

# CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam (CSV)

## Phục hồi và ổn định

Chuyên viên phân tích  
 Thái Hữu Công  
 congth@kbsec.com.vn

15/07/2022

**Doanh thu thuần năm 2021 đạt 1,577 tỷ đồng, tương đương với thời điểm trước dịch**

Hoạt động sản xuất công nghiệp, đặc biệt là công nghiệp chế biến chế tạo, phục hồi sau đại dịch giúp cho hoạt động sản xuất kinh doanh của CSV dần quay trở lại quỹ đạo. Trong năm 2021, doanh thu thuần của CSV đạt 1,577 tỷ đồng (+18% YoY), tương đương với thời điểm trước dịch. Lợi nhuận sau thuế cũng tăng trưởng 21.1% so với 2020, lên mức 218 tỷ đồng.

**Hoạt động kinh doanh cốt lõi trong năm 2022 tiếp tục có sự cải thiện, lợi nhuận sau thuế năm 2022 dự kiến đạt 345 tỷ đồng, +58% YoY**

Hoạt động kinh doanh cốt lõi tiếp tục có nhiều cải thiện nhờ giá bán các mặt hàng hoá chất vô cơ tăng mạnh giúp lợi nhuận sau thuế của CSV trong quý I đạt mức 112.3 tỷ đồng, gấp 3 lần so với cùng kỳ. CSV hiện đã hoàn thành 28% chỉ tiêu doanh thu và 55% chỉ tiêu lợi nhuận đặt ra cho năm 2022. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2022 của CSV đạt 1,814 tỷ đồng (+15.1% YoY) và 345 tỷ đồng (+58% YoY).

**Giá phốt pho vàng duy trì ở mức nền cao đến cuối năm giúp cho doanh thu mảng phốt pho vàng tăng trưởng 19.2% so với năm 2021**

Giá phốt pho tăng 30% kể từ đầu năm và gấp 2.3 lần so với thời điểm trước dịch giúp cho doanh thu của công ty con trong quý I tăng gấp 3 lần lên 149 tỷ đồng, cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Dự kiến, với giá bán bình quân phốt pho vàng trong năm 2022 tiếp tục duy trì quanh ngưỡng 120-125 triệu đồng/tấn, doanh thu mảng phốt pho vàng của CSV dự kiến đạt 537.5 tỷ đồng, tăng trưởng 19.2% YoY.

**Khuyến nghị NẮM GIỮ với giá mục tiêu là 48,300 VND/cp**

Dựa trên triển vọng kinh doanh, kết quả định giá cùng với các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu CSV. Mức giá mục tiêu cho năm 2022 là 48,300 VND/cp, cao hơn 12.32% so với giá đóng cửa tại ngày 15/07/2022.

## NẮM GIỮ

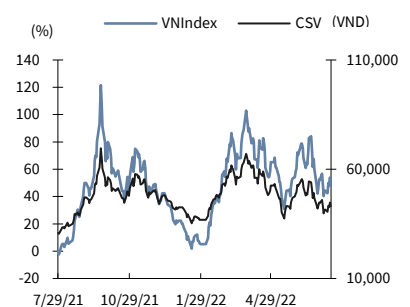
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>48,300 VND</b>
Tăng/giảm (%)	12.32
Giá hiện tại (15/07/2022)	43,000
Vốn hoá (tỷ VNĐ)	2,136

<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	35
GTGD TB 3 tháng (Tỷ VNĐ)	45.55
Sở hữu nước ngoài (%)	1.59
Cổ đông lớn	VinaChem (65%)

<b>Biến động giá cổ phiếu (%)</b>	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	-1	-24	11	69
Tương đối	7	-2	33	82

### Dự phóng KQKD & định giá

	2019A	2020A	2021A	2022F
Doanh thu thuần (tỷ VNĐ)	1,566	1,339	1,577	1,814
EBIT	326	238	278	435
LN sau CĐTS	246	179	209	289
EPS (VNĐ)	5,028	3,636	4,299	6,544
Thay đổi EPS (%)		-28%	18%	52%
P/E (x)	9.6	13.3	11.2	7.4
EV/EBITDA	2.12	4.20	5.74	3.22
P/B (x)	2.3	2.1	1.8	1.5
ROE (%)	26%	18%	19%	22%
Tỷ suất cổ tức (%)	31%	20%	10%	15%



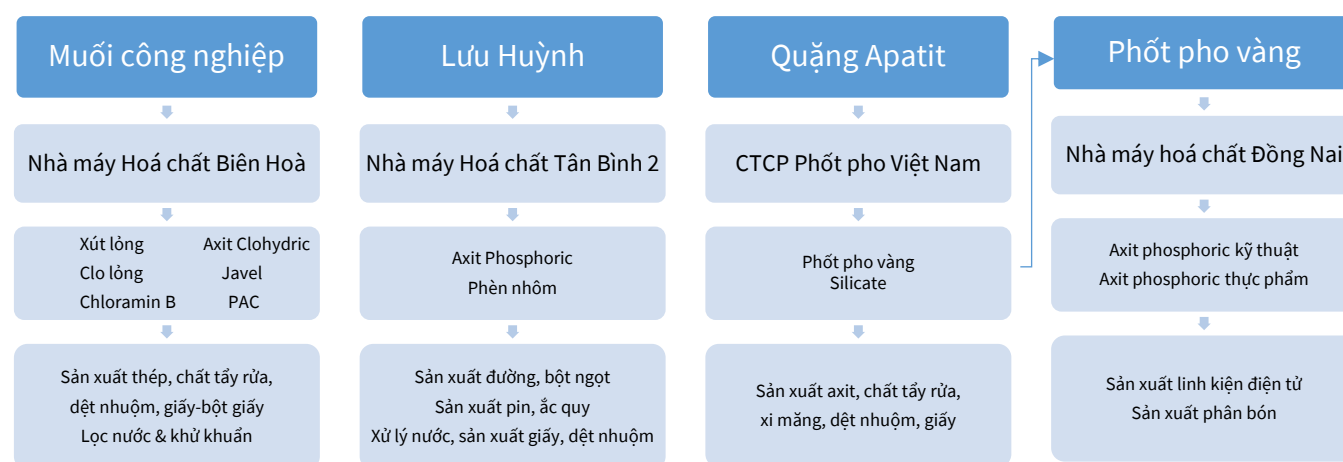
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Là một trong số các đơn vị sản xuất hoá chất vô cơ lớn nhất cả nước, CSV sở hữu 3 nhà máy hoá chất tại Khu Công nghiệp Biên Hoà 1, tỉnh Đồng Nai. Trong đó, nhà máy Hoá chất Biên Hoà chuyên sản xuất các sản phẩm Xút-Clo, nhà máy Hoá Chất Tân Bình 2 sản xuất axit sulfuric và phèn nhôm, và nhà máy Hoá chất Đồng Nai chuyên sản xuất các sản phẩm axit phosphoric.

Bên cạnh đó, CSV cũng sở hữu 65% vốn của CTCP Phốt pho Việt Nam, chuyên khai thác quặng apatit và điều chế phốt pho vàng nhằm phục vụ cho đầu vào của Nhà máy Hoá chất Đồng Nai cũng như xuất khẩu sang các nước trong khu vực. Các sản phẩm hoá chất của Công ty được cung ứng chủ yếu cho thị trường phía Nam, phục vụ cho các ngành công nghiệp trong nước như sản xuất thép, dệt nhuộm, chất tẩy rửa, sản xuất pin, ắc quy, xử lý nước thải và khử khuẩn.

Biểu đồ 1. Chuỗi giá trị của CSV



Nguồn: CSV, KBSV tổng hợp

### Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2021 của công ty tăng lần lượt 18% và 21% so với cùng kỳ

Về kết quả kinh doanh, doanh thu thuần của Công ty trong năm 2021 đạt 1,577 tỷ đồng, tăng 18% so với cùng kỳ và đạt 110% kế hoạch đề ra. Biên lãi gộp có phần kém tích cực hơn so với năm 2020, giảm 1.1% xuống 26.1% trong năm 2021. Tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng do dịch Covid-19 khiến cho giá cước vận chuyển và nguyên liệu đầu vào tăng cao. Mặc dù vậy, lợi nhuận sau thuế của CSV vẫn tăng trưởng 21.1% so với 2020, lên mức 218 tỷ đồng. Động lực tăng chủ yếu đến từ mảng kinh doanh phốt pho vàng của CTCP Phốt pho Việt Nam, đóng góp hơn 25 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong khi cùng kỳ chỉ đạt hơn 4.5 tỷ đồng.

### Lợi nhuận quý I 2022 của công ty đạt 112.3 tỷ đồng, hoàn thành 55% kế hoạch cả năm nhờ mảng phốt pho vàng

Tại cuộc họp Đại hội đồng cổ đông thường niên 2022, CSV đã công bố kết quả kinh doanh quý I tương đối khả quan với doanh thu thuần đạt 482.5 tỷ đồng (+63.38% YoY). Mặc dù giá của nhiều nguyên liệu đầu vào tăng đột biến, CSV vẫn có thể chuyển phần chi phí tăng thêm đó sang khách hàng nhờ giá bán của nhiều sản phẩm trong giai đoạn đầu năm đã chứng kiến đà tăng mạnh so với

cùng kỳ, tiêu biểu là axit sulfuric (+137% YoY), axit phosphoric (+99% YoY), phốt pho vàng (+112% YoY), xút lỏng (+74% YoY)... Nhờ đó, lợi nhuận sau thuế của CSV trong quý vừa qua đạt mức 112.3 tỷ đồng, gấp 3 lần so với quý I 2021. Căn cứ vào chỉ tiêu kế hoạch đề ra, CSV đã hoàn thành 28% mục tiêu doanh thu và 55% mục tiêu lợi nhuận cả năm 2022. Màng phốt pho vàng tiếp tục là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của DGC do chi phí nguyên liệu đầu vào chỉ tăng 27.8% YoY, thấp hơn nhiều so với mức tăng giá bán sản phẩm đầu ra.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### 1. Hoạt động kinh doanh cốt lõi cải thiện nhờ sự phục hồi của hoạt động sản xuất công nghiệp hậu Covid

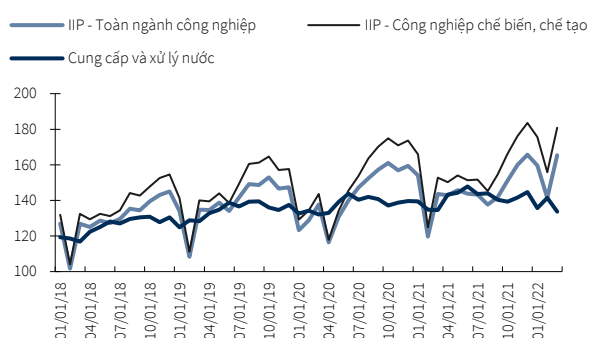
#### Hoạt động sản xuất kinh doanh của CSV gắn liền với hoạt động sản xuất công nghiệp của Việt Nam

Hoạt động trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm hóa chất là nguyên liệu đầu vào của nhiều ngành công nghiệp, có thể nói, môi trường kinh tế vĩ mô có những ảnh hưởng trực tiếp tới hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Điều này phản ánh rõ nhất khi chỉ số sản xuất công nghiệp IIP của Việt Nam trong giai đoạn quý 2/2020, quý 2 và quý 3/2021 sụt giảm mạnh do những tác động của dịch Covid-19 và các biện pháp giãn cách xã hội. Doanh thu và biên lợi nhuận của CSV cũng theo đó rơi về mức thấp nhất trong vòng 8 năm trở lại đây.

#### Hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi giúp cho doanh thu quý I/2022 tăng trưởng tích cực

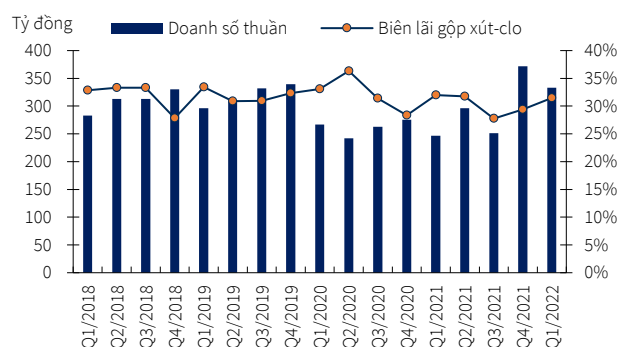
Sự phục hồi của hoạt động sản xuất công nghiệp sau khi dịch bệnh được kiểm soát đã giúp cho việc kinh doanh các mặt hàng hoá chất của CSV dần quay trở lại quỹ đạo. Tính chung 4 tháng đầu năm 2022, IIP toàn ngành ước tính tăng 7,5% so với cùng kỳ năm trước. Trong đó, ngành chế biến, chế tạo tăng 8,3% và tốc độ tăng tính riêng tháng 4 đạt 11.3%, cao hơn hai năm 2018-2019 khi mà chưa xuất hiện dịch Covid. Biểu đồ 3 cho thấy, mặc dù là quý thấp điểm, doanh thu quý I/2022 vẫn đạt mức 333 tỷ đồng, tăng 12% so với thời điểm trước dịch và xấp xỉ quý IV cao điểm hằng năm. Tình hình kinh tế được cải thiện đã có những tác động tích cực đến nhu cầu tiêu thụ hóa chất trong công nghiệp, nông nghiệp và tiêu dùng, và gián tiếp thúc đẩy hoạt động SXKD của CSV.

Biểu đồ 2. Chỉ số sản xuất công nghiệp tại Việt Nam

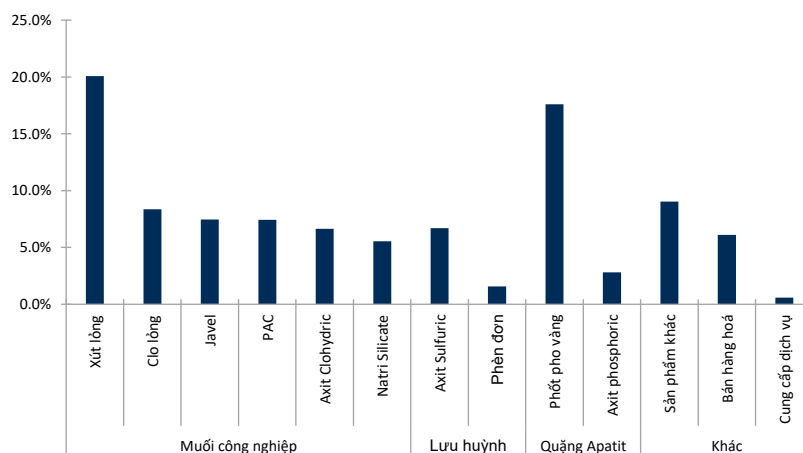


Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 3. Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp theo quý



Nguồn: CSV, KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 4. Cơ cấu doanh thu theo nguyên liệu đầu vào**

Nguồn: KBSV tổng hợp

Dựa trên nguyên liệu đầu vào, cơ cấu sản phẩm của công ty mẹ CSV được phân loại thành hai mảng chính như sau:

**Mảng xút-clo** cung cấp nguyên liệu đầu vào cho ngành sản xuất công nghiệp thiết yếu như alumina, dệt nhuộm, giấy-bột giấy và chất tẩy rửa. Đây là hoạt động kinh doanh cốt lõi, đóng góp hơn 50% tổng doanh thu của CSV. Các sản phẩm xút của doanh nghiệp có cơ cấu đa dạng như xút 25%, 32%, 40%, 50% đáp ứng nhu cầu sử dụng của nhiều phân khúc khách hàng trên thị trường.

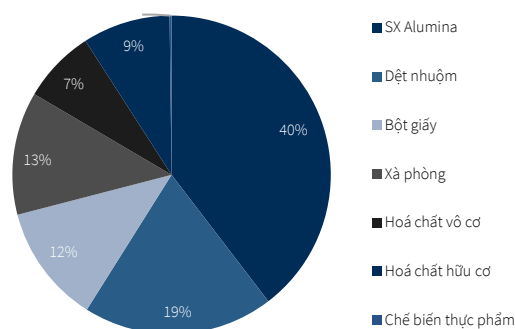
#### Đà tăng của giá xút được thúc đẩy bởi dịch bệnh Covid tại Trung Quốc và cuộc xung đột Nga-Ukraine

Giá bán xút lỏng 32% tại thị trường Trung Quốc đã tăng 22% kể từ đầu năm lên mức 188.2 USD/tấn. Dịch Covid-19 tái bùng phát đã thúc đẩy nhu cầu sử dụng các sản phẩm hạ nguồn của xút như chất tẩy rửa và xà phòng. Bên cạnh đó, chuỗi cung ứng khí đốt bị đứt gãy do cuộc chiến Nga-Ukraine đã làm trầm trọng thêm cuộc khủng hoảng năng lượng từ cuối năm 2021 tại nhiều nước trên thế giới. Chi phí tiêu thụ điện tăng mạnh đã buộc các doanh nghiệp sản xuất xút trên thế giới phải nâng giá bán đầu ra. Mặc dù đã có dấu hiệu hạ nhiệt sau thông tin dịch bệnh được kiểm soát nhưng giá bán xút hiện tại vẫn cao hơn 57% so với mức giá bình quân của năm 2021.

#### Nút thắt trong việc tìm kiếm đầu ra cho sản phẩm gốc clo tìm hãm đà tăng trưởng mảng kinh doanh cốt lõi

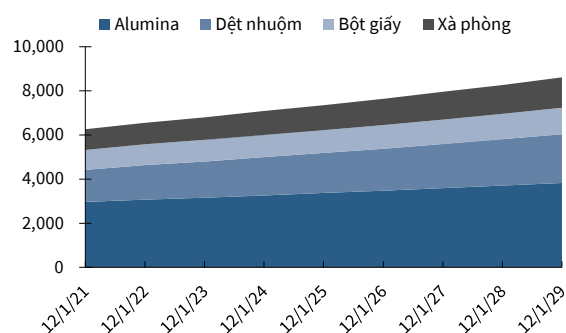
Bên cạnh CSV, các doanh nghiệp sản xuất xút với quy mô lớn ở Việt Nam hiện nay gồm có Vedan, Hoá chất Việt Trì, Hoá chất Đông Á,... với tổng công suất thiết kế đạt 200,000 tấn/năm, đáp ứng được gần 60% nhu cầu tiêu thụ nội địa. Tecnon Orbichem dự báo nhu cầu tiêu thụ xút tại khu vực Đông Nam Á, trong đó có Việt Nam, sẽ tiếp tục tăng trưởng bình quân 4%/năm xút trong giai đoạn 2022-2025 dựa trên triển vọng tích cực của hoạt động sản xuất công nghiệp. Mặc dù còn nhiều dư địa tăng trưởng nhưng các doanh nghiệp trong nước vẫn khá dè dặt trong việc đầu tư mở rộng công suất sản xuất xút do những khó khăn trong việc tìm kiếm đầu ra cho các sản phẩm đồng hành gốc Clo. Theo số liệu của ITC, hàng năm, Việt Nam phải nhập khẩu trung bình 150 nghìn tấn xút lỏng và 60 nghìn tấn xút rắn từ các nước như Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản.... Do vậy, diễn biến giá xút trong nước thường chịu nhiều tác động từ các thị trường này.

Biểu đồ 5. Tỷ trọng tiêu thụ xuất theo sản phẩm đầu ra



Nguồn: KBSV tổng hợp

Biểu đồ 6. Dự báo sản lượng tiêu thụ xuất theo sản phẩm đầu ra



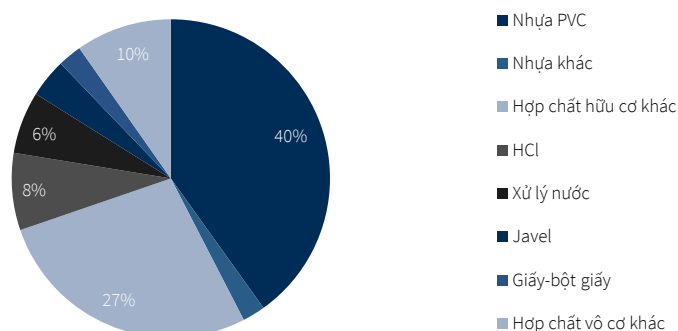
Nguồn: Tecnon Orbichem

Các sản phẩm gốc Clo chính của CSV bao gồm axit clohydric, Clo lỏng, Javel và PAC, đóng góp trung bình từ 7-8% doanh thu thuần/sản phẩm/năm. Các loại hoá chất này được sử dụng chủ yếu trong hoạt động sản xuất thép, linh kiện điện tử, chất tẩy rửa và xử lý nước. Trong giai đoạn 2022-2025, sản lượng tiêu thụ các mặt hàng này được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng bình quân 2.4%/năm. Trong đó, PAC và Javel có mức tăng tích cực nhất, lần lượt đạt 3.5%/năm và 2.9%/năm.

### Năng lực sản xuất nhựa PVC ở Việt Nam phát triển chưa tương xứng với nhu cầu và tạo nút thắt cổ chai cho các sản phẩm gốc Clo

Trên thế giới, Clo được sử dụng nhiều nhất cho quá trình tổng hợp nhựa PVC với hơn 30 triệu Mt được tiêu thụ trong năm 2021, chiếm 40% tổng sản lượng Clo được tiêu thụ toàn cầu. Còn tại Việt Nam, công suất sản xuất hạt nhựa của các doanh nghiệp thượng nguồn chưa thực sự phát triển tương xứng với nhu cầu tiêu thụ trong nước. Trong giai đoạn 2016-2020, Việt Nam vẫn phải nhập khẩu trung bình 380 nghìn tấn hạt nhựa PVC từ các nước như Đài Loan, Nhật Bản, Trung Quốc và Thái Lan. Năng lực sản xuất không được cải thiện do thiếu đầu tư trong nhiều năm trở lại đây tạo nút thắt đầu ra cho các sản phẩm gốc clo của các doanh nghiệp sản xuất xuất. Các dự án sản xuất nhựa PVC với quy mô lớn dự kiến được triển khai trong thời gian tới ở Việt Nam chỉ có dây chuyền thuộc Tổ hợp hoá chất Đức Giang – Nghi Sơn với công suất 150,000 tấn/năm do CTCP Hoá chất Đức Giang làm chủ đầu tư.

Biểu đồ 7. Nhu cầu tiêu thụ Clo theo sản phẩm đầu ra trên thế giới

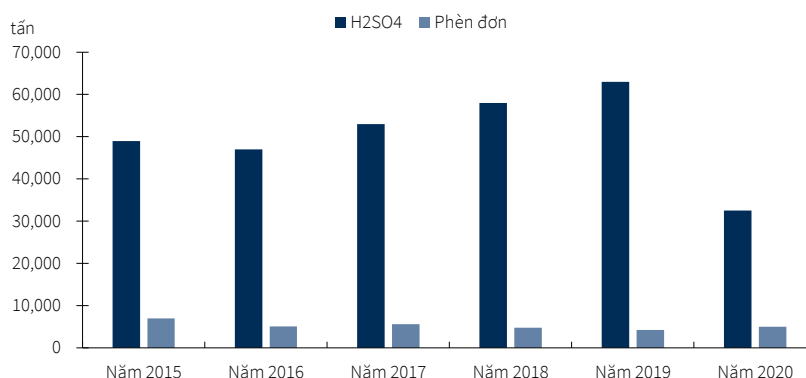


Nguồn: Bloomberg, KBSV tổng hợp

### Tiềm năng tăng trưởng của axit sulfuric kém khả quan trong khi phèn nhôm dần bị thay thế bởi PAC

**Mảng lưu huỳnh** có 2 sản phẩm chính là axit sulfuric và phèn nhôm, chiếm tỷ trọng lần lượt 6.5% và 1.6% trong cơ cấu doanh thu của CSV. Hoạt động kinh doanh của mảng lưu huỳnh trong có tiềm năng tăng trưởng thấp do tệp khách hàng chủ yếu là các đối tác lâu dài, nhu cầu tiêu thụ ổn định. Các khách hàng lớn tiêu thụ axit sulfuric chủ yếu là các bên liên quan thuộc Tập đoàn Hoá chất Việt Nam như CTCP Pin-Acquy Miền Nam, Phân bón Miền Nam, DAP Vinachem,... Còn đối với dòng sản phẩm phèn nhôm hiện cũng đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ do xu hướng chuyển dịch của ngành xử lý nước từ phèn nhôm sang PAC. Với ưu thế về giá thành rẻ và hiệu quả keo tụ mạnh hơn, sản lượng tiêu thụ PAC tăng trưởng bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2016-2020 trong khi sản lượng phèn nhôm giảm bình quân 6.63%/năm xuống còn 5,000 tấn trong năm 2020.

**Biểu đồ 8. Sản lượng tiêu thụ H2SO4 và phèn đơn**



Nguồn: CSV, KBSV tổng hợp

## 2. Biên lợi nhuận ổn định nhờ chuyển phần chi phí tăng thêm sang khách hàng

**Chi phí nguyên vật liệu:** chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của CSV. Các nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là muối công nghiệp, quặng apatit, cát trắng, phốt pho vàng và lưu huỳnh, chiếm tỷ trọng khoảng 45% tổng chi phí sản xuất.

### CSV phải nhập khẩu phần lớn muối công nghiệp từ Ấn Độ với thuế suất cao

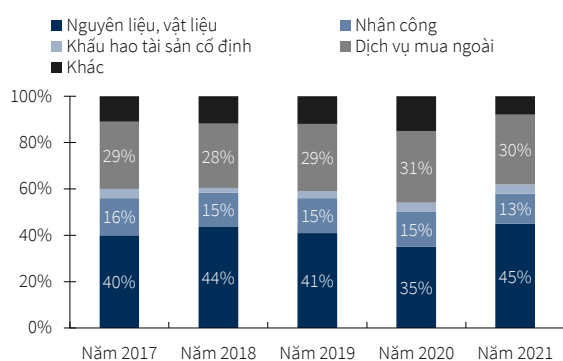
- **Muối công nghiệp:** Nhu cầu sử dụng muối hàng năm ở nước ta dao động trong khoảng 1.5 đến 1.6 triệu tấn muối. Mặc dù có nhiều tiềm năng sản xuất và lượng muối tồn kho trong diêm dân lớn, Việt Nam hàng năm vẫn phải nhập khẩu hơn 600 nghìn tấn do sản xuất muối ở nước ta hiện nay chủ yếu theo phương pháp thủ công, quy mô sản xuất nhỏ, phụ thuộc nhiều vào thời tiết và ít áp dụng khoa học công nghệ. Trong đó, hạn ngạch thuế quan đối với mặt hàng muối được phép nhập khẩu trong năm 2022 là 80,000 tấn, căn cứ theo Thông tư số 24/2021/TT-BCT. Nhu cầu sử dụng muối hàng năm của CSV rơi vào khoảng từ 58,000-60,000 tấn. Do chỉ được cấp hạn ngạch 20.000 tấn/năm, CSV phải nhập khẩu lượng muối còn lại ngoài hạn ngạch với mức thuế suất 50% từ Ấn Độ. Quy trình sản xuất muối

công nghiệp vốn tiêu tốn nhiều điện năng do việc xử lý nước muối thu được từ các mỏ muối cần được thực hiện qua các lò hơi chân không. Giá dầu thô và than tăng cao đã đẩy giá điện công nghiệp tại nước này lên mức cao nhất trong 1 thập kỷ trở lại đây (Biểu đồ 10). Điều này đã khiến cho chi phí nhập khẩu muối công nghiệp trong quý 1 vừa qua tăng mạnh (+79% YoY).

### Giá axit sulfuric tăng mạnh kể từ đầu năm làm giảm tác động tiêu cực của đà tăng giá phốt pho lên biên lợi nhuận gộp

- **Lưu huỳnh:** Hàng năm, CSV nhập khẩu bình quân 20,000 tấn lưu huỳnh để sản xuất axit sunfuric và phèn nhôm. Giá bán lưu huỳnh tại Trung Quốc tăng 72.1% kể từ đầu năm, tương đồng với diễn biến giá dầu trên thế giới (Biểu đồ x). Mặc dù vậy, chúng tôi nhận định đà tăng giá lưu huỳnh có tác động không ảnh hưởng nhiều đến biên lợi nhuận của CSV do (1) Tỷ trọng doanh thu mảng lưu huỳnh chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong tổng doanh thu và (2) CSV có thể đẩy phần chi phí tăng thêm cho khách hàng nhờ giá bán axit sulfuric cũng tăng mạnh so với cùng kỳ (+137%).

Biểu đồ 9. Cơ cấu chi phí sản xuất của CSV qua từng năm



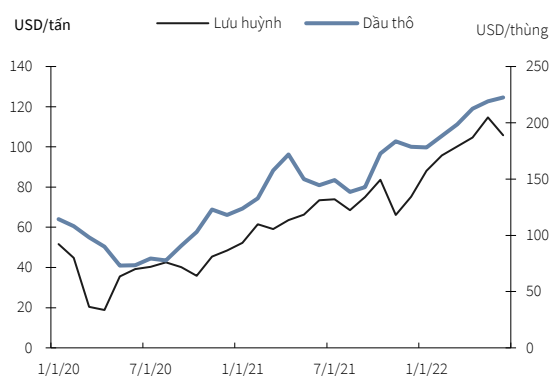
Nguồn: CSV

Biểu đồ 10. Chỉ số giá điện công nghiệp Ấn Độ



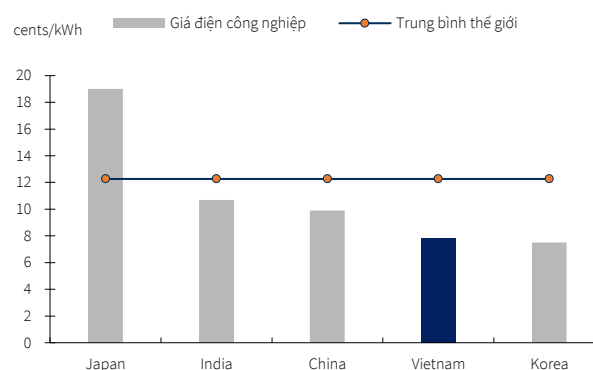
Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 11. Diễn biến giá lưu huỳnh và giá dầu thô



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 12. Giá điện công nghiệp các nước khu vực Châu Á



Nguồn: Global Petrol Price, KBSV tổng hợp

**Chi phí khấu hao:** CSV hiện sở hữu 5 bình điện phân DD350 và BM2.7, với tổng công suất 50,000 tấn/năm, sử dụng công nghệ điện phân màng trao đổi ion. Bình điện phân BM2.7 với hệ thống vận hành tự động có ưu thế tiết kiệm điện năng so với bình DD350 được CSV đưa vào sử dụng từ cuối năm 2021. Các máy móc thiết bị còn lại của CSV phần lớn đã hết khấu hao nên chi phí khấu hao chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu chi phí.

**Chi phí tiêu thụ điện năng:** Chiếm 30% tổng chi phí sản xuất chung của CSV, chủ yếu phục vụ quá trình điện phân muối công nghiệp và tổng hợp phốt pho vàng trong lò điện của CSV. Nhờ giá điện công nghiệp thấp hơn mức trung bình của các nước trong khu vực mà sản phẩm xút và phốt pho vàng của CSV vẫn có lợi thế cạnh tranh về giá thành so với các sản phẩm nhập khẩu của Nhật Bản, Trung Quốc và Hàn Quốc (Biểu đồ 12.). Bên cạnh đó, mặc dù giá nhiên liệu sơ cấp như than và dầu khí tăng mạnh trong thời gian qua, Tập đoàn Điện lực Việt Nam cam kết sẽ không tăng giá điện trong năm nay, giúp CSV tiết kiệm được nhiều chi phí. Theo KBSV ước tính, giá điện bình quân tăng 5% có thể khiến cho lợi nhuận của CSV giảm từ 7-8 tỷ đồng.

### 3. Kỳ vọng mức tăng trưởng đột biến nhờ đà tăng giá phốt pho

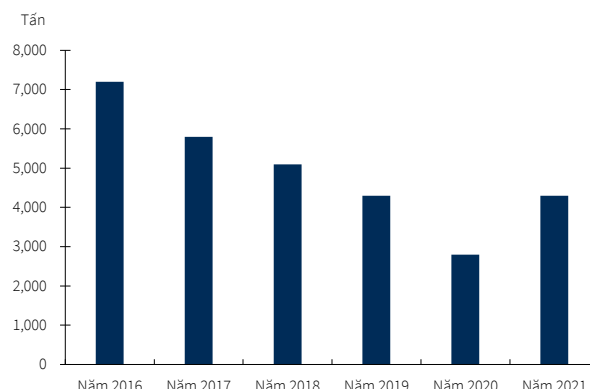
**CSV sở hữu dây chuyền sản xuất phốt vàng với công suất 8,000 tấn/năm, chủ yếu được đem đi xuất khẩu sang Nhật Bản và Ấn Độ**

Màng phốt pho của CSV bao gồm 2 loại hoá chất chính là phốt pho vàng và axit photphoric, chiếm 20% tổng doanh thu của CSV. Công ty con của CSV là CTCP Phốt pho Việt Nam, chuyên phụ trách việc khai thác quặng Apatit và điều chế phốt pho vàng với công suất thiết kế 8,000 tấn/năm. Mặc dù vậy, do nhà máy đã hoạt động lâu năm và các thiết bị máy móc xuống cấp, sản lượng kinh doanh phốt pho vàng sụt giảm theo từng năm do sản phẩm không có nhiều lợi thế cạnh tranh (Biểu đồ 13). Trong đó, hơn 90% sản lượng phốt pho vàng được xuất khẩu sang các nước như Nhật Bản và Ấn Độ, còn lại sẽ cung cấp cho Nhà máy Hóa chất Đồng Nai để sản xuất axit photphoric và các sản phẩm hoá chất gốc phốt phát khác.

**Sản lượng tiêu thụ axit phosphoric của CSV hàng năm duy trì ở mức thấp**

Trong sản xuất công nghiệp, hiện có 2 phương pháp sản xuất axit phosphoric phổ biến là phương pháp trích ly từ quặng apatit và phương pháp gia nhiệt từ phốt pho vàng. Các sản phẩm axit phosphoric của CSV được điều chế bằng phương pháp gia nhiệt tại nhà máy Hoá chất Đồng Nai với 2 dây chuyền sản xuất axit H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub> kỹ thuật, công suất 7,000 tấn/năm và axit H<sub>3</sub>PO<sub>4</sub> thực phẩm, công suất 3,000 tấn/năm. Axit phosphoric được sử dụng làm phụ gia cho nhiều loại đồ uống, thực phẩm, xử lý nước, kim loại và điều chế chất tẩy rửa. Sản lượng tiêu thụ trung bình năm của sản phẩm này ở mức khá thấp, chỉ 1,700 tấn/năm, tương đương 17% tổng công suất.



**Biểu đồ 13. Sản lượng kinh doanh phốt pho vàng**

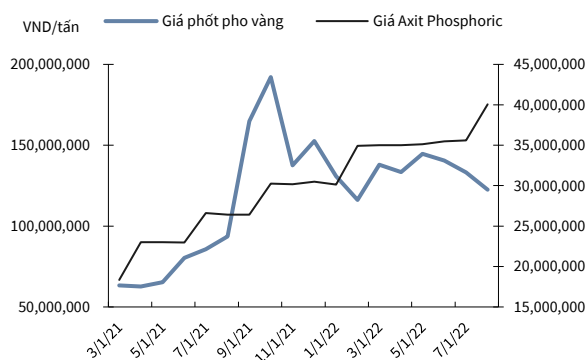
Nguồn: KBSV tổng hợp

**Giá phốt pho vàng tiếp tục tăng 30% so với năm 2021 do tình trạng thiếu hụt nguồn cung kéo dài**

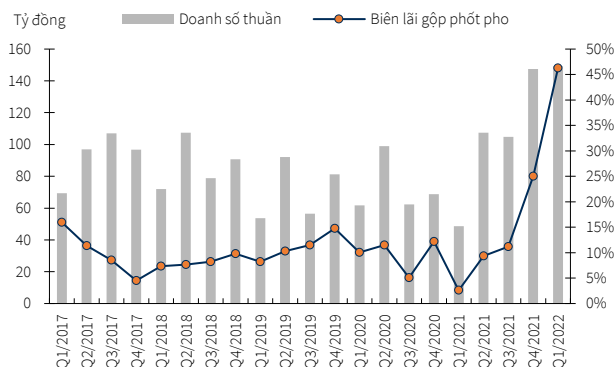
Nguồn cung phốt pho vàng và axit phosphoric trên toàn cầu bị rơi vào tình trạng thiếu hụt nghiêm trọng sau khi Trung Quốc đóng cửa nhiều nhà máy phốt pho và ban hành lệnh cấm xuất khẩu đối với nhiều mặt hàng phân bón. Bên cạnh đó, cuộc chiến giữa Nga-Ukraine khiến cho nguồn cung càng trở nên khan hiếm hơn trong khi nhu cầu tiêu thụ phân bón và chất bán dẫn vẫn tiếp tục gia tăng. Giá phốt pho vàng cuối tháng 5 đạt mức 140 triệu đồng/tấn, cao hơn 30% mức giá trung bình năm 2021 và gấp 2.3 lần so với thời điểm trước dịch. Nhu cầu tiêu thụ phốt pho vàng được dự báo sẽ duy trì ở mức 120-125 triệu đồng/tấn nhờ (1) điều kiện thời tiết thuận lợi giúp thúc đẩy tiêu thụ phân bón, trong đó có DAP, MAP, (2) tiêu thụ nguyên liệu đầu vào chất bán dẫn tăng trưởng tích cực nhờ tình trạng thiếu hụt chip toàn cầu (3) Xu hướng chuyển dịch sản xuất pin xe điện sang dòng pin LFP sẽ thúc đẩy việc tiêu thụ phốt pho vàng.

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng phốt pho đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây**

Biên lãi gộp mảng phốt pho của CSV trong 5 năm qua chỉ dao động quanh mức 5-10%, thấp hơn nhiều so với doanh nghiệp đầu ngành là DGC (trung bình khoảng 17% trước 2021). Giá phốt pho tăng mạnh giúp cho biên lợi nhuận của CSV có sự cải thiện đáng kể, từ mức 3% trong quý 1/2021 lên 46% trong quý 1/2022. Doanh thu thuần cũng tăng gấp 3 lần lên 149 tỷ đồng, cao nhất trong 5 năm trở lại đây (Biểu đồ 15).

**Biểu đồ 14. Diễn biến giá P4 và H3PO4**

Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 15. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng P4**

Nguồn: CSV

## YẾU TỐ RỦI RO

3 nhà máy hoá chất chính của CSV ở khu công nghiệp Biên Hòa 1 đều thuộc diện di dời bắt buộc trong giai đoạn 2024-2025. CSV đã ký hợp đồng tư vấn lập Báo cáo nghiên cứu khả thi vào tháng 12 năm ngoái. Dự án sẽ được phê duyệt và triển khai thi công từ năm 2023 với chi phí ước tính khoảng 2,100 tỷ đồng. Việc thực hiện di dời trong giai đoạn đầu sẽ khiến cho doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh cốt lõi của công ty sụt giảm đáng kể.

Hàng năm, Ấn Độ sản xuất gần 30 triệu tấn muối, trong đó, 12.5 triệu tấn được sử dụng trong sản xuất công nghiệp, 7.5 triệu tấn bán lẻ trong nước và phần còn lại được đem đi xuất khẩu. Diễn biến thời tiết không thuận lợi khiến cho vụ thu hoạch muối cuối quý 2 đầu quý 3 năm nay bắt đầu chậm hơn so với mọi năm. Do đó, sản lượng muối sản xuất được dự báo sẽ giảm gần 30%, tương đương 9 triệu tấn, tiềm ẩn rủi ro về việc cấm xuất khẩu muối trong thời gian tới cùng với các mặt hàng khác như đường và lúa mì.

Giá phốt pho vàng được dự báo sẽ sớm hạ nhiệt trong thời gian tới khi Trung Quốc thực hiện gỡ bỏ các lệnh cấm xuất khẩu như kế hoạch đã đề ra từ tháng 10/2021.

## DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh năm 2022 trên kịch bản giá Xút lỏng quy về 100% ở mức 12 triệu đồng/tấn và giá axit sulfuric đạt 3.8 triệu đồng/tấn. Sản lượng kinh doanh các mặt hàng hoá chất vô cơ trong giai đoạn 2022-2023 sẽ dần hồi phục về thời điểm trước dịch, trước khi sụt giảm do ảnh hưởng của việc di dời nhà máy. Theo đó, doanh thu thuần trong năm 2022 tiếp tục tăng trưởng 15.14% so với năm 2021, lên mức 1,814 tỷ đồng.

Các nguyên vật liệu đầu vào chính của công ty như muối công nghiệp và lưu huỳnh đều nhập khẩu từ nước ngoài, đồng thời phải chịu nhiều áp lực từ việc thiếu hụt nguồn cung và chi phí vận chuyển tăng cao. Do đó, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi giả định biên lợi nhuận gộp mangan xút-clo và lưu huỳnh của CSV sẽ tiếp tục duy trì ở mức 30%, tương đương năm 2021.

Còn đối với mangan phốt pho, các nguyên vật liệu đầu vào như quặng apatit và cát trắng đều được khai thác trong nước với chi phí giá thành tăng không đáng kể (+27.8% YoY). Trong khi đó, giá đầu ra của phốt pho vàng được hưởng lợi từ đà tăng của thế giới do phần lớn sản lượng sản xuất được xuất khẩu sang các nước trong khu vực. Do đó, biên lợi nhuận gộp mangan phốt pho vàng sẽ được cải thiện từ 15% trong năm 2021 lên 38% trong năm 2022.

**Bảng 1. Tổng hợp kết quả kinh doanh**

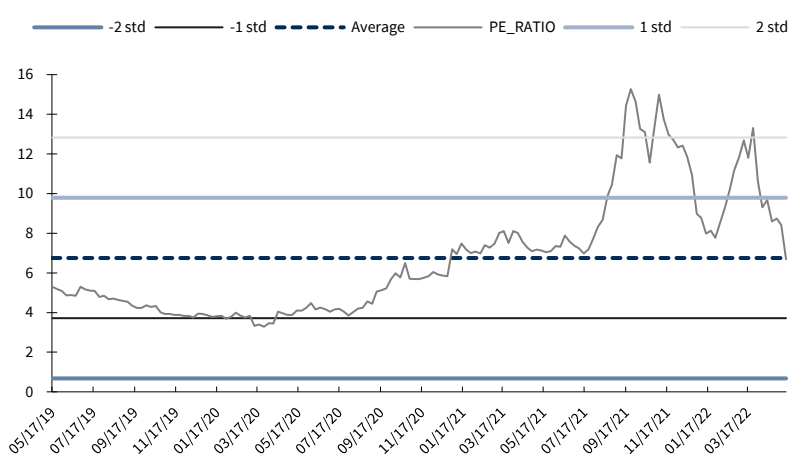
ĐVT: Tỷ đồng	Năm 2021A	Năm 2022F	Tăng/giảm
Doanh thu thuần	1,576.77	1,814.00	+15.14%
Giá vốn hàng bán	(1,164.76)	(1,227.90)	
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	412.01	586.10	+42.25%
Chi phí bán hàng	(79.11)	(90.70)	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(66.23)	(76.19)	
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	266.67	419.22	
Doanh thu hoạt động tài chính	12.39	14.51	
Chi phí tài chính	(6.36)	(3.63)	
- Chi phí lãi vay	(5.11)	(2.72)	-46.77%
Lợi nhuận trước thuế	272.86	432.09	
Thuế TNDN	(57.53)	(86.42)	
Lợi nhuận sau thuế	218.05	345.68	+58.53%
Lợi ích cổ đông thiểu số	8.79	56.44	
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	209.26	289.24	+38.22%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	4,299.00	6,543.80	

Nguồn: KBSV ước tính

## ĐỊNH GIÁ

Sau khi đánh giá triển vọng kinh doanh cùng các yếu tố rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CSV, giá mục tiêu 48,300 VND/cp, upside 12.32% so với mức giá đóng cửa ngày 15/07/2022 dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh P/E theo tỷ lệ 50:50. Cổ phiếu CSV hiện đang giao dịch ở mức P/E forward 2022 là 6.57x, với tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn, chúng tôi kì vọng mức P/E hợp lý cho CSV cuối năm 2022 là 7.0x.

**Biểu đồ 16. Diễn biến P/E của CSV**



Nguồn: Bloomberg

**Bảng 2. Tổng hợp mô hình định giá DCF**

Hệ số Beta	1.05	Tổng giá trị hiện tại của FCFF	1,754
Lãi suất phi rủi ro	3.10%	(+) Tiền và đầu tư tài chính	804
Phần bù rủi ro thị trường	7.80%	(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn	194
Chi phí sử dụng VCSH	11.29%	(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	91
Chi phí vay nợ	5.00%	Giá trị vốn chủ sở hữu	2,273
WACC	9.65%	Số lượng cổ phiếu	44,200,000
		Giá trị 1 cổ phần	50,800

Nguồn: KBSV ước tính

**Bảng 3. Tổng hợp kết quả định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá dự phóng
DCF (FCFF)	50%	50,800
P/E	50%	45,800
Giá mục tiêu		48,300
Giá đóng cửa		43,000
Mức sinh lời kỳ vọng		12.32%

Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 4. Tóm tắt KQKD và dự phóng

Báo cáo Kết quả HĐKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F	(Tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	1,566	1,339	1,577	1,814	Tổng tài sản	1,265	1,299	1,456	1,886
Giá vốn hàng bán	-1,125	-975	-1,165	-1,228	Tài sản ngắn hạn	742	780	936	1,368
Lãi gộp	441	364	412	586	Tiền & tương đương tiền	154	115	182	660
Doanh thu tài chính	18	13	12	15	Đầu tư ngắn hạn	200	125	144	137
Chi phí tài chính	-13	-13	-6	-4	Khoản phải thu	184	176	225	236
Gồm: Chi phí lãi vay	-11	-13	-5	-3	Hàng tồn kho	283	235	343	266
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0	Tài sản ngắn hạn khác	40	53	61	61
Chi phí bán hàng	-70	-71	-79	-91	Tài sản dài hạn	519	520	518	519
Chi phí quản lý DN	-62	-67	-66	-76	Tài sản cố định	149	126	131	138
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	315	226	273	430	BĐS đầu tư	0	0	0	0
Thu nhập khác	2	1	0	1	Tài sản dở dang dài hạn	7	34	34	34
Chi phí khác	-2	-1	0	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) khác	0	0	0	1	Tài sản dài hạn khác	366	359	354	344
Lãi/(lỗ) trước thuế	315	226	273	432	Nợ phải trả	329	295	296	425
Thuế doanh nghiệp	-63	-47	-58	-86	Nợ ngắn hạn	217	243	296	425
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	251	178	215	346	Phải trả người bán	79	97	97	97
Lợi ích của cổ đông thiểu số	5	2	9	56	KH trả tiền trước	1	2	3	3
Lợi nhuận sau CĐTS	246	179	209	289	Vay ngắn hạn	73	70	194	92
EPS	5,028	3,636	4,299	6,544	Khoản dự trữ đặc biệt	(2)	(1)	0	1
					Nợ ngắn hạn khác	88	126	132	133
					Nợ dài hạn	52	0	0	0
					Khoản phải trả dài hạn	52	0	0	0
					Vay dài hạn	(2)	(1)	0	1
					Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
					Vốn chủ sở hữu	936	1,004	1,160	1,460
					Vốn góp	442	442	442	442
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	187	140	205	328
					Vốn và quỹ khác	(2)	(1)	0	1
					Lợi ích cổ đông thiểu số	28	26	35	91
					Tổng nợ & vốn	1,265	1,299	1,456	1,886

Chỉ số hoạt động				
(%)	2019	2020	2021	2022F
Tăng trưởng doanh thu		-15%	18%	15%
Tăng trưởng EBIT	1%	-27%	17%	58%
Tăng trưởng EBITDA	3%	-21%	16%	49%
Tăng trưởng LN sau CĐTS		-27%	17%	38%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28%	27%	26%	32%
Tỷ suất EBITDA	23%	21%	21%	27%
Tỷ suất EBIT	21%	18%	18%	24%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	20%	17%	17%	24%
Tỷ suất lợi nhuận thuần sau CDTs	16%	13%	13%	16%

Lưu chuyển tiền tệ				
(Tỷ VND)	2022F	2022F	2022F	2022F
Lãi trước thuế	315	226	273	346
Khấu hao TSCĐ	32	46	52	53
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	-16	-12	-9	-23
Thay đổi vốn lưu động	-457	18	-170	2
Điều chỉnh khác HĐKD	-3	-2	-1	0
Lưu chuyển tiền HĐKD	-119	290	142	374
Đầu tư ngắn hạn	-3	-2	-1	0
Đầu tư tài sản cố định	-35	-50	-57	59
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	0	0	0	0
Tài sản khác	0	0	0	0
Điều chỉnh khác HĐĐT	168	-109	81	-13
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	134	-159	24	46
Thu các khoản đi vay	492	204	292	570
Trả các khoản đi vay	-385	-283	-347	-446
Nợ phải trả khác	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-137	-92	-44	-66
Điều chỉnh khác HĐTC	-3	-2	-1	0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	-30	-171	-99	58
Lưu chuyển tiền trong kỳ	-16	-39	67	478
Tiền đầu kỳ	170	154	115	182
Tiền cuối kỳ	154	115	182	660

Chỉ số chính				
(x, %, VND)	2019	2020	2021	2022F
Chỉ số định giá				
P/E	10.0	13.8	11.7	7.7
P/B	2.4	2.2	1.9	1.5
P/S	0.5	0.9	1.2	1.2
EV/EBITDA	2.12	4.20	5.74	3.37
Lãi cơ bản/cp (EPS)	5,028	3,636	4,299	6,544
Cổ tức/cp (DPS)	3,100	2,000	1,000	1,500
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	31%	20%	10%	15%
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	26%	18%	19%	22%
ROA	20%	14%	16%	21%
ROIC	25%	17%	16%	22%
ROCE	31%	23%	24%	30%
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	0.3	0.2	0.3	0.3
TS thanh toán hiện thời	3.4	3.2	3.2	3.2
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	1.3	1.0	1.1	1.1
Hệ số vòng quay phải thu	9	7	8	8
Hệ số vòng quay HTK	3.9	3.8	4.0	4.0
Hệ số vòng quay phải trả	21.6	19.2	14.5	11.9

Nguồn: KBSV tổng hợp

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Nguyễn Xuân Bình**  
Giám đốc Khối Phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích Doanh nghiệp

**Dương Đức Hiếu**  
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp  
hieudd@kbsec.com.vn

**Nguyễn Anh Tùng**  
Chuyên viên cao cấp – Tài chính & Công nghệ  
tungna@kbsec.com.vn

**Phạm Hoàng Bảo Nga**  
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản nhà ở  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Nguyễn Đức Huy**  
Chuyên viên cao cấp – Bảo hiểm & Ngân hàng  
Huynd1@kbsec.com.vn

**Tiêu Phan Thanh Quang**  
Chuyên viên phân tích – Bất động sản công nghiệp & Logistics  
quangtpt@kbsec.com.vn

**Lương Ngọc Tuấn Dũng**  
Chuyên viên phân tích – Bán lẻ & Hàng tiêu dùng  
dunglnt@kbsec.com.vn

**Khối Phân tích**  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

**Trần Đức Anh**  
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư  
anhtd@kbsec.com.vn

**Lê Hạnh Quyên**  
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng  
quyenlh@kbsec.com.vn

**Thái Hữu Công**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
congth@kbsec.com.vn

**Trần Thị Phương Anh**  
Chuyên viên phân tích – Chiến lược & Cổ phiếu Mid cap  
anhhttp@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

**Nguyễn Cẩm Thơ**  
Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

**Nguyễn Thị Hương**  
Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.