



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	26,666
Giá thị trường ngày 05.08.2015	22,800
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	44.2
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1,007
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	579
Sở hữu nước ngoài (%)	16.76%
KLTB 10 ngày (cp)	37,329
Giá thấp nhất 52T (đ)	24,600
Giá cao nhất 52T (đ)	17,700
+/- 7 ngày qua	+3%
+/- 1 tháng qua	+2%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

Email : havt@bsc.com.vn

Tel:+ 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu CSV** với giá mục tiêu 12 tháng là **26,666 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 17% so với giá thị trường ngày 08/05/2015. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ việc tiết giảm được các chi phí đầu vào đặc biệt là chi phí muối và chi phí khấu hao.

CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam là đơn vị sản xuất hóa chất vô cơ cơ bản lớn nhất Việt Nam với hơn 40 chủng loại sản phẩm, trong đó các sản phẩm chính là xút NaOH, Axit Clohydric (HCl), Clor lỏng (Cl₂), Axit Sunfuric (H₂SO₄), Natri Silicat các loại và Phốt pho vàng (P₄). Doanh nghiệp luôn chiếm thị phần lớn và ổn định ở các mảng sản phẩm chính.

Lợi nhuận tăng mạnh trong quý I/2015: mặc dù doanh thu thuần giảm nhẹ 2%, đạt 360 tỷ đồng, nhưng lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp đã tăng đến 75%, đạt 51 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là nhờ vào việc giá muối giảm 21% so với cùng kỳ.

Cải thiện kết quả kinh doanh nhờ tiết giảm chi phí đầu vào: trong khi doanh thu và sản lượng sẽ duy trì ổn định trong thời gian tới thì giá các nguyên vật liệu đầu vào chính được dự báo giảm dần. Cụ thể: (1) giá muối tiếp tục xu hướng giảm do nhu cầu tiêu thụ yếu dần, đặc biệt là của Trung Quốc; (2) Giá lưu huỳnh kỳ vọng giảm dần trong dài hạn nhờ nguồn cung từ các nhà máy lọc hóa dầu tăng lên. Hơn nữa, chi phí khấu hao giảm mạnh từ năm 2017 do nhà máy Biên Hòa hết khấu hao. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý đến việc giá điện đã tăng 7.5% từ tháng 3/2015 và dự báo tiếp tục tăng dần do chi phí sản xuất điện tăng lên.

BSC dự báo năm 2015, CSV sẽ đạt 1.593 tỷ đồng doanh thu thuần và 197 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS 2015 đạt 3,650 đồng/cổ phiếu. Trong khi doanh thu tương đối ổn định, chỉ tăng nhẹ khoảng 1%/năm thì chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của CSV sẽ tăng bình quân 9%/năm trong giai đoạn 2015-2019 nhờ việc tiết giảm các chi phí và giá nguyên vật liệu đầu vào suy giảm.

Tỷ lệ chi trả cổ tức cao: Tỷ lệ chi trả cổ tức của năm 2014 là 16%, tương đương với lợi tức khoảng 8%. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức cho những năm tiếp theo tiếp tục giữ ở mức cao nhờ việc lợi nhuận được cải thiện mạnh mẽ

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1.538.03	1.515.80	1.550.91
% tăng trưởng y-o-y		-1.45%	2.32%
Tổng tài sản (tỷ đ)	946.72	1.046.22	971.39
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	346.44	567.84	579.71
CPLH bình quân (Triệu cp)	24.54	24.54	44.20
LN sau thuế (tỷ đ)	101.88	151.38	158.27
% tăng trưởng y-o-y		48.58%	4.55%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3.238	5.296	3.174
Giá trị sổ sách (đ/cp)	14.081	23.118	13.107
Lợi nhuận gộp biên	18.37%	20.60%	23.57%
ROS	6.62%	9.99%	10.21%
ROE		33.11%	27.58%
ROA		15.19%	15.69%

Nguồn: BCTC CSV, BSC tổng hợp



GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung	
Tên công ty:	CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam
Tên giao dịch:	CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam
Tên viết tắt:	SBCC
Địa chỉ:	Số 22 Lý Tự Trọng- Phường Bến Nghé- Quận 1- TP.HCM
Tel:	(08) 3829 6620- (08) 3822 5373
Fax:	(08) 3824 3166- (08) 3823 9109
Website:	www.sochemvn.com
Vốn điều lệ tính đến ngày 30/06/2015:	442,000,000,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Hóa chất
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất và kinh doanh hóa chất cơ bản

Lịch sử hình thành	
Thời gian	Sự kiện
1976	Công ty được thành lập
2004	CTCP Phốt Pho Việt Nam được thành lập
2009	Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2 được thành lập
2014	Công ty chính thức chuyển sang mô hình Công ty Cổ phần

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 30/06/2015

Tên	Số CP	% Vốn
Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam	28,731,000	65%
Vietnam Investment Property Holdings Ltd	3,316,774	7.5%

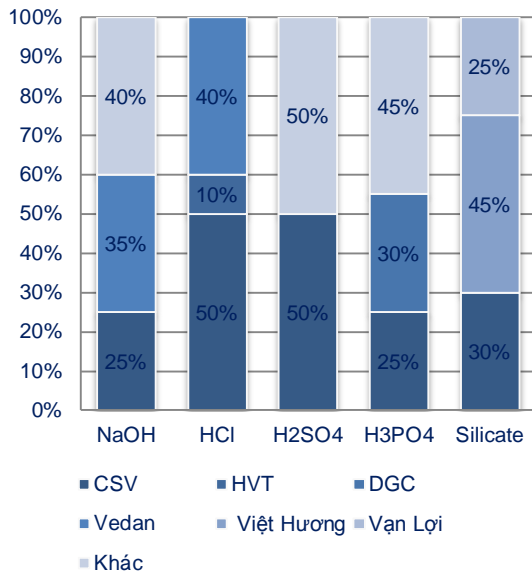
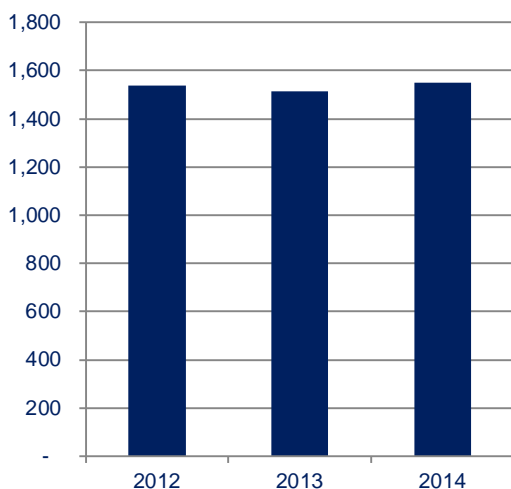
Cơ cấu cổ đông đến 24/12/2014

Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)
Cổ đông nhà nước	28,731,000	65.00%
Cổ đông nội bộ	107,300	0.25%
- Hội đồng quản trị	57,600	0.13%
- Ban kiểm soát	24,700	0.06%
- Ban Giám đốc	78,400	0.18%
Cổ đông bên ngoài	15,361,700	34.75%
- Trong nước	8,044,926	18.20%
- Nước ngoài	7,316,774	16.55%
Tổng cộng	44,200,000	100%

Danh sách công ty con:

Công ty	Vốn góp	% sở hữu
CTCP Phốt Pho Việt Nam	39,35,000	65.05%

- CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam được thành lập vào ngày 21/07/1976 với 4 đơn vị trực thuộc là Nhà máy Hóa chất Biên Hòa, Nhà máy Hóa chất Tân Bình, Nhà máy Hóa chất Đồng Nai và Nhà máy Hóa chất Thủ Đức.
- Sau khi cổ phần hóa từ 12/12/2013, cơ cấu cổ đông của công ty đã có sự tham gia đáng kể của các cổ đông nước ngoài (nắm giữ 16.55%) và các cổ đông nội bộ (0.25%).
- Vinachem hiện là cổ đông nhà nước duy nhất và lớn nhất, nắm giữ 65% vốn điều lệ. Theo quyết định số 2097/QĐ-TTG về Phê duyệt đề án Tái Cơ cấu Tập đoàn Hóa chất Việt Nam giai đoạn 2012-2015 của Thủ tướng Chính Phủ ban hành ngày 28/12/2012, Tập đoàn sẽ nắm giữ 65% đến 75% vốn điều lệ tại CTCP Hóa chất cơ bản Miền Nam.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP
Thị phần các sản phẩm hóa chất cơ bản

Doanh thu thuần của CSV trong giai đoạn 2012-2014 (tỷ đồng)


CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam là đơn vị sản xuất hóa chất vô cơ cơ bản lớn nhất Việt Nam với hơn 40 chủng loại sản phẩm, trong đó các sản phẩm chính là xút NaOH, Axit Clohydric (HCl), Clor lỏng (Cl₂), Axit Sunfuric (H₂SO₄), Natri Silicat các loại và Phốt pho vàng (P₄). CSV sở hữu hệ thống sản xuất gồm 3 nhà máy có công suất lớn là Nhà máy Hóa chất Biên Hòa, Nhà máy Hóa chất Đồng Nai và Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2. Ngoài ra, công ty cũng sở hữu mỏ Bô xít tại Bảo Lộc- Lâm Đồng.

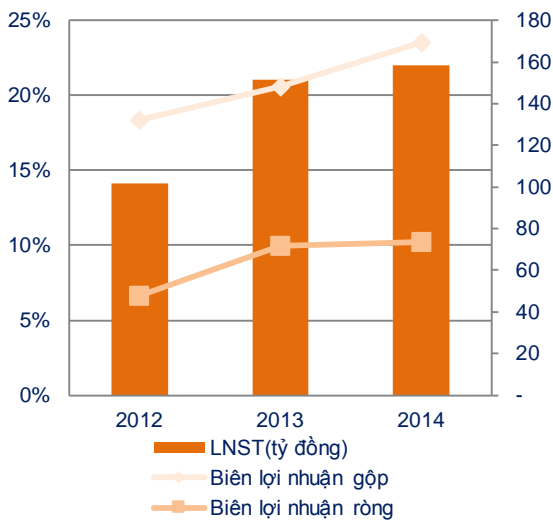
Nhà máy	Sản phẩm	Công suất
Nhà máy Hóa chất Biên Hòa	NaOH quy về 100%	30,000
	HCL 32%	126,000
	Na ₂ SiO ₃	30,000
	H ₂ SO ₄ 98%	2,000
	Muối xay	15,000
	Muối cô chân không	21,000
Nhà máy Hóa chất Đồng Nai	H ₃ PO ₄ kỹ thuật	7,000
	H ₃ PO ₄ thực phẩm	3,000
	Các sản phẩm gốc phốt phát	2,200
Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2	H ₂ SO ₄ 98%	60,000
	Al ₂ (SO ₄) ₃	15,000

Chiếm thị phần lớn và ổn định ở các mảng sản phẩm chính: với vị trí các nhà máy đặt tại Đồng Nai và Thành phố Hồ Chí Minh, thị trường chính của Công ty là từ miền Trung- Tây Nguyên đến miền Tây- Nam Bộ và Thành phố Hồ Chí Minh. Nhờ sở hữu hệ thống sản xuất có công suất lớn trong khi nguồn cung trong nước còn thiếu hụt nên thị phần của công ty ở các mảng sản phẩm chính đều dẫn đầu. Cụ thể, NaOH chiếm 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicate chiếm 30%, H₂SO₄ chiếm 50%, H₃PO₄ chiếm 25%. Hơn nữa, sản xuất hóa chất cơ bản là ngành sản xuất đặc thù có điều kiện, rào cản gia nhập ngành lớn nên tính cạnh tranh thấp hơn các ngành khác. Do vậy, thị phần của doanh nghiệp được duy trì tương đối ổn định

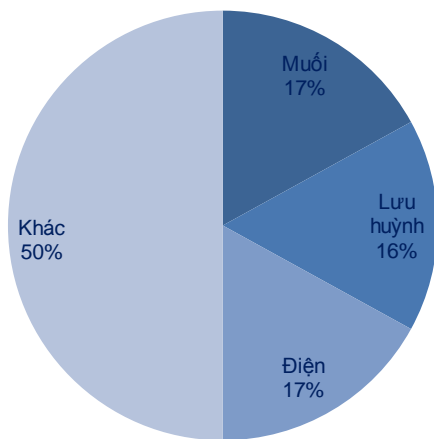
Ưu thế là thành viên Tập đoàn Hóa chất Việt Nam: Vinachem hiện là cổ đông lớn nhất của CSV, nắm giữ 65% vốn điều lệ của doanh nghiệp. Việc là thành viên của Vinachem giúp doanh nghiệp duy trì một lượng khách hàng ổn định là các thành viên khác trong tập đoàn như CTCP Bột giặt NET, CTCP Bột giặt LIX, Công ty DAP Vinachem, CTCP Phân bón Miền Nam... Hiện các khách hàng trong tập đoàn chiếm khoảng 18% trong cơ cấu khách hàng tiêu thụ của doanh nghiệp.

Hoạt động kinh doanh ổn định: do hầu hết các dây chuyền sản xuất đã hoạt động hết công suất nên sản lượng tiêu thụ chung của doanh nghiệp chỉ tăng trưởng nhẹ trong khi giá bán

LNST và biên lợi nhuận của CSV trong giai đoạn 2012-2014



Cơ cấu giá vốn của CSV



trung bình các sản phẩm không biến động nhiều nên doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp ở mức ổn định trong 2 năm gần đây.

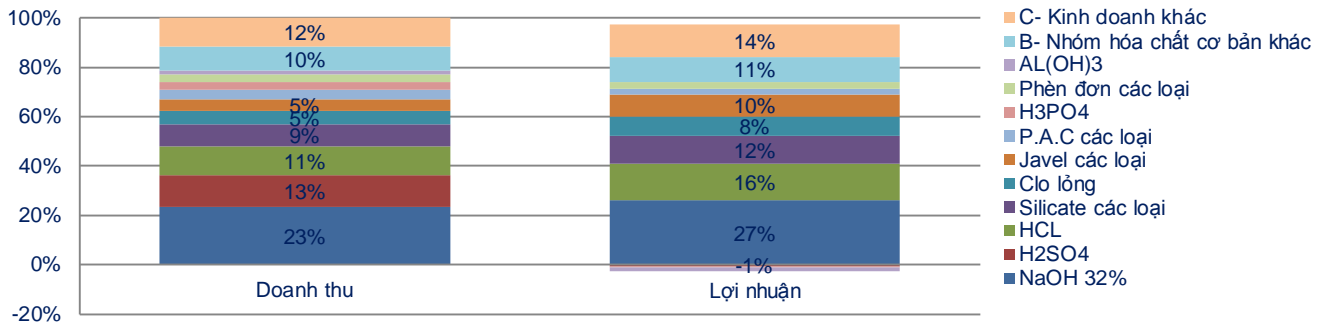
Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh: nhờ biên lợi nhuận của mảng sản phẩm HCl và Cl₂ lỏng tăng mạnh nên giúp biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp tăng từ 18% năm 2012 lên 24% năm 2014. Tuy nhiên, do chi phí vận chuyển và tiền lương cho các bộ công nhân viên tăng lên cũng như mở bỏ xít Bảo Lộc và chi nhánh Tân Bình phải đóng cửa nên tỷ lệ tăng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp cao hơn, khiến biên lợi nhuận ròng được duy trì ở mức 10% trong giai đoạn 2013-2014.

Ưu thế từ chu trình sản xuất khép kín: CSV sở hữu những dây chuyền sản xuất khép kín với công suất lớn, sản phẩm đầu ra của dây chuyền này là nguyên liệu đầu vào của dây chuyền kia nên giúp doanh nghiệp tiết kiệm chi phí, đa dạng sản phẩm và tăng tính chủ động trong nguồn nguyên liệu đầu vào. Do đó, doanh nghiệp có khả năng cung cấp những chuỗi sản phẩm đầy đủ.

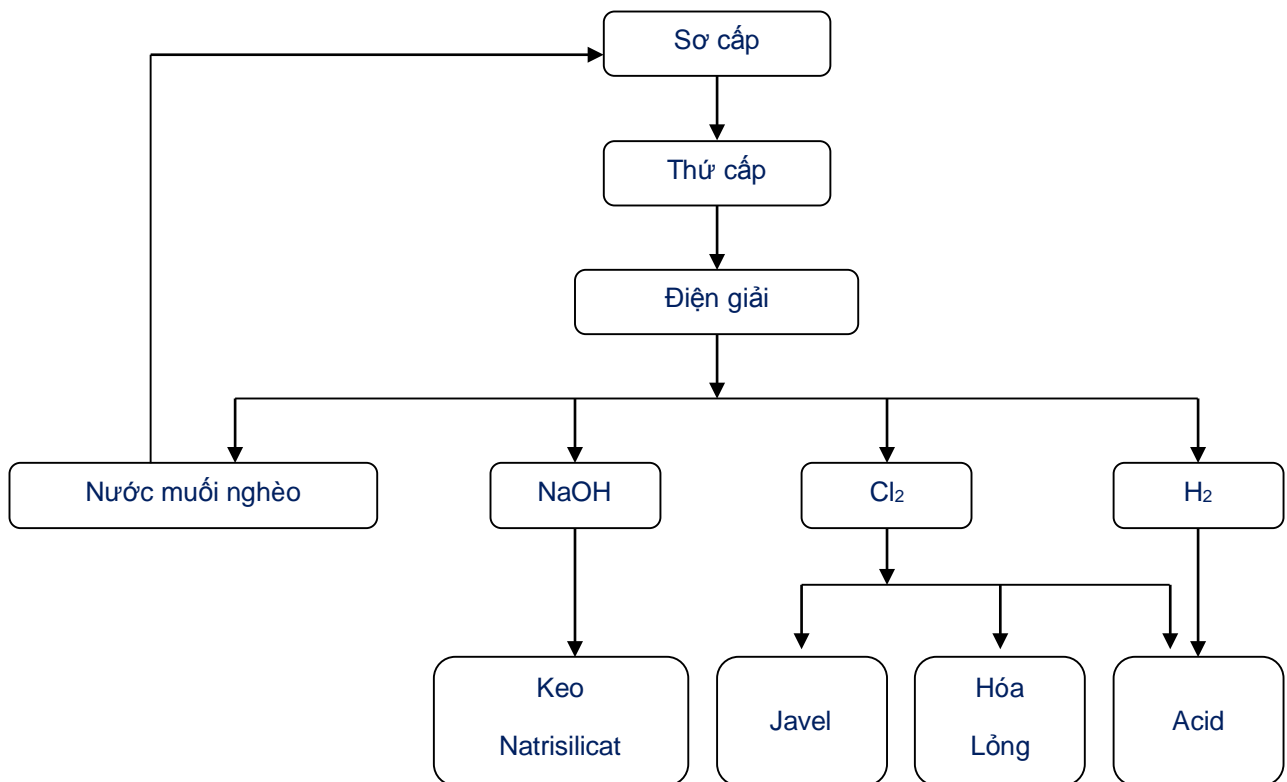
Chưa tăng công suất trong 5 năm tới: hiện tại dây chuyền sản xuất xút-clor của doanh nghiệp đã hoạt động vượt công suất. Tuy nhiên do chủ trương di dời các nhà máy trong khu công nghiệp Biên Hòa của tỉnh Đồng Nai nên doanh nghiệp không thể nâng công suất của các nhà máy hiện tại. Doanh nghiệp đang chuẩn bị cho dự án đầu tư nhà máy sản xuất xút có công suất 30,000 tấn/năm trong giai đoạn 2018-2020 và sau đó di dời 1 dây chuyền có công suất 15,000 tấn/năm sang nhà máy mới. Tổng vốn đầu tư cho dự án khoảng 1400 tỷ đồng. Như vậy, từ năm 2020 tổng công suất sản xuất xút có thể được 45,000 tấn/năm.

Cải thiện kết quả kinh doanh nhờ tiết giảm chi phí đầu vào: mặc dù nguồn cung hóa chất cơ bản trong nước đang thiếu hụt, mới đáp ứng được 50% nhu cầu tiêu dùng, do sản lượng sản xuất của doanh nghiệp đã đạt mức tối đa ở các dây chuyền, đặc biệt là dây chuyền xút (vượt công suất thiết kế khoảng 10%) nên sản lượng sản xuất cũng như tiêu thụ của doanh nghiệp sẽ khó tăng mạnh trong thời gian tới. Hơn nữa, giá bán của các sản phẩm hóa chất được dự báo không biến động mạnh trong thời gian tới do nhu cầu tiêu thụ ổn định. Như vậy, việc tăng trưởng trong 5 năm tới chủ yếu phụ thuộc vào việc tiết giảm các chi phí đầu vào. Cụ thể: (1) Giá muối tiếp tục xu hướng giảm do nhu cầu tiêu thụ yếu dần, đặc biệt là của Trung Quốc; (2) Giá lưu huỳnh kỳ vọng giảm dần trong dài hạn nhờ nguồn cung từ các nhà máy lọc hóa dầu tăng lên; (3) Giá điện tăng dần do các chi phí đầu vào tăng lên; (4) Chi phí khấu hao giảm mạnh từ năm 2017 do nhà máy Biên Hòa hết khấu hao.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận các sản phẩm của công ty mẹ HCCB năm 2014



Quy trình sản xuất của Nhà máy Hóa chất Biên Hòa



XÚT-CLO- SẢN PHẨM CHỦ LỰC CỦA DOANH NGHIỆP

Xút-Clo là nhóm sản phẩm chính của doanh nghiệp, được sản xuất đồng thời trong quá trình điện phân muối công nghiệp NaCl với tỷ lệ khoảng 1 xút – 0.8 clor theo phương trình điện phân sau:

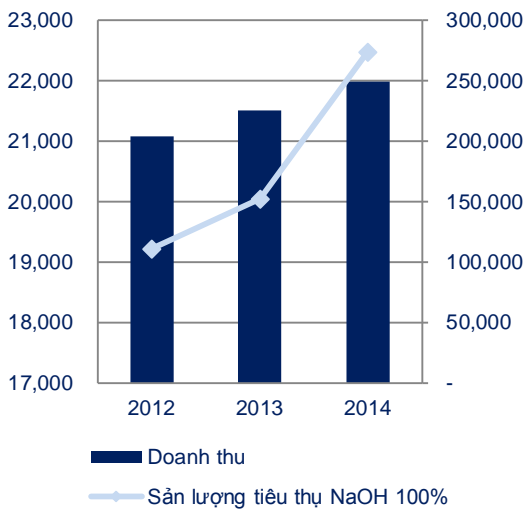


A. Xút NaOH

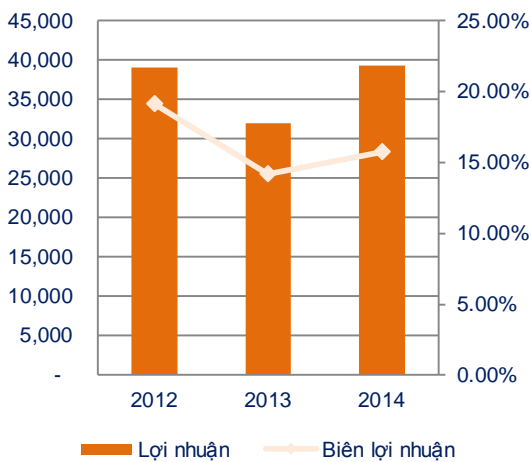
Sản phẩm xút hiện đóng góp lớn nhất và cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của công ty mẹ SCCB với tỷ lệ lần lượt là 23% và 27%.

Xút với công thức hóa học là NaOH, được sử dụng nhiều trong các ngành công nghiệp như chất tẩy rửa, sơn, sản xuất giấy, công nghệ lọc dầu, công nghệ dệt nhuộm, thực phẩm, xử lý nước, sản xuất các loại hoá chất đi từ xút như Silicat Natri,

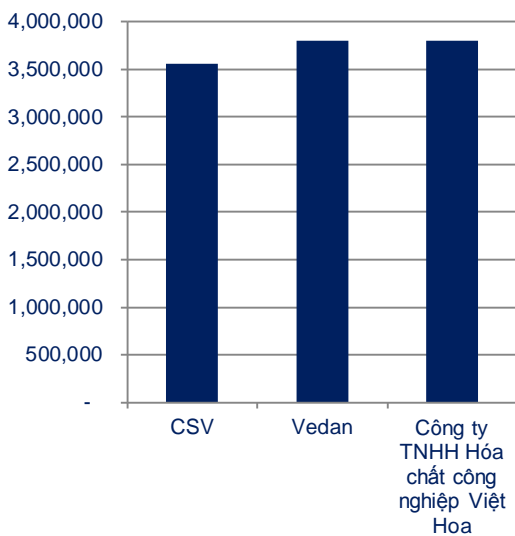
Sản lượng tiêu thụ và doanh thu sản phẩm xút NaOH



Lợi nhuận và biên lợi nhuận sản phẩm xút NaOH



Giá bán NaOH 32% của các công ty



Al(OH)₃, PAC...

Giữ được mức tăng trưởng tốt trong bối cảnh khó khăn:

trong giai đoạn 2012-2014, các đơn vị sản xuất xút trong nước gặp nhiều khó khăn do việc giảm thuế suất thuế nhập khẩu xút từ 10% xuống còn 3% kể từ ngày 2/11/2012 khiến áp lực cạnh tranh với xút nhập khẩu tăng mạnh. Hơn nữa, trong giai đoạn 2012-2014, giá điện đã tăng 3 lần với tổng mức tăng khoảng 15.7% (chi phí điện chiếm khoảng 40% giá thành sản phẩm). Do đó biên lợi nhuận mặt hàng xút đã giảm từ 19% xuống còn 16% vào năm 2014. Tuy nhiên, nhờ duy trì cơ sở khách hàng ổn định nên sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp vẫn tăng trưởng đều với mức bình quân 8%/năm giúp doanh thu đạt mức tăng trưởng bình quân 11%/năm. Lợi nhuận của mảng sản phẩm xút sau khi giảm mạnh 18% vào năm 2013 (chủ yếu do giá điện tăng) đã hồi phục trở lại, tăng lên 22% vào năm 2014.

Đơn vị sản xuất xút thương mại lớn nhất Việt Nam:

với công suất 30,000 tấn xút NaOH 100%, CSV hiện là đơn vị sản xuất xút lớn thứ 2 trong nước, sau Công ty Vedan Việt Nam với công suất 40,000 tấn xút NaOH 100%. Ngoài ra còn có các đơn vị khác sản xuất xút như Nhà máy Hóa chất Việt Trì có dây chuyền sản xuất xút NaOH công suất 20,000 tấn/năm quy về 100%; CTCP giấy bãi bằng (7,000 tấn/năm), CTCP Tập đoàn Tân Mai. Tuy nhiên chỉ có CSV và HVT sản xuất xút để kinh doanh thương mại còn các đơn vị khác chủ yếu sản xuất để tiêu dùng nội bộ.

Cơ cấu sản phẩm đa dạng:

hiện nay các sản phẩm xút của doanh nghiệp đã được cô đặc thành các loại 40%, 45% và 52% đáp ứng được phân khúc khách hàng cao cấp hơn trong khi trên thị trường chủ yếu là các sản phẩm xút 30% và 32%

Giá bán cạnh tranh:

nhờ việc sở hữu dây chuyền sản xuất có công suất lớn với mục đích chính là kinh doanh thương mại nên CSV có thể giữ mức giá bán sản phẩm xút cạnh tranh hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Áp lực từ sản phẩm thay thế cao:

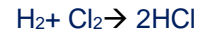
xút có thể được chuyển hóa thành soda bằng quy trình cacbonat hóa và ngược lại soda cũng có thể được chuyển hóa thành soda. Tại Việt Nam, nhà máy sản xuất Soda Chu Lai- nhà máy sản xuất Soda đầu tiên của Việt Nam với công suất 200,000 tấn/năm sẽ chính thức hoạt động vào quý III/2015. Điều này có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ và giá sản phẩm xút trong nước.

B. Clor lỏng Cl₂ và axit clohydric HCl

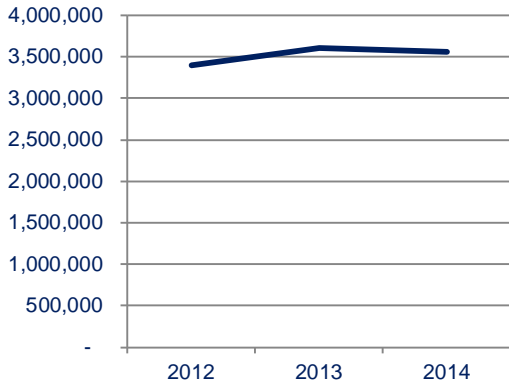
HCl và Cl₂ là sản phẩm quan trọng thứ 2 của công ty mẹ

với tỷ trọng trong doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 16% và 24%

Khí Cl₂ thu được trong quá trình điện phân một phần sẽ phản ứng tiếp với khí H₂ tạo ra axit clohydric và một phần sẽ được hóa lỏng và sản xuất javel.



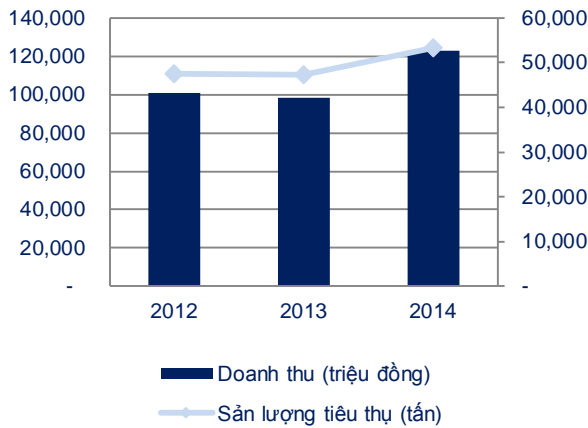
Giá bán NaOH 32% của CSV



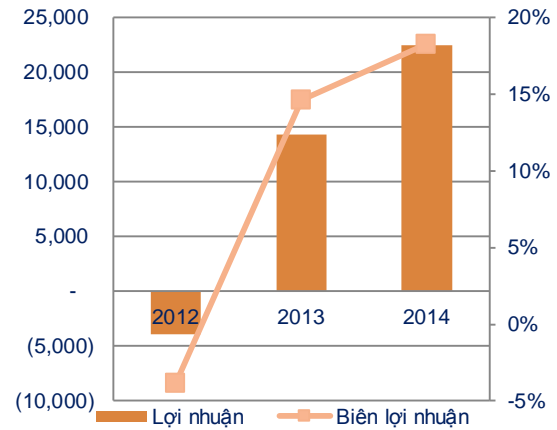
Axit clohydric với công thức hóa học là HCl được dùng trong sản xuất bột ngọt, nước tương, mạ điện, công nghệ dầu mỏ, tổng hợp các chất hữu cơ và sản xuất các sản phẩm gốc clor.

Hồi phục mạnh mẽ trong năm 2014: sau khi sụt giảm nhẹ về cả giá bán và sản lượng tiêu thụ trong năm 2013, hoạt động kinh doanh HCl đã tăng lại mạnh mẽ trong năm 2014 với việc sản lượng tăng 12% và giá bán tăng 11%. Đồng thời, sau khi ghi nhận lỗ vào năm 2012, lợi nhuận từ mảng HCl cũng đã phục hồi nhanh chóng, biên lợi nhuận cũng tăng từ 15% năm 2013 lên 18% năm 2014

Sản lượng tiêu thụ và doanh thu sản phẩm HCl của CSV



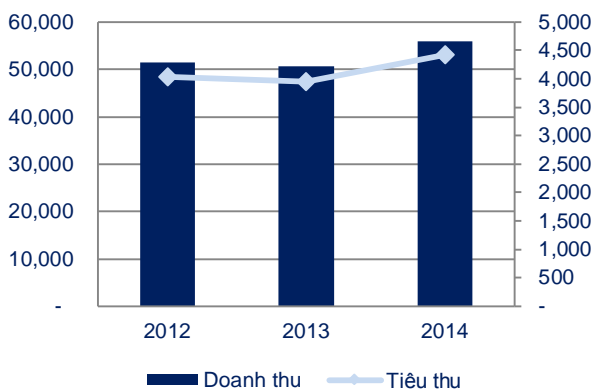
Lợi nhuận và biên lợi nhuận kinh doanh HCl của CSV



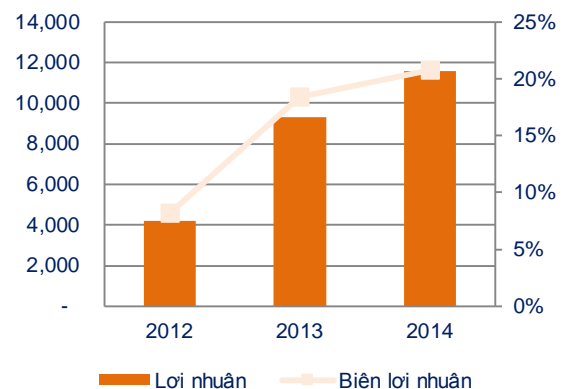
Clor lỏng Cl₂ được dùng trong xử lý nước, phụ gia thuốc trừ sâu, làm chất tẩy màu trong công nghiệp giấy, dệt...

Tương tự như sản phẩm HCl, việc kinh doanh sản phẩm Clor lỏng cũng phục hồi trở lại trong năm 2014: sau khi giảm nhẹ 2% vào năm 2013, sản lượng tiêu thụ và doanh thu mảng sản phẩm Cl₂ đã tăng lại khoảng 10% vào năm 2014 trong khi giá bán HCl tương đối ổn định qua các năm.

Sản lượng tiêu thụ và doanh thu sản phẩm Clor lỏng của CSV



Lợi nhuận và biên lợi nhuận kinh doanh sản phẩm Clor lỏng của CSV



Tương tự như sản phẩm HCl, việc kinh doanh sản phẩm Clor lỏng cũng phục hồi trở lại trong năm 2014: sau khi giảm nhẹ 2% vào năm 2013, sản lượng tiêu thụ và doanh thu mảng sản phẩm Cl₂ đã tăng lại khoảng 10% vào năm 2014 trong khi giá bán HCl tương đối ổn định qua các năm.

Biên lợi nhuận cao và tăng mạnh: nhờ các chi phí được phân bổ nhiều hơn trong giá thành sản phẩm xút nên biên lợi nhuận kinh doanh sản phẩm HCl và Cl₂ ở mức cao hơn và tăng mạnh trong giai đoạn 2012-2014.

Đứng đầu thị trường HCl: hiện CSV đã chiếm đến 50% thị phần cung cấp HCl, theo sau là Hóa chất Việt Trì (HVT) với 10% thị phần. Tuy nhiên, địa bàn hoạt động của 2 doanh nghiệp không trùng lắp do nhà máy của CSV đặt tại miền Nam trong khi nhà máy của HVT đặt tại miền Bắc. Nhờ vậy, CSV có thể có ưu thế trong việc chi phối giá HCl tại thị trường phía Nam.

Cung cấp các sản phẩm cao cấp: tương tự như xút NaOH, axit clohydric HCl của doanh nghiệp cũng được cô đặc thành nhiều mức như 25%, 32% và 35% nhằm cung cấp cho nhiều phân khúc và đối tượng khác hàng.

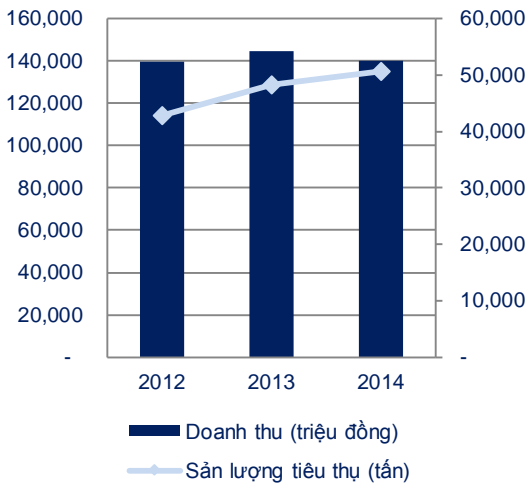
Chưa hoạt động hết công suất: hiện dây chuyền sản xuất HCl đang được vận hành với 65% công suất. Tuy nhiên, việc tăng sản lượng sản xuất HCl còn phụ thuộc vào khả năng tiêu thụ NaOH do đây là nhóm sản phẩm đồng thời.

Nhóm sản phẩm xút- clor tiếp tục dẫn dắt sự tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp:

- **Sản lượng tiêu thụ tiếp tục ổn định:** hiện nay nguồn cung xút-clor từ các doanh nghiệp nội địa chỉ mới đáp ứng khoảng 60-70% nhu cầu tiêu thụ. Hơn nữa, với lợi thế là nhà cung cấp lớn, doanh nghiệp sở hữu hệ thống khách hàng ổn định, truyền thống hợp tác lâu dài. Do đó, doanh nghiệp kỳ vọng tiếp tục giữ mức tiêu thụ ổn định, khoảng 32,000 tấn xút NaOH 100% trong thời gian tới.
- **Giá bán xút ổn định:** mặc dù chịu áp lực từ sản phẩm thay thế và hàng nhập khẩu nhưng do vẫn ở mức thấp nên giá bán xút của doanh nghiệp được kỳ vọng sẽ duy trì ổn định trong các năm tới.
- **Giá bán HCl và Cl₂ kỳ vọng tăng nhẹ:** với ưu thế là đơn vị sản xuất lớn nhất, có khả năng chi phối giá sản phẩm. Hơn nữa, việc Vedan giảm công suất và ngừng hoạt động một số nhà máy sẽ khiến cho nguồn cung bị thiếu hụt.
- **Giá muối công nghiệp giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận:** chi phí muối công nghiệp (NaCl 98-99%) chiếm khoảng 30% giá thành sản xuất xút và chiếm đến 17% trong tổng chi phí giá vốn của doanh nghiệp. Do đó, việc giảm giá muối sẽ giúp biên lợi nhuận cải thiện đáng kể. Sau khi tăng mạnh vào năm 2014 do nhu cầu tiêu thụ muối để làm tan băng tuyết tăng, giá muối nhập khẩu của doanh nghiệp tính đến quý 2/2015 đã giảm 21% so với năm 2014 và lượng muối nhập khẩu đủ cung cấp cho doanh nghiệp đến quý 4/2015. Hơn nữa, giá muối được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong thời gian tới do nhu cầu tiêu thụ muối công nghiệp của Trung Quốc- nước sản xuất và tiêu thụ muối lớn nhất thế giới suy giảm.

AXIT SUNFURIC H₂SO₄- KINH DOANH CHƯA HIỆU QUẢ

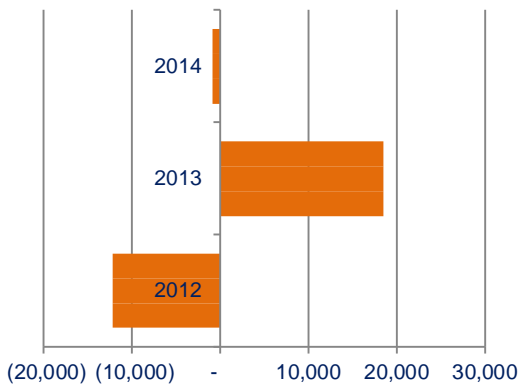
Sản lượng tiêu thụ và doanh thu sản phẩm H₂SO₄ của CSV



Axit Sunfuric được dùng rộng rãi trong các ngành công nghiệp sản xuất như phèn lọc nước, ắc quy, luyện kim, chất tẩy rửa, chế mỗ, phân bón, phẩm nhuộm, thuốc nổ, tơ sợi, giấy, sơn, dược phẩm, chất dẻo, và các sản phẩm gốc sunfat.

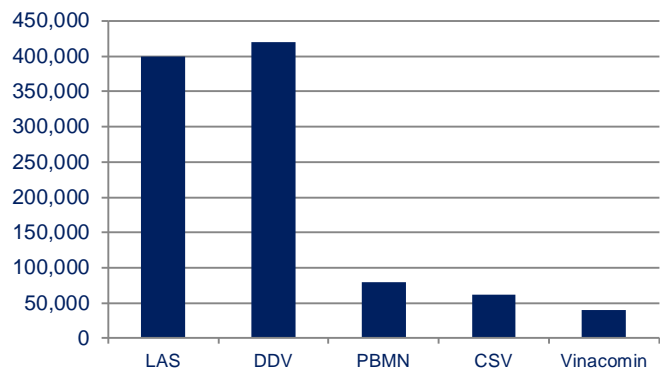
H₂SO₄ là sản phẩm đem lại doanh thu lớn thứ 3 cho HCCB, chiếm khoảng 13%. Mặc dù sản lượng tiêu thụ tăng đều hàng năm với mức tăng bình quân 9%/năm nhưng doanh thu gần như không thay đổi trong giai đoạn 2012-2014. Nguyên nhân là giá H₂SO₄ liên tục giảm, bình quân 8%/năm, do việc dư cung trên thị trường phân lân kéo theo việc suy yếu nhu cầu H₂SO₄. Trong khi đó, giá lưu huỳnh lại có nhiều biến động trong giai đoạn này. Do lưu huỳnh chiếm đến 30% giá thành sản xuất H₂SO₄ nên việc giá lưu huỳnh suy giảm mạnh trong năm 2013 đã giúp cho doanh nghiệp ghi nhận khoản lợi nhuận lớn trong khi năm 2012 và 2014 giá lưu huỳnh ở mức cao nên doanh nghiệp chưa thu được lợi nhuận.

Lợi nhuận sản phẩm H₂SO₄ của CSV (triệu đồng)

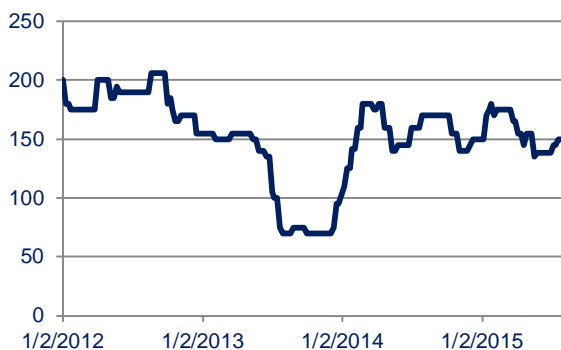


Chiếm thị phần H₂SO₄ lớn nhất: không tính đến các dây chuyền sản xuất H₂SO₄ của các nhà máy phân bón phục vụ cho nhu cầu tiêu dùng nội bộ, CSV là đơn vị sản xuất H₂SO₄ thương mại lớn nhất Việt Nam với 2 dây chuyền sản xuất tại 2 nhà máy Biên Hòa và Tân Bình 2 có tổng công suất đạt 62,000 tấn H₂SO₄/năm, chiếm 50% thị phần.

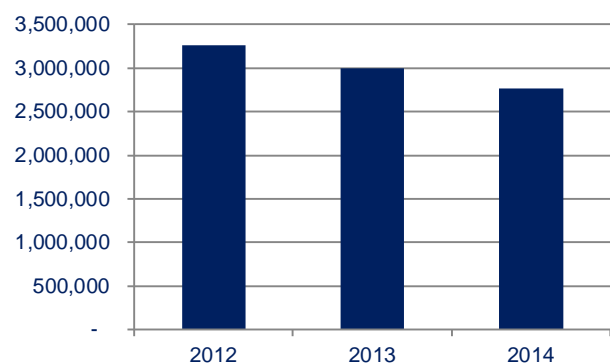
Công suất sản xuất H₂SO₄ (tấn/năm)



Giá lưu huỳnh Vancouver (USD/tấn)



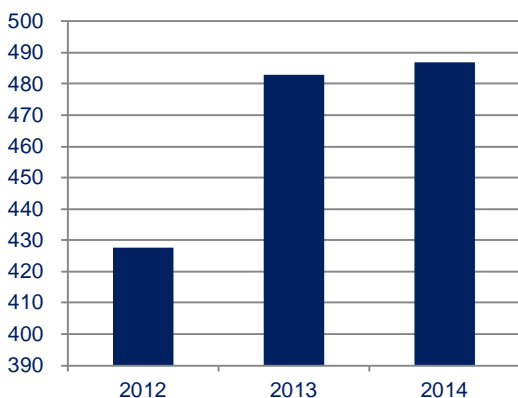
Giá bán H₂SO₄ của CSV



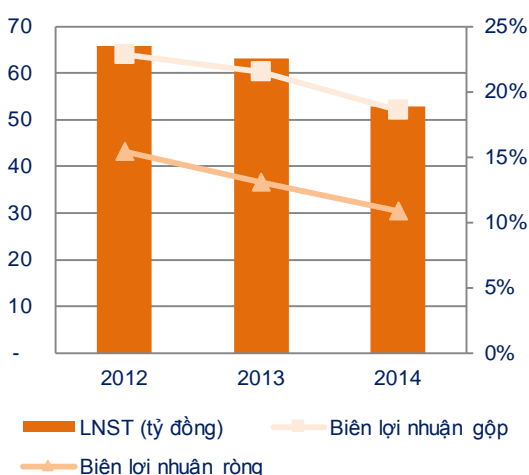
Kinh doanh H₂SO₄ chưa thể tăng trưởng:

- **Sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ:** sản phẩm của CSV là H₂SO₄ tinh khiết, được cô đặc đến 98% nên giá thành cao và phục vụ cho phân khúc cao cấp. Khách hàng chủ yếu tiêu dùng H₂SO₄ của CSV là Ajinomoto, DAP Vinachem và Phân bón Miền Nam. Đây là những khách hàng truyền thống, đảm bảo tiêu thụ lâu dài. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa là khả năng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ thấp do nhu cầu của các khách hàng cũ ổn định trong khi nhu cầu tìm kiếm khách hàng mới bị hạn chế, mặc dù nhà máy chưa hoạt động hết công suất.
- **Giá H₂SO₄ tiếp tục giảm nhẹ:** với việc dự báo thị trường phân bón tiếp tục bão hòa nên nhu cầu tiêu thụ H₂SO₄ trên thế giới, đặc biệt là Trung Quốc, sẽ yếu đi kéo theo xu hướng giảm giá H₂SO₄ thế giới cũng như trong nước.
- **Giá lưu huỳnh dự báo ổn định trong 2H2015:** theo dự báo của GLJ Petroleum Consultants, giá lưu huỳnh sẽ được duy trì ở mức 150 USD/tấn trong 6 tháng cuối năm 2015. Về dài hạn, việc giá dầu được dự báo ở mức thấp cùng với nguồn cung nội địa tăng lên từ các nhà máy lọc dầu mới như Nghi Sơn, Long Sơn, Vũng Rô và Nhơn Hội, giá lưu huỳnh trong nước có thể giảm nhẹ.

Doanh thu thuần của CTCP Phốt pho Việt Nam (tỷ đồng)



LNST và biên lợi nhuận của CTCP Phốt Phô Việt Nam



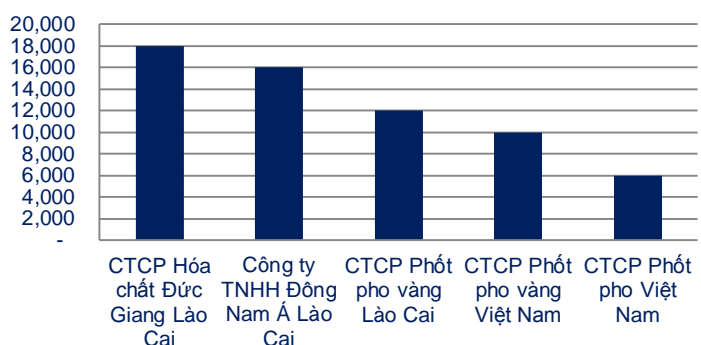
CTCP PHỐT PHO VIỆT NAM- TĂNG ƯU THẾ CẠNH TRANH CHO CÔNG TY MẸ

CTCP Phốt Phô Việt Nam sở hữu dây chuyền sản xuất phốt pho vàng (P₄) với công suất 6,000 tấn/năm trong đó cung cấp cho Công ty mẹ khoảng 1,500 tấn/năm, giúp công ty mẹ chủ động trong nguồn đầu vào. Phốt pho vàng được sử dụng trong công nghiệp sản xuất axit photphoric (H₃PO₄), muối phốt phát, phân bón, thuốc trừ sâu, thực phẩm và dược phẩm.

Đóng góp lớn trong kết quả kinh doanh hợp nhất: không chỉ giúp công ty mẹ chủ động trong nguồn P₄ đầu vào, công ty còn đóng góp khoảng 31% doanh thu và 33% lợi nhuận ròng vào kết quả kinh doanh hợp nhất của CSV.

Kết quả kinh doanh suy giảm: trong giai đoạn 2012-2014, mặc dù sản lượng và doanh thu vẫn tăng đều hàng năm với mức tăng bình quân 7%/năm nhưng do chi phí quặng apatit tăng lên khiến cho lợi nhuận cũng như biên lợi nhuận suy giảm. Hơn nữa, việc các công ty Phốt pho vàng Lào Cai, Công ty TNHH Đông Nam Á Lào Cai và Công ty TNHH Phốt pho vàng Việt Nam đưa các dây chuyền sản xuất P₄ mới đi vào hoạt động từ năm 2013 đã ảnh hưởng đến giá bán của doanh nghiệp.

Công suất các nhà máy sản xuất phốt pho vàng của Việt Nam



Triển vọng kinh doanh kém khả quan:

- **Áp lực cạnh tranh gia tăng:** hiện tại Nhà máy phốt pho số 2 của CTCP Phốt pho Việt Nam là nhà máy có công suất thấp nhất trong các nhà máy sản xuất phốt pho vàng. Hơn nữa, dây chuyền sản xuất của các doanh nghiệp khác đều mới đi vào hoạt động với máy móc thiết bị hiện đại, có công suất lớn, cho ra sản phẩm có chất lượng cao hơn. Do đó, sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp khó thể tăng trưởng mạnh.
- **Chi phí đầu vào tăng mạnh:** việc các dây chuyền sản xuất phốt pho mới đi vào hoạt động kéo theo gia tăng nhu cầu quặng apatit trong khi nguồn khai thác apatit bị hạn chế và chi phí khai thác tăng lên do phải khai thác sâu hơn. Điều này dẫn đến việc tăng giá quặng apatit-nguyên liệu chính để sản xuất phốt pho. Hơn nữa, chi phí điện- chi phí chiếm tới 70% giá thành sản xuất phốt pho vàng đã tăng khoảng 7.5% từ tháng 3/2015 và sẽ tiếp tục tăng lên trong dài hạn.
- **Giá bán phốt pho có thể giảm nhẹ:** theo dự báo của workbank, giá phốt pho sẽ giảm trung bình khoảng 2%/năm trong giai đoạn 2015-2020 do việc dư cung phân bón trên thị trường thế giới cũng như nhu cầu sản xuất công nghiệp suy giảm, đặc biệt là Trung Quốc.

Giá Phốt pho Vàng Trung Quốc từ tháng 3/2015 đến tháng 8/2015

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2012	2013	2014	HVT
Cơ cấu vốn				
Vốn vay/VCSH	1.02	0.53	0.30	1.33
Tổng tài sản/VCSH	2.73	1.84	1.68	2.91
Cơ cấu tài sản				
TS dài hạn/ Tổng TS	36%	40%	34%	67%
TS ngắn hạn/Tổng TS	64%	60%	66%	33%
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT nhanh	0.51	0.73	1.22	0.55
Hệ số TT ngắn hạn	1.15	1.41	1.88	0.80
Năng lực HĐ (ngày)				
Số ngày phải thu		28.58	31.09	35.76
Số ngày tồn kho		96.00	80.44	51.23
Số ngày phải trả		15.65	15.99	47.04
Khả năng sinh lời (%)				
Lợi nhuận gộp biên	18.37%	20.60%	23.57%	23.42%
ROS	6.62%	9.99%	10.21%	6.42%
ROE		33.11%	27.58%	19.32%
ROA		15.19%	15.69%	7.97%

Chủ động cao trong nguồn vốn: trong giai đoạn 2012-2014, nợ vay của doanh nghiệp giảm mạnh do các nhà máy đã đi vào hoạt động ổn định đem lại dòng tiền đều. Việc giảm nợ vay và lãi suất đã giúp cho chi phí vay của

doanh nghiệp được tiết giảm đáng mạnh. Doanh nghiệp chủ yếu vay ngắn hạn để nhập khẩu nguyên vật liệu. Vốn vay hiện chỉ chiếm khoảng 18% tổng nguồn vốn của doanh nghiệp. Tuy nhiên với kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy mới trong giai đoạn 2015-2020, nợ dài hạn của doanh nghiệp có thể sẽ tăng mạnh.

Tài sản gần hết khấu hao: tài sản ngắn hạn hiện chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản của doanh nghiệp với 66% và tỷ lệ này đang tăng dần. Với chi phí khấu hao hàng năm khoảng 110 tỷ đồng, đến năm 2017 đa số các tài sản cố định của doanh nghiệp sẽ được khấu hao hết. Chúng tôi ước tính nếu doanh nghiệp không có đầu tư mới thì chi phí khấu hao sẽ giảm khoảng hơn 80 tỷ đồng vào năm 2017.

Khả năng thanh toán đảm bảo: khả năng thanh toán của doanh nghiệp được cải thiện dần qua các năm và tính đến 2014, các hệ số khả năng thanh toán đều được đảm bảo ở mức an toàn là lớn hơn 1. Nguyên nhân chủ yếu là doanh nghiệp chủ động hơn trong quản lý dòng tiền, giảm nợ vay ngắn hạn.

Năng lực hoạt động chưa cải thiện: do nguyên vật liệu của doanh nghiệp chủ yếu là nhập khẩu nên doanh nghiệp có số ngày tồn kho tương đối cao, lên tới 3 tháng. Hơn nữa, số ngày phải thu khách hàng dài hơn số ngày phải trả sẽ khiến cho dòng tiền của doanh nghiệp bị ứ đọng.

Khả năng sinh lời cao: với ưu thế là nhà sản xuất lớn, đứng đầu thị trường nên biên lợi nhuận của doanh nghiệp thường cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành. Hơn nữa, biên lợi nhuận của doanh nghiệp được cải thiện qua các năm trong giai đoạn 2012-2014 chủ yếu nhờ nhóm sản phẩm chủ lực xút-clor.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

Khả năng kiểm soát biến động giá đầu vào thấp: hầu hết nguồn nguyên vật liệu đầu vào của doanh nghiệp đều phải nhập khẩu, đặc biệt muối và lưu huỳnh- nguyên liệu chính chiếm đến 16-17% chi phí sản xuất của doanh nghiệp phải nhập khẩu toàn bộ. Do vậy, giá nguyên vật liệu của doanh nghiệp phụ thuộc vào giá thế giới và khó dự báo. Hơn nữa, do hệ thống kho chứa nhỏ nên việc tích trữ nguyên vật liệu của doanh nghiệp còn hạn chế. Ngoài ra, điện cũng chiếm đến 17% trong giá thành sản xuất của doanh nghiệp nên việc tăng giá điện sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Chúng tôi đánh giá rủi ro biến động giá nguyên, nhiên liệu đầu vào hiện là rủi ro lớn nhất của doanh nghiệp.

Kế hoạch di dời nhà máy chưa rõ ràng: hiện 3 nhà máy của doanh nghiệp đều nằm trong Khu công nghiệp Biên Hòa 1-tỉnh Đồng Nai. Theo Thông báo số 766/TB-UBND Tỉnh Đồng Nai, Tỉnh đề nghị di dời các nhà máy hiện hữu trong Khu công nghiệp Biên Hòa 1 đến những vị trí khác trước năm 2020. Tuy nhiên, hiện nay việc này mới là chủ trương và chưa có phương án cụ thể. Do vậy doanh nghiệp không thể nâng công suất các nhà máy hiện tại cũng như kế hoạch đầu tư xây dựng nhà máy mới của doanh nghiệp còn phụ thuộc nhiều vào việc triển khai thực hiện chủ trương này. Chúng tôi nhận định, năng lực sản xuất của doanh nghiệp khó tăng mạnh trong 5 năm tới do rủi ro này.

Ảnh hưởng bởi biểu thuế xuất nhập khẩu: mặc dù chiếm thị phần lớn nhưng các sản phẩm của doanh nghiệp phải cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm nhập khẩu, đặc biệt là từ Trung Quốc. Do vậy, việc thay đổi biểu thuế xuất nhập khẩu hóa chất của Việt Nam cũng như Trung Quốc sẽ ảnh hưởng đến tính cạnh tranh của các sản phẩm của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này không trọng yếu tại thời điểm hiện tại do chính sách bảo hộ các doanh nghiệp sản xuất trong nước của chính phủ Việt Nam.

Ảnh hưởng bởi biến động tỷ giá: trong khi nguồn nguyên, vật liệu được nhập khẩu thì thành phẩm chủ yếu tiêu thụ trong nước nên biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Tuy nhiên, do đa số các giao dịch được thanh toán bằng USD trong khi Việt Nam duy trì chính sách neo tỷ giá có điều chỉnh nên chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá hiện không phải là rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi tiến hành dự báo doanh thu hợp nhất của CSV dựa trên việc dự báo doanh thu các mảng sản phẩm chính theo các giả định sau:

DOANH THU	
Tên sản phẩm	Giả định
NaOH	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng sản xuất ổn định với 32,000 tấn/năm do nhà máy đã hoạt động hết công suất Sản lượng tiêu thụ thương mại chiếm khoảng 75-78% sản lượng sản xuất Giá bán xút tương đối ổn định, dao động xung quanh mức 3.5 triệu đồng/tấn
HCl	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng sản xuất ổn định ở mức 73,000 tấn/năm do phụ thuộc vào sản lượng sản xuất NaOH Sản lượng tiêu thụ thương mại chiếm khoảng 73-75% sản lượng sản xuất Giá bán tăng nhẹ trung bình 7%/năm
Cl₂	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng sản xuất và tiêu thụ thương mại ổn định ở mức hơn 4,500 tấn/năm Giá bán ổn định xung quanh mức 12.5 triệu đồng/tấn
H₂SO₄	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng sản xuất và tiêu thụ tăng bình quân khoảng 2%/năm chủ yếu do nhu cầu của các khách hàng truyền thống gia tăng. Giá bán giảm nhẹ bình quân 4%/năm
Na₂SiO₃	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng sản xuất và tiêu thụ thương mại ổn định ở mức 30,000 tấn/năm do nhà máy đã hoạt động hết công suất Giá bán tiếp tục đà giảm với mức giảm bình quân 2%/năm do nhu cầu tiêu thụ suy yếu.
Các sản phẩm hóa chất khác	<ul style="list-style-type: none"> Dự báo dựa trên tỷ trọng cơ cấu doanh thu với các sản phẩm hóa chất chính
CTCP Phốt Pho Việt Nam	<ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ tăng nhẹ 3%/năm do nguồn cung trong nước vẫn chưa đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ Giá bán giảm nhẹ 1%/năm do áp lực cạnh tranh gia tăng
CHI PHÍ	
Tên chi phí	Giả định
Muối	<ul style="list-style-type: none"> Giá muối tiếp tục giảm nhẹ 3%/năm do nhu cầu tiêu thụ suy giảm ở các thị trường chính, đặc biệt là Trung Quốc
Lưu huỳnh	<ul style="list-style-type: none"> Giá lưu huỳnh ổn định ở mức 150 USD/tấn trong 2H2015 và giảm nhẹ 5%/năm trong giai đoạn 2016-2019 nhờ việc nguồn cung từ các nhà máy lọc hóa dầu tăng lên
Apatit	<ul style="list-style-type: none"> Giá Apatit tiếp tục tăng nhẹ 1%/năm do chi phí khai thác và nhu cầu tiêu thụ tăng lên
Điện	<ul style="list-style-type: none"> Giá điện sẽ tăng trung bình khoảng 3%/năm do các chi phí sản xuất như than, khí, dầu thô được dự báo tăng giá trong khi nguồn cung thủy điện hạn chế.
Khấu hao	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí khấu hao sẽ ổn định trong giai đoạn 2015-2016 và giảm mạnh từ năm 2017 do các máy móc thiết bị được khấu hao hết
Lãi vay	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí lãi vay sau khi giảm nhẹ vào năm 2015 sẽ tăng trở lại do lãi suất được dự báo tăng lên
SG&A	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được dự báo dựa trên tỷ trọng trong doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ
Thuế thu nhập doanh nghiệp	<ul style="list-style-type: none"> Thuế suất thuế TNDN ở mức 22% vào năm 2015 và ở mức 20% từ năm 2016

Tổng hợp kết quả dự báo: căn cứ vào những giả định ở trên, BSC dự báo năm 2015, CSV sẽ đạt 1593 tỷ đồng doanh thu thuần và 197 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với EPS 2015 đạt 3,650 đồng/cổ phiếu. Trong khi doanh thu tương đối ổn định, chỉ tăng nhẹ khoảng 1%/năm thì chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của CSV sẽ tăng bình quân 9%/năm trong giai đoạn 2015-2019 nhờ việc tiết giảm các chi phí và giá nguyên vật liệu đầu vào suy giảm.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Lãi suất phi rủi ro Rf	5.85%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta 1 năm	0.9
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	16.43%
Chi phí sử dụng vốn vay	8%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	15.07%
Tăng trưởng dài hạn sau 2019 (g)	0.5%
Giá một cổ phần (đồng/cp)	28.841

Để định giá cổ phiếu CSV, chúng tôi sử dụng 2 phương pháp định giá gồm (A) Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF và (B) Phương pháp định giá so sánh P/E.

A. Phương pháp định giá FCFF

Chúng tôi tiến hành định giá theo phương pháp FCFF dựa trên một số giả định sau:

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 16.43%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta của cổ phiếu CSV là 0.9; **(2)** Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2015-2019 của VNindex là 11.75%; **(3)** Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 5.85%.
- Chi phí vốn vay trung bình là 8%
- Thuế suất thuế TNDN là 22% vào năm 2015 và 20% từ năm 2016
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 16/84 cho giai đoạn 2015-2019.

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1 từ năm 2015-2019:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh về lợi nhuận của doanh nghiệp do tiết giảm các chi phí đầu vào trong khi doanh thu tương đối ổn định
- Giai đoạn 2 (sau năm 2019):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 0.5%.

B. Phương pháp định giá P/E

P/E trung bình ngành hóa chất của Việt Nam: 6.71

EPS FW 2015 của CSV: 3,650 đồng/cổ phiếu

Giá hợp lý trên một cổ phần: $6.71 \times 3,650 = 24,491$ đồng/cổ phiếu

Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Kết quả	Tỷ trọng
FCFF	28,841	50%
P/E	24,491	50%
Tổng hợp	26,666	

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA CỔ PHIẾU CSV** với giá mục tiêu 12 tháng là **26,666 đồng/cổ phiếu**, cao hơn 19.58% so với giá thị trường ngày 31.07.2015. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tốt trong thời gian tới nhờ việc tiết giảm được các chi phí đầu vào đặc biệt là chi phí muối và chi phí khấu hao.

PHỤ LỤC 01: Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		13.57%	14.07%	14.57%	15.07%	15.57%	16.07%	16.57%
Giá cổ phần	-2.0%	40,654	36,285	35,790	29,928	25,691	41,230	61,435
	-1.5%	27,696	26,694	25,756	24,874	20,806	44,710	63,914
	-1.0%	15,237	16,370	17,763	19,465	18,637	46,529	66,576
	-0.5%	29,953	28,805	27,733	26,731	22,317	48,484	69,443
	0.0%	31,205	29,972	28,823	27,751	23,146	50,592	72,539
	0.5%	32,553	31,224	29,990	28,841	24,029	52,872	75,893
	1.0%	34,007	32,571	31,242	30,008	24,972	55,346	79,539
	1.5%	35,580	34,025	32,590	31,260	30,026	28,877	27,805
	2.0%	37,288	35,599	34,044	32,608	31,279	30,044	28,895
	2.5%	39,150	37,307	35,617	34,062	32,626	26,964	22,123
3.0%	36,265	39,168	37,325	35,635	29,489	24,231	19,769	

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 02: Bảng dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2019

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	861	1,015	1,235	1,306	1,522
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	207	89	59	57	58
Tổng tài sản(tỷ đ)	1,068	1,104	1,294	1,364	1,580
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	353	318	367	305	396
Nợ dài hạn (tỷ đ)	3	3	3	3	3
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	670	740	881	1,011	1,136
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	15,166	16,745	19,934	22,871	25,701

Báo cáo KQKD	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1,593	1,610	1,634	1,653	1,673
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	416	427	537	549	555
Doanh thu tài chính	7	7	7	7	7
Chi phí tài chính (tỷ đ)	12	13	14	15	16
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	197	204	284	284	279
ROE	31.49%	28.88%	34.98%	30.04%	25.96%
EPS (đồng/cp)	3,650	3,787	5,420	5,440	5,338

Nguồn: BSC dự báo

Phục lục 03: Các doanh nghiệp cùng ngành tham chiếu theo phương pháp P/E

Ticker	P/B	P/E	Revenue T12M	EPS T12M	Tot Assets LF
NET	1.98	7.55	803,279,519,744	3,919	330,232,004,608
ADP	1.93	6.27	426,532,896,768	3,587	167,484,686,336
DGC	1.77	9.04	2,083,417,375,092	3,533	1,528,266,620,928
CSV	1.69	6.84	1,553,474,912,256	3,258	977,286,987,776
LAS	1.42	5.51	4,566,966,403,072	5,174	2,609,056,055,296
NFC	1.38	8.28	598,733,307,904	3,078	284,134,277,120
DPM	1.30	10.02	9,370,486,046,720	3,143	10,572,349,308,928
DCM	1.23	8.34	6,044,143,583,232	1,547	16,543,605,850,112
CPC	1.15	8.97	194,483,132,416	2,398	107,257,815,040
HPP	1.12	6.11	393,450,487,808	4,013	371,969,720,320
PSW	1.07	7.20	2,548,198,014,976	1,876	268,734,726,144
SFG	1.05	6.13	2,237,982,310,400	2,317	1,578,518,446,080
PCE	1.02	3.88	2,348,012,273,664	4,020	267,366,350,848
HDA	1.00	6.05	125,225,451,520	2,364	153,349,718,016
HVT	0.97	5.65	409,399,894,016	2,955	380,517,220,352
PSE	0.97	5.33	2,821,395,578,880	2,366	272,171,368,448
SPC	0.96	6.85	880,369,336,320	2,045	493,701,824,512
QBS	0.86	4.03	2,655,043,452,928	2,777	1,560,264,179,712
VFG	0.80	6.00	1,909,579,218,944	6,666	1,421,320,781,824
HAI	0.79	6.13	1,060,440,539,136	1,370	1,619,786,072,064
TB	1.22	6.71			

Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.