phần của Castrol – doanh nghiệp dẫn đầu ngành cũng giảm từ 24% năm 2011 xuống còn 12% hiện tại. Áp lực cạnh tranh gay gắt đã khiến sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC trong giai đoạn 2020-23 có xu hướng giảm so với giai đoạn trước.

Hình 35: Thị phần phân phối dầu nhờn tại Việt Nam



Nguồn: ESKA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 36: Sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC giai đoạn 2016-23 (tấn)



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Mảng hóa chất: Nhà nhập khẩu và kinh doanh hóa phẩm dầu khí hàng đầu tại Việt Nam

PLC là đơn vị nhập khẩu và phân phối hóa chất dầu khí lớn nhất Việt Nam. Doanh nghiệp kinh doanh hơn 50 mặt hàng dung môi, hóa chất phục vụ cho các ngành công nghiệp như sản xuất sơn, cao su, xốp, dược phẩm, thuốc bảo vệ thực vật, mực in, sản xuất gỗ, chất tẩy rửa...vv. Các sản phẩm hóa chất của

PLC được nhập khẩu hoàn toàn từ các nhà cung cấp như: ExxonMobil, CKG (Singapore), Bayer (Đức), Basf (Đức), Marubeni (Nhật Bản)...vv. Sản phẩm được tồn trữ trong các bể trụ đứng có dung tích từ 500-1000m³, sau đó xuất bán cho khách hàng dưới dạng xe bồn, đóng rót trong ISO tank, phuy thép. PLC sở hữu 3 kho hóa chất đầu mối với tổng sức chứa khoảng 16,000m³ được đặt tại Hải Phòng và TP. Hồ Chí Minh.

Bảng 37: Một số sản phẩm hoá chất chủ lực của PLC

Tên sản phẩm	Công dụng
ACETONE	- Chất làm sạch, dung môi cho nhựa và cao su, keo dán - Là nguyên liệu trong dược phẩm
DSP 80/100 (Dung môi cao su)	- Dùng trong công nghiệp cao su, trong công nghiệp sản xuất săm lốp - Làm chất đốt không có muội cho công nghiệp thủy tinh - Làm xăng cho bật lửa ga - Nhiên liệu cho các bếp du lịch
ETHYLENE GLYCOL BUTYL ETHER	- Dung môi dùng cho sơn phủ - Chất kết dính cho nhũ nước công nghiệp - Dung môi chính cho các dung môi hòa tan mực in lụa - Chất kết nối cho nhựa và thuốc nhuộm trong mực in nước - Chất kết nối và dung môi cho chất tẩy rửa trong nhà và tẩy rửa công nghiệp
IPA (ISOPROPANOL)	Được sử dụng trong công nghiệp in ấn, tẩy rửa, keo dán, để sản xuất thuốc
METHYL ETHYL KETONE	Được sử dụng trong công nghiệp giấy và sơn mài - Được sử dụng trực tiếp trong quá trình sản xuất formaldehyde, acid acetic
METHANOL	- Sử dụng trong ngành sơn, mực in, thuốc bảo vệ thực vật
METHYL ISOBUTYL ACETATE	Được sử dụng trong công nghiệp tẩy rửa, keo dán, sơn , in ấn, chiết xuất dầu mỡ, và các chất béo tự nhiên
NORMAL BUTYL ACETATE	Dung môi cho nhựa tổng hợp, nhựa thiên nhiên, là nguyên liệu sản xuất ra dầu thơm, mùi thơm, mực in và chất kết dính
PPG ARCOL POLYOL 5613	Thành phần polyol để sản xuất xốp polyurethane.
XYLENE	Là một dung môi hòa tan cao cho hầu hết các loại nhựa tổng hợp đặc biệt
METYLENE CHLORIDE	Là chất tẩy rửa, sơn, kim loại .. Dùng trong công nghiệp dược phẩm, giấy, công nghiệp PU

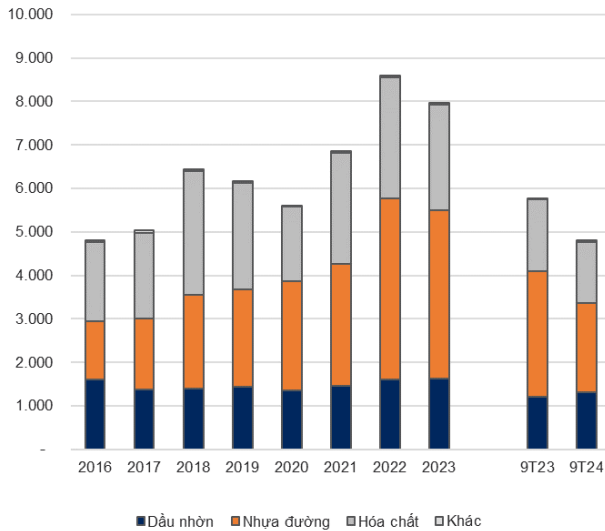
Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Khách hàng của mảng hoá chất chủ yếu là các nhà sản xuất công nghiệp trong nước. PLC trực tiếp phân phối các sản phẩm hoá chất đến khách hàng. Ngoài ra, công ty còn xuất khẩu sang các nước khác như Lào và Campuchia. Hiện nay, PLC là nhà phân phối lớn nhất, chiếm khoảng 25% thị phần hoá chất dầu khí trong nước. Tuy nhiên, do doanh nghiệp hoạt động trong mảng hoá chất dưới hình thức thương mại (chỉ nhập khẩu và phân phối), biên LN gộp của mảng hoá chất rất thấp (biên LN gộp trung bình của mảng hoá chất trong giai đoạn 2016 – 2023 ở mức 6,4%, chỉ đóng góp khoảng 18% vào cơ cấu LN gộp của doanh nghiệp trong giai đoạn 2016 – 2023).

Sức khỏe tài chính

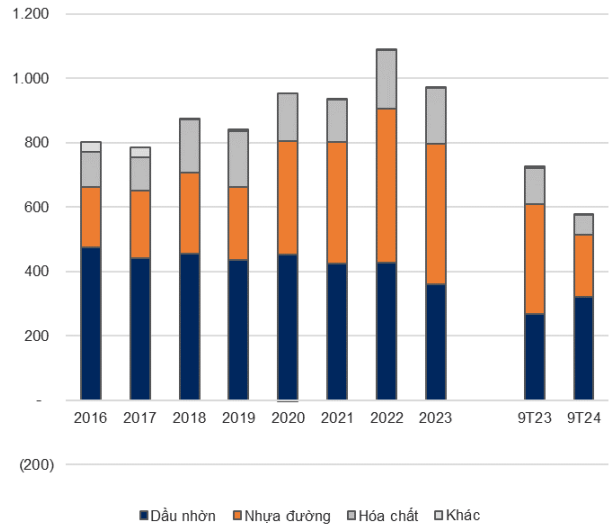
Nhựa đường và dầu nhờn đóng góp chính vào KQKD của PLC

Hình 38: Doanh thu của PLC trong giai đoạn 2016 – 9T24 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Hình 39: LN gộp của PLC trong giai đoạn 2016 – 9T24 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Nhựa đường và hoá chất hiện là những mảng đóng góp chính vào doanh thu thuần của PLC với tỷ trọng lần lượt là 49% và 30% trong năm 2023. Doanh thu từ nhựa đường tăng trưởng 16,4% trong giai đoạn 2016 – 2023, dẫn đến tỷ trọng doanh thu nhựa đường trong cơ cấu doanh thu của PLC tăng lên 49% trong năm 2023 từ mức 28% vào năm 2016. Ngược lại, tỷ trọng doanh thu từ hoá chất có xu hướng giảm, chiếm 30% trong năm 2023 từ mức 38% vào năm 2016. Tỷ trọng doanh thu từ dầu nhờn cũng có xu hướng giảm trong giai đoạn này. Cơ cấu LN gộp của PLC cũng cho thấy sự suy giảm tỷ trọng lợi nhuận gộp từ dầu nhờn và sự gia tăng tỷ trọng LN gộp từ nhựa đường qua các năm.

Sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu và LN gộp cho thấy sự cạnh tranh gay gắt trong ngành dầu nhờn và hóa chất đã khiến các doanh nghiệp trong ngành dần mất đi thị phần (bao gồm cả các thương hiệu lớn nước ngoài) và làm giảm biên LN gộp. Trong khi đó, lĩnh vực nhựa đường cho thấy triển vọng tích cực nhờ vào sự thúc đẩy đầu tư công và các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng của Chính phủ trong những năm gần đây.

Biên LN gộp phụ thuộc một phần vào các yếu tố toàn cầu

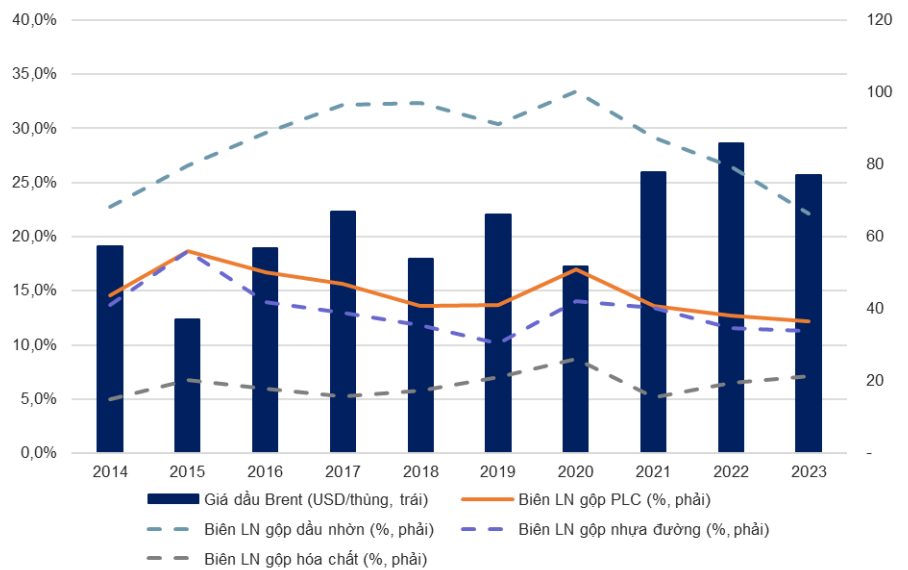
Biên LN gộp của của PLC bị ảnh hưởng một phần bởi các yếu tố toàn cầu (giá dầu thế giới, giá Bitumen) do nguyên liệu đầu vào của các sản phẩm của công ty (dầu nhờn, nhựa đường, hoá chất) đều có nguồn gốc từ dầu khí. Cụ thể như sau:

- Mảng dầu nhờn: Do nguyên liệu đầu vào để sản xuất dầu nhờn là dầu gốc, khi giá dầu tăng thì chi phí đầu vào cũng tăng, dẫn đến biên LN gộp của mảng dầu nhờn giảm và ngược lại. Ngoài ra, biên LN gộp của mảng dầu nhờn còn bị ảnh hưởng bởi cơ cấu sản phẩm của mảng này (ảnh hưởng đến giá bình quân của dầu nhờn). Trong giai đoạn 2015 – 2017, mặc dù giá dầu thế giới có xu hướng tăng, biên LN gộp của mảng dầu nhờn vẫn tăng trưởng tích cực do doanh nghiệp chủ động cắt giảm

các hợp đồng pha chế dầu nhờn thuê (một mảng kinh doanh có biên LN thấp) vào năm 2014 để tập trung vào tự sản xuất và phân phối qua các đại lý của Petrolimex, khách hàng công nghiệp và xuất khẩu (tỷ trọng nhỏ) với biên LN gộp cao hơn.

- Mảng nhựa đường: nhựa đường là sản phẩm nhân tạo có nguồn gốc từ bitumen. Giá bitumene có mối tương quan cao với giá dầu thế giới do bitumene đa phần có nguồn gốc từ dầu mỏ. Do đó, giá dầu thế giới tăng sẽ tác động tiêu cực lên biên LN gộp mảng nhựa đường và ngược lại.
- Mảng hóa chất: PLC chủ yếu kinh doanh các sản phẩm hóa chất dầu khí, vì vậy khi giá dầu tăng cũng sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên LN gộp của mảng hóa chất nếu giá bán không tăng tương ứng, và ngược lại.

Hình 40: Mối tương quan giữa biên LN gộp của PLC với giá dầu thế giới



Nguồn: BLOOMBERG, PLC, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ phải thu cao nhưng việc quản lý công nợ được cải thiện

Tỷ lệ phải thu lớn tạo ra rủi ro về dự phòng nợ xấu...

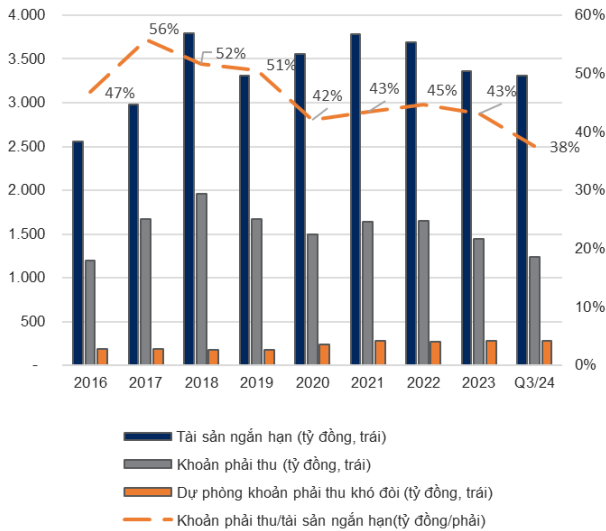
PLC đã duy trì tỷ lệ phải thu/tài sản ngắn hạn tương đối cao trong nhiều năm. Tính đến cuối Q3/24, phải thu ngắn hạn chiếm 38% tài sản ngắn hạn của PLC. Các khoản phải thu này chủ yếu đến từ các mảng hóa chất và nhựa đường. Cụ thể:

- Mảng hóa chất: Với đặc thù bán hàng là cung cấp hóa chất định kỳ cho các nhà sản xuất và thu tiền sau, tỷ lệ phải thu/tài sản ngắn hạn của mảng hóa chất luôn được duy trì ở mức cao.
- Mảng nhựa đường: Ngành nhựa đường có đặc thù cung cấp nguyên liệu cho các dự án giao thông công cộng thông qua các nhà thầu cho từng dự án. Theo quy định của Luật Đấu thầu năm 2013, hầu hết các nhà thầu xây dựng cho các dự án giao thông công cộng phải tổ chức đấu thầu để chọn nhà cung cấp hàng hóa và dịch vụ. Trong bối cảnh các sản phẩm nhựa đường trong nước hiện nay hầu như không có sự khác biệt về chất lượng, các nhà cung cấp nhựa đường thường cạnh

tranh về khả năng cung cấp, chính sách bán hàng, chính sách công nợ, vv. Vì vậy, mảng nhựa đường của PLC thường duy trì tỷ lệ phải thu cao để hỗ trợ và giữ chân khách hàng.

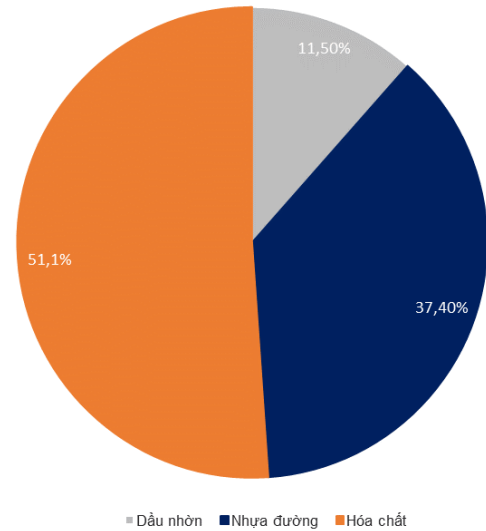
Các khoản phải thu của PLC duy trì ở mức cao trong nhiều năm tạo áp lực lên vốn lưu động và tiềm ẩn rủi ro về dự phòng nợ phải thu khó đòi. Cụ thể, dự phòng nợ phải thu khó đòi của PLC đã tăng 50% từ năm 2019 đến 2023 khi tỷ lệ nợ quá hạn/ tổng khoản phải thu tăng 3,4 điểm % lên 22,3%.

Hình 41: Khoản phải thu lớn tạo áp lực lên vốn lưu động và tiềm ẩn rủi ro về dự phòng nợ phải thu khó đòi



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

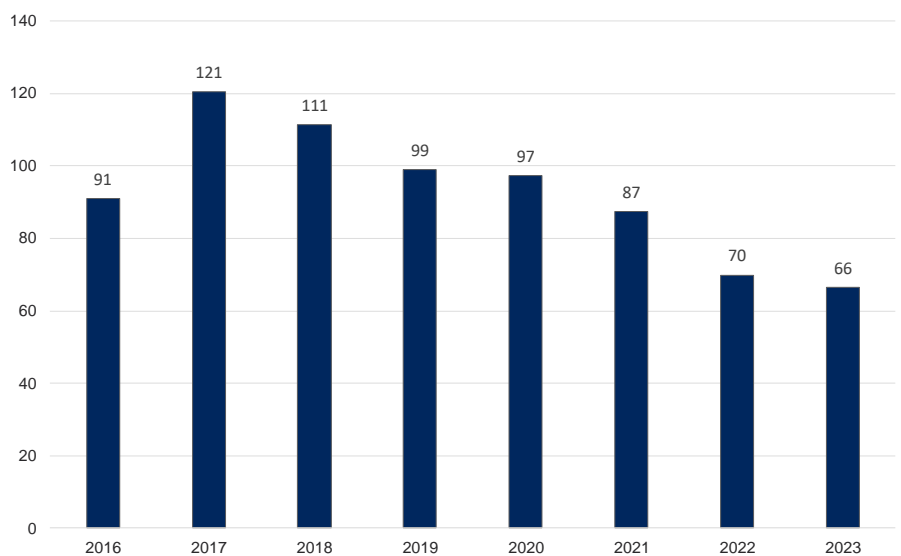
Hình 42: Các khoản phải thu chủ yếu đến từ mảng hóa chất và nhựa đường



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

...nhưng việc quản lý các khoản phải thu đã được cải thiện đáng kể.

Hình 43: Số ngày phải thu giảm dần trong giai đoạn 2016-2023



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

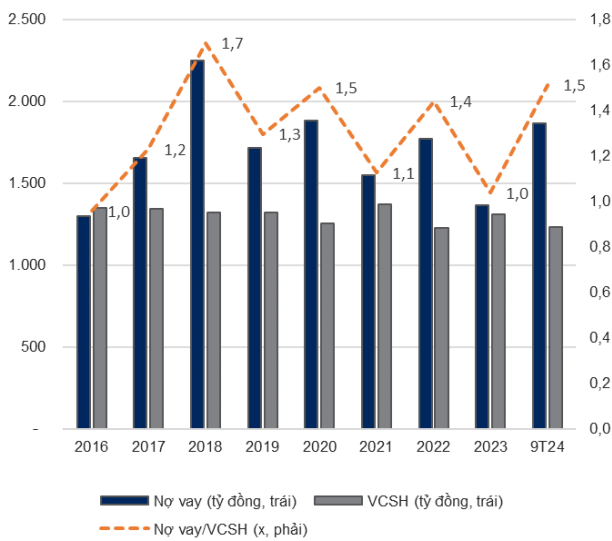
Mặc dù PLC vẫn duy trì tỷ lệ phải thu cao để giữ chân khách hàng, chúng ta vẫn thấy được rằng số ngày phải thu đã được rút ngắn trong những năm gần đây (giảm từ 120 ngày trong năm 2017 xuống còn 66 ngày trong năm 2023), cho

thấy hoạt động thu hồi nợ của PLC đang dần được cải thiện. Việc rút ngắn số ngày phải thu giúp PLC cải thiện dòng tiền, giảm áp lực thiếu hụt vốn lưu động.

Tỷ lệ đòn bẩy thường duy trì ở mức cao

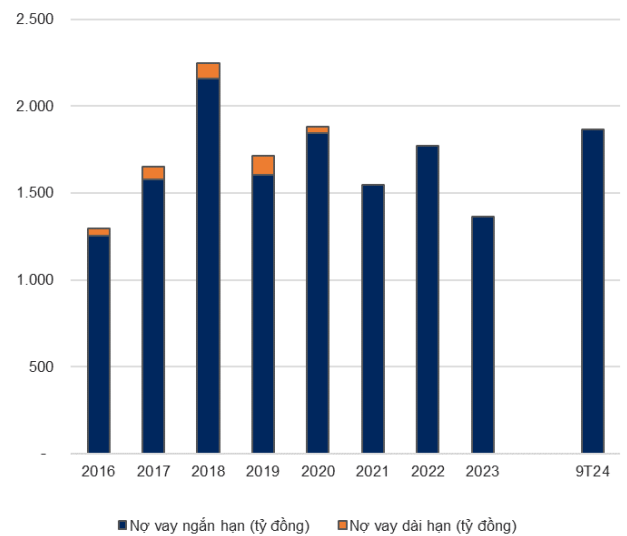
PLC luôn duy trì đòn bẩy cao với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu vào cuối Q3/24 là 1,5x. Hầu hết các khoản vay của PLC là vay ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động của mảng nhựa đường và hóa chất. Do lượng tiền mặt và các khoản tương đương tiền thấp (chỉ chiếm 8,6% tài sản ngắn hạn vào cuối Q3/24), tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của PLC cũng duy trì ở mức cao trong nhiều năm. Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của PLC tại cuối Q3/24 ở mức 1,0x. Tóm lại, cơ cấu vốn của PLC phụ thuộc nhiều vào nợ ngắn hạn.

Hình 44: Tỷ lệ đòn bẩy của PLC ở mức cao trong nhiều năm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Hình 45: Tất cả các khoản vay đều là nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động



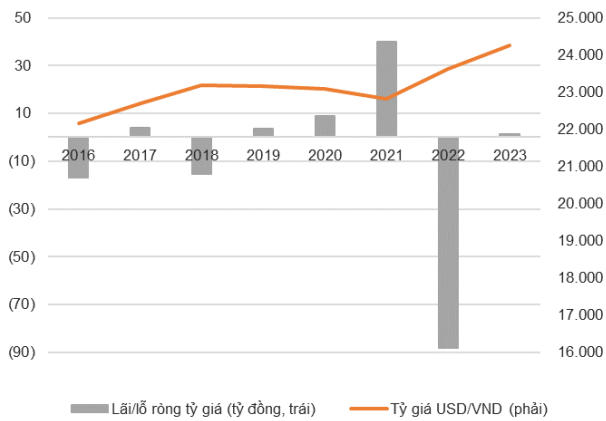
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Đòn bẩy cao và tỷ giá hối đoái tăng gây áp lực lên thu nhập

Lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi xu hướng của tỷ giá hối đoái.

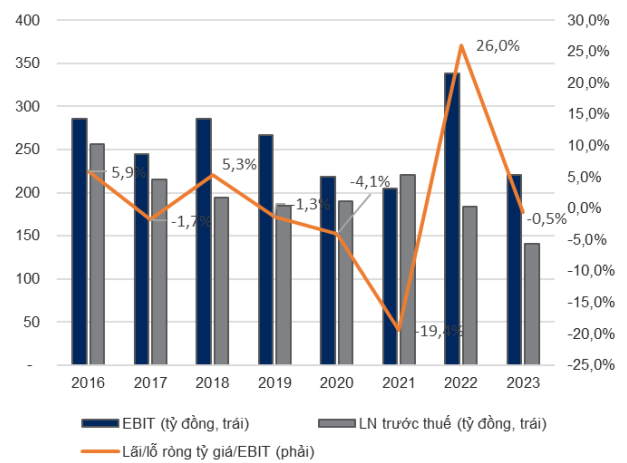
Do nguyên vật liệu và sản phẩm của PLC chủ yếu được nhập khẩu và thanh toán bằng đồng USD, lợi nhuận của PLC bị ảnh hưởng mạnh mẽ bởi sự biến động của tỷ giá hối đoái. Cụ thể, tỷ giá USD/VND tăng sẽ: 1) làm tăng chi phí nhập khẩu hàng hoá của PLC, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến biên LN gộp và 2) lỗ tỷ giá ròng do việc điều chỉnh lại nợ ngắn hạn có nguồn gốc ngoại tệ. Ngược lại, tỷ giá USD/VND giảm có thể giúp PLC: 1) giảm chi phí nhập khẩu hàng hoá, từ đó hỗ trợ biên LN gộp; và 2) lãi tỷ giá do việc điều chỉnh lại tài sản ngắn hạn có nguồn gốc ngoại tệ. Ví dụ, vào năm 2021, tỷ giá USD/VND giảm 1,2% svck, giúp doanh nghiệp lãi tỷ giá ròng 44 tỷ đồng. Do đó, mặc dù EBIT năm 2021 giảm 6% sv năm trước, LNTT vẫn tăng 16,1% so với năm trước. Ngược lại, VND giảm 3,5% svck trong năm 2023, khiến doanh nghiệp ghi nhận lỗ tỷ giá ròng 88 tỷ đồng. Theo đó, mặc dù EBIT tăng 64,8% sv năm trước, LNTT vẫn giảm 16,5% sv năm trước.

Hình 46: Tỷ giá USD/VND tăng mạnh khiến PLC chịu lỗ tỷ giá ròng lớn trong 2022



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Hình 47: Lợi nhuận trước thuế bị ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá hối đoái

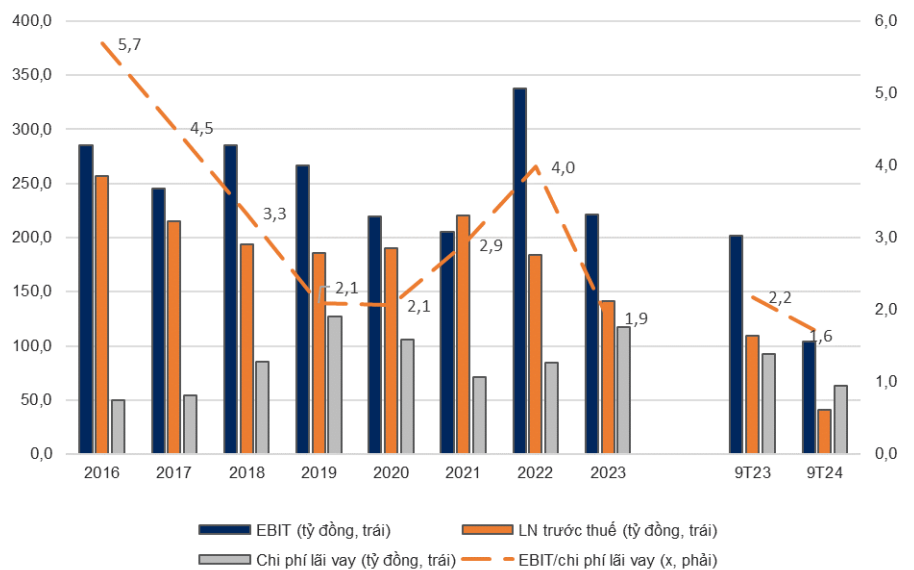


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Đòn bẩy cao gây áp lực lên chi phí lãi vay, làm giảm lợi nhuận

Với tỷ lệ đòn bẩy duy trì ở mức cao, chi phí lãi vay của PLC cũng thường xuyên duy trì ở mức cao. Trong 9T24, chi phí lãi vay giảm 31,8% svck xuống còn 63,1 tỷ đồng nhờ lãi suất cho vay thấp hơn, nhưng chi phí lãi vay vẫn chiếm 60,9% EBIT. Chi phí lãi vay cao trong nhiều năm đã tạo áp lực lên khả năng thanh toán lãi vay và làm giảm LNTT của công ty. Điển hình, trong năm 2022, chi phí lãi vay tăng 19,9% svck, khiến LNTT giảm 16,5% svck mặc dù EBIT tăng 64,4% sv năm trước. Chúng tôi tin rằng việc duy trì đòn bẩy cao (như đã đề cập ở trên) sẽ tiếp tục tạo áp lực lên chi phí lãi vay và làm suy giảm lợi nhuận của PLC trong thời gian tới.

Hình 48: Chi phí lãi vay cao làm giảm lợi nhuận của PLC



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD 9T24: Lợi nhuận giảm mạnh do lợi nhuận từ nhựa đường lao dốc

Hình 49: Tóm tắt KQKD Q3/24

Tỷ đồng	Q3/24	% svck	9T24	% svck
Doanh thu thuần	1.468	-23,7%	4.808	-16,7%
- Dầu nhờn	415	11,6%	1.320	8,7%
- Nhựa đường	654	-26,9%	2.043	-29,2%
- Hóa chất	389	-39,0%	1.411	-14,4%
- Khác	8	-60,5%	33	28,5%
LN gộp	159	-27,9%	579	-20,3%
Chi phí BH & QLĐN	157	-9,3%	500	-9,1%
Doanh thu tài chính thuần	11	NA	(42)	-36,1%
EBIT	35	-22,5%	104	-48,8%
LN trước thuế	13	-40,2%	41	-62,9%
LN ròng	7	-60,0%	23	-72,0%
Biên LN gộp	10,8%	-0,6 điểm %	12,0%	-0,5 điểm %
Biên LN ròng	0,4%	-0,4 điểm %	0,5%	-0,9 điểm %

Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu 9T24 giảm do doanh thu từ mảng nhựa đường giảm

Doanh thu 9T24 giảm 16,7% svck, xuống còn 4.808 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu từ nhựa đường giảm, chi tiết như sau:

- Doanh thu 9T24 của mảng nhựa đường giảm 29,2% svck, xuống còn 2.043 tỷ đồng, chủ yếu là do sự sụt giảm về sản lượng tiêu thụ khi thiếu hụt nhu cầu các dự án giao thông lớn cần trải nhựa trong 9T24 và giá bán nhựa đường giảm.
- Doanh thu dầu nhờn 9T24 tăng 8,7% svck, đạt 1.320 tỷ đồng, chủ yếu do kinh tế tăng trưởng tích cực trong 9T24, dẫn đến nhu cầu đối với dầu nhờn cho phương tiện và máy móc công nghiệp tăng.
- Doanh thu hóa chất 9T24 giảm 14,4% svck, xuống còn 1.400 tỷ đồng, chủ yếu do áp lực cạnh tranh gia tăng khiến tình hình kinh doanh trở nên khó khăn hơn.

Biên LN gộp thu hẹp trong 9T24 do giá bán nhựa đường và hoá chất giảm

Biên LN gộp nhựa đường trong 9T24 giảm 2,4 điểm % svck, xuống còn 9,5%, chủ yếu do giá bán nhựa đường thấp hơn. Giá bán nhựa đường giảm theo xu hướng giá Bitumen thế giới và sự cạnh tranh gay gắt với nguồn nhựa đường giá rẻ trong bối cảnh nhu cầu giảm. Ngoài ra, biên LN gộp hóa chất cũng thu hẹp 2,5 điểm % xuống còn 4,3% do áp lực cạnh tranh về giá từ các đối thủ trong ngành. Ngược lại, biên LN gộp dầu nhờn trong 9T24 cải thiện 2,3 điểm % svck, đạt 24,3%, chủ yếu nhờ giá bán trung bình tăng. Kết quả là, biên LN gộp tổng hợp của PLC trong 9T24 giảm 0,5 điểm % svck, xuống còn 12%, tương đương với mức LN gộp giảm 20,3% svck, đạt 579 tỷ đồng.

LN ròng giảm mạnh trong 9T24

Chi phí BH&QLĐN trong 9T24 giảm 9,1% svck, xuống còn 500 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí dịch vụ mua ngoài giảm. Chi phí tài chính thuần cũng giảm 36,1% svck, xuống còn 42 tỷ đồng, chủ yếu nhờ giảm chi phí lãi vay do lãi suất đi vay có xu hướng giảm. Tuy nhiên, sự thu hẹp biên LN gộp vẫn khiến LN ròng 9T24 lao dốc 72% svck, xuống còn 23 tỷ đồng.

Triển vọng doanh nghiệp trong 2024-26: Lợi nhuận dự kiến bùng nổ trong 2025

Hình 50: Tóm tắt dự phóng KQKD 2024 - 26

tỷ đồng	2023	2024	% svck	2025	% svck	2026	% svck	Nhận xét
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	82	0,0%	78	-4,9%	75	-3,8%	
Giá Bitumen (CNY/tấn)	3.608	3.608	0,0%	3.450	-4,4%	3.330	-3,5%	
Giá Base oil (USD/tấn)	1.435	1.435	0,0%	1.390	-3,2%	1.355	-2,5%	
Sản lượng tiêu thụ (tấn)								
- Dầu nhờn	27.129	27.672	2,0%	28.225	2,0%	28.790	2,0%	
- Nhựa đường	264.201	198.151	-25,0%	267.504	35,0%	240.753	-10,0%	
- Hóa chất	133.491	122.812	-8,0%	125.268	2,0%	127.773	2,0%	
Giá (VND/kg)								
- Dầu nhờn	60.135	67.778	12,7%	66.476	-1,9%	65.942	-0,8%	
- Nhựa đường	14.633	15.056	2,9%	14.440	-4,1%	14.031	-2,8%	
- Hóa chất	18.144	17.327	-4,5%	16.645	-3,9%	16.158	-2,9%	
Doanh thu thuần	7.961	7.028	-11,7%	7.866	11,9%	7.383	-6,1%	
- Dầu nhờn	1.631	1.876	15,0%	1.876	0,0%	1.898	1,2%	
- Nhựa đường	3.866	2.983	-22,8%	3.863	29,5%	3.378	-12,5%	
- Hóa chất	2.422	2.128	-12,1%	2.085	-2,0%	2.065	-1,0%	
LN gộp	971	819	-15,6%	994	21,4%	993	-0,1%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>12,2%</i>	<i>11,7%</i>	<i>-0,5 điểm %</i>	<i>12,6%</i>	<i>0,9 điểm %</i>	<i>13,4%</i>	<i>0,8 điểm %</i>	
- Dầu nhờn	22,2%	24,0%	1,8 điểm %	26,1%	2,2 điểm %	27,6%	1,5 điểm %	
- Nhựa đường	11,3%	9,3%	-2 điểm %	10,4%	1,1 điểm %	10,6%	0,2 điểm %	
- Hóa chất	7,1%	4,2%	-2,9 điểm %	4,9%	0,7 điểm %	5,2%	0,4 điểm %	
Chi phí bán hàng	590	548	-7,0%	606	10,5%	576	-4,9%	Chúng tôi dự báo chi phí bán hàng sẽ tăng 10,5% svck lên 606 tỷ đồng trong năm 2025 theo tốc độ tăng trưởng doanh thu.
Chi phí QLDN	160	148	-7,6%	165	11,9%	155	-6,1%	Chúng tôi dự báo chi phí QLDN sẽ tăng 11,9% svck lên 165 tỷ đồng trong năm 2025 theo tốc độ tăng trưởng doanh thu.
Doanh thu tài chính thuần	(79)	(71)	-11,1%	(80)	13,5%	(78)	-2,9%	Chúng tôi dự kiến chi phí tài chính thuần năm 2025 sẽ tăng 13,5% svck lên 80 tỷ đồng chủ yếu do dư nợ ngắn hạn cao hơn.
LN khác	0,9	2,0	122,2%	0,1	-95,0%	0,1	0,0%	
LN trước thuế	141	55	-61,2%	143	161,2%	184	28,6%	
LN ròng	102	44	-57,1%	114	161,6%	147	28,6%	
EPS (VND)	1.261	542	-57,0%	1.415	161,1%	1.819	28,6%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

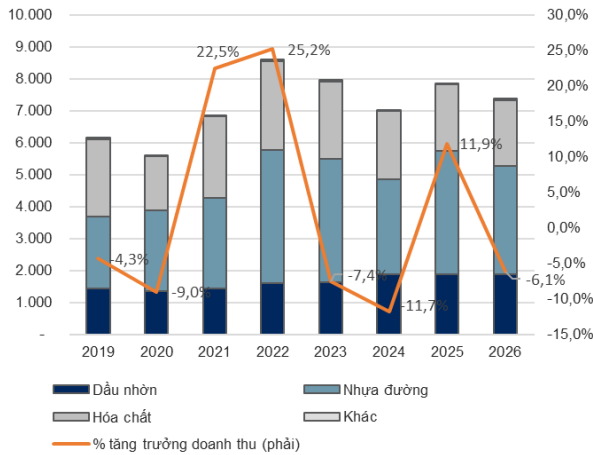
Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ giảm mạnh trong năm 2024 trước khi phục hồi vào năm 2025

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần năm 2024 của PLC sẽ giảm 11,7% svck, xuống còn 7.028 tỷ đồng, chủ yếu do doanh thu từ nhựa đường giảm với nhu cầu nhựa đường thấp hơn so với mức nền cao trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng doanh thu nhựa đường của PLC sẽ phục hồi vào năm 2025 khi phần lớn các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc - Nam giai đoạn 2 bắt đầu tăng cường rải nhựa đường với mục tiêu thông xe toàn tuyến vào năm 2025. Điều này sẽ giúp doanh thu của PLC cải thiện 11,9% svck, đạt 7.866 tỷ đồng.

Chúng tôi dự báo biên LN gộp của PLC trong 2024 sẽ giảm 0,5 điểm % xuống còn 11,7%, chủ yếu do biên LN gộp nhựa đường và hóa chất giảm. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của PLC trong 2025 sẽ tăng 0,9 điểm % lên 12,6%, chủ yếu nhờ giá dầu giảm giúp cải thiện biên LN gộp dầu nhờn và nhựa đường.

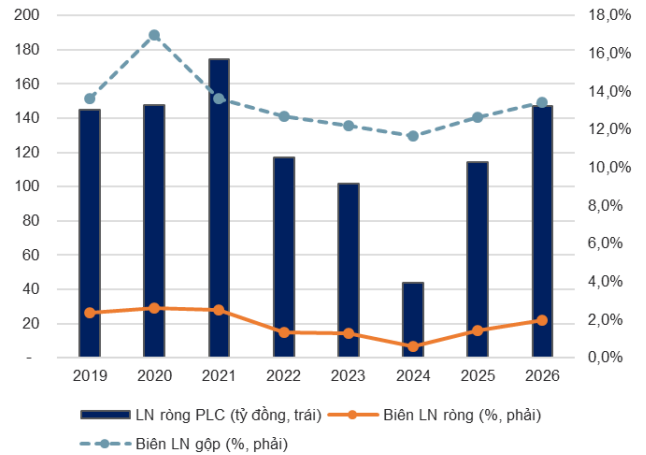
Cuối cùng, chúng tôi dự báo LN ròng của PLC sẽ giảm 57% svck, xuống còn 43,7 tỷ đồng trong năm 2024, chủ yếu do LN gộp giảm. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PLC sẽ tăng mạnh 161,1% svck, đạt 114,3 tỷ đồng, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng nhựa đường.

Hình 51: Dự báo doanh thu của PLC theo mảng (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Hình 52: Dự báo LN ròng của PLC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Mảng nhựa đường: Quay lại đường đua từ năm 2025

Các dự án đường bộ trong 2025 sẽ thúc đẩy sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC

Trong năm 2024, chúng tôi ước tính khoảng 375 km cao tốc (thuộc các dự án trọng điểm) sẽ được rải nhựa đường, chủ yếu từ các dự án sau:

- Hai dự án thành phần còn lại thuộc dự án cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 1 với tổng chiều dài 98 km là: Cam Lâm - Vĩnh Hảo và Diễn Châu - Bãi Vọt (19 km còn lại).
- Một số dự án thành phần thuộc dự án cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 2 đang có tiến độ tích cực như: Bãi Vọt - Hàm Nghi, Hàm Nghi - Vũng Áng, Vũng Áng - Bùng, Bùng - Vạn Ninh, Chí Thạnh - Vân Phong và Vân Phong - Nha Trang.
- Dự án nâng cấp và cải tạo Quốc lộ 4B - Lạng Sơn với tổng chiều dài 62 km.

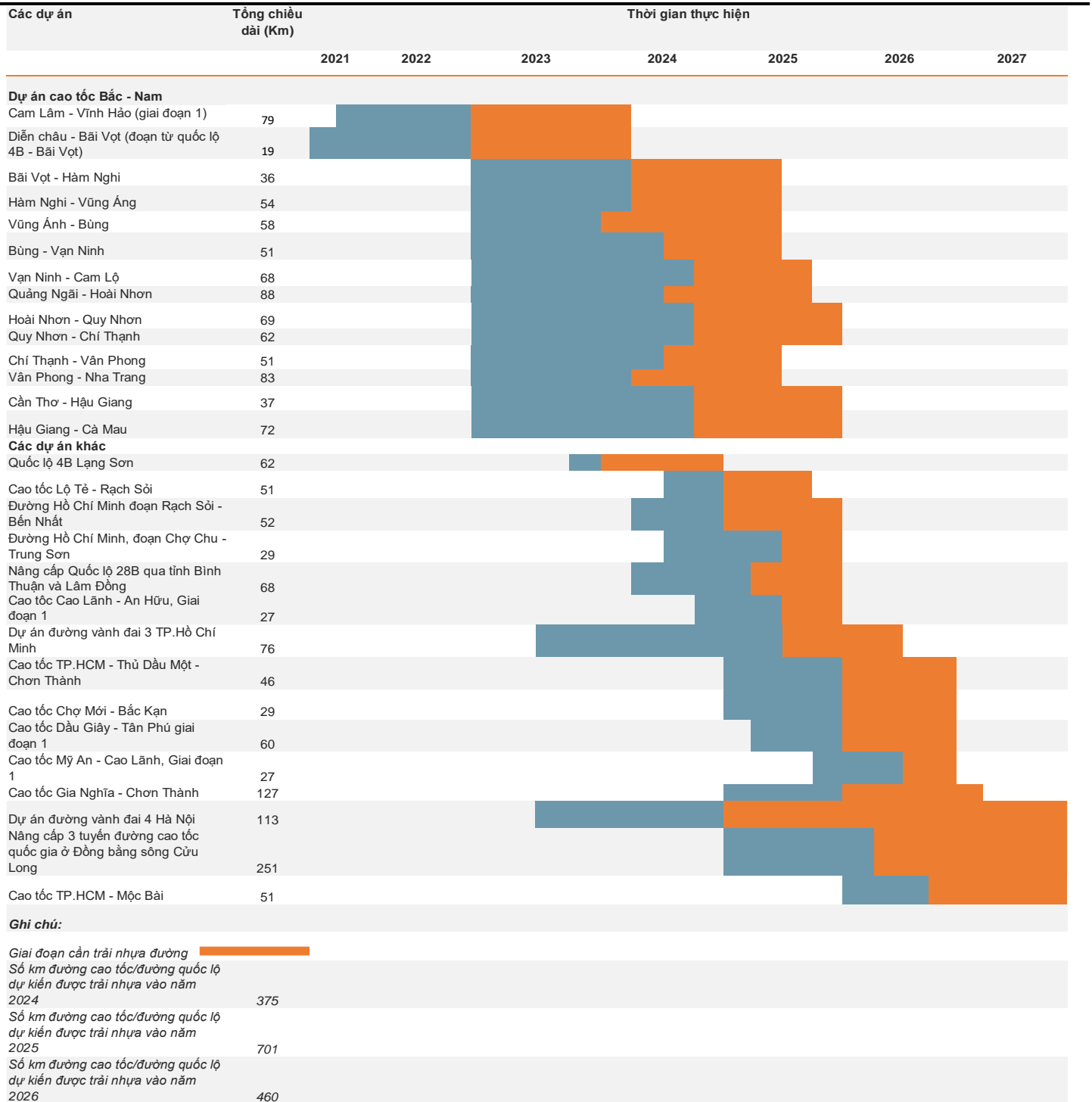
Tuy nhiên, chúng tôi ước tính rằng lượng backlog trên vẫn thấp hơn so với lượng backlog chúng tôi ước tính trong năm 2023 là 463 km, chủ yếu đến từ dự án cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 1. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ giảm 25% svck trong năm 2024, xuống còn 198.151 tấn.

Chúng tôi tin rằng sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2025 khi một loạt các dự án thành phần thuộc cao tốc Bắc - Nam Giai đoạn 2 và một số dự án cao tốc khác bước vào giai đoạn rải nhựa đường và thông xe. Do đó, chúng tôi dự báo rằng lượng backlog đến từ các dự án:

- Các dự án thành phần còn lại thuộc cao tốc Bắc Nam Giai đoạn 2 như: Hoài Nhơn - Quy Nhơn, Quy Nhơn - Chí Thạnh, Cần Thơ - Hậu Giang, Hậu Giang - Cà Mau.
- Các dự án cao tốc/quốc lộ khác: cao tốc Vành đai 4 - Hà Nội, cao tốc Lộ Tẻ - Rạch Sỏi, đường Hồ Chí Minh đoạn Chợ Chu - Trung Sơn, đường Hồ Chí Minh đoạn Rạch Sỏi - Bến Nhất, dự án nâng cấp quốc lộ 28B qua các tỉnh Bình Thuận và Lâm Đồng,... sẽ thúc đẩy khối lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC trong năm 2025. Chúng tôi tin rằng khối lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ đạt đỉnh vào 2025 nhờ vào lượng backlog lớn như đã đề cập ở trên và vị thế dẫn đầu ngành về năng lực cung cấp nhựa đường của PLC (400.000 tấn/năm). Do đó,

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ tăng trưởng 35% svck lên 267.504 tấn.

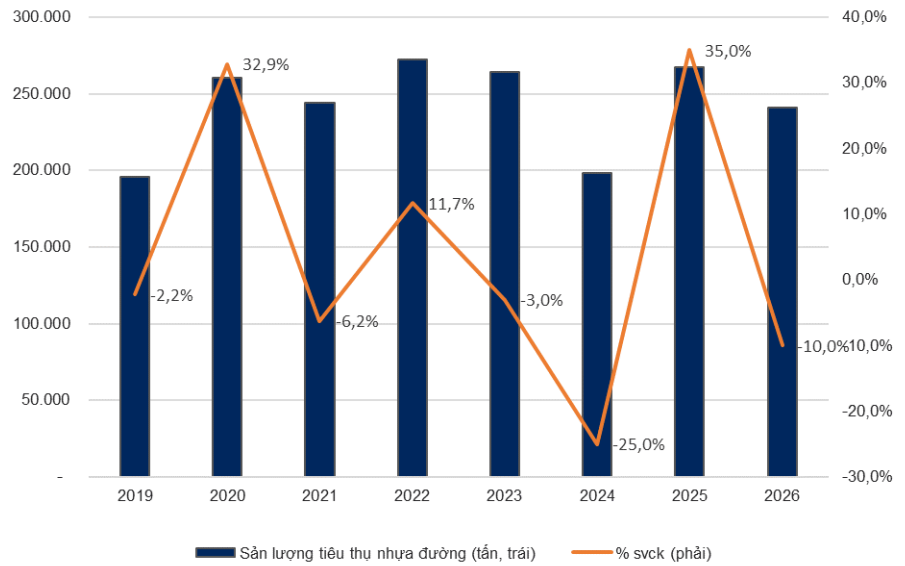
Hình 53: Tiến độ các dự án giao thông trọng điểm giai đoạn 2024-27



Nguồn: BỘ GTVT, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự báo rằng lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC trong năm 2026 sẽ được hỗ trợ bởi lượng backlog từ các dự án như: đường vành đai 3 TP.HCM, cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành, cao tốc Gia Nghĩa – Chơn Thành, dự án nâng cấp 3 tuyến đường cao tốc quốc gia ở đồng bằng sông Cửu Long. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ giảm 10% sv năm trước trong năm 2026 từ mức nền cao trong năm 2025.

Hình 24: Dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC trong 2024-26



Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Giá bán trung bình nhựa đường tăng trong 2024 chủ yếu do chi phí vận chuyển và tỷ giá USD/VND cao hơn

Chúng tôi dự báo giá bitumen thế giới sẽ ổn định trong năm 2024 trước khi giảm vào năm 2025.

Do có nguồn gốc từ bitumen, giá nhựa đường thường biến động theo xu hướng giá bitumen. Chúng tôi cũng nhận thấy sự tương quan mạnh mẽ giữa giá bitumen và giá dầu thô Brent vì phần lớn bitumen được chưng cất từ dầu thô. Trong các giai đoạn có sự biến động mạnh về giá dầu, giá bitumen sẽ dao động theo xu hướng giá dầu. Tuy nhiên, trong một số giai đoạn như 2016-17 và 2021-22, giá bitumen có thể không dao động theo cùng hướng hoặc có sự tương quan thấp với giá dầu do nhiều yếu tố, chẳng hạn như tình trạng cung-cầu đặc biệt của bitumen hoặc sản lượng bitumen tự nhiên (bitumen được khai thác từ mỏ bitumen tự nhiên, không qua quá trình chưng cất dầu) gia tăng, thay thế một phần bitumen dầu mỏ.

Hình 55: Diễn biến giá nhựa đường tại Trung Quốc (CNY/tấn)



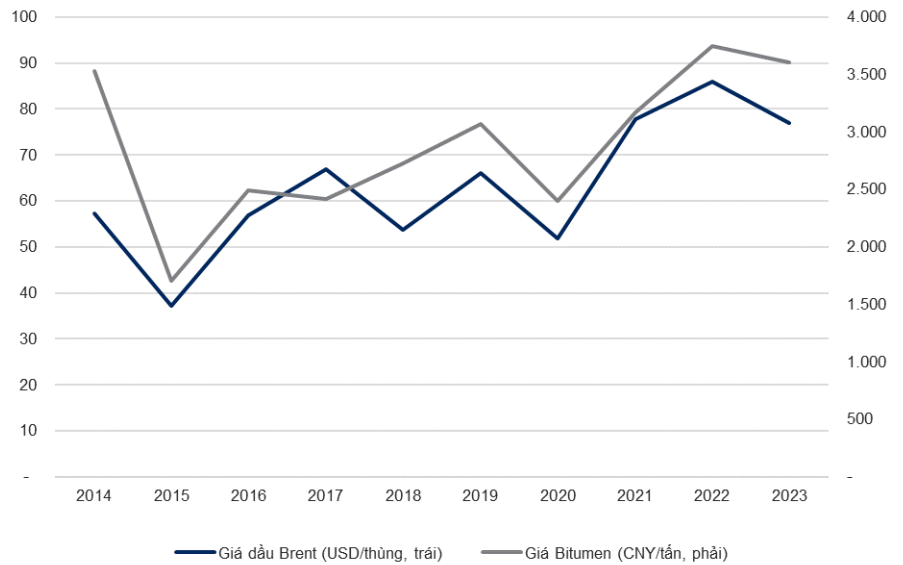
Nguồn: SUNSIRS

Hình 56: Diễn biến giá Bitumen Trung Quốc (CNY/tấn)



Nguồn: TRADING ECONOMICS

Hình 57: Mối tương quan giữa giá dầu Brent và giá Bitumen



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu Brent trung bình trong 9T24 đi ngang sv năm trước, ở mức 82 USD/thùng, sau khi giảm nhẹ trong Q3/24. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent toàn cầu sẽ phục hồi trong Q4/24 với ước tính giá dầu Brent trung bình năm 2024 là 82 USD/thùng, chủ yếu nhờ vào: 1) Liên minh OPEC+ do Saudi Arabia và Nga dẫn đầu quyết định trì hoãn việc giảm cắt giảm sản xuất cho đến tháng 12 năm 2024; 2) Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo sẽ có thêm dầu được lấy từ kho dự trữ trong Q4/24 so với dự báo ban đầu, tạo ra sự cân bằng cung-cầu thuận lợi hơn cho giá dầu trong phần còn lại của năm 2024; và 3) căng thẳng địa chính trị leo thang ở Trung Đông hỗ trợ giá dầu. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình trong năm 2025 ở mức 78 USD/thùng (-4,9% svck) do OPEC+ có thể bắt đầu tăng cường nguồn cung dầu ra thị trường vào năm 2025, trong khi triển vọng nhu cầu tại Mỹ và Trung Quốc vẫn còn nhiều nghi vấn. Do đó, chúng tôi dự báo giá nhựa đường Trung Quốc (là cơ sở cho dự báo giá nhựa đường toàn cầu của chúng tôi) cũng sẽ ổn định trong năm 2024 ở mức 3,608 CNY/tấn và giảm 4,4% svck xuống còn 3,450 CNY/tấn vào năm 2025, theo xu hướng giá dầu toàn cầu.

Giá bán nhựa đường PLC sẽ tăng trong 2024 do giá cước vận chuyển và tỷ giá USD/VND cao hơn

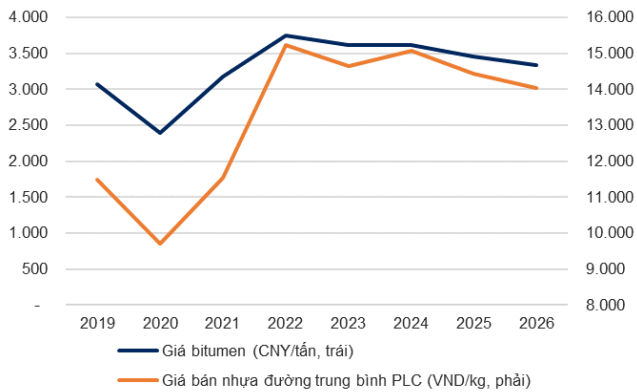
Chúng tôi dự báo giá bán nhựa đường trung bình của PLC sẽ tăng 2,9% svck, đạt 15.056 VND/kg trong năm 2024, nhờ vào sự kết hợp của các yếu tố:

- Dự báo cước vận tải tàu chở sản phẩm dầu sẽ tăng trong năm 2024, do đội tàu dự kiến chỉ tăng trưởng 2% trong khi nhu cầu vận chuyển dự kiến tăng 7%, nhờ vào sự gia tăng các chuyến hàng đường dài từ Trung Đông sang Châu Âu. Do nhựa đường của PLC hoàn toàn từ nhập khẩu, chúng tôi cho rằng cước vận tải tàu chở sản phẩm dầu cao hơn sẽ gây áp lực lên giá vốn hàng bán (COGS) và gián tiếp làm tăng giá bán sản phẩm nhựa đường của PLC.
- Chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND trung bình trong năm 2024 sẽ tăng 4,8% svck, lên 24.977. Với phần lớn các đơn hàng nhập khẩu nhựa đường của PLC được thanh toán bằng USD, sự gia tăng tỷ giá sẽ gây áp lực lên chi phí vốn và gián tiếp làm tăng giá bán sản phẩm nhựa đường của PLC.

- Nhu cầu tiêu thụ chậm lại trong năm 2024 và sự gia tăng cạnh tranh từ các nguồn nhựa đường giá rẻ sẽ gây áp lực lên giá bán nhựa đường của PLC

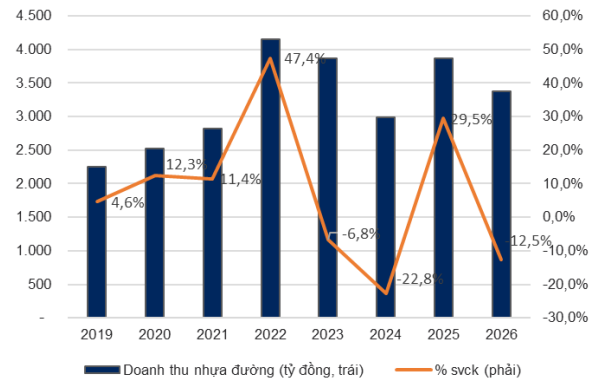
Tuy nhiên, chúng tôi dự báo giá bán trung bình nhựa đường của PLC sẽ giảm 4,1% svck, xuống còn 14.440 VND/kg trong năm 2025, chủ yếu do: 1) giá bitumen giảm 4,4% svck theo xu hướng giá dầu thế giới; 2) giá cước tàu chở dầu sản phẩm giảm khi nhu cầu dự báo tăng 2%, bù đắp bởi khoảng cách vận chuyển ngắn hơn trong khi đội tàu dự báo sẽ tăng nhanh hơn ở mức 5%.

Hình 58: Dự báo giá bán trung bình nhựa đường của PLC trong 2024 - 26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC, BLOOMBERG

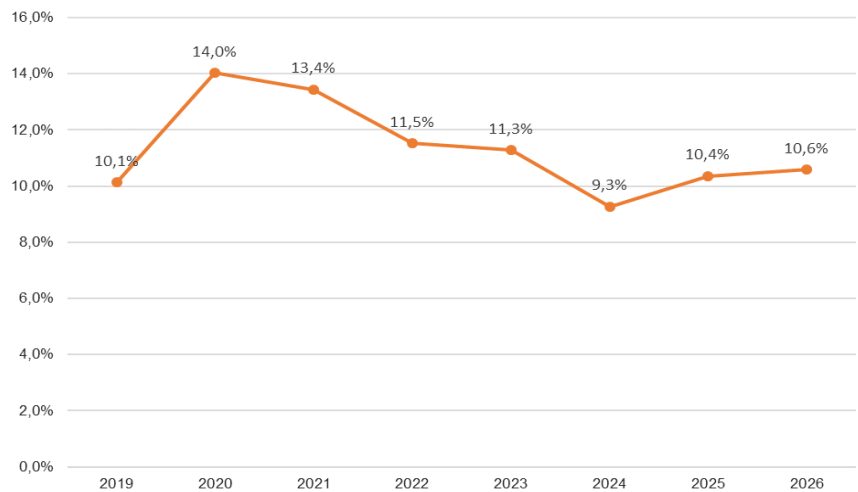
Hình 59: Dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường và doanh thu của PLC giai đoạn 2024 - 26



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Biên LN gộp nhựa đường thu hẹp trong năm 2024 do nhu cầu giảm

Hình 30: Biên LN gộp nhựa đường sẽ giảm trong năm 2024 trước khi phục hồi vào năm 2025



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Do ngành nhựa đường của PLC chủ yếu phụ thuộc vào việc nhập khẩu và phân phối nhựa đường đặc nóng 60/70, biên LN gộp mảng nhựa đường của PLC chủ yếu phụ thuộc vào sự chênh lệch giữa giá nhựa đường nhập khẩu và giá bán nhựa đường trong nước. Chúng tôi dự báo giá nhựa đường nhập khẩu của PLC sẽ tăng 5,2% svck trong năm 2024, chủ yếu do cước vận chuyển và tỷ giá tăng. Với vị thế lớn của mình, chúng tôi kỳ vọng PLC có thể điều chỉnh giá bán của mình phù hợp với sự thay đổi của cước vận chuyển và tỷ giá. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo biên LN gộp từ nhựa đường sẽ giảm 2 điểm % svck, xuống còn 9,3%

trong năm 2024, chủ yếu do nhu cầu giảm và cạnh tranh gia tăng từ các nguồn nhựa đường giá rẻ, điều này sẽ gây áp lực lên giá bán. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo biên LN gộp từ nhựa đường sẽ phục hồi 1,1 điểm % svck, đạt 10,4% trong năm 2025, chủ yếu nhờ vào sự phục hồi mạnh mẽ của nhu cầu, điều này sẽ hỗ trợ giá bán.

Mảng dầu nhờn: Triển vọng tích cực trong dài hạn nhờ nhu cầu ô tô và xe tải ngày càng tăng

Triển vọng tiêu thụ dài hạn tích cực nhờ nhu cầu từ thị trường ô tô và xe tải

Là công ty lớn trong ngành dầu nhờn tại Việt Nam, sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC sẽ được hưởng lợi từ sự gia tăng nhu cầu trong nước đối với dầu nhờn. Tuy nhiên, ngành dầu nhờn là một ngành có sự cạnh tranh khốc liệt trong nước với sự tham gia của nhiều thương hiệu hàng đầu thế giới như Shell, Castrol, Caltex và Total, vì vậy chúng tôi nhận thấy các doanh nghiệp dầu nhờn trong nước dần mất thị phần trong những năm gần đây. Do đó, mặc dù dự báo nhu cầu dầu nhờn trong nước được dự báo tăng với CAGR 5,3% trong giai đoạn 2024-26 (như chúng tôi đã đề cập trong phần triển vọng ngành), tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC trong giai đoạn 2024-26 sẽ thấp hơn mức trung bình của ngành.

Chúng tôi nhận thấy trong những năm gần đây, nhiều trạm xăng Petrolimex liên tục triển khai các chương trình khuyến mãi để duy trì và tăng trưởng thị phần như: các chương trình khuyến mãi mua 1 thùng dầu nhờn lớn và nhận 1 chai dầu nhờn nhỏ miễn phí hoặc các sản phẩm tương tự, miễn phí phí dịch vụ thay dầu nhờn cho ô tô và xe máy tại các trạm xăng Petrolimex. Chúng tôi kỳ vọng rằng với lợi thế từ hệ thống phân phối rộng khắp của PLX và chính sách khuyến mãi đa dạng sẽ giúp sản lượng tiêu thụ dầu nhờn của PLC đạt được CAGR 2% trong giai đoạn 2024-26. Chúng tôi tin rằng phân khúc ô tô và xe tải sẽ dẫn dắt động lực tăng trưởng tiêu thụ dầu nhờn của PLC trong những năm tới, trong bối cảnh nhu cầu dầu nhờn cho xe máy đã bão hòa, trong khi thị trường ô tô và xe tải vẫn còn nhiều tiềm năng phát triển như đã đề cập ở trên.

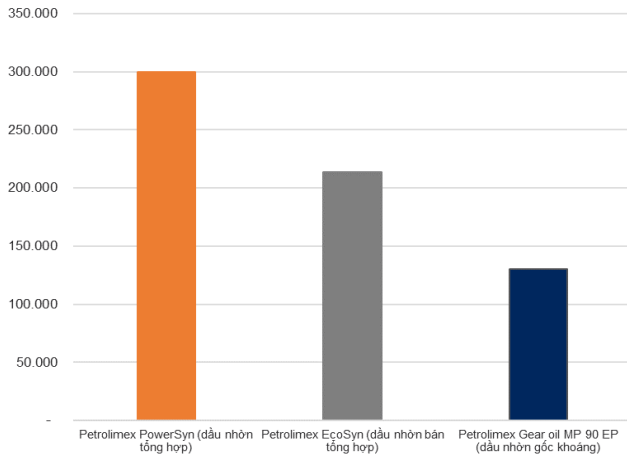
Tăng tỷ lệ sản phẩm cao cấp sẽ cải thiện giá bán trung bình dầu nhờn

Trong giai đoạn 2017 – 20, giá bán trung bình dầu nhờn của PLC đã tăng trung bình khoảng 1,4% mỗi năm. Trong giai đoạn 2021 – 22, giá bán trung bình của PLC tăng lần lượt 12,1% và 11,8% svck một phần do tác động của đại dịch COVID-19 và các xung đột địa chính trị trên thế giới gây gián đoạn nguồn cung các sản phẩm từ dầu mỏ, bao gồm dầu gốc và phụ gia, đồng thời ảnh hưởng đến cả hoạt động vận chuyển.

Mặt khác, giá bán trung bình dầu nhờn của PLC có xu hướng tăng trong những năm gần đây một phần nhờ vào sự đóng góp của các dòng sản phẩm dầu nhờn cao cấp như dầu nhờn bán tổng hợp và tổng hợp, có giá bán cao hơn nhiều so với dầu nhờn gốc khoáng truyền thống. Cuối năm 2020, PLC đã ra mắt lô sản phẩm dầu nhờn tổng hợp và bán tổng hợp đầu tiên với công nghệ hiện đại, phù hợp cho các dòng xe cao cấp như BMW, Mercedes-Benz... Theo khảo sát của chúng tôi, giá bán của các sản phẩm dầu tổng hợp/bán tổng hợp thường cao hơn lần lượt 129% và 64% so với các sản phẩm dầu khoáng có cùng công dụng. Sự ra mắt của các sản phẩm dầu nhờn cao cấp (dầu nhờn tổng hợp và bán tổng hợp) đã phần nào giúp giá bán trung bình dầu nhờn của PLC tăng với CAGR là 8% trong giai đoạn 2020-23. Chúng tôi ước tính các sản phẩm dầu nhờn cao cấp đã đóng góp khoảng 2% vào cơ cấu doanh thu dầu nhờn của PLC trong năm 2023. Với chất lượng các sản phẩm dầu nhờn cao cấp của PLC được đánh giá là có thể thay thế hoàn toàn các sản phẩm tương tự của các đối thủ nổi tiếng như Castrol, Shell và Total, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ dầu nhờn cao cấp sẽ chiếm lần lượt 3,7% và 3,8% trong 2024/2025.

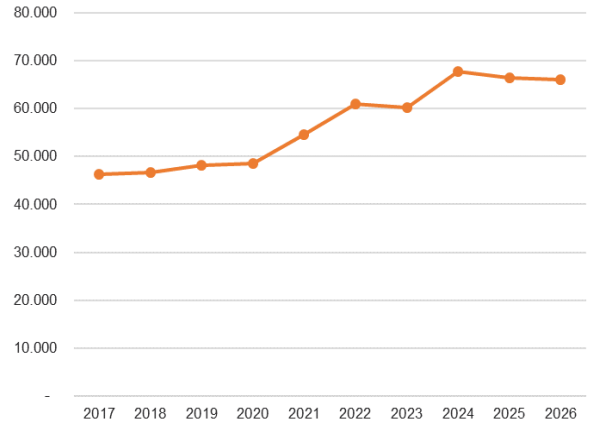
Chúng tôi ước tính giá bán trung bình dầu nhờn của PLC trong năm 2024 sẽ tăng 12,7% svck, đạt 67.778 VND/kg, được thúc đẩy bởi: 1) tỷ lệ tiêu thụ dầu nhờn cao cấp tăng lên sẽ giúp cải thiện giá bán trung bình; 2) luật tái chế dầu nhờn dự kiến sẽ làm tăng chi phí sản xuất dầu nhờn thêm 2.500 VND/kg, từ đó làm tăng giá bán; và 3) chi phí vận chuyển và tỷ giá USD/VND tăng sẽ tạo áp lực lên giá vốn hàng bán, dẫn đến giá bán tăng. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi dự báo giá bán trung bình dầu nhờn sẽ giảm nhẹ lần lượt 1,9%/0,8% svck, dựa trên kỳ vọng rằng giá nhựa đường, chi phí vận chuyển và tỷ giá USD/VND sẽ giảm.

Hình 61: Dầu nhờn tổng hợp và bán tổng hợp có giá thành cao vượt trội dầu gốc khoáng (đồng/lít)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 62: Dự báo giá bán trung bình dầu nhờn của PLC trong 2024-26 (đồng/kg).



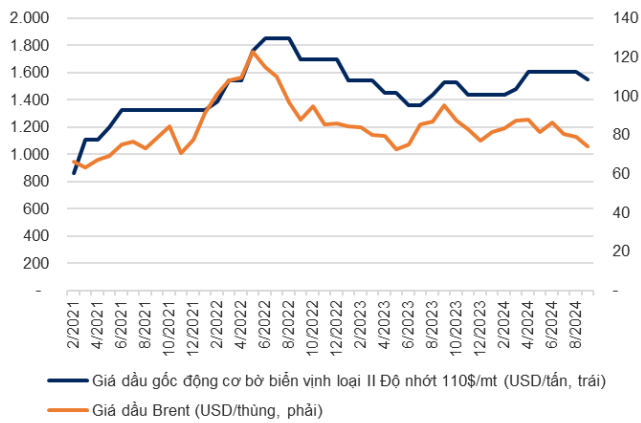
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Biên LN gộp dầu nhờn được mở rộng trong năm 2024 - 25

Do dầu gốc là sản phẩm của quá trình lọc hóa dầu, chúng tôi dự kiến giá dầu gốc loại II Viscosity vùng Vịnh - tham chiếu của chúng tôi - sẽ duy trì ổn định trong năm 2024 trước khi giảm 3,2% svck trong năm 2025, phù hợp với xu hướng giá dầu toàn cầu. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo chi phí sản xuất dầu nhờn (bao gồm dầu gốc và phụ gia) sẽ tăng 10,1% svck trong năm 2024, chủ yếu do: 1) tác động của luật tái chế; và 2) chi phí vận chuyển và tỷ giá USD/VND cao hơn. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi kỳ vọng chi phí sản xuất dầu nhờn của PLC sẽ giảm lần lượt 4,7% và 2,8% svck, chủ yếu nhờ vào việc giá dầu gốc giảm theo dự báo giá dầu toàn cầu.

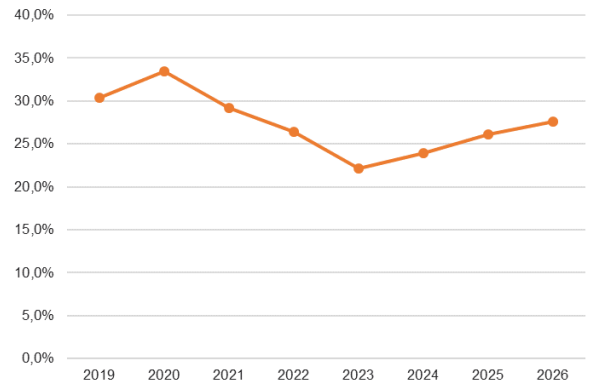
Tóm lại, chúng tôi dự báo biên LN gộp dầu nhờn của PLC sẽ tăng 1,8 điểm % svck, đạt 24% trong năm 2024, chủ yếu nhờ vào tỷ trọng tiêu thụ dầu nhờn cao cấp tăng lên, giúp cải thiện giá bán trung bình. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp dầu nhờn của PLC sẽ tiếp tục tăng thêm 2,2/1,5 điểm % svck, đạt lần lượt 26,1% và 27,6% trong 2025/2026, chủ yếu nhờ giá dầu gốc thấp hơn và tỷ lệ sản phẩm dầu nhờn cao cấp tiếp tục gia tăng.

Hình 63: Biến động giá dầu gốc thường có độ trễ so với biến động giá dầu Brent



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 64: Dự báo biên LN gộp mảng dầu nhờn PLC



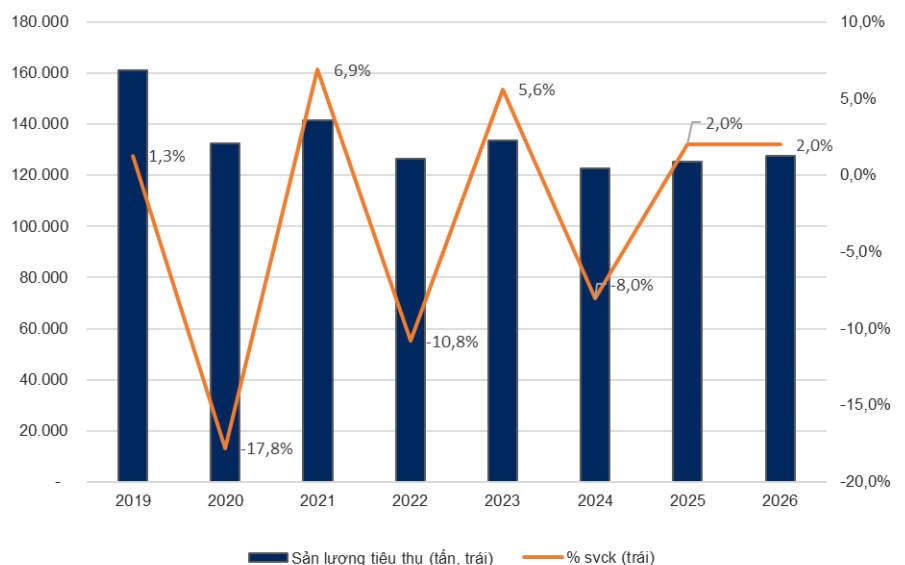
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Ngành hoá chất: Cạnh tranh khốc liệt tạo áp lực lên KQKD

Sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC tăng trưởng thấp hơn tốc độ tăng trưởng của ngành

Ngành hóa chất Việt Nam hiện đang rất phân mảnh với nhiều doanh nghiệp tham gia thị trường và rào cản gia nhập thấp. Việt Nam có khoảng 1.818 doanh nghiệp hoạt động trong ngành hóa chất (theo dữ liệu năm 2020). Do đó, mặc dù nhu cầu hóa chất tại Việt Nam vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng dài hạn, chúng tôi tin rằng các doanh nghiệp trong ngành, đặc biệt là các doanh nghiệp thương mại (trading) - không có lợi thế cạnh tranh về nguyên liệu và công nghệ sản xuất, sẽ vẫn gặp khó khăn trong việc gia tăng sản lượng tiêu thụ và thị phần. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp trading hóa chất sẽ chịu ảnh hưởng bởi mục tiêu dài hạn của Chính phủ về việc tăng cường tự chủ sản xuất hóa chất. Do PLC chỉ hoạt động trong lĩnh vực hóa chất với vai trò trader, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC sẽ thấp hơn đáng kể so với tốc độ tăng trưởng chung của ngành.

Hình 65: Dự báo sản lượng tiêu thụ hoá chất của PLC



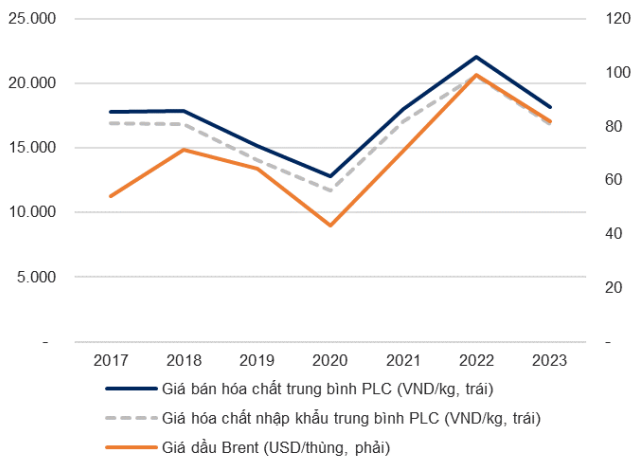
Nguồn: PLC, VNDIRECT RESEARCH

Trong 9T24, giá trị nhập khẩu hóa chất của Việt Nam tăng 10,6% svck, đạt 6,2 triệu USD, điều này làm tăng nguồn cung hóa chất trong nước và tạo áp lực cho các doanh nghiệp trading hóa chất như PLC. Vào tháng 9, hoạt động sản xuất trong nước bị gián đoạn do ảnh hưởng nghiêm trọng của siêu bão Yagi, khiến hoạt động kinh doanh hóa chất của PLC trở nên khó khăn hơn. Với kết quả kinh doanh kém khả quan trong 9T24, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC trong năm 2024 giảm 8% svck, đạt 122.812 tấn. Trong giai đoạn 2025-26, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ hóa chất của PLC sẽ tăng trưởng với CAGR 2%, chủ yếu nhờ vào tiềm năng tăng trưởng nhu cầu của ngành hóa chất và mức nền thấp của năm 2024.

Áp lực cạnh tranh gia tăng làm giảm biên LN gộp mảng hoá chất

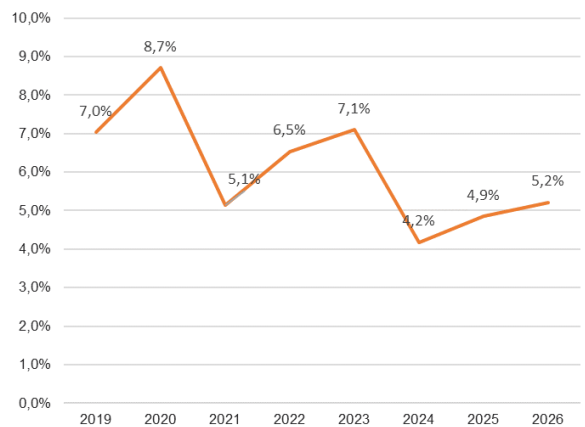
Do PLC chỉ tham gia trading hóa chất, biên LN gộp mảng hóa chất của PLC rất thấp và không có biến động quá lớn. Chúng tôi cho rằng, trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng tăng trong ngành, các doanh nghiệp hóa chất tư nhân sẽ linh hoạt hơn trong việc điều chỉnh giá bán và chính sách bán hàng để đạt hiệu quả kinh doanh tốt. Trong khi đó, các doanh nghiệp chi phối bởi nhà nước sẽ thận trọng hơn trong quản lý kinh doanh, do đó dù có một vị thế nhất định trên thị trường, PLC vẫn sẽ gặp nhiều khó khăn trong tương lai. Vì vậy, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng hơn về biên LN gộp mảng hóa chất của PLC trong thời gian tới. Dựa trên kết quả kinh doanh hóa chất kém tích cực trong 9T24, chúng tôi ước tính biên LN gộp mảng hóa chất của PLC trong năm 2024 sẽ giảm 2,9 điểm %, còn 4,2%, chủ yếu do giá bán trung bình hóa chất thấp hơn, làm suy giảm biên LN gộp. Chúng tôi dự báo biên LN gộp mảng hóa chất của PLC sẽ cải thiện 0,7 điểm % svck vào năm 2025, nhờ kỳ vọng giá dầu giảm, hỗ trợ biên LN gộp mảng hóa chất.

Hình 66: Giá bán và giá vốn của hóa chất PLC biến động theo xu hướng giá dầu thế giới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Hình 67: Áp lực cạnh tranh làm suy giảm biên LN gộp mảng hóa chất của PLC trong thời gian tới



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PLC

Định giá: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **26.000 đồng**

Chúng tôi kết hợp phương pháp định giá DCF và phương pháp định giá P/E với tỷ trọng bằng nhau để đưa ra giá mục tiêu là 26.000 đồng/cổ phiếu cho PLC, dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro là 2,79% (lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 6 năm 2024).
- Chúng tôi áp dụng mức bù rủi ro thị trường là 7,78% (dựa trên báo cáo cập nhật của Damodaran về mức bù rủi ro thị trường vào ngày 1 tháng 7 năm 2024).
- P/E mục tiêu của chúng tôi cho PLC trong năm 2025 là 17,6x, tương đương với P/E trung bình trong giai đoạn 2020-23. Chúng tôi chọn P/E giai đoạn 2020-2023 làm tham chiếu do chúng tôi nhận thấy bức tranh tương đối giống nhau giữa giai đoạn này và giai đoạn 2-3 năm tới khi Chính phủ dự kiến đẩy mạnh xây dựng các dự án giao thông trọng điểm, báo hiệu triển vọng tích cực cho sản lượng tiêu thụ nhựa đường. Với dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC trong năm 2025 sẽ tăng 35% svck, chúng tôi tin rằng mức P/E mục tiêu này là hợp lý.

Hiện tại, PLC đang giao dịch với P/E trượt là 27,8x, cao hơn đáng kể so với P/E trung bình 5 năm trong quá khứ là 17,2x. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của PLC sẽ chạm đáy trong năm 2024 và tăng trưởng ấn tượng vào năm 2025 nhờ vào việc thúc đẩy xây dựng đường bộ tại Việt Nam, với nhiều dự án bước vào giai đoạn trải nhựa đường và sẽ được đưa vào khai thác trong năm 2025. Với triển vọng tăng trưởng EPS mạnh mẽ 161,1% svck trong năm 2025 (tương đương P/E dự phóng năm 2025 là 14,2x), chúng tôi tin rằng định giá này vẫn hấp dẫn cho PLC.

Hình 68: Giá mục tiêu hỗn hợp

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá mục tiêu theo tỷ trọng (đồng)
DCF	27.036	50%	13.518
P/E	24.902	50%	12.451
Giá trị hợp lý (đồng)			25.969
Giá mục tiêu (đồng)			26.000

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 69: Giá mục tiêu DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	2.655
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	3.371
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	678
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	1.865
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	-
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	2.184
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	81
Giá trị cổ phiếu (đồng)	27.036
P/E mục tiêu năm 2025	19,1x

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 70: Định giá P/E

P/E	2025
EPS 2024 (đồng)	1.415
P/E mục tiêu (x)	17,6x
Giá trị cổ phiếu (đồng)	24.902

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 71: Định giá DCF – tóm tắt dòng tiền tự do (FCF)

Tỷ đồng	Q4/24	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận ròng	44	114	147	149	152
Thuế khả dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Chi phí lãi vay	84	98	103	100	97
+ Thay đổi vốn lưu động	(144)	(315)	218	(111)	(37)
- Capex	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)
+ Chi phí khấu hao	110	107	107	107	107
Dòng tiền tự do FCFF	37	(54)	514	186	260
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF	36	(49)	399	144	187
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do FCFF (5 năm)					717
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối					2.655
Tổng giá trị hiện tại của doanh nghiệp					3.371

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 72: Chi phí vốn cổ phần

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,79%
Phản bù rủi ro thị trường	7,78%
Beta	1,3
Chi phí VCSH	12,7%

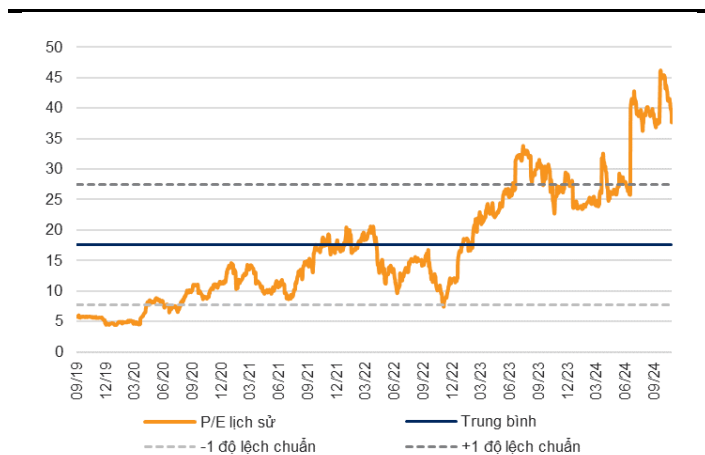
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 73: WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	1.234
Nợ	1.865
Chi phí nợ	5,8%
Mức thuế	20,0%
WACC	8,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

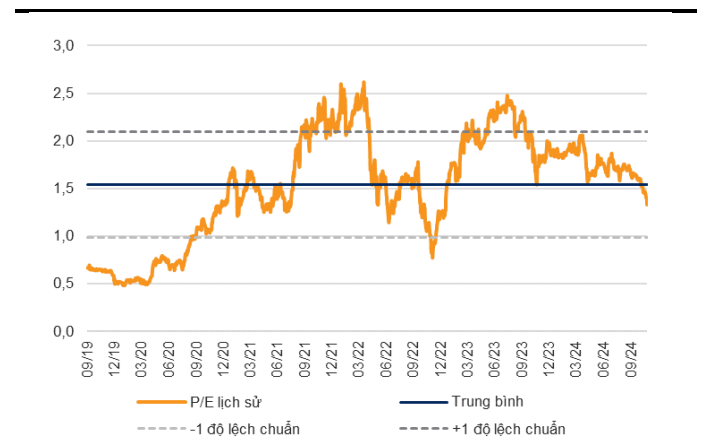
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 74 : P/E lịch sử của PLC từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 75: P/B lịch sử của PLC từ năm 2019



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 76: Phân tích độ nhạy trong định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	
		0,9%	26.737	25.349	24.119	22.817	21.659
		1,2%	28.339	26.840	25.514	24.114	22.872
		1,5%	30.097	28.470	27.036	25.525	24.189
		1,8%	32.035	30.261	28.703	27.066	25.623
		2,1%	34.180	32.237	30.536	28.756	27.191

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá bao gồm: 1) nhiều dự án xây dựng đường bộ hơn thúc đẩy sản cường tiêu thụ nhựa đường; và 2) giá bán cải thiện.
- Các rủi ro giảm giá bao gồm sản lượng tiêu thụ thấp hơn dự kiến (tiến độ xây dựng đường bộ chậm hơn dự kiến) và giá bán sản phẩm thấp hơn.

Hình 77: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã cổ phiếu	Giá (nội tệ)	Vốn hóa (triệu USD)	P/E trượt 12T (x)	P/E hiện tại (x)	ROE trượt 12T (%)	ROA trượt 12T (%)	Nợ/VCSH (%)
Ngành nhựa đường								
Exxon Mobil Corp	XOM US	121,1	532.290	14,1	2,0	14,4%	8,1%	22,4
Shell PLC	SHEL LN	2.565	204.765	13,5	1,1	8,3%	3,9%	43,3
BP PLC	BP/ LN	373,3	77.604	29,7	1,2	14,3%	1,0%	73,8
Chevron Corp	CVX US	156,9	282.018	15,9	1,8	10,4%	6,4%	16,1
<i>Trung bình</i>				19,1	1,4	12,3%	4,3%	46,5
Ngành dầu nhờn								
Castrol India Ltd	CSTRL IN	206,8	2.424	23,7	9,6	43,1%	26,6%	2,8
BP Castrol KK	5015 JP	881,0	132	22,9	2,1	9,0%	6,9%	0,0
Idemitsu Kosan Co Ltd	5019 JP	1.013	9.195	5,1	0,7	15,7%	5,7%	74,1
<i>Trung bình</i>				17,2	4,1	25,7%	16,0%	25,6
Ngành hóa chất								
BASF SE	BAS GR	43,40	41.532	N/A	1,1	1,4%	0,6%	57,1
Dow Inc	DOW US	46,49	32.547	22,1	1,8	5,6%	1,8%	86,7
Saudi Basic Industries Corp	SABIC AB	72,00	57.508	90,5	1,3	-1,3%	-0,7%	17,2
LOTTE Fine Chemical Co Ltd	004000 KS	39.750	734	15,6	0,4	5,1%	4,5%	0,9
<i>Trung bình</i>				42,7	1,2	2,7%	1,5%	40,5
Tổng công ty hóa dầu Petrolimex	PLC VN	20.200	65	27,8	1,3	4,8%	1,5%	151,0

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu tại ngày 08/11/2024)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	6.160	5.608	6.868	8.601	7.961	7.028	7.866
Giá vốn hàng bán	5.319	4.657	5.933	7.510	6.990	6.209	6.872
Lợi nhuận gộp	841	952	935	1.091	971	819	994
Chi phí QLDN	105	204	187	143	160	148	165
Chi phí bán hàng	469	528	542	610	590	548	606
LN hoạt động	267	219	205	338	221	123	223
EBITDA thuần	345	318	313	441	321	233	330
Chi phí khấu hao	78	99	108	103	100	110	107
LN HĐ trước thuế và lãi vay	267	219	205	338	221	123	223
Thu nhập tài chính	44	78	95	94	76	66	71
Chi phí tài chính	137	118	80	223	156	137	151
Thu nhập ròng khác	28	15	12	5	4	7	5
Thu nhập từ công ty LDLC	(12)	0	(9)	(21)	(2)	0	0
Lợi nhuận trước thuế	185	190	221	184	141	55	143
Chi phí thuế	40	42	46	67	39	11	29
Lợi nhuận ròng	145	148	174	117	102	44	114
LN ròng sau điều chỉnh	145	148	174	117	102	44	114

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền & Tương đương tiền	417	699	376	550	288	449	449
Đầu tư tài chính ngắn hạn	260	459	698	218	407	450	520
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.672	1.497	1.643	1.648	1.449	1.309	1.487
Hàng tồn kho	990	1.041	1.247	1.432	1.373	1.242	1.412
Tài sản ngắn hạn khác	(30)	(145)	(180)	(161)	(161)	(142)	(150)
Tổng tài sản ngắn hạn	3.308	3.551	3.783	3.686	3.356	3.309	3.719
Tài sản cố định	768	880	819	745	706	637	571
Tổng đầu tư	219	84	54	39	16	16	16
Tài sản dài hạn khác	169	188	172	151	161	186	216
Tổng tài sản	1.156	1.152	1.045	935	883	839	803
Nợ vay ngắn hạn	1.605	1.845	1.549	1.771	1.365	1.665	1.865
Phải trả người bán	1.304	1.366	1.721	1.381	1.411	1.089	1.205
Phải trả ngắn hạn khác	115	193	184	235	142	123	143
Tổng nợ ngắn hạn	3.024	3.404	3.453	3.387	2.918	2.877	3.213
Nợ vay dài hạn	109	40	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	10	2	1	5	8	-	-
Vốn điều lệ	1.179	1.190	1.198	1.206	1.209	1.206	1.206
Lợi nhuận giữ lại	143	67	176	22	104	58	96
Vốn chủ sở hữu	1.322	1.256	1.373	1.229	1.313	1.264	1.301
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và VCSH	4.464	4.702	4.828	4.621	4.239	4.148	4.522

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Lợi nhuận trước thuế	185	190	221	184	141	55	143
Khấu hao	78	99	108	103	100	110	107
Thuế đã nộp	(50)	(41)	(44)	(49)	(40)	(11)	(29)
Các khoản điều chỉnh khác	0	0	0	0	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	583	235	43	(614)	214	(167)	(282)
LC thuần từ HĐKD	796	482	327	(376)	414	(14)	(60)
Đầu tư TSCĐ	(202)	(54)	(43)	(37)	(58)	(40)	(40)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	25	1	0	1	0	0	0
Các khoản khác	(122)	(148)	(196)	527	(161)	(4)	21
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC thuần từ HĐĐT	(300)	(202)	(239)	491	(219)	(44)	(19)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	(534)	171	(336)	221	(405)	300	200
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(129)	(168)	(74)	(161)	(57)	(81)	(121)
LC thuần từ HĐTC	(663)	3	(410)	60	(462)	219	79
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	584	417	699	376	550	288	449
LC thuần trong kỳ	(167)	282	(323)	174	(262)	162	(0)
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	417	699	376	550	288	449	449

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (VND)	1.797	1.830	2.159	1.448	1.261	542	1.415
P/E	13,9	13,6	11,5	17,2	19,7	46,0	17,6
PEG 1 năm	(2,7)	7,4	0,6	(0,5)	(1,5)	(0,8)	0,1
EV/EBIT	12,4	14,6	15,5	9,6	14,0	26,2	15,4
EV/EBITDA	9,6	10,1	10,2	7,3	9,6	13,9	10,4
P/S	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
P/B	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5	1,6	1,5
Tỷ suất cổ tức	6,4%	8,3%	3,7%	8,0%	2,8%	4,0%	6,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	89%	113%	43%	138%	56%	185%	106%
Chỉ số tăng trưởng	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng DT	-4,3%	-9,0%	22,5%	25,2%	-7,4%	-11,7%	11,9%
Tăng trưởng LN gộp	13,6%	17,0%	13,6%	12,7%	12,2%	11,7%	12,6%
Tăng trưởng LN ròng	-5,1%	1,8%	18,0%	-33,0%	-12,9%	-57,0%	161,1%
Tăng trưởng EPS	-5,1%	1,8%	18,0%	-33,0%	-12,9%	-57,0%	161,1%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	13,6%	17,0%	13,6%	12,7%	12,2%	11,7%	12,6%
Biên EBITDA	6,3%	7,0%	5,8%	4,3%	4,5%	3,5%	4,4%
Biên LN hoạt động	5,6%	5,7%	4,6%	5,1%	4,0%	3,3%	4,2%
Biên LN ròng	2,4%	2,6%	2,5%	1,4%	1,3%	0,6%	1,5%
ROAA	3,1%	3,2%	3,7%	2,5%	2,3%	1,0%	2,5%
ROAE	11,0%	11,5%	13,3%	9,0%	8,0%	3,5%	9,8%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	2,1	2,1	2,9	4,0	1,9	1,5	2,3
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	-4,6	6,1	11,5	9,2	5,4	5,2	5,7
Nợ vay / Vốn	38,4%	40,1%	32,1%	38,3%	32,2%	40,1%	41,2%
Nợ vay / VCSH	129,7%	150,0%	112,8%	144,1%	103,9%	131,7%	143,3%
Nợ vay ròng / VCSH	78,4%	57,8%	34,6%	81,6%	51,0%	60,6%	68,8%
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	1,3	1,2	1,4	1,8	1,8	1,6	1,7
Vòng quay khoản phải thu	3,4	3,5	4,4	5,2	5,1	5,1	5,6
Số ngày phải thu	99	97	87	70	66	68	69
Vòng quay khoản phải trả	5,0	4,2	4,5	5,5	5,7	5,6	6,9
Số ngày phải trả	89	107	106	67	74	64	64
Vòng quay hàng tồn kho	5,8	5,5	6,0	6,4	5,7	5,4	5,9
Số ngày tồn kho	68	82	77	70	72	73	75
Hệ số thanh toán hiện hành	1,1	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	2,0	1,9	1,9	1,7	1,9	2,2

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng Phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Dương Thị Thu Huế – Chuyên viên Phân tích

Email: hue.duongthu@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>