



Tổng Công Ty Hóa Dầu Petrolimex (PLC – HNX)

Vị thế vững vàng trong kinh doanh

Trong năm 2014, KQKD của Công ty đã thể hiện rõ những thuận lợi của doanh nghiệp và thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Sang năm 2015, chúng tôi tin rằng những thuận lợi về (1) thị phần thuộc top đầu trong lĩnh vực kinh doanh chính; (2) kênh phân phối và cơ sở sản xuất phủ rộng; (3) hưởng lợi từ xu hướng giá dầu thấp; (4) Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng ở mức cao sẽ tiếp tục được duy trì nhưng ở mức độ kỳ vọng thấp hơn năm trước. Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện là điểm quan trọng đối với triển vọng kinh doanh năm 2015 của Công ty. Ngoài ra, triển vọng của PLC còn được thể hiện ở các dự án đầu tư mở rộng mới cũng như tiềm năng đối với sản phẩm độc quyền là nhựa đường Polyme trong bối cảnh nguồn tiêu thụ mục tiêu là các dự án đường cao tốc và sân bay đang được triển khai hàng loạt.

Dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFE và FCFE) và định giá tương đối (P/E) khi so sánh Công ty với một số công ty cùng lĩnh vực trong khu vực, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý đối với cổ phiếu PLC ở mức 40.000 đồng/cp. Tại mức giá đóng cửa ngày 14/04/2015 là 34.000 đồng/cp, PLC hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2015 là 7,7x. Với triển vọng kinh doanh được đánh giá khả quan trong năm 2015, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu PLC trong **TRUNG HẠN**.

- Mảng nhựa đường tăng trưởng đột biến nhờ tận dụng cơ hội từ đầu tư cơ sở hạ tầng và có thể trở lại nhịp độ ổn định từ sau năm 2015.
- Mảng dầu nhờn kỳ vọng ổn định và hưởng lợi trong ngắn hạn từ giá dầu thấp.
- Mảng hóa chất tăng trưởng âm ba năm liên tiếp và không có sự đột biến.
- Rủi ro: Biến động giá nguyên liệu đầu vào và rủi ro công nợ đối với mảng kinh doanh nhựa đường.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	6.063,2	6.198,3	6.820,7	6.944,3
% tăng trưởng	-0,2%	2,2%	10,0%	1,8%
Lợi nhuận sau thuế	168,8	189,2	266,7	308,2
% tăng trưởng	-26,4%	12,0%	41,0%	15,6%
Tỷ suất LNST (%)	2,8%	3,1%	3,9%	4,4%
ROA (%)	6,3%	6,9%	8,2%	8,5%
ROE (%)	17,3%	17,8%	23,9%	24,8%
EPS (VND)	2.803	2.908	3.798	4.081
EPS đ/chính (VND)	2.090	2.341	3.302	4.387
Giá trị sổ sách (VND)	16.412	17.395	15.676	17.252
Cổ tức tiền mặt (VND)	700	1.500	3.000	1.500
P/E (x)	5,9	6,3	7,9	7,7*
P/BV (x)	1,0	1,1	1,9	2,0*

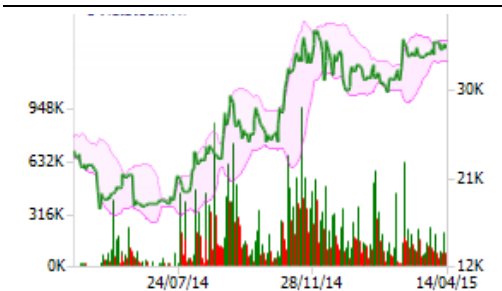
Nguồn: PLC, RongViet Research, * Tính theo giá cổ phiếu ngày 14/04/2015

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	34.000
Giá mục tiêu (VND)	40.000
Thời gian đầu tư	Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.409
SLCPLH	70.259.568
Beta	0,96
Free Float (%)	20,93%
Giá cao nhất 52 tuần	36.800
Giá thấp nhất 52 tuần	13.730
KLGD bình quân 20 phiên	130.074



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PLC	6,44	45,19	96,06
Dầu khí	-16,81	-30,11	62,69
VN 30 Index	-5,26	-12,95	12,74
VN Index	-3,53	-7,87	22,87

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn xăng dầu Việ tNam	79,07
Giới hạn sở hữu của NĐTNN (%)	46%

Trần Thị Hà My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 319

my.tth@vdsc.com.vn

Tổng Công ty Hóa dầu Petrolimex (PLC-HNX) là công ty con của Tập đoàn Xăng dầu Petrolimex với tỷ lệ sở hữu ~79%. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là kinh doanh các mặt hàng dầu mỡ nhờn, nhựa đường và hóa chất. Công ty mẹ với vai trò là đầu mối kinh doanh các sản phẩm dầu nhờn, trong khi đó hai công ty con (PLC nắm giữ 100% vốn): (1) Công ty TNHH Nhựa đường Petrolimex và (2) Công ty TNHH Hóa chất Petrolimex chịu trách nhiệm kinh doanh và phân phối hai mặt hàng còn lại là nhựa đường và hóa chất. Trong vòng hai năm trở lại đây, cùng với sự hồi phục của nền kinh tế và hoạt động đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng giao thông được triển khai quyết liệt, KQKD của Công ty đã cho thấy sự cải thiện đáng kể, đặc biệt là trong năm 2014.

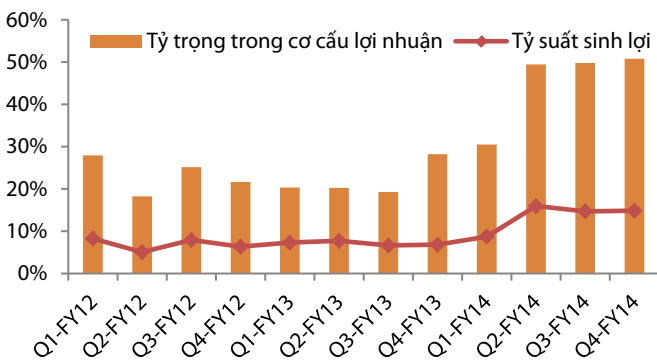
Mảng nhựa đường tăng trưởng đột biến nhờ tận dụng cơ hội từ đầu tư cơ sở hạ tầng.

Những năm về trước, mảng dầu mỡ nhờn luôn đóng góp chính vào cơ cấu lợi nhuận của Công ty (>60%), trong khi đó, mảng kinh doanh nhựa đường với biên lợi nhuận khá thấp (~7%) chỉ duy trì ổn định. Tuy nhiên, từ Q4/2013, mảng kinh doanh nhựa đường bắt đầu có sự chuyển biến tích cực về doanh số. Tiếp đến là sự đột phá về lợi nhuận trong năm 2014 nhờ tận dụng được cơ hội đến từ đầu tư cơ sở hạ tầng giao thông (CSHTGT) tại Việt Nam.

Năm 2014, tổng vốn giải ngân cho đầu tư CSHTGT đạt hơn 116,7 tỷ đồng và vượt 35% kế hoạch, trong đó, PLC cung cấp cho nhiều công trình trọng điểm như Dự án mở rộng và nâng cấp QL1A, Đường cao tốc Hà Nội – Lào Cai, Dự án Cảng hàng không quốc tế Nội Bài (Nhà ga T2)... Tính chung cả năm, doanh thu từ mảng nhựa đường tăng 40,5% và lợi nhuận gộp tăng trưởng 171,2% so với cùng kỳ. Sự tăng trưởng đột phá này giúp cho cơ cấu lợi nhuận của Công ty thay đổi đáng kể, theo đó, tỷ trọng đóng góp của mảng nhựa đường tăng lên 46%, xấp xỉ mức đóng góp của mảng dầu nhờn.

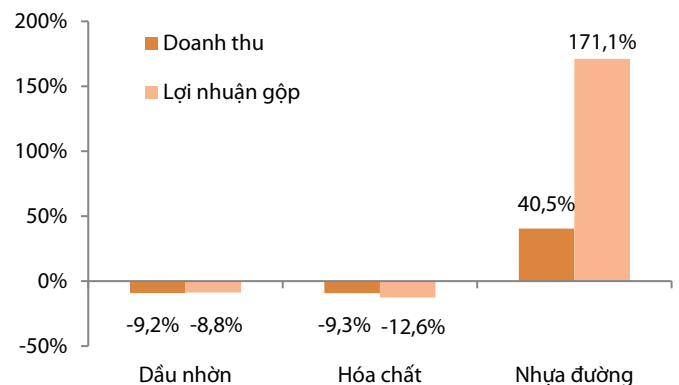
Ngoài thuận lợi đến từ mảng kinh doanh nhựa đường, trong Q4/2014, Công ty cũng ghi nhận chuyển biến tích cực đối với tỷ suất sinh lợi của mảng dầu nhờn nhờ giá nguyên liệu đầu vào (dầu gốc) giảm theo xu hướng giảm của giá dầu. Tuy nhiên, đối với mảng kinh doanh này, việc mất đi phần sản lượng pha chế thuê cho Nippon Oil (~9.000 tấn) đã khiến cho cả doanh thu và lợi nhuận đều sụt giảm so với cùng kỳ. Hơn nữa, mảng kinh doanh hóa chất cũng không khả quan khi tăng trưởng âm năm thứ ba liên tiếp. Có thể nói, mảng kinh doanh nhựa đường chính là điểm sáng trong hoạt động kinh doanh của Công ty trong năm 2014, Công ty ghi nhận mức tăng trưởng khá với doanh thu đạt 6.821 tỷ đồng (+10%/yoy) và LNST đạt 266,7 tỷ đồng (+41%/yoy). EPS tương ứng đạt 3.798 đồng/cp trong năm vừa qua.

Hình 1: Lãi gộp & tỷ trọng mảng nhựa đường trong cơ cấu lợi nhuận (theo quý)



Nguồn: PLC, RongViet Research

Hình 2: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận từng mảng trong năm 2014



Nguồn: PLC, RongViet Research

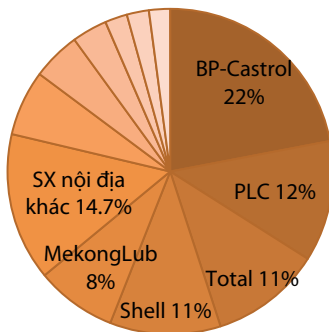
Mảng dầu nhờn kỳ vọng ổn định và hưởng lợi trong ngắn hạn từ giá dầu thấp.

Vị thế chắc chắn của PLC trong ngành dầu mỡ nhờn

Ngành dầu mỡ nhờn Việt Nam được ví như ngành hàng tiêu dùng nhanh với sự cạnh tranh đang ngày càng gay gắt và thị phần tập trung vào các công ty nước ngoài có thương hiệu như BP/Castrol, Total, Shell.... Trong đó, BP/Castrol là hãng nhớt tồn tại lâu đời tại Việt Nam (từ năm 1997) và đã xây dựng được hệ thống phân phối rộng khắp thông qua hình thức tiếp thị trực tiếp đến từng cửa hàng phụ tùng và tiệm rửa xe. Với lợi thế này, BP/Castrol đang chiếm thị phần lớn nhất (~22%), trong khi các đối thủ còn lại (Shell, Total) chiếm khoảng 11% thị phần. Trong bối cảnh đó, PLC là một doanh nghiệp nội địa song hiện đang chiếm giữ vị trí thứ hai trong ngành với thị phần ~12%.

Chúng tôi cho rằng có nhiều yếu tố hỗ trợ để Công ty đạt được và duy trì vị thế trên. Đầu tiên là hệ thống phân phối liên kết với hơn 6.000 cửa hàng xăng dầu (CHXD) trong hệ thống của Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex). Thứ hai là vị trí địa lý của hai nhà máy sản xuất (tại Hải Phòng và TP.HCM) rất thuận tiện cho việc phân phối. Cuối cùng là chiến lược marketing về giá khi định vị sản phẩm ở phân khúc trung bình với giá bán lẻ thấp hơn khoảng từ 10-30% so với BP/Castrol và Shell. Ngoài ra, cần phải nhắc đến mối liên hệ giữa Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (Petrolimex), TCT Hóa dầu Petrolimex và BP/Castrol. Hiện tại, Công ty TNHH Castrol BP – Petco Việt Nam là công ty liên kết liên doanh của Tập đoàn Petrolimex với tỷ lệ sở hữu ~35%. Trong 3 năm qua, mỗi năm liên doanh này đóng góp bình quân hơn 300 tỷ đồng lợi nhuận cho Tập đoàn. Đồng thời, chúng tôi cho rằng điểm mạnh của hai công ty (BP/Castrol và PLC) đã được kết hợp khéo léo để tạo ra vị thế dẫn đầu chắc chắn của cả hai trong ngành dầu mỡ nhờn.

Hình 3: Thị phần của ngành dầu nhờn năm 2014



Nguồn: Eska, RongViet Research

Hình 4: Mối quan hệ giữa PLC, BP/Castrol và Tập đoàn Petrolimex

	BP/Castrol	PLC
Tỷ lệ sở hữu của Petrolimex	35%	79%
Thị phần (2014)	22%	12%
Doanh thu bình quân (tỷ đồng)*	NA	6.350**
Lợi nhuận bình quân (tỷ đồng)	329	316

* Giai đoạn 2012-2014

** Doanh thu bán nội bộ cho Petrolimex chiếm ~16% tổng doanh thu; Doanh thu từ mảng dầu nhờn chiếm ~34%

Nguồn: PLC, Petrolimex, RongViet Research

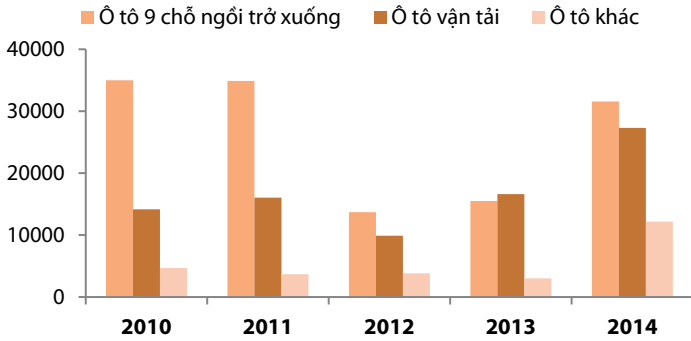
Tiềm năng tăng trưởng của ngành ổn định

Tiềm năng tăng trưởng của đối với mảng kinh doanh dầu nhờn có mối tương quan lớn đối với tăng trưởng kinh tế và liên quan trực tiếp đến (1) nhu cầu phương tiện đi lại; (2) thu nhập của người tiêu dùng. Trong các năm tới, tăng trưởng kinh tế Việt Nam tiếp tục được nhận định lạc quan ở mức trên 6%. Trong khi đó, sự bùng nổ về nhu cầu phương tiện vận tải ô tô trong năm 2014 (trong đó: lượng xe nhập khẩu tăng trưởng 100% và số lượng bán xe lắp ráp và xe nhập khẩu tăng trưởng lần lượt 32% và 83% so với cùng kỳ) có thể thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ dầu mỡ nhờn trong các năm tiếp theo. Tuy vậy, theo tìm hiểu của chúng tôi, nội tại ngành cũng có một số yếu tố hạn chế nhu cầu sử dụng các sản phẩm dầu mỡ nhờn: (1) Nhu cầu thay thế các sản phẩm dầu nhớt đang chậm lại so với giai đoạn trước vì chất lượng nhớt được cải tiến và chính sách hạn chế tải trọng; (2) Cạnh tranh với hàng giả và hàng nhập khẩu; (3) Tăng trưởng đối với nhu cầu tiêu thụ xe máy đang dần bão hòa, tính năng xe được cải

tiến và sự năng động của các nhãn hàng riêng* (Yamaha, Honda, Idemitsu...). Chúng tôi cho rằng những yếu tố này sẽ bù trừ khiến cho tăng trưởng sản lượng của ngành chỉ duy trì ở mức ổn định.

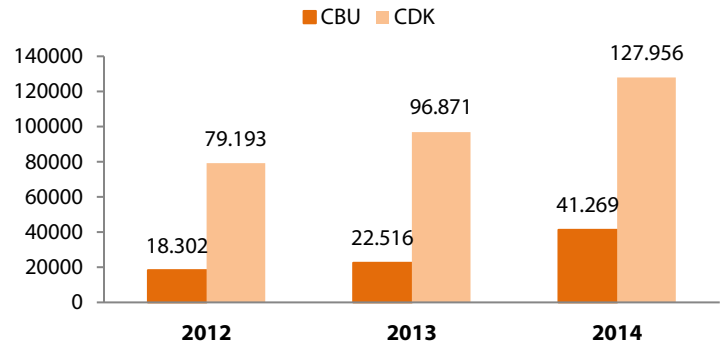
* Năm 2014, nhà máy của Nippon Oil đi vào hoạt động với công suất 50.000 tấn/năm.

Hình 5: Lượng xe nhập khẩu, 2010-2014



Nguồn: TCHQ, RongViet Research

Hình 6: Lượng bán hàng xe lắp ráp & nhập khẩu, 2012-2014



Nguồn: VAMA, RongViet Research

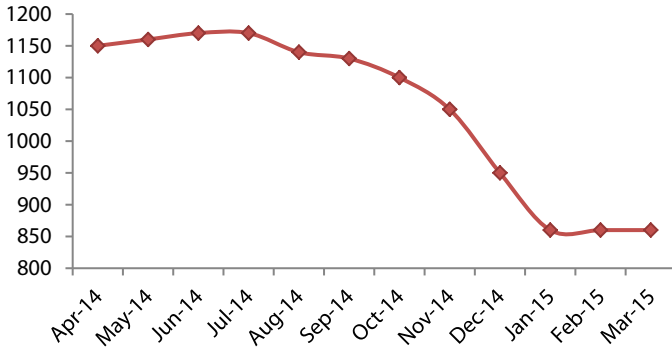
Trong điều kiện trên, khá dễ hiểu khi công ty đặt kế hoạch sản lượng trong năm 2015 chỉ tương đương cùng kỳ (~41.500 tấn). Theo chia sẻ của doanh nghiệp, mục tiêu tăng trưởng 10% đối với thị trường nội địa là khá tham vọng và Công ty phải nỗ lực rất lớn để đạt được. Chúng tôi nhận thấy việc phát triển doanh số bán hàng qua kênh khách hàng công nghiệp cũng là một hướng đi khi đầu năm 2015, Công ty đã trúng thầu cung cấp sản phẩm cho một số khách hàng (CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh, Đầu máy Đường sắt). Ngoài ra, việc nâng công suất nhà máy ở Thượng Lý lên 50.000 tấn/năm trong năm 2014 cũng thúc đẩy Công ty triển khai công tác bán hàng tích cực hơn.

Hưởng lợi trong ngắn hạn nhờ giá dầu thấp

Như đã đề cập ở trên, biên lợi nhuận gộp của mảng dầu nhờn đã tăng lên xấp xỉ 25% từ Q4/2014 nhờ giá nguyên liệu đầu vào (dầu gốc) giảm theo giá dầu thế giới. Giá dầu gốc khá nhạy với diễn biến của giá dầu nhưng mức độ giảm ít hơn, trong năm 2014, giá dầu (WTI) giảm ~48% thì giá dầu gốc giảm khoảng 20%. Ở chiều ngược lại, giá đầu ra của sản phẩm dầu nhờn khá thuận lợi khi đang được điều tiết bởi BP/Castrol. Tháng 10/2014, BP/Castrol đã điều chỉnh tăng giá với lý do giá nhớt đã được giữ ổn định trong 3 năm khi lạm phát khá cao và một số yếu tố khác khiến chi phí gia tăng như phí vận chuyển tăng 60-80% sau chính sách siết tải trọng, tỷ giá tăng 2%, giá bao bì tăng ~19%... Với động thái này, chúng tôi kỳ vọng giá các loại dầu nhờn có thể sẽ tiếp tục duy trì ở mặt bằng giá hiện nay. Tuy nhiên, phần tiết kiệm đến từ việc giảm chi phí nguyên vật liệu có thể sẽ được doanh nghiệp chuyển một phần không nhỏ sang cho nhà phân phối.

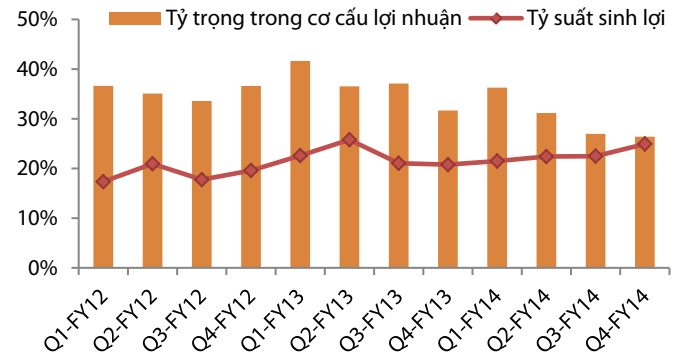
Trong Q1/2015, giá dầu gốc duy trì ổn định ở mức 850-860USD/tấn, với giả định giá dầu năm 2015 ở mức thấp (50-60USD/thùng), chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận đối với mảng dầu nhờn sẽ được duy trì trong năm 2015. Ngoài ra, theo dự báo mới nhất của EIU, giá dầu thô có khả năng sẽ hồi phục trong giai đoạn 2016-2019, dựa trên kịch bản này, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của mảng dầu mỡ nhờn có khả năng sẽ thu hẹp lại trong các năm tiếp theo.

Hình 7: Diễn biến giá dầu gốc



Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

Hình 8: Lãi gộp & tỷ trọng mảng dầu nhờn trong cơ cấu lợi nhuận (theo quý)



Nguồn: PLC, RongViet Research

Công ty tiếp tục đầu tư mở rộng đối với mảng kinh doanh dầu nhờn trong các năm tới

Năm 2014, Công ty đã hoàn thành việc đầu tư mở rộng nhà máy Dầu nhờn ở Thượng Lý (Hải Phòng) nâng công suất nhà máy lên 50.000 tấn/năm. Trong hai năm kế tiếp (2015-2016), công ty sẽ tiếp tục đầu tư thêm hai dự án mới là mở rộng nhà máy ở Nhà Bè (nâng công suất lên gấp đôi) và xây dựng kho tại Đình Vũ với tổng vốn đầu tư ~190 tỷ đồng. Dự kiến nhà máy Nhà Bè sẽ hoàn thành trong năm 2017, tuy nhiên, với đánh giá về triển vọng ngành hiện nay, chúng tôi không kỳ vọng sẽ có sự tăng trưởng tương ứng giữa công suất và sản lượng bán hàng. Khả năng tăng trưởng tại thị trường xuất khẩu là có, tuy nhiên, xét trong khu vực Đông Nam Á, Công ty cũng sẽ cạnh tranh với các công ty nước ngoài. Do đó, bước đầu, chúng tôi nhận thấy Công ty đang tập trung ở các thị trường sơ khai như Lào và Myanmar. Trong tương lai gần, việc xây dựng kho tại Đình Vũ sẽ giúp tạo thêm giá trị gia tăng cho Công ty nhờ tiết kiệm được chi phí vận chuyển nguyên vật liệu từ cảng về nhà máy.

Tựu chung lại, trong điều kiện tăng trưởng ngành ổn định, mảng dầu nhờn của Công ty đang sở hữu những điểm đáng quan tâm như vị thế của Công ty trong ngành, cơ hội hưởng lợi ngắn hạn do giá nguyên vật liệu giảm và các dự án đầu tư đang được triển khai.

[\(Xem thêm Phụ lục 1: Năng lực sản xuất hiện tại của các công ty dầu nhờn tại Việt Nam – trang 9\)](#)

Mảng nhựa đường sẽ trở lại nhịp độ cũ từ sau năm 2015.

Tận dụng vị thế sẵn có và cơ hội để phát huy thế mạnh kinh doanh

Công ty hiện đang sở hữu 5 kho nhựa đường với tổng sức chứa khoảng 27.400 tấn và đội xe gồm 75 xe chuyên dụng phân phối nhựa đường trải đều 3 miền Bắc – Trung – Nam. Hiện tại, Việt Nam chưa sản xuất được nhựa đường mà chỉ thông qua hình thức nhập khẩu và phân phối. Đồng thời, thị trường nhựa đường gồm nhiều đối tượng tham gia từ công ty nước ngoài (Puma Energy), các công ty cổ phần (Trantimex, Transmeco...) cho đến các hộ kinh doanh nhỏ lẻ. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao lợi thế về vị trí kho và mối quan hệ của Công ty trong ngành, hiện tại, PLC đang dẫn đầu ngành nhựa đường tại Việt Nam với thị phần ~40%.

Tận dụng vị thế sẵn có cùng với cơ hội đến từ việc đầu tư nâng cấp CSHTGT tại Việt Nam trong 2 năm trở lại đây, Công ty đã ghi nhận KQKD tích cực trong năm 2014. Trong năm 2015, kế hoạch giải ngân vốn đầu tư cho CSHTGT duy trì tương đương kế hoạch năm 2014 (~86.600 tỷ đồng). Theo dõi tiến độ triển khai các dự án đặc biệt là nhiều dự án quan trọng được dồn thời gian hoàn thành trong năm 2015, chúng tôi cho rằng mảng kinh doanh nhựa đường sẽ tiếp tục “gặt hái” trong năm nay. Theo kế hoạch, sản lượng nhựa đường năm 2015 đạt 228.000 tấn (chỉ nhích nhẹ so với năm trước), tuy nhiên,

chúng tôi kỳ vọng sản lượng thực tế có thể tăng trưởng nhiều hơn con số trên, ước tăng 10% so với cùng kỳ. Trong giai đoạn 2016-2018, vốn đầu tư đối với cơ sở hạ tầng đường bộ giảm trở lại, do đó, chúng tôi cho rằng tăng trưởng về doanh thu và lợi nhuận của mảng này sẽ trở lại nhịp độ cũ từ sau năm 2015.

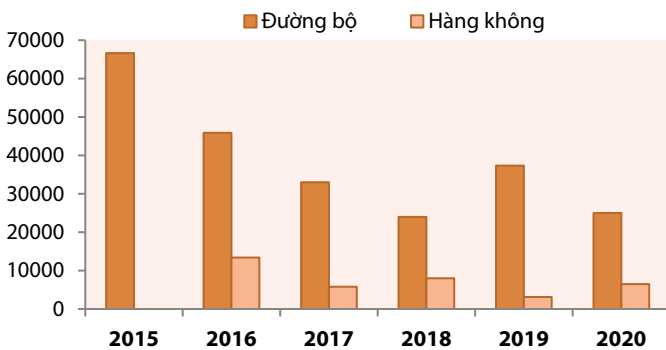
[\(Xem thêm Phụ lục 2: Danh mục một số dự án CSHTGT ưu tiên đầu tư chính – trang 10\)](#)

Hưởng lợi từ xu hướng giá dầu thấp có thể rõ nét hơn trong năm 2015

Tương tự như dầu gốc, nhựa đường cũng là một chế phẩm từ dầu thô song điểm khác biệt là diễn biến giá nhựa đường phản ứng chậm hơn giá dầu gốc. Theo Argus, giá nhựa đường (Thái Lan) chỉ bắt đầu giảm nhẹ trong tháng cuối năm 2014 và giảm mạnh trong tháng đầu năm 2015. Như vậy, trong năm 2014, mảng kinh doanh nhựa đường của Công ty cải thiện không phải do ảnh hưởng của giá dầu. Tuy nhiên, với diễn biến giá giảm mạnh trong đầu năm 2015, chúng tôi có cơ sở để kỳ vọng mảng kinh doanh nhựa đường sẽ có thêm yếu tố thuận lợi thứ hai đến từ xu hướng giá dầu thấp. Hiện tại, PLC đang nhập khẩu nhựa đường từ các nhà cung cấp chính (Hàn Quốc, Singapore và Thái Lan), giá nhựa đường đặc nóng đã giảm khoảng 5% so với cuối năm 2014 trong khi giá thế giới giảm 36%.

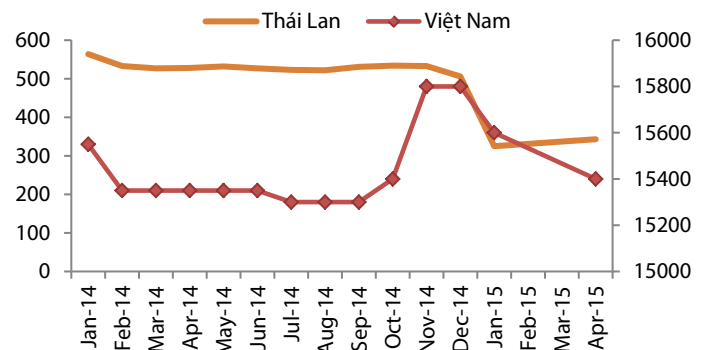
Dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý thêm đây là yếu tố ngắn hạn và khó dự báo bởi giá nhựa đường có thể phụ thuộc nhiều hơn vào phía cầu do nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng tại khu vực Đông Nam Á đang duy trì ở mức cao. Ngoài ra, mức chiết khấu đối với sản phẩm nhựa đường của Công ty khá cao (ít nhất là 20%), do đó, chúng tôi đưa ra dự báo thận trọng đối với biên lãi gộp của mảng nhựa đường (~16%) trong năm 2015.

Hình 9: Nhu cầu vốn đầu tư CSHTGT, 2015-2020



Nguồn: Bộ GTVT, RongViet Research

Hình 10: Diễn biến giá nhựa đường Thái Lan (USD/tấn) và Việt Nam (đồng/kg)



Nguồn: PLC, Bloomberg, RongViet Research

Lợi thế độc quyền về sản phẩm nhựa đường polyme

Nhựa đường polyme là sản phẩm mới được Công ty phát triển từ năm 2010 và có lợi thế độc quyền với 3 dây chuyền sản xuất tại Hải Phòng, Đà Nẵng và TP.HCM. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, biên lợi nhuận của nhựa đường polyme rất cao (20-50%) so với mức bình quân ~7% đối với nhựa đường thông thường. Tuy nhiên, sản lượng bán hàng đối với sản phẩm nhựa đường polyme chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ 6-8% trong tổng sản lượng bán hàng. Với ứng dụng khá đặc thù cho các công trình chất lượng cao (đường cao tốc, sân bay), chúng tôi kỳ vọng sản lượng đối với sản phẩm này sẽ gia tăng trong thời gian tới, giúp biên lợi nhuận của Công ty duy trì ở mức cao.

[\(Xem thêm Phụ lục 3: Ứng dụng của nhựa đường polymer – trang 10\)](#)

Rủi ro công nợ là không thể tránh khỏi đối với mảng kinh doanh nhựa đường

Việc bán hàng dễ dàng đối với mảng nhựa đường cũng đi kèm với thách thức kiểm soát rủi ro nợ khó đòi khoản phải thu. Trong năm 2014, tốc độ giải ngân vốn đầu tư là rất tốt nhưng tỷ lệ nợ khó đòi vẫn tăng mạnh và chúng tôi coi đây là rủi ro không thể tránh khỏi với mảng kinh doanh nhựa đường. Cụ thể, doanh thu mảng này tăng trưởng 40,5% thì dự phòng khoản phải thu tăng đến 53%, tương ứng ~164 tỷ đồng. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, do rủi ro về công nợ nên Công ty cũng không sẵn sàng bán hàng nhiều hơn trong năm 2015, đồng thời, cách thức quản trị khoản phải thu tùy thuộc vào khả năng thông tin và kinh nghiệm của Công ty là chính. Công ty thực hiện đánh giá khoản nợ khó đòi hai lần mỗi năm vào giữa năm và cuối năm, kết quả kinh doanh do đó có thể bị ảnh hưởng bởi việc trích lập dự phòng nợ khó đòi tại các thời điểm này.

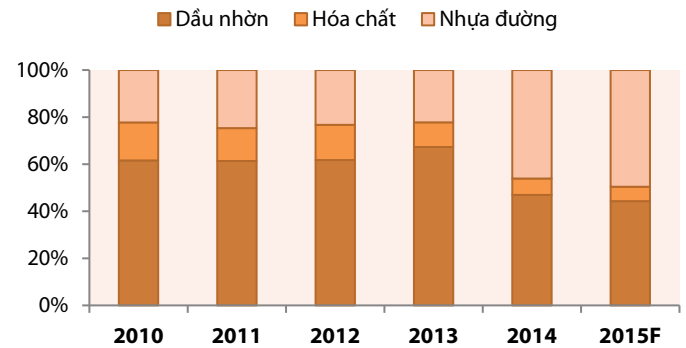
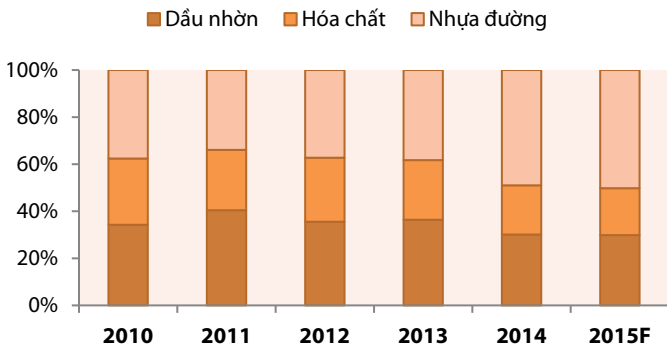
Triển vọng lạc quan trong năm 2015

Sau khi xem xét hai mảng kinh doanh chính là dầu nhờn và nhựa đường, chúng tôi đánh giá năm 2015 vẫn là một năm có triển vọng tích cực đối với Công ty. Giá bán nhựa đường giảm và tăng trưởng về doanh thu có thể bị chững lại song biên lợi nhuận cải thiện là một nhân tố đáng lạc quan. Trong năm nay, Công ty đặt kế hoạch doanh thu và LNST tương đương cùng kỳ năm trước, lần lượt là 6.052 tỷ đồng và 273 tỷ đồng. Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu trong năm 2015 ước đạt 6.944 tỷ đồng (+2% so với cùng kỳ) trong khi LNST ước đạt 308 tỷ đồng (+16% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng lưu ý là chi phí bán hàng có thể tiếp tục tăng mạnh trong năm nay do công ty đẩy mạnh công tác tìm kiếm khách hàng cho mảng dầu nhờn và tăng chiết khấu bán hàng cho nhà phân phối hoặc khách hàng mua trực tiếp.

Công ty đã có định hướng tăng vốn điều lệ lên 1.000 tỷ đồng từ những năm trước. Trong năm 2015, Công ty dự kiến tăng vốn thông qua việc chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 15% và thực hiện trong Quý II/2015.

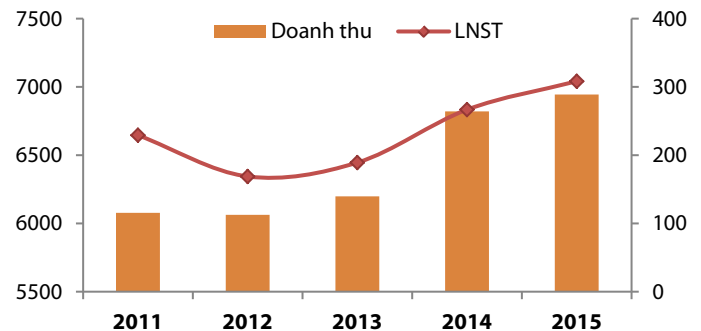
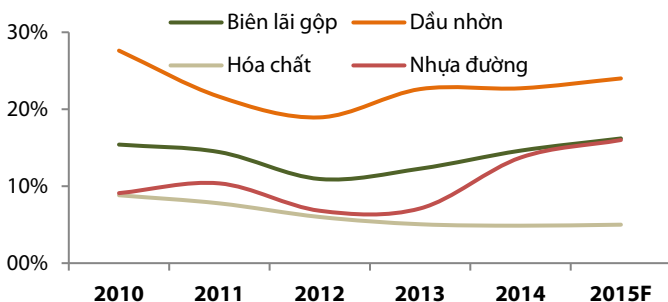
Hình 11: Cơ cấu doanh thu, 2010-2015F

Hình 12: Cơ cấu lợi nhuận gộp, 2010-2015F



Hình 13: Biên lãi gộp của từng mảng kinh doanh, 2010-2015F

Hình 14: Doanh thu và LNST (tỷ đồng), 2010-2015F



Nguồn: PLC, RongViet Research

Nguồn: PLC, RongViet Research

Quan điểm và Định giá

Trong năm 2014, KQKD của Công ty đã thể hiện rõ những thuận lợi của doanh nghiệp và thu hút sự quan tâm của nhiều nhà đầu tư. Sang năm 2015, chúng tôi tin rằng những thuận lợi về **(1) thị phần thuộc top đầu trong lĩnh vực kinh doanh chính; (2) kênh phân phối và cơ sở sản xuất phủ rộng; (3) hưởng lợi từ xu hướng giá dầu thấp; (4) Nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng ở mức cao** sẽ tiếp tục được duy trì nhưng ở mức độ kỳ vọng thấp hơn năm trước. Biên lợi nhuận tiếp tục cải thiện là điểm quan trọng đối với triển vọng kinh doanh năm 2015 của Công ty. Ngoài ra, triển vọng của PLC còn được thể hiện ở các dự án đầu tư mở rộng mới cũng như tiềm năng đối với sản phẩm độc quyền là nhựa đường Polyme trong bối cảnh nguồn tiêu thụ mục tiêu là các dự án đường cao tốc và sân bay đang được triển khai hàng loạt.

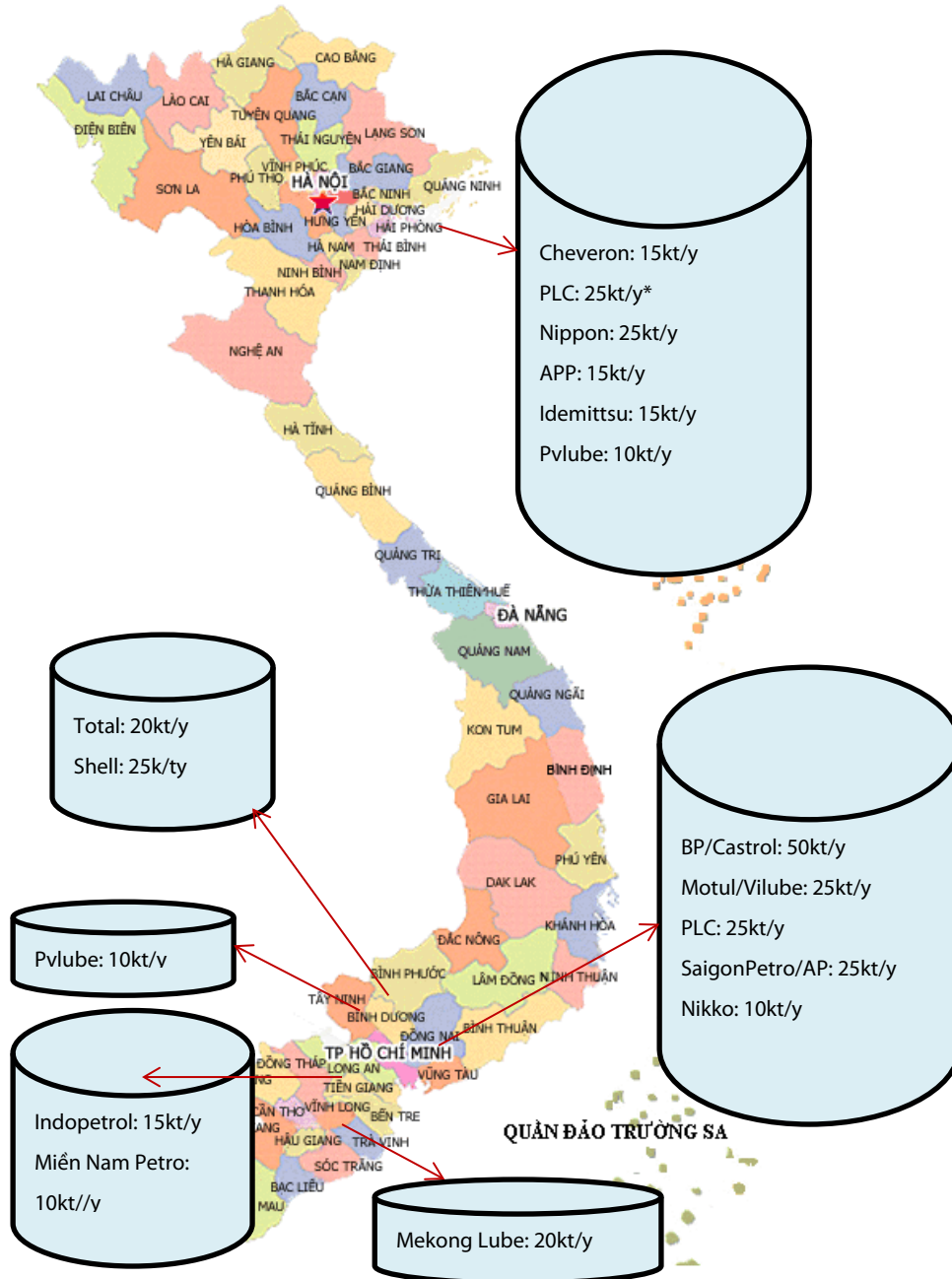
Rủi ro liên quan đến hoạt động kinh doanh của Công ty xuất phát đầu tiên từ rủi ro ngành đối với từng mảng hoạt động và rủi ro biến động của giá dầu thế giới.

Dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (FCFE và FCFE) và định giá tương đối (P/E) khi so sánh Công ty với một số công ty cùng lĩnh vực trong khu vực, chúng tôi đưa ra mức định giá hợp lý đối với cổ phiếu PLC ở mức **40.000 đồng/cp**. Tại mức giá đóng cửa ngày 14/04/2015 là 34.000 đồng/cp, PLC hiện đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2015 là 7,7x. Với triển vọng kinh doanh được đánh giá khả quan trong năm 2015, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu PLC trong **TRUNG HẠN**.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	40.213	25%	10.053
FCFE	40.461	25%	10.115
P/E	39.704	50%	19.852
Giá bình quân			40.021

Nguồn: Rongviet Research

Phụ lục 1: Năng lực sản xuất hiện tại của các công ty dầu nhờn tại Việt Nam



Nguồn: Dầu nhờn của Chuyên gia, Rong Viet Research



Phụ lục 2: Danh mục một số dự án ưu tiên đầu tư chính

TT	Tên dự án	Quy mô	Thời gian thực hiện
1	Đường bộ		
1	Mở rộng, nâng cấp quốc lộ 1A	1.440 km	Hoàn thành năm 2015
2	Nối thông và nâng cấp đường Hồ Chí Minh	1.342 km	Hoàn thành năm 2015
3	Các đoạn tuyến thuộc cao tốc Bắc - Nam		
-	Ninh Bình - Thanh Hóa	121 km	2014-2018
-	Đà Nẵng - Quảng Ngãi	125 km	2012-2016
-	La Sơn (Huế) - Đà Nẵng	79 km	2013-2017
-	Dầu Giây - Phan Thiết	100 km	2013-2017
-	Trung Lương - Mỹ Thuận - Cần Thơ	86 km	2013-2018
4	Các tuyến cao tốc khác		
-	Hà Nội - Hải Phòng	105 km	2008-2015
-	Hà Nội - Lào Cai	264 km	2009-2014
-	Hà Nội - Thái Nguyên	62 km	2009-2013
-	Nội Bài - Hạ Long	147 km	2015-2020
-	Biên Hòa - Vũng Tàu (GĐ1 Biên Hòa - Phú Mỹ)	70 km	2014-2018
-	Bến Lức - Long Thành	48 km	2012-2017
-	Vành đai 3 Tp Hồ Chí Minh	89 km	2013-2020
-	Vành đai 4 Hà Nội	98 km	2013-2020
II	Hàng không		
1	Cảng HKQT Nội Bài (Nhà ga T2)	10 triệu HK/năm	2011-2014
2	Nâng cấp cảng HKQT Cát Bi	4 triệu HK/năm	2013-2018
3	Cảng HKQT Tân Sơn Nhất (nâng cấp nhà ga quốc nội, đường CHC)	23,5 triệu HK/năm	2013-2020
4	Cảng HKQT Long Thành (giai đoạn 1)	25 triệu HK/năm	2014-2020
5	Nâng cấp cảng HKQT Cam Ranh	2 triệu HK/năm	2015-2018
6	Cảng HKQT Vân Đồn	2 triệu HK/năm	na
	Ghi chú:		
	PLC đã cung cấp		
	PLC đang cung cấp		

Nguồn: Bộ GTVT, RongViet Research

Phụ lục 3: Ứng dụng của nhựa đường polyme

Mục đích sử dụng	PMB-I	PMB-II	PMB-III
1 Bê tông nhựa chặt cường độ cao	+	++	+++
2 Bê tông nhựa thoát nước	-	++	+++
3 Bê tông đá vữa nhựa	+	++	+++
4 Lớp phủ bê tông nhựa mỏng và rất mỏng (VTO) tạo nhám	+	++	-
5 Lớp láng nhựa rắc đá tạo nhám	+	++	-
6 Lớp phủ bê tông nhựa mặt đường cứng	-	++	+++
7 Sân bay: đường lăn, đường cất hạ cánh, sân đỗ	-	++	+++
8 Đường cao tốc, đường xe tải nặng	+	++	+++
9 Lớp phủ bê tông nhựa mặt cầu	-	++	+++
10 Bê tông nhựa trạm thu phí	-	++	+++
11 Sản xuất nhũ tương, nhựa pha dầu	+	-	-
12 Trám sửa chữa khe nứt, khe nối	-	-	++
13 Làm lớp chống nứt phản ánh - SAMI	+	++	-
Ghi chú:			
-: ít thích hợp	++: tốt		
+: thích hợp	+++: rất tốt		

Nguồn: Bộ GTVT

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2012A	2013A	2014E	2015F
Doanh thu thuần	6.063	6.198	6.821	6.944
Giá vốn	5.400	5.437	5.826	5.819
Lãi gộp	663	761	995	1.125
Chi phí bán hàng	327	374	477	556
Chi phí quản lý	67	75	152	160
Thu nhập từ HĐTC	39	16	20	17
Chi phí tài chính	88	88	52	39
Lợi nhuận khác	7	12	8	8
Lợi nhuận trước thuế	227	253	343	395
Thuế TNDN	58	64	77	87
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Lợi nhuận sau thuế	169	189	267	308
EBIT	304	310	371	419
EBITDA	341	354	423	485

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014E	2015F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,2	2,2	10,0	1,8
Lợi nhuận HĐKD	-40,7	16,4	17,2	11,8
EBITDA	-15,3	3,8	19,5	14,5
EBIT	-19,7	2,1	19,6	13,0
Lợi nhuận sau thuế	-26,4	12,0	41,0	15,6
Tổng tài sản	-12,8	21,4	14,9	9,2
Vốn chủ sở hữu	3,2	14,5	-2,7	25,7
Tốc độ tăng trưởng nội tại	13,0	8,6	5,0	15,1
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	10,9	12,3	14,6	16,2
LN HĐKD / Doanh thu	4,4	5,0	5,4	5,9
EBITDA/ Doanh thu	5,6	5,7	6,2	7,0
EBIT/ Doanh thu	5,0	5,0	5,4	6,0
LNST/ Doanh thu	2,8	3,1	3,9	4,4
ROA	6,3	6,9	8,2	8,5
ROIC or RONA	30,5	29,0	33,2	33,4
ROE	17,3	17,8	23,9	24,8
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	6,4	6,7	6,8	6,8
Vòng quay hàng tồn kho	6,7	6,9	6,5	6,3
Vòng quay khoản phải trả	11,0	9,2	5,9	4,7
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,4	1,3	1,2	1,3
Nhanh	0,9	0,9	0,8	0,9
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	152,5	168,0	216,5	174,3
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	108,0	100,1	104,5	84,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	1,0	1,6	0,0	2,2

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	483	568	885	1.145
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	847	1.005	1.011	1.042
Tồn kho	709	876	917	931
Tài sản ngắn hạn khác	47	31	26	26
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	2.086	2.481	2.839	3.144
Tài sản cố định hữu hình	226	244	342	371
Tài sản cố định vô hình	0	3	1	0
Xây dựng cơ bản dở dang	76	140	122	115
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	43	62	59	59
Tài sản dài hạn khác	62	97	113	113
TSCĐ và đầu tư dài hạn	406	546	637	658
TỔNG TÀI SẢN	2.493	3.027	3.477	3.802
Tiền hàng phải trả và ứng trước	361	686	959	931
Khoản phải trả ngắn hạn khác	69	65	275	288
Vay và nợ ngắn hạn	1.067	1.133	1.151	1.164
Vay và nợ dài hạn	10	18	0	30
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	1.508	1.902	2.384	2.413
Vốn chủ sở hữu	989	1.132	1.101	1.389
Vốn đầu tư của CSH	602	651	703	808
Lợi nhuận giữ lại	117	188	77	230
Các quỹ	265	289	319	348
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	989	1.132	1.101	1.389
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	2.496	3.033	3.485	3.802
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2012A	2013A	2014E	2015F
LNTT	227	253	343	395
Khấu hao	38	44	52	65
<i>Các điều chỉnh</i>	70	62	70	37
Thay đổi vốn lưu động	40	-152	65	-146
Tiền thuần từ HĐKD	375	208	531	352
Thay đổi TSCĐ	-42	-128	-131	-85
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	0	-32	5	-50
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	13	8	12	0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-29	-152	-114	-135
Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	104
Vay mới/trả nợ vay	-272	71	-2	0
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-73	-42	-97	-60
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-345	29	-99	45
Tiền thuần trong kỳ	0	85	317	261
Tiền đầu năm	483	483	568	885
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0
Tiền cuối kỳ	483	568	885	1.145

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**