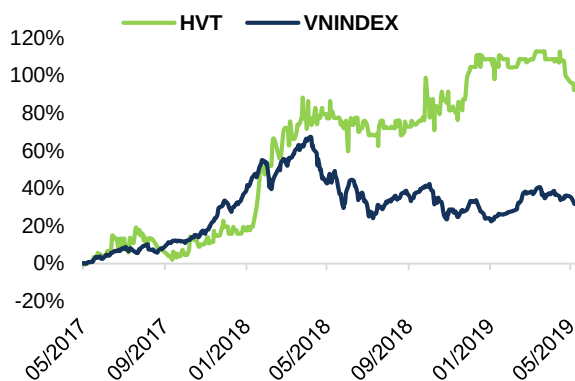


Bùi Thị Phương

Chuyên viên phân tích

 Email: phuongbt@fpts.com.vn

Tel: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312

Biến động giá cổ phiếu HVT và VNINDEX

Thông tin giao dịch
13/05/2019

Giá hiện tại	47.000
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	53.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	42.500
Số lượng CP niêm yết (CP)	10.988.059
Số lượng CP lưu hành (CP)	10.988.059
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	6.449
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	1.83%
Vốn hóa (tỷ VND)	516,44
EPS forward 2019 (VND/cp)	7.476
P/E forward	6.53x

Thông tin doanh nghiệp

Tên	CT cổ phần Hóa chất Việt Trì
Mã chứng khoán	HVT
Địa chỉ	Phố sông Thao, P. Thọ Sơn, Tp. Việt Trì, tỉnh Phú Thọ
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất cơ bản
Lợi thế cạnh tranh	Lợi thế về thương hiệu và hệ thống phân phối
Rủi ro chính	Vấn đề mất cân bằng Xút – clo trong sản xuất, kinh doanh.

Cơ cấu cổ đông
12/03/2019

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	68,5%
Cán bộ nhân viên	5,3%
Khác	26,2%

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019
KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

- Doanh thu năm 2018 đạt **991,14 tỷ đồng (+23,6% yoy)**, tăng trưởng chủ yếu là do nhu cầu thị trường các sản phẩm hóa chất cơ bản ở mức cao, sản lượng tiêu thụ tăng mạnh: Xút lỏng (+7% yoy), Clo lỏng (+42% yoy), Javen (+21% yoy), PAC bột (+58% yoy), trong khi giá bán giảm nhẹ do cạnh tranh.
- Biên lợi nhuận gộp của HVT năm 2018 giảm còn **22,8%** (năm 2017 là 25,86%) do giá nguyên liệu đầu vào tăng: muối công nghiệp (+13,2% yoy), điện (+6,08% yoy). Tuy nhiên, tỷ trọng các khoản chi phí hoạt động/doanh thu thuần đều giảm đáng kể so với cùng kỳ. Vì vậy, **lợi nhuận sau thuế đạt 91,41 tỷ đồng, +28,6% yoy**.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019

- HVT đặt kế hoạch doanh thu đạt **1.044 tỷ đồng** (bằng 105,3% TH 2018), lợi nhuận trước thuế đạt 110 tỷ đồng (bằng 96,2% TH 2018).
- Theo đánh giá của chúng tôi, HVT có khả năng hoàn thành **99,8% KH doanh thu và 94,9% KH lợi nhuận** năm 2019 do thị trường Xút – Clo bị cạnh tranh gay gắt và lo ngại giá nguyên vật liệu như muối, điện tiếp tục tăng trong năm 2019.

ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

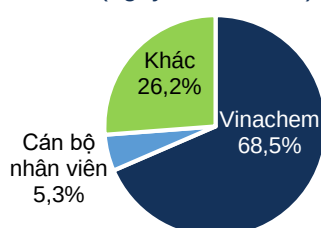
Với EPS năm 2019 đạt **7.476 VND/cp**, cổ phiếu HVT được giao dịch ở mức **P/E forward là 6,53x**, tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu HVT, giá mục tiêu của cổ phiếu là **44.000 VND/cp**, thấp hơn 6,3% so với giá hiện tại ([chi tiết định giá](#)). Nhà đầu tư cân nhắc mua vào cổ phiếu HVT tại mức giá 37.000 VND/cp, tỷ suất sinh lời kỳ vọng là 18,9%.

- Doanh thu từ sản phẩm Xút lỏng (NaOH): **Tốc độ tăng trưởng chững lại**. Hiện tại các dây chuyền Xút của HVT đã hoạt động hết công suất (40.000 tấn/năm), trong khi giá bán xút được dự báo sẽ giảm nhẹ trong 2019 do giá xút nhập khẩu từ Trung Quốc đang có xu hướng giảm.
- Tiếp tục đối mặt với vấn đề mất cân bằng xút – clo. Trong khi nguồn cung xút trong nước đang thiếu hụt lớn, các sản phẩm gốc Clo (Clo lỏng, axit HCl) lại đang dư thừa, thị trường cạnh tranh gay gắt. Các sản phẩm gốc Clo là sản phẩm đồng hành trong quá trình sản xuất Xút. Vì vậy, HVT buộc phải tiêu thụ sản phẩm gốc Clo bằng cách giảm giá bán để đảm bảo hoạt động của toàn bộ nhà máy.
- Giá nguyên liệu và điện năng được dự báo tiếp tục tăng trong năm 2019: Điện (chiếm 40% giá vốn) tăng 8,36%, muối công nghiệp (chiếm 30% giá vốn) tăng 3,5% so với năm 2018.

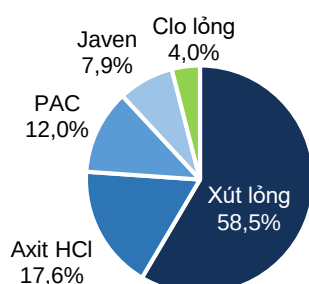
TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Cơ cấu cổ đông của HVT
(ngày 12/03/2019)



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2018



Nguồn: FPTS ước tính

Lịch sử hình thành và phát triển

- Nhà máy hóa chất số 1 Việt Trì được chính thức khởi công xây dựng ngày 04/11/1959, chính thức hoạt động ngày 19/05/1961.
- Năm 1995, nhà máy được đổi tên thành Công ty Hóa chất Việt Trì.
- Ngày 08/05/2009, công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán Hà Nội (HNX) với mã chứng khoán là HVT.
- Qua ba lần phát hành tăng vốn cổ phần vào T7/2010, T7/2013, T11/2016, tổng vốn điều lệ của công ty tăng lên thành 109,88 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông của HVT khá cô đặc. Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) nắm 68,5% cổ phần của HVT. Do vậy, HVT chịu sự chi phối lớn từ các quyết định của Tập đoàn như: chính sách cổ tức (cổ tức bằng tiền hàng năm ở mức cao), chính sách tăng vốn (không được thông qua các chính sách phát hành tăng vốn hay trả cổ tức bằng cổ phiếu), chính sách đầu tư,...

Hoạt động kinh doanh

- ✓ HVT hoạt động trong lĩnh vực hóa chất cơ bản, cung cấp các loại sản phẩm chính như Xút lỏng (NaOH), Axit HCl, Clo lỏng (Cl₂), Javen, PAC (bột, dịch).
- ✓ HVT có 3 nhà máy sản xuất xút, tổng công suất 40.000 tấn/năm, với công nghệ màng trao đổi ion (30.000 tấn/năm) là công nghệ hiện đại nhất hiện nay và 1 dây chuyền 10.000 tấn/năm vẫn sử dụng công nghệ điện phân màng ngăn (công nghệ cũ, tiêu tốn điện năng hơn).
- ✓ Một dây chuyền sản xuất xút sẽ đồng thời tạo ra 5 loại sản phẩm với tỷ lệ tương đối là 1 tấn xút : 3 tấn axit HCl (hoặc 0,9 tấn Clo lỏng), theo quy trình sản xuất như sau:

Đầu vào

Điện:

Chiếm gần 40% tổng giá vốn sản xuất

Muối công nghiệp:

Chiếm 30% giá vốn sản xuất.

Mua trong nước (57%), nhập khẩu theo hạn ngạch 15 - 20 nghìn tấn/năm (43%) từ Ấn Độ, Úc.

Sản xuất

Tổng công suất thiết kế: 40.000 tấn xút/năm.

Công nghệ màng trao đổi ion (30.000 tấn/năm)

Công nghệ điện phân màng ngăn (10.000 tấn/năm)

Đầu ra - Ứng dụng

Xút lỏng (NaOH): xử lý nước, sản xuất giấy, xà phòng.

Axit Clohydric (HCl): tẩy gỉ thép, sản xuất nhựa PVC, hóa dầu.

Clo lỏng (Cl₂): sản xuất giấy, thuốc trừ sâu, hóa dầu, diệt nấm.

Javen (NaClO): sản xuất chất tẩy rửa, xử lý nước, diệt khuẩn,...

PAC (Poly Aluminium Chloride): xử lý nước thải, sản xuất nước uống, và sản xuất giấy.

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018

Bảng 1: Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2018 của HVT

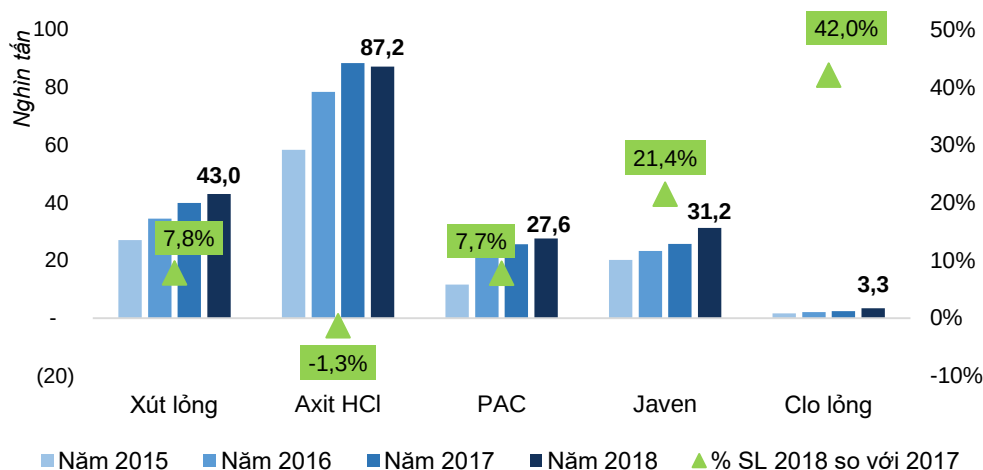
(Đvt: tỷ đồng)	Năm 2017	Năm 2018	% yoy	% TH/KH
Doanh thu thuần	801,88	991,14	+23,6%	107%
Giá vốn hàng bán	594,53	765,30	+28,7%	
Lợi nhuận gộp	207,40	225,85	+8,9%	
Doanh thu tài chính	0,02	2,70	+13.400%	
Chi phí tài chính	18,00	12,28	-31,8%	
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	<i>14,60</i>	<i>8,80</i>	<i>-39,7%</i>	
Chi phí bán hàng	57,70	59,17	+2,5%	
Chi phí QLDN	40,70	43,72	+7,4%	
Lợi nhuận từ HĐKD	90,80	113,38	+24,9%	
Lợi nhuận trước thuế	89,50	114,31	+27,7%	114%
Lợi nhuận sau thuế	71,10	91,41	+28,6%	

Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

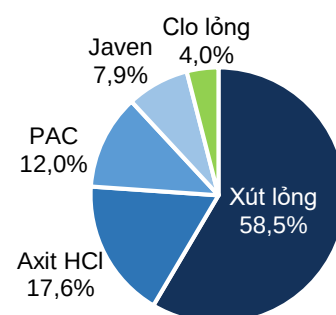
Doanh thu thuần năm 2018 của HVT đạt 991,14 tỷ đồng, tăng 23,6% yoy, hoàn thành 107% KH.

Tình hình sản xuất và tiêu thụ hầu hết các loại sản phẩm hóa chất năm 2018 đều tăng trưởng so với 2017. Tính lũy kế cả năm, HVT đã tiêu thụ 192.286 tấn hóa chất các loại (+5,7% yoy) bao gồm: xút lỏng (+7,8% yoy), Clo lỏng (+42% yoy), Javen (+21,4% yoy), PAC (+7,7% yoy) và Axit HCl (-1,3% yoy).

Sản lượng hóa chất tiêu thụ năm 2015 - 2018



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2018



Nguồn: HVT, FPTS ước tính

Giai đoạn 2015 – 2018, mảng xút lỏng là động lực tăng trưởng chính của HVT do đây là giai đoạn đầu tư mở rộng công suất nhà máy và thay đổi công nghệ sản xuất xút. Năm 2018, nguồn cung sản phẩm xút trong nước mới đáp ứng được trên 50% nhu cầu nội địa, còn lại phụ thuộc vào nhập khẩu từ Trung Quốc, Ấn Độ. Những năm gần đây, nhu cầu sản phẩm gốc Clo giảm, các nhà máy xút Trung Quốc phải cắt giảm công suất (do Xút và Clo là sản phẩm đồng hành), khiến nguồn cung xút thị trường Trung Quốc bị thiếu hụt, đã đẩy giá xút tăng cao. Giá xút trong nước năm 2018 tăng mạnh, ước tính +23,6% yoy.

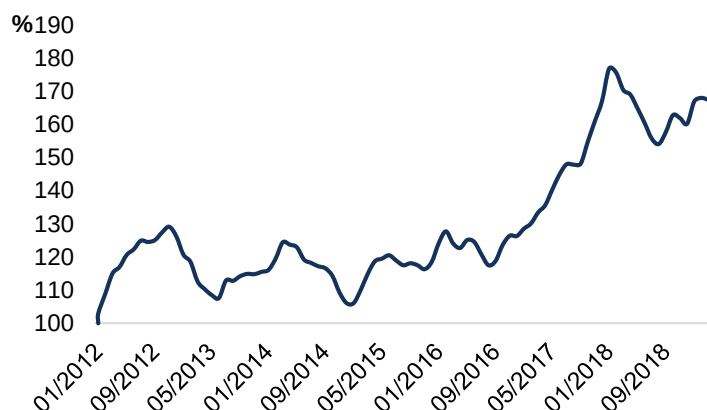
Giá bán các sản phẩm gốc Clo giảm do cạnh tranh. Các sản phẩm gốc Clo như Axit HCl, Clo lỏng, Javen, PAC là sản phẩm đồng hành trong quá trình sản xuất xút. Để sản xuất ra 1 tấn xút sẽ thu được 3 tấn HCl, lượng axit này khó lưu trữ nên phải tiêu thụ hoặc tái sử dụng hết trong kỳ.

Hiện tại, nhu cầu hóa chất gốc Clo ở Việt Nam chưa cao do công nghiệp hóa dầu chưa phát triển. Thị trường bị cạnh tranh gay gắt bởi các đối thủ lớn như: Hóa chất Đông Á, Vedan Việt Nam, Hóa chất cơ bản Miền Nam (CSV). Bên cạnh đó, năm 2018, các doanh nghiệp sản xuất thép trong nước đã vận hành dây chuyền tái sinh Axit HCl để tẩy gỉ thép, làm cho nhu cầu thị trường Axit HCl giảm. HVT đã phải giảm giá bán để đảm bảo tiêu thụ hết sản phẩm đồng hành: giá bán HCl giảm 28% yoy, Clo lỏng giảm 5,4% yoy, Javen giảm 6,3% yoy.

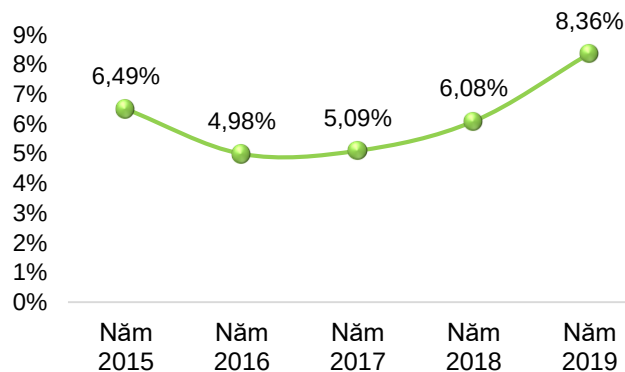
Biên lợi nhuận gộp của HVT giảm từ 25,86% xuống còn 22,8% năm 2018 do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao.

Điện và muối công nghiệp là hai yếu tố đầu vào quan trọng nhất của HVT, lần lượt chiếm 40% và 30% tổng giá vốn sản xuất. Giá điện những năm gần đây đã tăng đáng kể, năm 2018 tiếp tục tăng 6,08% so với năm 2017. Muối công nghiệp được nhập khẩu từ Ấn Độ và Úc, theo hạn ngạch 20 - 30 nghìn tấn năm 2018 (chiếm 43% nhu cầu muối cho sản xuất). Giá muối năm 2018 tăng trung bình 19,13% yoy do ảnh hưởng từ thị trường Ấn Độ, thời tiết mưa nhiều, bão lũ bất thường ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung muối của nước này những năm gần đây.

Chỉ số giá muối công nghiệp xuất khẩu của Ấn Độ (*)



Tốc độ tăng giá điện qua các năm (% yoy)



(*) Giá muối tại ngày 01/01/2012 = 100%

Nguồn: Bloomberg, Bộ Công Thương, FPTS tổng hợp

Lợi nhuận sau thuế năm 2018 tăng 28,6% yoy do tỷ trọng các khoản chi phí hoạt động/doanh thu thuần giảm đáng kể so với cùng kỳ.

Trong khi lợi nhuận gộp chỉ tăng 8,9% yoy thì lợi nhuận sau thuế đạt 91,41 tỷ đồng, +28% yoy. Chi phí bán hàng và QLDN tăng nhẹ so với năm 2017, lần lượt +2,5% yoy và +7,5% yoy, chi phí lãi vay giảm 39,7% yoy. Tỷ trọng chi phí hoạt động/doanh thu thuần năm 2018 giảm đáng kể so với 2017: Chi phí bán hàng từ 7,2% xuống 6,0%, chi phí QLDN từ 5,1% xuống 4,4%, chi phí lãi vay từ 2,3% xuống 1,2%. Điều này đã giúp HVT đạt được mức tăng trưởng lợi nhuận cao trong năm 2018.

Trước tình hình cạnh tranh cao trong thị trường gốc Clo và chi phí nguyên liệu đầu vào tăng, HVT đã chủ động giảm giá bán để giữ thị phần tiêu thụ, đồng thời tiết giảm các khoản chi phí hoạt động để duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm gần đây.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019

Bảng 2: Kế hoạch kinh doanh năm 2019 và Kết quả thực hiện Quý 1/2019 của HVT

(Đvt: tỷ đồng)	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	Thay đổi (%)	Thực hiện Quý 1/2019	% yoy	Hoàn thành KH (%)
Tổng doanh thu	1.009,38	1.044	+3,43%	208,87	-2,25%	20,01%
Lợi nhuận trước thuế	114,31	110	-3,77%	17,53	-33,82%	15,94%
Lợi nhuận sau thuế	91,41	88	-3,73%	14,02	-33,84%	15,93%
Cổ tức bằng tiền	5.000 VND/cp	Tối thiểu 2.500 VND/cp				

Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Năm 2019, HVT đặt kế hoạch doanh thu đạt 1.044 tỷ đồng (+3,34% so với TH 2018) và lợi nhuận trước thuế đạt 110 tỷ đồng (-3,77% so với TH 2018). Sau giai đoạn tăng trưởng cao năm 2015 – 2018 (tốc độ tăng trưởng doanh thu và LNST bình quân lần lượt là 26,7% và 71,2%/năm), dự báo năm 2019 tốc độ tăng trưởng của HVT sẽ chững lại, có khả năng không hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đề ra, dựa trên những đánh giá sau:

- **HVT có khả năng hoàn thành 100,3% kế hoạch tổng doanh thu, đạt 1.046,73 tỷ đồng, +3,7% so với 2018,** do các nguyên nhân sau:

(1) Tốc độ tăng trưởng doanh thu sản phẩm xút lỏng (NaOH) chững lại, ước tính giảm 1,5% yoy.

Giai đoạn 2015 – 2018, mảng xút lỏng là động lực tăng trưởng chính của HVT do đây là giai đoạn đầu tư mở rộng công suất nhà máy và thay đổi công nghệ sản xuất xút. Bên cạnh đó, giá xút tăng mạnh khi thị trường Trung Quốc giảm bớt sức ép cạnh tranh với các nhà sản xuất trong nước.

Năm 2019, các nhà máy xút của HVT đã hoạt động hết công suất (40.000 tấn xút/năm), dự phóng sản lượng tiêu thụ sẽ duy trì bằng năm 2018. Giá bán xút dự báo giảm nhẹ so với 2018 do sản lượng xút Trung Quốc nhập khẩu gia tăng với giá bán có xu hướng giảm từ đầu năm 2019. Quý 1/2019, giá xút đã giảm 3,5% yoy.

(2) Tiếp tục gia tăng sản lượng tiêu thụ sản phẩm gốc clo: Clo lỏng, Javen, PAC.

Năm 2018, HVT đã nghiên cứu và nâng công suất các sản phẩm gốc Clo mới như: PAC bột (15.000 tấn/năm), PAC dịch (30.000 tấn/năm). Hiện tại các sản phẩm này tiêu thụ lượng lớn axit HCl dư thừa từ quá trình sản xuất xút khi nhu cầu Axit HCl trên thị trường đang có xu hướng giảm.

Theo dự phóng của chúng tôi, năm 2019, doanh thu từ nhóm sản phẩm gốc Clo vẫn tiếp tục tăng trưởng: PAC (+41% yoy), Javen (+12,1% yoy), Clo lỏng (+16,4% yoy). Tuy nhóm sản phẩm này chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu nhưng việc gia tăng sản lượng sản phẩm gốc Clo mới sẽ giúp HVT giải quyết được bài toán Axit dư thừa, duy trì công suất sản xuất xút hiện tại của toàn bộ nhà máy.

- **LNTT năm 2019 của HVT dự phóng đạt 102,68 tỷ đồng, hoàn thành 93,3% KH, -10,2% yoy.** Lợi nhuận sau thuế đạt 82,15 tỷ đồng (-10,1% yoy) do giá nguyên liệu đầu vào được dự báo tiếp tục tăng.

Theo dự báo của MarketWatch, giá muối công nghiệp năm 2019 sẽ tăng từ 2,5 – 3,5% do nhu cầu nguyên liệu muối chất lượng cao cho sản xuất hóa chất gia tăng. Giá điện trung bình tăng 8,36% so với 2018, theo quyết định của Bộ Công Thương ngày 20/03/2019. Theo ước tính của chúng tôi, giá vốn sản xuất của HVT sẽ tăng 7,54% so với năm 2018, biên lợi nhuận gộp giảm từ 22,8% xuống còn 19,98% năm 2019, chi tiết như sau:

Chỉ tiêu	Định mức tiêu hao NVL/1 tấn xút	Lượng tiêu thụ năm 2019	Giá tăng thêm so với 2018	Chi phí tăng thêm (tỷ đồng)
Điện	2.498 Kwh	107,37 triệu Kwh	+219,67 VND/Kwh	+23,59
Muối công nghiệp	1,63 tấn	70.061 tấn	+114.960 VND/tấn	+8,05
Tổng chi phí tăng thêm				+31,64

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

[\(Trở lại mục chính\)](#)

Với EPS năm 2019 đạt 7.476 VND/cp, cổ phiếu HVT được giao dịch ở mức P/E forward là 6,53x, tương đối cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Do tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2019 sẽ chậm lại và biến động giá nguyên liệu ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của HVT năm 2019, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu HVT, giá mục tiêu của cổ phiếu là **44.000 VND/cp**, thấp hơn 6,3% so với giá thị trường ngày 13/05/2019.

Tuy nhiên, HVT là một trong số các doanh nghiệp hóa chất cơ bản đầu ngành với thị phần tiêu thụ lớn. Cùng với đó, tỷ suất cổ tức bằng tiền hàng năm ở mức cao (năm 2018: 10,64%). Nhà đầu tư có thể cân nhắc mua vào cổ phiếu HVT tại mức giá **37.000 VND/cp**, tỷ suất sinh lời kỳ vọng đạt 18,9%.

Doanh nghiệp	Quốc gia	Mã CK	Vốn hoá (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	P/E điều chỉnh
CTCP Hóa chất cơ bản Miền Nam	Việt Nam	CSV	1.290,64	252,39	5,11
CTCP Bột giặt & Hóa chất Đức Giang	Việt Nam	DGC	3.891,69	869,78	4,47
Tokuyama Corp	Nhật Bản		40.210,0	7.219,03	5,59
Showa Denko	Nhật Bản		117.840,0	23.758,06	4,98
Tosho corp	Nhật Bản		121.310,0	15.940,87	7,64
PTT Global Chemical	Thái Lan		225.880,0	29.221,22	7,55
Trung bình					5,89
CTCP Hóa chất Việt Trì (DN định giá)	Việt Nam	HVT			5,87
Giá mục tiêu				44.000 VND/cp	

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 nắm giữ 112 cổ phiếu HVT và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu HVT nào.

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

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

Số 52 - Đường Lạc Long Quân, P Bưởi
Quận Tây Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

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

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

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

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888