

## CSV [KĐG] – Việc di dời nhà máy ảnh hưởng triển vọng trung hạn – CPVHN

Nguyễn Thảo Vy  
Chuyên viên

### CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam (CSV), SX hóa chất cơ bản

Giá: 22.600VND      Giá mục tiêu: N/A      TL tăng: N/A  
Giá trị vốn hóa: 45,8tr USD      GTGD/ngày 30 ngày: 0,08tr USD      Room KN: 32,3%

16/07/2015

#### Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	16,8%
Room tối đa cho khối ngoại	49,0%
SL cổ phiếu lưu hành	44,2 triệu
Số CP pha loãng	44,2 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	23.600
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	16.700

#### Cơ cấu cổ đông

Vinachem	65,0%
Vietnam Investment Property Holdings	7,5%
Vietnam Investment	4,8%
Vietnam Enterprise	4,3%
Khác	18,4%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015G
Doanh thu (tỷ đồng)	1.516	1.551	1.435
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS %	9%	9%	8%
Tăng trưởng doanh thu	-1%	2%	-7%
Tăng trưởng LN trước thuế	21%	-3%	N/A
Tăng trưởng EPS	58,0%	11,7%	-18,0%
PER theo giá thị trường	8,6x	7,7x	9,4x
PBR theo giá thị trường	1,8x	1,9x	N/A
ROE	28,4%	24,5%	N/A
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	N/A	7,1%	5,8%
Nợ ròng / Vốn CSH	27%	-15%	N/A

Lưu ý: tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính đến thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ thưởng cho nhân viên (Thông tư 200).

- CSV là nhà sản xuất hóa chất cơ bản hàng đầu, có mạng lưới khách hàng lớn và rộng.
- Việc di dời cả ba nhà máy sản xuất gây ra khó khăn trong trung hạn.
- Công ty đề ra mục tiêu LNST 2015 thận trọng với LNST giảm 18% so với năm ngoài dù đạt KQKD quý 1/2015 tích cực khi giá nguyên liệu thấp đã giúp bù đắp cho ảnh hưởng từ việc giá điện gia tăng
- Tại mức giá hiện tại, CSV hiện đang giao dịch với PER 9,4 lần EPS mục tiêu công ty đề ra cho cả năm là 2.406 đồng, tương đối cao so với các công ty cùng ngành (HVT là 6,8 lần và LAS là 7,7 lần).

Là nhà sản xuất hóa chất vô cơ cơ bản hàng đầu Việt Nam. Các sản phẩm chính của CSV bao gồm Natri Hydroxyt (NaOH, xút), thị phần 25%, Axit Sunfuric (H<sub>2</sub>SO<sub>4</sub>), thị phần 50% và Axit Clohyric (HCl), thị phần 50% tại Việt Nam.

- Các sản phẩm Xút - Clo (Natri Hydroxyt, Clo, Axit Clohyric và các hóa chất liên quan) đóng góp khoảng 70% tổng doanh thu và khoảng 90% lợi nhuận. Tại miền Nam, ngoài CSV và Vedan, không có công ty nào sản xuất các hóa chất này. Tuy nhiên, Vedan chủ yếu sản xuất để sử dụng nội bộ. Nhóm sản phẩm này có biên lợi nhuận cao vì tất cả các sản phẩm có thể được cùng lúc sản xuất bằng cách điện phân muối công nghiệp.
- Axit Sunfuric và các hóa chất liên quan đóng góp khoảng 20% tổng doanh thu và khoảng 5% lợi nhuận. Sản phẩm này có biên lợi nhuận thấp vì có thể được sản xuất như một phụ phẩm từ quá trình sản xuất các hóa chất khác. Axit Sunfuric chất lượng từ thấp đến trung bình sản xuất theo phương pháp này được nhập khẩu dễ dàng với giá thấp hơn so với sản phẩm chất lượng cao của CSV, vốn được sản xuất trực tiếp từ lưu huỳnh. Axit Sunfuric chất lượng cao phù hợp với ngành công nghiệp thực phẩm hơn (CSV cung cấp cho Ajinomoto).
- Khoảng 10% doanh thu còn lại chủ yếu từ Axit Photphoric và các hóa chất khác.

**Mạng lưới khách hàng mạnh và lâu bền.** Khách hàng của CSV bao gồm từ các công ty nhỏ trong nước đến các tập đoàn đa quốc gia hoạt động trong các lĩnh vực như phân bón (CTCP Phân bón Miền Nam, CTCP Phân bón Hóa chất Cần Thơ, v.v.), thực phẩm (Ajinomoto Vietnam, CTCP Công nghệ Thực Phẩm Việt Tiến - Vitecfood Corp., v.v.), dệt và nhuộm (Ulhwa Vietnam, v.v.), và hàng tiêu dùng nhanh (P&G Indochina, LIX Detergents, NET Detergents, v.v.). Các công ty này mua hóa chất của CSV làm nguyên liệu đầu vào trong quá trình sản xuất và đã thiết lập quan hệ lâu dài với CSV. Như vậy, mạng lưới khách hàng của CSV không mang tính tập trung cao như các công ty hóa chất khác (như LIX hay NET, chủ yếu gia công cho Unilever) nhưng vẫn phụ thuộc nhiều vào nhu cầu và tình hình hoạt động của khách hàng.

**Nguồn cung hóa chất trong nước chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu.** Hiện nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu xút và 50% còn lại do hàng nhập khẩu đáp ứng. Tuy nhiên, phần lớn xút nhập khẩu ở dạng rắn, giá thành cao hơn và khó sử dụng hơn so với xút dạng lỏng do CSV sản xuất. Điều này mở ra cơ hội cho CSV nâng công suất và giành thị phần từ xút nhập khẩu. Do tốc độ sản xuất công nghiệp ngày càng cao, với chỉ số IIP đạt tăng trưởng 9,1% trong Quý 1/2015 so với mức 5,2% trong Quý 1/2014 và chênh lệch cung cầu còn rất lớn, CSV vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nếu công ty tăng công suất.

**Giá nguyên liệu giảm...** Muối công nghiệp là nguyên liệu chính trong sản xuất các sản phẩm xút - clo, chiếm 30% giá vốn hàng bán. Do hoạt động sản xuất muối công nghiệp trong nước còn hạn chế, công ty phải nhập khẩu 80% nguyên liệu đầu vào. CSV cho biết giá muối công nghiệp giảm trong năm 2014 và xu hướng này sẽ tiếp tục kéo dài trong năm 2015, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận của công ty.

**... nhưng giá điện lại tăng.** Quá trình điện phân trong sản xuất Sodium Hydroxide và các hóa chất có liên quan tiêu thụ rất nhiều điện. Vì vậy, việc giá điện tăng 7,5% từ ngày 16/03/2015 có thể ảnh hưởng mạnh đến biên lợi nhuận của CSV. Ban lãnh đạo cho biết chi phí điện chiếm khoảng 11% giá vốn hàng bán năm 2014, nên dự kiến đợt tăng giá này sẽ khiến lợi nhuận sau thuế 2015 giảm khoảng 5%, giả định giá bán không thay đổi.

**Rủi ro từ việc di dời nhà máy sắp tới.** Cả ba nhà máy chính của CSV đều nằm tại KCN Biên Hòa 1, sẽ bị giải tỏa từ năm 2018-2020 do các vấn đề liên quan đến môi trường chung của cả KCN. Vì vậy, CSV đang khẩn trương di dời và xây dựng nhà máy mới để thay thế, có thể tại KCN Phú Mỹ, TP. Vũng Tàu. Tổng giá trị đầu tư XD CB theo ước tính khoảng 2.700 tỷ đồng. Điều này sẽ kéo theo một số hệ quả như sau:

- CSV hiện đang hoạt động với công suất gần như tối đa và không thể mở rộng sản xuất do việc di dời nhà máy trong tương lai.
- CSV dự kiến sẽ đầu tư vào dây chuyền sản xuất NaOH đầu tiên khi xây dựng nhà máy mới (giai đoạn 1 quá trình di dời). Vốn đầu tư XD CB cho giai đoạn này là 1.600 tỷ đồng. Giả định CSV có thể huy động 70% số vốn này (khoảng 1.120 tỷ đồng) bằng cách vay ngân hàng, thì công ty vẫn cần huy động thêm 480 tỷ đồng nữa. CSV hiện đang xem xét huy động số vốn này thông qua thị trường chứng khoán và trái phiếu. Vinachem hiện đang xem xét lại kế hoạch đầu tư.
- Theo ban lãnh đạo, CSV sẽ không thể tái sử dụng nhiều từ các nhà máy cũ do tính chất của lĩnh vực hoạt động (dây chuyền chế biến hóa chất thường không thể tháo gỡ và do đó không thể di dời sang nơi khác). Ngoài ra, toàn bộ phần đất sản xuất của CSV đều là đất thuê lại, chưa có chính sách rõ ràng từ phía chính quyền về việc công ty sẽ được bồi thường như thế nào và bao nhiêu sau khi di dời (VD: ưu đãi thuế cho nhà máy mới).

**Luôn đạt tăng trưởng lợi nhuận cao nhờ biên lợi nhuận tăng và nợ giảm.** Kết quả hoạt động tốt của CSV được hỗ trợ nhờ biên lợi nhuận gộp liên tục cải thiện (từ 18% trong năm 2012 lên 24% năm 2014) và chi phí lãi vay giảm (từ 47 tỷ đồng năm 2012 xuống 15 tỷ đồng năm 2014). Điều này đã thúc đẩy lợi nhuận dù doanh thu tăng trưởng thấp. Năm 2013, nhu cầu thị trường dành cho các sản phẩm gốc clo giảm buộc CSV phải giảm sản lượng để tránh hàng tồn kho và qua đó doanh thu bị ảnh hưởng. Sản lượng xút cũng bị điều chỉnh giảm theo tỷ lệ vì xút và clo được tạo ra đồng thời trong quá điện phân. Để đảm bảo nguồn cung xút cho khách hàng và giữ thị phần, công ty đã phải nhập khẩu một phần hóa chất này để bổ sung.

**Hạn chế lợi suất cổ tức để giữ lại vốn.** CSV trả cổ tức năm 2014 khá cao (1.600 đồng/cổ phiếu), lợi suất cổ tức tương ứng là 8,1% theo giá ngày công bố (19.700 đồng ngày 12/05/2015). Đây cũng là một trong những lý do giúp giá cổ phiếu CSV tăng trong thời gian qua. Trong tương lai, nhiều khả năng công ty sẽ cắt giảm cổ tức bằng tiền mặt để giữ lại vốn cho việc di dời nhà máy sắp tới. Cổ tức năm 2015 dự kiến là 1.300 đồng, qua đó lợi suất cổ tức tương ứng theo giá hiện nay là 5,8%.

**Đề ra mục tiêu thận trọng cho năm 2015.** Mục tiêu công ty đề ra là doanh thu 2015 đạt 1.435 tỷ đồng và LNST 2015 đạt 115 tỷ đồng (giảm lần lượt 7% và 18% so với năm 2014) tỏ ra thận trọng khi KQLN Quý 1/2015 ở mức cao (LNST tăng 88% dù doanh thu giảm 3% so với cùng kỳ năm ngoái, tương đương 40% mục tiêu LNST cả năm). Kết quả này có được nhờ giá nguyên liệu giảm, giúp biên lợi nhuận tăng cũng như ban lãnh đạo nỗ lực tăng tỷ trọng các hóa chất có biên lợi nhuận cao (các sản phẩm xút – clo) trong cơ cấu doanh thu. Tuy nhiên, biên lợi nhuận Quý 1 có thể không phản ánh chính xác khả năng sinh lời cả năm vì giá điện tăng chỉ 15 ngày trước khi kết thúc quý.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Giá mục tiêu:** Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

**Phương pháp định giá:** Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+848 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+844 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. HCM  
+848 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

#### Giám đốc

Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105  
[tu.vu@vcsc.com.vn](mailto:tu.vu@vcsc.com.vn)

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+848 3914 3588  
[research@vcsc.com.vn](mailto:research@vcsc.com.vn)

#### Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

##### Trưởng phòng cao cấp

Ngô Hoàng Long, ext 145

#### Bất động sản, Hàng tiêu dùng

##### Trưởng phòng cao cấp

Anirban Lahiri, ext 130

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143

Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140

Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124

Văn Đình Phong, Chuyên viên ext 139

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120

Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên ext 138

Nguyễn Ngọc Hoàng Hải, Chuyên viên ext 149

#### Vĩ mô và Thị trường

Dương Mỹ Thanh, Chuyên viên ext 173

Nguyễn Thế Minh, CV PTKT cao cấp ext 142

#### Dầu khí

Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185

Ngô Đăng Quế, Chuyên viên ext 194

Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135

Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+848 3914 3588 ext 102  
[michel.tosto@vcsc.com.vn](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+848 3914 3588 ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

#### Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh  
+848 3914 3588 ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+844 6262 6999 ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)