

CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA CHẤT VIỆT TRÌ (HNX: HVT)
Tạ Duy Anh

Chuyên viên tư vấn đầu tư

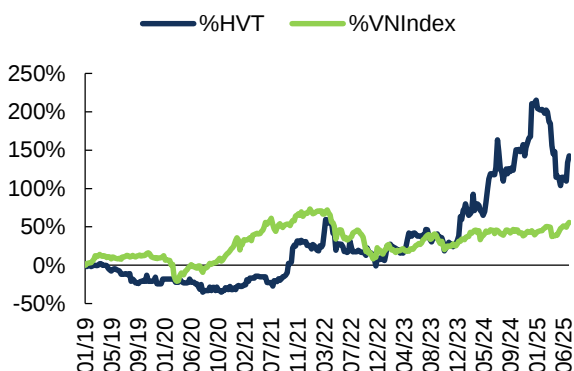
 Email: AnhTD2@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) 946601029

Người phê duyệt báo cáo:

Bùi Đức Duy

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

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


Thông tin giao dịch		30/06/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)		34.300
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		45.231
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		28.186
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)		27,47
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)		27,47
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		68.487
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		0,00
Vốn hóa (tỷ VNĐ)		931
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)		3.276
P/E Trailing 12 tháng		10,35x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Hóa chất Việt Trì
Địa chỉ	Phố Sông Thao, Phường Thọ Sơn, Thành phố Việt Trì, Tỉnh Phú Thọ
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh các loại hóa chất cơ bản (xút-clo)
Chi phí chính	Chi phí điện năng, muối công nghiệp và bột nhôm hydroxit
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào: muối công nghiệp và bột nhôm hydroxit

Cơ cấu cổ đông		(%)
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam		68,5%
Ban lãnh đạo		3,5%
Khác		28,0%

Giá hiện tại:

34.300
Khuyến nghị

Giá mục tiêu:

39.900
MUA

Tăng/(Giảm):

16,3%
MẢNG XÚT LÀ ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG CHÍNH, DỰ ĐOÁN TIÊU THỤ XÚT NỘI ĐỊA LỚN

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu CTCP Hóa chất Việt Trì (HNX: HVT). Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu HVT là **39.900** đồng/cp, cao hơn **16,3%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 30/06/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu HVT dựa trên kết quả định giá và triển vọng đầu tư như sau.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ
► Mảng xút (chiếm 53,4% doanh thu năm 2024) – Động lực tăng trưởng cốt lõi của HVT từ nhu cầu tiêu thụ cao

Trong bối cảnh nguồn cung xút nội địa mới đáp ứng 58,5% tổng nhu cầu thị trường, HVT có nhiều dư địa để gia tăng sản lượng và mở rộng thị phần. **Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng xút năm 2025 đạt 818 tỷ đồng (+14,9% YoY)**, được thúc đẩy bởi:

(1) **Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 7-8%/năm** trong giai đoạn 2025-2027 nhờ nhu cầu ổn định từ các ngành công nghiệp hạ nguồn như giấy, luyện nhôm, dệt may ([chi tiết](#)).

(2) **Giá bán xút năm 2025 dự kiến tăng 1 triệu đồng/tấn (+7,0% YoY)** phản ánh nhu cầu cao của các ngành công nghiệp hạ nguồn và ảnh hưởng tích cực từ giá xút Trung Quốc – nhân tố chi phối giá xút nội địa ([chi tiết](#)).

► Mảng clo – Tái cấu trúc để giải quyết bài toán dư cung

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng PAC đạt 353 tỷ đồng (+4,4% YoY) từ nhu cầu xử lý nước ngày càng tăng trong bối cảnh đô thị hóa và mở rộng các ngành công nghiệp.

Với các sản phẩm clo khác, HVT công bố về việc đang nghiên cứu và có kế hoạch thay thế axit HCl bằng sản phẩm clo mới có khả năng tiêu thụ clo cao hơn và giá bán cao hơn so với sản phẩm axit HCl vào cuối năm 2025. Đối với sản phẩm Vi-chlorine (bắt đầu kinh doanh từ 2024), HVT có kế hoạch nâng gấp đôi công suất sản xuất của sản phẩm này trong năm 2025 dựa trên kỳ vọng sản lượng bán hàng đầu ra tăng từ mở rộng quy mô nhân sự bán hàng.

YẾU TỐ THEO DÕI
► Tiến độ triển khai dự án nhà máy xút – clo quy mô lớn tại KCN Trung Hà

Dự án đã được địa phương chấp thuận về mặt quy hoạch. HVT đặt mục tiêu hoàn tất thủ tục xin chủ trương đầu tư trong năm 2026, với thời gian hoàn thành kỳ vọng vào năm 2030 (muộn nhất 2035). Khi đi vào hoạt động, nhà máy này được kỳ vọng có thể nâng tổng doanh thu của HVT lên mức 5.000 tỷ đồng ([chi tiết](#)).

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin doanh nghiệp



VITRICHEM

Công ty Cổ phần Hóa chất Việt Trì (HNX: HVT) tiền thân là Nhà máy hóa chất số 1 Việt Trì được thành lập năm 1959. Năm 2009, Công ty niêm yết trên sàn HNX với mã cổ phiếu HVT. Tính đến hiện tại, HVT có vốn điều lệ 274,7 tỷ đồng cùng 27,4 triệu cổ phiếu đang lưu hành.

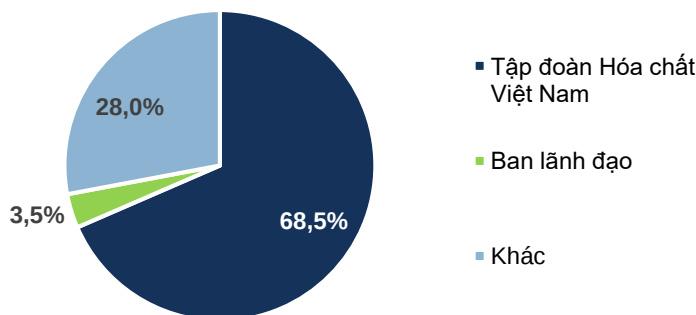
Doanh nghiệp hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh xút lỏng (NaOH) và các sản phẩm có nguồn gốc từ clo (Cl₂).

2. Lịch sử hình thành và phát triển

1959 – 1961	2005 – 2006	2009
Nhà máy hóa chất số 1 Việt Trì khởi công xây dựng. Sau 2 năm, nhà máy sản xuất mẻ xút hợp quy cách đầu tiên.	Doanh nghiệp chính thức hoạt động theo mô hình Công ty Cổ phần với vốn điều lệ 31 tỷ đồng, trong đó phần vốn Nhà nước chiếm gần 70%.	Niêm yết cổ phiếu HVT trên Sở Giao dịch chứng khoán Hà Nội (HNX) với 4,4 triệu cổ phiếu.
2010	2019 – 2020	2024
Đầu tư dây chuyền sản xuất xút theo công nghệ màng trao đổi ion, công suất xút toàn hệ thống đạt 20.000 tấn/năm.	Thống nhất dây chuyền sản xuất xút theo công nghệ màng trao đổi ion, công suất xút toàn hệ thống đạt 45.000 tấn/năm. Hoàn thành đầu tư dây chuyền axit HCl có sinh hơi, nâng cao công suất phun sấy PAC.	Cải tạo, thay thế các thiết bị điện phân nâng, công suất xút toàn hệ thống đạt 70.000 tấn xút/năm. Đưa sản phẩm gốc clo mới Vi-Chlorine ra thị trường tiêu thụ.

3. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông HVT tại ngày 30/06/2025

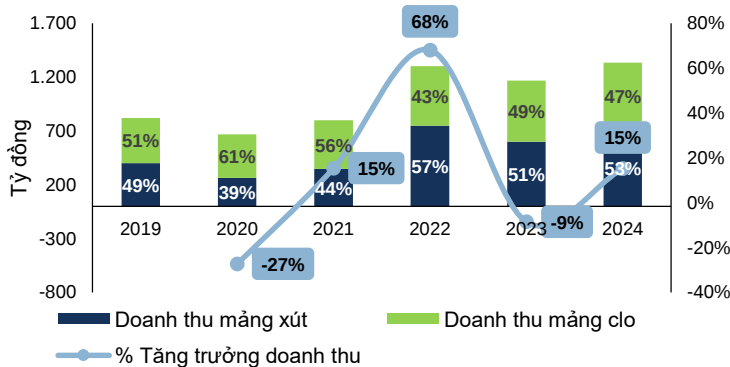


Cơ cấu cổ đông của HVT có tính tập trung cao. Trong đó, tổng tỷ lệ sở hữu của các thành viên ban lãnh đạo là 3,5%. Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là công ty mẹ, đồng thời là cổ đông lớn nhất của HVT với 68,5% tỷ lệ sở hữu. Do vậy, HVT chịu ảnh hưởng từ chính sách quản trị của Tập đoàn như: kế hoạch sản xuất kinh doanh hằng năm và chính sách chi trả cổ tức ưu tiên trả tiền mặt.

Nguồn: HVT, FPTs tổng hợp

4. Lĩnh vực hoạt động kinh doanh

Biểu đồ 3: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTS ước tính và tổng hợp

HVT hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh các sản phẩm hóa chất xút – clo, bao gồm:

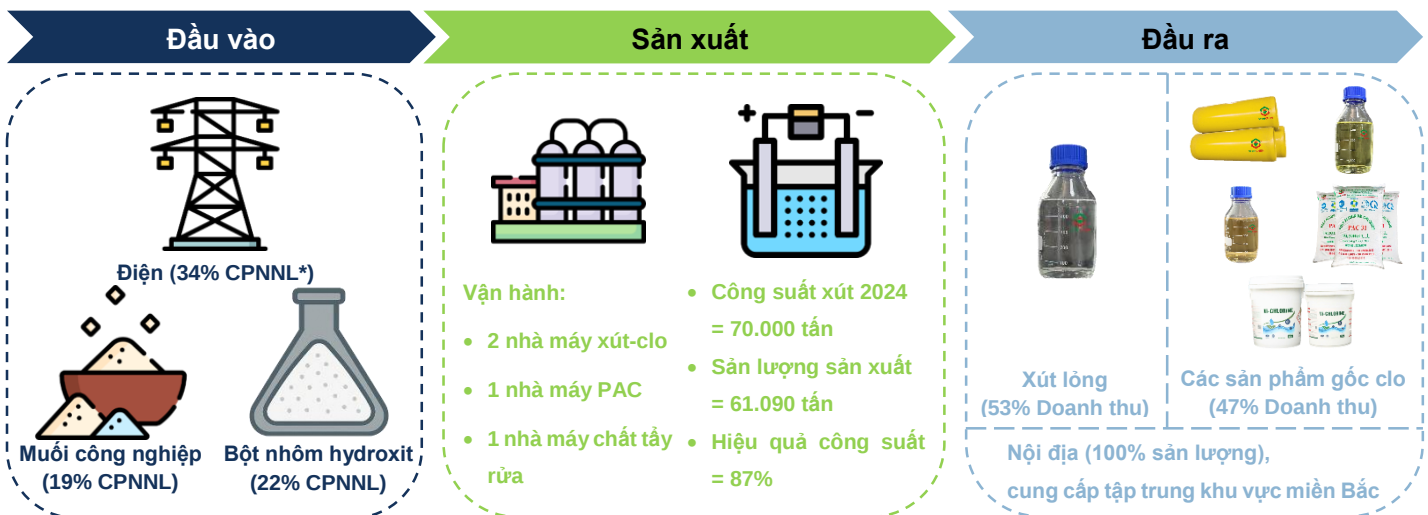
(1) Xút lỏng (NaOH), chiếm 53,4% doanh thu năm 2024, được sử dụng chủ yếu trong sản xuất bột giấy, xử lý sợi vải trong dệt may, sản xuất alumina (luyện nhôm) và một số ngành công nghiệp khác.

(2) Các sản phẩm clo (Cl₂), chiếm 46,6% doanh thu năm 2024, là sản phẩm chạy theo khi sản xuất xút theo tỷ lệ xút/clo = 1/0,887. Các sản phẩm clo tại HVT chủ yếu phục vụ nhu cầu xử lý và khử trùng nguồn nước, bao gồm: axit HCl, clo lỏng, nước Javen, phèn lắng nước PAC, chất khử trùng nguồn nước Vi-Chlorine.

II. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh

Biểu đồ 4: Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của HVT



*CPNNL: Chi phí nguyên nhiên liệu

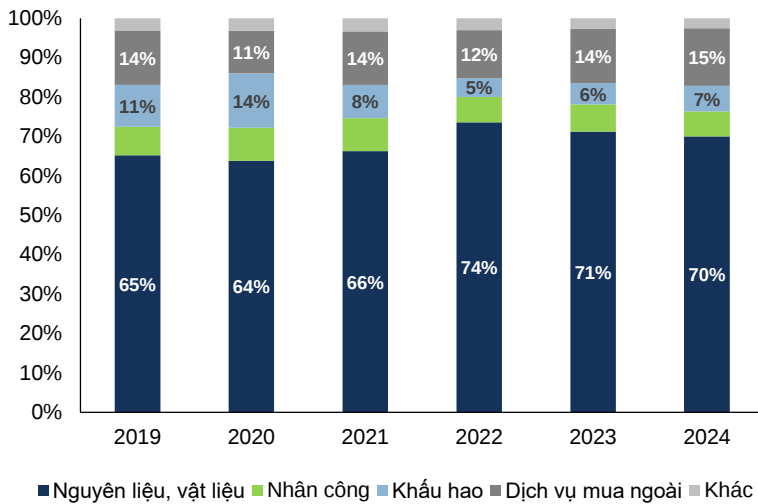
Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

2. Hoạt động đầu vào

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu sản xuất kinh doanh theo yếu tố của HVT, chiếm trung bình 68,4% tổng chi phí sản xuất trong giai đoạn 2019-2024. Chi phí khấu hao tài sản cố định có tỷ trọng thấp (trung bình 7,3%) và xu hướng tăng dần kể từ năm 2023, do HVT đầu tư thêm dây chuyền sản xuất Vi-Chlorine nhằm tiêu thụ lượng clo dư sinh ra khi vận hành sản xuất xút.

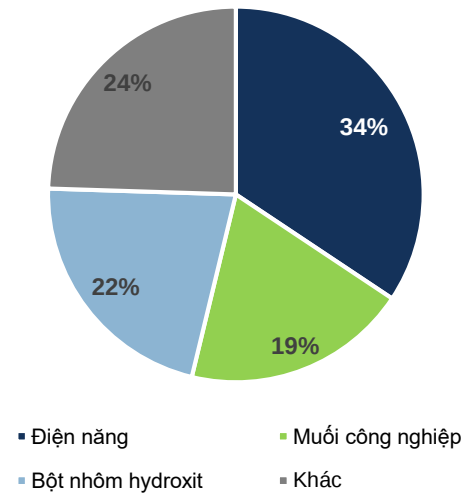
Điện năng, muối công nghiệp và bột nhôm hydroxit là ba yếu tố đầu vào chính, chiếm tỷ trọng lần lượt 34%, 19% và 22% trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu (chi phí nguyên vật liệu và chi phí mua ngoài) của HVT. Cụ thể, điện năng và muối công nghiệp được sử dụng trong quá trình điện phân – công đoạn trung tâm để sản xuất xút và khí clo. Bột nhôm hydroxit được sử dụng làm nguyên liệu chính cho sản xuất PAC – chất trợ lắng xử lý nguồn nước và là đầu ra tiêu thụ 34,3% lượng clo tạo ra từ quá trình điện phân. Ngoài ra, doanh nghiệp còn sử dụng một số nguyên liệu phụ trợ khác như soda, axit HCl cho công đoạn tinh chế muối, và củi ép cung cấp nhiệt vận hành thiết bị.

Biểu đồ 5: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 6: Cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu của HVT năm 2024

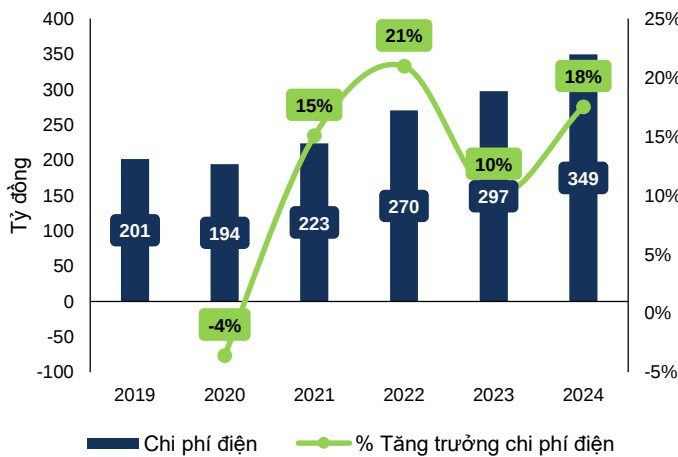


Nguồn: HVT, FPTS ước tính và tổng hợp

a. Điện năng – Giá điện tăng tạo áp lực lên chi phí sản xuất của HVT

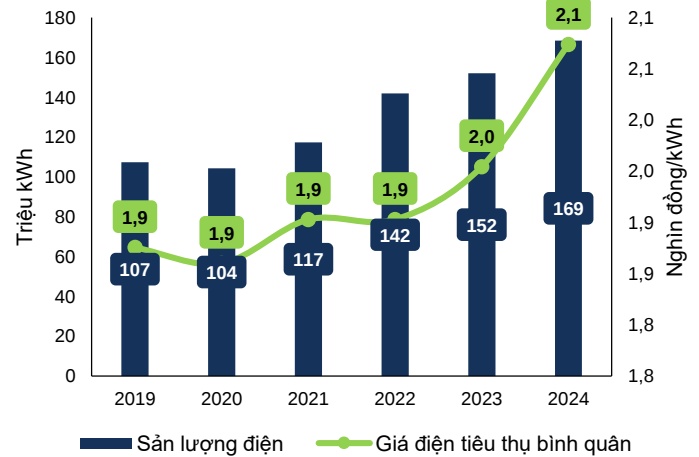
Chi phí điện năng của HVT năm 2024 đạt 350 tỷ đồng, chiếm trung bình ~35,3% tổng chi phí nguyên nhiên liệu trong giai đoạn 2019-2024, do đặc thù vận hành liên tục với cường độ điện cao trong quá trình điện phân. Nguồn điện cung cấp cho nhà máy đến từ lưới điện 110kV do Công ty Điện lực Phú Thọ (thuộc EVN), với mức giá tiêu thụ bình quân 2.074 đồng/kWh trong năm 2024.

Biểu đồ 7: Chi phí điện tiêu năng tiêu thụ của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp và ước tính

Biểu đồ 8: Cơ cấu sản lượng, điện năng tiêu thụ của HVT giai đoạn 2019-2024



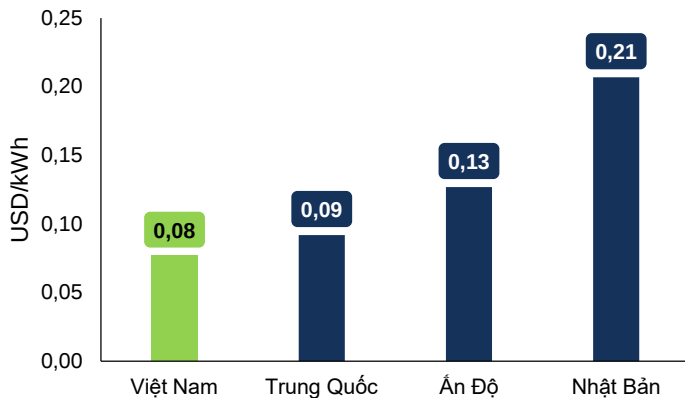
Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp và ước tính

EVN đã điều chỉnh giá điện bán lẻ bình quân lên 2.103 đồng/kWh¹ từ tháng 10/2024, tăng 4,8% so với đợt điều chỉnh tăng giá điện trước đó vào tháng 11/2023. **Chi phí điện của HVT đã tăng 17,5% trong năm 2024 do ảnh hưởng từ 2 lần tăng giá điện này, trong đó 61,4% đến từ tăng sản lượng điện tiêu thụ và 38,6% đến từ tăng giá điện.**

¹ Theo [Quyết định số 1046/QĐ-EVN](#) ngày 11/10/2024 của Tập đoàn Điện lực Việt Nam

► **Giá điện sản xuất của Việt Nam thấp nhưng chưa đủ giúp xút nội địa cạnh tranh với hàng nhập khẩu**

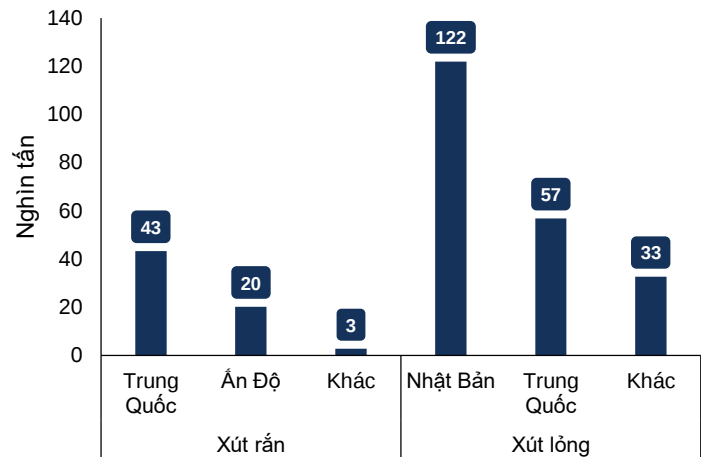
Biểu đồ 9: Giá điện bán lẻ ngành sản xuất của Việt Nam và các nước xuất khẩu xút vào Việt Nam*



* Giá trung bình giai đoạn 2023-2025

Nguồn: Global Petrol Prices, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 10: Sản lượng nhập khẩu xút vào Việt Nam năm 2024



Nguồn: UNComtrade, FPTS tổng hợp

Sản phẩm xút của HVT chủ yếu phục vụ thị trường nội địa và hiện đang chịu sức ép cạnh tranh mạnh từ xút nhập khẩu – chủ yếu đến từ Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản, chiếm khoảng 84,7% tổng kim ngạch nhập khẩu vào Việt Nam năm 2024. Mặc dù **Việt Nam đang duy trì mức giá điện bán lẻ thấp cho ngành sản xuất** (0,08 USD/kWh), thấp hơn lần lượt 16%, 39% và 63% so với Trung Quốc, Ấn Độ và Nhật Bản, nhưng **lợi thế chi phí này chưa đủ để giúp các doanh nghiệp nội địa cạnh tranh về giá**.

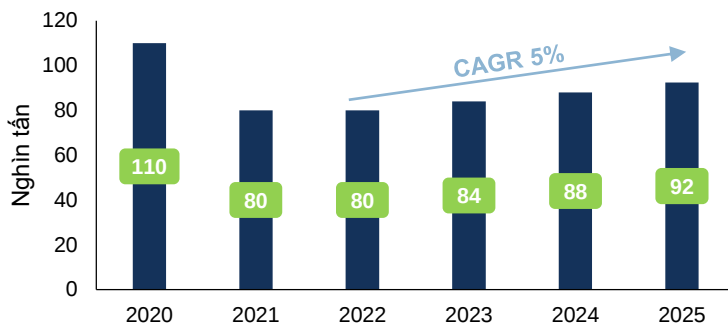
Thực tế, đầu năm 2025, giá bán xút của HVT vẫn cao hơn khoảng 11,7% so với giá xút của Trung Quốc (ước tính theo giá xút rắn FOB Trung Quốc). Điều này xuất phát từ thực trạng nguồn cung nội địa còn hạn chế – khi 41,5% tổng lượng tiêu thụ xút vẫn phải phụ thuộc vào nhập khẩu; 41,8% lượng xút nhập khẩu đến từ Trung Quốc. Thực tế, **lợi thế chi phí điện không giúp các doanh nghiệp sản xuất xút ở Việt Nam có lợi thế tranh về giá bán với hàng nhập khẩu (chủ yếu từ Trung Quốc) do nguồn cung nội địa còn thấp và các doanh nghiệp trong nước phải điều chỉnh giá bán theo giá nhập khẩu để giữ thị phần**. Chỉ khi bài toán tiêu thụ clo được giải quyết, các doanh nghiệp như HVT mới có thể mở rộng quy mô sản xuất, tăng nguồn cung nội địa và qua đó tận dụng phần nào lợi thế chi phí giá điện để nâng cao biên lợi nhuận.

b. Muối công nghiệp - Áp lực từ hạn ngạch thuế quan nhập khẩu lên chi phí sản xuất của HVT

Lượng muối công nghiệp mà HVT hiện đang sử dụng ước tính đạt khoảng 80.000–100.000 tấn mỗi năm, chiếm 19,4% chi phí nguyên nhiên liệu năm 2024. Do nguồn cung muối công nghiệp trong nước còn hạn chế cả về sản lượng lẫn tiêu chuẩn tinh khiết (yêu cầu từ 98% trở lên), **100% lượng muối nguyên liệu HVT cần mỗi năm đến từ nhập khẩu của Ấn Độ** ([Phụ lục 1: Đặc điểm ngành muối công nghiệp Việt Nam](#)). Việc sử dụng muối không đạt độ tinh khiết sẽ làm phát sinh tạp chất bám vào màng trao đổi ion, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu suất dẫn điện trong quá trình điện phân.

► **Chi phí muối công nghiệp tăng do hạn ngạch thuế quan nhập khẩu**

Hoạt động nhập khẩu muối công nghiệp chịu sự điều tiết thông qua cơ chế hạn ngạch thuế quan do Bộ Công Thương quản lý. Hằng năm, 4 doanh nghiệp sản xuất xút lớn bao gồm Vedan Việt Nam, Hóa chất cơ bản miền Nam (CSV), Hóa chất Việt Trì (HVT) và Hóa chất Đông Á được phân bổ đều khoảng 20.000 – 23.000 tấn muối công nghiệp (phụ thuộc vào lượng hạn ngạch được cấp hằng năm), với mức thuế suất ưu đãi 15,0% (thấp hơn so với mức thuế thông thường 22,5%).

Biểu đồ 11: Hạn ngạch thuế quan nhập khẩu muối


Nguồn: Bộ Công thương, FPTs tổng hợp

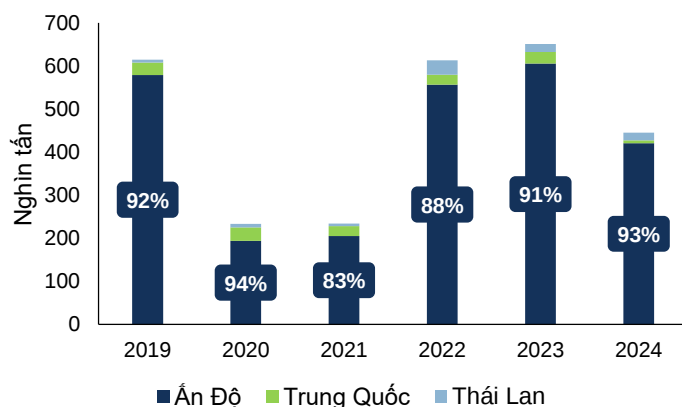
Trong bối cảnh khuyến khích phát triển ngành muối nội địa², hạn ngạch nhập khẩu đã từng bị cắt giảm mạnh vào năm 2021, từ 110.000 tấn xuống còn 80.000 tấn. Tuy nhiên, do năng lực sản xuất muối trong nước vẫn còn hạn chế, cơ chế hạn ngạch tiếp tục được duy trì nhằm cân đối cung cầu thị trường. Kể từ năm 2022, hạn ngạch được điều chỉnh tăng dần, đạt mức 92.400 tấn vào năm 2025, tương ứng với tốc độ tăng bình quân khoảng 5,0%/năm trong giai đoạn 2022-2025. Tuy nhiên, **mức tăng này chỉ tương đương mức tăng thêm 1.000-1.500 tấn muối được hưởng thuế ưu đãi của HVT.**

Hiện tại, lượng muối công nghiệp HVT được hưởng ưu đãi thuế nhập khẩu theo cơ chế hạn ngạch chỉ đáp ứng khoảng 20% nhu cầu tiêu thụ hằng năm của doanh nghiệp. Trong khi nhu cầu thực tế của doanh nghiệp lên tới 80.000–100.000 tấn/năm, hệ quả là khoảng 80% lượng muối sử dụng buộc phải nhập khẩu ngoài hạn ngạch với thuế suất lên tới 50%. **Việc chịu thuế cao khiến chi phí nguyên liệu muối của HVT tăng khoảng 16,7% so với kịch bản áp dụng mức thuế thông thường là 22,5%.** Tình trạng này cũng xảy ra tại các doanh nghiệp cùng ngành như CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam (CSV) hay Hóa chất Đông Á, CSV chịu chi phí thấp hơn khoảng 15,7% do sử dụng lượng muối thấp hơn HVT, khoảng 60.000–70.000 tấn muối mỗi năm.

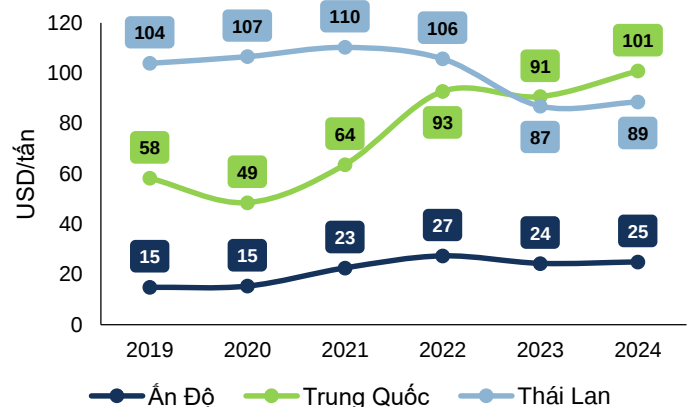
Chúng tôi đánh giá cơ chế hạn ngạch thuế quan sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới, với hạn ngạch tăng thêm khoảng 5,0% mỗi năm nhằm bảo hộ ngành muối nội địa. Điều này đồng nghĩa với việc HVT sẽ tiếp tục phải nhập 80% lượng muối với thuế suất 50,0%, **chi phí muối công nghiệp sẽ tăng 6-8% trong giai đoạn tới (giả định các yếu tố khác không đổi), và lợi nhuận gộp sẽ giảm tương ứng 1,2% từ tác động của cơ chế hạn ngạch.**

► **Muối công nghiệp Ấn Độ là nguồn cung chủ yếu của HVT nhờ tương quan giá bán thấp so với Trung Quốc và Thái Lan**

Trong giai đoạn 2019-2024, Việt Nam nhập khẩu trung bình khoảng 465.000 tấn muối công nghiệp mỗi năm từ các thị trường Ấn Độ, Trung Quốc và Thái Lan, trong đó riêng Ấn Độ chiếm đến 91,8% tổng lượng nhập khẩu. **Muối công nghiệp hiện đang sử dụng tại HVT hoàn toàn là muối công nghiệp nhập khẩu từ Ấn Độ do có lợi thế về chi phí.**

Biểu đồ 12: Sản lượng nhập khẩu muối công nghiệp nước ta giai đoạn 2019-2024


Nguồn: UNComtrade, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 13: Giá muối công nghiệp (FOB) các quốc gia nhập khẩu lớn vào nước ta


Nguồn: UNComtrade, FPTs tổng hợp

² Theo Quyết định số 1325/QĐ-TTg của Thủ tướng chính phủ: Phê duyệt Đề án phát triển ngành muối giai đoạn 2021-2030

Mức giá thấp của muối công nghiệp Ấn Độ đến từ các yếu tố:

- (1) Khí hậu tự nhiên thuận lợi cho sản xuất muối, nhiệt độ trên 30°C, khoảng 300 ngày nắng mỗi năm, lượng mưa thấp;
- (2) Chi phí lao động thấp (chỉ khoảng 2-3 USD/ngày tại bang Gujarat — khu vực sản xuất muối công nghiệp lớn nhất Ấn Độ);
- (3) Mặc dù chi phí logistics làm giá CIF nhập khẩu vào Việt Nam cao hơn khoảng 79% so với giá FOB (mức chênh khoảng 20-30% đối với muối từ Thái Lan, Úc), nhưng mức nền giá FOB thấp vẫn giúp muối Ấn Độ duy trì sức cạnh tranh về giá.

c. Bột nhôm hydroxit – Biến động giá bột nhôm nhập khẩu gây khó khăn cho việc đặt hàng để đáp ứng tiến độ sản xuất

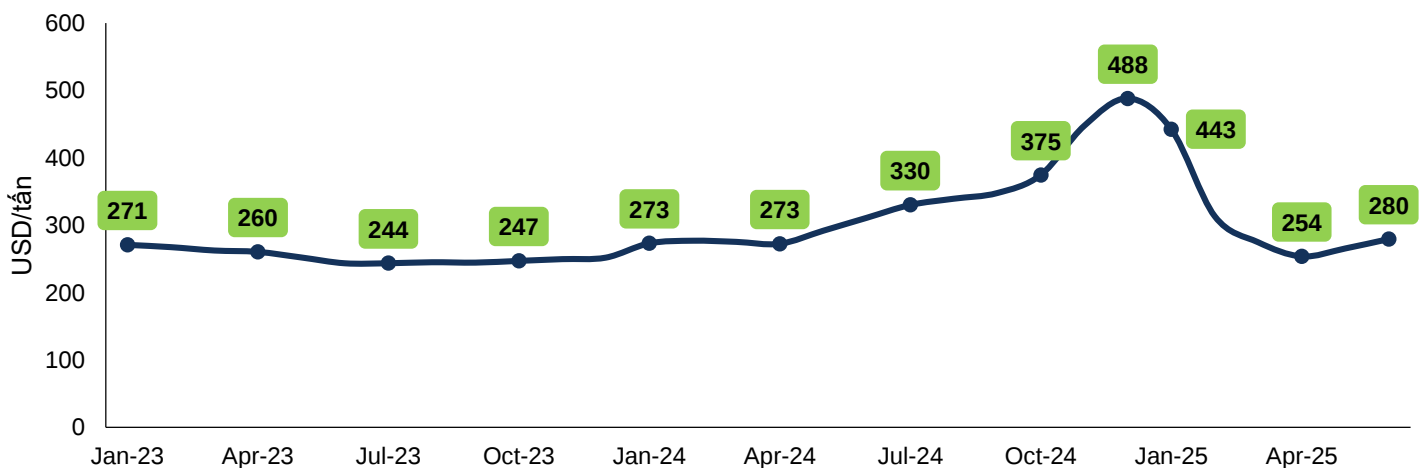
Bột nhôm hydroxit ($\text{Al}(\text{OH})_3$) là nguyên liệu chính trong sản xuất PAC – sản phẩm phen lỏng nước sử dụng phổ biến trong xử lý và làm sạch nước. Bột nhôm hydroxit là sản phẩm trung gian trong chuỗi tinh luyện từ quặng bôxít thành alumina (Al_2O_3) từ quặng bôxít.

Tại Việt Nam, dù đã có nhà máy sản xuất alumina tại Tân Rai (Lâm Đồng) và Nhân Cơ (Đắk Nông) với tổng công suất khoảng 1,3 triệu tấn/năm, **song sản phẩm chủ yếu là alumina phục vụ cho xuất khẩu, không dừng ở bước trung gian tạo bột nhôm hydroxit**. Hoạt động chế biến sâu để sản xuất bột nhôm hydroxit phục vụ ngành hóa chất hiện vẫn còn rất hạn chế cả về quy mô lẫn sản lượng.

Trong giai đoạn 2023 - 2025, sản lượng bột nhôm mà HVT sử dụng ước tính đạt khoảng 20.000 – 22.000 tấn mỗi năm, chiếm khoảng 21,7% chi phí nguyên nhiên liệu. Toàn bộ lượng bột nhôm được **nhập khẩu từ nhà máy của Chalco (Trung Quốc)** – công suất khoảng 300.000 tấn bột nhôm/năm. Ngoài lợi thế giá thành cạnh tranh hơn so với nguồn cung nội địa, sản phẩm của Chalco còn đáp ứng các tiêu chuẩn kỹ thuật cao về độ ẩm thấp và độ trắng phù hợp với yêu cầu sản xuất PAC. Tuy nhiên, **sự phụ thuộc hoàn toàn vào nguồn cung này làm hoạt động đặt hàng phục vụ sản xuất gặp khó khăn, đặc biệt như giai đoạn biến động giá mạnh vào cuối năm qua**. Trong trường hợp chưa có nguồn cung thay thế, chi phí bột nhôm của HVT sẽ chịu biến động mạnh theo diễn biến giá bột nhôm Trung Quốc.

► Giá bột nhôm Trung Quốc hạ nhiệt sau biến động mạnh cuối năm 2024, dự báo giảm nhẹ trong 2025

Biểu đồ 14: Diễn biến giá bột nhôm hydroxit giao ngay Trung Quốc



Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

Giá bột nhôm hydroxit Trung Quốc ghi nhận mức đỉnh trong quý IV/2024, đạt 436,8 USD/tấn (+75,0% YoY, +28,8% QoQ) do những bất ổn trong chuỗi cung ứng bôxít. Do các bất ổn về chính trị tại Guinea (nguồn cung bôxít chủ yếu của Trung Quốc) đã trì hoãn và gián đoạn quá trình vận chuyển bôxít từ Guinea, đã khiến chi phí sản xuất alumina tăng vọt, kéo theo đà tăng giá mạnh của bột nhôm trong giai đoạn cuối năm. **Sang đầu năm 2025, giá bột nhôm đã ổn định trở lại nhờ các mỏ bôxít ở Guinea đã dần ổn định trở lại**.

3. Hoạt động sản xuất

Hoạt động sản xuất của HVT xoay quanh công đoạn trung tâm là điện phân muối công nghiệp. Sau khi muối được tinh chế loại bỏ tạp chất, dung dịch muối tinh khiết được đưa vào hệ thống điện phân, tạo ra ba sản phẩm chính gồm xút lỏng (NaOH), khí clo (Cl₂) và khí hydro (H₂). Các sản phẩm này sau đó tiếp tục trải qua các công đoạn chế biến sâu, được kết hợp với nhau hoặc với nguyên liệu khác để tạo thành các sản phẩm thương mại ([Phụ lục II: Quy trình sản xuất của HVT](#)).

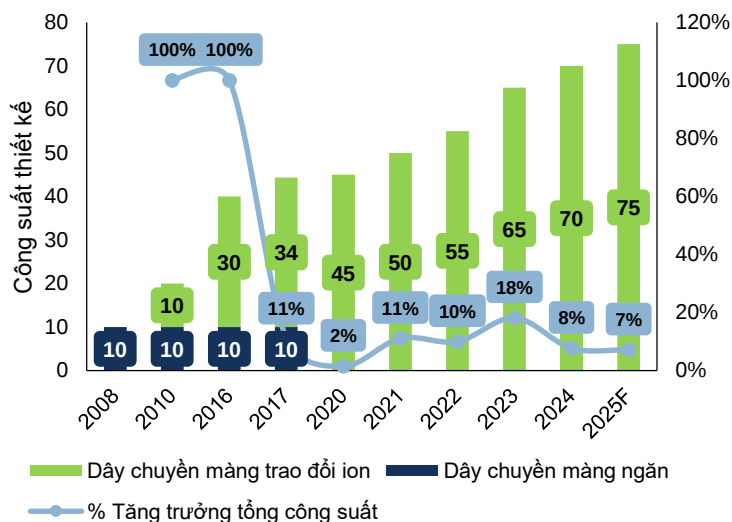
► Hệ thống nhà máy tập trung & Ứng dụng công nghệ điện phân tiên tiến

HVT hiện sở hữu và vận hành 4 nhà máy, bao gồm: 2 nhà máy điện phân sản xuất xút - clo, 1 nhà máy sản xuất PAC và 1 nhà máy chuyên các sản phẩm gốc clo còn lại, đều tập trung tại khuôn viên công ty ở tỉnh Phú Thọ.

Các dây chuyền sản xuất xút-clo của HVT áp dụng công nghệ điện phân màng trao đổi ion (Membrane cell) – công nghệ điện phân tiên tiến nhất hiện nay. So với hai công nghệ còn lại là điện phân bằng điện cực thủy ngân (Mercury cell), màng ngăn (Diaphragm cell), công nghệ màng trao đổi ion giúp giảm đáng kể mức tiêu thụ điện năng, đồng thời loại bỏ việc sử dụng hóa chất độc hại trong sản xuất ([Phụ lục 3: Bảng so sánh các công nghệ điện phân xút-clo](#)).

► HVT liên tục mở rộng công suất sản xuất xút, đạt công suất tối đa vào 2025

Biểu đồ 15: Quá trình đầu tư nâng cao công suất sản xuất xút của HVT



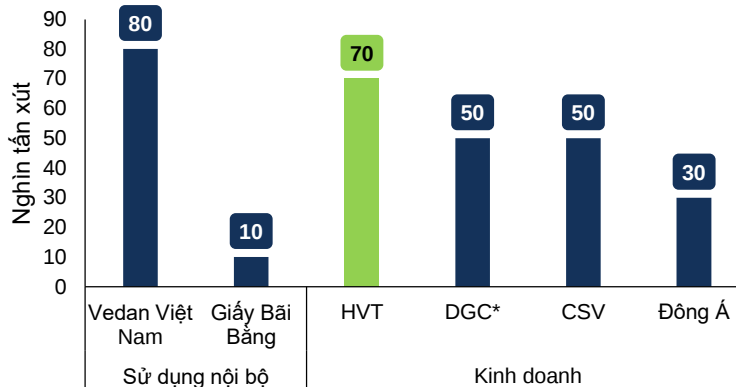
Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Ban đầu, công ty sử dụng công nghệ điện phân màng ngăn với công suất thiết kế chỉ 10.000 tấn/năm. Đến năm 2010, HVT đầu tư dây chuyền xút - clo áp dụng công nghệ điện phân màng trao đổi ion với công suất ban đầu 10.000 tấn/năm. Đến cuối năm 2019, toàn bộ dây chuyền điện phân đã được chuyển đổi hoàn toàn sang công nghệ màng trao đổi ion, nâng tổng công suất lên 45.000 tấn/năm.

Từ đó đến nay, HVT liên tục thực hiện các dự án tối ưu hóa vận hành, bổ sung thêm ngăn điện phân mới hàng năm, giúp **tổng công suất hệ thống tăng lên 70.000 tấn/năm vào năm 2024, tương đương mức tăng trưởng 250% so với thiết kế ban đầu** ([Phụ lục 4: Quá trình phát triển công nghệ điện phân của HVT](#)). Theo kế hoạch, doanh nghiệp dự kiến nâng công suất lên mốc 75.000 tấn/năm trong năm 2025.

► HVT dẫn đầu về công suất thiết kế trong các doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh xút nội địa

Biểu đồ 16: Công suất thiết kế các doanh nghiệp sản xuất xút-clo Việt Nam



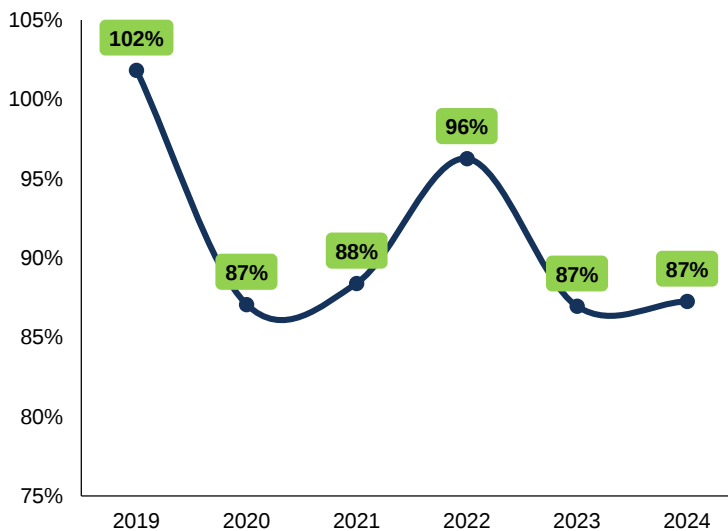
*Nhà máy xút của DGC đi vào vận hành từ 2026
 Nguồn: HVT, CSV, Hóa chất Đông Á, FPTTS tổng hợp

Hiện ngành xút-clo trong nước có 5 doanh nghiệp lớn: Vedan Việt Nam, HVT, Hóa chất cơ bản miền Nam (CSV), Hóa chất Đông Á và Nhà máy giấy Bãi Bằng, với **tổng công suất toàn ngành đạt 240.000 tấn xút/năm, mới chỉ đáp ứng được 58,5% nhu cầu xút nội địa**. Từ 2026, khi dự án Đức Giang - Nghi Sơn (CSTK 50.000 tấn xút/năm) vận hành, nguồn cung nội địa dự kiến tăng thêm 5,0%.

Trong đó, Vedan và Giấy Bãi Bằng chủ yếu sản xuất để tiêu thụ nội bộ; còn HVT, CSV và Đông Á là các đơn vị vừa sản xuất vừa bán ra thị trường. **HVT hiện là doanh nghiệp có CSTK lớn nhất trong nhóm**. Tuy vậy, lợi thế về quy mô đi kèm rủi ro lớn trong việc cân đối đầu xút – clo, vốn là rủi ro mang tính hệ thống của toàn ngành xút-clo nội địa.

► HVT duy trì hiệu suất vận hành nhưng chưa đạt mức tối đa do đầu ra sản phẩm clo còn hạn chế

Biểu đồ 17: Hiệu suất công suất dây chuyền điện phân của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTTS tổng hợp

Giai đoạn 2019–2024, **hiệu suất vận hành các dây chuyền xút – clo của HVT đạt trung bình 91,3%, chưa tối đa hóa CSTK do:**

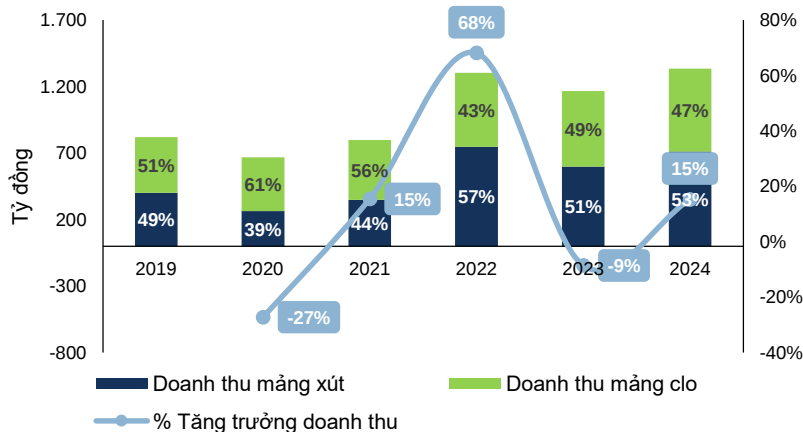
(1) Giai đoạn 2019–2020, **dịch COVID-19 làm giảm nhu cầu từ các ngành hạ nguồn**, khiến hiệu suất giảm còn 87,1% vào năm 2020. Sau khi dịch bệnh được kiểm soát từ quý III/2021, hiệu suất hoạt động dần được khôi phục về vùng ổn định;

(2) Quy trình sản xuất xút luôn đồng thời sinh ra clo – sản phẩm yêu cầu điều kiện lưu trữ nghiêm ngặt. Doanh nghiệp không xử lý đúng quy định, chẳng hạn như xả thải ra môi trường, có thể đối mặt với mức phạt lớn, thậm chí bị đình chỉ sản xuất, theo quy định tại [Nghị định 71/2019/NĐ-CP](#). Vậy nên các doanh nghiệp xút trong nước phải **chủ động duy trì công suất xút ở mức nhất định để lượng tồn kho clo thấp nhất có thể không phát sinh các rủi ro về môi trường và chi phí**.

4. Hoạt động đầu ra

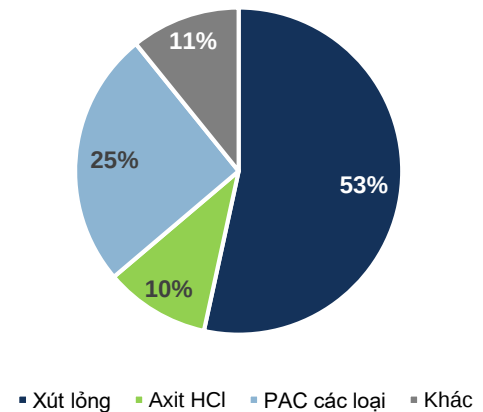
Về đầu ra, danh mục sản phẩm của HVT bao gồm xút lỏng và các sản phẩm gốc clo như axit HCl, clo lỏng, nước Javen, PAC, chất khử trùng Vi-Chlorine. Những sản phẩm này được ứng dụng rộng rãi trong nhiều lĩnh vực như sản xuất giấy, tẩy màu sợi vải, luyện nhôm, cũng như xử lý, làm sạch và khử trùng nước cho sinh hoạt và công nghiệp.

Biểu đồ 18: Cơ cấu doanh thu HVT theo sản phẩm giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTTS ước tính và tổng hợp

Biểu đồ 19: Cơ cấu doanh thu HVT theo sản phẩm năm 2024



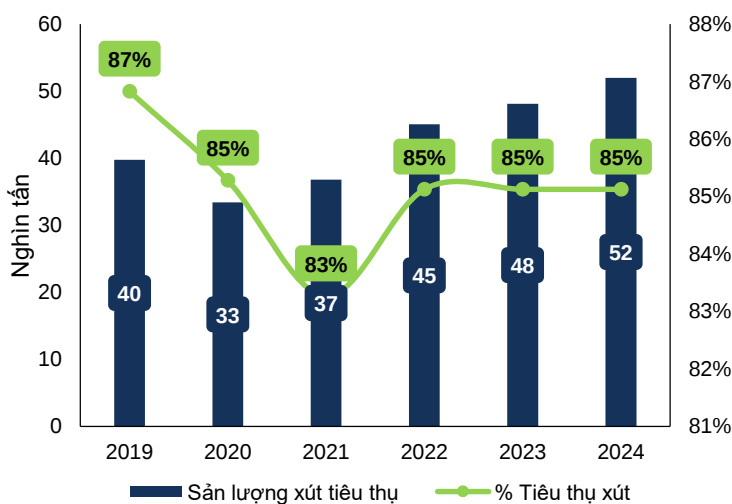
Nguồn: HVT, FPTTS ước tính và tổng hợp

Địa bàn tiêu thụ chính của công ty hiện tập trung tại khu vực miền Bắc, đặc biệt là khu vực lân cận nhà máy tại Phú Thọ. Khách hàng chủ yếu là các doanh nghiệp phân phối hóa chất, nhà máy sản xuất giấy, dệt nhuộm và các đơn vị xử lý nước thải. Ngoài ra, công ty cũng duy trì một phần nhỏ khách hàng tại khu vực phía Nam như Cần Thơ và TP. Hồ Chí Minh.

a. Mảng sản phẩm xút – Động lực tăng trưởng chính của HVT

► **Tỷ lệ tiêu thụ xút của HVT duy trì ở mức cao nhờ nhu cầu nội địa lớn, phần còn lại được sử dụng cho sản xuất sản phẩm clo nội bộ**

Biểu đồ 20: Tỷ lệ tiêu thụ xút của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTTS ước tính và tổng hợp

Chúng tôi ước tính từ năm 2022 đến nay, tỷ lệ tiêu thụ xút của HVT đạt 85% sản lượng sản xuất, dựa trên 2 cơ sở:

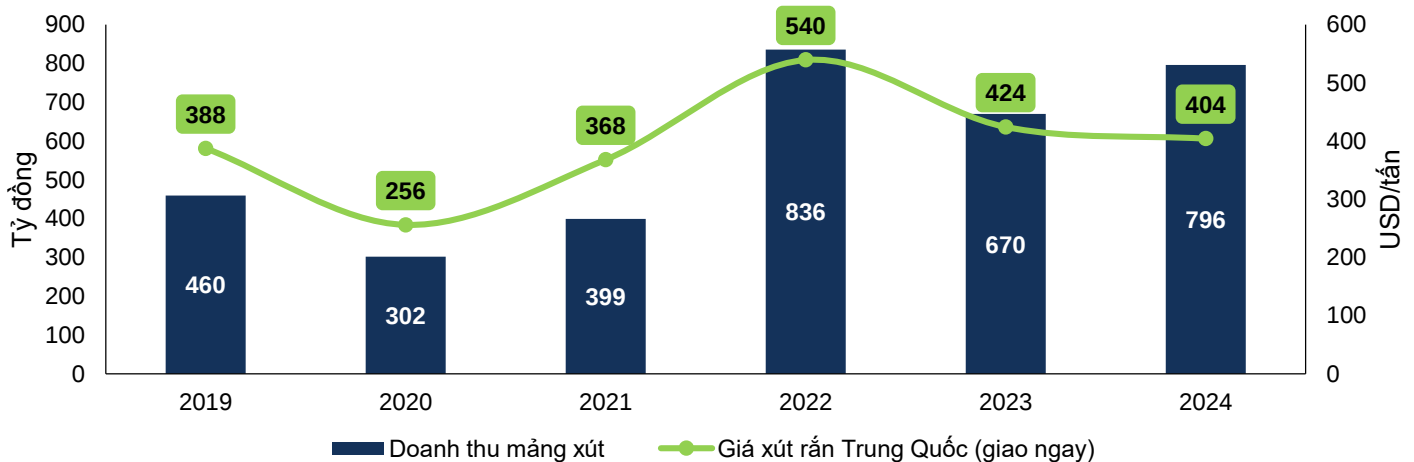
(1) Nhu cầu tiêu thụ xút nội địa tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt từ các ngành giấy, dệt may, luyện nhôm và hóa chất. Năm 2024, tổng nhu cầu thị trường nội địa đạt khoảng 410.000 tấn (quy đổi 100%), trong khi nguồn cung trong nước chỉ mới đáp ứng 58,5%, thị trường nội địa vẫn còn nhiều dư địa để các doanh nghiệp xút trong nước mở rộng thị phần.

(2) Khoảng 15% sản lượng xút được HVT giữ lại để sản xuất Javen và Vi-Chlorine. Năm 2024, tỷ lệ giữ lại là 10,9% và dự kiến duy trì quanh mức 15% trong năm 2025 khi công suất Vi-Chlorine tăng gấp đôi và nhu cầu Javen cải thiện, qua đó giúp tỷ lệ tiêu thụ xút tiếp tục ổn định ở mức 85%.

► **Giá bán xút nội địa biến động mạnh do chịu áp lực cạnh tranh từ nguồn cung xút Trung Quốc**

Nhờ khoảng cách vận chuyển ngắn (chỉ cách cửa khẩu Lào Cai khoảng 250 km), **nguồn xuất từ Trung Quốc dễ dàng tiếp cận thị trường miền Bắc Việt Nam — khu vực tiêu thụ chính của HVT**. Trong năm 2024, Việt Nam nhập khẩu khoảng 100.000 tấn xuất các loại từ Trung Quốc, với tổng kim ngạch đạt 32 triệu USD; chiếm 41,8% tổng nguồn cung nhập khẩu. Sự xuất hiện của nguồn cung giá rẻ và dồi dào từ Trung Quốc đã chi phối giá xuất ở thị trường trong nước, các doanh nghiệp xuất nội địa phải linh hoạt để duy trì tính cạnh tranh so với hàng nhập khẩu.

Biểu đồ 21: Tương quan doanh thu mảng xuất của HVT và giá xuất giao ngay Trung Quốc

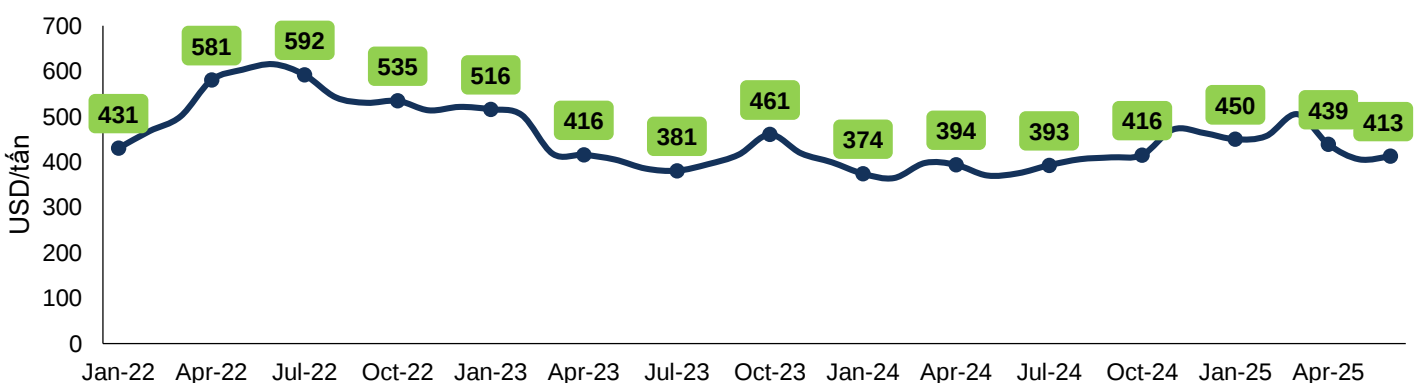


Nguồn: HVT, Bloomberg, FPTs tổng hợp

Giá bán xuất của HVT biến động theo chu kỳ cung – cầu, bám sát xu hướng giá xuất Trung Quốc. Trong giai đoạn 2019–2020, doanh thu mảng xuất của HVT chịu áp lực giảm do giá bán lao dốc. Nguyên nhân đến từ tác động kép của căng thẳng thương mại Mỹ - Trung và chính sách Zero-Covid tại Trung Quốc khiến các ngành công nghiệp tiêu thụ chính như alumina, giấy và dệt may đình trệ, tồn kho tăng mạnh. Hệ quả là giá xuất giao ngay tại Trung Quốc giảm xuống đáy 233 USD/tấn vào tháng 9/2020. Từ cuối 2021, khi dịch bệnh được kiểm soát tại nhiều nước trong khi Trung Quốc vẫn phong tỏa, nguồn cung xuất khẩu từ Trung Quốc bị hạn chế, dẫn đến tình trạng thiếu hụt và giá xuất bật tăng mạnh. Trong nửa cuối 2021, giá xuất rắn giao ngay tăng 92,8%; đạt trung bình 478 USD/tấn. Diễn biến này giúp giá bán xuất của HVT cải thiện rõ rệt trong năm 2022, cùng tác động kép từ nhu cầu nội địa phục hồi mạnh, giá bán xuất đã tăng 75,5% YoY. Tuy nhiên, từ nửa cuối 2022 trở đi, xu hướng này đảo chiều khi Trung Quốc dỡ bỏ phong tỏa vào tháng 12/2022, nguồn cung xuất khẩu lớn từ Trung Quốc đã kéo giá xuất trong nước giảm mạnh. Giá bán của HVT trong năm 2023 giảm 25–30% so với đầu năm, do áp lực cạnh tranh gia tăng từ xuất nhập khẩu.

Giá xuất Trung Quốc ghi nhận xu hướng phục hồi từ giữa năm 2024, xu hướng tiếp tục trong tương lai. Từ tháng 5/2024, giá xuất giao ngay tại Trung Quốc bắt đầu tăng trở lại, đạt 412,9 USD/tấn vào tháng 6/2025, tương đương mức tăng trung bình 0,8%/tháng. Trong 6 tháng đầu 2025, giá xuất nhập khẩu vào Việt Nam đạt bình quân 445 USD/tấn, cao hơn 10,4% so với năm 2024.

Biểu đồ 22: Biến động giá xuất rắn Trung Quốc (giá giao ngay)



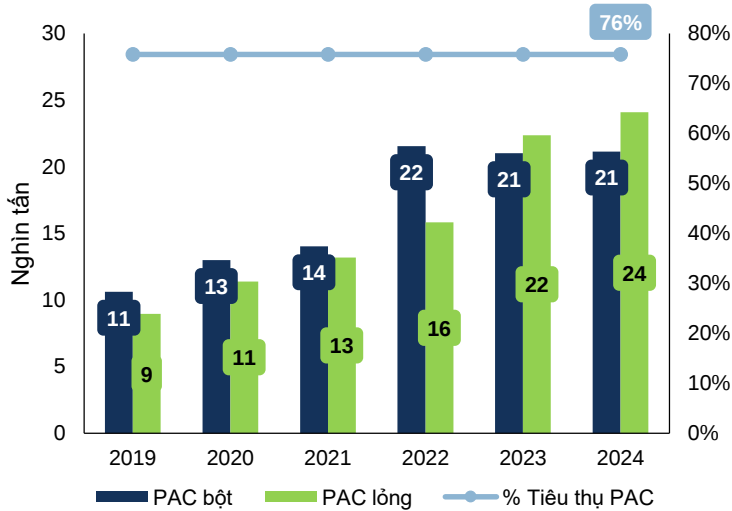
Nguồn: Bloomberg, FPTs tổng hợp

b. Mảng sản phẩm clo – Điểm nhấn trong chiến lược tăng công suất

Thông qua quá trình điện phân dung dịch muối, HVT sản xuất đồng thời xút và clo với tỷ lệ 1:0,887. Sau giai đoạn điện phân, phần lớn lượng clo sinh ra được kết hợp cùng xút và các nguyên liệu khác để sản xuất các sản phẩm gốc clo như: axit HCl, clo lỏng, nước Javen, phèn PAC dạng bột và lỏng, và gần đây là sản phẩm mới – chất khử trùng Vi-Chlorine dùng cho xử lý nước (*Phụ lục 5: Đặc điểm một số sản phẩm hóa chất của HVT*).

► Sản phẩm PAC – Ảnh hưởng tiêu thụ từ nguồn cung PAC giá rẻ từ Trung Quốc

Biểu đồ 23: Tỷ lệ tiêu thụ PAC của HVT giai đoạn 2019-2024



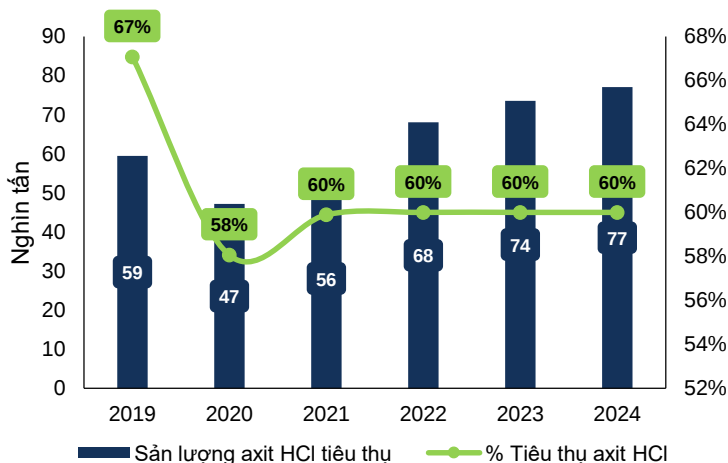
Nguồn: HVT, FPTS ước tính và tổng hợp

PAC là mảng sản phẩm đem lại doanh thu lớn nhất trong các sản phẩm gốc clo, chiếm 25,4% doanh thu năm 2024, và là nguồn tiêu thụ 41,5% lượng axit HCl tạo ra (~34,4% lượng clo sinh ra từ quá trình điện phân). PAC là loại chất khử trùng nguồn nước có ưu thế về hiệu quả keo tụ do chứa hàm lượng alumina cao (28-30%), phù hợp để xử lý các nguồn nước có đặc tính phức tạp như nước lợ, nước nhiễm phù sa hoặc có hàm lượng hữu cơ cao.

Chúng tôi ước tính sản phẩm PAC đang có khả năng tiêu thụ ước đạt khoảng 76%, do sản phẩm PAC nội địa đang chịu ảnh hưởng lớn từ PAC (dạng bột) nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ. Trong đó giá PAC của Trung Quốc là rẻ nhất do ưu thế về quy mô sản xuất lớn và chi phí thấp. Tại đầu năm 2025, giá PAC loại bột trắng của HVT đang cao hơn giá PAC của Trung Quốc và Ấn Độ lần lượt là 64,7% và 12,0%.

► Sản phẩm axit HCl – Nhu cầu các ngành công nghiệp hạ nguồn hạn chế, phải bán axit giá rẻ để tránh tồn kho

Biểu đồ 24: Tỷ lệ tiêu thụ axit HCl của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTS ước tính và tổng hợp

Axit HCl (nồng độ 37%), sản phẩm có CSTK lên tới 147.000 tấn/năm đang có **tỷ lệ tiêu thụ khoảng 60%**. Mặc dù có tiềm năng ứng dụng trong nhiều lĩnh vực như luyện kim, hóa dầu, thực phẩm và dược phẩm, nhưng thực tế, nhu cầu lại bị bó hẹp. Lý do chủ yếu đến từ việc nhiều doanh nghiệp lớn như Vedan đã chủ động tích hợp sản xuất HCl nội bộ; ngành thép áp dụng công nghệ thu hồi axit, và các ngành tiềm năng như hóa dầu, khai thác đất hiếm vẫn chưa có tín hiệu phát triển rõ rệt.

Để giải quyết lượng HCl dư thừa, từ năm 2011, HVT đã chuyển một phần sản phẩm vào thị trường miền Nam. Tuy nhiên, cạnh tranh cao từ các nhà sản xuất hóa chất trong khu vực khiến giá bán HCl tại đây thường thấp hơn 50% so với mặt bằng bình quân.

► Sản phẩm clo mới đi vào thương mại, nhưng gặp khó trong mở rộng thị trường tiêu thụ

Từ tháng 5/2024, HVT đã đưa vào kinh doanh sản phẩm khử trùng Vi-Chlorine ($\text{Ca}(\text{ClO})_2$), chủ yếu phục vụ xử lý nước sinh hoạt, hồ bơi và nuôi trồng thủy sản. Xét về cạnh tranh, Vi-Chlorine có ưu thế cả về chất lượng (ổn định hơn sản phẩm Chlorine cá heo từ Trung Quốc) và giá thành (thấp hơn 27% so với hàng Aquafit nhập khẩu).

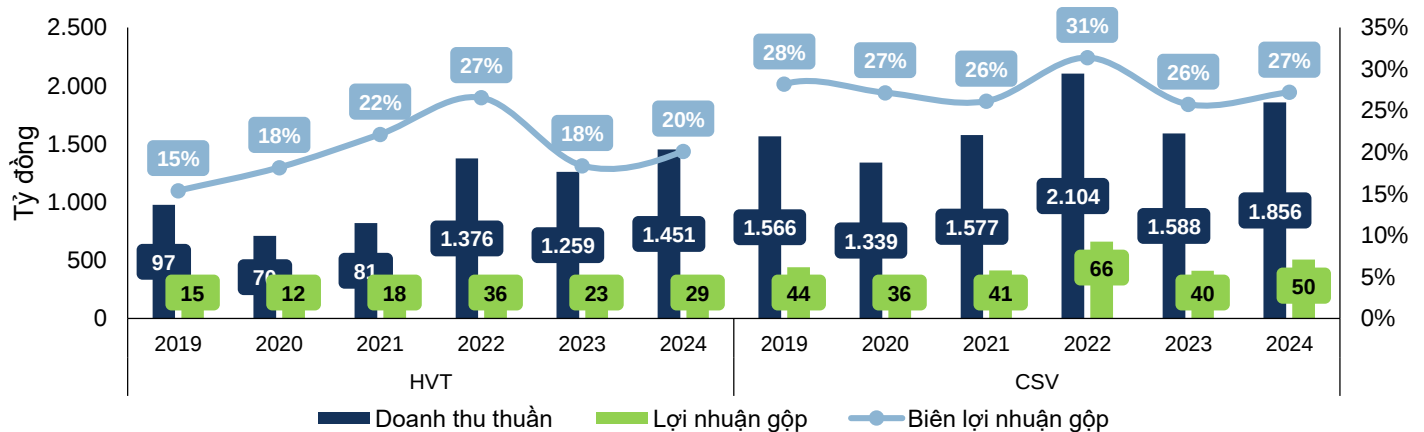
từ Ấn Độ). Tuy nhiên, **mức độ chấp nhận sản phẩm trong nước hiện vẫn còn hạn chế do tâm lý chuộng hàng ngoại nhập tồn tại trong nhóm khách hàng mục tiêu.**

Về triển vọng trung dài hạn, **nhu cầu đối với các sản phẩm khử trùng nước vẫn duy trì xu hướng tăng** nhờ tốc độ đô thị hóa, yêu cầu cao hơn về chất lượng nước sinh hoạt, cùng với sự phát triển mạnh mẽ của ngành nuôi trồng thủy sản tại Đồng bằng sông Cửu Long – khu vực mà HVT đang nghiên cứu và tập trung tiêu thụ sản phẩm này. HVT đặt kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 400–500 tấn/tháng trong năm 2025, song lượng tiêu thụ hiện tại mới chỉ chiếm khoảng 3% tổng lượng clo phát sinh từ quá trình điện phân.

III. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Biên lợi nhuận thấp của HVT thấp do đặc thù địa lý và áp lực tiêu thụ sản phẩm clo

Biểu đồ 25: Doanh thu và lợi nhuận gộp của HVT và CSV



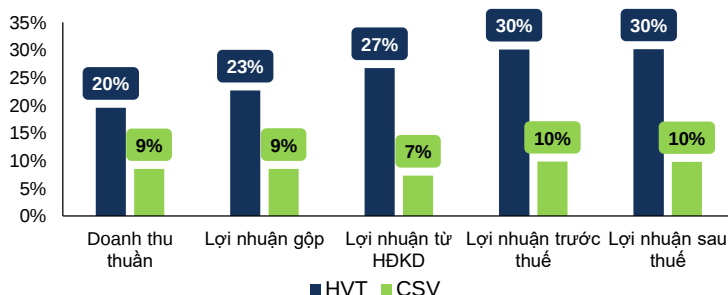
Nguồn: HVT, CSV, FPTIS tổng hợp

HVT và CSV là hai doanh nghiệp sản xuất và kinh doanh xút được niêm yết trên sàn chứng khoán. Trong đó, HVT tập trung kinh doanh mảng xút – clo, chủ yếu hoạt động tại thị trường miền Bắc. Còn CSV có quy mô doanh thu và lợi nhuận lớn hơn, và mảng kinh doanh đa dạng hơn, ngoài xút – clo (chiếm 56% doanh thu năm 2024) còn kinh doanh thêm mảng lưu huỳnh và phốt pho, chủ yếu cung cấp các sản phẩm hóa chất cho thị trường miền Nam.

Mặc dù có chung mảng kinh doanh chiến lược là xút – clo, **biên lợi nhuận gộp của HVT thấp hơn CSV khoảng 5–7 đpt.** Nguyên nhân chính đến từ các yếu tố đặc thù về thị trường và vị trí địa lý:

- (1) Giá xút trong nước hiện vẫn chịu ảnh hưởng lớn từ giá xút Trung Quốc. Do **HVT nằm ở miền Bắc – khu vực chịu tác động nhanh và rõ rệt hơn từ nguồn cung Trung Quốc** – nên giá bán xút của HVT thường xuyên biến động bất lợi hơn so với CSV.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ axit HCl tại miền Bắc hiện ~ 70% tổng công suất thiết kế của các nhà máy sản xuất clo – axit trong khu vực, khiến **HVT phải đưa lượng axit dư thừa vào tiêu thụ tại miền Nam với mức giá thấp hơn đến 50% so với thị trường miền Bắc**, gây ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Biểu đồ 26: Tốc độ tăng trưởng của HVT và CSV

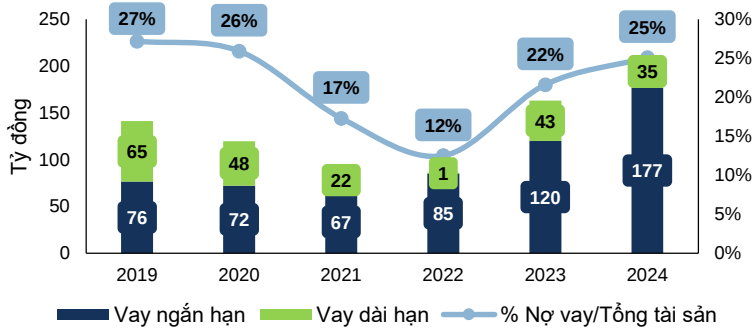


Nguồn: HVT, CSV, FPTIS tổng hợp

Tuy có quy mô bé hơn nhưng **tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp của HVT có phần nhỉnh hơn CSV nhờ liên tục mở rộng công suất sản xuất trong các năm gần đây**, nhưng lợi thế này chưa thực sự chuyển hóa thành hiệu quả lợi nhuận. Trong khi đó, việc mở rộng công suất của CSV đang bị chậm tiến độ do vướng mắc quy hoạch tại dự án di dời nhà máy về KCN Nhơn Trạch 6 – dù doanh nghiệp đã hoàn tất chi phí thuê đất.

2. Tỷ lệ nợ vay cao so với CSV do đầu tư dự án chất khử trùng mới

Biểu đồ 27: Cơ cấu nợ vay của HVT giai đoạn 2019-2024

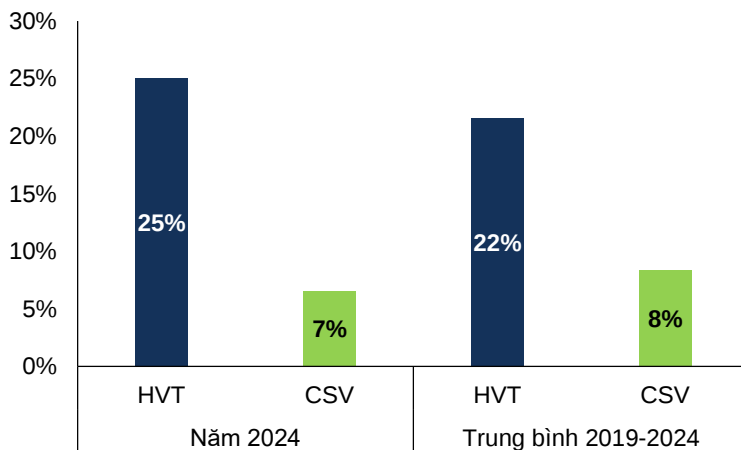


Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Cơ cấu **nợ vay** của HVT hiện chủ yếu **tập trung vào các khoản vay ngắn hạn phục vụ nhu cầu vốn lưu động** cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Từ năm 2019, sau khi hoàn tất quá trình đầu tư và vận hành đồng bộ dây chuyền sản xuất xút – clo, tỷ trọng nợ dài hạn trong tổng nợ vay đã có xu hướng giảm dần. Năm 2023, HVT bắt đầu phát sinh thêm các khoản vay dài hạn mới để tài trợ cho dự án đầu tư dây chuyền sản xuất chất khử trùng công suất 9.000 tấn/năm, với thời hạn thời gian đáo hạn vào năm 2027.

Biểu đồ 28: Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của HVT và CSV

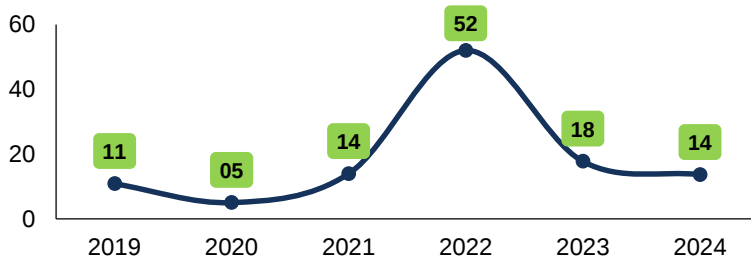


Nguồn: HVT, CSV, FPTS tổng hợp

So sánh với CSV, cấu trúc nợ vay của HVT có sự khác biệt đáng kể. **CSV đã không phát sinh thêm khoản vay dài hạn kể từ năm 2021 do đang trong quá trình di dời nhà máy.** Phần lớn nợ vay hiện tại của CSV chỉ phục vụ nhu cầu hoạt động kinh doanh thông thường, khiến **tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản của CSV duy trì ở mức thấp hơn đáng kể so với HVT.**

Theo kế hoạch, các khoản vay dài hạn của HVT sẽ đáo hạn vào năm 2027. Sau thời điểm này, tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản dự kiến duy trì quanh mức 14–17%. Nhờ vậy, áp lực chi phí tài chính sẽ giảm dần, giúp HVT có thêm nguồn lực tập trung vào dự án xây dựng nhà máy mới tại KCN Trung Hà.

Biểu đồ 29: Khả năng chi trả lãi vay của HVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Dù vậy, nhờ hiệu quả kinh doanh ổn định, khả năng thanh toán lãi vay của HVT duy trì ở mức cao, trên 10 lần, cho thấy **áp lực chi phí tài chính hiện chưa đáng lo ngại.**

IV. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

1. Triển vọng kinh doanh

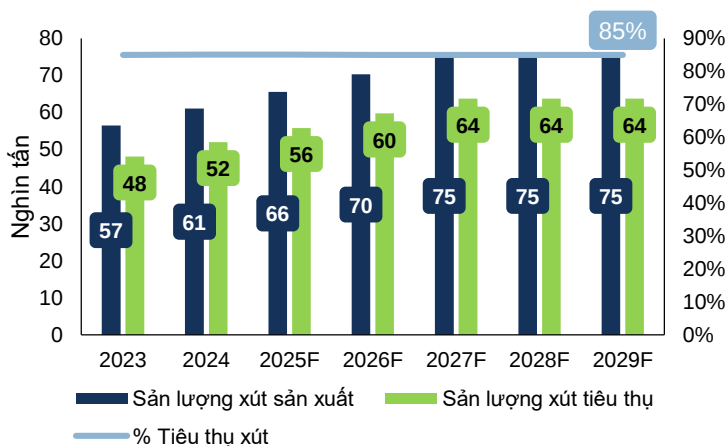
a. Triển vọng doanh thu

► Nhu cầu tiêu thụ xút tích cực, nhưng đối mặt giới hạn về công suất sản xuất [\(quay lại\)](#)

Trong bối cảnh các ngành công nghiệp hạ nguồn đang mở rộng quy mô, nhu cầu tiêu thụ xút tại Việt Nam được kỳ vọng tiếp tục tăng mạnh trong năm 2025 và các năm sau đó. **Ước tính trong giai đoạn 2025–2030, tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của toàn thị trường đạt khoảng 10%/năm.**

- (1) Ngành giấy và bột giấy, chiếm đến 48% tổng nhu cầu xút, dẫn dắt tăng trưởng với tốc độ 11,8–13,8%/năm nhờ xu hướng tiêu dùng bền vững và thương mại điện tử toàn cầu phát triển.
- (2) Ngành luyện nhôm, 19% nhu cầu tiêu thụ xút, cũng cho triển vọng tích cực khi thị trường nhôm Việt Nam dự báo đạt giá trị 7,3 tỷ USD vào năm 2030 với CAGR ~10%. Sự thay thế nhôm cho thép không gỉ trong ngành ô tô, điện tử và việc mở rộng công suất tổ hợp alumin Nhân Cơ – Tân Rai lên 2 triệu tấn/năm là những động lực tăng trưởng chính. Đáng chú ý, nếu chuỗi giá trị alumina trong nước mở rộng thành công, HVT có thể tận dụng nguồn cung bột nhôm hydroxit nội địa – một đầu vào quan trọng của HVT hiện vẫn phải nhập khẩu từ Trung Quốc – giúp giảm thiểu rủi ro chi phí nguyên vật liệu.
- (3) Ngành dệt may, chiếm 10% tiêu thụ xút, cũng duy trì đà tăng trưởng ổn định với mục tiêu kim ngạch xuất khẩu tăng 7,0%/năm đến năm 2030, theo chiến lược phát triển ngành được Chính phủ phê duyệt.

Biểu đồ 30: Dự phóng sản lượng xút sản xuất & tiêu thụ



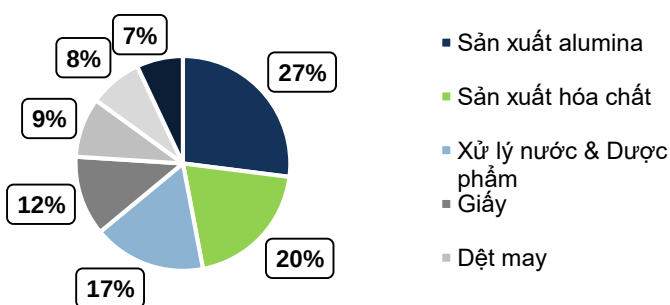
Nguồn: HVT, FPTS ước tính và tổng hợp

Chúng tôi dự phóng sản lượng xút sản xuất tăng 7,3% trong giai đoạn 2025-2027 từ nhu cầu xút lớn từ các ngành công nghiệp hạ nguồn. Năm 2027, sản lượng sản xuất sẽ đạt 100% công suất thiết kế, và không thể mở rộng công suất do quỹ đất mở rộng đã hết và quy hoạch địa phương không cho phép. Do đó, từ năm 2028 trở đi, sản lượng sản xuất sẽ không tăng thêm cho đến khi dự án nhà máy tại KCN Trung Hà được hoàn thành.

Sản lượng tiêu thụ ước tính vẫn giữ ở mức 85% do HVT giữ lại 15% lượng xút để sản xuất các sản phẩm clo như nước Javen, Vi-chlorine.

► Giá xút năm 2025 tiếp tục xu hướng tăng - động lực chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu [\(quay lại\)](#)

Biểu đồ 31: Nhu cầu xút nội địa Trung Quốc năm 2024



Nguồn: Hiệp hội ngành xút – clo Trung Quốc, FPTS tổng hợp

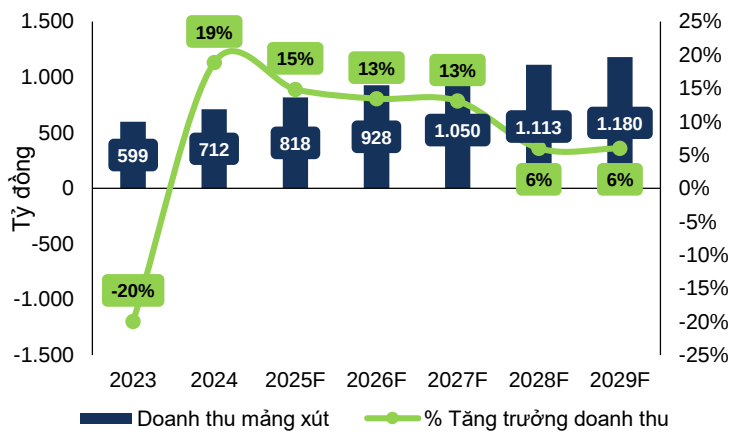
Tính đến cuối năm 2024, Trung Quốc có 172 nhà máy sản xuất xút – clo, với tổng công suất 43,66 triệu tấn/năm, tương ứng gần 47% nguồn cung toàn cầu. Trong đó, riêng nhu cầu tiêu thụ nội địa đã lên tới 40,6 triệu tấn, tập trung ở các ngành luyện alumina (27%), hóa chất (20%), giấy (12%) và dệt may (9%).

Trong bối cảnh thị trường Trung Quốc – nơi chi phối giá xút toàn cầu – vẫn giữ vai trò trung tâm cung ứng, giá xút tại Việt Nam chịu ảnh hưởng lớn từ biến động cung cầu ở quốc gia này.

Ngành sản xuất alumina – động lực tiêu thụ xút lớn nhất – được kỳ vọng đạt quy mô 60 tỷ USD vào năm 2030 (CAGR 3,4%), nhờ nhu cầu nhôm tăng cao từ lĩnh vực xe điện. Tuy nhiên, sự chuyển dịch sang sử dụng quặng bôxít nhập khẩu với hàm lượng kiềm thấp hơn đã khiến mức tiêu thụ xút trong sản xuất alumina có xu hướng giảm. Thêm vào đó, tình trạng dư cung tạm thời của alumina trên thị trường Trung Quốc cũng đang tạo áp lực lên cầu xút trong ngắn hạn.

Ngành công nghiệp hóa chất, trụ đỡ dài hạn cho nhu cầu xút, với mức tăng CAGR 5–7% đến năm 2029. Trong đó, các ngành hóa chất cơ bản như PVC, methanol và ethylene đang mở rộng công suất tới ít nhất năm 2027, trong khi hóa chất đặc dụng – đặc biệt là lithium hydroxit phục vụ pin xe điện – đang chứng kiến tăng trưởng mạnh nhờ xu hướng phát triển xe điện toàn cầu. Các lĩnh vực tiêu thụ khác như giấy và dệt may cũng duy trì đà tăng với CAGR 3,68% đến năm 2030.

Biểu đồ 32: Dự phóng doanh thu mảng xút của HVT



Nguồn: HVT, FPTs ước tính và tổng hợp

Tại Việt Nam, trong 6 tháng đầu năm 2025, giá xút nhập khẩu từ Trung Quốc đã tăng lên mức trung bình 445 USD/tấn, tăng 10,4% so với mức bình quân năm 2024.

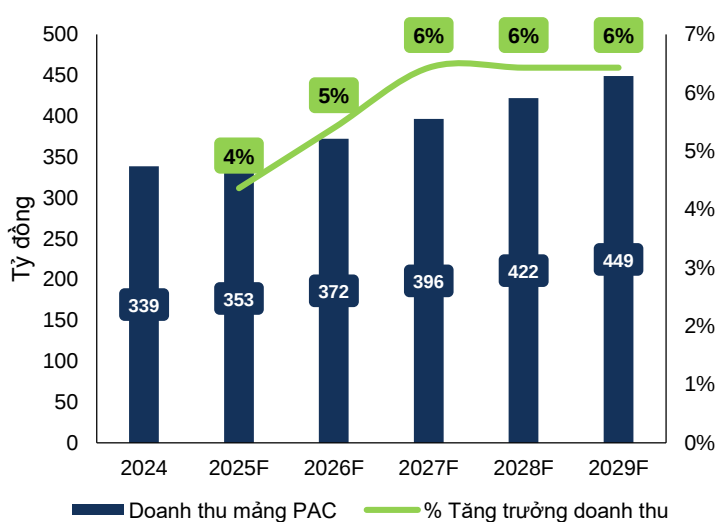
Dựa vào biến động giá xút Trung Quốc cùng với nhu cầu tiêu thụ xút nội địa, chúng tôi dự báo **giá bán bình quân của HVT trong năm 2025 tăng thêm 1 triệu đồng/tấn (+7,0% YoY), tăng ổn định 6%/năm** trong các năm tiếp theo.

Doanh thu mảng xút của HVT năm 2025 ước tính đạt 818 tỷ đồng (+14,9% YoY) và tăng trưởng với CAGR 9,6% giai đoạn 2025-2029, đóng vai trò là động lực chính duy trì tăng trưởng doanh thu trong trung hạn.

► Hạn chế về thị trường sản phẩm gốc clo, HVT đẩy mạnh tái cơ cấu để thoát khỏi áp lực dư cung

Dù clo là sản phẩm đồng phát sinh cùng với xút trong quá trình điện phân, nhưng thị trường tiêu thụ các sản phẩm gốc clo tại Việt Nam vẫn chưa phát triển tương xứng, dẫn đến tình trạng dư cung kéo dài. Điều này tạo ra áp lực lớn cho các nhà sản xuất như HVT trong việc tiêu thụ clo đầu ra.

Biểu đồ 33: Dự phóng doanh thu mảng PAC của HVT



Nguồn: HVT, FPTs ước tính và tổng hợp

PAC là mảng đem lại doanh thu chính của các sản phẩm gốc clo.

Chúng tôi dự phóng sản lượng sản xuất PAC trong giai đoạn 2025-2029 đạt mức CAGR 3,0%/năm, từ nhu cầu xử lý nước gia tăng bởi đô thị hóa và công nghiệp hóa nội địa cũng như trên toàn thế giới. Đồng thời sản lượng tiêu thụ giữ vững ở mức 76% do những tác động từ nguồn cung PAC giá rẻ của Trung Quốc.

Dự báo giá PAC sẽ có cùng biến động với giá bột nhôm đầu vào. **Năm 2025, giá PAC của HVT ước tính tăng nhẹ 1,0% YoY và giữ mức tăng 2-3% trong giai đoạn 2026-2029.**

Doanh thu mảng PAC của HVT năm 2025 ước tính đạt 353 tỷ đồng (+4,4% YoY) và tăng trưởng với CAGR 6,2% giai đoạn 2025-2029.

Một số sản phẩm clo khác như axit HCl (37%) – vốn có tiềm năng ứng dụng rộng rãi trong ngành thực phẩm, luyện kim, hóa dầu và dược phẩm – hiện đang gặp nhiều rào cản. Cụ thể:

- (1) Ngành thực phẩm, vốn từng tiêu thụ lượng lớn axit HCl, hiện đã chuyển sang tự chủ nguồn cung nhờ các doanh nghiệp lớn như Vedan tích hợp nhà máy sản xuất xút riêng.
- (2) Ngành thép, nơi axit HCl được sử dụng để tẩy rỉ bề mặt, cũng đã đầu tư công nghệ thu hồi axit, làm giảm đáng kể nhu cầu mua ngoài.
- (3) Các lĩnh vực tiềm năng dài hạn như hóa dầu và khai thác đất hiếm vẫn chưa phát triển tại Việt Nam. Đặc biệt, hạn chế trong công nghệ lọc dầu và khung pháp lý chưa rõ ràng cho khai thác đất hiếm khiến nhu cầu clo vẫn bị kìm hãm.

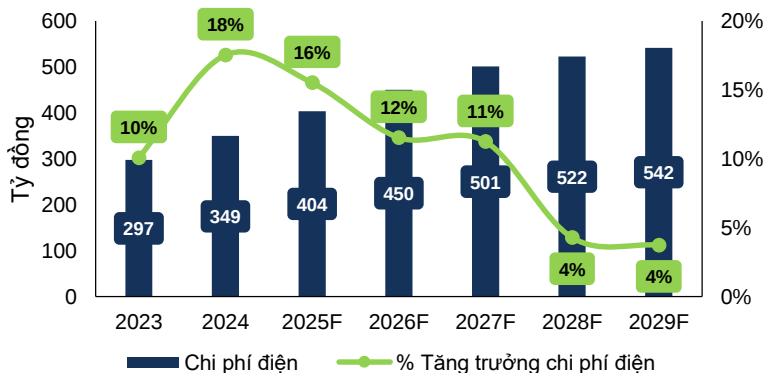
HVT dự kiến dừng sản xuất axit từ năm 2025 nhằm hạn chế chế tình trạng dư thừa clo chưa có đầu ra. Đồng thời, doanh nghiệp công bố về việc đang nghiên cứu và có kế hoạch thay thế sản phẩm axit HCl bằng một sản phẩm clo mới có khả năng tiêu thụ clo cao hơn và giá bán tốt hơn so với sản phẩm axit HCl. Thời điểm nghiên cứu bắt đầu từ tháng 6/2025 và mục tiêu triển khai sản phẩm mới vào cuối năm 2025.

Bên cạnh đó, doanh nghiệp cũng đã bước đầu thử nghiệm tái cơ cấu danh mục sản phẩm thông qua sản phẩm clo Vi-Chlorine – chất khử trùng nguồn nước có chất lượng tốt hơn và giá thành rẻ hơn so với hàng nhập khẩu, bắt đầu kinh doanh từ tháng 5/2024. Tuy nhiên, do thói quen tiêu dùng lâu năm của thị trường, mức tiêu thụ trong năm vừa qua vẫn chưa cao. HVT đặt mục tiêu tăng gấp đôi công suất sản xuất Vi-Chlorine trong năm 2025, vừa để giải quyết bài toán dư thừa clo, vừa tạo thêm một dòng doanh thu mới cho doanh nghiệp.

b. Triển vọng biên lợi nhuận gộp

► Chi phí điện duy trì mức tăng do nhu cầu xút tiêu thụ tăng 7-8%/năm và giá điện bình quân tăng 4%/năm

Biểu đồ 34: Dự phóng chi phí điện năng của HVT



Nguồn: HVT, FPTs tổng hợp và ước tính

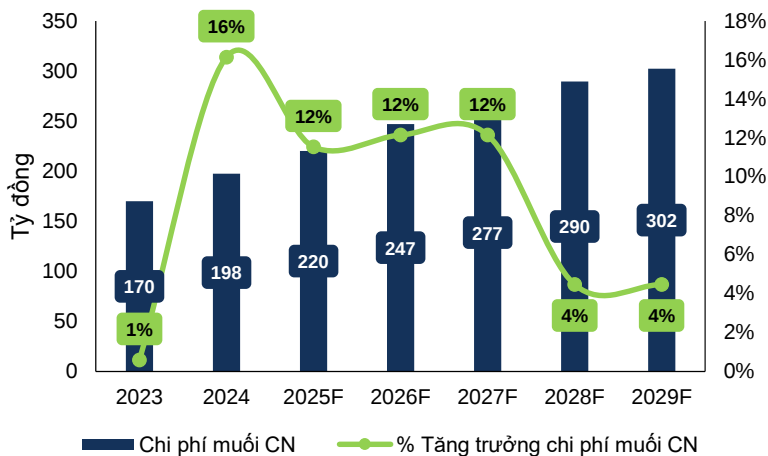
Ngày 7/5/2025, EVN tiếp tục điều chỉnh giá, nâng mức giá điện bình quân lên 2.204 đồng/kWh, do chi phí sản xuất điện tăng và nhằm thực hiện theo định hướng của Quy hoạch điện VIII. **Chúng tôi dự phóng chi phí điện năm 2025 đạt 404 tỷ đồng (+15,5% YoY), làm lợi nhuận gộp giảm tương ứng 4,7% trong điều kiện các yếu tố khác không đổi.**

Từ năm 2025, tốc độ tăng chi phí điện dự báo giảm dần do sản lượng điện tiêu thụ không đổi khi HVT đã đạt công suất thiết kế tối đa từ năm 2025. **Trung bình giai đoạn 2025–2029, chi phí điện tăng với CAGR 7,6%/năm.**

► Giá muối công nghiệp nhập khẩu tăng do nhu cầu lớn từ các ngành công nghiệp hạ nguồn

Giai đoạn 2025-2029, nguồn cung muối của Ấn Độ được kỳ vọng duy trì tăng trưởng ổn định khoảng 1,0%/năm, đạt quy mô 31,7 triệu tấn vào năm 2029, nhờ vào sự mở rộng của các nhà máy chế biến công nghiệp và ứng dụng công nghệ kết tinh bằng năng lượng mặt trời trong sản xuất muối.

Nhu cầu muối công nghiệp nội địa tại Ấn Độ đang được thúc đẩy bởi sự mở rộng của các ngành công nghiệp hạ nguồn như sản xuất xút-clo, tinh luyện alumina, hóa chất, dệt nhuộm và giấy, với tốc độ tăng trưởng về nhu cầu muối dự kiến đạt 2-3% trong giai đoạn 2025-2029.

Biểu đồ 35: Dự phóng chi phí muối công nghiệp của HVT


Nguồn: Tổng cục Ngoại thương Ấn Độ, FPTs ước tính và tổng hợp

Trên cơ sở diễn biến giá muối nhập khẩu từ Ấn Độ, chúng tôi dự báo giá muối công nghiệp sẽ tăng ổn định với tốc độ CAGR khoảng 2–3% trong giai đoạn 2025–2029. Theo đó, **chi phí nguyên liệu muối của HVT trong năm 2025 được ước tính tăng khoảng 11,5%, kéo theo mức giảm lợi nhuận gộp tương ứng 2,0%** trong điều kiện các yếu tố khác không đổi.

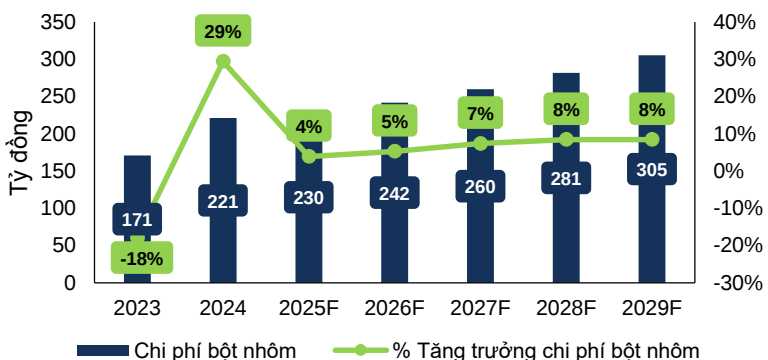
Tuy nhiên, do khối lượng muối tiêu thụ phụ thuộc trực tiếp vào sản lượng xút sản xuất, từ năm 2027 trở đi – khi toàn bộ dây chuyền điện phân của công ty vận hành tối đa công suất – mức tăng chi phí muối sẽ dần chững lại. **Trong cả giai đoạn 2025–2029, chi phí muối dự kiến tăng với tốc độ CAGR khoảng 8,2%/năm.**

► Giá bột nhôm Trung Quốc ghi nhận xu hướng giảm trong ngắn hạn do dư thừa nguồn cung alumina, phục hồi trở lại từ năm 2027

Hiện tại, Trung Quốc là nhà sản xuất bột nhôm hydroxit lớn nhất thế giới, với sản lượng năm 2024 đạt khoảng 3,8 triệu tấn và tốc độ tăng trưởng kép 5,3%/năm trong giai đoạn 2012–2024. Trong năm 2025, nước này dự kiến đưa vào vận hành thêm 13,4 triệu tấn công suất alumina – sản phẩm sau khi nung bột nhôm hydroxit ở nhiệt độ cao – tuy nhiên mức tăng này đang vượt quá nhu cầu thực tế do Chính phủ Trung Quốc vẫn duy trì hạn ngạch công suất luyện nhôm ở mức 45 triệu tấn/năm nhằm kiểm soát ô nhiễm và tối ưu chi phí sản xuất. Ước tính đến năm 2026, thặng dư alumin nội địa Trung Quốc sẽ duy trì ở mức dưới 1 triệu tấn.

Ở chiều ngược lại, nhu cầu bột nhôm hydroxit vẫn được đánh giá khả quan với tốc độ tăng trưởng 4–6%/năm đến năm 2030, nhờ xu hướng mở rộng ứng dụng trong xử lý nước, dược phẩm, thay thế cấu trúc anot của pin thế hệ mới, và đặc biệt là tiềm năng sản xuất vật liệu chống cháy cho xe điện.

Trong bối cảnh nguồn cung alumina dư thừa trong ngắn hạn, giá bột nhôm hydroxit tại Trung Quốc dự kiến sẽ điều chỉnh giảm nhẹ trong giai đoạn 2025–2026. Tuy nhiên, khi nguồn cung dư thừa được hấp thụ và nhu cầu từ các ngành hạ nguồn gia tăng, giá nguyên liệu này có thể ổn định trở lại từ năm 2027 và tiếp tục xu hướng tăng trong các năm sau đó.

Biểu đồ 36: Dự phóng chi phí bột nhôm hydroxit của HVT


Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, FPTs ước tính và tổng hợp

Chúng tôi dự phóng giá bột nhôm sẽ giảm 2,0% YoY trong năm 2025, do tình trạng hạn chế nhu cầu alumina trong ngắn hạn ở thị trường Trung Quốc sẽ kéo theo giá bột nhôm giảm. **Từ năm 2027**, khi cung cầu thị trường alumina cân bằng trở lại, **giá bột nhôm được kỳ vọng tăng ổn định 2-3%/năm.**

Trên cơ sở đó, **chi phí bột nhôm hydroxit của HVT năm 2025 được dự báo tăng 4,2%, làm lợi nhuận gộp giảm tương ứng 0,7%** trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Giai đoạn 2025–2029, **chi phí bột nhôm được kỳ vọng tăng với tốc độ CAGR khoảng 7,2%/năm.**

2. Yếu tố theo dõi - Bước đột phá dài hạn từ nhà máy mới, nhưng phụ thuộc vào tiến độ cơ chế và nguồn lực [\(quay lại\)](#)

Để hiện thực hóa chiến lược mở rộng quy mô và nâng cao năng lực cạnh tranh trong ngành hóa chất, HVT đang triển khai kế hoạch đầu tư một nhà máy sản xuất mới tại Khu công nghiệp Trung Hà (Phú Thọ) – nằm cách nhà máy hiện tại khoảng 15 km, có công suất 150.000 – 250.000 tấn xút/năm. Dự án phù hợp với quy hoạch phát triển công nghiệp hóa chất của tỉnh³, và đã được địa phương phê duyệt vị trí xây dựng trong khu công nghiệp.

Theo kế hoạch, doanh nghiệp sẽ hoàn tất việc lập dự án và xin chủ trương đầu tư trong năm 2026, tạo cơ sở pháp lý và nguồn lực để tiến hành các thủ tục mua hoặc thuê đất. Tổng vốn đầu tư dự kiến là 3.000 tỷ đồng, trong đó HVT sẽ sử dụng khoảng 1.000 tỷ đồng vốn tự có, phần còn lại huy động từ nguồn vay trong tập đoàn hoặc phát hành cổ phiếu tùy theo điều kiện thị trường và phương án tài chính tối ưu.

Tuy nhiên, tiến độ triển khai dự án vẫn còn phụ thuộc đáng kể vào năng lực điều phối và nguồn lực của tỉnh Phú Thọ, nên mốc hoàn thành có thể dao động từ năm 2030 đến chậm nhất là 2035. Khi đi vào vận hành, nhà máy mới kỳ vọng sẽ đóng góp đáng kể vào quy mô doanh thu, nâng tổng doanh thu hàng năm của doanh nghiệp lên mức 5.000 tỷ đồng, tạo nền tảng tăng trưởng dài hạn cho HVT.

³ Theo [Kế hoạch phát triển ngành công nghiệp hóa chất tỉnh Phú Thọ giai đoạn 2021-2030, định hướng đến năm 2040](#)

B. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG NĂM 2025

Dựa trên những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và tình hình tài chính của HVT, chúng tôi trình bày kết quả kinh doanh của HVT cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	Dự phóng CAGR 2025-2029	Giải định
		Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của HVT trong năm 2025 đạt 1.630 tỷ đồng (+12,4% YoY) từ tăng trưởng doanh thu của các mảng sản phẩm chủ yếu. Doanh thu mảng xút năm 2025 ước đạt 818 tỷ đồng (+14,9% YoY) nhờ vào: (1) Sản lượng tiêu thụ mảng xút tăng 7,3% YoY từ nhu cầu đối với các ngành công nghiệp hạ nguồn nội địa tăng trở lại. (2) Giá bán bình quân dự kiến tăng 7,0% YoY từ những xu hướng trái chiều về nhu cầu xút của các ngành công nghiệp hạ nguồn bên Trung Quốc, đáng chú ý là ngành sản xuất alumina và ngành hóa chất. Sau năm 2027, khi sản lượng sản xuất chạm CSTK tối đa, dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ không tăng trưởng cho đến khi nhà máy mới được xây dựng xong. Doanh thu mảng clo năm 2025 ước đạt 665 tỷ đồng (+7,0% YoY), trong đó mảng PAC (chiếm tỷ trọng 23,8% doanh thu năm 2025) ước đạt doanh thu 353 tỷ đồng (+4,4% YoY) nhờ động lực đến từ: (1) Nhu cầu PAC các loại tăng 3,0%/năm trong giai đoạn 2025-2029 do nhu cầu xử lý nước tăng từ quá trình đô thị hóa và mở rộng công nghiệp nội địa. (2) Giá PAC các loại năm 2025 dự kiến tăng 1,0%, biến động cùng chiều với biến động giá bột nhôm đầu vào.
Tăng trưởng doanh thu	+8,0%/năm	
		Chúng tôi ước tính dựa trên tác động của 3 chi phí đầu vào chính: điện (34% chi phí NNL), muối (19%) và bột nhôm (22%). Giá điện trong giai đoạn dự tính sẽ có CAGR 4%/năm, dựa vào dự thảo Quy hoạch điện VIII khi đặt ra các giả thiết giá điện trung bình có thể tăng 4-5% trong giai đoạn 2025-2030. Giá muối có xu hướng tăng ổn định khoảng 2,5% năm dựa vào nhu cầu tiêu thụ của các ngành công nghiệp hạ nguồn. Giá bột nhôm có xu hướng giảm 2,0% trong năm 2025 do tình trạng dư nguồn cung alumina trong ngắn hạn, sau đó từ 2027, giá bột nhôm dự kiến ổn định trở lại với mức tăng 2-3%/năm.
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	+9,5%/năm	

C. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu HVT với mức giá mục tiêu là **39.900 VNĐ/cp**, cao hơn **16,3%** so với mức giá đóng cửa ngày 30/06/2025.

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)	39.747	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	39.991	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		39.900	

Thay đổi giả định mô hình DCF

Giả định mô hình	06/2025	Giả định mô hình	06/2025
WACC	10,7%	Phần bù rủi ro	9,88%
Chi phí sử dụng nợ	6,2%	Hệ số Beta đòn bẩy	0,98
Chi phí sử dụng VCSH	12,7%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,08%	Thời gian dự phóng	5 năm
CAGR DTT 2025 - 2030	8,0%	CAGR LNST 2025 - 2030	13,6%

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		1,05
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		2,0%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		1.268.118
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		58.589
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		211.664
(-) Cổ tức đã trả trong năm (triệu VNĐ)		16.482
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.098.560
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		27,47
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		39.991
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.091.866
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		39.747

D. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.259	1.451	1.630	1.803
- Giá vốn hàng bán	(1.027)	(1.159)	(1.308)	(1.442)
Lợi nhuận gộp	231	292	323	361
- Chi phí bán hàng	(87)	(103)	(122)	(135)
- Chi phí quản lí DN	(52)	(64)	(72)	(79)
Lợi nhuận thuần HĐKD	92	126	129	147
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(3)	(10)	(11)	(9)
- Lợi nhuận khác	2	(0)	(1)	(1)
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	91	115	117	137
- Chi phí lãi vay	(5)	(9)	(12)	(13)
Lợi nhuận trước thuế	86	106	105	124
- Thuế TNDN	(18)	(21)	(21)	(25)
LNST công ty mẹ	68	85	84	99
EPS (đ/cp)	5.542	6.941	3.047	3.607

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18,4%	20,1%	19,8%	20,0%
Tỷ suất LNST	5,4%	5,8%	5,1%	5,5%
ROE DuPont	16,2%	19,8%	17,2%	19,6%
ROA DuPont	9,4%	10,6%	9,6%	11,0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	7,2%	7,9%	7,2%	7,6%
LNST/LNTT	78,9%	79,9%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	94,3%	92,0%	89,5%	90,6%
Vòng quay tổng tài sản	1,7x	1,8x	1,9x	2,0x
Đòn bẩy tài chính	1,7x	1,9x	1,8x	1,8x

CĐKT	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	23	34	129	122
+ Đầu tư TC ngắn hạn	53	25	0	0
+ Các khoản phải thu	161	188	182	238
+ Hàng tồn kho	140	137	164	167
+ Tài sản ngắn hạn khác	23	7	20	22
Tổng tài sản ngắn hạn	400	389	495	550
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.042	1.219	1.266	1.317
+ Khấu hao lũy kế	(729)	(779)	(880)	(984)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	313	441	386	333
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	15	10	12	13
Tổng tài sản dài hạn	355	455	402	350
Tổng tài sản	755	845	898	899
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	156	149	168	181
+ Vay và nợ ngắn hạn	120	177	136	171
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	36	28	31	34
Nợ ngắn hạn	313	354	335	387
+ Vay và nợ dài hạn	43	35	48	17
Nợ dài hạn	43	35	48	17
Tổng nợ	356	389	383	404
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	110	110	275	275
+ LN chưa phân phối	105	142	175	131
Vốn chủ sở hữu	399	456	515	496
Tổng cộng nguồn vốn	755	845	898	899

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,3x	1,1x	1,5x	1,4x
Chỉ số thanh toán nhanh	0,8x	0,7x	1,0x	1,0x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,2x	0,2x	0,4x	0,3x
Nợ / Tài sản	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x
Nợ / VCSH	0,9x	0,9x	0,7x	0,8x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,8x	0,8x	0,7x	0,8x
Nợ dài hạn / VCSH	0,1x	0,1x	0,1x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	17,6x	12,5x	9,5x	10,6x

Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày phải thu	46,65	43,92	41,36	42,47
Số ngày tồn kho	49,46	43,49	42,00	42,00
Số ngày phải trả	53,19	48,11	44,22	44,10
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	42,92	39,30	39,15	40,38
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	7,4x	8,3x	9,6x	8,8x

E. PHỤ LỤC

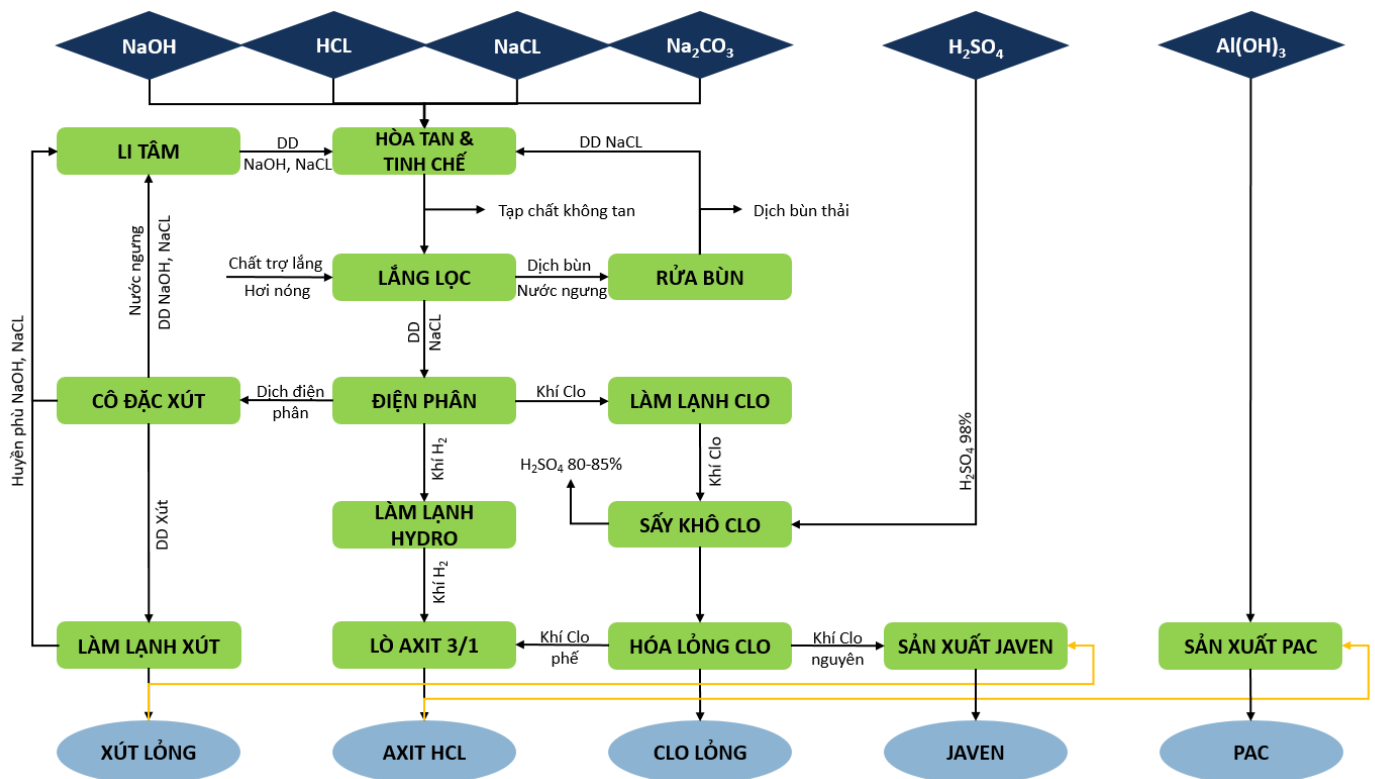
Phụ lục 1: Đặc điểm ngành muối công nghiệp Việt Nam [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Để đảm bảo chất lượng điện phân, muối sử dụng cần đạt độ tinh khiết cao, với hàm lượng NaCl từ 98% trở lên, hàm lượng tạp chất (Ca^{2+} , Mg^{2+}) thấp, đồng thời có độ khô đạt chuẩn. Tuy nhiên, do hạn chế về quy mô sản xuất và trình độ công nghệ, phần lớn muối công nghiệp sử dụng trong nước phải đi nhập khẩu.

Ngành muối công nghiệp nội địa hiện vẫn chủ yếu sử dụng phương pháp phơi nước biển trên nền bạt nhựa/bê tông, với mức độ cơ giới hóa còn thấp. Trong khi đó, các quốc gia có ngành muối phát triển như Úc, Ấn Độ, Trung Quốc đã ứng dụng công nghệ kết tinh tiên tiến từ nước biển hoặc nước ngầm, đi kèm hệ thống thiết bị cơ giới hiện đại như máy gặt muối, băng chuyền tự động và hệ thống đóng gói tự động.

Nguồn cung muối công nghiệp trong nước hiện chưa đáp ứng đủ nhu cầu về chất lượng cho các doanh nghiệp sản xuất hóa chất như HVT, khiến doanh nghiệp vẫn phải phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Tại Việt Nam, ba tỉnh ven biển Ninh Thuận, Bình Thuận và Khánh Hòa là trung tâm sản xuất muối công nghiệp lớn nhất với tổng diện tích khoảng 3.552 ha, chiếm gần 30% tổng diện tích muối cả nước và cung cấp sản lượng trung bình khoảng 250.000 - 350.000 tấn/năm. Trong khi mảng muối thủ công đang suy giảm mạnh do tác động từ thời tiết, giá bán thấp và thiếu vốn đầu tư, thì mảng muối công nghiệp duy trì được sự ổn định về sản lượng. Tuy vậy, công nghệ sản xuất muối hiện nay vẫn chủ yếu dựa vào phương pháp phơi nước biển truyền thống, phụ thuộc nhiều vào điều kiện tự nhiên và thiếu hệ thống xử lý sau thu hoạch dẫn đến tỷ lệ muối đạt chuẩn công nghiệp còn thấp.

Phụ lục 2: Quy trình sản xuất của HVT [\(Trở về nội dung chính\)](#)



Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Phụ lục 3: Bảng so sánh các công nghệ điện phân xút-clo [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Chỉ tiêu	Điện phân bằng điện cực thủy ngân (Mercury cell)	Điện phân bằng màng ngăn (Diaphragm cell)	Điện phân bằng màng trao đổi ion (Membrane cell)
Nồng độ NaOH (%)	50 - 52%	12 - 14%	33 - 35%

Tỷ lệ tạp chất (ppm*)

NaCl	10 - 30	10.000 - 30.000	30 - 75
NaClO3	0,5 - 1	1.500 – 3.000	3 - 5
Na2CO3	200 - 600	1.000 – 2.000	300 - 600
Na2SO4	10 - 20	100 - 200	15 - 20

Điện năng tiêu thụ bình quân (kWh/1 tấn NaOH)

3.600	5.000	3.360
-------	-------	-------

Ưu điểm

NaOH có độ tinh khiết cao.

Chi phí đầu tư thấp.

Tiết kiệm điện năng.

Không sử dụng hóa chất độc hại.

Độ bền màng cao, ít bị ăn mòn hơn màng amiang.

Nhược điểm

Nguy cơ rò rỉ thủy ngân gây ô nhiễm môi trường nghiêm trọng.

Chi phí đầu tư, vận hành (xử lý chất thải) cao.

NaOH sau điện phân có nồng độ thấp.

Màng amiang độc hại, dễ tắc nghẽn và bị ăn mòn, cần thay thế thường xuyên.

Điện năng tiêu thụ cao.

Yêu cầu muối đầu vào có độ tinh khiết cao.

*ppm: 1/1.000.000 (một phần một triệu)

Nguồn: The Essential Chemical Industry, FPTs tổng hợp

Phụ lục 4: Quá trình phát triển công nghệ điện phân của HVT ([Trở về nội dung chính](#))

Thời gian	Công nghệ sử dụng	Dự án đầu tư
Trước 2010	Diaphragm – 10.000 tấn/năm	
2010	Diaphragm – 10.000 tấn/năm Membrane – 10.000 tấn/năm	Dự án "Đầu tư dây chuyền sản xuất xút Membrane": - Tổng vốn đầu tư = 125,08 tỷ đồng. - Đi vào hoạt động từ tháng 1/2010.
2016	Diaphragm – 10.000 tấn/năm Membrane – 30.000 tấn/năm	Dự án "Chuyển đổi công nghệ màng Membrane": - Tổng vốn đầu tư = 143,04 tỷ đồng. - Giai đoạn I đi vào hoạt động từ tháng 4/2015. - Giai đoạn II đi vào hoạt động từ tháng 1/2016.
2017	Diaphragm – 10.000 tấn/năm Membrane – 34.333 tấn/năm	- Áp dụng nghiên cứu chuyển đổi công nghệ ZGT (điện phân không khoảng cách) thay thế công nghệ NGT (điện phân khe hẹp) trong điện phân màng Membrane. - Nâng công suất sản xuất thêm 4.333 tấn/năm.
2020	Membrane – 45.000 tấn/năm	Dự án chuyển đổi công nghệ sản xuất xút, thống nhất hóa 100% dây chuyền bằng công nghệ Membrane:

- Tổng vốn đầu tư = 136,16 tỷ đồng.
- Chạy máy thành công vào cuối tháng 12/2019.

Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

Phụ lục 5: Đặc điểm một số sản phẩm hóa chất của HVT [\(Trở về nội dung chính\)](#)

Loại	Thành phần chính	Nồng độ	Ứng dụng
Xút lỏng	NaOH	20-50%	Sản xuất giấy/bột giấy, tẩy màu sợi vải, chế biến thực phẩm, sản xuất chất tẩy rửa, khai thác đất hiếm
Sản phẩm gốc clo			
Axit clohidric	HCl	10-37%	Tẩy rỉ kim loại, chế tạo nhựa PVC
Clo lỏng	Cl ₂	99,99%	Khử trùng nước sinh hoạt, nước uống, nước thải
Nước Javen	Cl	8-13%	Tẩy màu vải sợi, Tẩy trắng đồ dùng sinh hoạt Khử trùng nước sinh hoạt, bể bơi, nhà ở, bệnh viện, nhà xưởng
PAC			
PAC-w bột	Al ₂ O ₃	>= 28%	Xử lý nước thải sinh hoạt và công nghiệp (nước có tính kiềm)
PAC 31 bột	Al ₂ O ₃	>= 30%	Xử lý nước cấp dân dụng và công nghiệp
PAC-HB bột	Me ₂ O ₃ (Al, Fe)	>= 30%	Độ kiềm cao, xử lý nước khó xử lý như nước nhiều phù sa, nước nhiễm mặn, nước có hàm lượng hữu cơ cao
PAC-HB lỏng	Al ₂ O ₃	>= 10%	
PAC lỏng	Al ₂ O ₃	>= 10-17%	
Vi-CHLORine	Ca(ClO) ₂	>= 70%	Khử trùng ao đầm nuôi tôm, thủy sản

Nguồn: HVT, FPTS tổng hợp

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 HVT, 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.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 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, Tòa nhà 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