



# BÁO CÁO CHUỖ GIÁ TRỊ NGÀNH HÓA CHẤT - TIÊU DÙNG 2021

## CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH HÓA CHẤT – TIÊU DÙNG

### KHẢ QUAN

### CÂN BẰNG GIỮA LỢI NHUẬN VÀ RỦI RO

#### MỤC LỤC

#### Diễn Biến Ngành

Tổng quan thị trường VN	2
Bắt đầu trong năm 2020	4
Cập nhật Q1.2021	5

#### Triển Vọng Ngành

Thị trường NVL đầu vào	6
Triển vọng nhu cầu tiêu thụ	15

#### Lựa Chọn Cổ Phiếu

	Khuyến nghị	Up%
INN	MUA	42%
TLG	MUA	48%
DDV	MUA	24%

#### Phụ Lục I – INN

#### Phụ Lục II – TLG

#### Phụ Lục III – DDV

#### TRƯỞNG NHÓM PHÂN TÍCH

Ngô Duy Tài  
ndtai@vcbs.com.vn  
(+84) 345 406 727

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS  
[www.vcbs.com.vn/vn/Services/Analysis/Research](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/Analysis/Research)

#### ❖ DIỄN BIẾN NGÀNH

**VCBS đánh giá:** Ngành hóa chất Việt Nam đã trải qua một năm 2020 đầy khả quan nhờ vào diễn biến giá các nguyên vật liệu sụt giảm mạnh cùng với nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm đặc thù trong giai đoạn dịch bệnh.

Bước sang giai đoạn nửa đầu năm 2021, các yếu tố thúc đẩy tăng trưởng chung của ngành đã có sự thay đổi. Không còn hưởng lợi từ thị trường nguyên vật liệu hay nhu cầu các sản phẩm mới, thay vào đó sự gia tăng liên tục của giá cả hàng hóa đã tạo ra một sự tăng trưởng “đầy nghi ngờ”.

#### ❖ TRIỂN VỌNG NGÀNH

VCBS nhận thấy xu hướng giá hàng hóa tăng mạnh hiện tại là khó đoán định, khi giá hàng hóa không phản ánh đúng bản chất của Cung (thực tế) – Cầu (thực tế). Rất nhiều yếu tố khổng chế nguồn cung đang hiện diện tạo ra cơn tăng nóng của giá các loại hàng hóa.

**Vậy câu hỏi được đặt ra ở đây là lựa chọn cổ phiếu nào cho từng trường hợp cụ thể?**

**Kịch bản 1:** Nếu xu hướng giá hàng hóa chững lại hoặc quay đầu giảm, những doanh nghiệp nào sẽ vẫn giữ được tốc độ tăng trưởng?

VCBS lựa chọn những doanh nghiệp liên quan đến ngành **Hàng tiêu dùng** để đón đầu xu hướng tiêu dùng trở lại sau dịch. Ngoài ra, các doanh nghiệp này còn phải đáp ứng có **gia tăng năng lực sản xuất trong 2020 – 2021 nhưng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh**. Các doanh nghiệp có **sức mạnh giá hoặc lòng trung thành từ khách hàng cao** để đảm bảo được biên lợi nhuận gộp hoạt động.

**Kịch bản 2:** Ngược lại nếu xu hướng giá hàng hóa tiếp tục tăng, nhóm ngành hay doanh nghiệp nào sẽ tối đa hóa được tăng trưởng và định giá?

VCBS lựa chọn những doanh nghiệp có **biên lợi nhuận hoạt động mỏng** để tối ưu hóa tăng trưởng lợi nhuận khi giá bán thành phẩm tăng.

#### ❖ KHUYẾN NGHỊ

VCBS lựa chọn **BA** trong số các doanh nghiệp trong chuỗi giá trị ngành hóa chất – tiêu dùng cho triển vọng 2H.2021 và 1H.2022.

Trong **kịch bản 1**, VCBS lựa chọn **TLG & INN** là các doanh nghiệp triển vọng trong giai đoạn sắp tới khi cả 2 doanh nghiệp đều có các hoạt động mở rộng năng lực sản xuất và cải thiện trong sức khỏe tài chính.

VCBS khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu INN với mức giá mục tiêu **42,334 VNĐ/cp**.

VCBS khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TLG với mức giá mục tiêu **56,847 VNĐ/cp**.

Trong **kịch bản 2**, **DDV** là doanh nghiệp được VCBS lựa chọn dựa trên diễn biến giá phân DAP thế giới tăng trưởng tích cực do ảnh hưởng của cuộc chiến chip điện tử giữa Trung Quốc – Mỹ ảnh hưởng đến giá các sản phẩm thuộc chuỗi sau của quặng photpho. Ngoài ra, doanh nghiệp còn nhận được các động lực tăng giá từ các hoạt động M&A.

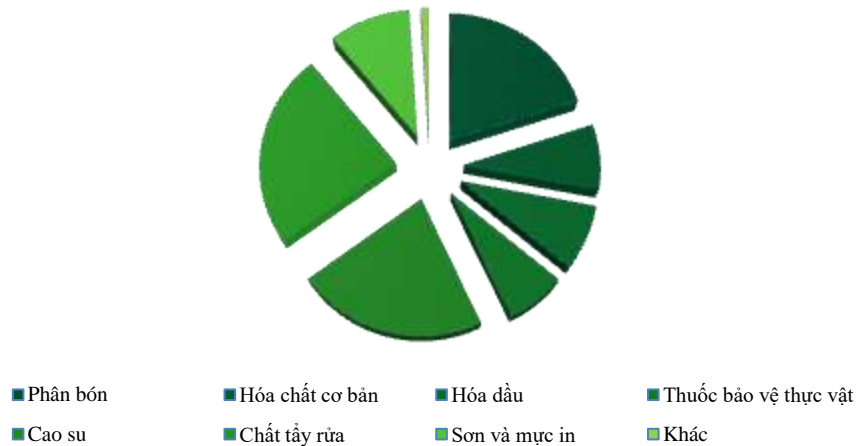
VCBS khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DDV với mức giá mục tiêu **20,275 VNĐ/cp**.

## DIỄN BIẾN NGÀNH HÓA CHẤT TRONG NƯỚC

### Tổng quan ngành Hóa chất Việt Nam

Ngành Hóa chất Việt Nam đóng một vai trò chủ đạo trong việc phát triển kinh tế vì đây là ngành cung cấp đầu vào cho một số ngành công nghiệp thiết yếu. Hiện nay Việt Nam đã phát triển đầy đủ các phân ngành của ngành công nghiệp hóa chất bao gồm: Phân bón và các hợp chất khác, xà phòng và chất tẩy rửa, nhựa nguyên sinh và cao su tổng hợp, hóa chất cơ bản, sơn và mực in, thuốc trừ sâu, sợi nhân tạo và các loại sản phẩm hóa học khác.

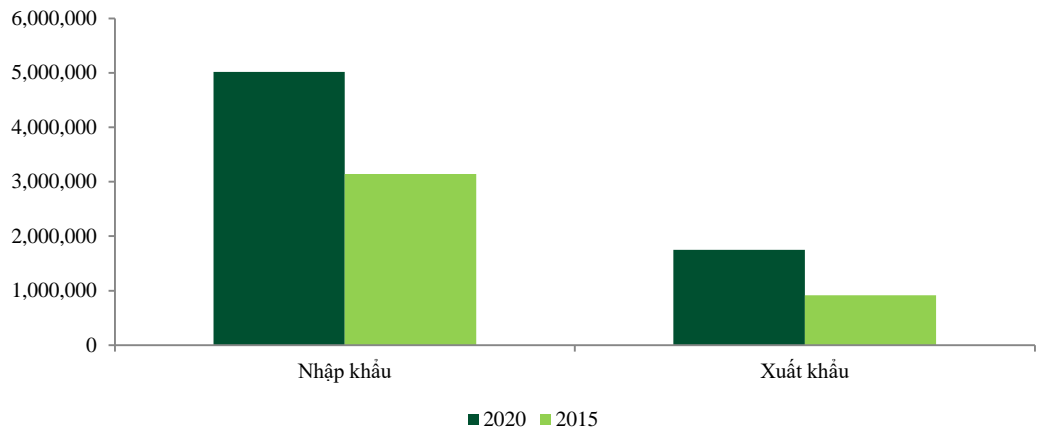
Cơ cấu ngành hóa chất



Nguồn: VCBS tổng hợp

Tuy nhiên Ngành Hóa Chất Việt Nam chưa phát triển để đáp ứng được nhu cầu ngày càng gia tăng trong nước. So sánh với Ngành Hóa Chất của các nước khác, chỉ số tăng trưởng của Ngành Hóa Chất Việt Nam thấp hơn tương đối. Chỉ số sản xuất hóa chất và sản phẩm hóa chất mỗi năm chỉ ở mức 6.5% trong khi tỉ lệ hàng tồn kho của ngành luôn tăng. Sản lượng ngành công nghiệp hóa chất được ước tính chỉ chiếm khoảng 10% tổng sản lượng công nghiệp cả nước. Với mức tăng trưởng và tỉ trọng khiêm tốn, Ngành Hóa Chất sẽ đối mặt với thách thức về nhu cầu đầu vào gia tăng nhanh trung bình 9-10%/năm trong ngành bao bì và dược phẩm.

Diễn biến xuất - nhập khẩu hóa chất



Nguồn: VCBS tổng hợp, Tổng cục Hải quan

Để phục vụ nhu cầu trong nước, 70 – 80% lượng hóa chất được nhập khẩu từ Trung Quốc. Theo Tổng cục Hải quan, tổng giá trị nhập khẩu của hóa chất và các sản phẩm hóa chất trong vòng 5 năm giai đoạn 2015 – 2020 tăng trưởng 59.6% đạt 1.87 tỷ USD. Trong khi giá trị xuất khẩu chỉ tăng 0.83

tỷ USD trong giai đoạn vừa qua, mặc dù tốc độ tăng trưởng tương đối đạt mức cao 90.3%. Về tỷ trọng các quốc gia trong cán cân xuất nhập khẩu với Việt Nam trong giai đoạn 2015-2020 không có quá nhiều thay đổi. Trong đó Trung Quốc vẫn là quốc gia chiếm tỷ trọng lớn trong nguồn cung nguyên vật liệu hóa chất thô đầu vào cho Việt Nam. Về mặt cơ cấu nguồn hóa chất nhập khẩu trong giai đoạn tiếp theo, VCBS cho rằng Trung Quốc vẫn sẽ là nguồn nhập khẩu hóa chất chính yếu. Tuy nhiên với việc cắt giảm sản lượng các ngành sản xuất có ảnh hưởng lớn đến môi trường của chính quyền Trung Quốc, các nhà nhập khẩu của Việt Nam đang giảm dần cơ cấu nguồn cung từ các nhà máy tại Trung Quốc. Thay vào đó, Hàn Quốc, Nhật Bản, Thái Lan, Đài Loan... đang là các nguồn cung cấp thay thế, các doanh nghiệp của các quốc gia này trực tiếp đầu tư xây dựng các nhà máy trong chuỗi giá trị sau của ngành hóa chất. Một vài dự án tiêu biểu là Tổ hợp hóa dầu Long Sơn của SCG (Thái Lan), Nhà máy sản xuất Polypropylene + Kho ngâm chứa khí dầu mỏ hóa lỏng LPG của Hyosung (Hàn Quốc)... Riêng về xuất khẩu, có một sự tăng trưởng vượt bậc tại hai thị trường Nhật Bản và Ấn độ thay cho sự sụt giảm nhanh của thị trường Trung Quốc. Các sản phẩm chính tại hai thị trường này bao gồm phân bón, chuỗi sản phẩm phot pho vàng và hạt nhựa...

**Cơ cấu nhập khẩu**  
Trong: 2015; Ngoài: 2020



- Trung Quốc
- Thái Lan
- Đài Loan
- Khác
- Nhật Bản
- Indonexia
- Ấn Độ
- Hàn Quốc
- Hoa kỳ
- Malaysia

**Cơ cấu xuất khẩu**  
Trong: 2015; Ngoài: 2020



- Trung Quốc
- Thái Lan
- Đài Loan
- Khác
- Nhật Bản
- Indonexia
- Ấn Độ
- Hàn Quốc
- Hoa kỳ
- Malaysia

*Nguồn: VCBS tổng hợp, Tổng cục hải quan*

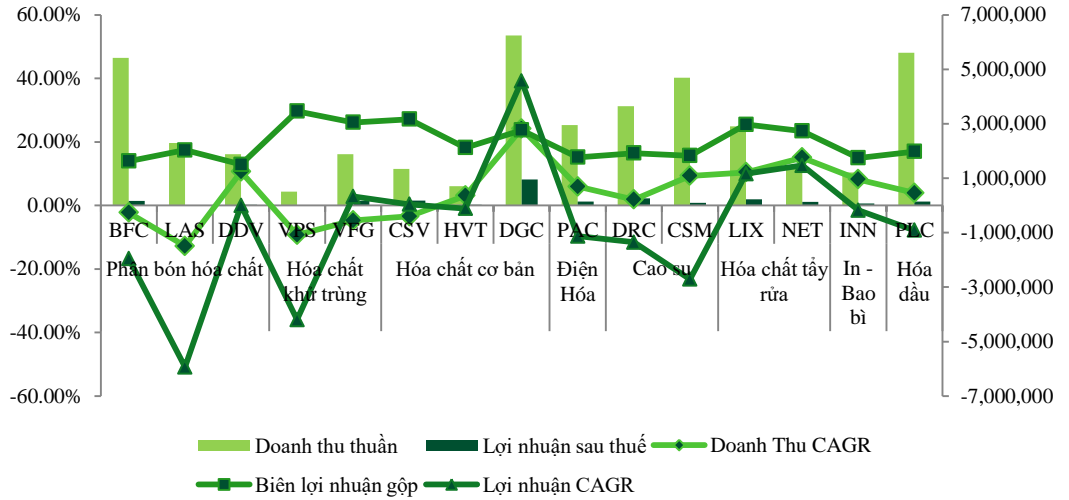
Trên thế giới Ngành Hóa chất là ngành lớn thứ 5 trong lĩnh vực sản xuất về mặt đóng góp trực tiếp hàng năm vào GDP, chiếm 8.3% tổng giá trị kinh tế của ngành sản xuất toàn cầu. Như VCBS đã phân tích, tại một số nước phát triển như Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản, các quy định khắt khe về môi trường đang tác động đến tốc độ mở rộng của ngành, khiến các doanh nghiệp đang tìm hướng dịch chuyển sản xuất sang các quốc gia tiềm năng khác trong đó có Việt Nam. Đây là cơ hội cho các doanh nghiệp Việt Nam tiếp cận công nghệ kỹ thuật số để tăng lợi nhuận và cải thiện quản lý chuỗi cung ứng, đồng thời cũng là thách thức đối với cơ quan chính quyền khi phải tăng cường giám sát các dự án FDI có nguy cơ gây ô nhiễm môi trường cao. Bên cạnh đó, việc tăng cường thương mại giữa Việt Nam và Liên minh châu Âu EU qua hiệp định EVFTA cũng sẽ tạo áp lực lớn lên Ngành Hóa Chất Việt Nam với năng lực sản xuất chưa phát triển như hiện nay.

Hiện tại, các doanh nghiệp trong ngành hầu hết là các doanh nghiệp vừa và nhỏ, chịu sự cạnh tranh gay gắt của các tập đoàn đa quốc gia với tiềm lực tài chính lớn đến từ Thái Lan và Hàn Quốc. Các công ty tư nhân và công ty thuộc sở hữu nhà nước không tham gia đầu tư vào Ngành Hóa Chất do nguồn vốn không đủ lớn. Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem) là một trong các doanh nghiệp Việt Nam nổi bật trong ngành. Tuy nhiên tập đoàn có bốn đại dự án thuộc diện chậm tiến độ, kém hiệu quả khiến cho Vinachem không có nhiều hoạt động đầu tư và mở rộng trong giai đoạn vừa qua. Tập đoàn liên tục chìm trong nợ nần từ bốn dự án kém hiệu quả, từ đó gián tiếp làm cho các hoạt động của các thành viên cũng bị gián đoạn khi phải liên tục chia cổ tức tiền mặt về cho công ty mẹ là tập đoàn đơn cử như PAC, CSV, LIX, DRC...

Xét về hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp Việt Nam đang niêm yết trên sàn có thể thấy DGC là doanh nghiệp hóa chất vượt trội so với các doanh nghiệp còn lại trên thị trường. Đây cũng là

doanh nghiệp duy nhất có tỷ lệ sở hữu nhà nước dưới <35%. Nhóm các doanh nghiệp hóa chất tẩy rửa luôn đạt tỷ lệ tăng trưởng ở cả doanh thu và lợi nhuận ổn định trong nhiều năm. Không quá ngạc nhiên vì nhu cầu tiêu dùng các hóa chất tẩy rửa là hàng hóa thiết yếu liên quan mật thiết đến tốc độ tăng trưởng tiêu dùng nội địa, trong khi tốc độ tăng trưởng GDP Việt Nam trong những năm qua tương đối cao.

**Hoạt động kinh doanh 5 năm - CAGR**

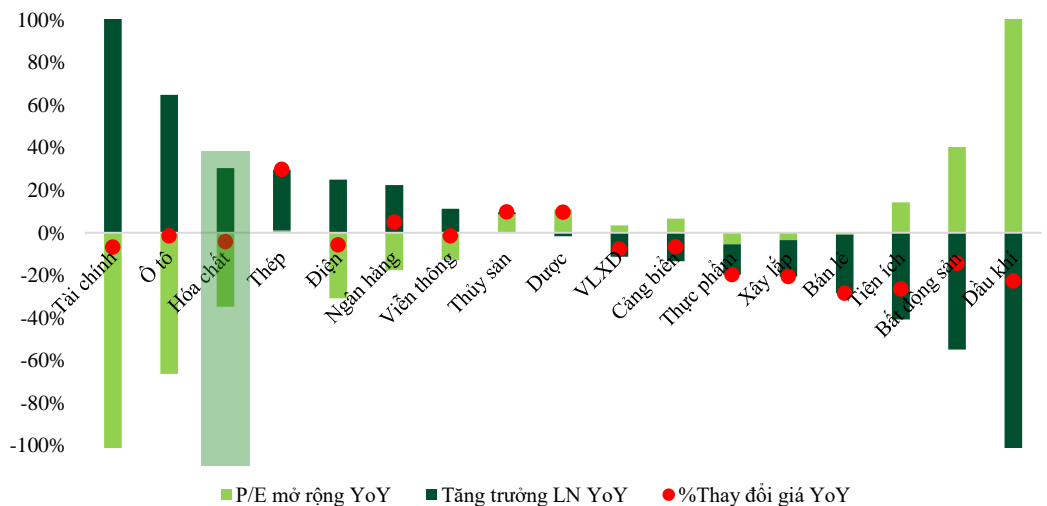


Nguồn: VCBS tổng hợp

**Diễn biến bất ngờ trong năm 2020**

Các doanh nghiệp trong các nhóm ngành hóa chất còn lại có tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận phân hóa tương đối lớn, đặc biệt là các ngành phân bón hóa chất và cao su – sẫm lốp. Năm 2020 được xem là một năm đột biến của các doanh nghiệp trong ngành hóa chất mặc dù nền kinh tế thế giới chịu ảnh hưởng của dịch bệnh. Một vài nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp từ dịch bệnh nhờ nhu cầu tăng cao như nhóm các hóa chất tẩy rửa. Dịch COVID-19 bùng phát làm tăng đột biến nhu cầu sử dụng gel rửa tay diệt khuẩn cũng như chloramin B, là những sản phẩm không quá nhiều dư địa tăng trưởng trong chuỗi ngành hóa chất. LIX phát triển một thương hiệu mới mang tên On1 có sức ảnh hưởng lớn đến người tiêu dùng bằng sản phẩm nước rửa tay và các sản phẩm khác mà không tốn quá nhiều chi phí. Đây là một lợi thế rất lớn của doanh nghiệp, tuy nhiên việc tận dụng lợi thế từ thương hiệu như thế nào lại phụ thuộc rất nhiều vào chiến lược của doanh nghiệp. DGC và CSV là hai đơn vị hóa chất tiên phong sản xuất hóa phẩm Chloramin B thay thế nguồn nhập khẩu.

**Đột biến của Ngành hóa chất trong Q2.2020**



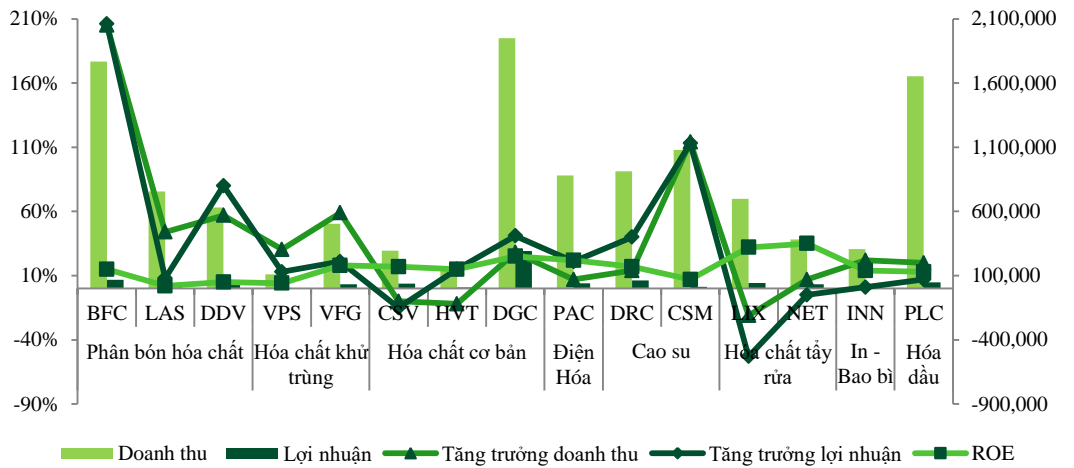
Nguồn: VCBS tổng hợp

Lợi thế nhanh chóng biến mất khi dịch bệnh dần qua đi trong 2H.2020, đặc biệt là tại các nhóm ngành hưởng lợi trực tiếp từ hành vi tiêu dùng như dung dịch sát khuẩn, bao tay y tế... Ngược lại, nhóm các doanh nghiệp sau chuỗi như phân bón, sẫm lớp... lại thể hiện kết quả kinh doanh hồi phục mạnh nhờ vào khi thị trường tiêu dùng hồi phục sau dịch, nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm tăng trong khi doanh nghiệp có hàng tồn kho nguyên liệu giá thấp đã giúp các doanh nghiệp hóa chất tăng trưởng biên lợi nhuận gộp mạnh mẽ. Đây là nhóm các doanh nghiệp hưởng lợi gián tiếp từ dịch bệnh COVID-19.

## Cập nhật KQKD Q1.2021

Tính đến Q1.2021, kết quả kinh doanh của nhiều nhóm doanh nghiệp hóa chất tiếp tục thể hiện sự tăng trưởng khả quan nhờ xu hướng tăng giá hàng hóa trên thế giới. Tuy nhiên do ngành hóa chất phân mảnh lớn theo nguyên liệu và ứng dụng do đó bức tranh kinh doanh tiếp tục có sự phân hóa rõ nét giữa các nhóm ngành.

Hiệu quả kinh doanh Q1.2021



Nguồn: VCBS tổng hợp

Các doanh nghiệp phân bón báo kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt bậc cả về doanh thu lẫn lợi nhuận, nhờ vào mặt hàng phân bón tăng trưởng mạnh về giá bán trong khi sản lượng chưa có nhiều sự cải thiện.

Các doanh nghiệp hóa chất tẩy rửa quay trở về mức tăng trưởng trung bình 5-10% khi nguồn cung các sản phẩm chất tẩy rửa đã qua giai đoạn thiếu hụt mặc dù làn sóng COVID-19 thứ 4 đã quay trở lại.

DGC là doanh nghiệp trên sàn duy nhất kinh doanh chuỗi giá trị về Phốt pho cũng đã thể hiện sự tăng trưởng mạnh ở cả sản lượng và giá bán. DGC cũng là doanh nghiệp duy nhất của Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem) không chịu sự chi phối của công ty mẹ, do đó DGC đã đầu tư mạnh vào các dây chuyền nhà máy mới. Khi làn sóng giá hàng hóa, đặc biệt là giá nguyên vật liệu thô như Phốt pho tăng giá cùng với nhu cầu sử dụng chip tăng cao sau dịch do gián đoạn nguồn cung đã giúp DGC tăng trưởng cả về mặt sản lượng và giá bán.

Nhóm ngành hóa chất khử trùng, in - bao bì và hóa dầu đang là nhóm ngành mà VCBS chú ý đến khi mà doanh thu đã thể hiện sự cải thiện, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng lợi nhuận lại vẫn giữ ở mức thấp. Đây cũng chính là nhóm ngành tiềm năng mà VCBS lựa chọn trong báo cáo ngành hóa chất lần này, lý do sẽ được nêu sau khi VCBS phân tích về tình hình đầu ra – đầu vào và các yếu tố đang ảnh hưởng đến lợi nhuận của nhóm ngành nhỏ này.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH HÓA CHẤT

### Thị trường Nguyên Vật Liệu

- **Apatit:** Quặng Apatit được sử dụng là nguyên vật liệu chính để sản xuất Phốt Pho là một trong những thành tố quan trọng trong việc sản xuất các hóa phẩm như phân Lân, Phốt pho vàng, Axit photphoric.

Theo quy hoạch khai thác chế biến quặng Apatit của Chính phủ phân đầu đạt tốc độ tăng sản lượng sản phẩm apatit các loại (quặng nguyên khai và quặng tuyển) bình quân khoảng 9-10%/năm giai đoạn đến năm 2020 và duy trì sản lượng ổn định ở các năm tiếp theo, đảm bảo đủ nguyên liệu cho sản xuất phân bón và hóa chất trong nước. Trước năm 2020, Chính phủ vẫn đưa ra kế hoạch tăng trưởng khai thác, tuy nhiên sản lượng sẽ không tăng trưởng trong các giai đoạn tiếp theo. Điều này cho thấy, chính phủ không khuyến khích khai thác apatit trong tương lai.

Dự báo nhu cầu quặng Apatit theo quy hoạch của chính phủ từ năm 2020 sản lượng sản xuất sẽ ổn định ở mức: 3.6 triệu tấn quặng Apatit > 32% P205; 1.48 triệu tấn quặng Apatit > 23% P205.

Quặng Apatit loại I + III là những sản phẩm quặng đang được khai thác và sử dụng chính yếu tại Việt Nam. Trong khi quặng loại II + IV đang được khai thác đi kèm tuy nhiên nhu cầu sử dụng rất thấp. Mặc dù Apatit loại II có hàm lượng P205 cao hơn so với quặng loại III, tính hiệu quả kinh tế của quặng loại II lại thấp do đặc tính vật lý của quặng loại II gây ra chi phí khai thác cao.

Đến năm 2030, về cơ bản Việt Nam sẽ không còn quặng Apatit loại I. Do đó nhiệm vụ thăm dò và khai thác sẽ rất quan trọng từ năm 2021. Dự án đầu tư tuyển quặng Apatit loại II được hưởng chính sách ưu đãi đầu tư cao nhất theo quy định hiện hành và ưu đãi khác do Thủ tướng Chính phủ quyết định

**Bảng: Quy hoạch khai thác Apatit**

Địa điểm	Sản lượng/Chất lượng Phân bổ	Giai đoạn hoàn thành	
		Đến năm 2020	2021 - 2030
<b>Khu Bắc Nham Sơn 24, 25, 26</b>	Tổng cộng: 27 triệu tấn Quặng I: 3 triệu tấn Quặng II: 10 triệu tấn Quặng III: 7 triệu tấn Quặng IV: 7 triệu tấn	27 triệu tấn	-
<b>Khu Bắc Nham Sơn thăm dò 27, 28, 29</b>	Tổng cộng: 34 triệu tấn Quặng I: 3 triệu tấn Quặng II: 10 triệu tấn Quặng III: 14 triệu tấn Quặng IV: 7 triệu tấn	-	34 triệu tấn
<b>Thăm dò Quặng II + IV Ngòi Đum – Làng Tác</b>	Tổng cộng: 163 triệu tấn Quặng II: 74 triệu tấn	122 triệu tấn	41 triệu tấn

Quặng IV: 89 triệu tấn

<b>Thăm dò khu vực Bát Xát – Lũng Pô</b>	100 triệu tấn quặng các loại	-	100 triệu tấn
<b>Tổng cộng</b>	324 triệu tấn	149 triệu tấn	175 triệu tấn

*Nguồn: VCBS tổng hợp, Quyết định số 1893/QĐ-TTg*

Với nguồn cung quặng Apatit chất lượng cao đang ngày càng suy giảm trong khi nhu cầu sử dụng quặng có xu hướng tăng, do đó, Chính phủ không phê duyệt các dự án sử dụng Phốt pho làm nguyên liệu trong nước và dự thảo gia tăng thuế xuất khẩu các sản phẩm thô từ quặng Apatit như Phốt pho vàng...

Diễn biến giá trong giai đoạn 2021 – 2025: Giá quặng Apatit tại Việt Nam được xác định thông qua đấu giá. Với nhu cầu sử dụng được quy hoạch ổn định dựa trên các nhà máy tiêu thụ hiện hữu.

**Bảng: Quy hoạch sử dụng quặng Apatit**

Loại	Tên	Chất lượng	Mật độ
Nhà máy sản xuất supe lân	Nhà máy Lâm Thao; Nhà máy Long Thành và Nhà máy Lào Cai	Q <sub>I</sub> : 420 Q <sub>II</sub> : 360	≥ 32%
Nhà máy sản xuất lân nung chảy	Nhà máy Văn Điển; Nhà máy Ninh Bình; Nhà máy Lâm Thao; Nhà máy Lào Cai; Nhà máy Tiến Nông	Q <sub>II</sub> NK: 1.180 - 1.480	≥ 23%
Nhà máy sản xuất phân DAP	Nhà máy Đình Vũ; Nhà máy Lào Cai; Nhà máy số 3	Q <sub>III</sub> : 1.720 Q <sub>II</sub> : 22	≥ 32%
Sản xuất Axit Photphoric H <sub>3</sub> PO <sub>4</sub>	-	Q <sub>III</sub> : 250 Q <sub>II</sub> : 389	≥ 32%
Sản xuất Phốt pho vàng P <sub>4</sub>	Nhà máy Đức Giang – Lào Cai	Q <sub>I</sub> NK: 640 Q <sub>III</sub> : 480	≥ 32% ≥ 23%

*Nguồn: VCBS tổng hợp, Quyết định số 1893/QĐ-TTg*

**VCBS cho rằng giá quặng Apatit tại Việt Nam khó có biến động lớn nếu không xảy ra các yếu tố khủng hoảng về nguồn cung làm sụt giảm sản lượng khai thác.**

- **Than:** Lượng than trong nước sẽ không cung ứng đủ cho ngành hóa chất từ năm 2020 trở đi. Khả năng cung ứng than cho ngành hóa chất đạt trung bình khoảng 3–3.4 triệu tấn/năm (đáp ứng khoảng 70% nhu cầu than cho hóa chất - tương đương thiếu hụt 1.6 – 2.0 triệu tấn than).

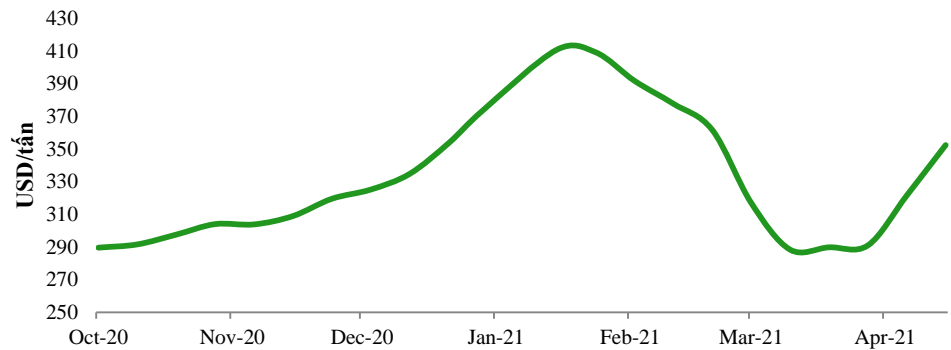
Than sử dụng trong ngành hóa chất là than cốc (sản xuất Phốt pho vàng – sản xuất phân lân – nguyên liệu chính yếu trong việc luyện kim) và than antraxit (sản xuất phân đạm).

Chi phí khai thác than tăng cao do trữ lượng than lộ thiên sụt giảm nhanh phải chuyển sang khai thác hầm mỏ cùng với chính sách thuế phí cao hơn hẳn so với các quốc gia trong khu vực đã đẩy giá



than trong nước rất nhiều thời điểm cao hơn so với giá thế giới.

**Biến động giá than cốc**

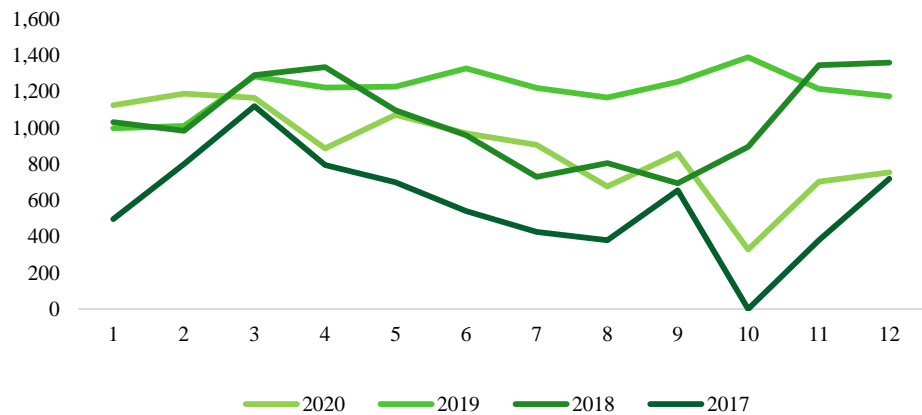


*Nguồn: VCBS tổng hợp, Sunsir*

Diễn biến giá than cốc trong năm 2020 và đầu 2021 biến động mạnh do căng thẳng chính trị giữa Úc – Trung Quốc, là hai quốc gia xuất khẩu và tiêu thụ than lớn nhất thế giới. Với tình hình giá thép thế giới tăng nóng như hiện tại, **VCBS cho rằng các nguyên liệu đi kèm trong sản xuất thép như than cốc cũng sẽ tiếp tục đà tăng giá trong năm 2021.**

- **Điện:** Chi phí điện chiếm 40% trong quá trình sản xuất xút và 70% trong tổng chi phí sản xuất Phot pho vàng. Năm 2020 được xem là một năm hạ nhiệt của thị trường điện do ảnh hưởng của dịch COVID-19 dẫn đến tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện giảm mạnh, tương đương giá điện trên thị trường cũng không có sự đột biến như trong năm 2018. VCBS đánh giá biến động về giá điện đối với ngành hóa chất trong ngắn hạn và dài hạn.

**Trung bình giá điện FMP 2017-2020**



*Nguồn: VCBS tổng hợp, EVN Genco 3*

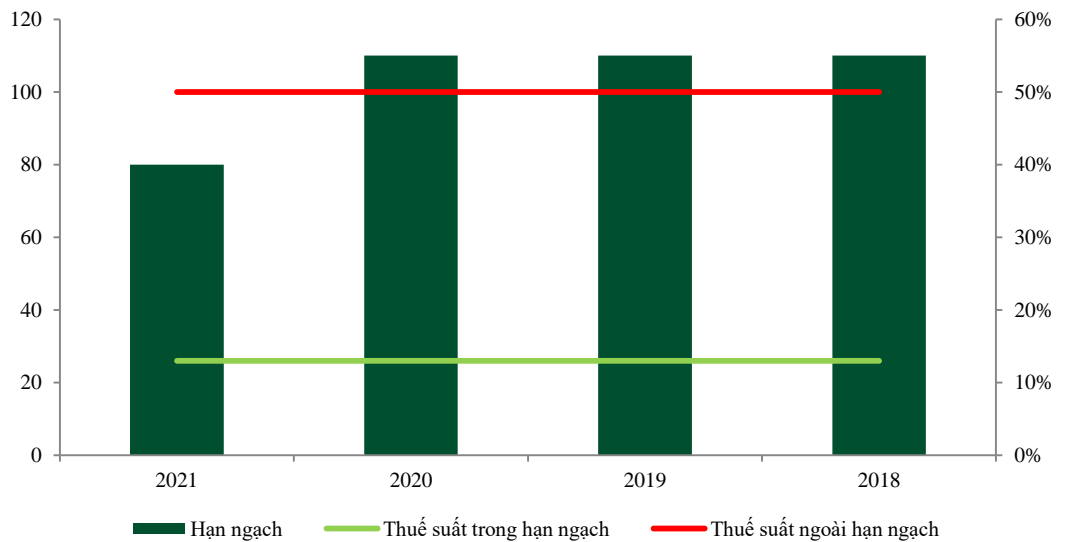
**Ngắn hạn:** 6 tháng đầu năm 2020, giá điện tăng cao do ảnh hưởng của thời tiết cực đoan El Nino từ năm 2019 dẫn đến mực nước tại các hồ chứa thủy điện giảm xuống. Cho năm 2021, VCBS dự báo đây là một năm bùng nổ nguồn cung sản xuất điện, do một loạt các dự án điện năng lượng tái tạo được triển khai từ cuối năm 2019 và đầu năm 2020 đã bắt đầu đi vào hoạt động ổn định. Cùng với đó là hiện tượng thời tiết La Nina trở lại góp phần gia tăng sản lượng điện của các nhà máy thủy điện. Ngoài ra, xét trên tình hình kinh tế vĩ mô hiện tại, Chính phủ đang áp dụng chính sách nới lỏng tài khóa với mặt bằng lãi suất thấp cùng đầu tư công tăng cao để kích thích tăng trưởng kinh tế hồi

phục sau COVID-19. Việc Chính phủ kiềm chế lạm phát sau khi nói lỏng tài khóa là rất quan trọng để ổn định kinh tế vĩ mô. Do đó, VCBS đánh giá rủi ro gia tăng giá điện trong năm 2021 là rất thấp.

**Dài hạn:** Giá điện bán lẻ bình quân tại Việt Nam hiện tại đang thuộc nhóm thấp so với mặt bằng chung của thế giới. **Cụ thể giá điện của Việt Nam hiện tại là 0.08USD/kwh chỉ bằng ½ giá điện bình quân thế giới.** VCBS nhận thấy cơ sở giá điện thấp được Chính phủ xây dựng dựa trên việc phát điện của các nhà máy điện khí với mức chi phí rẻ. Hiện tại, với sự sụt giảm nhanh của các mỏ khí cũ trong nước, việc tăng chi phí đầu vào do thay đổi nguồn nguyên liệu thay thế như LNG hoặc các mỏ dầu khí mới có sự tham gia của các NĐT nước ngoài với chi phí khai thác cao sẽ đẩy giá bán của các nhà máy điện trong tương lai. **Do đó, VCBS nhận thấy rủi ro lớn về chi phí giá điện đối với các doanh nghiệp hóa chất phụ thuộc nhiều vào giá điện như DGC, CSV, HVT... trong dài hạn.**

- **Muối công nghiệp:** Việt Nam là quốc gia có điều kiện thuận lợi để phát triển ngành công nghiệp muối, đặc biệt là khu vực Nam Trung Bộ và Nam Bộ. Do đó, năng lực sản xuất trong nước là rất lớn, tình trạng cung vượt cầu thường xuyên xảy ra dẫn đến tình trạng dư thừa trong hàng tồn kho gối đầu sang năm. Muối công nghiệp gồm hai loại là muối ăn và muối công nghiệp. Mặc dù muối sản xuất tại Việt Nam có độ mặn cao, tuy nhiên, muối sản xuất thủ công của Việt Nam hiện chỉ có hàm lượng NaCl đạt khoảng 92% và chứa nhiều tạp chất, dẫn tới những loại muối này chưa đảm bảo tiêu chuẩn là muối công nghiệp.

**Hạn ngạch nhập khẩu muối công nghiệp**



Nguồn: VCBS tổng hợp, Thông tư 02/2020/TT-BCT

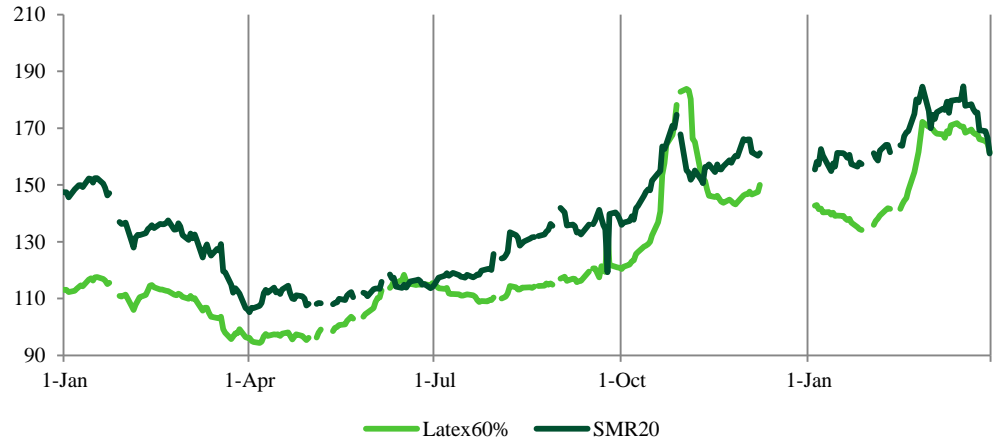
Do đó, hàng năm các đơn vị sản xuất xút – clo như CSV và HVT phụ thuộc vào hạn ngạch muối nhập khẩu của Chính phủ. Trong năm 2020, hạn ngạch muối nhập khẩu mà CSV được cấp là 20,000 tấn trên tổng số 60,000 tấn cả nước. VCBS ước tính sản lượng muối công nghiệp cần thiết cho 40,000 tấn xút công suất thiết kế của CSV là hơn 60,000 tấn. **Do đó, CSV phải mua thêm muối công nghiệp ngoài hạn ngạch với mức thuế suất 50% so với mức thuế suất trong hạn ngạch là 13%.**

Về cơ bản giá muối công nghiệp trên thế giới không biến động lớn. Rủi ro về muối công nghiệp chủ yếu đến từ các yếu tố trong nước như mức thuế suất trong và ngoài hạn ngạch cũng như sản lượng muối trong hạn ngạch cấp phép bởi Chính phủ hàng năm. **Việc giảm hạn ngạch nhập khẩu muối**

trong năm 2021 là một ví dụ ảnh hưởng tiêu cực đến các doanh nghiệp sản xuất hóa chất cơ bản như CSV và HVT.

- **Cao su:** Giá cao su thế giới trong năm 2020 có sự tăng giá cục bộ do các nguyên nhân chính: (1) Xu hướng tăng giá đồng bộ của các hàng hóa trên thế giới; (2) Khủng hoảng nguồn cung tạm thời tại các quốc gia Đông Nam Á.

**Diễn biến giá cao su thế giới**

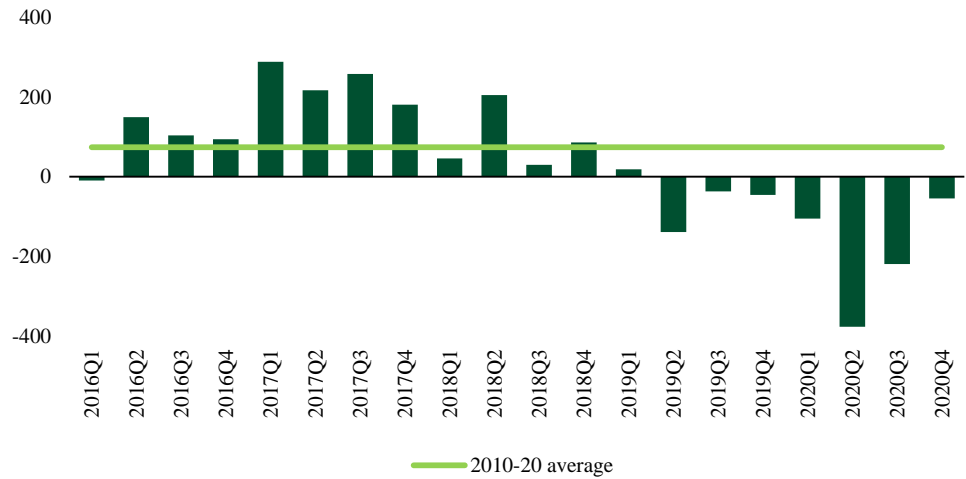


*Nguồn: VCBS tổng hợp, ANRPC*

(1) VCBS đã nhắc nhiều đến xu hướng tăng giá chung của hàng hóa trong những tháng cuối năm 2020 do ảnh hưởng của chính sách nới lỏng tiền tệ chung trên toàn thế giới. Tuy nhiên ảnh hưởng đến giá cao su chỉ trong ngắn hạn khi mà nhu cầu thực đối với mủ cao su vẫn còn thấp và chênh lệch cung cầu vẫn còn lớn. Khi giá cao su tăng cao, các cường quốc về cao su như Thái Lan, Malaysia sẽ gia tăng khai thác trở lại.

(2) Do ảnh hưởng của dịch COVID-19, nhiều đồn điền cao su phải tạm dừng khai thác tại Malaysia. Thêm vào đó bất ổn chính trị tại Thái Lan cũng gây ra nhiều gián đoạn nguồn cung trong khu vực đặc biệt là vào Q3.2020.

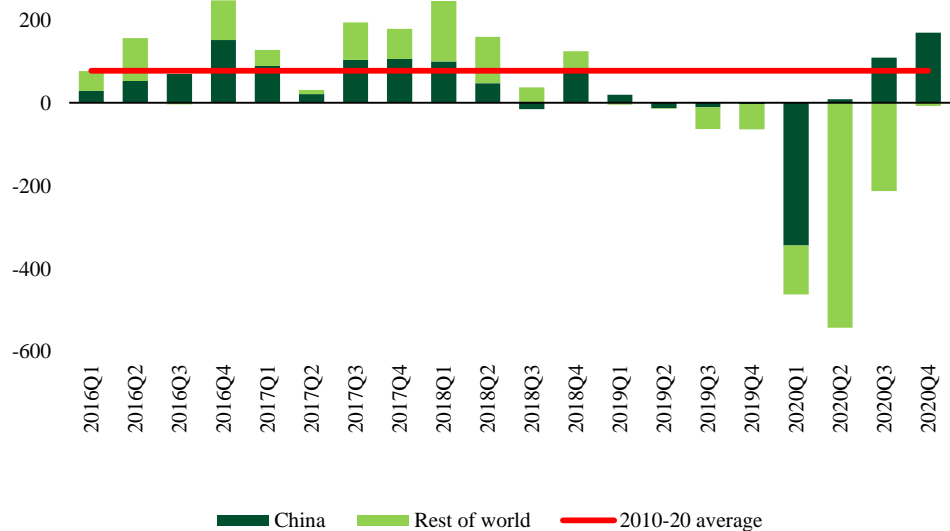
## Thay đổi công suất khai thác cao su trên thế giới



Nguồn: VCBS tổng hợp, World Bank

Cập nhật diễn biến giá cao su mới nhất: Giá cao su trong Q1.2021 đã dần hạ nhiệt sau khi tình hình COVID-19 trong giai đoạn này bắt đầu giảm nhẹ. Tình hình chính trị tại Thái Lan cũng đã trôi qua, hơn nữa đây là vụ chính để thu hoạch cao su trong năm. Do đó, giá cao su thế giới bắt đầu điều chỉnh những tháng đầu năm 2021.

## Thay đổi nhu cầu tiêu thụ cao su trên thế giới



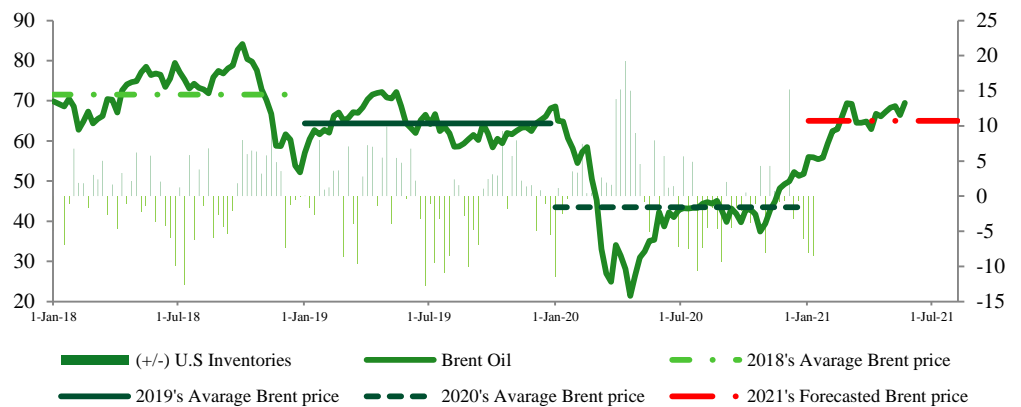
Nguồn: VCBS tổng hợp, World Bank

Cho 6 tháng cuối năm 2021 và 2022: VCBS cho rằng nhu cầu sử dụng cao su cho sản xuất sảm lốp xe tại Trung Quốc sẽ tiếp tục hồi phục, đặc biệt khi tỷ lệ tiêm vắc xin tại các nước phát triển đang liên tục tăng cao.

Tuy nhiên với làn sóng Covid biến chủng mới đang hoành hành tại các nước đang phát triển, đặc biệt tại khu vực Nam Á và Đông Nam Á sẽ tiếp tục làm ảnh hưởng đến nguồn cung. **Do đó, VCBS dự tính một diễn biến giá tăng mạnh của cao su thế giới trong 2H.2021 và sẽ điều chỉnh giảm nhẹ cho đến nửa đầu 2022 khi nhu cầu thế giới hồi phục và tỷ lệ tiêm chủng vắc xin tiếp tục tăng.**

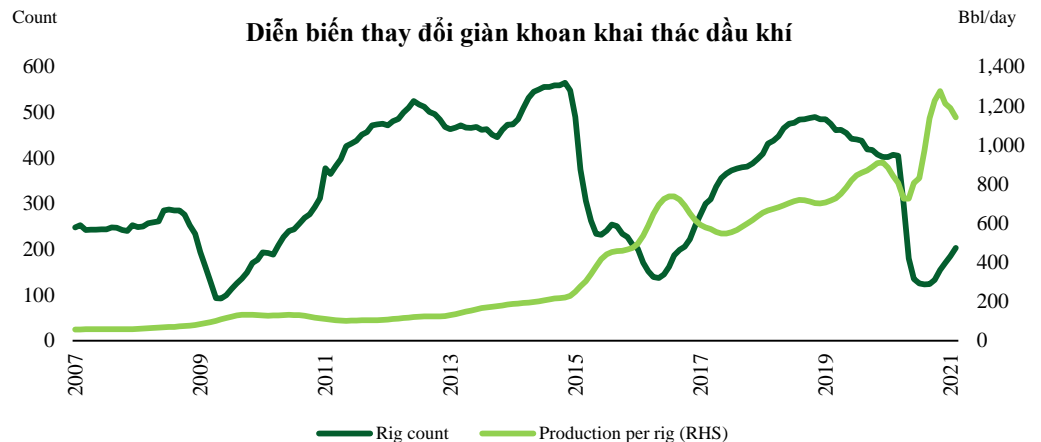
- **Giá dầu:** Giá dầu đã vượt mức 70USD/thùng trong Q2.2021. VCBS cho rằng diễn biến thuận lợi của giá dầu đến từ: Tỷ lệ tiêm chủng vắc xin ngày một cao tại các quốc gia phát triển đi cùng với báo cáo tăng trưởng về việc làm và sản xuất tại Mỹ và châu Âu sẽ là động lực chính giúp OPEC+ thêm tự tin rằng thị trường toàn cầu có thể hấp thụ đợt nâng sản lượng sắp tới T7/2021, bất chấp sự trở lại của dịch COVID-19 ở các nước châu Á và khả năng có thêm nguồn cung từ Iran nếu như Mỹ khôi phục thỏa thuận hạt nhân với nước này. Ủy ban Kỹ thuật Chung của OPEC dự báo dự trữ sẽ giảm ít nhất 2 triệu thùng/ngày trong giai đoạn tháng 2H.2021.

**Diễn biến giá dầu thế giới**



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Trong ngắn hạn: VCBS nâng dự phóng giá dầu trong năm 2021 sẽ trung bình ở mức 65 USD/thùng, tăng 45% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do một lượng lớn giàn khoan vẫn đang tạm dừng từ đầu năm 2021, để các giàn khoan hoạt động trở lại cần mất từ 3 – 6 tháng. Ngoài ra, để tối ưu mức giá tốt từ thị trường, VCBS cho rằng OPEC+ sẽ tăng trưởng sản lượng một cách chậm rãi tùy vào tình hình phát triển kinh tế toàn cầu.

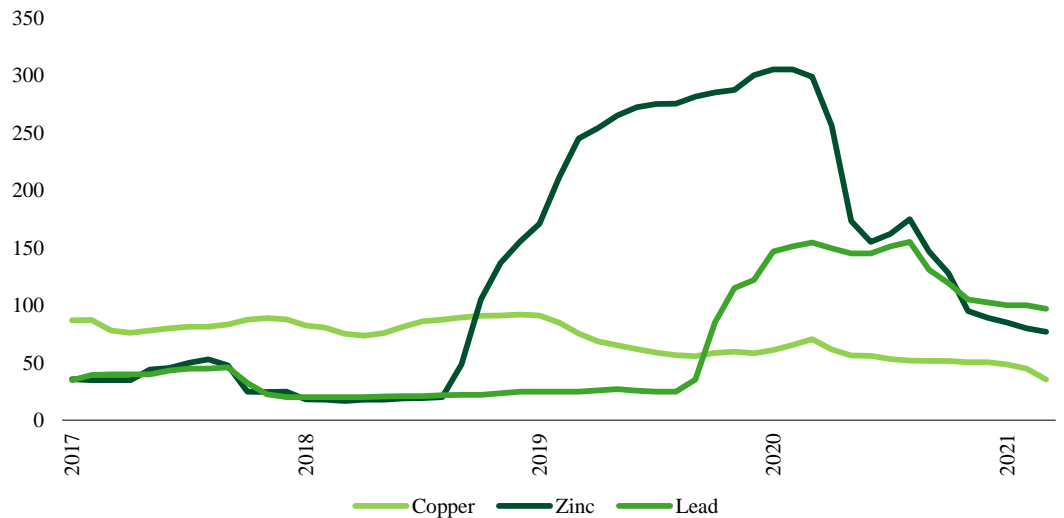


*Nguồn: VCBS tổng hợp, World Bank*

Trong dài hạn: VCBS cho rằng rất khó để khẳng định liệu giá dầu có thể tiếp tục tăng nữa hay không khi yếu tố nguồn cung vẫn đang được cắt giảm theo các hiệp định của OPEC+. **Khác với các hàng hóa khác khi nhu cầu vượt công suất sản xuất, toàn ngành cần có thời gian đầu tư và vận hành để nguồn cung theo kịp với sự tăng lên của nhu cầu. Tuy nhiên với công suất hiện tại của ngành dầu khí, nếu các nhà sản xuất vận hành 100% công suất thiết kế vẫn có thể đảm bảo cho tăng trưởng nhu cầu ở mức 10% đến năm 2025.**

- **Chì và Kẽm:** hai mặt hàng chì và kẽm là nguyên liệu đầu vào chính yếu trong chuỗi điện hóa học. Hiện tại các doanh nghiệp Việt Nam đang nhập khẩu hầu hết chì trong khi lại mua hoàn toàn kẽm từ nguồn trong nước.

Diễn biến giá chì, kẽm và đồng



Nguồn: VCBS tổng hợp, Indexmundi

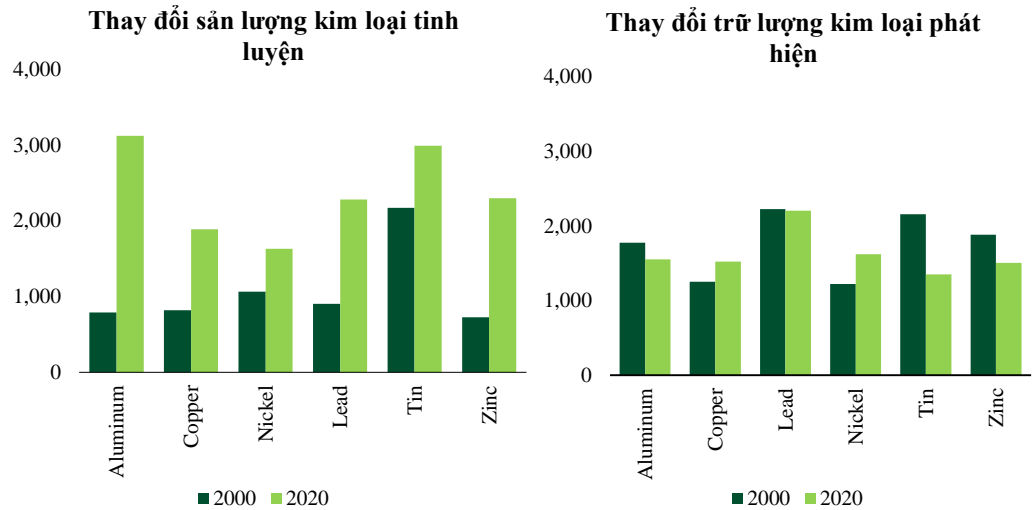
**Đối với nguyên liệu chì:** Nhu cầu tiêu thụ chì trên thế giới chủ yếu đến từ việc sản xuất pin - ắc quy axit chì dùng cho xe ô tô chạy bằng nhiên liệu thông thường. Trong Q1.2021, giá nhiên liệu chì đã tăng gần 6% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do nhu cầu sử dụng pin - ắc quy hồi phục mạnh mẽ trở lại sau dịch COVID-19. Đặc điểm của ắc quy axit chì là sau một thời gian sử dụng hiệu suất của ắc quy sẽ sụt giảm mạnh, ngoài ra còn do ảnh hưởng của thời tiết. Trong khoảng thời gian giãn cách xã hội và đóng cửa toàn cầu, nhu cầu di chuyển bị giảm đến mức kỷ lục dẫn tới rất nhiều ắc quy không được sử dụng. Khi nền kinh tế phục hồi, một lượng lớn pin ắc quy cần được thay thế dẫn tới nhu cầu chì tăng mạnh.

**Do đó, VCBS cho rằng giá chì sẽ tiếp tục đà tăng trong năm 2021 trước khi hạ nhiệt trong năm 2022.**

**Đối với nguyên liệu kẽm:** Mặc dù nguyên liệu kẽm được cung cấp hoàn toàn trong nước tuy nhiên vẫn phụ thuộc vào diễn biến giá trên thế giới. Tương tự với giá chì, giá thép trong Q1.2021 vẫn tiếp tục xu hướng tăng nhờ vào (1) Xu hướng đầu tư công, đầu tư hạ tầng trên thế giới; (2) Gián đoạn nguồn cung do COVID-19.

(1) Nhu cầu: Kẽm là nguyên liệu chủ yếu trong việc mạ thép, nhu cầu đầu tư công xây dựng cơ sở hạ tầng tăng cao nhằm hồi phục tốc độ tăng trưởng đang hiện hữu ở hầu hết các nước trên thế giới dẫn đến nhu cầu sản phẩm kẽm tăng mạnh, đặc biệt tại Trung Quốc. Diễn biến giá sắt thép tăng mạnh trong thời gian vừa qua cũng tạo đà tăng cho giá kẽm.

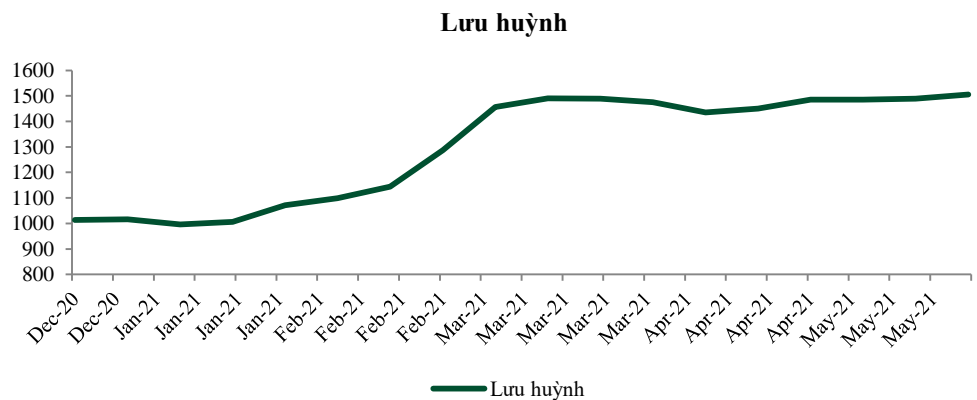
2) Nguồn cung: Các mỏ kẽm trên thế giới bị ảnh hưởng nặng bởi COVID-19, đặc biệt là tại các quốc gia Nam Mỹ. Ngoài ra sự sụt giảm của các mỏ và nhà máy luyện kẽm tại Trung Quốc do các chính sách về môi trường tại nước này đã làm tăng thêm sự khan hiếm nguồn cung trên thị trường.



Nguồn: VCBS tổng hợp, WorldBank

VCBS cho rằng giá chì và kẽm sẽ tiếp tục tăng trưởng nóng trong 6 tháng cuối năm 2021 trước khi hạ nhiệt vào 2022. Tuy nhiên trong trung và dài hạn với trữ lượng dự trữ và nhu cầu hiện tại, cả hai sản phẩm chì và kẽm vẫn tiếp tục nằm trong xu hướng tăng giá.

- Lưu huỳnh:** Lưu huỳnh là nguyên liệu 100% được nhập khẩu hoàn toàn từ nước ngoài. Trung Quốc, Mỹ, Canada và Nga là những quốc gia sản xuất lưu huỳnh hàng đầu trên thế giới. Trong đó, Trung Quốc vừa là nhà sản xuất vừa là nhà tiêu thụ lớn nhất thế giới. Do đó diễn biến giá lưu huỳnh phụ thuộc rất nhiều vào tình hình thị trường Trung Quốc. Lưu huỳnh tại Trung Quốc được chủ yếu sử dụng trong quá trình sản xuất phân lân trộn. Do đó, khi tình hình sản xuất và chế biến nông sản gặp bất lợi sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ phân bón – gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ lưu huỳnh. Trong Q1.2021 giá các sản phẩm phân bón tăng mạnh, đặc biệt là các sản phẩm phân DAP có nguyên liệu từ lưu huỳnh và ammonia. Giá phân DAP bị biến động mạnh do Mỹ áp thuế chống trợ cấp lên các sản phẩm của Morocco và Nga làm ảnh hưởng đến giá phân DAP toàn cầu.



Nguồn: VCBS tổng hợp, Sunsir

VCBS cho rằng đây là ảnh hưởng cục bộ từ thị trường phân DAP dẫn đến ảnh hưởng các sản phẩm nguyên vật liệu đầu vào. Khi sản lượng các nhà máy phân bón DAP tăng trưởng trở lại sau dịch bệnh sẽ đẩy giá phân DAP và lưu huỳnh quay trở lại ổn định ban đầu. **VCBS dự báo trong 6 tháng cuối năm giá lưu huỳnh sẽ giảm nhẹ và ổn định ở mức 200 USD/tấn.**

**TỔNG KẾT:** Hầu hết giá các nguyên vật liệu trong chuỗi các sản phẩm hóa chất đều tăng giá mạnh từ cuối năm 2020 sau một giai đoạn khủng hoảng khi COVID-19 bắt đầu bùng phát. Tuy nhiên, nhu cầu thực tế đối với hầu hết các nguyên vật liệu này lại không tăng trưởng mạnh. Xu hướng tăng đến từ hiện tượng đầu cơ hoặc gián đoạn cục bộ trong chuỗi sản xuất tiêu thụ. **Do đó, VCBS cho rằng xu hướng chung của giá các nguyên nhiên vật liệu này vẫn sẽ tăng nhờ nền kinh tế hồi phục. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng nguồn cung cũng sẽ hồi phục làm cho tốc độ tăng giá bán có xu hướng chậm lại trước khi quay đầu giảm khi nhu cầu ổn định.**

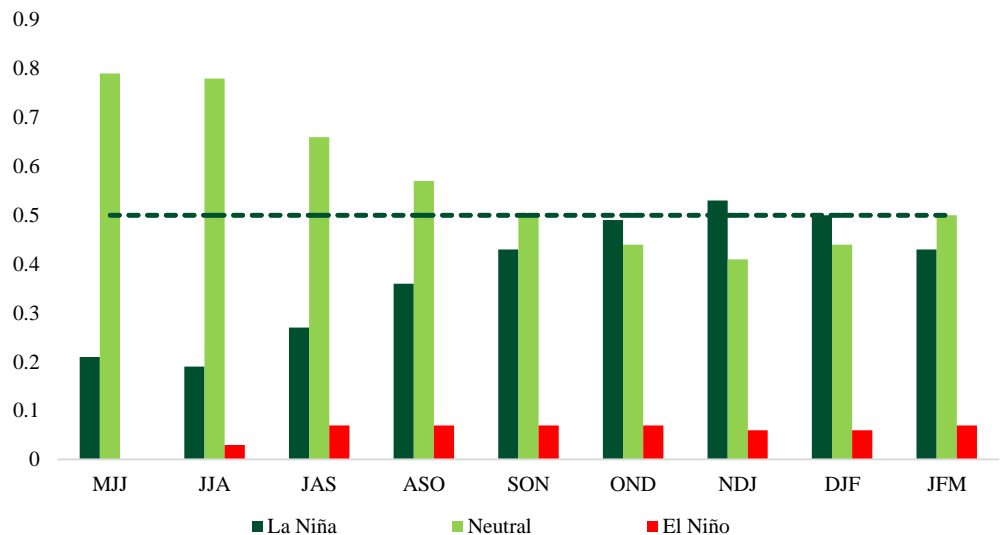
## Triển vọng tiêu thụ các sản phẩm hóa chất chính

Theo đề án phát triển Ngành Hóa Chất của Việt Nam, Ngành Hóa Chất hiện đang tăng trưởng với tốc độ 10 – 10.5%/năm. Tuy nhiên, mục tiêu của ngành công nghiệp hoá chất chính là nâng mức tăng trưởng lên ít nhất 20%. Trong đó, các sản phẩm chủ lực bao gồm: phân đạm urê, xút (NaOH), diamoniphotphat (DAP), soda (Na<sub>2</sub>CO<sub>3</sub>), máy kéo, sấm lốp ô tô và một số sản phẩm có giá trị cao về kinh tế.

VCBS đánh giá, mặc dù định hướng nhà nước cho Ngành Hóa Chất đặt mục tiêu tăng trưởng 20% gấp 3 lần so với tốc độ tăng trưởng GDP hiện tại của Việt Nam. Tuy nhiên, phần tăng trưởng kế hoạch này đã bao gồm tăng trưởng từ hoạt động VCBS không bàn về các mục tiêu của Chính phủ đối với ngành. Trong phạm vi bài phân tích này, VCBS thực hiện đánh giá triển vọng tăng trưởng của những dòng sản phẩm hóa chất chính của các doanh nghiệp trên sàn CK Việt Nam đang hoạt động để đưa ra triển vọng riêng cho từng dòng sản phẩm.

- **Phân bón hóa chất:** VCBS đã có bài phân tích chi tiết về tác động của luật thuế VAT lên ngành phân bón và triển vọng tiêu thụ của ngành phân bón trong năm 2021 ([Tại đây](#)). Nhu cầu sử dụng phân bón phụ thuộc rất nhiều vào tình hình thời tiết trong ngắn hạn. Do đó, trong 6 tháng cuối năm 2021 VCBS dự báo nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm phân bón vẫn sẽ tiếp tục tăng trưởng, đặc biệt là Q4.2021 khi nhu cầu tăng cao cho vụ mùa Đông Xuân.

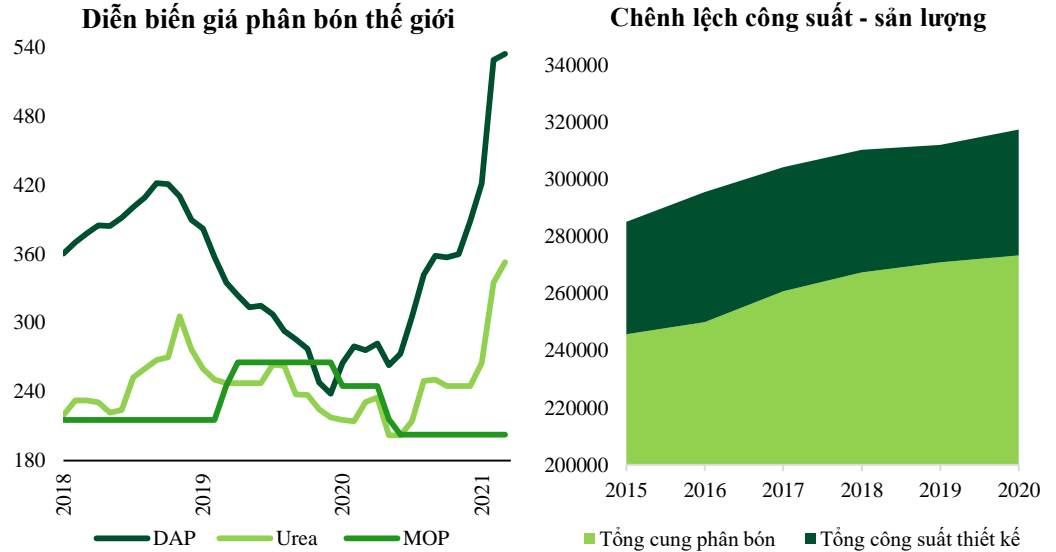
Xác suất El Nino, La Nina theo dự phóng của CPC/IRI



Nguồn: VCBS tổng hợp, CPC/IRI

Giá bán các sản phẩm phân bón đã tăng rất mạnh mà nguyên nhân chủ yếu đến từ tình trạng thiếu hụt nguồn cung phân bón nhập khẩu. Mức giá phân bón nhập khẩu cao hơn 20% so với giá bán mà các nhà máy trong nước đã tăng giá. Do đó các nhà sản xuất đã tận dụng và thực hiện việc xuất khẩu.





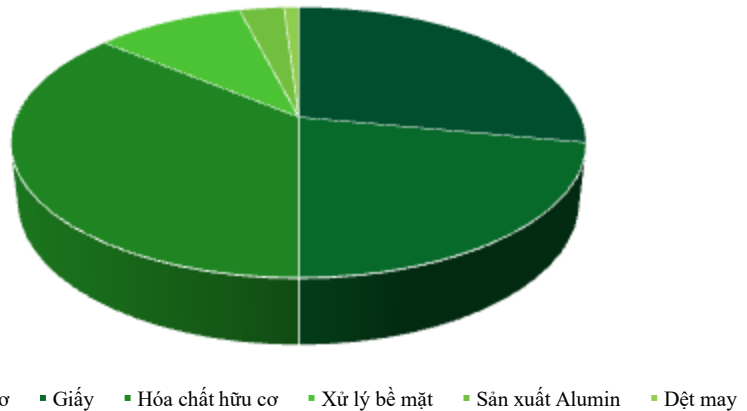
Nguồn: VCBS tổng hợp, World Bank

VCBS nhận thấy sản lượng phân bón xuất khẩu tăng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2021 nhưng khó dự đoán trong 6 tháng cuối năm 2021. Hầu hết các sản phẩm phân bón từ Urea, DAP, MAP đều có sản lượng tăng trưởng bất ngờ.

VCBS dự phóng, giá các sản phẩm phân bón sẽ khó có thể hạ nhiệt lập tức trong năm 2021 khi tình trạng đầu cơ trên thế giới vẫn còn diễn ra. Nguồn cung tăng trưởng nhỏ giọt trong khi nhu cầu tiêu thụ vẫn còn dư địa hồi phục lớn ở phía trước.

- Hóa chất cơ bản:** Các sản phẩm kinh doanh trong nhóm hóa chất cơ bản hầu hết bắt nguồn từ xút và clo sau quá trình điện phân. Tại Việt Nam, hầu hết các sản phẩm này là các sản phẩm liên quan đến nhu yếu phẩm của người dân. Do đó tốc độ tăng trưởng các sản phẩm hóa chất cơ bản phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng tổng tiêu dùng nội địa GDP trong nước

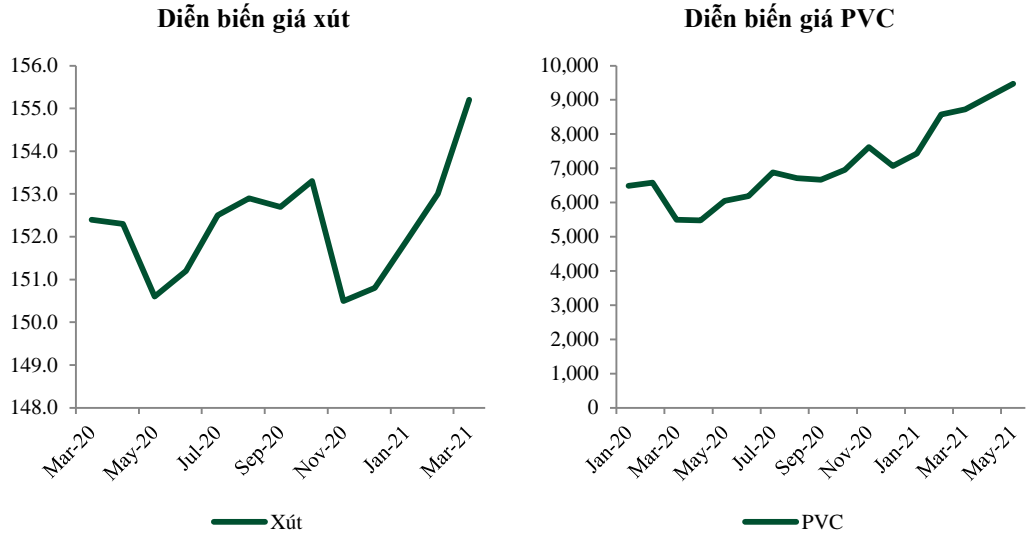
### Ứng dụng Xút



Nguồn: VCBS tổng hợp

Một điều đặc biệt về xu hướng giá là các sản phẩm hóa chất cơ bản có diễn biến trái chiều so với các nhóm sản phẩm hóa chất khác. Xu hướng giá xút trên thế giới không tăng quá nhiều mà dao động ở mức 150 – 155 USD/tấn. Lý do các sản phẩm xút không thể tăng giá đến từ cấu trúc của ngành. Clo và xút là hai sản phẩm đầu ra song song trong quá trình điện phân muối công nghiệp. Nhu cầu sử dụng xút như đã phân tích không quá cao do đặc tính về ứng dụng. Tuy nhiên, trên thế giới sản phẩm clo lại được sử dụng để sản xuất PVC, vật liệu đang có tăng trưởng về nhu cầu cao hơn rất nhiều so với xút. Sự mất cân bằng về xút – clo dẫn đến diễn biến giá trái chiều trong 2020 – 2021.

Sản xuất xút trong nước chỉ chiếm 25% tổng nhu cầu do đó giá bán xút trên thế giới quyết định giá trong nước.



Nguồn: VCBS tổng hợp, Sunsir

**Cho 6T cuối năm 2021 và 2022, VCBS cho rằng sản lượng xút sẽ có tăng trưởng khả quan hơn so với 2020 đạt tốc độ 6.5 – 7%.** Với các nhà máy xút – clo hiện hữu, VCBS nhận thấy không có quá nhiều cơ hội để các nhà máy sản xuất trong nước chiếm lĩnh thị phần từ nhập khẩu.

Thay vào đó VCBS đánh giá thị trường tiêu thụ Clo Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh nhờ tổ hợp dự án hóa dầu long sơn đi vào hoạt động trong năm 2023. Dự kiến công suất sản xuất Vinyl Clorua (PVC) đạt 730,000 tấn/năm, tương đương 200,000 tấn Clo lỏng. Trong khi đó tổng sản lượng Clo lỏng tự sản xuất trong nước sau khi loại bỏ các sản phẩm sau Clo khác như HCL, Javen, PAC... đạt hơn 10,000 tấn/năm. Tuy nhiên, vấn đề gặp phải ở đây là nếu sản xuất quá nhiều Clo để đáp ứng thị trường thì lượng xút dư thừa sẽ đẩy mặt bằng chung giá xút giảm sâu, ảnh hưởng đến hiệu quả kinh tế. Do đó, doanh nghiệp nào có thể đảm bảo được đầu ra về xút sẽ có triển vọng bán hàng Clo trong tương lai.

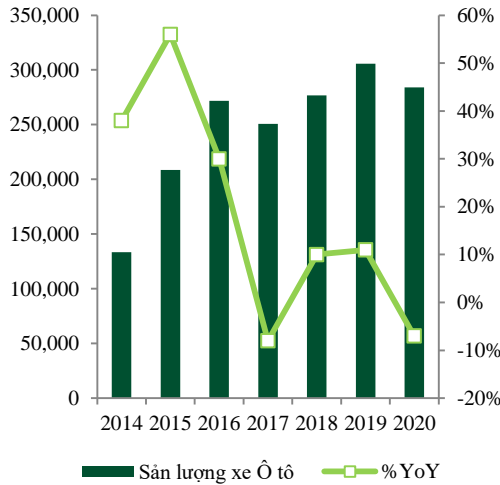
- **Điện hóa học:** Thị trường điện hóa học tại Việt Nam có PAC là công ty trên sàn duy nhất hoạt động trong lĩnh vực này. Nhu cầu sản phẩm pin ắc quy như VCBS đã phân tích trong phần NVL chì và kẽm đã tăng mạnh trong Q1.2021.

Nhu cầu tiêu thụ pin ắc quy dành cho xe ô tô và xe máy phụ thuộc nhiều vào sản lượng tiêu thụ ô tô và xe máy nội địa. Nhìn vào biểu đồ tăng trưởng sản lượng xe ô tô và xe máy tại Việt Nam có thể dễ dàng nhận ra, tốc độ tăng trưởng sản lượng xe máy đang sụt giảm rất nghiêm trọng. Trong khi, tốc độ tăng trưởng xe ô tô mặc dù vẫn giữ ở mức cao > 10%/năm nhưng vẫn giảm so với những năm bùng nổ xe ô tô trong năm 2015.

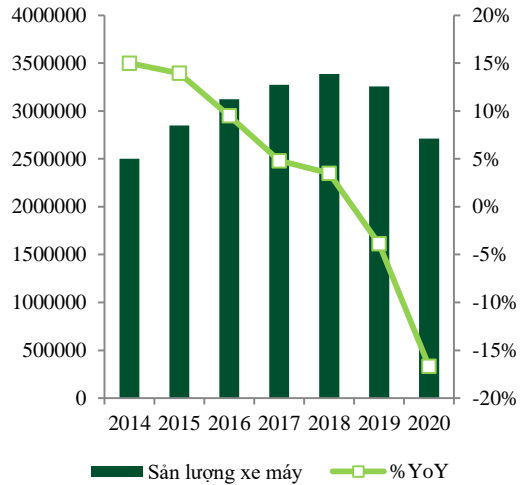
Với sự xuất hiện của thương hiệu xe điện VinFast và xu hướng sử dụng xe điện tăng nhanh chóng trên thế giới. Việc nghiên cứu sản xuất dòng pin điện cao cấp như lithium phục vụ cho nhu cầu xe điện là rất cần thiết. Tuy nhiên, VCBS chưa nhìn thấy chiến lược cụ thể nào của Việt Nam trong việc sản xuất dòng sản phẩm phụ trợ là pin - ắc quy cho xe điện.

Tiềm năng về pin điện tại Việt Nam có thể nói phụ thuộc và sự thành công hay thất bại của dự án bán xe ô tô điện của Vinfast tại Việt Nam.

### Tình hình tiêu thụ Ô tô



### Tình hình tiêu thụ xe máy



Nguồn: VCBS tổng hợp, Hiệp hội xe Việt Nam

Do đó, VCBS sẽ đưa ra 2 kịch bản về tăng trưởng ngành điện hóa học của Việt Nam trong giai đoạn 2021 – 2025

**Kịch bản 1:** Tốc độ tăng trưởng xe điện tăng cao đạt 10% thị phần xe ô tô + xe máy tại Việt Nam đến năm 2025.

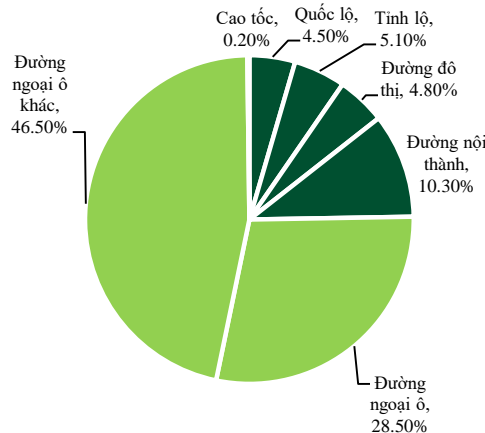
Trong kịch bản này, tăng trưởng nhu cầu pin lithium dành cho cả xe ô tô và xe máy tăng trưởng ấn tượng. Ngược lại tỷ lệ tăng trưởng nhu cầu sử dụng pin - ắc quy axit có thể trở về quanh mức -5 - 5% trong giai đoạn này.

**Kịch bản 2:** Tốc độ tăng trưởng xe điện thấp chỉ đạt 2% thị phần xe ô tô + xe máy tại Việt Nam đến năm 2025.

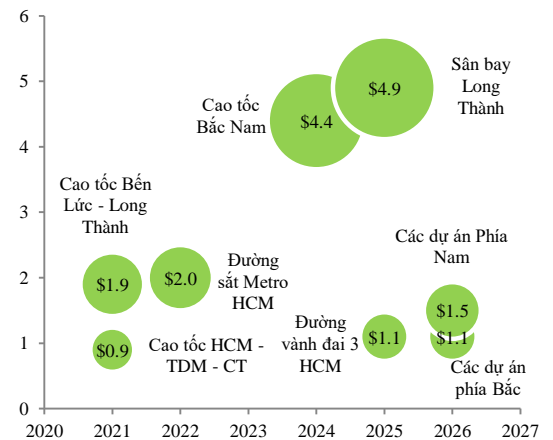
Trong kịch bản này, tăng trưởng nhu cầu pin lithium dành cho cả xe ô tô và xe máy thấp, ngành sản xuất pin dành riêng cho xe điện không phát triển tại Việt Nam. Do đó, tỷ lệ tăng trưởng nhu cầu sử dụng pin - ắc quy axit có thể vẫn giữ ở mức bình quân 5 – 10%/năm.

- **Săm lốp:** Thị trường trong nước: Trong ngắn hạn, đối với các sản phẩm săm lốp thay thế, tốc độ tăng trưởng lốp xe có độ trễ 1 – 2 năm so với tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ chung của ô tô. Với tốc độ tăng trưởng ô tô thấp trong năm 2020 do ảnh hưởng của dịch bệnh VCBS cho rằng tăng trưởng doanh số lốp thay thế sẽ giảm trong năm 2021. Ngược lại đối với các sản phẩm lốp OEM, khi ảnh hưởng của dịch bệnh qua đi nhu cầu ô tô tăng trưởng mạnh sẽ giúp nhu cầu lốp OEM tăng trưởng tương ứng.

### 500,000 Km Đường Bộ Nhưng Dưới 25% Đạt Chất Lượng Tốt



### Các dự án hạ tầng dày đặc

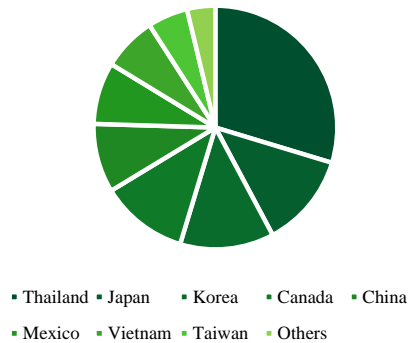


Nguồn: VCBS tổng hợp, Dragon Capital

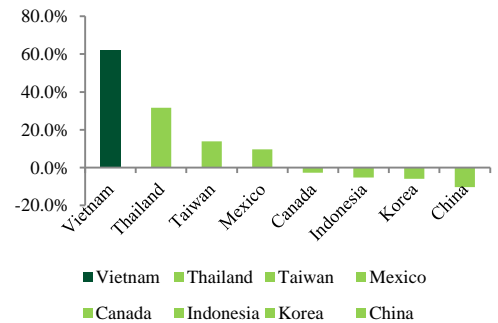
Trong dài hạn: VCBS cho rằng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm ô tô tại Việt Nam sẽ cao nhờ vào kinh tế phát triển tốt và hạ tầng đầy hứa hẹn. Không chỉ tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ, VCBS nhận thấy một sự thay đổi trong cơ cấu sử dụng các sản phẩm trong ngành sản phẩm – tương tự với xu hướng trên thế giới. Khi chất lượng hạ tầng đặc biệt là giao thông đường bộ được nâng cao, quá trình chuyển đổi sử dụng giữa lốp Radial và lốp Bias được đẩy mạnh.

Thị trường nước ngoài: Cuộc chiến thương mại Mỹ - Trung đã buộc hàng loạt các ông lớn trong ngành lốp xe tìm kiếm các quốc gia có lợi thế cạnh tranh về cao su là Thái Lan – Việt Nam để dịch chuyển chuỗi cung ứng. Điều này dẫn đến thực trạng là sản lượng sản phẩm sản xuất và xuất khẩu tại Thái Lan và Việt Nam đã tăng trưởng nhanh chóng ở mức 2 chữ số một vài năm trở lại đây. Thông thường, khi một thị trường bùng nổ tăng trưởng kim ngạch xuất khẩu vào thị trường khó tính như Mỹ, sẽ buộc Mỹ làm một cuộc điều tra về thuế chống bán phá giá và trợ cấp. May mắn thay, cuộc điều tra mới nhất của DOC đã có kết luận rất khả quan đối với thị trường Việt Nam và tiêu cực đối với các thị trường cạnh tranh khác như Thái Lan, Đài Loan...

**Cơ cấu thị trường sản phẩm tại Mỹ**



**Tốc độ tăng trưởng xuất khẩu vào Mỹ**

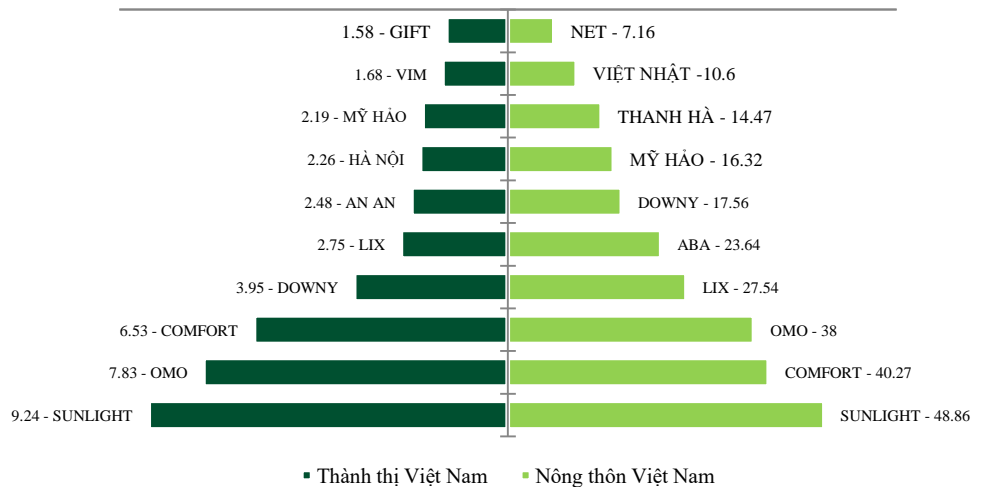


*Nguồn: VCBS tổng hợp*

VCBS cho rằng, đây là giai đoạn vàng đối với các doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm. Tỷ lệ tăng trưởng sản phẩm xuất khẩu, đặc biệt như thị trường Mỹ sẽ tiếp tục tăng mạnh ở mức 15 %/năm. Mặc dù ngành sản phẩm Việt Nam là rất nhiều triển vọng và lợi thế cạnh tranh trên thị trường quốc tế, tuy nhiên thị phần ngành sản phẩm tại Việt Nam lại phần lớn đến từ các doanh nghiệp nước ngoài. Các doanh nghiệp trong nước trở nên yếu thế hơn ở cả tại thị trường trong nước và xuất khẩu.

- **Chất tẩy rửa:** Thị trường chất tẩy rửa tại Việt Nam phân hóa mạnh, trong đó các sản phẩm đến từ hai doanh nghiệp FDI Unilever và P&G chiếm hầu hết thị phần.

**Thị phần chất tẩy rửa**

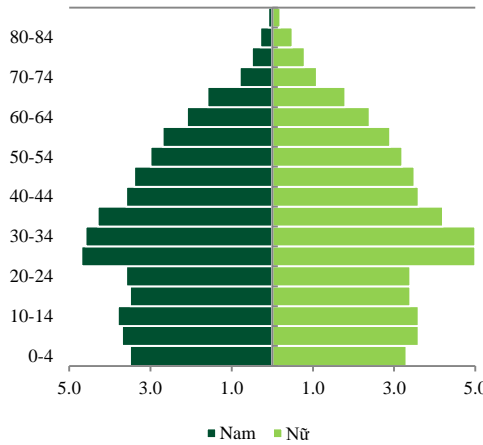


*Nguồn: VCBS tổng hợp, TBKTSG*

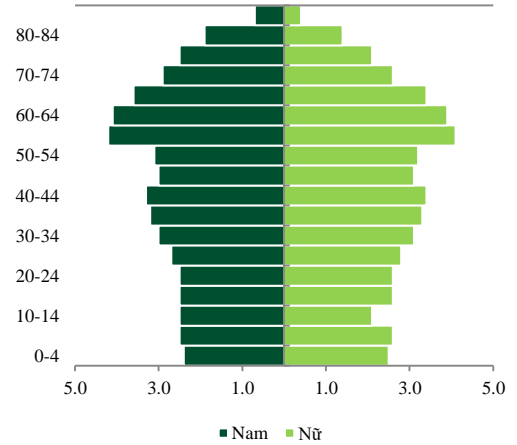
Đối với mảng tiêu dùng thiết yếu như các loại hóa chất tẩy rửa theo VCBS đánh giá đã sắp qua giai đoạn tăng trưởng cao của ngành. Nguyên nhân là do sản phẩm thiết yếu như hóa chất tẩy rửa phụ thuộc nhiều vào yếu tố **cơ cấu dân số**.

Cơ cấu dân số của Việt Nam được dự đoán sẽ trải qua thời kỳ dân số già hóa và cuối thời kỳ dân số vàng từ 2025. Thị trường chất tẩy rửa trong giai đoạn này sẽ đứng dưới áp lực đào thải do cạnh tranh và không thể tăng trưởng.

**Cơ cấu dân số 2020**



**Cơ cấu dân số 2050**



*Nguồn: VCBS tổng, Tổng cục thống kê*

Do đó, VCBS nhận thấy cơ hội để các doanh nghiệp trong nước như LIX + NET tăng trưởng thị phần đột phá trong giai đoạn sắp tới sẽ rất khó xảy ra. Với lợi thế về quy mô mà các doanh nghiệp FDI như Unilever và P&G đã có hiện tại, việc duy trì thị phần và tăng trưởng là rất dễ dàng.

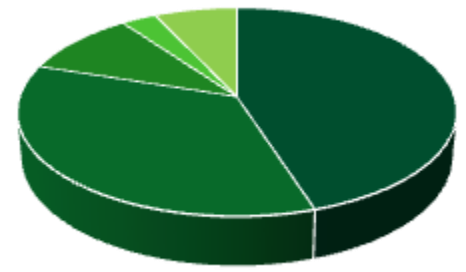
Trong 2H.2021 và 1H.2022, VCBS cho rằng tăng trưởng ngành chất tẩy rửa sẽ chậm lại mặc dù tăng trưởng GDP có thể quay trở lại mức 6 – 7%. Nguyên nhân là do sản phẩm nước rửa tay đã đóng góp lớn trong tăng trưởng toàn ngành năm 2020 sẽ ngày càng đi xuống theo tình hình dịch bệnh, đặc biệt là khi tỷ lệ tiêm chủng vắc xin tăng cao. VCBS dự phóng tăng trưởng toàn ngành đạt tăng trưởng 2% so với cùng kỳ trong năm 2021.

**Ngành in – Bao bì:** Nhìn vào hai biểu đồ bên dưới có thể thấy, ngành in – bao bì thường song hành với nhau. Các doanh nghiệp hoạt động trong ngành in thường in trên bao bì giấy và nhựa. Hiện trạng ngành in – bao bì Việt Nam đang chịu sự thu hẹp và cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Sự phát triển của ngành hàng thực phẩm là yếu tố chính tác động đến ngành bao bì tại Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng hàng năm của ngành bao bì đang đạt ở mức cao 15 – 20%/năm (Theo Hiệp hội Giấy và Bột giấy Việt Nam).

**Ngành In**



**Ngành Bao Bì**



■ In nhân và bao bì ■ Sách ■ Tài liệu kinh tế ■ Báo ■ Giấy ■ Nhựa ■ Kim loại ■ Thủy tinh ■ Khác

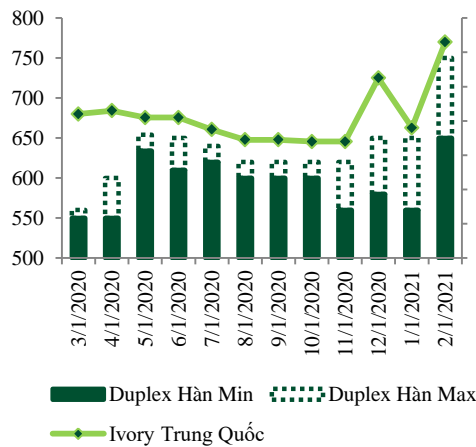
*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Do tiềm năng tăng trưởng lớn tuy nhiên mức độ tập trung ngành lại phân tán, chưa có doanh nghiệp có quy mô lớn về thị phần dẫn đến các doanh nghiệp FDI liên tục thu tóm các doanh nghiệp trong nước nhờ nguồn lực tài chính mạnh.

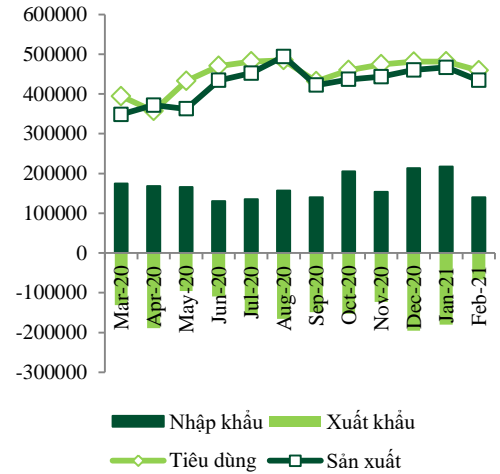
Trong hai năm 2018 – 2019, tổng đầu tư FDI vào Việt Nam về ngành bao bì giấy tăng trưởng nhanh và chiếm hơn 50% sản lượng sản xuất các loại tại Việt Nam. Trong đó các doanh nghiệp Nhật Bản và Thái Lan là hai quốc gia đầu tư nhiều vào thị trường bao bì Việt Nam.

Mặc ngành in – bao bì được xếp vào nhóm các doanh nghiệp hóa chất tuy nhiên. Đối với ngành in bao bì tại Việt Nam, chi phí bao bì giấy chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu giá vốn của doanh nghiệp.

**Diễn biến giá nguyên liệu giấy bao bì**



**Diễn biến xuất - nhập khẩu giấy**



Nguồn: VCBS tổng hợp, Hiệp hội giấy Việt Nam

Giá giấy đã liên tục tăng cao 20 – 40% YoY trong 6T.2021 do nguồn cung bột giấy nguyên liệu và thành phẩm từ Trung Quốc thiếu hụt mạnh. Sau ảnh hưởng của dịch COVID-19, hầu hết các hàng hóa có nguồn cung từ Trung Quốc đều bất ngờ thiếu hụt mạnh. Nguyên nhân được đưa ra là do Trung Quốc siết chặt các ngành sản xuất ảnh hưởng đến môi trường.

Ngoài ra, ngành in bao bì là một trong những ngành thuộc nhóm ngành công nghệ phụ trợ. Do đó, sự phát triển của các doanh nghiệp trong ngành phụ thuộc nhiều vào lợi thế cạnh tranh về vị trí địa lý, mức độ riêng biệt của dây chuyền sản xuất cho sản phẩm cần phụ trợ.

**VCBS cho rằng, vấn đề cạnh tranh của các doanh nghiệp không là yếu tố quá quan trọng khi tốc độ tăng trưởng chung của ngành vẫn rất cao.** Tuy nhiên, những doanh nghiệp có chiến lược và công nghệ sản xuất vượt trội sẽ giúp doanh nghiệp có lợi thế lớn trong việc cạnh tranh, khi hầu hết các doanh nghiệp trong ngành in – bao bì hiện tại có năng lực sản xuất thấp và công nghệ lạc hậu.

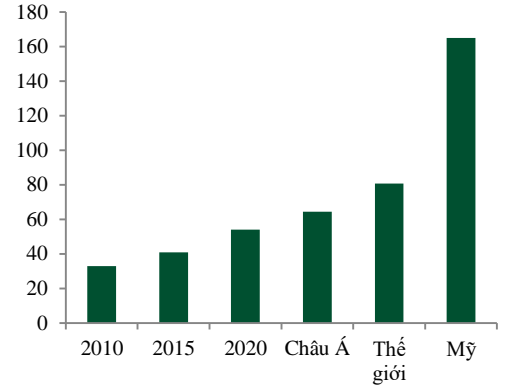
- Hóa dầu:** Ứng dụng của ngành công nghiệp hóa dầu là rất đa dạng, trong đó hạt nhựa nguyên sinh và nhựa đường là các sản phẩm chính được sử dụng trong ngành công nghiệp hóa dầu. Ngành nhựa tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng rất cao từ 16 – 18%/năm. Sự tăng trưởng đó xuất phát từ thị trường rộng, tiềm năng lớn và đặc biệt là vì ngành nhựa Việt Nam mới chỉ ở bước đầu của sự phát triển so với thế giới và sản phẩm nhựa được phát huy sử dụng trong tất cả các lĩnh vực của đời sống bao gồm sản phẩm bao bì nhựa, sản phẩm nhựa vật liệu xây dựng, sản phẩm nhựa gia dụng và sản phẩm nhựa kỹ thuật cao.

**Ngành nhựa Việt Nam**



■ Bao bì ■ Kỹ thuật ■ Xây dựng ■ Gia dụng

**Số kg nhựa tiêu thụ trên đầu người từ 2010-2020**



■ Số kg nhựa tiêu thụ trên đầu người từ 2010-2020

*Nguồn: VCBS tổng hợp*

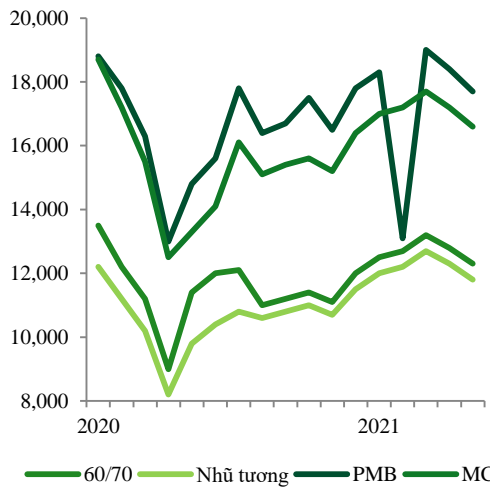
Với tốc độ đô thị hóa cao từ 19.6% trong năm 2010 lên khoảng 39.3% trong năm 2020, bất động sản dân dụng tăng trưởng sẽ kéo theo nhu cầu sử dụng nhựa xây dựng tăng trưởng theo. Theo quy hoạch phát triển ngành nhựa, Chính phủ định hướng sẽ tăng tỷ trọng nhóm nhựa vật liệu xây dựng và kỹ thuật đặc biệt có biên lợi nhuận cao và giảm tỷ trọng sản phẩm nhựa bao bì và dân dụng có giá trị gia tăng thấp.

Mặc dù sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành thực phẩm với tốc độ 10 – 12%/năm trên lý thuyết sẽ thúc đẩy tăng trưởng của phân khúc nhựa bao bì. Tuy nhiên các vấn đề về môi trường và nhận thức của người tiêu dùng đã giúp ngành giấy bao bì tăng trưởng vượt trội và thay thế dần các sản phẩm bao bì từ nhựa.

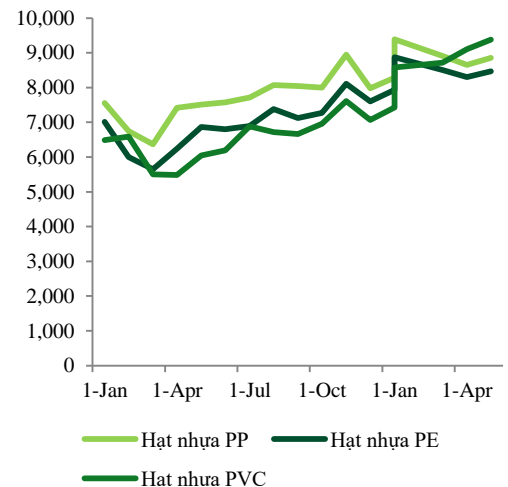
Từ đó, VCBS cho rằng nhu cầu tiêu thụ của ngành nhựa trong nước không phải là vấn đề quan trọng của ngành do năng lực sản xuất hạt nhựa trong nước chỉ đáp ứng đủ 20% nhu cầu.

Do đó, ảnh hưởng từ thị trường hạt nhựa nhập khẩu sẽ tác động lớn đến giá các sản phẩm nhựa thành phẩm. Là sản phẩm của hóa dầu, do đó diễn biến giá dầu cùng với công suất hoạt động của các nhà máy lọc dầu, đặc biệt là nhu cầu tiêu thụ xăng – dầu thành phẩm sẽ tác động đến giá hạt nhựa.

**Diễn biến giá nhựa đường**



**Diễn biến giá hạt nhựa**

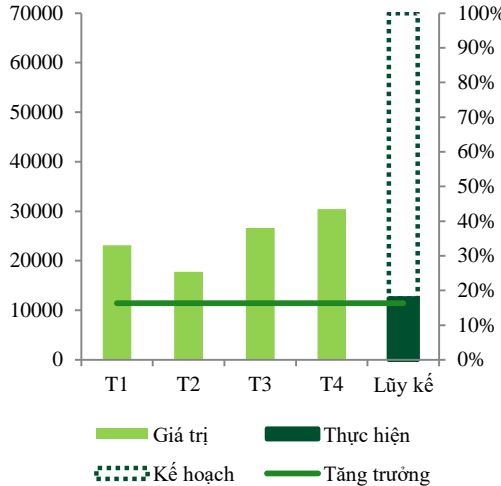


*Nguồn: VCBS tổng hợp, PLC, Investing*

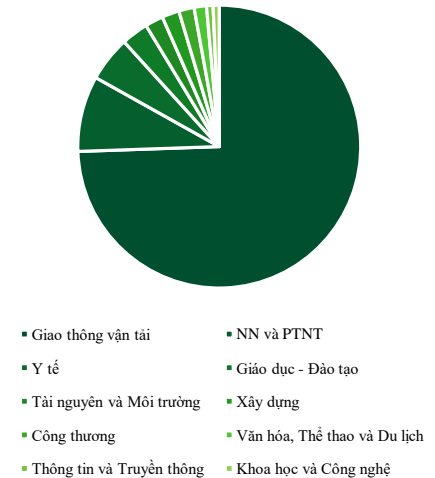
Tương tự, sản phẩm nhựa đường cũng chịu tác động trực tiếp từ giá dầu, do 80% nguyên liệu làm nhựa đường cũng được nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, đối với mảng nhựa đường, nhu cầu tiêu

thụ nhựa đường lại là yếu tố quyết định đối với các doanh nghiệp hoạt động trong mảng này. Năm 2020 được xem là một năm bước đệm đối với các doanh nghiệp hoạt động trong các mảng hưởng lợi từ dự án đầu tư công. Ảnh hưởng từ dịch bệnh COVID-19 đã buộc Chính phủ gia tăng chi tiêu đầu tư công từ những tháng cuối năm 2020.

**Tình hình giải ngân đầu tư công**



**Cơ cấu Sử dụng vốn đầu tư công**



Nguồn: VCBS tổng hợp, Tổng cục thống kê

VCBS cho rằng, xu hướng đầu tư công vẫn sẽ tiếp tục trong năm 2021, các dự án về cơ sở hạ tầng như: Sân bay Long Thành, Cao tốc Bắc Nam... sẽ được đẩy mạnh triển khai. Trong giai đoạn đầu, chi phí đầu tư cho dự án nằm ở việc đền bù và giải phóng mặt bằng. VCBS cho rằng, bắt đầu từ Q3.2021, chi phí cho việc thi công sẽ bắt đầu tăng. Do đó, VCBS cho rằng nhu cầu về nhựa đường ở Việt Nam sẽ tăng trong những tháng cuối năm 2021.

## Chiến lược đầu tư từ 2H.2021

VCBS nhận thấy triển vọng đầu tư vào các cổ phiếu ngành hóa chất trong 2H.2021 đến từ hai ý tưởng đầu tư chính: **(1) Doanh nghiệp tái cấu trúc + gia tăng công suất nhưng bị ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19; (2) Doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp mỏng.**

- Doanh nghiệp tái cấu trúc + gia tăng công suất nhưng bị ảnh hưởng của dịch bệnh COVID-19:** VCBS lựa chọn những doanh nghiệp hoạt động trong các ngành có mức độ tăng trưởng cao trước dịch liên quan đến hoạt động tiêu dùng trong nước và xuất khẩu như ngành hóa dầu (nhựa), in – bao bì... có kế hoạch tăng trưởng hoặc tái cơ cấu nhưng bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh. VCBS cho rằng dịch bệnh COVID-19 đang trong giai đoạn cuối cùng trước khi đi qua nhờ chiến dịch tiêm chủng đang được triển khai sẽ giúp tạo ra miễn dịch cộng đồng. Từ đó, nhu cầu tiêu dùng sẽ tăng trưởng trở lại. VCBS lựa chọn ra 2 doanh nghiệp tiêu biểu trong chiến lược đầu tư này bao gồm: **TLG + INN**

- Doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp mỏng:** VCBS lựa chọn các doanh nghiệp có biên lợi nhuận gộp mỏng để tối đa hóa tăng trưởng lợi nhuận nhờ diễn biến giá bán tăng mạnh. Giá các sản phẩm phân bón như DAP, Ure... các tài nguyên khoáng sản như Phot pho vàng, sắt thép... đang trong quá trình tăng giá mạnh mẽ. Sự cải thiện biên lợi nhuận gộp VCBS lựa chọn **DDV** là doanh nghiệp tiêu biểu trong chiến lược đầu tư này.

**Dự báo tăng trưởng lợi nhuận 2021**

Phân bón hóa chất	NGUYÊN LIỆU	SẢN PHẨM	DOANH NGHIỆP	1H.2021	2H.2021
	Quặng apatit, Luru huỳnh, NH3	NPK	<b>BFC</b>	[Bar chart showing growth]	[Bar chart showing growth]
	Supe Lân, NPK	<b>LAS</b>	[Bar chart showing growth]	[Bar chart showing growth]	
	DAP	<b>DDV</b>	[Bar chart showing growth]	[Bar chart showing growth]	



Hóa chất cơ bản	Muối công nghiệp, huỳnh, Phốt pho	Xút, Clo lỏng, Lưu Javen...	CSV HVT	
	Điện hóa	Chì, Kẽm	Pin,Ắc quy	PAC
Săm Lốp	Cao su, than đen, màng thép...	Lốp Radial, Bias	DRC	
			CSM	
Chất tẩy rửa	Chất hoạt động bề mặt (LAS), hạt nhựa...	Bột giặt, nước tẩy rửa	LIX	
			NET	
Bao bì In -	Mực in, hạt nhựa, giấy...	Bao bì giấy, nhãn...	INN	
Hóa dầu	Nhựa đường, dầu nhờn...	Nhựa đường thành phẩm	PLC	
			TLG	
Khác	Mực in, hạt nhựa, hóa chất	Bút, keo dán, văn phòng phẩm		



Nguồn: VCBS ước tính

## LỰA CHỌN CỔ PHIẾU

### INN – MUA

#### • QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Nhà máy mới đi vào hoạt động trước tình hình tiêu thụ sản phẩm phục hồi sau dịch.**

Trong năm 2020, INN đã hoàn thành dự án nhà máy Hưng Yên GD – 3 trong năm 2020 với diện tích sàn gần 25,000 m<sup>2</sup> nhà xưởng. Dự kiến, trong tháng 07 năm 2021, công ty sẽ tiếp tục đầu tư máy in Offset và Flexo dùng cho tem nhãn và đưa vào hoạt động để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của các đối tác khách hàng.

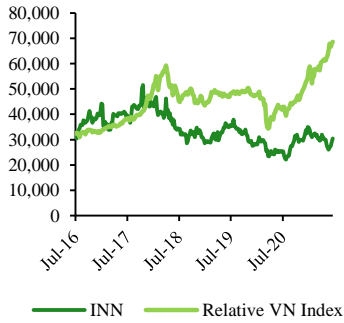
**Tốc độ tăng trưởng ấn tượng của ngành bao bì giấy nói chung và INN nói riêng.**

Việc hạn chế rác thải nhựa, túi nilon và gia tăng khuyến khích bao bì giấy đã và đang tạo động lực tăng trưởng tiêu thụ cho toàn ngành giấy và bao bì giấy. Theo thống kê của hiệp hội giấy Việt Nam (VPPA), tốc độ tăng trưởng bình quân ở mức 15%/năm.

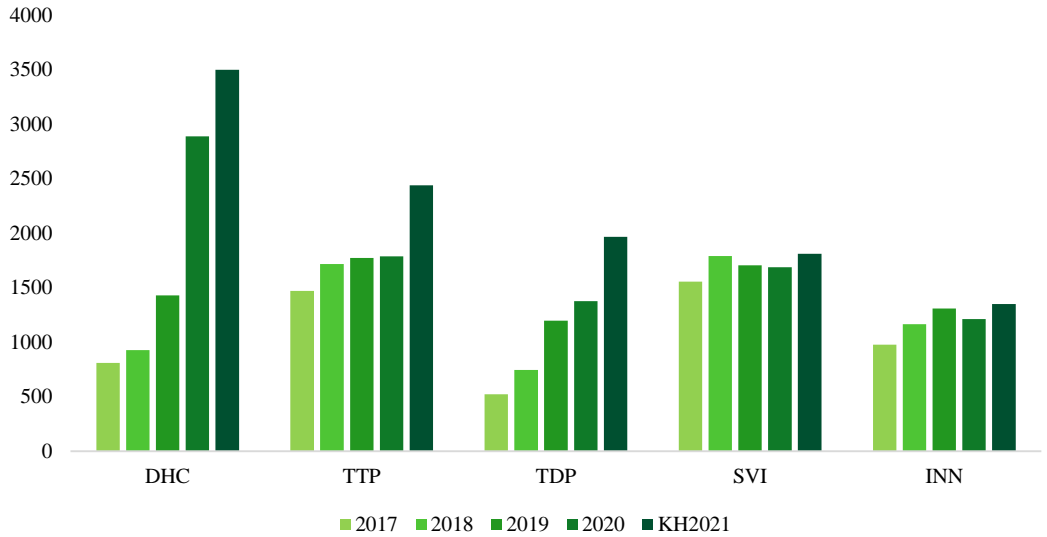
#### THỐNG KÊ GIAO DỊCH

Sàn giao dịch	HNX
Thị giá (VND)	29,800
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>42,334</b>
KLGD TB 10 phiên	35,052
Vốn hoá (tỷ đồng)	547
Số lượng CPLH	17,958
<b>Suất sinh lời</b>	<b>42%</b>

## TƯƠNG QUAN INDEX



## Tăng trưởng doanh thu DN Bao bì



Nguồn: VCBS tổng hợp

## CƠ CẤU SỞ HỮU



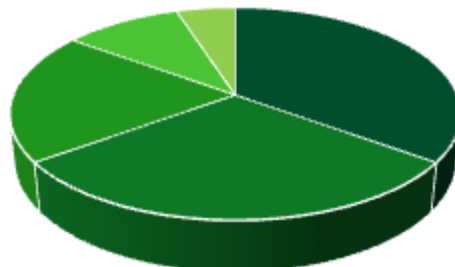
- NT Nam
- BT Đạt
- VH Tuyên
- NQ Lộc
- TTT Nga
- LD Thành
- Công đoàn
- Khác

## Biểu đồ tăng trưởng doanh thu các doanh nghiệp bao bì

VCBS cho rằng, ngành bao bì được xem là một trong những ngành công nghiệp phụ trợ, do đó tốc độ tăng trưởng của ngành này phụ thuộc vào tốc độ tăng trưởng của các ngành được phụ trợ. Đối với tệp khách hàng của INN, VCBS sẽ đi vào phân tích triển vọng tăng trưởng của những ngành và công ty cụ thể để đưa ra triển vọng tăng trưởng bán của INN. Mặc dù ngành in đang chịu nhiều sự cạnh tranh gay gắt từ các công ty mới gia nhập ngành, tuy nhiên ngành bao bì in lại có một mức độ trung thành từ khách hàng rất lớn do việc thay đổi và điều chỉnh máy móc để đáp ứng yêu cầu kỹ thuật và thẩm mỹ đối với từng loại sản phẩm khi thay đổi đơn vị in bao bì khác là rất khó khăn và nhiều rủi ro.

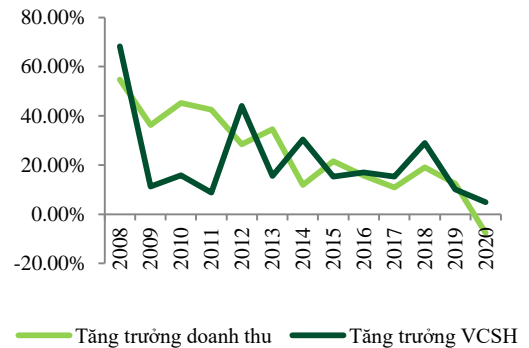
Riêng đối với INN đã có một khoảng thời gian dài suy giảm trong tốc độ tăng trưởng do chiến lược thận trọng của doanh nghiệp. VCBS kỳ vọng INN có thể hồi phục tăng trưởng doanh thu trở lại từ năm 2021 khi năm 2020 được đánh giá là “đáy” của tăng trưởng đối với INN.

## Cơ cấu nhóm khách hàng



- Thuốc lá
- Thực phẩm
- Dân dụng
- Dược
- Khác

## Tăng trưởng doanh thu



Nguồn: VCBS tổng hợp, INN

## ❖ Nhóm doanh nghiệp thuốc lá – Sản phẩm nhãn, tút thuốc lá

Vinataba Thăng Long là khách hàng lâu đời nhất của INN, trong giai đoạn 2015 – 2020, thị phần tiêu thụ nội địa của Vinataba gia tăng từ 55% lên 67%, kim ngạch xuất khẩu cũng tăng trưởng hơn 4% năm. Riêng trong năm 2020, Vinataba Thăng Long đã hoàn thành đầu tư dự án di dời công ty với tổng mức đầu tư hơn 1,552 tỷ đồng, **đặc biệt công ty đã đầu tư dây chuyền máy móc thiết bị mới nâng công suất chế biến sợi thuốc lá thêm 6 tấn/giờ - tương đương 50,000 tấn/năm.**

#### ❖ Nhóm ngành thực phẩm, bánh kẹo – Sản phẩm hộp giấy, màng in

Kinh đô, Hải Hà và Orion Vina là các đối tác chính của INN trong mảng bao bì thực phẩm, cũng chính là những công ty giữ thị phần cao trong ngành bánh kẹo Việt Nam. Ngành bánh kẹo Việt Nam đang tăng trưởng ở mức vừa phải 8-10%/năm và đang gặp phải những cạnh tranh gay gắt từ phía các nhãn hàng nhập khẩu. Đây là những rủi ro mà các doanh nghiệp nội địa phải chịu khi Việt Nam tham gia vào các hiệp định kinh tế FTA. Do đó, VCBS đánh giá, doanh thu từ nhóm khách hàng bánh kẹo sẽ không tăng trưởng mạnh trong giai đoạn tiếp theo của INN. Tuy nhiên, với công nghệ hiện tại bao bì của INN đạt chuẩn FSSC22.000 trong ngành thực phẩm vẫn sẽ mang lại lợi thế cho INN đối với các đối thủ cạnh tranh khác.

#### ❖ Nhóm doanh nghiệp dân dụng – Sản phẩm hộp giấy, màng in

Hai thương hiệu Bóng đèn Rạng Đông và Dorco Vina là khách hàng đại diện cho nhóm sản phẩm dân dụng. Trong đó, VCBS đánh giá cả hai công ty đều đang trong giai đoạn đầu tư khá mạnh vào tài sản cố định. Trong đó, đối với Dorco Vina, đây là công ty FDI đến từ Hàn Quốc với thương hiệu dao cạo hàng đầu trên thế giới. Trong giai đoạn 2015 – 2017, Dorco Vina đã hoàn thiện cả hai GD của dự án bao gồm 3 nhà xưởng trên diện tích xây dựng 4.9ha tại KCN Phố Nối A, Hưng Yên. Sau 3 năm, Dorco Vina tiếp tục thực hiện dự án mở rộng nhà máy Dorco Vina Hà Nam thêm 1,5 ha trong năm 2021.

Đối với công ty bóng đèn Rạng Đông, VCBS đánh giá đây là khách hàng tiềm năng lớn mà INN cần khai thác. RAL đang trong cuộc chạy đua tăng trưởng nóng để giành thị phần đối với thị trường bóng đèn LED thay cho sản phẩm truyền thống là bóng đèn huỳnh quang. Dự án quy mô lớn dự tính sẽ được triển khai vào năm 2022 với tổng vốn đầu tư 2,334 tỷ đồng dự kiến sản xuất 100 triệu sản phẩm LED.

#### ❖ Nhóm khách hàng dược phẩm – Hộp giấy, màng in, PVC

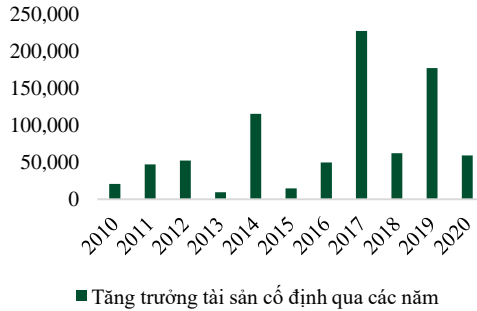
Đây là phân khúc khách hàng mà INN có lợi thế nhờ đạt tiêu chuẩn GMP, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng ngành dược trong năm 2020 thấp chỉ đạt 2.8%, thấp hơn nhiều so với con số 11-12% trong trung bình 5 năm vừa qua. Dân số đang bước vào giai đoạn “già hóa” (World Bank cảnh báo, Việt Nam đang trải qua giai đoạn tốc độ già hóa dân số nhanh nhất từ trước tới nay, tỷ trọng dân số từ 65 tuổi trở lên là 6.5% vào năm 2017, dự kiến sẽ đạt 21% vào năm 2050), đồng nghĩa với nhu cầu chăm sóc sức khỏe đang tăng lên. Về diễn biến chung của toàn ngành có thể hiện xu hướng tích cực, tuy nhiên theo VCBS đánh giá tốc độ phát triển ngành dược đang dần tập trung về các doanh nghiệp dược tại miền Trung và miền Nam. Các nhà máy dược được xây dựng liên tục, khác với các doanh nghiệp dược phẩm tại miền Bắc không có quá nhiều sự thay đổi trong dây chuyền sản xuất.

#### **Tốc độ tăng trưởng ổn định nhưng vẫn giữ được an toàn tài chính – Tác động của PP trích khấu hao nhanh trên báo cáo tài chính – Tỷ lệ cổ tức tương lai hấp dẫn**

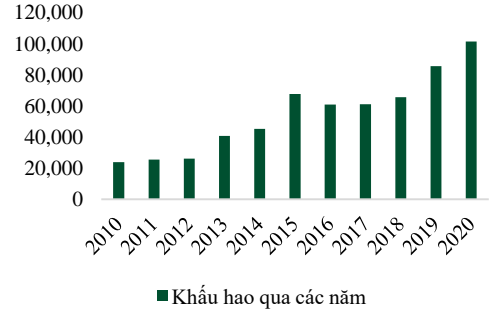
INN là một trong những doanh nghiệp trong ngành bao bì, kể cả bao bì nhựa có sức khỏe tài chính về tỷ lệ nợ vay thấp. Ngành bao bì là một trong những ngành có giá trị gia tăng thấp, dẫn đến biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành rất mỏng đặc biệt là bao bì nhựa, dẫn đến hệ quả các doanh nghiệp phải gia tăng tỷ lệ nợ vay để thực hiện đầu tư gia tăng công suất, cạnh tranh chiếm lĩnh thị phần đảm bảo hiệu suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu cao tạo dư địa cho việc tăng vốn sau này.

INN đang thực hiện PP khấu hao nhanh trong đó thời gian khấu hao đối với nhà xưởng là 10 năm trong khi thời gian khấu hao đối với máy móc là 5 năm. Do đó, tỷ lệ chi phí khấu hao trên lợi nhuận gộp luôn ở mức cao.

**Tăng trưởng tài sản cố định**



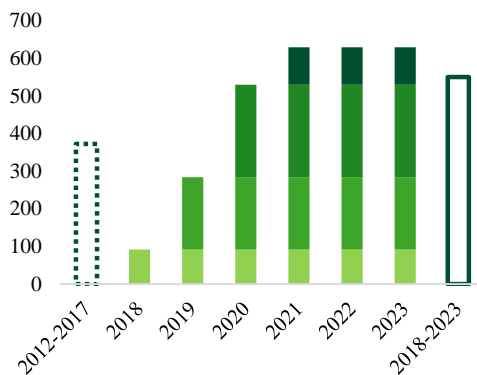
**Khấu hao qua các năm**



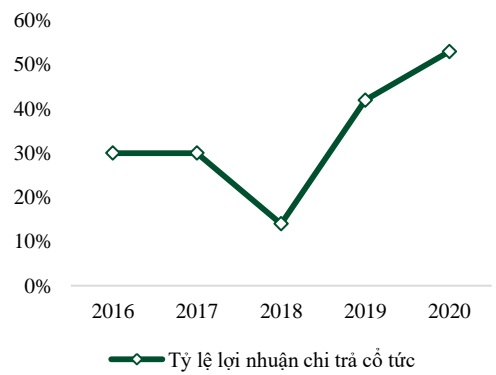
Nguồn: VCBS tổng hợp

INN đề ra kế hoạch đầu tư trong giai đoạn 2018-2023 là 500-600 tỷ tăng tương đối cao so với kế hoạch giai đoạn 2012 – 2017 ở mức 300 – 400 tỷ đồng. Lũy kế đến năm 2020 và kế hoạch 2021, INN đã chi đầu tư hơn 630 tỷ đồng. Do đó VCBS cho rằng, INN sẽ tạm dừng việc đầu tư trong giai đoạn còn lại 2022 - 2023 để tập trung gia tăng năng suất và vận hành ổn định nhà máy mới.

**Chi đầu tư các giai đoạn**



**Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức**



Nguồn: VCBS tổng hợp

Do chi phí đầu tư lớn nhưng lại ít sử dụng nợ vay, làm cho cổ tức bằng tiền mặt của INN chỉ đạt mức 20% - tương đương tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trung bình trong 5 năm vừa qua là 65%.

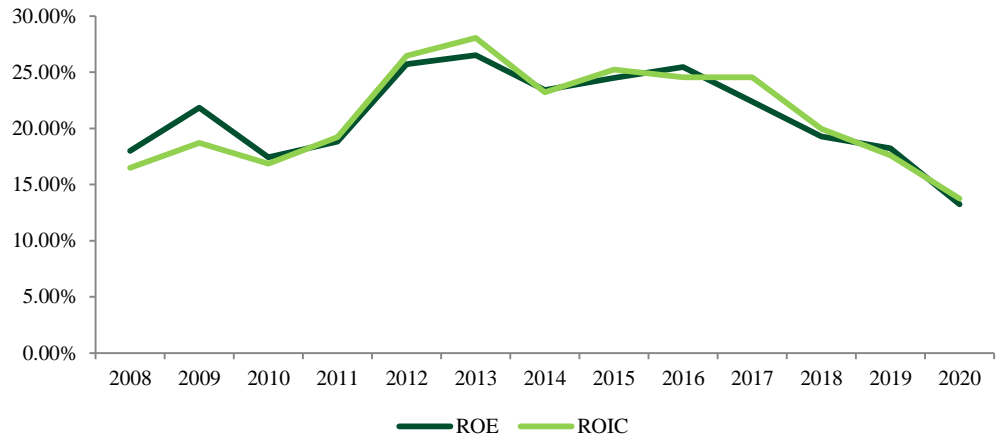
Điều đặc biệt hơn, mặc dù tỷ lệ lợi nhuận giữ lại lớn và tỷ lệ tiền chi cổ tức nhỏ nhưng lợi suất cổ tức trên thị giá của INN là đạt ở mức rất khả quan là 7.5%.

**Lợi thế cạnh tranh từ công nghệ và vị trí địa lý:** INN thuộc chuỗi sau cùng trong ngành công nghiệp bao bì giấy và nhựa với nguyên vật liệu đầu vào là giấy làm bao bì thành phẩm (Khác với hầu hết các doanh nghiệp sản xuất giấy bao bì như Kraft Vina, DHC, Giấy Sài Gòn...). Quy mô ngành bao bì được phân bổ khá nhiều vào thị trường HCM, do đó cạnh tranh cực kỳ gay gắt. Riêng đối với thị trường miền Bắc, đặc biệt là phân khúc như INN, INN có lợi thế cạnh tranh đặc biệt là một trong 4 doanh nghiệp lớn nhất trong khu vực. Mô hình kinh doanh của INN phụ thuộc trực tiếp và các hợp đồng chế tạo mẫu bao bì chuẩn theo thiết kế của khách hàng.

## • RỦI RO

**Hiệu suất sinh lời đang giảm:** Như VCBS đã phân tích, INN rõ ràng sẽ buộc phải đánh đổi hiệu suất sinh lời của doanh nghiệp khi lựa chọn chiến lược đầu tư cao nhưng lại sử dụng tỷ lệ nợ vay thấp, chưa kể đến việc áp dụng phương pháp khấu hao nhanh. Tuy nhiên, VCBS đánh giá chiến lược của INN là rất phù hợp khi đặc điểm của ngành in bao bì có tỉ lệ chiếm dụng vốn lớn từ cả nhà cung cấp và người mua.

**Biểu đồ diễn biến ROE + ROIC**



*Nguồn: VCBS tổng hợp*

Điều VCBS quan tâm hơn cả về hiệu suất sinh lời của INN khi phân tách ROE của INN theo công thức Dupont là chỉ tiêu về vòng quay hoạt động của tổng tài sản và biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Đặc biệt là trong giai đoạn sau 2021 khi hầu hết nhà máy và phân xưởng trong chiến lược 2018 – 2023 đã cơ bản hoàn thành. Một chút sụt giảm nhẹ trong biên lợi nhuận gộp là có thể chấp nhận được khi khấu hao mới từ nhà máy được ghi nhận, tuy nhiên vòng quay tổng tài sản phải thể hiện sự cải thiện qua các năm để chứng minh tình hình bán hàng của nhà máy mới đang thuận lợi.

Không khó để nhận ra, giá trị cổ phiếu của INN cũng đã dừng xu hướng tăng trong 3 năm gần đây khi các chỉ số về hiệu suất sinh lời giảm.

**Rủi ro NVL đầu vào:** INN thuộc chuỗi sau cùng trong ngành công nghiệp bao bì giấy và nhựa vì nguyên vật liệu đầu vào là giấy làm bao bì thành phẩm. Mô hình kinh doanh của INN phụ thuộc trực tiếp và các hợp đồng chế tạo mẫu bao bì chuẩn theo thiết kế của khách hàng. Do đó, khả năng gia tăng biên lợi nhuận gộp bằng việc đàm phán với khách hàng là thấp và phụ thuộc nhiều vào giá nguyên vật liệu.

**Danh mục khách hàng cô đặc:** Sản phẩm của INN đi theo hướng chuyên biệt cao nhắm đến từng đối tượng khách hàng cụ thể mà không mang tính đại trà như các sản phẩm mà các đối thủ khác trong ngành sản xuất như (AAA, TDP). Đây vừa là lợi thế và là điểm yếu của doanh nghiệp, khi mà tăng trưởng doanh nghiệp phụ thuộc nhiều vào các khách hàng tiềm năng. Năng lực đàm phán với khách hàng tương tự cũng sẽ giảm dần tới phụ thuộc. Biến động trong kết quả kinh doanh sẽ rất lớn nếu các khách hàng có vấn đề trong hoạt động.

## • DỰ PHÓNG

VCBS dự phóng DTT và LNST năm 2021 của INN lần lượt đạt 1,396 tỷ đồng (+15.4% YoY) và 92 tỷ đồng (+37.1% YoY) – tương đương EPS đạt 5,108VNĐ/cp

**Bảng dự phóng KQKD**

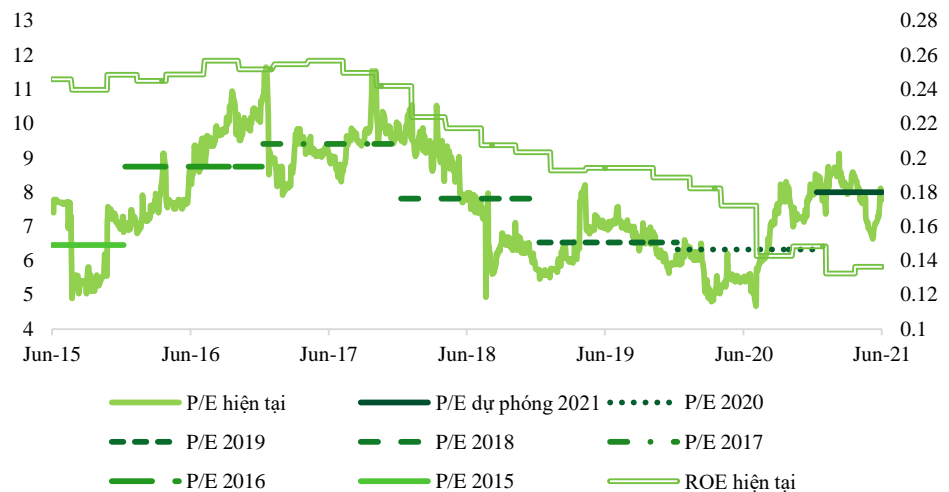
Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	1,210,062	1,396,000	1,625,200	1,876,768
- Giá vốn hàng bán	1,029,379	1,158,680	1,348,916	1,567,101
Lợi nhuận gộp	180,683	237,320	276,284	309,667
- Chi phí bán hàng	34,265	40,389	47,928	54,263
- Chi phí quản lý DN	62,821	83,760	97,512	112,606
Lợi nhuận thuần HĐKD	83,596	113,171	130,844	142,798
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	3,172	3,659	4,260	4,920
- Lợi nhuận khác	2,289	2,083	2,607	2,326
EBIT	89,058	118,913	137,712	150,044
- Chi phí lãi vay	5,414	4,269	3,668	3,513
Lợi nhuận trước thuế	83,643	114,643	134,043	146,531
- Thuế TNDN	16,563	22,702	26,543	29,016
LNST	67,080	91,942	107,500	117,515

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp 2 phương pháp DCF + P/E để định giá doanh nghiệp INN.

	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	40,864	50%
Chiết khấu dòng tiền	43,804	50%
<b>Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu INN</b>		<b>42,334</b>

**P/E hiện tại và dự phóng của INN**



Nguồn: VCBS tổng hợp

## • KHUYẾN NGHỊ

Thanh khoản là một trong những yếu tố gây khó khăn đối với các NĐT trong việc đầu tư vào INN khi mà doanh nghiệp hầu như không tăng vốn điều lệ. Thay vào đó, công ty sử dụng dòng tiền dồi dào từ hoạt động kinh doanh để tài trợ.

Tuy nhiên, tỷ lệ nắm giữ cô đặc cũng cho thấy rõ chiến lược hoạt động của ban điều hành doanh nghiệp. Từ đó, VCBS đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu INN với giá mục tiêu **42,334 đồng/cổ phiếu**.

## TLG – MUA

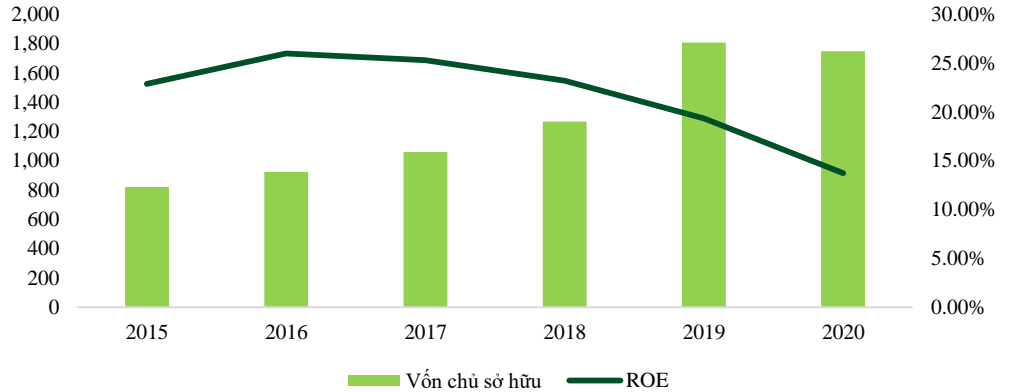
### • QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Tác dụng phụ từ việc tăng vốn sắp đi qua:** Trong giai đoạn 2015 – 2019, TLG đã tăng vốn liên tục thông qua hình thức chia thưởng bằng cổ phiếu, đỉnh điểm là phát hành cổ phiếu riêng lẻ cho NĐT chiến lược trong năm 2019.

### THỐNG KÊ GIAO DỊCH

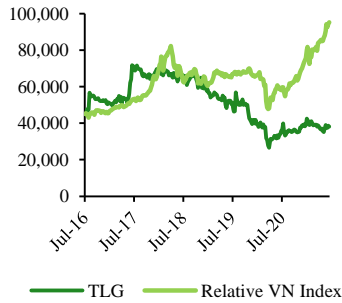
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (VND)	38,400
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>56,847</b>
KLGD TB 10 phiên	159,050
Vốn hoá (tỷ đồng)	2,963
Số lượng CPLH	77,794
<b>Suất sinh lời</b>	<b>48.8%</b>

Tăng trưởng vốn và suất sinh lời



Nguồn: VCBS tổng hợp

### TƯƠNG QUAN INDEX



Đặc điểm của ngành sản xuất văn phòng phẩm không phải là ngành thâm dụng vốn, tuy nhiên Ban Lãnh Đạo TLG lại lựa chọn chiến lược sử dụng đòn bẩy tài chính thấp, chỉ sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu để đầu tư TSCĐ. Trong khi tốc độ tăng trưởng của doanh nghiệp hiện tại không đáp ứng kịp tốc độ tăng trưởng của vốn chủ sở hữu dẫn tới các chỉ số về hiệu quả sử dụng vốn chủ sụt giảm nghiêm trọng, trực tiếp đẩy định giá của doanh nghiệp xuống thấp.

Tuy nhiên từ năm 2020, TLG đã tạm dừng việc tăng trưởng vốn điều lệ thay vào đó là gia tăng tỷ lệ cổ tức tiền mặt lên mức 20%. Đây là yếu tố tích cực lên hiệu suất sinh lời cũng như định giá của doanh nghiệp.

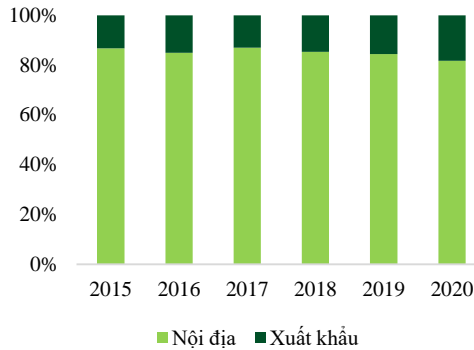
**Sự hồi phục từ thị trường trong nước và xuất khẩu sau dịch:** Ngành bút viết và văn phòng phẩm là một trong những ngành chịu ảnh hưởng lớn từ dịch bệnh COVID-19. Trong năm 2021, VCBS kỳ vọng tăng trưởng mảng văn phòng phẩm và bút sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số trở lại.

### CƠ CẤU SỞ HỮU

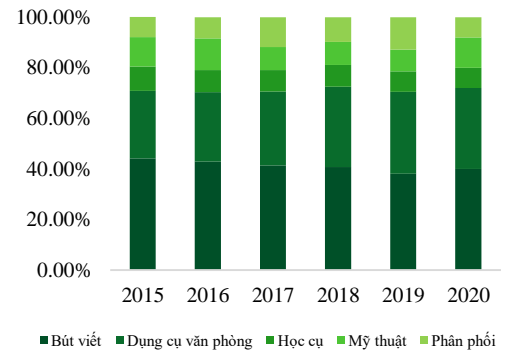


- CTCP An Thịnh
- CWL Cayman
- CG Thọ
- Vietnam Holding
- TT Như
- CN Bình
- Khác

Cơ cấu thị trường tiêu thụ



Cơ cấu sản phẩm trong doanh thu



Nguồn: VCBS tổng hợp, TLG

Mặc dù tăng trưởng xuất khẩu mỗi năm luôn đạt ở mức 20% năm tuy nhiên tỷ trọng cơ cấu doanh

thu từ xuất khẩu vẫn chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu của TLG do tình hình tiêu thụ nội địa vẫn tăng trưởng mạnh ở mức 10 - 13%/năm.

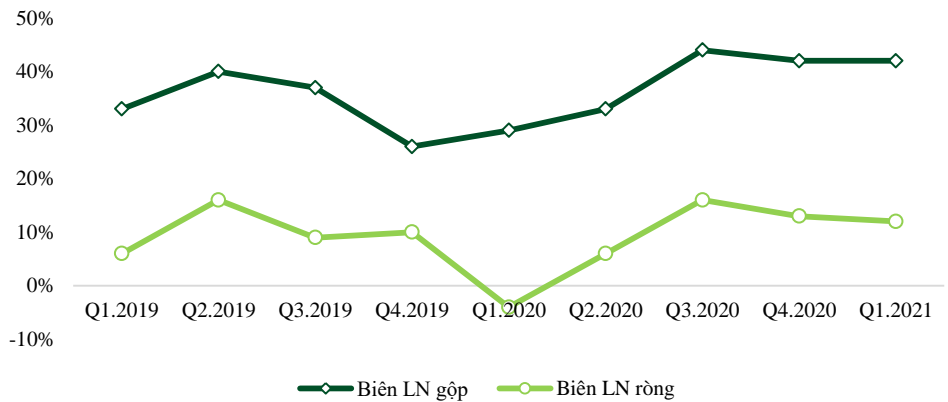
VCBS cho rằng, ngành kinh doanh của TLG sẽ tiếp tục phát triển nếu doanh nghiệp chịu thay đổi các sản phẩm mới và định hướng tiêu dùng đối với khách hàng. VCBS đánh giá nhu cầu tiêu dùng mặt hàng này là cơ giã với thu nhập người tiêu dùng. Do đó, khi thu nhập người dân tăng lên, nhu cầu tiêu dùng cũng sẽ gia tăng tương ứng trong khi, giá cả các mặt hàng này lại ở mức thấp. Đây cũng là yếu tố giúp biên lợi nhuận gộp của TLG ở mức rất cao.

**Đổi mới công nghệ và chiến lược kinh doanh:** VCBS đánh giá tất cả các yếu tố chính yếu tác động đến KQKD của doanh nghiệp đều đang được TLG tìm cách cải thiện. Là một doanh nghiệp sản xuất và bán hàng thông qua các kênh phân phối, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp chịu ảnh hưởng từ chi phí chiết khấu đến các đơn vị phân phối. Để cải thiện cũng như đi theo xu hướng chung của ngành hàng tiêu dùng, TLG đã triển khai bán hàng trên nền tảng thương mại điện tử từ 2020 cũng như tái cơ cấu lại khâu tổ chức để tiết kiệm chi phí.

Ngoài ra, TLG còn đang triển khai dòng sản phẩm mới như sản xuất keo khô (60 triệu sản phẩm/năm), sản xuất bút bi công nghệ Thụy Sĩ với biên lợi nhuận gộp cao thay thế cho việc phân phối các sản phẩm với biên lợi nhuận gộp thấp. TLG sẽ kết hợp với các đối tác khác như chuỗi cửa hàng bán lẻ Tük Tük của Kinh đô, Nutri Food để làm các sản phẩm kết hợp hướng đến giới trẻ.

**Đặc biệt, công ty đang chuẩn bị xây dựng nhà máy mới tại Long Thành trong năm 2022 với diện tích sàn 8,000m<sup>2</sup> và diện tích xây dựng 40,000m<sup>2</sup> để phục vụ chiến dịch sản phẩm thiết bị y tế mới. TLG đang gia công sản phẩm bút phẫu thuật thẩm mỹ cho đối tác tại Mỹ, TLG sẽ phát triển sản phẩm tương đương trong ngành này tại thị trường Việt Nam.**

**Biên lợi nhuận gộp & Biên lợi nhuận ròng**



Nguồn: VCBS tổng hợp

## • RỦI RO

**Ảnh hưởng kéo dài của dịch COVID-19:** Việt Nam đang đối diện với sự bùng nổ của làn sóng COVID-19 thứ 4 với quy mô và mức độ lớn hơn so với lần trước. Ảnh hưởng của dịch bệnh có thể tác động đến thời điểm hoạt động kinh doanh trọng yếu của TLG trong năm là Q3.2021. Yếu tố này không chỉ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh nội địa của doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến thị trường xuất khẩu Đông Nam Á vốn là thị trường trọng yếu của doanh nghiệp.

**Chi phí nguyên vật liệu đầu vào:** Nhựa, mực và đầu bút... là các loại nguyên liệu chiếm yếu tố trọng yếu trong cơ cấu giá vốn của doanh nghiệp. Giá các mặt hàng hóa chất trên đã tăng mạnh trong những tháng đầu năm 2021. Ảnh hưởng của NVL đầu vào sẽ phản ánh vào KQKD Quý II của



doanh nghiệp và sẽ tiếp tục kéo dài sang Quý III, nếu TLG không tăng giá bán sản phẩm tương đương. Tuy nhiên VCBS đánh giá với sức mạnh của TLG chiếm 60% thị phần toàn ngành, việc tăng giá sẽ diễn ra ngay trong những tháng cuối Q2.2021, thậm chí với đặc điểm giá các sản phẩm của TLG ở mức thấp có đường nhu cầu ít co giãn so với thu nhập của người tiêu dùng. TLG có thể gia tăng biên lợi nhuận gộp trong điều kiện giá tăng.

## • DỰ PHÓNG

VCBS dự phóng DTT và LNST của TLG trong năm 2021 lần lượt đạt 3,098 tỷ đồng (+15.4% YoY) và 317 tỷ đồng (+32.2% YoY) – tương đương EPS đạt 4,075 VNĐ/cp.

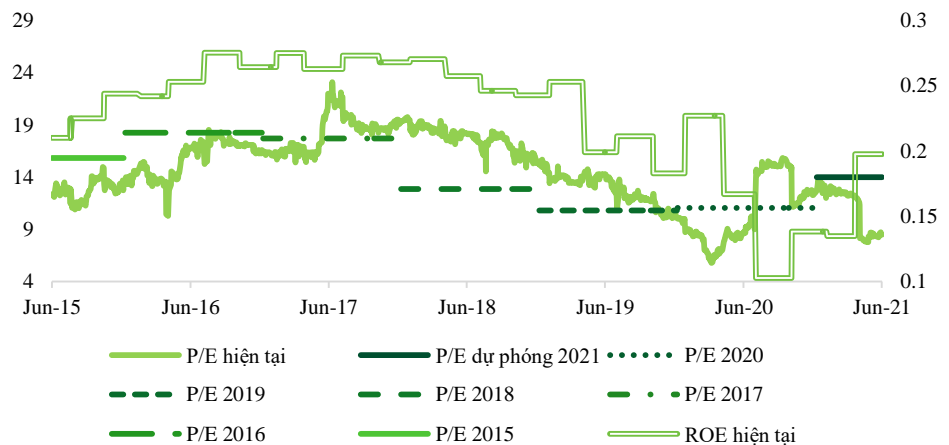
Kết quả kinh doanh	2020	2021F	2022F	2023F
Doanh thu thuần	2,684,552	3,097,973	3,547,582	4,050,325
- Giá vốn hàng bán	1,654,811	1,936,233	2,199,501	2,511,202
Lợi nhuận gộp	1,029,741	1,161,740	1,348,081	1,539,124
- Chi phí bán hàng	488,676	495,676	567,613	648,052
- Chi phí quản lý DN	254,857	287,193	325,558	377,230
Lợi nhuận thuần HĐKD	286,208	378,871	454,910	513,842
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	22,411	25,863	29,616	33,813
- Lợi nhuận khác	6,872	8,716	8,165	7,918
EBIT	315,491	413,450	492,691	555,573
- Chi phí lãi vay	11,854	12,072	14,009	13,736
Lợi nhuận trước thuế	303,637	401,378	478,682	541,836
- Thuế TNDN	63,792	84,327	100,568	113,837
LNST	239,845	317,051	378,114	428,000

Nguồn: VCBS ước tính

Kết hợp 2 phương pháp DCF + P/E để định giá doanh nghiệp TLG:

	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	57,050	50%
Chiết khấu dòng tiền	56,645	50%
<b>Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu TLG</b>		<b>56,847</b>

## P/E hiện tại và dự phóng của TLG



Nguồn: VCBS tổng hợp

## • KHUYẾN NGHỊ

Sự tăng trưởng từ thị trường xuất khẩu khi có đối tác chiến lược là nhà bán lẻ trong ngành hàng đầu tại Mỹ cùng với các sản phẩm mới mở hướng sang ngành thiết bị y tế sẽ động lực của TLG trong dài hạn. TLG đã có hai năm liên tiếp tăng trưởng cổ tức tiền mặt thay cho cổ tức từ cổ phiếu, đây là một tín hiệu rất tốt từ doanh nghiệp.

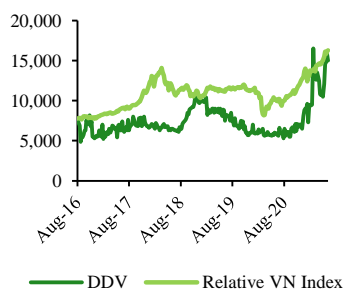
Từ đó, VCBS đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TLG với giá mục tiêu **56,847 đồng/cổ phiếu**.

## DDV – MUA

### THÔNG KÊ GIAO DỊCH

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (VND)	15,000
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>20,275</b>
KLGD TB phiên	10 2,421,513
Vốn hoá (tỷ đồng)	2,191
Số lượng CPLH	146,110
<b>Suất sinh lời</b>	<b>24%</b>

### TƯƠNG QUAN INDEX

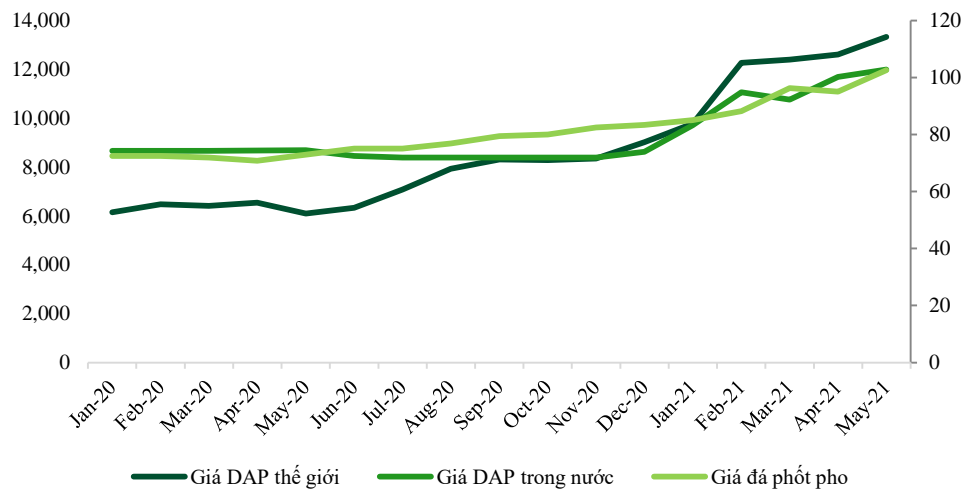


### CƠ CẤU SỞ HỮU

## • QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Giá phân lân tăng mạnh trên thế giới và Việt Nam cũng không ngoại lệ:** Giá các sản phẩm phân bón nói chung và phân lân nói riêng đã tăng mạnh từ những quý cuối năm 2020 sau khi nhu cầu thế giới phục hồi nhưng nguồn cung lại mỏng. Diễn biến giá vẫn tiếp tục tăng trong những tháng cuối Q2.2021.

Mối tương quan giữa giá các sản phẩm phốt pho



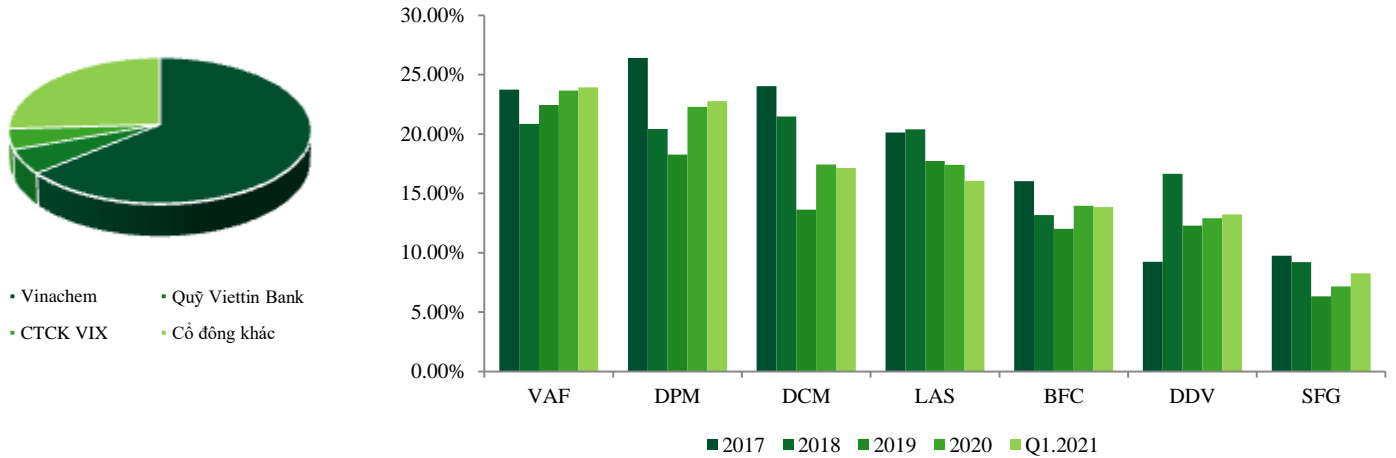
Nguồn: VCBS tổng hợp, Indexmundi

VCBS cho rằng, sự tăng giá của các đến từ việc các nhà cung cấp lớn trên thế giới không vội tăng sản lượng trở lại sau dịch mà cố gắng tạo ra áp lực về nguồn cung để gia tăng biên lợi nhuận gộp.

Chỉ xét riêng trong nước, tiêu thụ phân bón tăng 8.2% trong năm 2021 nhờ diễn biến thời tiết thuận lợi như VCBS đã đề cập trong báo cáo ngành phân bón. Mức tăng sản lượng trong 4 tháng đầu năm 2021 cũng nhờ vào thấp điểm trong Q1.2020 khi El Nino vẫn còn hiện diện. Thông thường với nhu cầu tiêu thụ tăng trưởng, sản lượng thiếu hụt sẽ được bù đắp từ các nguồn phân bón nhập khẩu đặc biệt là Lân đơn + DAP đến từ Trung Quốc và Ai cập. Tuy nhiên, sản lượng phân nhập khẩu khan hiếm trầm trọng đã dẫn tới giá bán liên tục tăng.

**Đòn bẩy hoạt động cao tác động lớn vào định giá của doanh nghiệp:** Các doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành phân bón đặc biệt là phân lân + NPK có đòn bẩy hoạt động rất cao.

## Biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành phân bón



Do đó khi giá sản phẩm đầu ra tăng mạnh mặc dù sản lượng không tăng trưởng quá nhiều thì lợi nhuận sau thuế của các doanh nghiệp như DDV sẽ tăng trưởng mạnh – tương đương đẩy hệ số định giá P/E xuống thấp và trở nên hấp dẫn.

**Câu chuyện về luật thuế VAT vẫn còn ở phía trước:** VCBS đã có báo cáo đánh giá về tác động của luật thuế lên từng doanh nghiệp hoạt động trong ngành phân bón. Trong đó, DDV là một trong những doanh nghiệp có tác động về mặt tăng trưởng lợi nhuận cao so với các doanh nghiệp còn lại.

### Bảng tác động luật thuế VAT

Đầu ra		Đầu vào	
Sản phẩm	VAT	Sản phẩm	VAT
DAP	-	Apatit	5%
		Lưu huỳnh	10%
		NH3	10%

Nguồn: VCBS tổng hợp

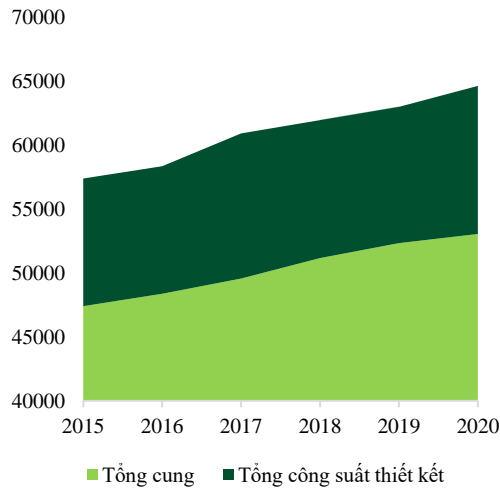
Mặc dù VCBS đánh giá khả năng thông qua luật thuế ở thời điểm hiện tại là tương đối thấp do kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp phân bón đang tăng trưởng tốt và diễn biến giá phân trong nước đang tăng mạnh. Trong khi giá các mặt hàng nông sản vẫn chưa thể hồi phục do dịch bệnh. Nếu tăng thuế VAT trong thời điểm hiện tại sẽ càng tác động tiêu cực đến các hộ tiêu dùng.

### • RỦI RO

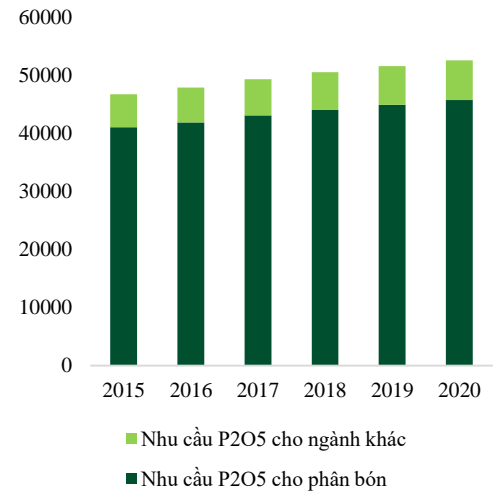
**Rủi ro về giá là yếu tố rủi ro lớn nhất đối với định giá của doanh nghiệp và chiến lược đầu tư:** Đòn bẩy hoạt động tựa như con dao hai lưỡi khi doanh nghiệp đứng trước đợt tăng giá mạnh của sản phẩm. Khi giá hàng hóa đảo chiều cũng sẽ tạo ra hiệu ứng ngược lên định giá doanh nghiệp.

Như VCBS đã phân tích, giá phân bón nói chung và giá DAP trên thế giới nói riêng đang mang nhiều yếu tố đầu cơ mà không phản ánh thực chất cung cầu thực tế.

**Chênh lệch công suất - sản lượng**



**Tổng nhu cầu P2O5 theo ngành**



Nguồn: VCBS tổng hợp, Tổ chức Lương thực và Nông nghiệp Liên Hiệp Quốc

## • DỰ PHÓNG

GIẢ ĐỊNH	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản tích cực
Giá DAP	8,551	9,366
% YoY	+5%	+15%
Công suất	70%	75%
Sản lượng	231,000	247,500
KẾT QUẢ KINH DOANH		
Lợi nhuận sau thuế	45,652	259,465
EPS	312	1,776
ĐỊNH GIÁ		
DCF	10,625	22,790
P/B : P/E	8,630	17,760
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>9,267</b>	<b>20,275</b>
Upside (%)	-40%	+35%

Nguồn: VCBS ước tính

- **KHUYẾN NGHỊ**

VCBS đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DDV với giá mục tiêu **20,275 đồng/cổ phiếu**. Trong đó, doanh thu thuần đạt 16,747 tỷ đồng (+14.1% yoy) và LNST đạt 1,080 tỷ đồng (+196% yoy).

VCBS đưa ra khuyến nghị **MUA** dựa trên giả định giá bán DAP tiếp tục tăng mạnh trong 2H.2021, giả định này ảnh hưởng rất mạnh đến định giá của doanh nghiệp trên thị trường. Do đó, nếu xu hướng giá DAP vi phạm giả định sẽ dẫn định giá của doanh nghiệp về mức mà VCBS đề ra trong kịch bản **TIÊU CỰC**.

## PHỤ LỤC I: INN

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	1,309,529	1,210,062	1,396,000	1,625,200	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	1,073,852	1,029,379	1,158,680	1,348,916	+ Tiền và tương đương	66,142	62,430	70,510	82,086
Lợi nhuận gộp	235,677	180,683	237,320	276,284	+ Đầu tư TC ngắn hạn	38,000	30,000	30,000	30,000
- Chi phí bán hàng	40,886	34,265	40,389	47,928	+ Các khoản phải thu	268,846	258,802	268,636	319,450
- Chi phí quản lý DN	90,195	62,821	83,760	97,512	+ Hàng tồn kho	96,353	93,822	102,212	120,969
Lợi nhuận thuần HĐKD	104,596	83,596	113,171	130,844	+ Tài sản ngắn hạn khác	391	854	854	854
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	3,232	3,172	3,659	4,260	Tổng tài sản ngắn hạn	469,731	445,907	472,211	553,359
- Lợi nhuận khác	3,449	2,289	2,083	2,607	+ Tài sản dài hạn	786,332	843,308	960,733	1,123,955
EBIT	111,277	89,058	118,913	137,712	+ Khấu hao lũy kế	-485,576	-585,403	-703,868	-845,650
- Chi phí lãi vay	3,924	5,414	4,269	3,668	+ Tài sản dài hạn dài hạn	300,755	257,905	256,866	278,305
Lợi nhuận trước thuế	107,353	83,643	114,643	134,043	+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	10,000	10,000	10,000
- Thuế TNDN	21,471	16,563	22,702	26,543	+ Tài sản dài hạn khác	21,929	88,741	88,741	88,741
LNST	85,883	67,080	91,942	107,500	Tổng tài sản dài hạn	322,684	356,647	355,607	377,046
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Tổng Tài sản</b>	<b>792,415</b>	<b>802,554</b>	<b>827,819</b>	<b>930,405</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	119,461	66,142	62,430	70,510	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	107,353	83,643	91,942	107,500	+ Phải trả ngắn hạn	78,191	98,443	77,737	92,087
+ Khấu hao lũy kế	85,645	101,690	118,465	141,782	+ Vay và nợ ngắn hạn	100,474	89,342	65,904	67,485
+ Điều chỉnh	310	2,426	0	0	+ Phải trả ngắn hạn khác	119,490	95,865	114,706	136,862
+ Thay đổi vốn lưu động	-97,277	-29,291	-20,090	-33,065	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>298,154</b>	<b>283,650</b>	<b>258,347</b>	<b>296,434</b>
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	96,032	158,468	190,316	216,217	+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Thanh lý tài sản cố định	515	205	0	0	+ Phải trả dài hạn	0	200	200	200
+ Chi mua sắm TSCĐ	-158,073	-116,734	-117,426	-163,221	Nợ dài hạn	0	200	200	200
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	<b>Tổng nợ</b>	<b>298,154</b>	<b>283,850</b>	<b>258,547</b>	<b>296,634</b>
+ Các hoạt động đầu tư khác	-14,143	1,131	0	0	+ Vốn điều lệ	180,000	180,000	180,000	180,000
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	-171,700	-115,398	-117,426	-163,221	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	-35,894	-35,331	-41,374	-43,000	+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	-120	-320	0	0	+ LN chưa phân phối	314,381	339,144	389,712	454,212
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	270,884	277,441	-23,438	1,581	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	22,349	-46,783	-64,811	-41,419	Vốn chủ sở hữu	494,261	518,704	569,272	633,772
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-53,319	-3,712	8,080	11,577	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>792,415</b>	<b>802,554</b>	<b>827,819</b>	<b>930,405</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	66,142	62,430	70,510	82,086					

## PHỤ LỤC II: TLG

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	3,252,482	2,684,552	3,097,973	3,547,582	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	2,054,990	1,654,811	1,936,233	2,199,501	+ Tiền và tương đương	190,856	371,680	464,696	532,137
Lợi nhuận gộp	1,197,491	1,029,741	1,161,740	1,348,081	+ Đầu tư TC ngắn hạn	466,000	372,000	372,000	372,000
- Chi phí bán hàng	500,044	488,676	495,676	567,613	+ Các khoản phải thu	581,476	415,010	442,568	506,797
- Chi phí quản lý DN	285,140	254,857	287,193	325,558	+ Hàng tồn kho	582,362	530,224	553,209	628,429
Lợi nhuận thuần HĐKD	412,307	286,208	378,871	454,910	+ Tài sản ngắn hạn khác	10,201	12,838	12,838	12,838
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	27,073	22,411	25,863	29,616	Tổng tài sản ngắn hạn	1,830,894	1,701,752	1,845,311	2,052,201
- Lợi nhuận khác	8,906	6,872	8,716	8,165	+ Tài sản dài hạn	983,958	1,057,822	1,195,321	1,316,023
EBIT	448,285	315,491	413,450	492,691	+ Khấu hao lũy kế	-519,721	-594,234	-688,411	-794,658
- Chi phí lãi vay	11,435	11,854	12,072	14,009	+ Tài sản dài hạn dài hạn	464,237	463,588	506,910	521,365
Lợi nhuận trước thuế	436,851	303,637	401,378	478,682	+ Đầu tư tài chính dài hạn	21,092	21,942	21,942	21,942
- Thuế TNDN	87,764	63,792	84,327	100,568	+ Tài sản dài hạn khác	100,680	127,317	127,317	127,317
LNST	349,087	239,845	317,051	378,114	Tổng tài sản dài hạn	586,010	612,847	656,169	670,624
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2,416,904</b>	<b>2,314,599</b>	<b>2,501,480</b>	<b>2,722,825</b>
<b>Tiền đầu năm</b>	145,861	190,856	371,680	464,696	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	436,851	303,637	317,051	378,114	+ Phải trả ngắn hạn	181,300	113,225	101,907	115,763
+ Khấu hao lũy kế	77,552	80,427	94,177	106,247	+ Vay và nợ ngắn hạn	195,113	147,249	231,302	224,052
+ Điều chỉnh	-37,263	-20,090	0	0	+ Phải trả ngắn hạn khác	178,240	239,083	197,884	245,653
+ Thay đổi vốn lưu động	-218,971	4,595	-103,060	-77,824	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>554,654</b>	<b>499,556</b>	<b>531,093</b>	<b>585,468</b>
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	258,169	368,569	308,167	406,537	+ Vay và nợ dài hạn	25,846	31,808	28,627	25,446
+ Thanh lý tài sản cố định	96,606	1,020	0	0	+ Phải trả dài hạn	29,417	34,975	34,975	34,975
+ Chi mua sắm TSCĐ	-84,541	-85,087	-137,499	-120,702	Nợ dài hạn	55,263	66,783	63,602	60,421
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	<b>Tổng nợ</b>	<b>609,917</b>	<b>566,340</b>	<b>594,695</b>	<b>645,889</b>
+ Các hoạt động đầu tư khác	-454,865	122,851	0	0	+ Vốn điều lệ	657,229	777,945	777,945	777,945
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	-442,800	38,785	-137,499	-120,702	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	-183,880	-153,373	-158,525	-207,963	+ Thặng dư	392,945	361,633	361,633	361,633
+ Tăng (giảm) vốn	414,664	-31,311	0	0	+ LN chưa phân phối	636,098	608,682	767,207	937,358
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	631,295	694,739	84,053	-7,250	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	229,583	-226,588	-77,653	-218,394	Vốn chủ sở hữu	1,806,987	1,748,260	1,906,785	2,076,936
Tổng lưu chuyển tiền tệ	44,952	180,766	93,016	67,441	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2,416,904</b>	<b>2,314,599</b>	<b>2,501,480</b>	<b>2,722,825</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	190,856	371,680	464,696	532,137					

## PHỤ LỤC III: DDV

<b>Kết quả kinh doanh</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	1,645,619	1,886,313	2,317,965	2,364,325	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	1,443,594	1,643,065	1,842,700	1,879,554	+ Tiền và tương đương	71,204	18,158	51,207	215,455
Lợi nhuận gộp	202,025	243,248	475,265	484,771	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1,540	2,000	2,000	2,000
- Chi phí bán hàng	99,553	97,666	117,874	128,559	+ Các khoản phải thu	208,397	191,872	238,241	259,897
- Chi phí quản lý DN	61,641	88,935	89,179	96,999	+ Hàng tồn kho	342,227	218,347	308,361	318,227
Lợi nhuận thuần HĐKD	40,831	56,648	268,213	259,213	+ Tài sản ngắn hạn khác	12,402	7,434	7,434	7,434
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-6,804	-6,722	-7,348	-8,565	Tổng tài sản ngắn hạn	635,771	437,812	607,243	803,012
- Lợi nhuận khác	479	-161	-161	-161	+ Tài sản dài hạn	2,420,250	2,419,811	2,424,116	2,430,767
EBIT	34,506	49,765	260,704	250,487	+ Khấu hao lũy kế	-1,271,186	-1,436,914	-1,603,759	-1,771,158
- Chi phí lãi vay	28,852	21,323	1,240	0	+ Tài sản dài hạn dài hạn	1,149,064	982,897	820,357	659,609
Lợi nhuận trước thuế	5,654	28,442	259,465	250,487	+ Đầu tư tài chính dài hạn	4,663	4,147	4,147	4,147
- Thuế TNDN	0	0	0	0	+ Tài sản dài hạn khác	109,763	99,717	136,779	140,734
LNST	5,654	28,442	259,465	250,487	Tổng tài sản dài hạn	1,263,489	1,086,760	961,282	804,489
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1,899,260</b>	<b>1,524,572</b>	<b>1,568,525</b>	<b>1,607,501</b>
<b>Tiền đầu năm</b>		71,204	18,158	51,207	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	5,654	28,442	259,465	250,487	+ Phải trả ngắn hạn	161,241	150,132	189,015	173,395
+ Khấu hao lũy kế	119,776	166,486	166,845	167,399	+ Vay và nợ ngắn hạn	436,481	49,591	0	0
+ Điều chỉnh	28,131	32,399	-37,062	-3,955	+ Phải trả ngắn hạn khác	44,389	61,651	64,420	68,919
+ Thay đổi vốn lưu động	-240,832	107,151	-94,731	-42,643	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>642,111</b>	<b>261,375</b>	<b>253,435</b>	<b>242,314</b>
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	-87,271	334,478	294,516	371,289	+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Thanh lý tài sản cố định	0	73	0	0	+ Phải trả dài hạn	2,241	2,241	2,241	2,241
+ Chi mua sắm TSCĐ	-10,486	-396	-4,305	-6,651	Nợ dài hạn	2,241	2,241	2,241	2,241
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	<b>Tổng nợ</b>	<b>644,352</b>	<b>263,616</b>	<b>255,676</b>	<b>244,555</b>
+ Các hoạt động đầu tư khác	404	-312	0	0	+ Vốn điều lệ	1,461,099	1,461,099	1,461,099	1,461,099
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	-10,082	-636	-4,305	-6,651	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Cổ tức đã trả	0	0	-207,572	-200,389	+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	+ LN chưa phân phối	-206,191	-200,143	-148,250	-98,153
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	1,211,475	867,167	-49,591	0	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	131,396	-386,890	-257,163	-200,389	Vốn chủ sở hữu	1,254,908	1,260,956	1,312,849	1,362,946
Tổng lưu chuyển tiền tệ	34,042	-53,047	33,048	164,248	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1,899,260</b>	<b>1,524,572</b>	<b>1,568,525</b>	<b>1,607,501</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	71,204	18,158	51,207	215,455					



## **ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## **THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng Phân tích – Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Ngô Duy Tài**  
Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp  
ndtai@vcbs.com.vn