

Khuyến nghị: MUA

Vương Chí Tâm (PTCB)

tamvc@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	36,583
Giá đóng cửa	29,850
Upside	22.6%

Lê Quốc Trung (PTKT)

trunglq@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	33,500
Giá cut loss	26,000

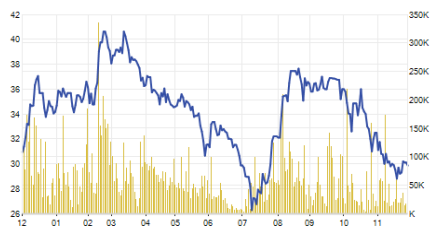
Dữ liệu thị trường

Số lượng cp	44.2
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,319
Giá cao nhất 52 tuần	46,400
KLGD T bình 10 ngày (cp)	24,632
Sở hữu NĐTNN	20.14%

Cổ đông lớn

Tập đoàn Hóa chất VN	65.00%
VIPH Ltd	7.20%
VN Investment Ltd	4.75%
VN Enterprise Investment	4.03%
CTCP HCCB Miền Nam	0.36%

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

CSV hiện đang trong giai đoạn di dời nhà máy nên không tăng công suất. Dự án đưa 2 bình điện phân thay thế được công ty dời sang Q2/2019

Các báo cáo khác

[\(link\)](#)

TĂNG CÔNG SUẤT

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu CSV với giá mục tiêu 36,583 VND/cp - Upside 22.6% so với giá đóng cửa ngày 30/11/2018 bằng phương pháp định giá P/E. Hiện nay, CSV được giao dịch với P/E = 5.14x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành hiện nay là 7.8x.

Dự báo KQKD 2019

BSC ước tính, trong năm 2018, CSV sẽ ghi nhận DTT và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 1,591 tỷ VND (+8.52% yoy) và 249 tỷ VND (+3.62% yoy), EPS 2018 đạt 5,069 VND/cp (trừ 10% quỹ KTPL). Trong năm 2019, DTT = 1,711 tỷ VND (+7.54% yoy) và LNST công ty mẹ = 257 tỷ VND (+3.42% yoy), EPS 2019 đạt 5,242 VND/cp. Dự báo trong năm 2019 dựa trên giả định giá bán các sản phẩm không đổi, giá NVL: NaOH +5% yoy, lưu huỳnh và muối +10% yoy, giá điện +3% yoy. Bình điện phân mới được đưa vào từ quý 2/2019 giúp cho sản lượng NaOH đạt 37,000 tấn.

Catalyst

- (1) Nhu cầu hóa chất cao trong tương lai là động lực phát triển của CSV sau khi di dời nhà máy.
- (2) Vinachem thoái vốn tại CSV từ 65% xuống 51% trong năm 2019.

Rủi ro đầu tư

- (1) Biến động giá nguyên liệu.
- (2) Rủi ro tiền độ đưa bình điện phân vào hoạt động và di dời nhà máy.

Cập nhật KQKD

KQKD 3Q2018. Trong quý 3/2018, CSV đã ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 392 tỷ VND (+0.02% yoy) và 63.5 tỷ VND (+0.35% yoy). **Sản lượng tiêu thụ năm 2018 ổn định.** Trong 9T2018, sản lượng xút tăng 24.44% yoy, HCL +13.2% yoy, Cl2 +12.58% yoy, Silicat ổn định +0.77% yoy, H2SO4 +19.69% yoy. Trong năm 2018, sản lượng tiêu thụ của CSV ổn định do không tăng công suất.

Giá bán sản phẩm tăng không đồng đều. Trong 9T2018, trung bình giá xút đạt 3 triệu VND/tấn (+34.6% yoy), HCl và Cl2 giảm lần lượt 23.76% và 8.84%, H2SO4 đạt mức 1.93 triệu VND (+18.1% yoy).

Giá NVL tiếp tục tăng mạnh. Giá muối +24% yoy do giá vận chuyển tăng, giá lưu huỳnh +36% yoy, giá photpho +8% yoy. Biên LNG = 27.53% so với mức cùng kỳ 28.33%.

Hoãn kế hoạch bán CTCP Photpho. Chúng tôi sẽ loại thu nhập khác từ bán CTCP Photpho khỏi dự báo trong năm 2018 và 2019.

KQKD 3Q2018 ổn định. Trong quý 3/2018, CSV đã ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 392 tỷ VND (+0.02% yoy) và 63.5 tỷ VND (+0.35% yoy). Lũy kế 9T2018, CSV đã đạt DTT và LNST lần lượt 1,167 tỷ VND (+9.4% yoy) và 190 tỷ VND (+6.6% yoy), hoàn thành 84% chỉ tiêu lợi nhuận năm 2018.

Sản lượng tiêu thụ năm 2018 ổn định. Trong 9T2018, sản lượng xút tăng 24.44% yoy, HCL +13.2% yoy, Cl₂ +12.58% yoy, Silicat ổn định +0.77% yoy, H₂SO₄ +19.69% yoy. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý CSV hiện đã hoạt động hết công suất nhà máy nên trong năm 2018 sẽ không có động lực tăng trưởng đến từ sản lượng. Trong năm 2019, khi bình điện phân mới được đưa vào hoạt động sẽ giúp tăng công suất nhà máy CSV lên 39,000 tấn/năm. Chúng tôi ước tính, DT của CSV sẽ tăng khoảng 30 tỷ VND từ việc tăng công suất. (Giả định nhà máy đưa vào từ quý 3/2019, sản lượng 2019 đạt 37,000 tấn). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý việc đưa bình điện phân vào cũng sẽ làm tăng chi phí khấu hao mỗi năm khoảng 25 – 30 tỷ VND.

Giá bán sản phẩm tăng, tuy nhiên có sự không đồng đều giữa các sản phẩm hóa chất từ điện phân. Trong 9T2018, trung bình giá xút đạt 3 triệu VND/tấn (+34.6% yoy) trong khi đó giá HCL và Cl₂ giảm lần lượt 23.76% và 8.84%. Theo nhận định của BSC, hiện nay nhu cầu xút cao trong khi nhu cầu về HCL và Cl₂ không tăng trưởng nhiều dẫn đến việc tăng trưởng không đồng đều về giá bán các sản phẩm từ điện phân. Giá bán Silicat đạt mức 2.23 triệu VND (+13.07% yoy), giá bán H₂SO₄ đạt mức 1.93 triệu VND (+18.1% yoy).

Giá NVL tiếp tục tăng mạnh. Giá muối +24% yoy (giá vận chuyển tăng, giá lưu huỳnh +36% yoy, giá photpho +8% yoy. Biên LNG = 27.53% (cùng kỳ 28.33%). Trong thời gian tới, khi giá dầu đang giảm sẽ giúp tiết kiệm được chi phí vận chuyển làm giảm giá vốn của CSV.

Di dời và tăng công suất nhà máy nhà máy NaOH đến năm 2021 (1,200 tỷ VND), nhà máy khác đến năm 2024 (khoảng 1,500 tỷ VND). Theo đánh giá, nhà máy NaOH đầu tư 1,200 tỷ chủ yếu là máy móc (khoảng 800 – 900 tỷ VND) sẽ tăng tổng công suất lên khoảng 50,000 tấn NaOH (+35% yoy), tuy nhiên cũng sẽ làm tăng khoảng 160 tỷ VND/năm chi phí khấu hao bắt đầu từ 2021 sẽ có làm ảnh hưởng đến biên LNG của DN.

Hoãn kế hoạch bán CTCP Photpho do công ty photpho chưa đủ điều kiện là công ty đại chúng để bán đấu giá. Chúng tôi sẽ loại thu nhập khác từ bán CTCP Photpho khỏi dự báo trong năm 2018 và 2019.

Dự báo 2019. BSC ước tính, CSV sẽ ghi nhận DTT và LNST công ty mẹ lần lượt đạt 1,591 tỷ VND (+8.52% yoy) và 249 tỷ VND (+3.62% yoy), tương đương với EPS 2018 đạt 5,069 VND/cp (trừ 10% quỹ KTPL). Trong năm 2019, DTT = 1,711 tỷ VND (+7.54% yoy) và LNST công ty mẹ = 257 tỷ VND (+3.42% yoy), tương đương EPS 2019 đạt 5,242 VND/cp. Dự báo trong năm 2019 dựa trên giả định giá bán các sản phẩm không đổi, giá NVL: NaOH +5% yoy, lưu huỳnh và muối +10% yoy, giá điện +3% yoy. Bình điện phân mới được đưa vào từ quý 2/2019 giúp cho sản lượng NaOH đạt 37,000 tấn. Hiện nay, CSV đang được giao dịch ở mức P/E = 5.2x và P/B = 1.58x.

CSV - CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM

Phân tích tài chính

19/12/2018

BSC

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018
Doanh thu thuần	392	399	355	420	392
LN gộp	110	113	98	112	111
DT tài chính	6	7	7	7	7
CP tài chính	(1)	(1)	(1)	(2)	(2)
Lãi vay	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)
CP bán hàng	(17)	(19)	(19)	(19)	(17)
CP QLDN	(17)	(14)	(16)	(11)	(19)
Lãi/lỗ HĐKD	80	85	70	88	80
TNhap khác (ròng)	(1)	(0)	1	(0)	(1)
LN trước thuế	79	85	71	88	80
LN sau thuế	63	68	57	70	64
LN CĐ thiếu số	1	(1)	0	2	0
LN Cty mẹ	62	69	56	68	64
EPS					
TS ngắn hạn	922	985	1,033	940	913
Tiền và ĐT ngắn hạn	545	585	601	490	471
Phải thu ngắn hạn	205	196	190	204	193
Tồn kho	164	194	229	207	218
TS ngắn hạn khác	8	10	14	38	31
TS dài hạn	103	103	93	167	242
Phải thu dài hạn	18	18	18	2	2
TSCĐ	80	74	68	64	60
TS dở dang dài hạn	1	6	3	7	88
TS dài hạn khác	4	4	5	95	92
Tổng TS	1,025	1,087	1,127	1,107	1,154
Nợ phải trả	247	284	262	283	311
Nợ ngắn hạn	240	278	256	279	268
Vay ngắn hạn	53	119	112	127	75
Nợ dài hạn	7	6	6	5	44
Vay dài hạn	7	6	6	5	44
Vốn chủ sở hữu	778	804	864	824	843
Vốn góp	442	442	442	442	442
LN chưa phân phối	171	210	275	157	176
Tổng nguồn vốn	1,025	1,087	1,127	1,107	1,154
% yoy DT	6%	18%	14%	16%	0%
Biên LN gộp	28.0%	28.2%	27.7%	26.7%	28.2%
Lãi vay/DTT	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
CP bán hàng/DTT	4.5%	4.8%	5.2%	4.5%	4.3%
CP QLDN/DTT	4.4%	3.5%	4.5%	2.7%	4.8%
Biên LN thuần	16.2%	17.0%	15.9%	16.7%	16.2%

Doanh thu 9T2018 tăng trưởng 9.4% yoy do sản lượng tiêu thụ và giá sản phẩm tăng. So với cùng kỳ 9T2017, sản lượng xút +24.44%, HCl +13.2%, Silicat +0.77%, H2SO4 +19.69%. Về giá bán, trung bình giá bán của xút +34.6%, HCl -23.76%, Cl2 -8.84%, Silicat +13.07%, H2SO4 +18.1%.

LN gộp +6.3% yoy, thấp hơn mức tăng của doanh thu do giá bán tăng chậm hơn tốc độ tăng của giá NVL. Trong 9T2018, giá muối tăng 24%, giá lưu huỳnh tăng 36%, phốt pho tăng 8%. Điều này làm biên LNG trong 9T2018 của CSV giảm nhẹ xuống mức 27.53% (28.5% cùng kỳ).

Tiền và tương đương tiền của DN lớn, dùng để tài trợ cho mở rộng nhà máy và chi tiền bình điện phân (còn khoảng 70-80 tỷ chưa thanh toán). HTK +32.9% yoy do giá NVL tăng.

TSCĐ đã khấu hao gần hết, tuy nhiên sẽ tăng trong năm 2019 do đưa bình điện phân mới vào hoạt động. Dự kiến chi phí khấu hao khấu hao khoảng 30 tỷ VND/năm.

Vay ngắn hạn +11.7% yoy để tài trợ cho NVL. Vay dài hạn tăng để tài trợ cho bình điện phân.

CSV - CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM

Phân tích tài chính

03/12/2018

BSC

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Q3 2017 Q4 2017 Q1 2018 Q2 2018 Q3 2018

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	3.84	3.55	4.03	3.37	3.41
Hsố TT nhanh	3.12	2.81	3.09	2.49	2.48

Thanh khoản dồi dào.

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.90	0.91	0.92	0.85	0.79
TSDH/ TTS	0.10	0.09	0.08	0.15	0.21
Hsố Nợ/ TTS	0.24	0.26	0.23	0.26	0.27
Hsố Nợ/ VCSH	0.32	0.35	0.30	0.34	0.37
Nợ ngắn hạn / TTS	0.23	0.26	0.23	0.25	0.23
Nợ DH / TTS	0.01	0.01	0.01	0.00	0.04

Cơ cấu tài sản: TSNH giảm xuống mức 79%, TSDH tăng lên 21% do một phần tiền đã được chuyển cho bình điện phân làm tăng TSDD.

Nợ ngắn hạn ổn định mức 23%/TTS, nợ DH đang có xu hướng tăng.

3. Năng lực hoạt động

Vquay hàng tồn kho	5.4	5.6	5.2	6.1	5.5
Vquay phải thu	8.0	7.9	8.9	8.8	9.0
Vquay phải trả	22.4	22.1	18.9	32.7	29.5
Số ngày HTK	67.0	65.7	69.9	59.8	66.4
Số ngày phải thu	45.4	46.0	41.2	41.4	40.7
Số ngày phải trả	16.3	16.5	19.4	11.2	12.4
CCC	96.1	95.2	91.8	90.0	94.8

Số ngày phải thu giảm, số ngày phải trả giảm, CCC được cải thiện so với cùng kỳ.

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	16.2%	17.0%	15.9%	16.7%	16.2%
LNST/VCSH (%)	30.0%	32.6%	30.6%	33.5%	31.8%
LNST/TTS	21.8%	23.4%	23.5%	24.2%	23.0%
LN từ HĐKD/DTT	20.4%	21.4%	19.7%	20.9%	20.5%

Khả năng sinh lời cao, ổn định qua từng kỳ.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

TTS/VCSH	1.41	1.39	1.32	1.37	1.34
DT/TTS	1.38	1.39	1.42	1.47	1.40
EBIT/DT	0.20	0.21	0.21	0.21	0.21
EBT/EBIT	0.98	0.99	0.99	0.99	0.98
lãi ròng/LNTT	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80

6. Định giá

PE	7.9	7.5	5.4	6.5	5.1
PB	2.3	2.1	1.6	2.1	1.6
EPS	4,871	5,435	5,547	5,778	5,810
BVPS	16,891	17,962	19,076	18,111	18,550

Chỉ số định giá hấp dẫn, P/E thấp hơn trung bình ngành hóa chất hiện tại 7.8x

7. Tăng trưởng (%)

TTS	-3%	8%	11%	11%	13%
Nợ	11.4%	13.8%	13.6%	15.3%	8.4%
DTT	6.0%	18.4%	13.7%	15.7%	0.0%
LN gộp	13.2%	23.7%	3.9%	14.5%	1.0%
LNST	167.6%	58.7%	5.4%	14.1%	0.4%

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Đi ngang
- Chỉ báo xu hướng MACD: Phân kỳ âm, đường MACD cắt lên đường tín hiệu
- Chỉ báo RSI: Ở vùng trung lập, tiếp cận kênh Bollinger trên
- Đường MA: Đường MA 20 cắt xuống đường MA 50 và đều nằm dưới đường MA 200.

Nhận định: Cổ phiếu CSV đang trong xu hướng hình thành mô hình 2 đáy. Thanh khoản cổ phiếu đang nằm trong xu hướng giảm và ở dưới mức trung bình báo hiệu lực tăng đang suy yếu. Đường MACD báo hiệu xu hướng hồi phục ngắn hạn nhưng với mức thanh khoản đang suy giảm cổ phiếu có thể sẽ điều chỉnh về ngưỡng đáy trước khi tạo thành xu hướng hồi phục mạnh. Chỉ số RSI cũng đã chạm kênh Bollinger trên sau đà hồi phục từ ngưỡng đáy 27.8. Xu hướng 3 đường MA tiếp tục nằm trong xu hướng giảm điểm.

Khuyến nghị: Các nhà đầu tư có thể mua khi cổ phiếu quay trở lại vùng giá hỗ trợ 27.8, cắt lỗ ở nếu cổ phiếu tụt khỏi ngưỡng hỗ trợ 26 và chốt lãi tại vùng giá 33.5. Nếu thanh khoản tăng mạnh trở lại quanh vùng giá 30, nhà đầu tư mạo hiểm có thể chốt lại tại vùng giá 36.

Đồ thị kỹ thuật



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 về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của 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 này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những 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 quan 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. 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.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

