

## Ngành hóa chất

Báo cáo lần đầu

7 tháng 12, 2016

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **25.053**

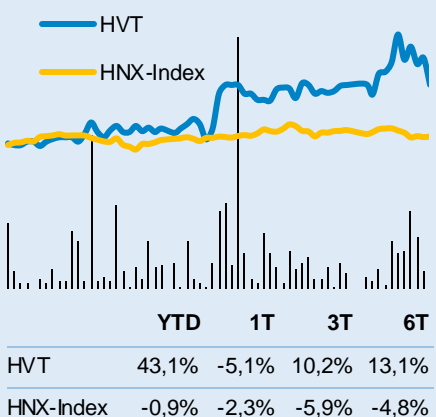
Giá thị trường (7/12/2016) **18.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **35,4%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	11.700 – 20.370
Vốn hóa	203 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	10.988.280 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.029 CP
% sở hữu nước ngoài	0,45%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,1%
Beta	0,17

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Tiến Dũng**

(84 4) 3928 8080 ext 207

nguyentindung@baoviet.com.vn

## Động lực tăng trưởng đến từ nhà máy mới đi vào hoạt động

### Dây chuyền mới vào hoạt động giúp HVT tăng quy mô.

Cuối năm 2015, HVT đã hoàn thành dự án đầu tư chuyển đổi công nghệ sản xuất xút theo công nghệ điện phân màng trao đổi ion công suất 30.000 tấn/năm với giá trị đầu tư 238,5 tỷ đồng đưa tổng công suất xút của doanh nghiệp lên 40.000 tấn/năm, đồng thời kéo theo công suất những sản phẩm khác tăng mạnh.

Với việc tăng công suất, sản phẩm đầu ra của HVT vẫn được đảm bảo do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu. Theo Tập đoàn Hóa chất Việt Nam Vinachem, sản xuất hóa chất cơ bản trong nước hiện chỉ đáp ứng 50% nhu cầu, còn lại phải nhập khẩu. Nhu cầu xút của thị trường Việt Nam hiện nay vào khoảng 350.000 tấn/năm trong khi khả năng sản xuất nội địa chỉ được 150.000 tấn/năm.

### Sản phẩm có chất lượng cao hơn giúp cải thiện giá bán.

Với công nghệ cũ, sản phẩm xút sản xuất ra chỉ ở mức độ trung bình với tỷ lệ các tạp chất còn cao. Áp dụng công nghệ điện phân màng ion vào sản xuất, sản phẩm xút của HVT có chất lượng rất cao, tỷ lệ các tạp chất thấp hơn nhiều so với công nghệ trước đây, giá bán có thể đàm phán cao hơn 5-10%.

### Dây chuyền mới sẽ giúp HVT tiết kiệm tối đa chi phí điện năng

Trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của HVT, chi phí điện năng chiếm tỷ trọng lớn với 40%. Theo ước tính của chúng tôi, dây chuyền mới tiêu thụ lượng điện năng trung bình là 2.298 KWh/1 tấn xút, so với dây chuyền cũ khoảng 2.677 KWh/tấn thì dây chuyền mới tiết kiệm khoảng hơn 14% lượng điện năng cho HVT. Sản lượng xút càng lớn, HVT càng tiết kiệm được nhiều. Nếu xét tương quan với các yếu tố khác như chi phí khấu hao từ nhà máy mới tăng thêm 25 tỷ mỗi năm và giá bán sản phẩm tăng 5-10% thì việc đầu tư vẫn đem lại hiệu quả kinh tế cao.

### Khuyến nghị đầu tư.

Với việc đưa nhà máy mới đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng HVT sẽ có tăng trưởng tốt hơn, đồng biên lợi nhuận cũng sẽ cải thiện trong thời gian tới khi dây chuyền đã đi vào hoạt động ổn định. Mức tăng trưởng LNST của HVT trong năm 2016 và 2017 chúng tôi ước tính lần lượt ở mức 45% và 46,2%.

Mức giá hiện tại của HVT tương đương với P/E forward 2017 là 5,06 lần, tương đối hấp dẫn. Với nhu cầu rất lớn của thị trường cùng sự phát triển mạnh của các ngành công nghiệp như dệt, nhuộm, giấy, thực phẩm, xử lý nước,.. chúng tôi cho rằng mảng sản phẩm chính của HVT là Xút - Clo còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Cùng với đó, HVT có lịch sử chi trả cổ tức khá ổn định và hấp dẫn với mức 15%/VĐL. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HVT, mức giá kỳ vọng của chúng tôi đối với cổ phiếu HVT là **25.053 đồng/cổ phần**.

## Sơ lược về công ty

Công ty Cổ phần Hóa chất Việt Trì tiền thân là nhà máy hóa chất số 1 Việt Trì, là nhà máy hóa chất cơ bản đầu tiên của Việt Nam được khởi công xây dựng vào năm 1959. Trải qua gần 60 năm phát triển, công ty đã vươn lên vị trí số 1 về cung cấp xút và các hóa chất cơ bản trong khu vực miền Bắc.

<b>Sản phẩm HVT cung cấp ra thị trường</b>			
<b>Sản phẩm</b>	<b>Năng lực sản xuất</b>	<b>Đối thủ trong ngành</b>	<b>Ứng dụng</b>
Xút lỏng NaOH 30% - 32%	40.000 tấn/năm Thị phần 20% (số liệu trước khi nâng gấp đôi công suất)	Hóa chất cơ bản miền Nam: thị phần 25%, công suất 30.000 tấn/năm Vedan Việt Nam: thị phần 15%, công suất 80.000 tấn/năm tuy nhiên chủ yếu dùng để sản xuất bột ngọt, lượng xút cung cấp ra thị trường khoảng 20.000 tấn/năm	Dùng làm chất tẩy rửa, sơn, sản xuất giấy, lọc dầu, dệt nhuộm, thực phẩm, sản xuất các loại hóa chất đi từ xút, sản xuất các sản phẩm chua gốc Sodium.
Axit Clohydric HCl 30%	55.000 tấn/năm Thị phần 10%	Vedan Việt Nam: thị phần 35%, công suất 80.000 tấn/năm Hóa chất cơ bản miền Nam: thị phần 45%, công suất 120.000 tấn/năm	Dùng trong công nghiệp sản xuất các hợp chất vô cơ, tẩy rỉ kim loại, xử lý nước, khai thác dầu, sản xuất thực phẩm, thuốc da, mạ điện, tổng hợp hữu cơ
Javen NaClO	25.000 tấn/năm Thị phần 15%	Hóa chất Đức Giang: công suất 12.000 tấn/năm, thị phần 10%	Làm chất tẩy màu, vết mốc, vết bẩn cho vải sợi, tẩy trắng đồ men sứ, khử trùng nước sinh hoạt, sát trùng bệnh viện, nhà ở, nhà về sinh.
Phèn lắng nước PAC	6.000 tấn/năm Thị phần 8%	Bắc Giai: thị phần 10%, công suất 10.000 tấn/năm Lau Tan Luas: thị phần 20%, công suất 20.000 tấn/năm Hóa chất cơ bản miền Nam: thị phần 20%, công suất 20.000 tấn/năm	Chất keo tụ dùng trong xử lý nước sinh hoạt và nước thải, ngoài ra còn dùng trong công nghiệp sản xuất giấy
Clo lỏng Cl <sub>2</sub> 99,6%	3.000 tấn/năm	CSV: công suất 6.000 tấn/năm	Sản xuất giấy, khử trùng, thuốc nhuộm, thực phẩm, thuốc trừ sâu, sản phẩm hóa dầu, chất dẻo, dược phẩm, dệt may, dung môi, chất làm mát, chất làm sạch nước và xử lý nước thải

*Nguồn: HVT, BVSC thu thập*

## Hầu hết sản phẩm của HVT đều trong danh mục được nhà nước áp thuế nhập khẩu nhằm hỗ trợ sản xuất trong nước

Với mục tiêu đưa hóa chất cơ bản trở thành 1 trong 10 nhóm sản phẩm chủ chốt trong quy hoạch phát triển công nghiệp Việt Nam đến năm 2030, ngoài việc phê duyệt quy hoạch đầu tư mới nhiều dây chuyền sản xuất xút-clo với tổng quy mô 900.000 tấn/năm đến năm 2020, chính phủ còn áp thuế suất nhập khẩu cho một

số mặt hàng hóa chất cơ bản nhằm bảo hộ sản xuất trong nước, trong đó các sản phẩm chính của HVT đều có mức thuế nhập khẩu tương đối cao.

<b>Thuế suất nhập khẩu một số mặt hàng hóa chất cơ bản</b>		
<b>Tên hàng hóa</b>	<b>Mã số</b>	<b>Thuế suất</b>
<b>Clo Cl2</b>	<b>28.01.10.00</b>	<b>3%</b>
lot I2	28.01.20.00	0%
Flo Fl2	28.01.30.00	0%
<b>Axit Clohydric HCL</b>	<b>28.06.10.00</b>	<b>10%</b>
Axit Sulphuric H2SO4	28.07.00.00	10%
Axit Nitric HNO3	28.08.00.00	0%
Natri Hydroxit NaOH dạng rắn	28.15.11.00	3%
<b>Natri Hydroxit NaOH dạng dung dịch</b>	<b>28.15.12.00</b>	<b>20%</b>
Kali Hydroxit KOH	28.15.20.00	0%
Natri Hypoclorit NaClO	28.28.90.10	0%

*Nguồn: BVSC thu thập*

NaOH dạng rắn có mức thuế nhập khẩu tương đối thấp tuy nhiên để đưa vào sản xuất các chế phẩm công nghiệp lại cần một công đoạn để chuyển sang dạng dung dịch, và chi phí cả quá trình cao hơn giá thành nhập NaOH dung dịch trực tiếp, do đó thuế nhập khẩu NaOH dạng rắn thấp là không đáng lo ngại.

## Hàng rào thuế nhập khẩu cùng thị trường kinh doanh tập trung ở miền Bắc tạo điều kiện cho sản phẩm của HVT ít bị cạnh tranh

HVT tiêu thụ sản phẩm chủ yếu ở khu vực miền Bắc, các khách hàng lớn tập trung ở Hà Nội, Hải Phòng, Yên Bái, Vĩnh Phúc, Phú Thọ, đây cũng là khu vực tập trung các doanh nghiệp sản xuất công nghiệp lớn ở phía Bắc. Do địa bàn hoạt động ở miền Bắc nên sản phẩm của HVT chịu sự cạnh tranh từ các sản phẩm của Trung Quốc. Tuy nhiên, nhờ những mặt hàng chủ lực đều đang được áp mức thuế nhập khẩu cao nên các sản phẩm của HVT có khả năng cạnh tranh mạnh với các sản phẩm nhập ngoại, đặc biệt là các sản phẩm xút và axit clohydric từ Trung Quốc. Một đối thủ lớn trong ngành của HVT là CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam CSV với những sản phẩm cung cấp ra thị trường gần như tương tự với HVT tuy nhiên địa bàn hoạt động của công ty này ở miền Nam, chính vì vậy ở khu vực miền Bắc HVT không có đối thủ cạnh tranh nào đáng chú ý. Ngoài ra, đây cũng là cơ hội tốt để HVT thâm nhập thị trường miền Nam do CSV đang phải giải quyết vấn đề di dời nhà máy khiến doanh nghiệp này không thể tăng sản lượng đáp ứng nhu cầu ở thị trường miền Nam.

Các khách hàng trong Tập đoàn Hóa chất Việt Nam chiếm hơn 5% trên tổng doanh thu của HVT, còn lại đến từ các đối tác lớn khác. Khách hàng của HVT hoạt động chủ yếu trong các lĩnh vực như sản xuất xà phòng, dệt may, sản xuất

giấy, kinh doanh nước sạch, cơ khí, gốm sứ... Đây là những khách hàng có quan hệ truyền thống với HVT và là những đơn vị đang phát triển tốt, hoạt động kinh doanh hiệu quả, do vậy đảm bảo cho việc tiêu thụ sản phẩm ổn định của HVT.

## Đưa dây chuyền mới vào hoạt động giúp HVT mở rộng quy mô, nâng cao chất lượng sản phẩm & tiết giảm chi phí

**Đầu tư nâng cấp dây chuyền sản xuất xút theo công nghệ hiện đại nhất.** Cuối năm 2015, HVT đã hoàn thành dự án đầu tư chuyển đổi công nghệ sản xuất xút theo công nghệ điện phân màng trao đổi ion công suất 30.000 tấn/năm với giá trị đầu tư 238,5 tỷ đồng. Trước đó, năm 2010 công ty đã hoàn thành chuyển đổi dây chuyền sản xuất xút theo công nghệ này với công suất 10.000 tấn/năm. Như vậy, đến thời điểm hiện tại toàn bộ dây chuyền sản xuất xút của HVT đã được đồng bộ theo công nghệ hiện đại nhất với tổng công suất 40.000 tấn/năm.

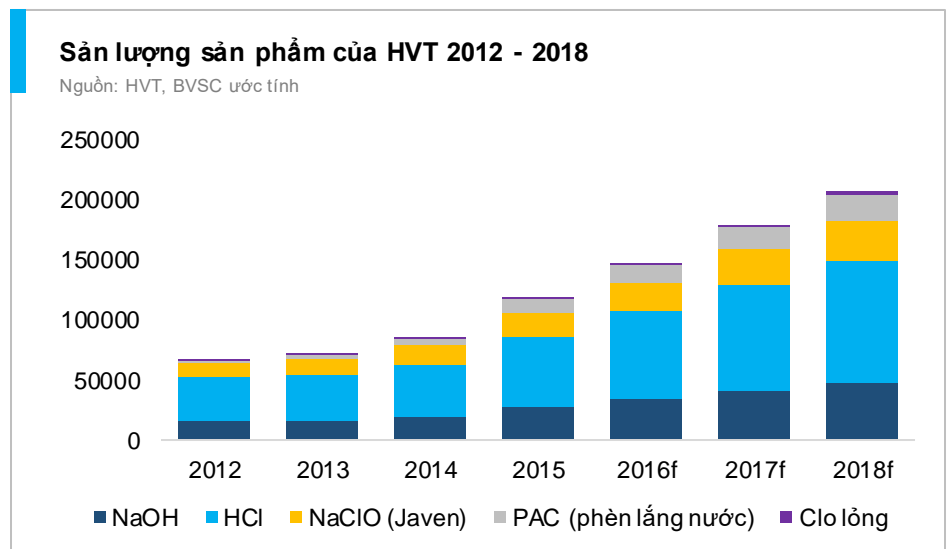
Tiêu chí so sánh	Công nghệ		
	Điện phân với cực thủy ngân (Công nghệ Hg)	Điện phân với màng ngăn (Công nghệ Diaphragm)	Điện phân với màng trao đổi ion (Công nghệ Membrane)
Chất lượng sản phẩm xút	Rất cao, xút tinh khiết bậc Rayon. Tỷ lệ các tạp chất: - NaCl < 10 ppm - NaClO <sub>3</sub> : 0,5 ppm - Na <sub>2</sub> CO <sub>3</sub> : 0,02% - Na <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> : 10 ppm	Cao trung bình, xút sạch bậc kỹ thuật. Tỷ lệ các tạp chất: - NaCl : 1% - NaClO <sub>3</sub> : 0,15% - Na <sub>2</sub> CO <sub>3</sub> : 0,1% - Na <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> : 0,01%	Rất cao, xút tinh khiết bậc Rayon. Tỷ lệ các tạp chất: - NaCl <30 ppm - NaClO <sub>3</sub> : 3ppm - Na <sub>2</sub> CO <sub>3</sub> : 0,03% - Na <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> : 15ppm
Nồng độ xút sau khi điện phân	50 – 52%	12-14%	33-35%
Tổng nhu cầu năng lượng (tính quy đổi toàn bộ thành điện 1 chiều)	3.600 KWh/tấn NaOH	5.000 KWh/tấn NaOH	3.360 KWh/tấn NaOH
Môi trường và an toàn lao động	Ảnh hưởng môi trường và an toàn lao động do phát tán thủy ngân	Ảnh hưởng môi trường và an toàn lao động do sử dụng amiang	Ít ảnh hưởng môi trường và an toàn lao động

*Nguồn: BVSC thu thập*

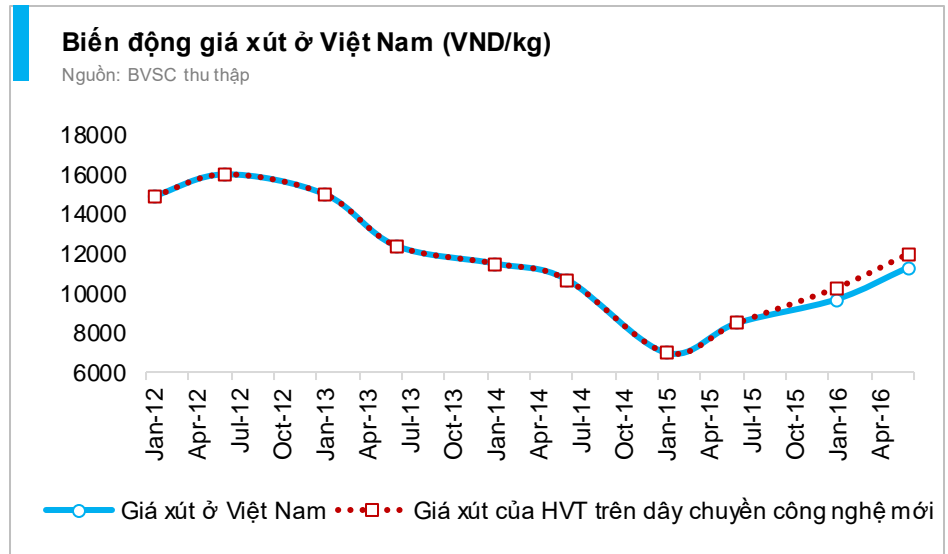
**Sản phẩm đầu ra được đảm bảo do nguồn cung trong nước chưa đáp ứng được nhu cầu.** Tăng gấp đôi công suất đồng nghĩa với việc HVT phải tìm đầu ra cho lượng sản phẩm tăng mạnh vào thị trường trong thời gian tới. Điều này trở nên dễ dàng hơn khi nguồn cung xút – clo trong nước chưa thể đáp ứng được nhu cầu của loại hàng hóa này. Theo Tập đoàn Hóa chất Việt Nam Vinachem, sản xuất hóa chất cơ bản trong nước hiện chỉ đáp ứng 50% nhu cầu, còn lại phải nhập khẩu. Nhu cầu xút của thị trường Việt Nam hiện nay vào

khoảng 350.000 tấn/năm trong khi khả năng sản xuất nội địa chỉ được 150.000 tấn/năm. Có thể thấy sản lượng xút-clo của HVT tăng mạnh trong thời gian qua để đáp ứng nhu cầu rất lớn của thị trường. CAGR giai đoạn 2012-2015 của 2 sản phẩm chính là xút NaOH và axit HCl lần lượt đạt 25,7% và 19,4%

Nâng gấp đôi công suất xút – clo cũng sẽ tăng quy mô các sản phẩm khác của HVT như HCL, NaClO, PAC, Clo lỏng do đây là những sản phẩm có các yếu tố đầu vào là kết quả của quá trình điện phân xút – clo. Do dây chuyền mới đi vào hoạt động nên HVT cần thời gian để vận hành tối đa công suất nhà máy cũng như tìm đầu ra để tiêu thụ sản phẩm của mình và chúng tôi cho rằng HVT có thể đạt công suất tối đa trong năm 2017. Trong trường hợp tiêu thụ sản phẩm thuận lợi và nhu cầu thị trường lớn, ban lãnh đạo cho biết hoàn toàn có thể tiếp tục mở rộng nâng cao công suất của nhà máy hiện tại.



**Sản phẩm có chất lượng cao hơn giúp cải thiện giá bán.** Với công nghệ cũ, sản phẩm xút sản xuất ra chỉ ở mức độ trung bình với tỷ lệ các tạp chất còn cao. Áp dụng công nghệ điện phân màng ion vào sản xuất, sản phẩm xút của HVT có chất lượng rất cao, tỷ lệ các tạp chất thấp hơn nhiều so với công nghệ trước đây. Nhờ chất lượng sản phẩm cải thiện, HVT có thể đàm phán được giá bán cao hơn 5-10% so với trước đây, tuy nhiên đối với các khách hàng truyền thống lâu năm, doanh nghiệp sẽ giữ nguyên giá bán. Giá bán xút trong nước chịu tác động từ nhiều yếu tố, chủ yếu là giá xút nhập khẩu từ các thị trường xuất khẩu xút lớn như Trung Quốc, Úc và đang có xu hướng tăng trong 2 năm trở lại đây cũng là một yếu tố hỗ trợ tích cực cho hoạt động kinh doanh của HVT.



**Dây chuyền mới sẽ giúp HVT tiết kiệm tối đa chi phí điện năng, vốn là chi phí ảnh hưởng lớn tới giá thành sản xuất.** Điện là yếu tố quan trọng trong quá trình điện phân muối NaCl để tạo ra xút-clo. Trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của HVT, chi phí điện năng chiếm tỷ trọng lớn với 40%. Trong năm 2015, trên tổng công suất xút 20.000 tấn/năm thì một nửa được sản xuất theo công nghệ cũ là điện phân màng ngăn, một nửa được sản xuất theo công nghệ mới là điện phân màng trao đổi ion. Tổng lượng điện tiêu thụ của nhà máy trong năm 2015 là 70,3 triệu Kwh, tăng 31,3% so với năm 2014, giá bán điện trung bình trong năm 2015 cũng tăng khoảng 6,5% khiến chi phí điện năng trong năm tăng 41,1% kéo theo giá vốn hàng bán tăng 40,3%. Doanh thu 2015 chỉ tăng trưởng 32,2% khiến lợi nhuận gộp của HVT chỉ đạt mức tăng nhẹ 6,5%. Có thể thấy chi phí điện năng ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của HVT, vì vậy tiết kiệm điện được coi là một trong những mục tiêu quan trọng của doanh nghiệp.

**Ước tính chi phí tiết giảm khi đưa dây chuyền mới vào hoạt động**

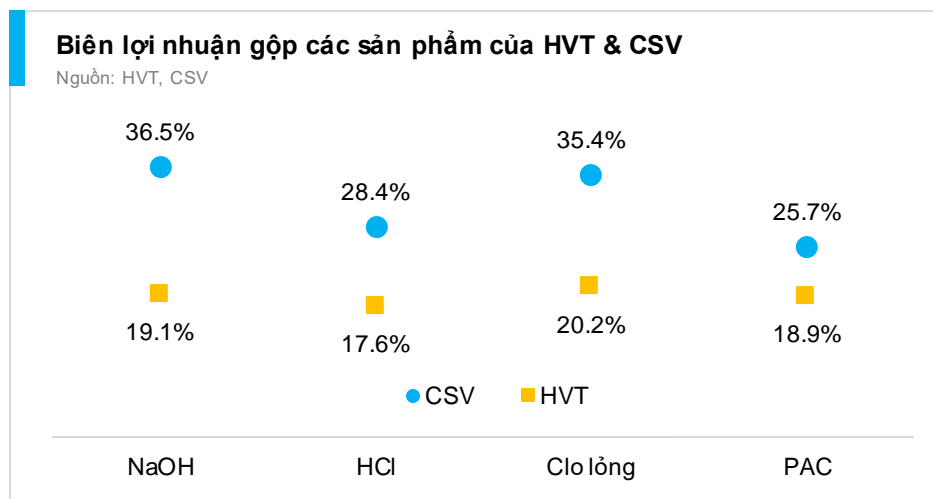
Tiêu chí	2014	2015	2016	2017
Công suất và dây chuyền nhà máy	Công suất 20.000 tấn, một nửa dùng công nghệ điện phân màng ngăn, một nửa dùng công nghệ trao đổi ion			
Tổng lượng điện năng tiêu thụ (triệu KWh)	53,54	70,3	77,67	93,98
Sản lượng xút (tấn)	19.425	27.040	33.800	40.898
Lượng điện năng trung bình cho 1 tấn xút (KWh/tấn NaOH)	2.756	2.599	2.298	2.298
Chi phí điện năng (tỷ VND)	113	158	183	233
Giá bán điện trung bình trong năm (VND/KWh)	2.110	2.247	2.359	2.477

Chi phí điện năng trong trường hợp sử dụng dây chuyền từ 2014-2015 (lượng điện năng cho 1 tấn xút trung bình 2014-2015 là 2.677 KWh/tấn)	213	271
Khấu hao cho dây chuyền mới (tỷ VND)	25	25
Chi phí tiết giảm so với dây chuyền cũ (tỷ VND)	5	13

Nguồn: BVSC ước tính

Với việc chuyển toàn bộ dây chuyền sản xuất sang công nghệ điện phân màng trao đổi ion, chi phí điện năng được kỳ vọng sẽ được tiết kiệm đáng kể. Đến thời điểm hiện tại, đây là công nghệ sản xuất hiệu quả nhất với giá thành thấp nhờ hiệu quả sử dụng năng lượng và nhiệt tốt hơn. Theo ước tính, dây chuyền mới tiêu thụ lượng điện năng trung bình là 2.298 KWh cho 1 tấn xút, so sánh với dây chuyền cũ với lượng điện năng cho 1 tấn xút trung bình 2014-2015 là 2.677 KWh/tấn thì dây chuyền mới tiết kiệm khoảng hơn 14% lượng điện năng cho HVT. Sản lượng xút càng lớn, HVT càng tiết kiệm được nhiều, nếu tính cả chi phí khấu hao từ nhà máy mới tăng thêm 25 tỷ mỗi năm thì doanh nghiệp vẫn có được hiệu quả kinh tế nhờ chi phí điện giảm mạnh. Về mặt môi trường, đây cũng là công nghệ ít gây ô nhiễm nhất trong các công nghệ điện phân muối ăn.

**Biên lợi nhuận được kỳ vọng sẽ tăng dần sau khi đưa dây chuyền công nghệ mới vào sản xuất.** Ở Việt Nam, ngoài HVT, CSV cũng đã chuyển đổi thành công sang công nghệ điện phân màng trao đổi ion được một thời gian và đã cho thấy sự cải thiện về kết quả kinh doanh đáng kể. Các sản phẩm của CSV đều có biên lợi nhuận cao hơn HVT nhờ áp dụng công nghệ mới giúp tiết kiệm điện năng và sản phẩm chất lượng hơn.

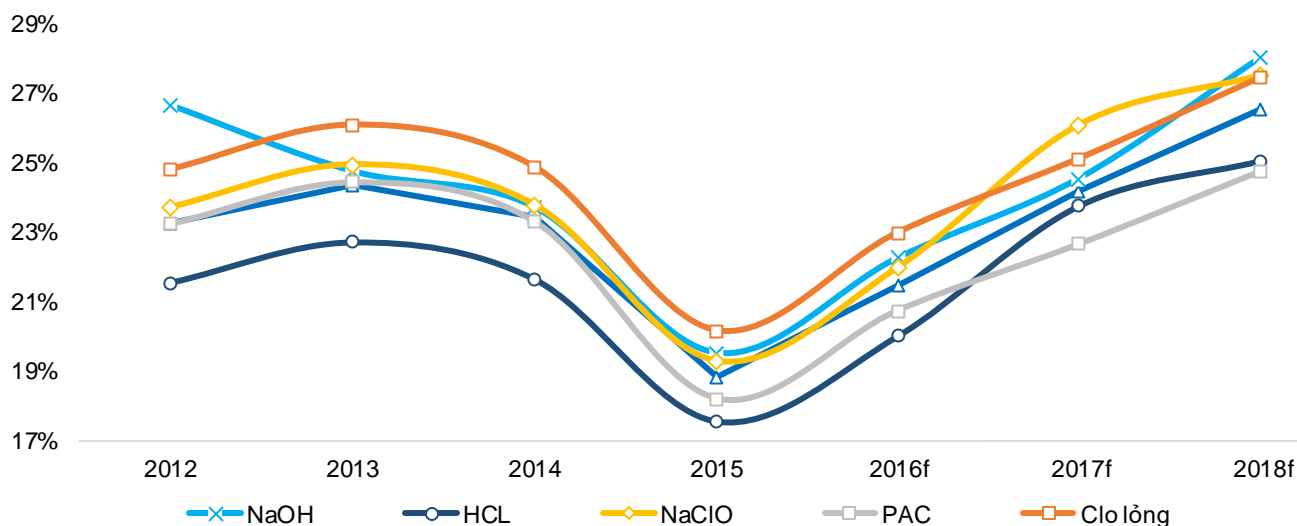


Sự khác biệt trong giá vốn hàng bán giữa HVT và CSV nằm ở chi phí điện năng. Với việc áp dụng công nghệ mới, chi phí điện năng của HVT sẽ được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của HVT sẽ tăng dần trong thời gian tới khi dây chuyền đã đi vào hoạt động ổn định.



**Ước tính biên lợi nhuận gộp các dòng sản phẩm của HVT 2012-2018**

Nguồn: HVT, BVSC ước tính



## Tốc độ bán hàng tốt đi cùng với tỷ lệ nợ cao

Hiệu quả hoạt động của HVT tương đối tốt dựa trên 2 chỉ số là vòng quay hàng tồn kho và vòng quay khoản phải thu. So sánh với doanh nghiệp cùng ngành khác, vòng quay hàng tồn kho của HVT ở mức cao, khoảng 3,14 lần/quý, cho thấy bộ phận bán hàng và thị trường của HVT đang hoạt động tốt. Tốc độ bán hàng trong kho của HVT cao hơn CSV tới 2,5 lần mặc dù sản phẩm của 2 doanh nghiệp gần như tương đồng. Vòng quay khoản phải thu của doanh nghiệp cũng tương đối nhanh do khách hàng của HVT là những doanh nghiệp lớn có hoạt động kinh doanh ổn định, nâng tốc độ thu tiền mặt từ khách hàng.

**So sánh HVT với các doanh nghiệp hóa chất khác trong năm 2015**

Tiêu chí	HVT	CSV	DGC
Vòng quay hàng tồn kho	12,6	4,96	11,8
Vòng quay khoản phải thu	11	9,2	22,1
Tỷ lệ nợ ngắn hạn/VCSH	1,38	0,62	0,54
Tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH	0,98	0,01	0

Vòng quay hàng tồn kho và khoản phải thu của HVT luôn ở mức cao và đang được cải thiện nhiều so với quá khứ cho thấy khả năng bán hàng và thu hồi công nợ của doanh nghiệp ngày càng tốt hơn.

**Chỉ số hiệu quả hoạt động và tài chính của HVT 2010-2015**

Tiêu chí	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vòng quay hàng tồn kho	6,32	8,17	8,72	8,53	9,17	12,6
Vòng quay khoản phải thu	8,55	8,28	8,59	7,28	7,7	11

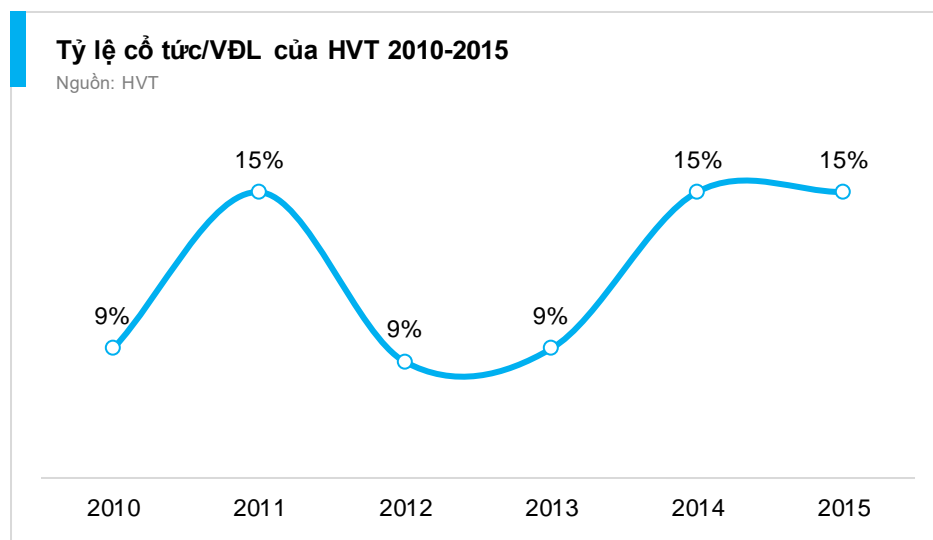


Tỷ lệ nợ ngắn hạn/VCSH	0,81	0,83	1,00	0,82	1,18	1,38
Tỷ lệ nợ dài hạn/VCSH	0,51	0,35	0,13	0,04	0,72	0,98

Tỷ lệ nợ/VCSH của HVT luôn ở mức an toàn trong giai đoạn 2010-2013 tuy nhiên lại tăng cao trong 2 năm trở lại đây phần lớn đến từ các khoản vay dài hạn để doanh nghiệp đầu tư dây chuyền điện phân mới. Các khoản vay dài hạn được VCB và CTG cho vay với lãi suất trung bình 7,7%. Tỷ lệ nợ ngắn hạn/VCSH cũng tăng tương đối trong thời gian qua do HVT đang trong giai đoạn mở rộng quy mô nên cần nhiều vốn lưu động để mở rộng sản xuất kinh doanh. Tỷ lệ nợ ngắn hạn chiếm 58,3% tổng nợ với mức lãi suất ưu đãi từ 5,5%-6%. Với tỷ lệ nợ tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, HVT có thể đối mặt với rủi ro khi có biến động bất lợi về lãi suất.

## Tỷ lệ cổ tức ổn định

Hoạt động kinh doanh của HVT giúp doanh nghiệp tạo ra dòng tiền ổn định để chi trả cổ tức cho cổ đông. Tỷ lệ chi trả cổ tức của HVT trong giai đoạn 2010 – 2015 đạt 12% tương đương mức dividend yield ~ 7,1%, trong đó 2 năm gần đây công ty luôn trả ở mức 15%. Hoạt động của HVT đang tốt lên, ROE luôn đạt tối thiểu 15%, EPS tối thiểu 2.000 đồng/CP nên việc chi trả cổ tức 15% trong các năm tới là hoàn toàn khả thi.



## Dự báo 2017

Chúng tôi dự báo tổng doanh thu của HVT trong năm 2016 và 2017 lần lượt đạt 613,4 tỷ đồng và 761,8 tỷ đồng, tăng lần lượt 25,8% yoy và 24,2% yoy với đóng góp lớn từ nhà máy mới đi vào hoạt động. Biên lợi nhuận của công ty cũng được cải thiện nhờ chất lượng sản phẩm cao và chi phí được tiết giảm. LNST công ty ước đạt 26,4 tỷ đồng trong năm 2016 và 38,6 tỷ đồng trong năm 2017, tăng trưởng lần lượt 45%yoy và 46,2% yoy.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của HVT**

Chỉ tiêu	2016E	2017F	% Cơ sở dự báo	
Doanh thu	613,4	761,8	24,2%	<p>Doanh thu của HVT có thể đạt 613,4 tỷ đồng trong năm 2016 và đạt 761,8 tỷ đồng trong năm 2017, tăng trưởng tương ứng 25,8% yoy và 24,2% yoy. Cơ sở của mức tăng trưởng này đến từ:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>❑ Sản lượng xút có thể đạt 33.800 tấn trong năm 2016 và 40.898 tấn trong năm 2017, tăng trưởng lần lượt 25% yoy và 21% yoy do công suất xút được tăng lên gấp đôi và dây chuyền sẽ đạt tối đa công suất vào năm 2017. Giá bán xút có thể tăng 3% trong mỗi năm do xút có chất lượng tốt hơn tuy nhiên với những khách hàng truyền thống lâu năm công ty vẫn sẽ giữ nguyên giá bán.</li> <li>❑ Sản lượng axit HCl có thể đạt 72.793 tấn trong năm 2016 và 88.236 tấn trong năm 2017, tăng trưởng tương ứng với mức tăng sản lượng xút. Giá bán có thể tăng nhẹ 2% tương tự như sản phẩm xút tuy nhiên cũng cần chiết khấu cho khách hàng do sản lượng tăng lớn.</li> <li>❑ Sản lượng Javen NaClO, PAC, Clo lỏng có thể đạt mức tăng lần lượt 20%, 23%, 18% trong năm 2016 và 20%,25%, 18% trong năm 2017, giá bán không thay đổi nhiều.</li> </ul>
Giá vốn	481,9	578,2	19,9%	
Lợi nhuận gộp	131,5	183,6	39,6%	<p>Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp có thể đạt 21,45% trong năm 2016 và 24,15% trong năm 2017 do dây chuyền mới đi vào hoạt động giúp tiết kiệm lượng lớn chi phí điện năng. Doanh thu tăng mạnh và chi phí được tiết kiệm hơn khiến lợi nhuận gộp của HVT cải thiện mạnh, đạt 131,5 tỷ trong năm 2016 và 183,6 tỷ trong năm 2017, tăng trưởng lần lượt 43,3%yoy và 39,6%yoy.</p> <p>Mặc dù cải thiện nhiều so với mức biên lợi nhuận 18,82% của năm 2015 tuy nhiên biên lợi nhuận đến năm 2017 của HVT vẫn thấp hơn nhiều so với mức biên lợi nhuận gộp của CSV cho sản phẩm xút- clo là 32%. Chúng tôi kỳ vọng mức biên của HVT sẽ tiếp tục tăng để tiệm cận với mức biên của CSV trong thời gian sau đó. Bên cạnh đó, nguyên liệu đầu vào chính của HVT là muối công nghiệp có diễn biến đi ngang và giảm nhẹ khoảng 3,5% từ đầu năm đến nay cũng hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.</p>
DT tài chính	0,02	0,02	0%	
Chi phí tài chính	20,8	27,2	30,7%	Chi phí tài chính tăng lần lượt 65,3% trong năm 2016 và 30,7% trong năm 2017 do công ty vay nợ để đầu tư dây chuyền mới.
Chi phí BH	42,6	59,8	40,3%	Hoạt động bán hàng được tăng cường do HVT phải mở rộng để tìm thị trường tiêu thụ cho lượng lớn sản phẩm đầu ra khi tăng công suất nhà máy gấp đôi. Chi phí này tăng trưởng lần lượt 41% trong năm 2016 và 40,3% trong năm 2017.
Chi phí QLDN	35,8	47,8	33,5%	
Doanh thu khác	3	2,5	-16,7%	
Chi phí khác	1,5	1,9	26,7%	

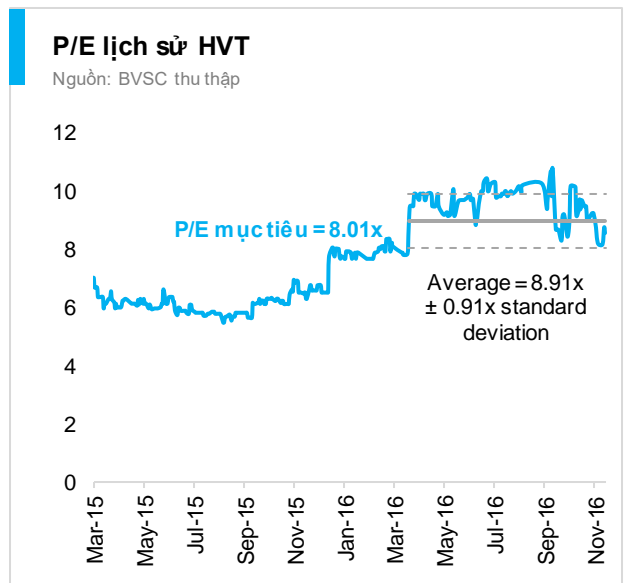
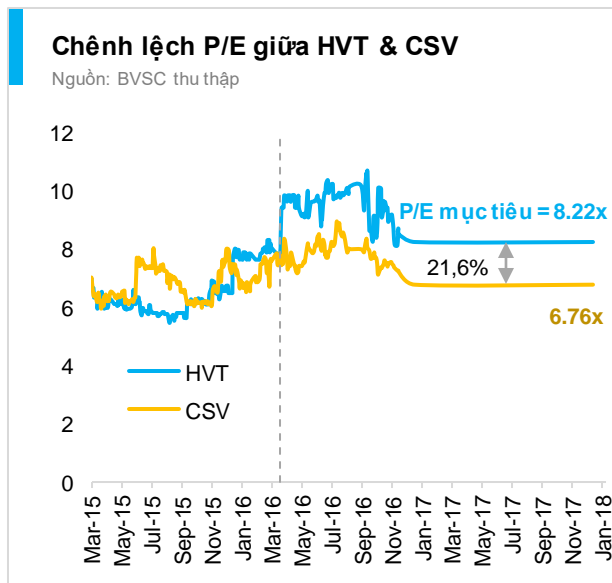
LNST	26,4	38,6	46,2%	LNST tăng trưởng lần lượt 45% yoy và 46,2% yoy giai đoạn 2016-2017
EPS (đồng/CP)	2.402	3.512	46,2%	

Với việc còn nhiều tiềm năng tăng trưởng về lợi nhuận, HVT đang được định giá cao hơn doanh nghiệp lớn hơn về quy mô là CSV

**So sánh HVT và CSV**

Tiêu chí	CSV	HVT
Quy mô doanh nghiệp	CSV có lợi thế hơn hiện có quy mô doanh thu cao hơn HVT khoảng 2,5 lần. Sản phẩm của CSV cung cấp rộng hơn HVT như phốt pho và các chế phẩm từ phốt pho, axit H <sub>2</sub> SO <sub>4</sub> .	Sản phẩm của HVT chỉ tập trung vào các chế phẩm từ xút-clo, thị phần các sản phẩm xút-clo của HVT gần tương đương với CSV.
Tiềm năng tăng trưởng	Tiềm năng tăng trưởng không nhiều do ảnh hưởng của việc phải di dời 3 nhà máy ở KCN Biên Hoà 1. Do không mở rộng sản xuất, doanh thu của CSV không có sự tăng trưởng trong 3 năm trở lại đây. Lợi nhuận có thể tăng 15% trong năm 2016 chủ yếu đến từ chi phí khấu hao tại các nhà máy hiện tại bắt đầu giảm do đang ở cuối quá trình khấu hao. Hiện CSV đã có phương án di dời nhà máy, tuy nhiên KCB Biên Hoà 1 vẫn chưa có những động thái hỗ trợ di dời đền bù nào nên kế hoạch xây dựng nhà máy mới vẫn chưa được triển khai. Tổng chi phí di dời và xây dựng nhà máy mới dự kiến 2.700 tỷ đồng với tỷ lệ vốn tự có/vốn vay là 50/50 hoặc 30/70. Dự án được chia làm 2 giai đoạn trong đó giai đoạn 1 từ 2018-2020 với tổng mức đầu tư 1.800 tỷ.	Tiềm năng tăng trưởng lớn do vừa tăng công suất nhà máy lên gấp đôi. Sản lượng và doanh thu tăng, chi phí điện được tiết giảm nhờ áp dụng công nghệ mới tạo nên tăng trưởng kép cho lợi nhuận. Thị trường tiêu thụ có thể mở rộng thị trường miền Nam do đối thủ CSV đang gặp khó khăn trong vấn đề di dời nhà máy nên không thể tăng sản lượng.

**Định giá**



Nếu lấy CSV làm tham chiếu so sánh, chúng tôi cho Trường hợp sử dụng P/E lịch sử của HVT làm tham chiếu, chúng tôi nhận thấy mặt bằng P/E của HVT kể

phản ánh vào giá cổ phiếu CSV và tương quan P/E từ đầu năm 2016 trở lại đây đã tăng lên mặt bằng giữa CSV và HVT từ tháng 4/2016 trở lại đây, P/E mới và biến động quanh mức trung bình khoảng của HVT đã vượt lên cao hơn CSV và thường duy trì 8,91x trong biên độ  $\pm 0,91x$ . Giả sử mặt bằng P/E này chênh lệch khoảng 21,6%. Với triển vọng tăng sẽ tiếp tục được giữ nguyên trong năm 2017 và để trường không lớn, chúng tôi ước tính P/E forward đảm bảo tính thận trọng, chúng tôi sử dụng cận dưới 2017 của CSV vào khoảng 6,76x. Giả sử chênh lệch của khoảng biến động này làm P/E mục tiêu cho HVT trên không thay đổi, P/E kỳ vọng 2017 của HVT sẽ ở trong năm 2017, tương đương khoảng **8,01x** mức **8,22x**.

## Khuyến nghị đầu tư

Với việc đưa nhà máy mới đi vào hoạt động, chúng tôi kỳ vọng HVT sẽ có tăng trưởng tốt hơn, đồng biên lợi nhuận cũng sẽ cải thiện trong thời gian tới khi dây chuyền đã đi vào hoạt động ổn định. Mức tăng trưởng LNST của HVT trong năm 2016 và 2017 chúng tôi ước tính lần lượt ở mức 45% và 46,2%.

Mức giá hiện tại của HVT tương đương với P/E forward 2017 là 5,06 lần, tương đối hấp dẫn. Với nhu cầu rất lớn của thị trường cùng sự phát triển mạnh của các ngành công nghiệp như dệt, nhuộm, giấy, thực phẩm, xử lý nước,.. chúng tôi cho rằng mảng sản phẩm chính của HVT là Xút - Clo còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Cùng với đó, HVT có lịch sử chi trả cổ tức khá ổn định và hấp dẫn với mức 15%/VDL. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu HVT, mức giá kỳ vọng của chúng tôi đối với cổ phiếu HVT là **25.053 đồng/cổ phần**.

<b>Kết quả định giá</b>			
<b>Mô hình định giá</b>	<b>Giá</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Bình quân gia quyền</b>
FCFE (g = 5%, COE = 15,5% )	22.165	25%	5.541
FCFF (g = 5%, WACC = 10,23%)	21.081	25%	5.270
P/E so sánh với CSV (EPS 2017 = 3.512 đồng/CP)	28.869	25%	7.217
P/E lịch sử (EPS 2017 = 3.512 đồng/CP)	28.096	25%	7.024
<b>Giá bình quân</b>			<b>25.053</b>

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu	320,8	368,4	487,6	613,4	761,8
Giá vốn	242,6	282,1	395,8	481,9	578,2
Lợi nhuận gộp	78,1	86,2	91,7	131,5	183,6
Doanh thu tài chính	0,02	0,03	0,02	0,02	0,02
Chi phí tài chính	8	5,4	12,5	20,8	24,9
Lợi nhuận sau thuế	19,8	23,6	18,2	26,4	38,6

<b>Bảng cân đối kế toán</b>					
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	3,4	5,5	7,2	17,3	22,2
Các khoản phải thu ngắn hạn	38,4	70,7	57,9	72,1	78,4
Hàng tồn kho	41,3	38,9	23,6	38,5	45,3
Tài sản cố định hữu hình	130,8	253,5	293,9	327,8	365,7
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>220,8</b>	<b>377,2</b>	<b>450,4</b>	<b>474,7</b>	<b>531,6</b>
Nợ ngắn hạn	95,2	153,9	185,3	229,3	241,5
Nợ dài hạn	5,6	93,5	131,4	100,9	121,4
Vốn chủ sở hữu	115,2	129,7	133,4	144,5	168,7
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>220,8</b>	<b>377,2</b>	<b>450,4</b>	<b>474,7</b>	<b>531,6</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>					
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	12,3%	14,8%	32,3%	25,8%	24,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	26,9%	19,1%	-22,8%	45%	46,2%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	24,3%	23,3%	18,8%	21,4%	24,1%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,1%	6,4%	3,7%	4,3%	5,1%
ROA (%)	8,9%	6,2%	4%	5,5%	7,2%
ROE (%)	17,1%	18,2%	13,6%	18,2%	22,8%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	47%	65%	70%	69%	68%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	91%	190%	237%	228%	215%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	2.614	3.015	2.089	2.402	3.512
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.678	16.526	12.140	13.150	15.353

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Tiến Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Chế Thị Mai Trang**

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

**Phan Thùy Trang**

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

**Định Thị Thu Thảo**

Cảng biển &amp; Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

**Nguyễn Tiến Dũng**

Công nghệ thông tin

nguyentindungbvsc@baoviet.com.vn

**Dương Đức Hiếu**

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thị Hải Yến**

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

**Lê Duy Khánh**

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Hà Thị Thu Hằng**

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Nguyễn Xuân Bình**

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888