

TỔNG CÔNG TY HÓA DẦU PETROLIMEX (HNX: PLC)
Nguyễn Thị Ngọc

Chuyên viên tư vấn đầu tư

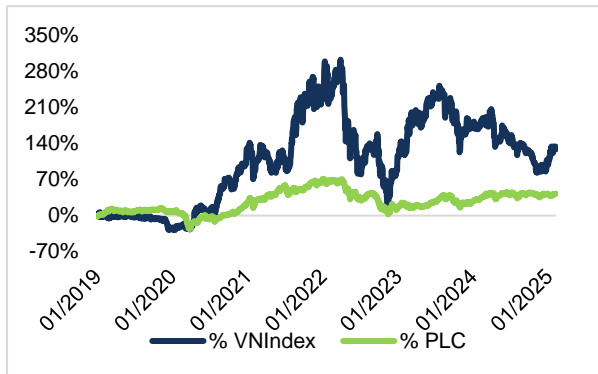
 Email: Ngocnt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 – Ext: 5919

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng tư vấn đầu tư

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu PLC & VNIndex

Thông tin giao dịch
27/03/2025

Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	24.400
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	33.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	19.100
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	80,789
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	80,797
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	304.029
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.971,4
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	534
P/E Trailing 12 tháng	45,9

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex
Địa chỉ	Tầng 18, 19 tòa nhà 229, Tây Sơn, Đống Đa, Hà Nội
HĐKD chính	Dầu mỡ nhờn, Nhựa đường & Hóa chất dung môi
Chi phí chính	Nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, tiến độ giải ngân đầu tư công chậm

Cơ cấu cổ đông
(%)

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	79,07%
Hội đồng quản trị, ban TGD	0,04%
Cổ đông khác	20,89%

 Giá hiện tại: **24.400**

 Giá mục tiêu: **26.300**

 Tăng/(Giảm): **+ 7,8%**
Khuyến nghị
THEO DÕI
Nhu cầu mảng nhựa đường gia tăng trong ngắn hạn nhờ đẩy mạnh đầu tư công

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu Tổng công ty hóa dầu Petrolimex (HNX: PLC). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu PLC là **26.300** đồng/cp, cao hơn **7,8%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 27/03/2025. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PLC. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu PLC tại mức giá 21.800 đồng/cp, tương đương với tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 20%.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- ✓ **Mảng dầu nhờn kỳ vọng ổn định trong bối cảnh cạnh tranh cao.** Chúng tôi đánh giá mảng dầu nhờn sẽ duy trì được sản lượng khoảng 28.000 tấn/năm trong thời gian dự phóng, tương đương mức sản lượng năm 2024. Luận điểm đến từ nhu cầu dầu nhờn tiếp tục tăng trưởng nhưng cạnh tranh trong ngành ở mức cao làm thu hẹp thị phần trong các năm gần đây.
- ✓ **Nhu cầu tiêu thụ nhựa đường dự kiến tăng do kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công của chính phủ.** Năm 2025, kế hoạch đầu tư công của chính phủ dự kiến ở mức 790 nghìn tỷ đồng, cao hơn 38 nghìn tỷ đồng năm 2024. Việc chính phủ tăng cường đẩy mạnh đầu tư công đặc biệt là những dự án giao thông quan trọng để phục vụ tăng trưởng kinh tế giúp cho triển vọng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ tăng trưởng trong giai đoạn tới. Cụ thể, ước tính sản lượng nhựa đường tiêu thụ tăng lên mức 276 nghìn tấn năm 2025 (+10% yoy) và 300 nghìn tấn năm 2026 (+9% yoy).

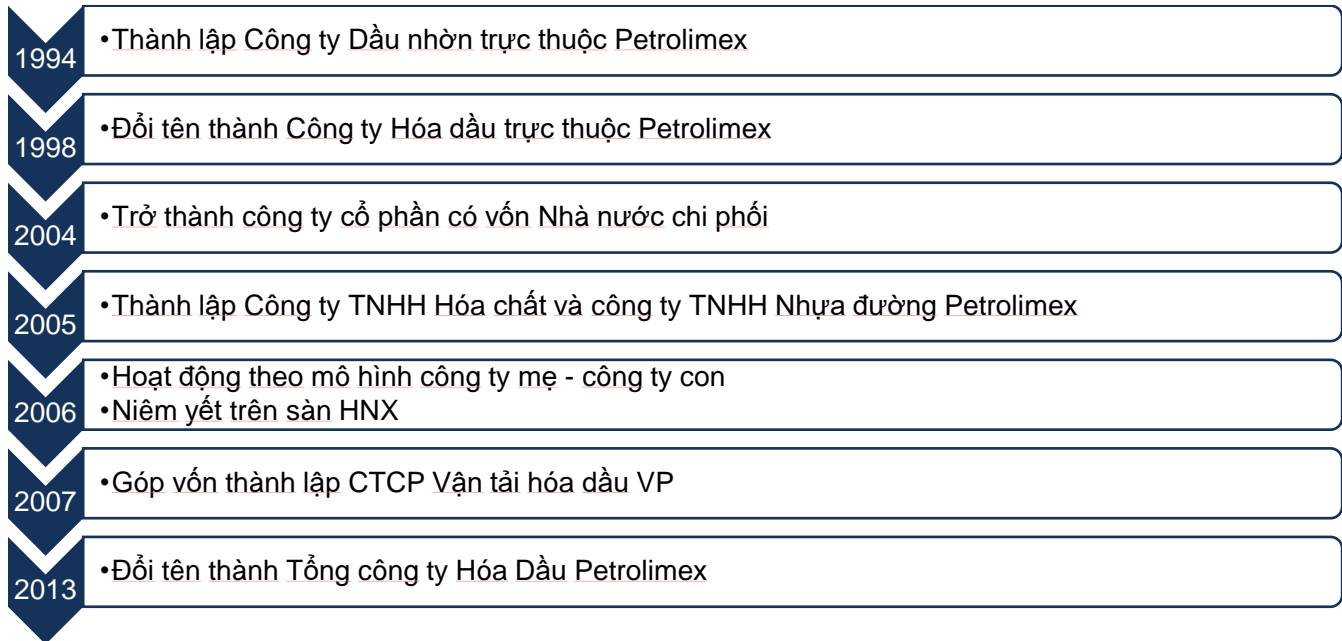
YẾU TỐ THEO DÕI

- ✓ **Tiến độ giải ngân đầu tư công:** Việc các dự án chậm tiến độ hoặc giãn tiến độ sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ nhựa đường, ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- ✓ **Biến động tỷ giá USD/VND:** PLC nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào bằng đồng USD và bán sản phẩm trong nước bằng VND. Ngoài rủi ro biến động tỷ giá đơn thuần thì doanh nghiệp cũng có biện pháp phòng ngừa rủi ro (hedging) để giảm thiểu tác động của biến động tỷ giá đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.
- ✓ **Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào:** giá nguyên vật liệu đầu vào chiếm trọng yếu trong cơ cấu sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp (khoảng 58 – 60%). Nguyên vật liệu đầu vào của PLC đều là các sản phẩm của quá trình tinh chế dầu thô nên giá của các sản phẩm này sẽ chịu ảnh hưởng của giá dầu thô vốn dĩ khá biến động.

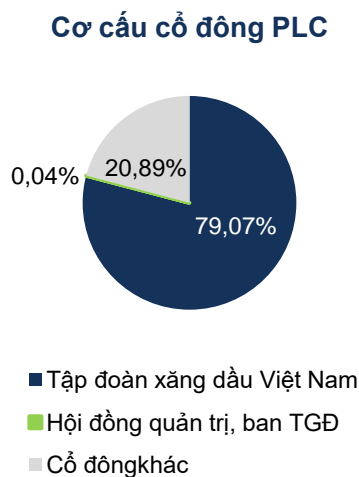
I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành

Tổng công ty Hóa dầu Petrolimex tiền thân là Công ty Dầu nhờn, được thành lập năm 1994. Tính đến thời điểm hiện nay, PLC hoạt động trong ba lĩnh vực chính là Dầu mỡ nhờn (năm 1994), Nhựa đường (năm 2005), Hóa chất (năm 2005) và có vốn điều lệ là 808 tỷ đồng.



2. Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu cổ đông của PLC khá cô đặc với cổ đông lớn nhất là Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX) nắm giữ hơn 79% cổ phần. Ban lãnh đạo nắm giữ tỷ trọng rất nhỏ chỉ 0,04%, cổ đông nước ngoài nắm giữ 0,35% và còn lại đến từ các cổ đông khác. PLX tham gia vào định hướng chiến lược sản xuất kinh doanh và hỗ trợ PLC trong việc bán sản phẩm nhờ kênh phân phối trải dài trên cả nước.

Theo đề án tái cơ cấu của Petrolimex trong giai đoạn 2021-2025, tầm nhìn đến năm 2035, Petrolimex sẽ giảm tỷ lệ sở hữu tại PLC từ 79,07% xuống mức mục tiêu từ 51 dưới 65% vốn điều lệ. Lộ trình thực hiện trong giai đoạn 2022-2023. Tuy nhiên việc thoái vốn không diễn ra theo kế hoạch.

Nguồn: PLC

3. Lĩnh vực kinh doanh chính: Dầu nhờn, Nhựa đường và Hóa chất

Hiện nay, PLC đang hoạt động trong ba lĩnh vực kinh doanh là Dầu mỡ nhờn, Nhựa đường và Hóa chất thương mại:

- **Mảng dầu mỡ nhờn:** PLC vận hành hai nhà máy dầu nhờn Thượng Lý - Hải Phòng và nhà máy Nhà Bè - TP. Hồ Chí Minh có tổng công suất 50.000 MT/năm gồm sản phẩm chủ chốt là dầu nhờn dành cho động cơ ô tô, xe gắn máy và dầu nhờn công nghiệp, hàng hải.

- **Màng nhựa đường:** PLC sở hữu hệ thống nhà máy sản xuất và phân phối nhựa đường trải dài từ Bắc đến Nam với tổng công suất 400.000 tấn/năm với các sản phẩm chính là nhựa đường 60/70 được nhập từ Singapore và các sản phẩm thu được từ quá trình pha chế nhựa đường 60/70 là nhựa đường Polime, nhựa đường MC, nhũ tương nhựa đường. Nhựa đường và các chế phẩm nhựa đường là nguyên liệu cho hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông đường bộ.
- **Màng hóa chất:** công ty nhập khẩu và phân phối sản phẩm chính là hóa chất dung môi phục vụ khách hàng là các nhà máy sản xuất da giày, nhà máy sản xuất may mặc, nhà máy sơn gỗ, in ấn ...

DẦU NHỜN


Công suất: 50.000 MT/năm

Sản phẩm chính: dầu nhờn ô tô, xe máy; dầu nhờn công nghiệp, hàng hải

NHỰA ĐƯỜNG


Công suất: 400.000 tấn/năm. Có 7 nhà máy và kho nhựa đường trải dài từ Bắc đến Nam.

Sản phẩm chính: nhựa đường đặc nóng 60/70 và nhựa đường tinh chế

HÓA CHẤT


Nhập khẩu dung môi và hóa chất.

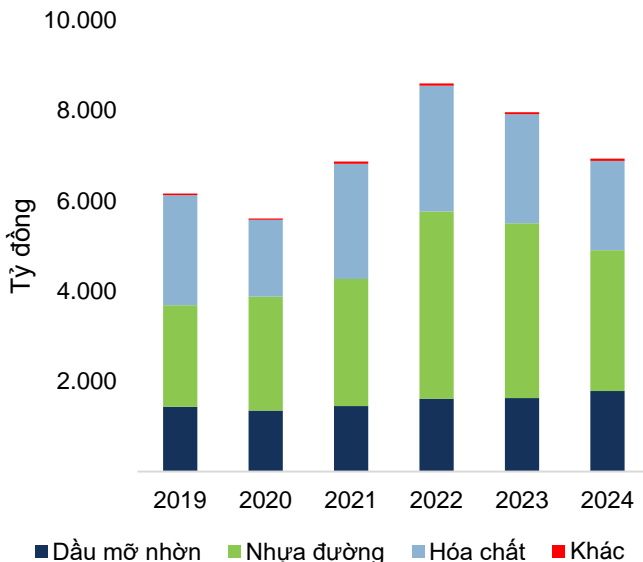
Phân phối cho các khách hàng da giày, dệt, sơn, in ấn ...

Nguồn: PLC, FPTs Research

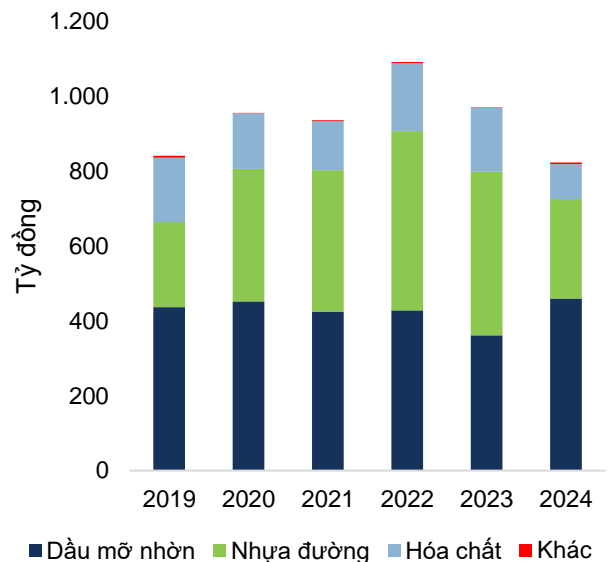
Hai mảng kinh doanh đem lại lợi nhuận chính cho doanh nghiệp là Dầu mỡ nhờn và Nhựa đường.

Dầu mỡ nhờn và nhựa đường là hai mảng mang lại lợi nhuận chính cho PLC khi hai mảng này đóng góp lần lượt là 56% và 32% cơ cấu lợi nhuận gộp của PLC năm 2024. Mảng hóa chất mặc dù đóng góp doanh thu lớn tuy nhiên mảng này chỉ mang tính chất thương mại nhập khẩu và phân phối nên biên lợi nhuận gộp ở mức thấp (5 - 7%).

Cơ cấu doanh thu PLC

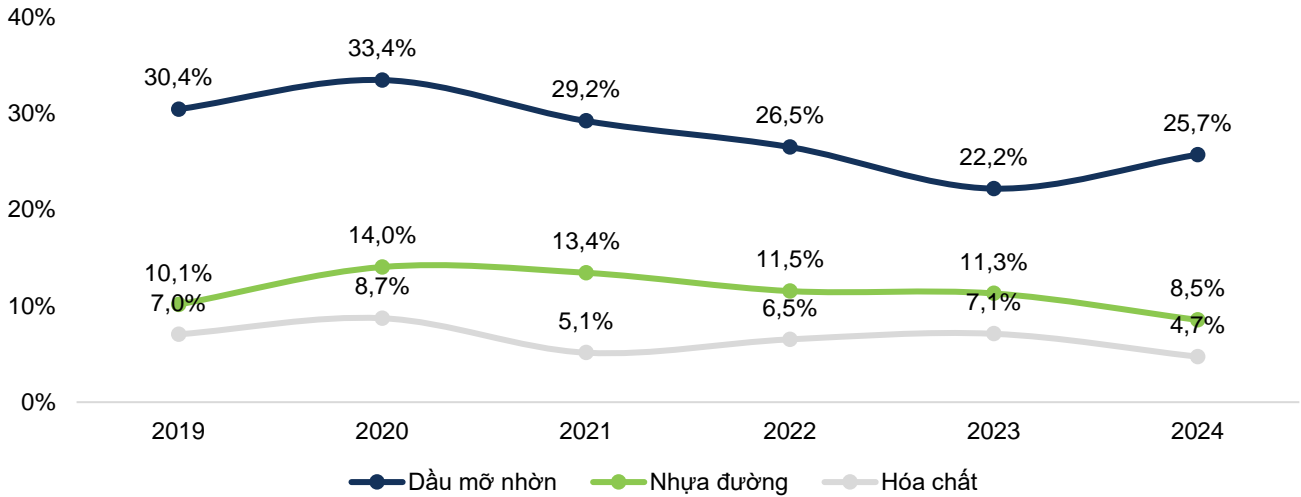


Cơ cấu lợi nhuận gộp của PLC



Nguồn: PLC, FPTs Research

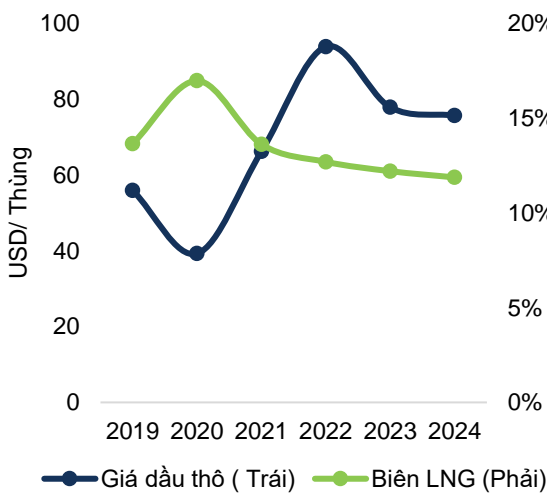
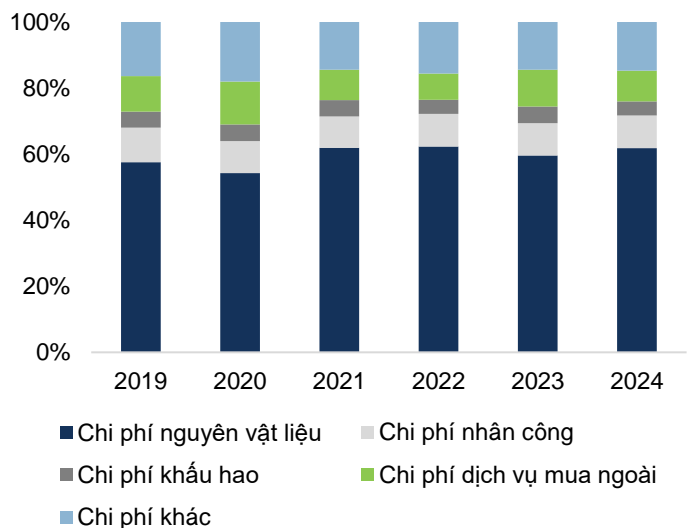
Dầu mỡ nhờn có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong ba mảng kinh doanh của PLC. Những năm gần đây biên lợi nhuận gộp của dầu mỡ nhờn có xu hướng sụt giảm đáng kể, từ 30,4% năm 2019 còn 22,2% năm 2023, và phục hồi về 25,7% năm 2024. Tuy nhiên dầu mỡ nhờn vẫn là mảng đóng góp lớn nhất cho lợi nhuận của PLC (với 56% LNG năm 2024). Mảng nhựa đường có biên lợi nhuận gộp lớn thứ 2 và xu hướng sụt giảm liên tục, từ 14% năm 2020 giảm còn 8,5% năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp các mảng của PLC


Nguồn: PLC, FPTs Research

Chi phí nguyên vật liệu là chi phí chính tác động đến hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp:

- Đầu vào của PLC là dầu gốc, nhựa đường (Bitumen), dung môi nhập khẩu. Đây là các sản phẩm của quá trình lọc hóa dầu do đó giá nguyên vật liệu đầu vào có biến động tương quan với giá dầu thô.
- Trong khi đó chi phí nguyên vật liệu là chi phí lớn nhất chiếm 58 – 60% chi phí sản xuất kinh doanh của PLC nên giá dầu thô biến động sẽ ảnh hưởng đến giá nguyên vật liệu đầu vào và tác động đến biên lợi nhuận gộp của PLC.

Tương quan giá dầu thô và biên lợi nhuận gộp của PLC

Chi phí SXKD theo yếu tố


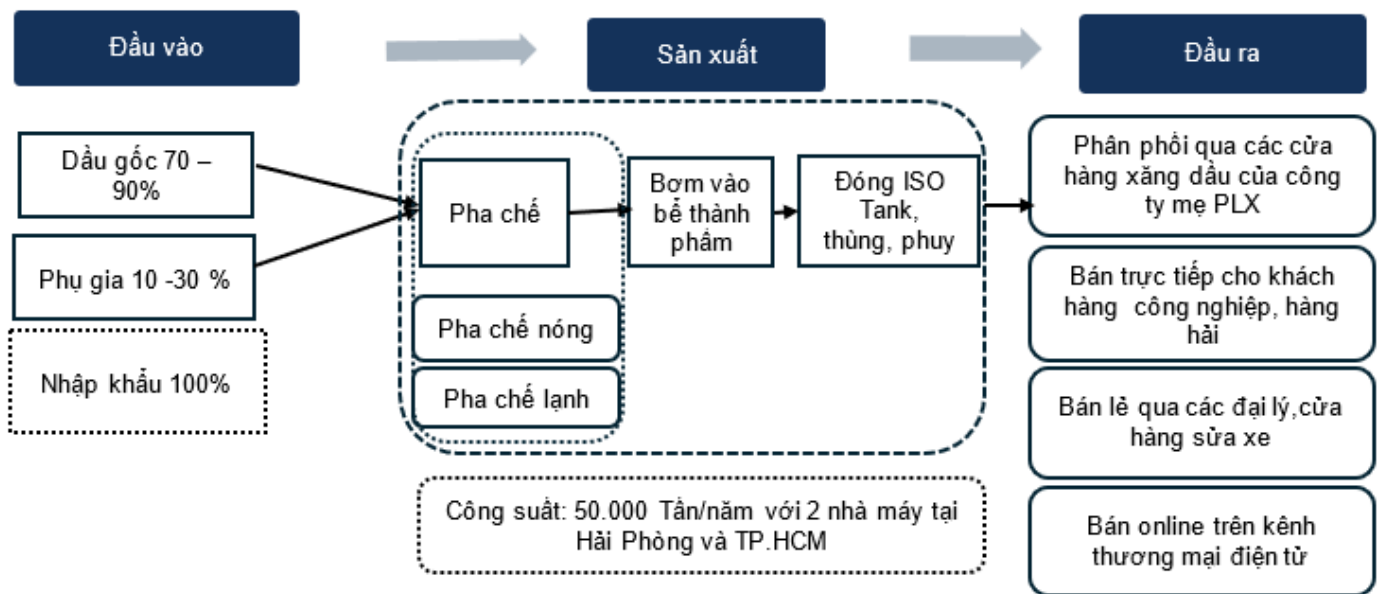
Nguồn: PLC, FPTs Research

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Mảng dầu mỡ nhờn

Dầu mỡ nhờn là sản phẩm quan trọng trong ngành công nghiệp dầu khí, được dùng để bôi trơn làm mát và bảo vệ động cơ. Hoạt động sản xuất dầu mỡ nhờn của PLC thông qua việc vận hành 2 nhà máy tại Hải Phòng và TP.HCM với công suất 50.000 tấn/ năm. Nhà máy sản xuất dầu mỡ nhờn sử dụng nguyên liệu nhập khẩu 100% bao gồm dầu gốc và phụ gia. Quy trình sản xuất bao gồm pha chế nguyên vật liệu với tỷ lệ nhất định và gia nhiệt để cho ra các sản phẩm dầu nhờn thành phẩm như dầu nhờn động cơ, dầu nhờn công nghiệp và dầu nhờn hàng hải. Các sản phẩm này được phân phối chủ yếu qua các cửa hàng xăng dầu của công ty mẹ PLX.

Quy trình sản xuất dầu nhờn của PLC

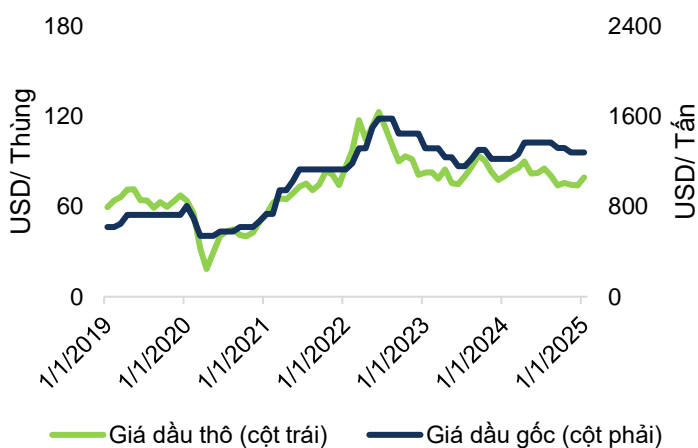


Nguồn: PLC

1.1 Đầu vào của mảng dầu mỡ nhờn là dầu gốc biến động cùng chiều với dầu thô

Dầu gốc là nguyên vật liệu đầu vào của quá trình sản xuất dầu mỡ nhờn với thành phần chiếm tỷ trọng 70 – 90% còn lại là phụ gia chiếm tỷ lệ từ 10 – 30%. Dầu gốc được nhập khẩu 100% từ nước ngoài và nhập khẩu thông qua công ty Petrolimex Singapore (là một công ty con của tập đoàn PLX).

Giá dầu thô và dầu gốc biến động tương quan với nhau



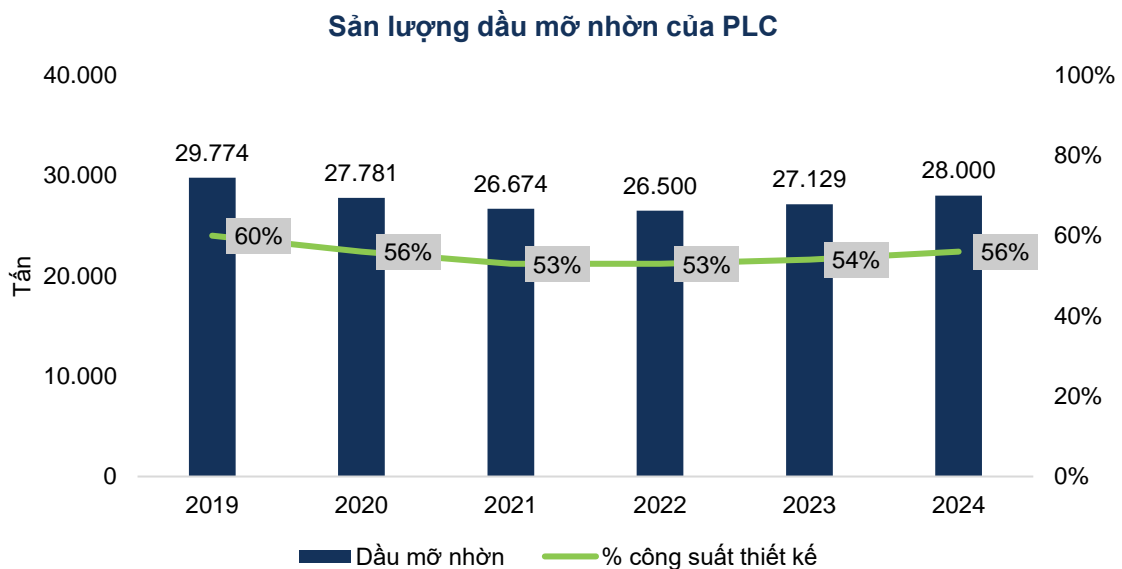
Nguồn: EIA, Bloomberg, FPTs Research

Giá dầu gốc nhập khẩu có biến động lớn, chủ yếu phụ thuộc vào giá dầu thô thế giới do dầu gốc là sản phẩm của quá trình lọc hóa dầu. Sau giai đoạn tăng cao từ năm 2020 và đạt đỉnh vào Q2/2022, giá dầu thô đã giảm mạnh và duy trì ở mức 75 – 80 USD/thùng cuối năm 2024 do: (1) Suy thoái kinh tế toàn cầu khiến nhu cầu tiêu dùng yếu, (2) sản lượng dầu của các nước non-OPEC tăng. Giá dầu gốc cũng có diễn biến tương tự, tăng mạnh từ năm 2020 và đạt đỉnh vào Q2/2022 sau đó quay đầu giảm và duy trì ở mức 1.200 – 1.300 USD/ tấn. Mức giá này đã giảm 31% từ đỉnh nhưng vẫn cao hơn khoảng 107% so với năm 2019.

1.2 Sản xuất: Dầu mỡ nhờn vận hành với công suất thấp

PLC vận hành hai nhà máy dầu nhờn Thượng Lý - Hải Phòng và nhà máy Nhà Bè - TP. Hồ Chí Minh có tổng công suất 50.000 MT/năm. PLC có 3 nhóm sản phẩm là: (1) Dầu nhờn động cơ: dùng cho xe ô tô, xe gắn máy và các loại động cơ trên thiết bị, máy móc; (2) Dầu nhờn công nghiệp: dùng trong lĩnh vực công nghiệp, theo mục đích sử dụng gồm có dầu nhờn công nghiệp, dầu thủy lực, dầu biến thế, mỡ bôi trơn ... và (3) Dầu nhờn hàng hải: dùng cho động cơ máy móc thiết bị trên các tàu thuyền.

Sản lượng dầu nhờn của PLC chỉ đạt tỷ lệ trung bình trong khoảng 53% – 56% công suất thiết kế trong những năm gần đây. Cụ thể trong năm 2024, sản lượng Dầu mỡ nhờn đạt 28.000 tấn (tăng 3%/yoy) và đạt 56% so với công suất thiết kế. Hiệu suất trung bình thấp chủ yếu do áp lực cạnh tranh gay gắt trong mảng kinh doanh dầu nhờn. Bên cạnh đó cạnh tranh gay gắt cũng làm cho thị phần dầu nhờn của PLC sụt giảm mạnh, từ mức 14% năm 2019 xuống còn 8% vào năm 2023.



Nguồn: PLC, FPT S Research

1.3 Đầu ra:

Về chủng loại sản phẩm:

Dầu nhờn gốc khoáng là sản phẩm chủ lực của PLC, mặc dù công ty đã mở rộng danh mục sản phẩm với dầu nhờn tổng hợp và bán tổng hợp. Trước năm 2020, PLC chỉ có duy nhất là sản phẩm dầu nhờn gốc khoáng – dòng sản phẩm có chất lượng thấp hơn. Đến năm 2020, PLC lần đầu tiên triển khai sản xuất lô hàng dầu nhờn động cơ gốc tổng hợp cao cấp đầu tiên áp dụng công nghệ dầu nhờn tiên tiến và được khuyến cáo sử dụng cho xe ô tô thế hệ mới nhất như BMW, Mercedes – Benz, hướng tới các khách hàng ưu tiên sản phẩm chất lượng cao. Tuy nhiên nhóm sản phẩm mới này vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu sản phẩm của PLC.

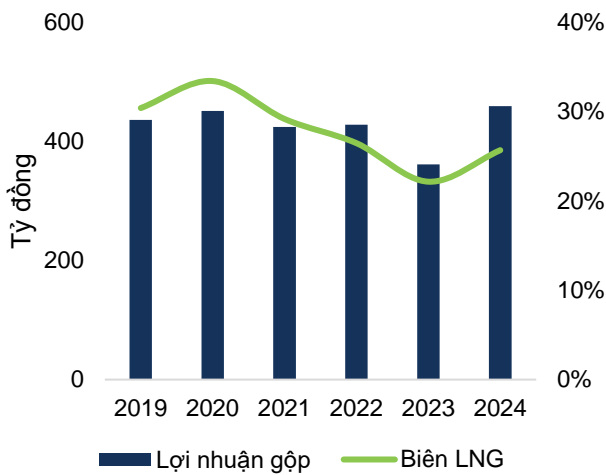
- Dầu nhờn gốc khoáng được sản xuất từ dầu gốc khoáng. Loại dầu này bao gồm các phân tử hydrocarbon không đồng nhất về hình dạng. Do đó khả năng bôi trơn của dầu nhờn gốc khoáng không được ổn định trong điều kiện nhiệt độ quá cao hoặc quá thấp, giá thành rẻ do chi phí sản xuất dầu gốc thấp.
- Dầu nhờn tổng hợp được sản xuất từ dầu gốc tổng hợp. Do có cấu trúc phân tử đồng nhất và được chọn lọc kỹ nên dầu nhờn tổng hợp có các đặc tính ổn định cao, khoảng thay đổi nhiệt độ rộng, tính bôi trơn cao, hiệu suất lớn. Đây là sản phẩm có chất lượng cao nhất trong các loại dầu nhờn, giá thành cao hơn nhiều so với dầu nhờn gốc khoáng.
- Dầu nhờn bán tổng hợp là sự kết hợp của dầu gốc khoáng và dầu tổng hợp với tỷ lệ nhất định. Sản phẩm có hiệu suất sử dụng tốt, khả năng tiết kiệm nhiên liệu cao hơn dầu nhờn gốc khoáng nhưng không bằng dầu nhờn tổng hợp và giá thành ở mức trung bình.

Doanh nghiệp mở rộng danh mục sản phẩm nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng cao của thị trường với xu hướng sử dụng dầu nhờn chất lượng cao, nhất là khi các dòng xe hiện đại với yêu cầu kỹ thuật cao ngày càng phổ biến. Chúng tôi đánh giá đa dạng hóa sản phẩm giúp PLC đáp ứng được xu hướng tiêu dùng của thị trường. Tuy nhiên, do các đối thủ của PLC đã có dòng sản phẩm chất lượng cao trước PLC một thời gian dài, hơn nữa sự khác biệt các sản phẩm dầu nhờn là không lớn. Do đó, chúng tôi đánh giá khả năng cạnh tranh của dòng sản phẩm mới này là không cao. Trong khi đó, dầu nhờn gốc khoáng vẫn phù hợp với các khách hàng máy móc công nghiệp nhẹ, xe đời cũ, động cơ đơn giản vốn là tệp khách hàng truyền thống của doanh nghiệp. Mặc dù dòng sản phẩm dầu nhờn tổng hợp và bán tổng hợp có biên lợi nhuận gộp cao nhưng chúng tôi cho rằng dầu nhờn gốc khoáng vẫn là sản phẩm chủ lực của PLC.

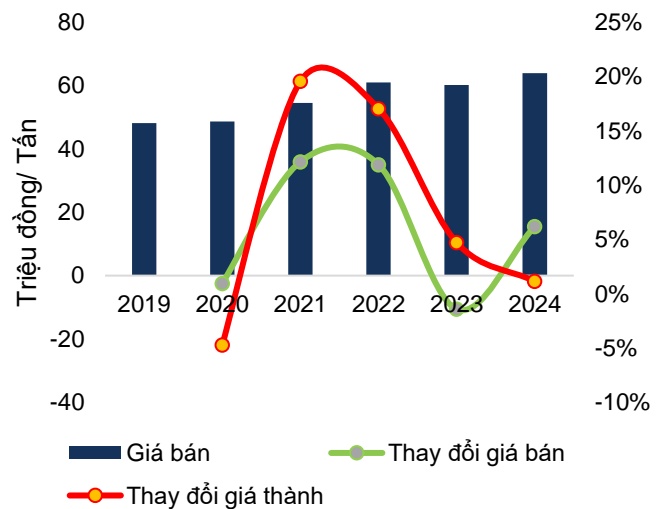
Về giá bán:

Từ năm 2020 PLC bắt đầu cung cấp sản phẩm dầu nhờn tổng hợp, dầu nhờn bán tổng hợp với chất lượng cao có giá bán cao hơn dầu nhờn gốc khoáng và cùng với xu hướng giá dầu tăng nên giá bán bình quân của dầu mỡ nhờn tăng trong các năm gần đây. Tuy nhiên do áp lực cạnh tranh trong ngành cao, dù giá bán điều chỉnh tăng nhưng tốc độ tăng không nhanh bằng giá đầu vào khiến biên lợi nhuận gộp các năm gần đây giảm. Cụ thể trong giai đoạn 2019 – 2024, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của giá bán là 5,8% trong khi của giá thành là 7,2%.

Lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp mảng dầu mỡ nhờn



Giá bán trung bình dầu mỡ nhờn



Nguồn: PLC, FPT Research

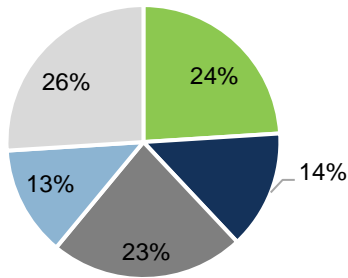
Về thị trường: Thị trường dầu nhờn động cơ tại Việt Nam có quy mô ước tính triệu 213,05 triệu lít vào năm 2024 và dự kiến sẽ đạt 232,16 triệu lít vào năm 2026, tăng trưởng với tốc độ 4,39% trong giai đoạn 2024 – 2026. Trong đó, dòng sản phẩm dầu nhờn động cơ dành cho xe máy chiếm tỷ trọng lớn nhất do lượng xe máy chiếm hơn 94% số phương tiện giao thông. Xét về thị phần, 5 công ty hàng đầu chiếm 57,59% bao gồm các thương hiệu nước ngoài như Castrol BP, Shell, Total, Caltex, Idemitsu, Eneos... Các công ty nội địa bao gồm PLC, PVOil Lube, Mekong Petro...

Tính cạnh tranh trên thị trường dầu mỡ nhờn vẫn ở mức cao do bên cạnh các doanh nghiệp quốc tế duy trì và mở rộng hoạt động tại thị trường Việt Nam còn có thêm các doanh nghiệp dầu nhờn mới tham gia thị trường như:

- Novo Japan: Vào năm 2023, Novo Japan, một thương hiệu dầu nhớt chuẩn Nhật Bản có trụ sở tại Tokyo, đã mở rộng hoạt động sang Việt Nam. Nhà máy liên doanh dầu nhờn Novo Japan được đặt tại Khu công nghiệp Xuyên Á, Đức Hòa, Long An.
- IPONE: Cuối năm 2023, IPONE, thương hiệu dầu nhớt xe máy cao cấp từ Pháp, đã chính thức ra mắt tại Việt Nam. IPONE đã lựa chọn Công ty Cổ phần Dầu nhớt và Hóa chất Việt Nam (VILUBE CORP).
- Rymax: Rymax là một thương hiệu dầu nhờn quốc tế đến từ Hà Lan, chuyên về chất bôi trơn ô tô và công nghiệp.

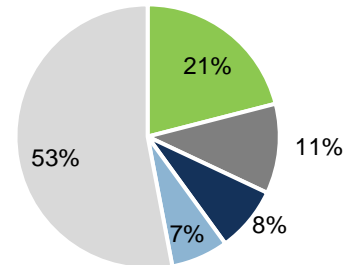
Do đó, thị phần của PLC cũng như một số một số công ty dầu nhờn lớn khác đã có sự suy giảm trong giai đoạn từ 2019 – 2024.

Thị phần thị trường dầu mỡ nhờn tại Việt Nam 2019



- CastrolBP
- Shell, Caltex, Total,...
- Nội địa khác
- PLC
- OEM (Honda, Toyota,...)

Thị phần thị trường dầu mỡ nhờn tại Việt Nam 2023



- CastrolBP
- Shell
- PLC
- Total
- Khác

Nguồn: FPT Research, Castrol BP

Dầu mỡ nhờn của PLC được phân phối chủ yếu qua Tổng đại lý của Petrolimex

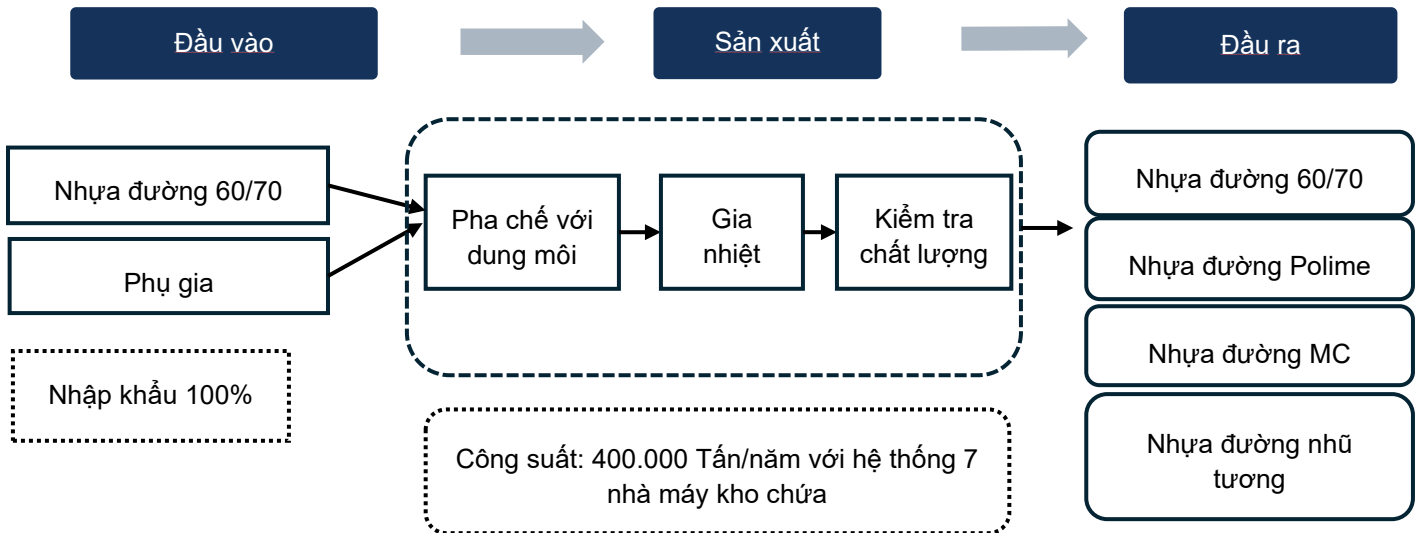
PLC phân phối dầu nhờn qua kênh sau: kênh các Tổng đại lý của Petrolimex; kênh bán trực tiếp với khách hàng công nghiệp, hàng hải; kênh các cửa hàng đại lý ngoài hệ thống PLX và kênh thương mại điện tử:

- **Phân phối qua các Tổng đại lý của Petrolimex: Đây là kênh phân phối chiếm tỷ trọng lớn nhất (khoảng 75%) từ trước đến nay và quan trọng nhất của PLC.** Các sản phẩm dầu mỡ nhờn động cơ của PLC chủ yếu được phân phối qua các cửa hàng xăng dầu của Petrolimex. Nhờ đó PLC có thể tận dụng hệ thống phân phối rộng khắp của PLX với 5.500 cửa hàng xăng dầu để phân phối sản phẩm khắp cả nước. Ngoài ra, PLC cũng thông qua đại lý của công ty mẹ để xuất khẩu dầu nhờn sang Lào, Campuchia. Theo chúng tôi đánh giá đây vẫn là kênh chủ lực phân phối sản phẩm dầu nhờn của PLC trong các năm tiếp theo khi tận dụng được thế mạnh là công ty con của PLX.
- **Khách hàng công nghiệp, hàng hải:** PLC cung cấp trực tiếp dầu nhờn số lượng lớn cho các ngành như vận tải, công nghiệp, xây dựng, hàng hải, năng lượng...
- **Phân phối qua các cửa hàng, đại lý:** PLC cũng phân phối các sản phẩm dầu nhờn đến khách hàng thông qua các hệ thống cửa hàng sửa xe, đại lý ngoài Petrolimex.
- **Kênh thương mại điện tử:** các sản phẩm dầu nhờn của PLC hiện cũng đang bán trên các sàn thương mại điện tử và website chính thức của công ty.

2. Màng nhựa đường – Thị phần dẫn đầu nhưng đang chịu áp lực cạnh tranh lớn

Nhựa đường chủ yếu được sản xuất từ dầu mỏ thông qua quá trình chưng cất phân đoạn trong các nhà máy lọc dầu. Quá trình này tách các thành phần nhẹ hơn như xăng, dầu diesel ra khỏi dầu thô, để lại phần còn lại nặng hơn – chính là nhựa đường. Nhựa đường có tính kết dính, độ bền cao, chống thấm nước, nhờ những đặc tính đặc biệt này nên nhựa đường là vật liệu không thể thiếu trong xây dựng hạ tầng giao thông đường bộ. PLC có hệ thống 7 nhà máy và kho chứa với công suất 400.000 tấn/ năm. Nguyên liệu đầu vào của quá trình sản xuất nhựa đường được nhập khẩu 100% gồm nhựa đường 60/70 và phụ gia, phần lớn nhựa đường 60/70 được bán trực tiếp cho các công trình, phần còn lại được dùng để sản xuất ra các sản phẩm có chất lượng cao đáp ứng nhu cầu thị trường.

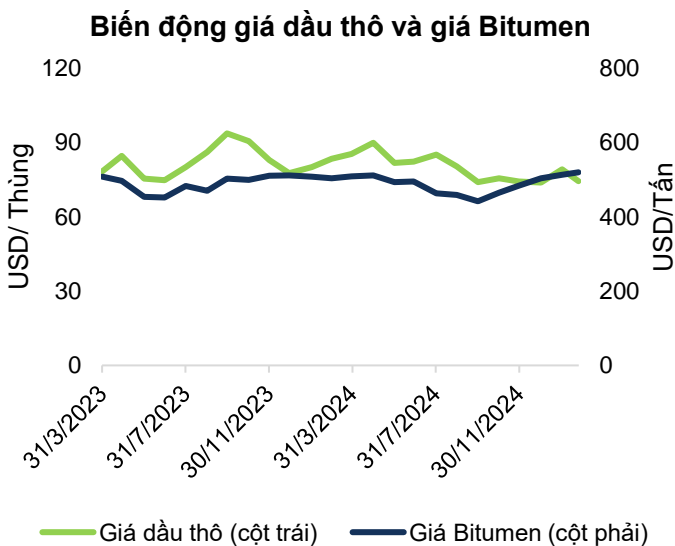
Quy trình sản xuất nhựa đường của PLC



Nguồn: PLC

2.1 Đầu vào

Đầu vào của quá trình sản xuất nhựa đường của PLC là nhựa đường 60/70 và phụ gia. PLC nhập khẩu nguyên liệu là nhựa đường 60/70 từ công ty Petrolimex Singapore (là một công ty con cùng thuộc tập đoàn PLX). Nhựa đường nhập về một phần được bán trực tiếp cho các công trình, phần còn lại được pha chế thêm với các chất dung môi phụ gia để tạo ra các sản phẩm có chất lượng cao hơn. Phần lớn các sản phẩm của quá trình sản xuất nhựa đường đều được sử dụng cho các dự án đường bộ trong nước, một phần nhỏ bán ra nước ngoài.



Nguồn: EIA, Bloomberg, FPTs Research

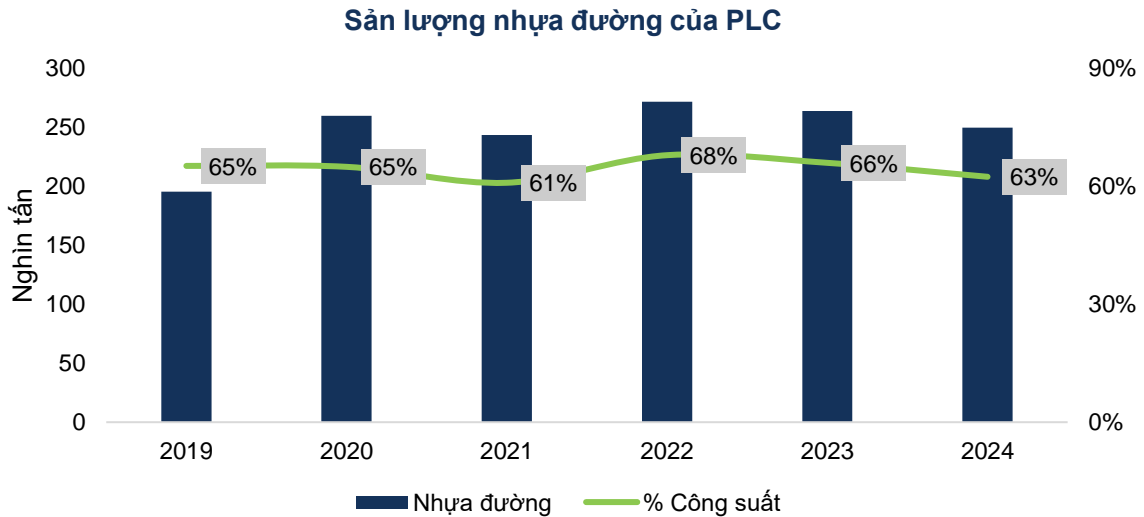
Nhựa đường 60/70 (một loại Bitumen có độ kim lún nằm trong khoảng 60 đến 70) là chế phẩm được sản xuất từ dầu thô thông qua quá trình chưng cất vì vậy giá nhựa đường có tương quan với giá dầu thô. Tuy nhiên mức độ ảnh hưởng cũng có thể thay đổi trong 1 số khoảng thời gian nhất định tùy thuộc vào các yếu tố như nguồn cung, nhu cầu xây dựng hạ tầng, chính sách thuế, chi phí sản xuất... Vì vậy dù giá dầu thô là yếu tố chính tác động đến giá nhựa đường 60/70 nhưng nhu cầu thị trường hay chính sách sản xuất cũng sẽ tác động đến giá của mặt hàng này. Cụ thể cuối năm 2024 giá dầu thô khá ổn định nhưng như giá Bitumen tăng 17%, nguyên nhân chính là do nhu cầu tăng cao tại khu vực châu Á đặc biệt là Trung Quốc.

2.2 Sản xuất: PLC có công suất đứng đầu ngành nhựa đường tại Việt Nam

Hiện nay công suất các nhà máy nhựa đường của PLC là 400.000 tấn/năm và hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước với 7 nhà máy và kho chứa lần lượt ở Hải Phòng, Nghệ An, Đà Nẵng, Bình Định, Khánh Hòa, Thành phố Hồ Chí Minh và Cần Thơ.

Sản lượng nhựa đường tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2019 – 2024 là 6,3%/năm. Sản lượng nhựa đường cao nhất đạt 272.000 tấn năm 2022 chủ yếu nhờ: (1) Đầu tư công tăng mạnh với dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 1 được đẩy mạnh, (2) Duy trì tốt thị phần nhờ các thế mạnh về công suất cũng như hệ thống kho bãi trải dài khắp cả nước và mối quan hệ tốt với các doanh nghiệp nhà nước. Năm 2024 sản lượng nhựa đường của PLC là 250.000 tấn (giảm 5%/yoy). Nguyên nhân chính là các dự án giao thông trọng điểm như cao tốc Bắc – Nam giai

đoạn 1 cơ bản đã hoàn thành đi vào sử dụng trong năm 2022 và 2023 do đó nhu cầu tiêu thụ nhựa đường trong năm 2024 bị sụt giảm đáng kể.







Nguồn: PLC, FPT S Research

2.3 Đầu ra

Sản phẩm: PLC có đầy đủ chủng loại nhựa đường cung cấp cho khách hàng đáp ứng nhu cầu xây dựng hạ tầng giao thông và các công trình khác, đồng thời chất lượng của các loại sản phẩm nhựa đường cũng ít có sự khác biệt. Các sản phẩm của PLC gồm:

- **Nhựa đường đặc nóng 60/70:** là nhựa đường thu được từ công nghệ lọc dầu mỏ, được gia nhiệt ở nhiệt độ 120 độ C – 140 độ C, sản phẩm được vận chuyển dưới dạng xá (lồng). Đây là loại nhựa đường phổ biến nhất trong hoạt động xây dựng hạ tầng giao thông hiện nay đồng thời cũng là nguyên liệu để sản xuất các sản phẩm nhựa đường polime, nhựa đường lỏng MC, nhựa đường nhũ tương.
- **Nhựa đường Polime:** là sản phẩm chất lượng cao và có nhiệt độ nóng chảy cao hơn nhựa đường 60/70, sản phẩm phù hợp với các mặt đường có yêu cầu tiêu chuẩn cao như đường băng sân bay, đường cao tốc
- **Nhựa đường lỏng MC, Nhựa đường nhũ tương:** là các chế phẩm của nhựa đường ở dạng lỏng, được chứa trong các thùng phuy hoặc vận chuyển bằng xe bồn, ISO Tank. Dùng cho hoạt động đường bộ và bảo trì đường sá.

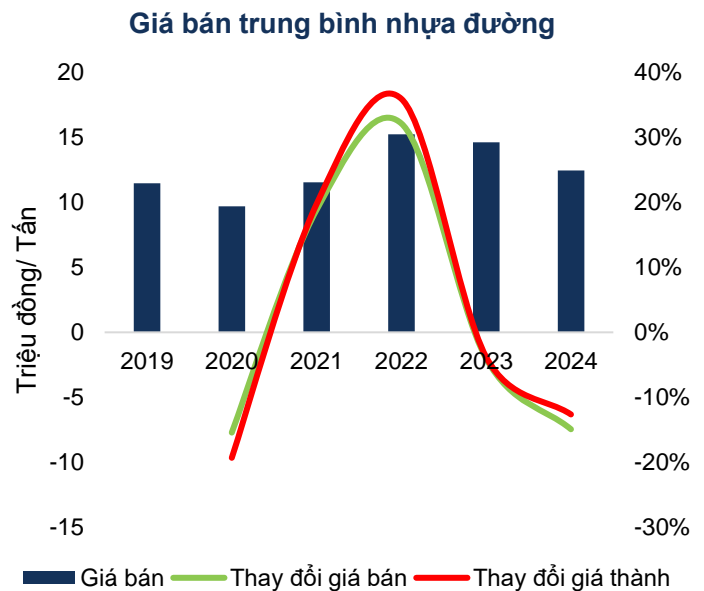
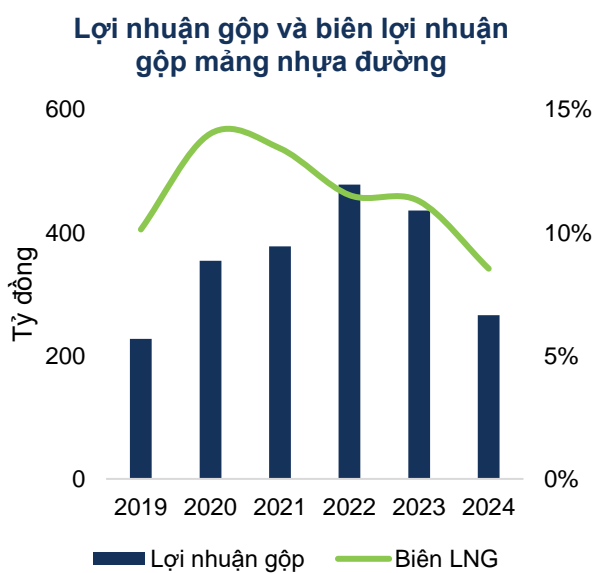
	PLC	BachchamBard	Puma Energy	ICT
				
Sản phẩm				
Nhựa đường đặc nóng 60/70	X	X	X	X
Nhựa đường lỏng MC	X	X	X	
Nhựa đường Polime (PMB)	X		X	X
Nhựa đường nhũ tương	X	X	X	X
Công suất nhà máy (tấn/năm)	400.000	180.000	200.000	120.000

Nguồn: PLC, FPT S Research

Việc sở hữu đầy đủ các dòng sản phẩm nhựa đường, PLC có thể đáp ứng đa dạng nhu cầu thị trường, phục vụ nhiều phân khúc khách hàng từ đường bộ, đường cao tốc, sân bay đến các công trình dân sinh. Điều này giúp doanh nghiệp linh hoạt hơn trong sản xuất, thích ứng với sự biến động của thị trường và tối ưu hóa khả năng cung ứng.

Giá bán: Sản phẩm nhựa đường có giá bán khá biến động, chịu ảnh hưởng của nhiều yếu tố như giá dầu thô (do nhựa đường là sản phẩm của quá trình lọc hóa dầu) và thay đổi trong nguồn cung cũng như nhu cầu thị trường.

Nhu cầu sản phẩm nhựa đường phụ thuộc chặt chẽ vào sự phát triển hệ thống giao thông đường bộ, đặc biệt tăng cao trong những thời điểm phát triển mạnh cơ sở hạ tầng. Giá bán nhựa đường trung bình đạt đỉnh 15,2 triệu đồng/tấn vào năm 2022, khi giá dầu tăng cao và nhu cầu nhựa đường phục vụ các công trình đầu tư công gia tăng mạnh. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mảng nhựa đường suy giảm liên tục do tốc độ thay đổi giá bán điều chỉnh không theo kịp tốc độ thay đổi giá thành. Cụ thể biên lợi nhuận gộp giảm từ 14% năm 2020 xuống còn 8,5% năm 2024.



Nguồn: PLC, FPTs Research

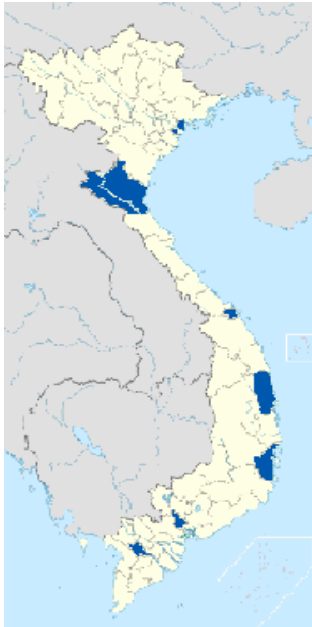


Về thị trường: Thị trường nhựa đường tại Việt Nam tăng trưởng khá nhanh chủ yếu nhờ sự phát triển nhanh chóng của cơ sở hạ tầng giao thông và đô thị hóa. Tính đến năm 2023, thị trường nhựa đường Việt Nam có giá trị xấp xỉ 1,2 tỷ USD. Dự kiến tốc độ tăng trưởng CAGR là 5,8% trong giai đoạn 2023 – 2030, đạt 1,8 tỷ USD vào năm 2030. Động lực chính của sự tăng trưởng này bao gồm các dự án cơ sở hạ tầng đang triển khai, đặc biệt là xây dựng đường bộ và nhu cầu ngày càng tăng về vật liệu xây dựng bền vững. Phân khúc xây dựng đường bộ sẽ tiếp tục chiếm ưu thế trong bối cảnh chính phủ đang đẩy mạnh vào việc mở rộng đường cao tốc và các kế hoạch đầu tư công.

Tính cạnh tranh trong ngành nhựa đường ở mức trung bình. Hiện có khoảng bảy doanh nghiệp lớn hoạt động trong lĩnh vực nhựa đường gồm công ty nhựa đường PLC, nhựa đường Puma Energy, ADCO, ICT, Bach Chambard, nhựa đường BMT, nhựa đường Tratimex với tổng năng lực sản xuất nhựa đường trong nước khoảng 1,3 triệu tấn. Ngoài các doanh nghiệp sản xuất trong nước thì còn có doanh nghiệp nhập khẩu nhựa đường từ các nước có thể mạnh về dầu mỏ và hóa dầu. Trong khi đó, Nhu cầu nhựa đường thay đổi theo năm và phụ thuộc vào tốc độ đầu tư công, trung bình đạt mức 600.000 tấn/năm đến 1 triệu tấn/năm thấp hơn tương đối so với khả năng cung ứng của thị trường.

Do chất lượng sản phẩm nhựa đường của các doanh nghiệp không có sự khác biệt và nhựa đường nóng cần duy trì nhiệt độ từ 140 – 160 độ C để đạt được chất lượng tốt nhất, nên khoảng cách từ nhà máy đến chân công trình không nên vượt quá 150 -200 Km. Vì thế để cạnh tranh tốt trong ngành nhựa đường thì hai yếu tố quan trọng là

công suất sản xuất và hệ thống phân phối. **PLC có ưu thế cạnh tranh là doanh nghiệp có công suất lớn nhất ngành và hệ thống phân phối trải dài khắp cả nước, PLC hiện có thị phần lớn nhất ngành và ở mức 30%.**

- Về công suất: PLC có công suất 400.000 tấn/ năm cao nhất trong ngành nhựa đường tại Việt Nam.
- Về hệ thống nhà máy phân phối: PLC vận hành hệ thống 7 nhà máy với kho chứa trải dài khắp cả nước sản xuất đồng bộ các sản phẩm nhựa đường đem lại lợi thế cho PLC trong việc cung cấp sản phẩm tới các dự án ở cự ly vận chuyển hợp lý. Doanh nghiệp có 75 xe bồn với sức chứa 10 – 16 tấn mỗi xe giúp doanh nghiệp có thể cung cấp nhựa đường tới các dự án trong nước với cự ly hợp lý và chi phí tối ưu.

	PLC	BachchamBard	Puma Energy
Nhà máy	7 nhà máy ở Hải Phòng, Nghệ An, Đà Nẵng, Bình Định, Khánh Hòa, Thành phố Hồ Chí Minh, Cần Thơ	7 nhà máy ở Quảng Ninh, Vĩnh Phúc, Ninh Bình, Hà Tĩnh, Đà Nẵng, Bình Định, Long An	3 nhà máy ở Hải Phòng, Quảng Nam, Thành phố Hồ Chí Minh
Vị trí các nhà máy			

Nguồn: PLC, FPT S Research

Tuy nhiên ưu thế về hệ thống phân phối của PLC cũng đang dần mất đi do các đối thủ cũng đang đầu tư mở rộng hệ thống nhà máy và kho chứa tại khu vực miền Trung: Quảng Nam, Cam Ranh, Hà Tĩnh.

2.4 Kế hoạch đẩy mạnh đầu tư công của Chính Phủ là động lực tăng trưởng của nhu cầu nhựa đường

Nhựa đường được sử dụng chủ yếu cho các dự án hạ tầng giao thông đường bộ vì thế hoạt động kinh doanh mảng nhựa đường của PLC sẽ gắn liền với các dự án đường bộ. Việc chính phủ đang đẩy mạnh đầu tư công đặc biệt là các dự án cao tốc hạ tầng giao thông để thúc đẩy tăng trưởng kinh tế sẽ là động lực tăng trưởng cho PLC. Cụ thể:

Dự án cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 khởi công vào tháng 1/2023 với tổng chiều dài 729 Km và được chia thành 12 dự án thành phần với tổng mức đầu tư đạt 146,9 nghìn tỷ đồng. Thông thường khâu rải nhựa đường mặt đường sẽ diễn ra trong giai đoạn cuối của những dự án đường giao thông. Các dự án thành phần này đều dự kiến hoàn thành trong năm 2025 và dự kiến điểm rơi nhu cầu nhựa đường của các dự án này là giai đoạn 2024 – 2025. Theo chia sẻ của doanh nghiệp thì phần lớn các dự án thành phần của cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2 đều có sự tham gia của PLC bên cạnh các dự án liên tỉnh, liên vùng và dự án đường bộ địa phương khác. Ngoài ra với kinh nghiệm đã cung cấp nhựa đường chất lượng cao cho đường băng sân bay, chúng tôi kỳ vọng PLC sẽ là nhà cung cấp nhựa đường Polime cho dự án Sân bay Long Thành vào giai đoạn 2025 – 2026 trong gói thầu xây dựng đường cất hạ cánh và đường lăn sân bay. Vì vậy chúng tôi ước tính sản lượng nhựa đường của PLC tăng lên 10% trong năm 2025 và tăng tiếp 9% năm 2026.

STT	Dự án cao tốc Bắc – Nam GD2 Khởi công 1/2023	Chiều dài (km)	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến hoàn thành
1	Bãi Vọt –Hàm Nghi	36	7.643	30/04/2025
2	Hàm Nghi – Vũng Áng	54	9.734	30/04/2025
3	Vũng Áng – Bùng	58	12.547	02/09/2025
4	Bùng – Vạn Ninh	51	9.361	30/04/2025
5	Vạn Ninh – Cam Lộ	68	9.919	02/09/2025
6	Quảng Ngãi – Hoài Nhơn	88	20.469	31/12/2025
7	Hoài Nhơn – Quy Nhơn	69	12.401	02/09/2025
8	Quy Nhơn – Chí Thạnh	62	14.802	02/09/2025
9	Chí Thạnh – Vân Phong	51	10.773	02/09/2025
10	Vân Phong – Nha Trang	83	11.808	15/01/2025
11	Cần Thơ – Hậu Giang	37	10.370	31/12/2025
12	Hậu Giang – Cà Mau	72	17.152	31/12/2025

Nguồn: FPT S Research

Các dự án dự kiến khởi công trong năm 2025:

STT	Dự án	Tổng mức đầu tư (tỷ đồng)	Dự kiến khởi công
1	TPHCM – Trung Lương – Mỹ Thuận	38.700	2025
2	TPHCM – Long Thành	930	2025
3	Cam Lộ - La Sơn	6.488	2025
4	Chợ Mới –Bắc Kạn	5.750	2025
5	Mỹ An – Cao Lãnh	6.100	2025

Nguồn: FPT S Research

Với kế hoạch đẩy mạnh đầu tư của Chính Phủ đặc biệt là vào hạ tầng giao thông và các dự án cao tốc mới sẽ khởi công trong thời gian tới để đạt mục tiêu 3.000 km đường bộ cao tốc năm 2025 và 5.000 km đường bộ cao tốc năm 2030. Chúng tôi cho rằng tổng cầu nhựa đường sẽ tăng lên mức 1 – 1,2 triệu tấn/năm cao hơn so với giai đoạn trước (trung bình dưới 1 triệu tấn/năm). Điều đó giúp cho các doanh nghiệp sản xuất nhựa đường như PLC sẽ có nguồn công việc cũng như sản lượng tiêu thụ gia tăng trong giai đoạn này.

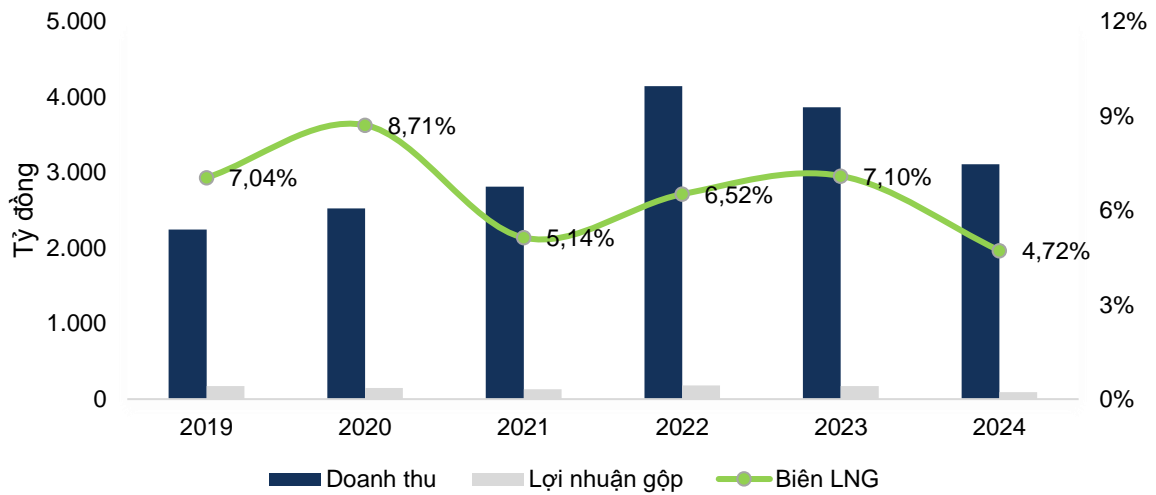
3. Màng Hóa chất – mảng kinh doanh theo hình thức thương mại, có biên lợi nhuận thấp.

Hóa chất là mảng kinh doanh mang tính chất thương mại của PLC với các sản phẩm chủ yếu là hóa chất dung môi có nguồn gốc từ dầu thô. PLC nhập khẩu hóa chất từ nước ngoài về hai kho chứa tại Hải Phòng và TP. Hồ Chí Minh, sau đó phân phối cho khách hàng trong các ngành sản xuất sơn, dệt may, mực in, keo, formaline, thuốc bảo vệ thực vật...

Màng hóa chất có tính cạnh tranh rất cao, các đối thủ trực tiếp đều là các công ty đa quốc gia lớn đã và đang tham gia sâu vào thị trường Việt Nam như SamSung, Top Solvent, Kaiser, Dealim Vietnam, KPG ... Khách hàng của mảng hóa chất vẫn đang gặp nhiều khó khăn do đó nhu cầu màng hóa chất vẫn còn yếu và dẫn đến kết quả kinh doanh mảng hóa chất 2024 bị suy giảm.

Biên lợi nhuận gộp duy trì ở mức thấp. Tính chất hoạt động thương mại nhập khẩu và phân phối nên mặc dù đóng góp doanh thu lớn cho PLC nhưng biên lợi nhuận gộp của mảng này chỉ 5 – 6% trong các năm qua. Năm 2024 biên lợi nhuận gộp của mảng hóa chất giảm xuống còn 4,7% và đóng góp 11% tỷ trọng lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp. Nguyên nhân chính là các khách hàng của mảng hóa chất vẫn gặp nhiều khó khăn khiến cho nhu cầu tiêu thụ hóa chất giảm mạnh và giá bán giảm.

Theo chia sẻ của doanh nghiệp thì hiện tại công ty đang có kế hoạch nghiên cứu cổ phần hóa mảng hóa chất. Nếu điều này được thực hiện kỳ vọng cũng sẽ mang lại dòng tiền và giúp cải thiện kết quả kinh doanh của mảng này.

KQKD mảng hóa chất


Nguồn: PLC, FPT S Research

III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. PLC chỉ có vay nợ ngắn hạn, không có vay nợ dài hạn do chưa có kế hoạch đầu tư mới.

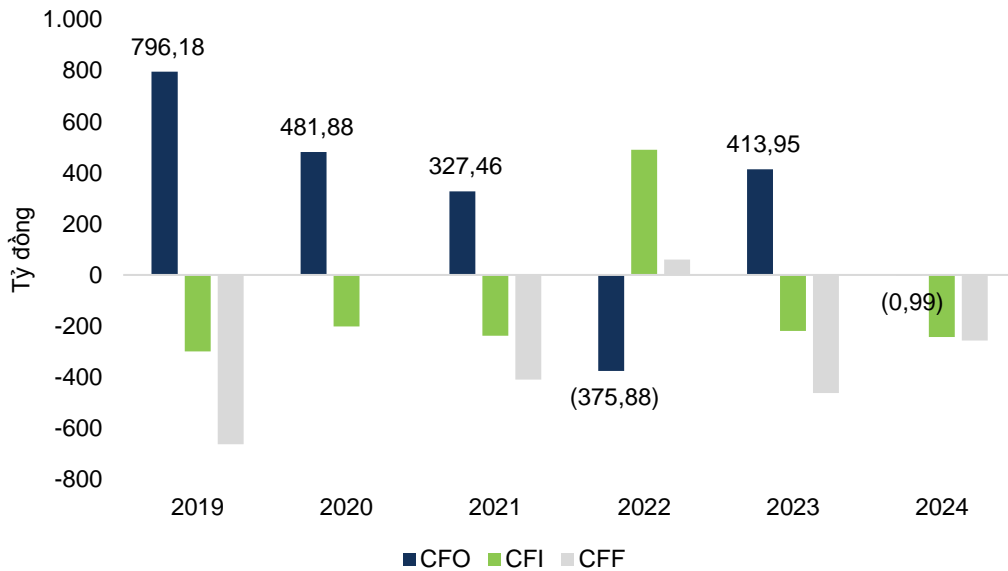


Nguồn: PLC, FPT S Research

PLC chủ yếu vay nợ ngắn hạn, nợ vay dài hạn rất ít và đã không còn kể từ năm 2021. Năm 2024, vay nợ ngắn hạn của PLC là 1.719 tỷ đồng tăng 354 tỷ đồng so với năm 2023 để bổ sung nhu cầu vốn lưu động. Tỷ lệ nợ vay/ Tổng tài sản duy trì quanh ngưỡng 40%. Hiện tại doanh nghiệp chưa có kế hoạch đầu tư mới vì thế chúng tôi cho rằng các năm tiếp theo doanh nghiệp vẫn chỉ có vay ngắn hạn để phục vụ vốn lưu động và không vay nợ dài hạn.

2. Dòng tiền của doanh nghiệp không ổn định

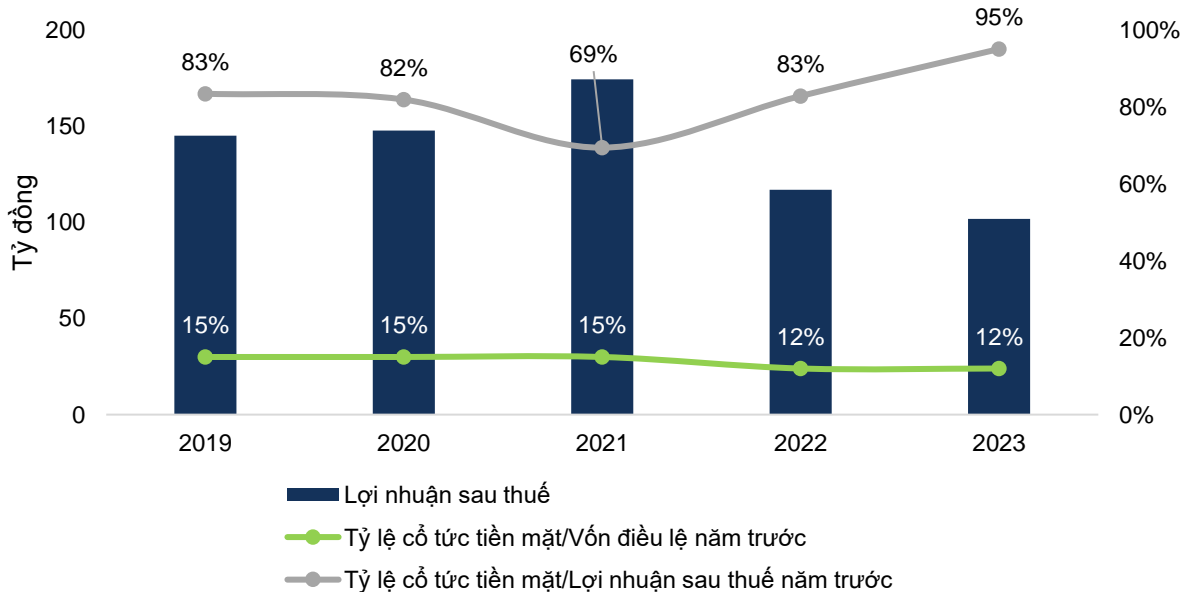
Dòng tiền của PLC không có sự ổn định. Năm 2022 dòng tiền hoạt động kinh doanh của PLC ghi nhận mức âm kỷ lục với âm 376 tỷ đồng. Năm 2024 dòng tiền hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp âm gần 1 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là khoản phải trả giảm mạnh trong bối cảnh khoản phải thu khách hàng cao, doanh nghiệp bị khách hàng chiếm dụng vốn và hàng tồn kho ở mức cao. Cụ thể mảng nhựa đường do đặc thù của các dự án đầu tư công sử dụng ngân sách của chính phủ nên công nợ dài và thu tiền chậm, mảng hóa chất doanh nghiệp linh động hơn trong chính sách bán hàng do cạnh tranh cao và các khách hàng vẫn đang khó khăn, nhu cầu tiêu thụ yếu. Ngược lại khoản phải trả của doanh nghiệp trong năm 2022, 2024 giảm mạnh ảnh hưởng đến dòng tiền hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Dòng tiền của PLC không ổn định


Nguồn: PLC, FPT S Research

3. Chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt đều đặn

PLC thực hiện chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá đều đặn qua các năm với mức 1.200 – 1.500 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn 2019 – 2023. Năm 2024 doanh nghiệp điều chỉnh kế hoạch cổ tức tối thiểu 5% bằng tiền do lợi nhuận sụt giảm. Doanh nghiệp không có kế hoạch đầu tư mới trong thời điểm hiện tại vì thế lợi nhuận làm ra phần lớn sẽ dùng chi trả cổ tức cho cổ đông bằng tiền mặt. Chúng tôi cho rằng các năm tiếp theo chính sách cổ tức của doanh nghiệp vẫn không thay đổi, phần lớn lợi nhuận làm ra của doanh nghiệp sẽ được dùng chi trả cổ tức cho cổ đông bằng tiền.

Chi trả cổ tức PLC giai đoạn 2019 - 2023


Nguồn: PLC, FPT S Research

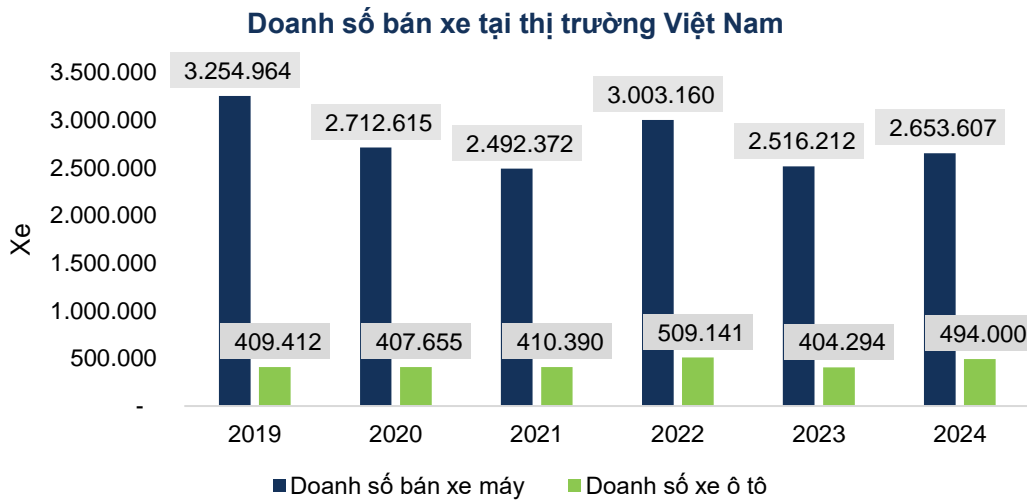
IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

1. Triển vọng kinh doanh

1.1 Mảng dầu mỡ nhờn: Dự báo duy trì sản lượng trong bối cảnh cạnh tranh trong ngành vẫn cao

Chúng tôi cho rằng tình hình cạnh tranh trong lĩnh vực dầu nhờn ngày càng căng thẳng trong giai đoạn 2025 – 2029 do: (1) Thị trường xe máy bão hòa cùng với xu hướng phát triển xe điện sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu dầu động cơ và (2) Nguồn cung ngày càng gia tăng do các đối thủ mới gia nhập ngành. Với triển vọng trên, chúng tôi thận trọng ước tính sản lượng bán ra của dầu nhờn sẽ không có tăng trưởng trong các năm tiếp theo mà giữ nguyên ở mức hiện tại. Giá bán chỉ tăng theo lạm phát, biên lợi nhuận cải thiện năm 2025 do chúng tôi dự báo giá dầu giảm.

Thị trường xe máy bão hòa và xu hướng phát triển xe điện sẽ làm thay đổi nhu cầu sử dụng dầu động cơ:



Nguồn: FPTS Research, VAMM, VAMA

Xe máy là phương tiện giao thông quan trọng tại Việt Nam, tuy nhiên, thị trường xe máy đang dần bão hòa và giảm tốc. Tổng doanh số bán xe máy giảm từ 3,2 triệu xe năm 2019 xuống còn 2,65 triệu xe năm 2024.

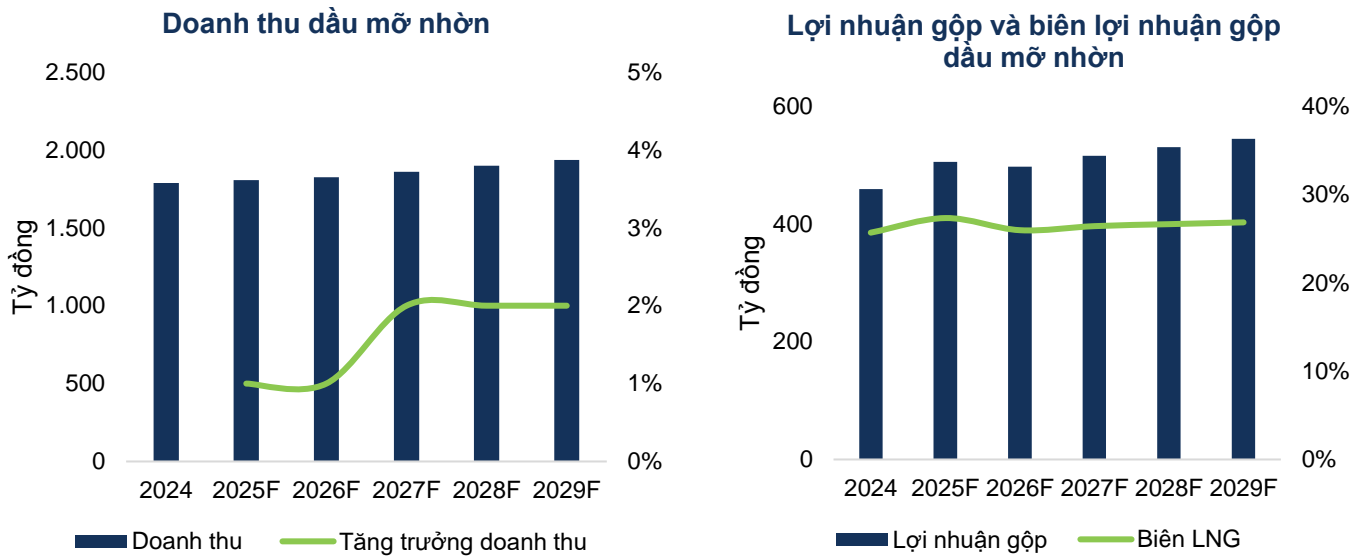
Trong khi đó, thị trường ô tô có mức tăng trưởng trung bình 3,8%/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, với doanh số tăng từ 409 nghìn xe năm 2019 lên 494 nghìn xe năm 2024.

Theo Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), Việt Nam dự kiến sẽ đạt 1 triệu xe điện vào năm 2028. Mặc dù xe điện không sử dụng dầu động cơ truyền thống, chúng vẫn cần các loại dầu mỡ bôi trơn khác, nhưng với mức tiêu thụ chỉ bằng 20 – 30% so với xe xăng. Do đó, cơ cấu sản phẩm dầu nhờn sẽ dần thay đổi để phù hợp với sự phát triển của xe điện.

Chúng tôi nhận định rằng trong giai đoạn 2025 – 2030, nhu cầu dầu động cơ vẫn duy trì do xe xăng còn phổ biến, tuy nhiên, sẽ có xu hướng giảm dần khi tỷ lệ xe điện tăng trưởng mạnh mẽ.

Cạnh tranh trong ngành dầu mỡ nhờn vẫn ở mức cao do đó chúng tôi thận trọng dự báo sản lượng mảng dầu nhờn bán ra của PLC sẽ duy trì ổn định ở hiện tại, dù nhu cầu thị trường dầu nhờn dự báo vẫn tăng trưởng.

Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá dầu giảm. Với kịch bản giá dầu đạt 75 USD/ thùng năm 2025, chúng tôi dự báo giá thành sản xuất mảng dầu mỡ nhờn sẽ giảm trong khi giá bán chỉ tăng nhẹ 1% mỗi năm. Theo đó chúng tôi ước tính năm lợi nhuận gộp mảng dầu mỡ nhờn năm 2025 sẽ đạt 505,3 tỷ đồng tăng 10% so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp dự kiến đạt 27,3%, tăng 1,6 đpt so với năm 2024.

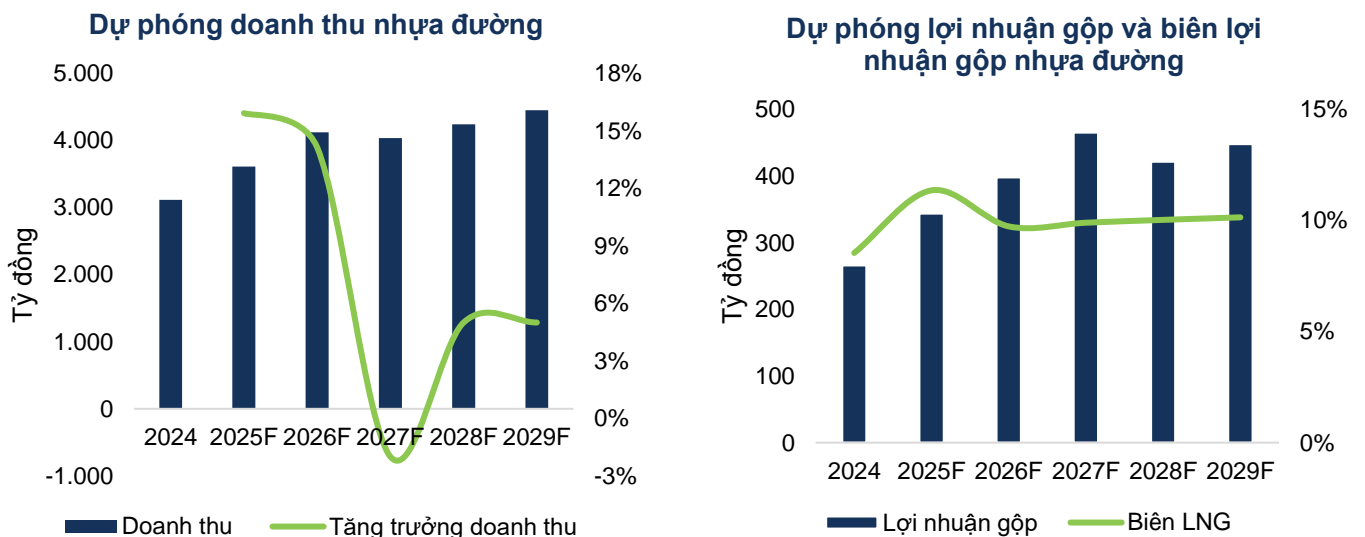


Nguồn: FPTs Research

1.2 Màng nhựa đường: Dự báo sản lượng nhựa đường khả quan trong giai đoạn 2025 – 2026

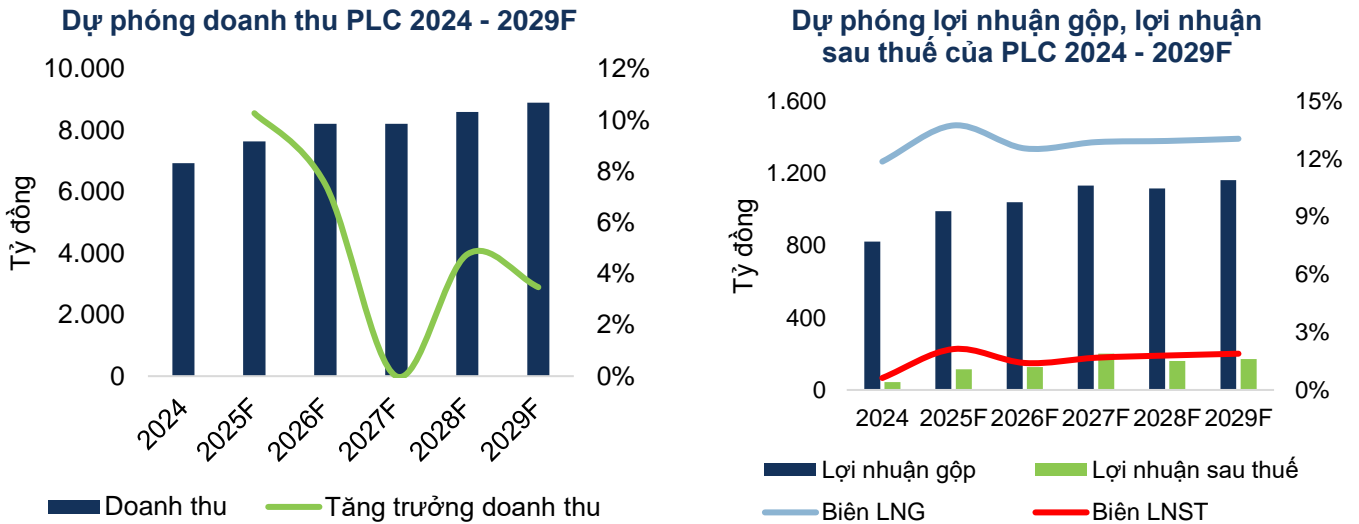
Chúng tôi đánh giá màng nhựa đường sẽ có nhiều dự địa tăng trưởng khi Chính Phủ đặt kế hoạch đầu tư công ở mức rất cao để phục vụ phát triển kinh tế xã hội. Kế hoạch đầu tư công 2025 chính phủ dự kiến ở mức 790.000 tỷ đồng cao hơn 38.000 tỷ đồng 2024. Dòng vốn này sẽ là lực đẩy mạnh mẽ cho các dự án giao thông lớn và mang lại lợi ích cho các doanh nghiệp trong lĩnh vực nhựa đường. Cụ thể, chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ nhựa đường giai đoạn 2025 – 2026 của Việt Nam sẽ tăng lên khoảng 1 – 1,2 triệu tấn/ năm cao hơn so với giai đoạn trước đó (trung bình dưới 1 triệu tấn/ năm). Trong khi đó năng lực sản xuất hiện tại của các nhà máy nhựa đường tại Việt Nam khoảng 1,3 triệu tấn. Nhờ đó PLC sẽ có dự địa tăng trưởng nhờ công suất cao và cạnh tranh trong ngành nhựa đường dự báo sẽ bớt căng thẳng.

PLC tham gia hầu hết vào các dự án thành phần cao tốc Bắc – Nam giai đoạn 2, các dự án này dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2025. Cùng với đó kỳ vọng PLC sẽ là nhà cung cấp nhựa đường Polime cho cho dự án Sân bay Long Thành vào giai đoạn 2025 – 2026 trong gói thầu xây dựng đường cất hạ cánh và đường lăn sân bay. Chúng tôi đánh giá nhu cầu nhựa đường sẽ tăng mạnh từ các dự án này. Cụ thể, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ nhựa đường của PLC sẽ tăng 10% trong năm 2025 và tăng 9% trong năm 2026 và giá bán tăng 5% mỗi năm.



Nguồn: FPTs Research

1.3 Kết quả dự phóng KQKD 2025 – 2029



Nguồn: FPT S Research

Năm 2025 chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PLC đạt 7.644 tỷ đồng (+10%yoy), trong đó doanh thu thuần các mảng như sau:

- Doanh thu mảng dầu mỡ nhờn năm 2025 dự phóng ở mức 1.806 tỷ đồng (+1%yoy) với triển vọng giá bán tăng 1% và sản lượng giữ nguyên do cạnh tranh trong ngành cao.
- Doanh thu mảng nhựa đường năm 2025 dự phóng ở mức 3.608,3 tỷ đồng (+16%yoy) với giả định sản lượng tiêu thụ nhựa đường tăng 10% và giá bán tăng 5% khi nhu cầu nhựa đường của các dự án đầu tư công tăng mạnh.
- Doanh thu mảng hóa chất năm 2025 dự phóng phục hồi ở mức 2.229,8 tỷ đồng (+13%yoy) khi kỳ vọng cả sản lượng và giá bán sẽ hồi phục khi nhu cầu sử dụng hóa chất khả quan hơn.

Lợi nhuận sau thuế năm 2025 dự phóng đạt 114 tỷ đồng (+164%yoy). Biên lợi nhuận gộp năm 2025 dự phóng ở mức 13%, tăng 1,1 đpt so với năm 2024 do giá đầu vào là giá dầu gốc và nhựa đường dự báo giảm theo giá dầu thô.

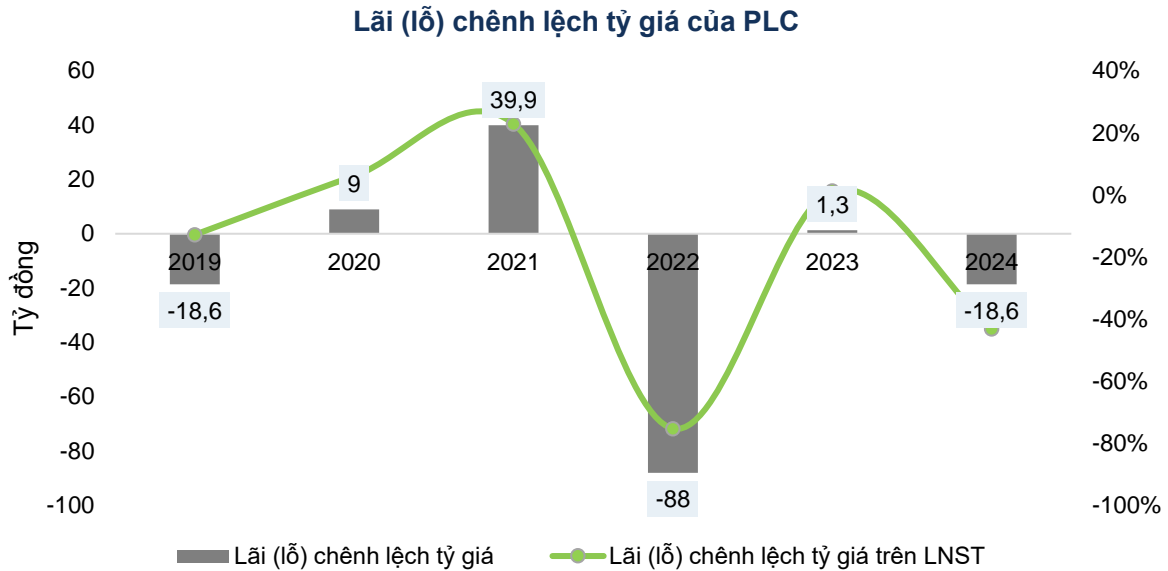
2. Yếu tố theo dõi

2.1 Tiến độ giải ngân các dự án đầu tư công chậm

Tiến độ các dự án đầu tư công triển khai phụ thuộc vào nhiều yếu tố như giải phóng mặt bằng, phân bổ nguồn vốn hay nguồn nguyên vật liệu và biến động giá nguyên vật liệu phục vụ dự án... Vì vậy chỉ cần vướng mắc một khâu nào đó cũng có thể dẫn đến chậm tiến độ của các dự án. Việc dự án chậm hoặc dèi tiến độ sẽ làm cho thời gian sử dụng sản phẩm nhựa đường cho công trình chậm lại và sẽ ảnh hưởng đáng kể đến kế hoạch kinh doanh và kết quả kinh doanh nhựa đường của PLC.

2.2 Rủi ro biến động tỷ giá USD/VND

PLC nhập nguyên liệu bằng đồng USD và doanh thu bán hàng chủ yếu bằng đồng VND. Do đó, trong bối cảnh tỷ giá USD/VND khá biến động có thể ảnh hưởng xấu đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Đây là rủi ro mà doanh nghiệp dễ gặp phải và rất khó kiểm soát.



Nguồn: PLC, FPTs Research

2.3 Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng đến lợi nhuận gộp và kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn của PLC, và biến động cùng với giá dầu thô. Việc giá dầu thô biến động khó dự báo sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến giá nguyên vật liệu đầu vào. Từ đó ảnh hưởng đến biến động chi phí cũng biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

V. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định giá mục tiêu của PLC là **26.300 VNĐ/cp**, cao hơn **7,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 26/03/2025. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu PLC. Nhà đầu tư có thể xem xét mua khi cổ phiếu PLC về mức giá 21.800 đồng/cp, tương đương với mức sinh lời kỳ vọng 20%.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	27.535	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	25.096	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		26.300	

Thay đổi giá định mô hình DCF

Giá định mô hình	Giá định mô hình	Giá định mô hình	Giá định mô hình
WACC	10,11%	Phần bù rủi ro	9,38%
Chi phí sử dụng nợ	6,5%	Hệ số Beta không đòn bẩy	0.75
Chi phí sử dụng VCSH	14,76%	Tăng trưởng dài hạn	1%
Lãi suất phi rủi ro	2,44%	Thời gian dự phóng	5 năm
CAGR DTT 2025 - 2029	3,9%	CAGR LNST 2025 - 2029	4,1%

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	9,38%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	2.802,007
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)	944,673
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	1.718,987
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	2.027,693
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	80,798
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	25.096
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	2.224,757
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	27.535

VI. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG
Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	7.960	6.931	7.644	8.216
- Giá vốn hàng bán	6.989	6.109	6.653	7.176
Lợi nhuận gộp	970	822	990	1.040
- Chi phí bán hàng	589	571	607	652
- Chi phí quản lí DN	159	110	134	144
Lợi nhuận thuần HĐKD	221	140	249	242
- (Lỗ)/lãi HĐTC	38	10	(16)	(20)
- Lợi nhuận khác	(1)	5	5	6
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	258	155	237	228
- Chi phí lãi vay	117	85	95	68
Lợi nhuận trước thuế	141	70	142	159
- Thuế TNDN	39	27	28	31
LNST công ty mẹ	102	43	114	127
EPS (đ/cp)	1.173	534	1.411	1.577

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,2%	11,9%	13%	12,7%
Tỷ suất LNST	1,3%	0,6%	1,5%	1,6%
ROE DuPont	8%	3,4%	8,9%	9,5%
ROA DuPont	2,3%	1,0%	2,8%	3,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	3,2%	2,2%	3,1%	2,8%
LNST/LNTT	72,2%	61,5%	80%	80%
LNTT / EBIT	54,6%	45,1%	59,9%	69,8%
Vòng quay tổng tài sản	1,8	1,7	1,9	1,9
Đòn bẩy tài chính	3,5	3,2	3,2	3,2

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,2	1,2
Chỉ số thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,8	0,8
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,3	0,4
Nợ / Tài sản	0,7	0,7	0,7	0,7
Nợ / VCSH	2,2	2,3	2,1	2,2
Nợ ngắn hạn / VCSH	2,2	2,2	2,1	2,2
Nợ dài hạn / VCSH	0	0	0	0
Khả năng trả lãi vay	2,2	1,8	2,55	3,3

CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và ĐTTC ngắn hạn	694	944	939	1.082
+ Các khoản phải thu	1.231	1.206	1.262	1.356
+ Hàng tồn kho	1.373	1.040	1.131	1.220
+ Tài sản ngắn hạn khác	57	33	36	40
Tổng tài sản ngắn hạn	3.356	3.225	3.369	3.698
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.750	1.768	1.813	1.838
+ Khấu hao lũy kế	1.048	1.138	1.268	1.388
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	701	630	545	450
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	155	182	207	222
Tổng tài sản dài hạn	883	840	763	682
Tổng tài sản	4.239	4.065	4.132	4.381
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	1.537	1.069	1.544	1.666
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.365	1.718	1.239	1.329
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	16	9	10	11
Nợ ngắn hạn	2.918	2.798	2.793	3.006
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn	7	17	19	21
Tổng nợ	2.925	2.815	2.813	3.027
+ Thặng dư	3	3	3	3
+ Vốn điều lệ	808	808	808	808
+ LN chưa phân phối	104	40	110	145
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	61,06	64,19	58,94	58,16
Số ngày tồn kho	73,24	72,10	59,55	59,79
Số ngày phải trả	81,90	77,87	71,71	81,65
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	52,40	58,42	46,79	36,3
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	4,9	4,4	6,4	6,3

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu PLC, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

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

Tầng 3. 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6291 0607

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

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888