

Chuyên viên phân tích

Vũ Nhật Ánh

anh.vn@shs.com.vn

Khuyến nghị:

Năm giữ

Giá hiện tại (14/05/2025): 35.150 VND

Giá mục tiêu: **38.100 VND**

% tăng/giảm giá: 8,4%

Thông số cơ bản:

Vốn hóa (tỷ VND):	3.900,6
Số lượng CP lưu hành:	110,499,910
KLCP đang niêm yết:	110,499,910
KLGD trung bình 10 phiên (CP):	1,425,380
Giá thấp 52w:	47.500
Giá cao 52W:	16.840
Sở hữu nhà nước:	65%
Sở hữu NĐT nước ngoài:	3,85%
Free-float:	34,98%

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, FiinProX

	2022	2023	2024
Tổng tài sản	1,718	1,722	1,859
Vốn chủ	1,350	1,390	1,494
Doanh thu	2,104	1,588	1,856
Lãi sau thuế	408	231	258
ROE	33.0%	16.8%	17.9%
ROA	25.7%	13.4%	14.4%
EPS (VND)	8,019	4,732	2,160
BVPS (VND)	27,519	30,826	35,172

KỶ VỌNG NHU CẦU THỊ TRƯỜNG HÓA CHẤT DẦN HỒI PHỤC TRỞ LẠI, ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN TỪ DỰ ÁN KHU CÔNG NGHIỆP NHƠN TRẠCH 6

Sau khi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu CSV của CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), SHS đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu CSV, với mức giá mục tiêu là 38.100 VND/cổ phiếu, cao hơn 8,4% so với mức giá đóng cửa ngày 14/05/2025:

- Mảng Xút - Clo - sản phẩm chính của CSV còn nhiều dư địa phát triển do thị trường trong nước cung không đủ cầu.
- Giá Xút và các sản phẩm gốc Clo sẽ tiếp tục neo ở mức cao dựa trên xu hướng hồi phục của các ngành công nghiệp hạ nguồn: sản xuất giấy, dệt nhuộm và hóa chất.
- Giá muối công nghiệp đầu vào giảm nhẹ (-2% YoY) do sản lượng muối Ấn Độ - nguồn nhập khẩu muối chính của CSV tăng mạnh.
- Dự án di dời nhà máy sang KCN Nhơn Trạch 6 giúp CSV nâng cao năng lực sản xuất, tạo cơ hội phát triển nhiều sản phẩm hóa chất mới. Bên cạnh đó, nhờ vị trí địa lý và hạ tầng giao thông thuận tiện giúp CSV tiết kiệm chi phí logistics và nhập khẩu nguyên vật liệu dễ dàng hơn.
- Trong Q1/2025, CSV ghi nhận doanh thu thuần tăng mạnh, đạt 482,47 tỷ VND (+37,4% YoY, đạt 27,7% kế hoạch năm), nguyên nhân chủ yếu do sản lượng tiêu thụ các sản phẩm hóa chất được cải thiện.
- Doanh thu dự phóng năm 2025 đạt 1.894 tỷ VND (+2% YoY), lợi nhuận sau thuế 254,8 tỷ VND (-1,4% YoY), EPS đạt 2.122 VND/CP tương ứng P/E forward là 17,9x.

RỦI RO

- Rủi ro hệ thống: (1) Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào: (i) Giá muối công nghiệp và (ii) giá điện; (2) Rủi ro biến động giá sản phẩm đầu ra, (3) Rủi ro tỷ giá.
- Rủi ro hoạt động: (1) Rủi ro về đối thủ cạnh tranh, (2) Rủi ro về pháp luật, (3) Rủi ro về môi trường, (4) Một số rủi ro khác.

1. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1.1. Lịch sử hình thành và phát triển

KHỞI ĐẦU

- Thành lập ngày **21/07/1976** theo QĐ 240/HC của Tổng cục Hóa chất.
- Gồm 4 đơn vị trực thuộc: Nhà máy Hóa chất Biên Hòa (VICACO), Nhà máy Hóa chất Tân Bình (COPHATA), Nhà máy Hóa chất Đồng Nai và Nhà máy Hóa chất Thủ Đức.



1986 - 2003

HOÀN THIỆN

- Thành lập thêm: Nhà máy Phốt pho Việt Nam (2004) và Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2 (2009).
- Ngày 28/7/2013, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam ký quyết định số 248/QĐ-HCVN phê duyệt phương án **chuyển đổi mô hình sang Công ty Cổ phần**.
- Ngày 12/12/2013, **Đại hội đồng cổ đông** thành lập CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam được tiến hành.



2014 - nay

1978 - 1985



Ngày 24/9/2003, Sở Kế hoạch và Đầu tư **cấp giấy chứng nhận kinh doanh lần đầu tiên** cho Công ty với tên gọi chính thức là Công ty TNHH MTV Hóa chất Cơ bản Miền Nam.

CHUYỂN MÌNH

1978 - 1985



- 02/01/2014: Chính thức hoạt động dưới tên gọi **CTCP Hóa chất Cơ bản Miền Nam** với vốn điều lệ 442 tỷ VND.
- Năm 2015: Cổ phiếu CSV **chính thức được giao dịch** trên HOSE.
- Năm 2023: CSV nghiên cứu và cho ra đời nhiều sản phẩm mới: PAC 31% HB (Al₂O₃+Fe); Bột làm giấy; xử lý nước thải...

ĐỔI MỚI VÀ PHÁT TRIỂN

Nguồn: Báo cáo thường niên, SHS Research

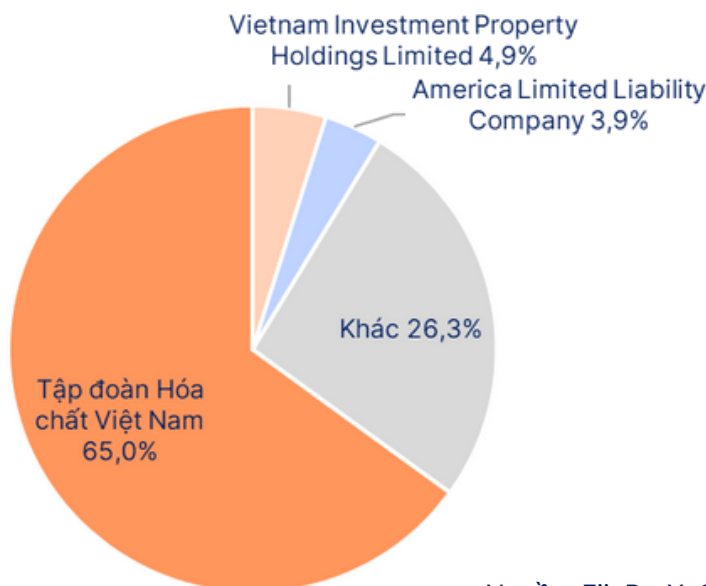
1.2. Lĩnh vực kinh doanh

- **Ngành nghề kinh doanh**
 - Sản xuất các sản phẩm hóa chất: NaOH, HCl, Clo lỏng, H₂SO₄, Phèn, Phốt pho vàng, PAC, Silicate..
 - Khai thác và chế biến khoáng sản bauxite.
 - Sản xuất máy móc chuyên dụng, Bán buôn máy móc, thiết bị và phụ tùng máy khác.
 - Chế biến các sản phẩm muối ăn dùng trong thực phẩm.
- **Chiến lược phát triển:** Giữ ổn định sản xuất đối với các dây chuyền sản xuất hiện hữu, tập trung mọi nguồn lực cho dự án di dời 3 Nhà máy tại KCN Biên Hòa 1 về KCN Nhơn Trạch 6, tỉnh Đồng Nai đồng thời kết hợp nâng công suất sản phẩm đáp ứng nhu cầu thị trường.

1.3. Cơ cấu sở hữu

Về cơ cấu cổ đông, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) chiếm tới 65% tỷ lệ sở hữu và nắm mọi quyền chi phối tại CSV.

Ngoài ra còn có một số quỹ: quỹ nội Vietnam Investment Property Holdings Limited (4,9%), quỹ ngoại America Limited Liability Company (3,9%)...



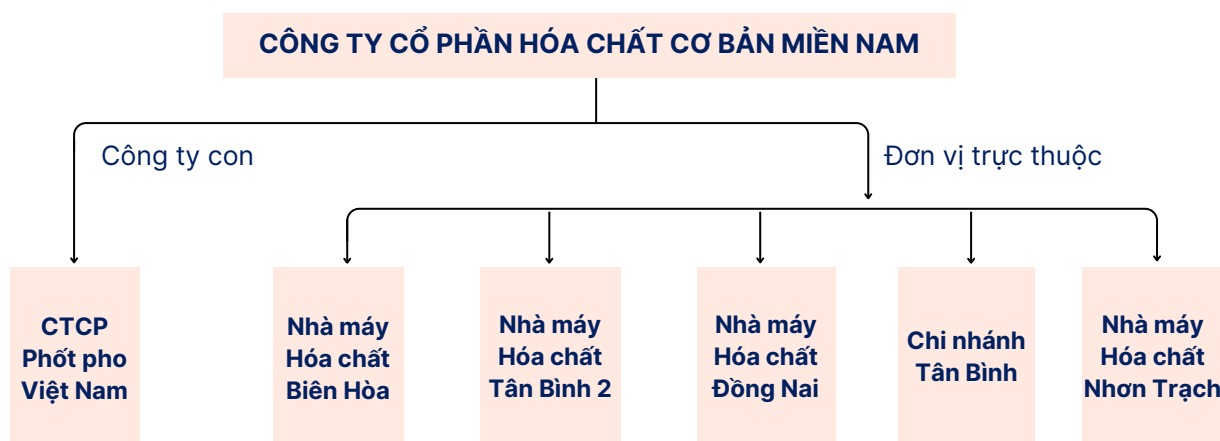
Nguồn: FiinProX, SHS Research

1.4. Cơ cấu tổ chức

CSV sở hữu một công ty con là **Công ty Cổ phần Phốt pho Việt Nam** (tỷ lệ sở hữu: 65%), chuyên sản xuất - kinh doanh các sản phẩm phốt pho và hợp chất liên quan.

CSV có **5 đơn vị trực thuộc**, gồm:

- **Nhà máy Hóa chất Biên Hòa:** Sản xuất Xút – Clo và các chế phẩm liên quan, sản phẩm của nhà máy cung ứng chủ yếu cho thị trường phía Nam.
- **Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2:** Sản xuất H₂SO₄ và phèn nhôm.
- **Nhà máy Hóa chất Đồng Nai:** Sản xuất H₃PO₄ kỹ thuật, H₃PO₄ thực phẩm và các sản phẩm gốc phốt phát.
- **Chi nhánh Tân Bình:** Kinh doanh các sản phẩm Al(OH)₃, H₂SO₄, Chloramine B.
- **Nhà máy Hóa chất Nhơn Trạch:** được thành lập tại KCN Nhơn Trạch 6 để phục vụ cho việc di dời toàn bộ dây chuyền sản xuất của 3 nhà máy trên về Nhà máy Hóa chất Nhơn Trạch.



Nguồn: Báo cáo thường niên, SHS Research

2. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị sản xuất kinh doanh của CSV



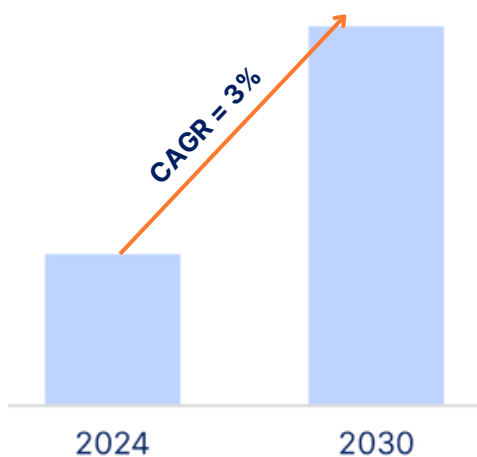
Nguồn: SHS Research

Hoạt động kinh doanh của CSV tập trung vào 3 mảng chính là: **(i) Xút - Clo, (ii) Phốt pho và (iii) Lưu huỳnh**. Trong đó mảng Xút - Clo là mảng đem lại doanh thu - lợi nhuận chủ yếu cho CSV.

(i) Mảng Xút - Clo: còn nhiều dư địa phát triển do thị trường trong nước cung không đủ cầu.

• Thị trường Xút Việt Nam

Tăng trưởng nhu cầu Xút Việt Nam giai đoạn 2025-2030



Nguồn: SHS Research

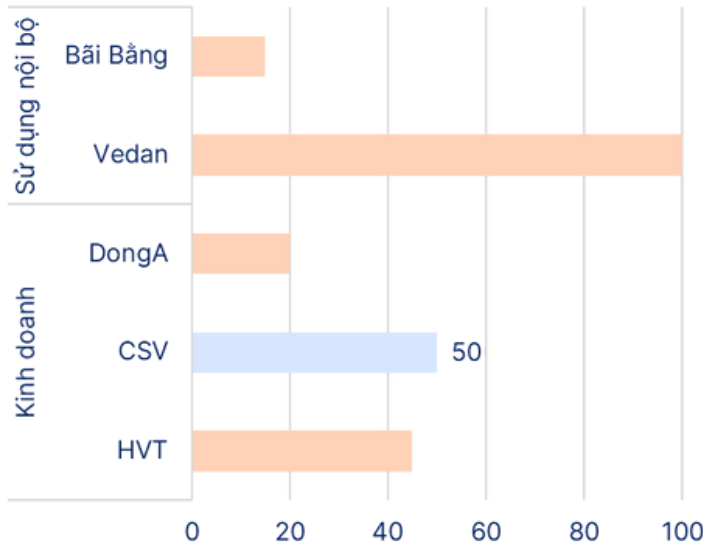
Xút là hóa chất cơ bản thiết yếu, đóng vai trò vô cùng quan trọng trong nền kinh tế, cung cấp nguyên liệu cho nhiều ngành công nghiệp khác như Công nghiệp giấy và bột giấy, chế biến chế tạo (đặc biệt được sử dụng trong quá trình Bayer để chế biến Bauxit), sản xuất sản phẩm hóa chất, dệt nhuộm, chất tẩy rửa, nhôm và dược phẩm..

Thị trường Xút (NaOH) Việt Nam có quy mô lớn và xu hướng tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2020 – 2030. Năm 2020, nhu cầu tiêu thụ nội địa ước đạt khoảng 350.000 tấn (quy đổi 100% NaOH); đến năm 2024 – 2025, nhu cầu đã tăng lên 450.000 tấn/năm, CAGR ~ 5%. Ngoài ra, nhu cầu xút trong nước còn được dự báo tăng trưởng khoảng 12% trong giai đoạn 2025 - 2030 dựa trên mức tăng trưởng bình quân của chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP). Đặc biệt, nhu cầu tiêu thụ xút sẽ tiếp tục gia tăng khi hàng loạt dự án Boxit - Alumin được triển khai (từ năm 2028).

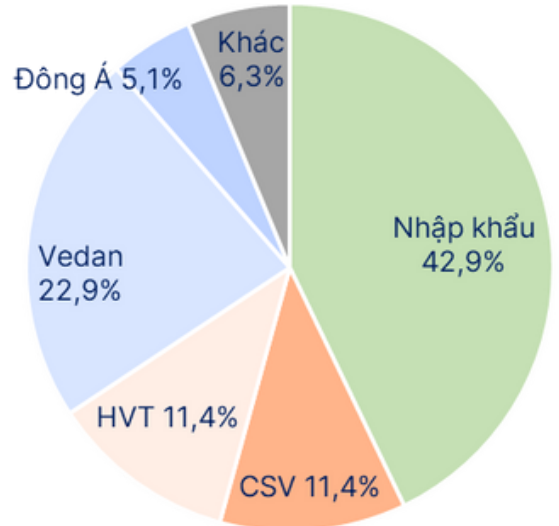
Thị trường Xút trong nước - cung không đủ cầu

Công suất sản xuất xút trong nước hiện nay đạt khoảng 230.000 tấn/năm, với 5 doanh nghiệp chủ lực: CTCP Hóa chất Việt Trì (HVT), CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam (CSV), CTCP hữu hạn Vedan Việt Nam, Nhà máy giấy Bãi Bằng, CTCP Đông Á. Tuy nhiên, lượng Xút sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng được 55% tổng nhu cầu nội địa. Do đó, hàng năm Việt Nam phải nhập khẩu hơn 100.000 tấn xút (chủ yếu từ Trung Quốc) để bù đắp lượng thiếu hụt.

CSTK các doanh nghiệp sản xuất Xút trong nước



Thị trường Xút Việt Nam

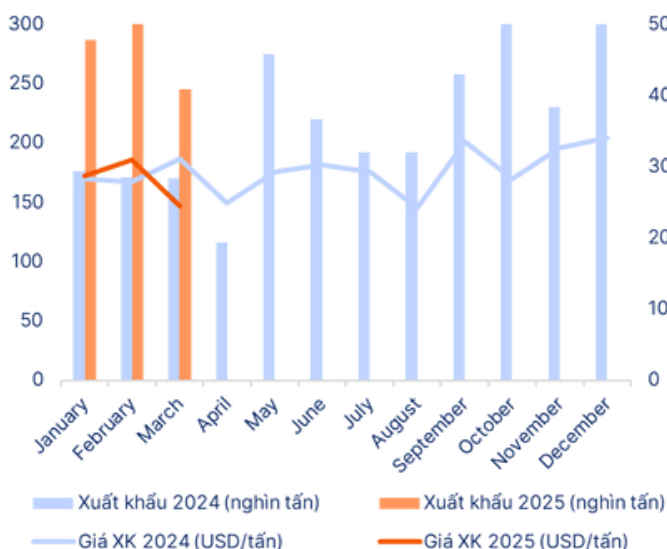


Nguồn: SHS Research

3 tháng đầu năm 2025, **Trung Quốc tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu Xút**, đặc biệt là xút lỏng. Cụ thể, xuất khẩu xút lỏng trong Q1/2024 đạt 842,1 nghìn tấn; tăng mạnh 62,9% YoY; giá xuất khẩu cũng được giữ ở mức nền khá cao theo quý trước đó, trung bình 325 USD/tấn (+12% YoY).

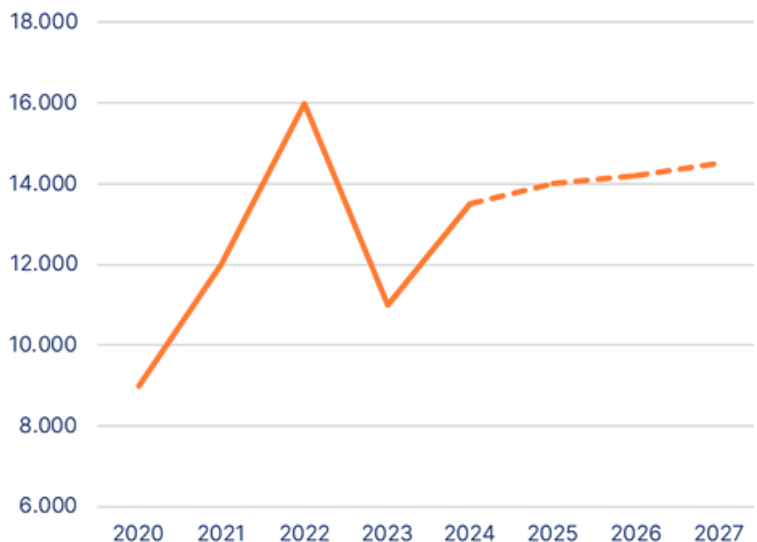
Nhu cầu Xút trong nước đang dần hồi phục và bước vào xu hướng tăng trở lại. Trong 4 tháng đầu năm, giá Xút lỏng đang được dao động trong khoảng 13.000 - 16.000 VND/kg (+3% YoY). **SHS dự báo giá Xút từ năm 2025 sẽ tiếp tục neo ở mức nền giá mới này (trên 13.000 VND/kg) dựa trên xu hướng hồi phục của các ngành công nghiệp hạ nguồn.**

Sản lượng (trái) và giá (phải) xuất khẩu Xút của Trung Quốc



Nguồn: J.P. Morgan, SHS Research

Giá Xút Việt Nam từ 2020 (VND/kg)

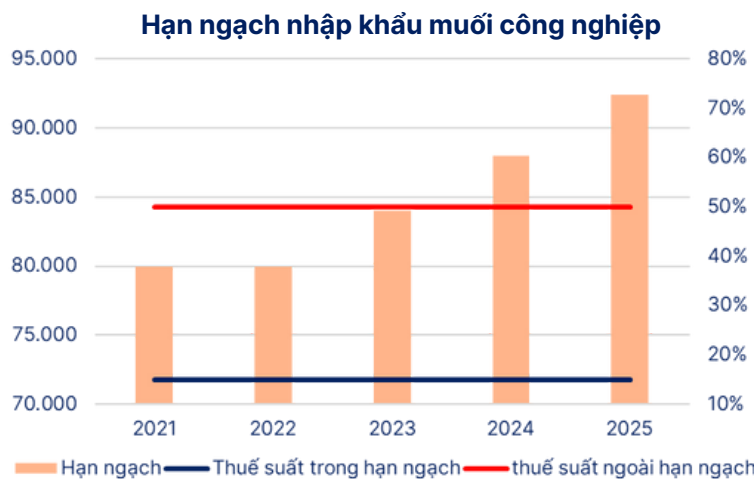


Nguồn: SHS Research

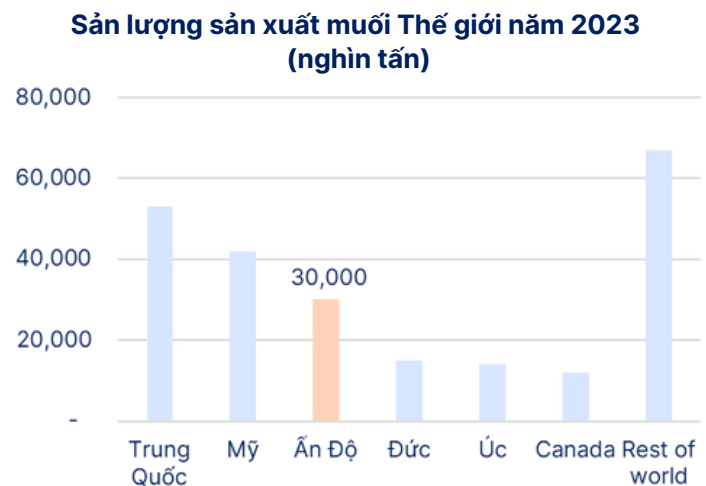
- **Nguyên liệu đầu vào quan trọng - muối công nghiệp được CSV nhập khẩu phần lớn từ Ấn Độ với mức thuế suất cao.**

Việt Nam, một quốc gia tiềm năng sản xuất muối khi có bờ biển dài hơn 3.200 km nhưng phải bỏ hàng tỷ USD mỗi năm để nhập khẩu muối. Nghịch lý này xuất phát từ việc công nghệ chế biến muối hiện nay không đáp ứng được nhu cầu của các đơn vị sản xuất trong nước, cả về số lượng và chất lượng, cũng như sức cạnh tranh về giá. **Nhu cầu tiêu thụ muối nước ta vào khoảng 1,5 - 1,6 triệu tấn/năm nhưng sức sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 1 triệu tấn, chủ yếu là muối ăn.** Muối công nghiệp và y tế vẫn phải nhập khẩu, với khối lượng từ 400.000 - 600.000 tấn/năm.

Năm 2025, Bộ Công Thương công bố phân giao hạn ngạch thuế quan nhập khẩu muối là 92.400 tấn (+5% YoY). **Hiện nay, CSV nhập khẩu muối công nghiệp chủ yếu từ Ấn Độ** với hạn ngạch khoảng hơn 20.000 tấn/năm, trong khi ước tính lượng muối cần để cung cấp cho dây chuyền sản xuất Xút là khoảng 60.000 - 90.000 tấn, số lượng còn lại công ty phải nhập khẩu ngoài hạn ngạch thuế quan. Thuế suất nhập khẩu trong và ngoài hạn ngạch lần lượt là 15% và 50%. Việc hạn ngạch nhập khẩu muối thấp, cùng với thuế suất nhập khẩu ngoài hạn ngạch cao sẽ đẩy chi phí đầu vào của CSV tăng cao đồng thời hạn chế năng lực sản xuất của doanh nghiệp.



Nguồn: Bộ Công thương, SHS Research

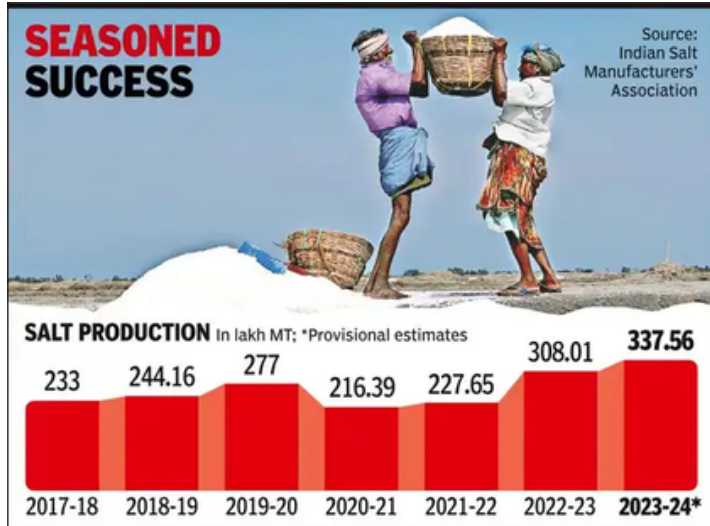


Nguồn: [usgs.gov](https://www.usgs.gov), SHS Research

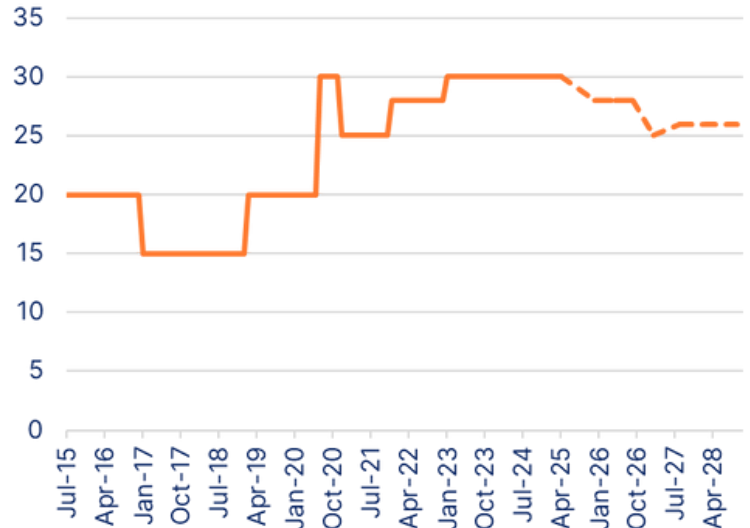
Hiện nay, **Ấn Độ là nhà sản xuất muối lớn thứ 3 thế giới** (sau Trung Quốc và Mỹ), sản lượng muối của Ấn Độ dao động quanh mức 26 - 33 triệu tấn/năm. Năm 2024 đạt kỷ lục 33,8 triệu tấn (+10% YoY) nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi (không có mưa bão bất thường). Khoảng 60% lượng muối này được sử dụng trong nước cho mục đích ăn uống và công nghiệp, phần còn lại xuất khẩu với thị trường chính tập trung ở châu Á: Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Indonesia, Việt Nam, Bangladesh và một số nước Trung Đông. Hiện nay, giá xuất khẩu muối công nghiệp của Ấn Độ khoảng 22 - 26 USD/tấn và **được dự báo sẽ giảm nhẹ trong năm 2025** do sản lượng muối sản xuất đang tăng mạnh (theo Hiệp hội Các nhà sản xuất muối Ấn Độ - ISMA).

Ngoài ra, do đặc thù của ngành sản xuất hóa chất, **CSV hàng năm tiêu thụ lượng điện lớn, ước tính khoảng 35% - 45% tổng chi phí đầu vào của CSV** (180 - 230 triệu kWh). Dù giá điện tăng qua các năm nhưng Việt Nam vẫn đang nằm trong nhóm các quốc gia có giá điện rẻ nhất thế giới (8,2 US cent/kWh), thấp hơn nhiều so với các quốc gia sản xuất Xút lớn như Trung Quốc và Mỹ.

Gujarat đạt đỉnh sản xuất muối trong 7 năm

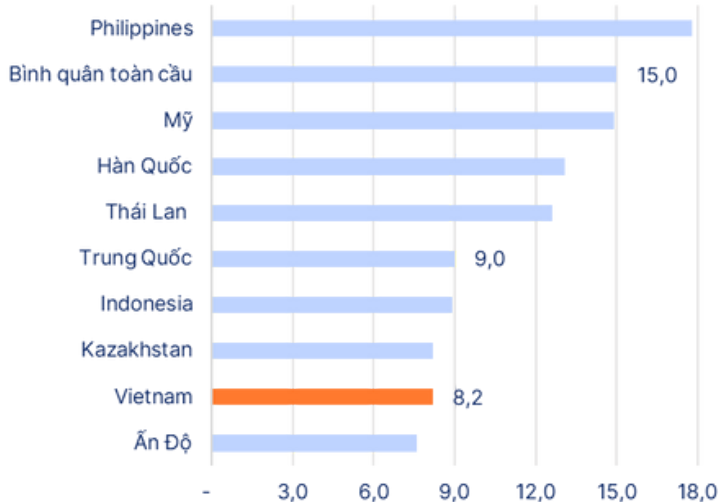


Giá Muối tại Delhi (Ấn Độ) - INR/kg



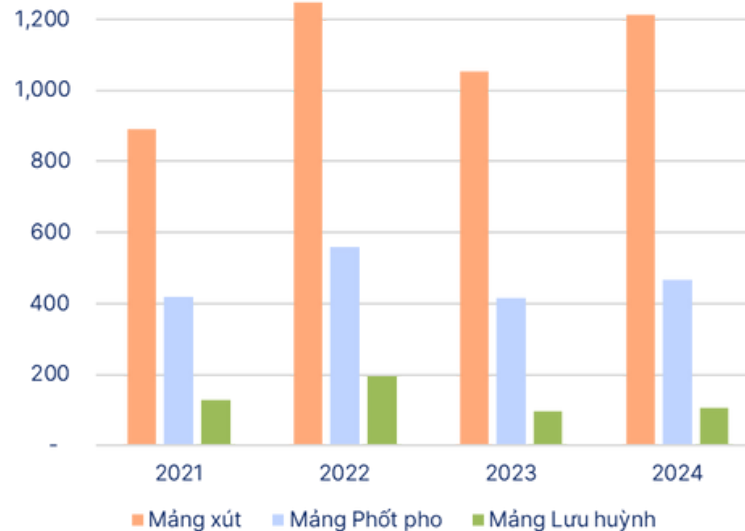
Nguồn: The Times of India, Bloomberg, SHS Research

Giá điện tính đến 04/2025 (US cent/kWh)



Nguồn: Global Petrol Prices, SHS Research

Doanh thu các mảng kinh doanh chính của CSV



Nguồn: BCTC, SHS Research

• Xút - Clo: sản phẩm chủ lực của CSV

Với sản phẩm đầu ra chính là Xút lỏng (NaOH) và nhiều sản phẩm gốc Clo khác: axit HCl, Clo lỏng, PAC, Javel... doanh thu mảng Xút - Clo năm 2024 đạt hơn 1.200 tỷ VND, đóng góp hơn 60% tổng doanh thu của CSV. Thị trường tiêu thụ chính ở khu vực phía Nam, đặc biệt các tỉnh Nam Trung Bộ, Tây Nguyên và Tây Nam Bộ.

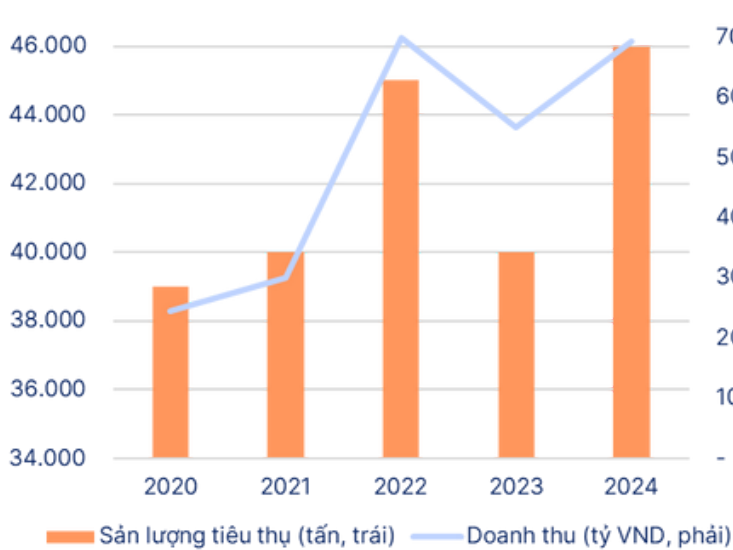
CSV chú trọng việc nâng cấp công nghệ và quy trình sản xuất: Công ty hiện đang sử dụng công nghệ điện phân muối bằng màng trao đổi ion với thế hệ bình điện phân BM2.7 gen 6 (nâng cấp năm 2021) – công nghệ mới, hiện đại, đảm bảo tối ưu công suất, chất lượng sản phẩm cũng như thân thiện với môi trường nhất hiện nay. Nhờ vậy, dây chuyền sản xuất Xút luôn được vận hành ở mức cao, đạt 90% - 100% CSTK (50.000 tấn Xút/năm)

CSV tập trung nghiên cứu và phát triển các sản phẩm mới gốc Clo: Xút và clo là 2 sản phẩm của quá trình điện phân muối ăn, khí clo khá độc, khó xử lý và khó bảo quản - nguyên nhân chính dẫn đến việc hạn chế mở rộng quy mô của các doanh nghiệp sản xuất Xút. Nhận thấy vấn đề này, CSV đẩy mạnh nghiên cứu, sản xuất các sản phẩm mới gốc Clo để gia tăng năng lực sản xuất và đạt được một số thành tựu đáng kể.

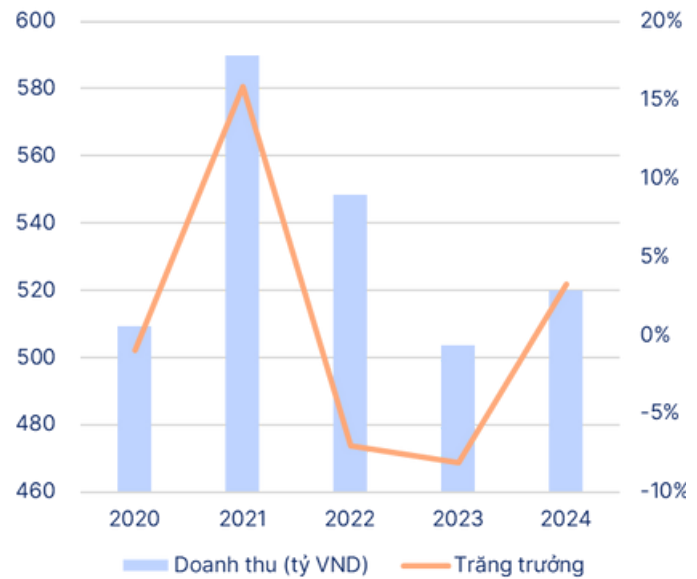
Năm 2021, CSV và DGC là 2 doanh nghiệp duy nhất trên thị trường sản xuất thành công và đưa vào vận hành thương mại Chloramine B - thuốc khử trùng quan trọng khi đại dịch COVID 19 bùng phát. Sản phẩm Chloramine B của CSV có giá thành rẻ hơn so với nhập khẩu, giúp giải quyết nhu cầu cấp bách về khử khuẩn trong bối cảnh dịch bệnh gia tăng.

Ngoài ra, hiện nay CSV đã sản xuất thành công nhiều sản phẩm gốc clo có giá trị gia tăng cao: Javen (NaClO), PAC (Poly Aluminium Chloride), axit HCl, Chloramin B, và đặc biệt là TCCA (Trichloroisocyanuric acid) – hóa chất khử trùng cao cấp sử dụng trong xử lý nước hồ bơi và công nghiệp thực phẩm. Doanh thu các sản phẩm Clo của CSV chiếm 40 - 50% doanh thu mảng Xút-Clo, với tốc độ tăng trưởng 1%/năm trong giai đoạn 2020-2024.

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ Xút



Doanh thu các sản phẩm gốc Clo



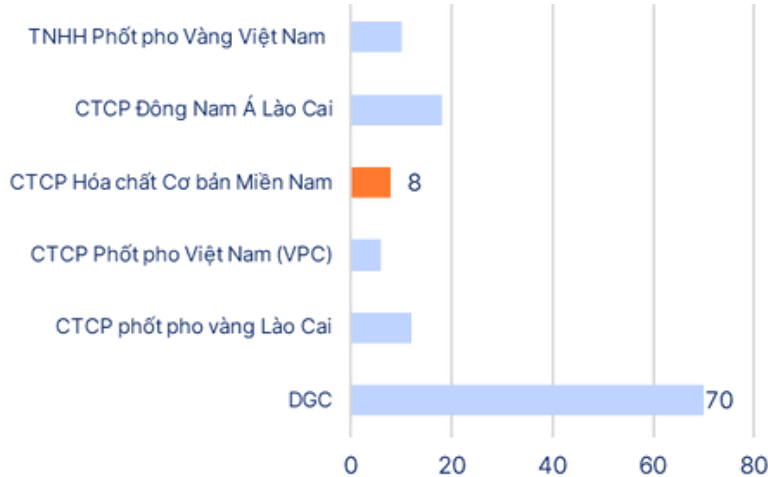
Nguồn: CSV, SHS Research

(ii) Mảng Phốt pho: chưa thể bứt phá do những giới hạn về công nghệ và NVL.

Từ nguyên liệu đầu vào là Quặng Apatit và than cốc, công ty con của CSV là CTCP Phốt Phơ Việt Nam tuyển quặng, chế biến thành phốt phơ vàng (P4) nhằm phục vụ cho **xuất khẩu** (sang Ấn Độ, Nhật Bản...) và cung cấp nguyên vật liệu đầu vào cho nhà máy Hóa chất Đồng Nai để sản xuất Axit phosphoric và các sản phẩm gốc phốt phát khác. Doanh thu mảng Phốt phơ của CSV đạt khoảng 400 - 500 tỷ VND/năm (chiếm ~ 25% tổng doanh thu). Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp mảng này khá mỏng, chỉ khoảng **10%/năm**; thấp hơn nhiều so với đối thủ sản xuất P4 khác trong ngành (PAT - 22%), do:

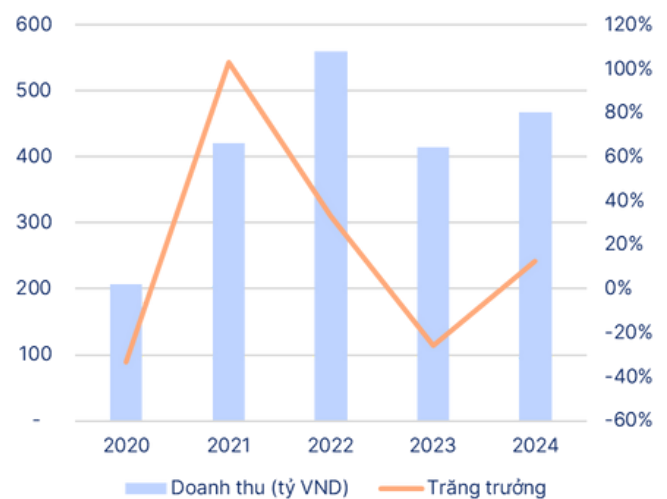
- CTCP Phốt Phơ Việt Nam **không sở hữu** bất kỳ giấy phép khai thác mỏ apatit nào, mà phải mua 100% quặng từ bên ngoài, chủ yếu từ Công ty TNHH MTV Apatit Việt Nam, khiến công ty phải đối mặt với rủi ro về giá/nguồn cung NVL, đặc biệt khi nguồn cung trong nước ngày càng thu hẹp như hiện nay.
- Hạn chế về công nghệ sản xuất:** CTCP Phốt Phơ Việt Nam được thành lập từ năm 2004 - thành lập sớm nhất trong các doanh nghiệp sản xuất P4; do đó **công nghệ** sản xuất P4 của nhà máy này **hiện đã lỗi thời**, dẫn đến **chi phí sản xuất cao, năng lực sản xuất** (CSTK và khả năng chế biến sâu) **bị hạn chế**; khiến giá trị gia tăng của sản phẩm thấp, chủ yếu chỉ dừng lại ở cung cấp phốt phơ vàng hoặc H_3PO_4 nhiệt độ cao. Ngoài ra, công ty cũng hết thời hạn được hưởng các chính sách ưu đãi về thuế TNDN, làm giảm lợi thế cạnh tranh về giá so với các doanh nghiệp trên thị trường hiện nay.

CSTK các DN sản xuất P4 nội địa



Nguồn: SHS Research

Doanh thu mảng Phốt pho của CSV



Với CSTK 8.000 tấn P4/năm, tuy nhiên do những hạn chế trên, mỗi năm CSV chỉ sản xuất và tiêu thụ khoảng 4.000 - 5.000 tấn P4 (50% CSTK). Doanh thu mảng Phốt pho có phần cải thiện từ năm 2021 khi diễn biến giá P4 tăng đáng kể nhờ **làn sóng chất bán dẫn** và **nhu cầu lớn** từ phân bón khi Trung Quốc hạn chế xuất khẩu các mặt hàng này. Kỳ vọng giá P4 tiếp tục neo ở mức cao như hiện nay (~90 triệu VND/tấn), doanh thu mảng Phốt Phô sẽ ổn định khoảng gần 500 tỷ VND/năm.

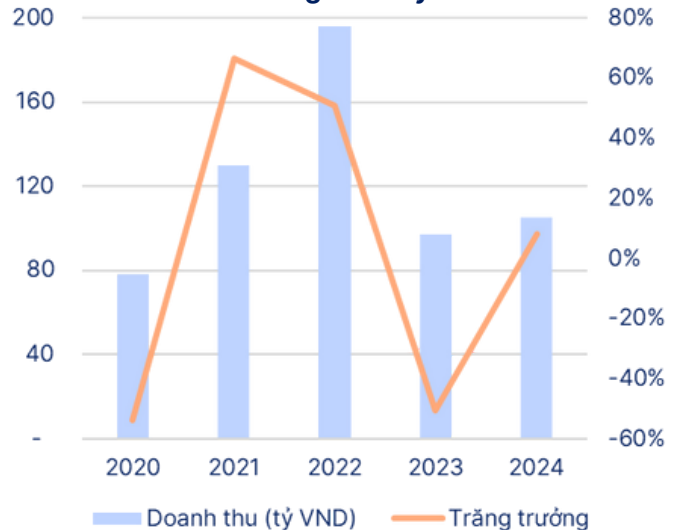
(ii) Mảng Lưu huỳnh: Khó có sự đột phá

Nguồn cung lưu huỳnh (S) trong nước hiện **khá hạn chế** (S là sản phẩm phụ trong quá trình lọc dầu từ nhà máy lọc dầu, ở Việt Nam có 2 khu lọc dầu chính là: KCN Dung Quất và KCN lọc hóa dầu Nghi Sơn), CSV phải **nhập khẩu phần lớn lưu huỳnh** từ Hàn Quốc, Nhật Bản và Singapore để sản xuất 2 sản phẩm chính **(i) Axit sunfuric (H₂SO₄)** - ứng dụng trong sản xuất đường, thực phẩm, pin-ắc quy, xử lý nước thải... và **(ii) Phèn nhôm (Al₂(SO₄)₃)** - sử dụng để xử lý nước sinh hoạt, nước thải và ngành giấy. Doanh thu mảng lưu huỳnh đạt khoảng hơn 100 tỷ VND/năm, chiếm khoảng 8% tổng doanh thu, biên lợi nhuận gộp ~15%.

Giá Lưu Huỳnh (S) biến động cùng chiều theo giá dầu Brent



Doanh thu mảng Lưu huỳnh của CSV



Nguồn: Bloomberg, SHS Research

(i) Axit Sunfuric: với CSTK 60.000 tấn/năm, CSV hiện chiếm khoảng **50% thị phần** axit sulfuric thương mại trên thị trường nội địa. Khách hàng chính mảng này là các đối tác lớn như: Ajinomoto; CTCP Pin-Acquy Miền Nam; Phân bón Miền Nam; DAP Vinachem... Giá Lưu huỳnh đầu vào biến động cùng chiều với giá dầu Brent - được kỳ vọng giảm trong năm 2025 - 2026, do đó, biên lợi nhuận mảng này dự kiến sẽ tăng trong thời gian tới.

(ii) Phèn nhôm: với ứng dụng chính để xử lý nước, **phèn nhôm dần bị thay thế** bởi PAC do hiệu suất làm sạch nước PAC tốt hơn trung bình 30-60% so với phèn nhôm và giá thành rẻ hơn. Sự chuyển đổi này dẫn đến sự giảm sút trong nhu cầu phèn nhôm trên thị trường, buộc CSV phải đối mặt với thách thức lớn trong việc cắt giảm sản xuất. Hiện nay, CSV đã dần linh động chuyển đổi cơ cấu sản xuất sang Clo lỏng, Javel và PAC - các sản phẩm gốc Clo với ưu thế về giá thành và công dụng.

Ngoài 3 mảng kinh doanh chính trên, CSV còn **bán hàng hóa thương mại** (bán một số sản phẩm hóa chất khác không phải do CSV sản xuất) và cung cấp một số **dịch vụ** (vận chuyển, bốc xếp hóa chất, xử lý chất thải hoặc cho thuê kho, bồn chứa). Tuy nhiên 2 mảng này đều đem lại doanh thu khá nhỏ, tổng cộng khoảng 60 - 70 tỷ VND/năm; biên lợi nhuận gộp ~30%.

3. CƠ HỘI CHUYỂN MÌNH TỪ DỰ ÁN DI DỜI NHÀ MÁY TẠI KCN BIÊN HÒA SANG NHÀ MÁY HÓA CHẤT NHƠN TRẠCH

Hiện nay, **quỹ đất** để mở rộng sản xuất và triển khai các dự án mới ở **KCN Biên Hòa 1 không còn**, do đó việc cấp thiết cần thực hiện là **phải di dời tổ hợp 3 nhà máy** của Công ty từ **KCN Biên Hòa 1** (gồm nhà máy Hóa chất Biên Hòa, Hóa chất Đồng Nai và Hóa chất Tân Bình 2) sang **KCN Nhơn Trạch 6, tỉnh Đồng Nai** mới có thể đáp ứng yêu cầu phát triển dài hạn và tăng sức cạnh tranh của công ty trong ngành.

Dự án di dời và mở rộng sản xuất của CSV sẽ được **triển khai theo từng bước**, nhằm **tối ưu hóa công suất** và **đảm bảo sự ổn định** trong hoạt động. Bước đầu, CSV dự kiến đầu tư một dây chuyền sản xuất Xút - Clo có công suất **20.000 tấn NaOH/năm**, nhằm đảm bảo nguồn cung liên tục cho thị trường, tránh tình trạng sụt giảm đột ngột về sản lượng sản phẩm. Kế hoạch di dời tổ hợp 3 nhà máy được công ty xây dựng theo 3 giai đoạn sau:

- Giai đoạn 1: Di dời dây chuyền sản xuất Xút - Clo công suất **20.000 tấn NaOH 100%/năm** và Nhà máy Hóa chất Đồng Nai.
- Giai đoạn 2: Di dời dây chuyền sản xuất Xút - Clo công suất **15.000 tấn NaOH 100%/năm**.
- Giai đoạn 3: Di dời dây chuyền sản xuất Xút - Clo công suất **15.000 tấn NaOH 100%/năm**, Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2 và các dây chuyền sản xuất còn lại của Nhà máy Hóa chất Biên Hòa.



Nguồn: SHS Research

**Tiến độ dự án:**

- Dự án được **khởi động từ năm 2018**, CSV đã hoàn tất việc **trả tiền thuê đất và chi phí sử dụng hạ tầng** tại KCN Nhơn Trạch **từ năm 2019** với tổng diện tích đất thuê là **180.036 m²**, thời hạn thuê đến ngày **01/06/2055** và tổng số tiền thuê công ty đã trả là **363,82 tỷ VND**.
- Tuy nhiên, do gặp nhiều vướng mắc về **thủ tục quy hoạch** khiến tiến độ chậm lại: **không đồng nhất** giữa **quy hoạch xây dựng** và **quy hoạch sử dụng đất** ở KCN Đồng Nai và quy định pháp luật có **điều chỉnh** về **phân cấp tổ chức thẩm định quy hoạch**, khiến CSV phải trình hồ sơ nhiều lần.
- Đến nay, CSV đã và đang triển khai thực hiện **12 gói thầu** trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư dự án.
- Tháng 03/2025, CSV đã trình Bộ Nông nghiệp và Môi trường thẩm định **Báo cáo đánh giá tác động môi trường** của dự án, và Cục Hoá chất - Bộ Công thương thẩm định **báo cáo nghiên cứu khả thi đầu tư dự án**.
- Dự kiến đến **tháng 6/2025** sẽ **hoàn thành thẩm định** Báo cáo nghiên cứu khả thi đầu tư xây dựng dự án, và đến **quý IV/2025** sẽ **trình ĐHCĐ phê duyệt**.

Theo báo cáo nghiên cứu khả thi, nhà máy Hóa chất Nhơn Trạch sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động từ năm 2030 với **tổng mức đầu tư dự kiến** của dự án là **1.828,9 tỷ VND**. Trong đó 30% là vốn tự có và **70% vốn vay**; ngoài ra trong năm 2024 CSV đã **tăng vốn điều lệ 150%** (phát hành thưởng 100:150, vốn tăng từ 442 tỷ lên 1.105 tỷ) để có thêm vốn chủ phục vụ dự án. Về hỗ trợ, tỉnh Đồng Nai sẽ có chính sách đền bù cho doanh nghiệp di dời khỏi KCN Biên Hòa 1, CSV ước tính có thể được bồi thường khoảng 200 tỷ VND, hỗ trợ một phần chi phí đầu tư cho dự án.

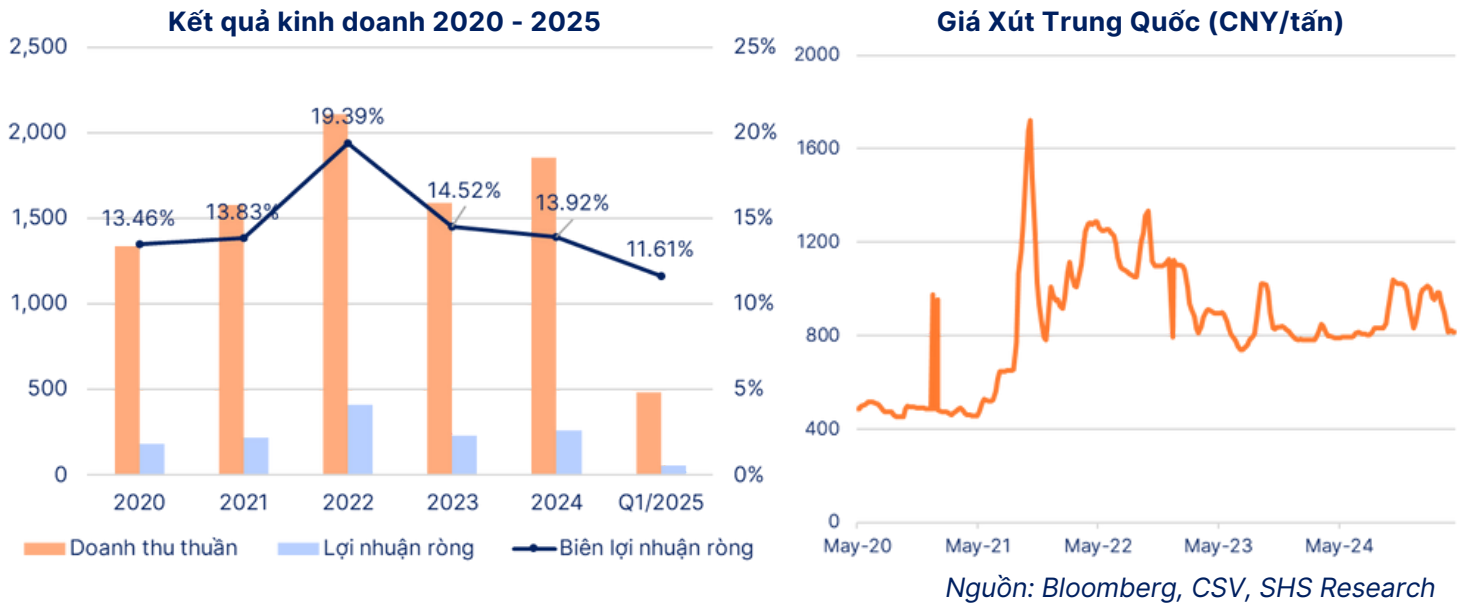
**Triển vọng dự án:**

- Nâng cao năng lực sản xuất:** với diện tích sử dụng lớn hơn, việc di dời đến KCN Nhơn Trạch 6 sẽ giúp CSV có không gian **mở rộng** các **dây chuyền sản xuất** xút, axit, clo... nhằm đáp ứng nhu cầu thiếu hụt hóa chất trong nước đồng thời mở ra cơ hội xuất khẩu các sản phẩm tiềm năng (Axit Phosphoric) trong tương lai.
- Phát triển sản phẩm mới:** mở rộng danh mục sản phẩm mới: các loại hóa chất xử lý nước cao cấp, phụ gia, chất tẩy khử khuẩn... có giá trị gia tăng cao hơn, giúp cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp.
- Nâng cao công nghệ sản xuất:** sử dụng các công nghệ hiện đại, giúp nâng hiệu quả sản xuất, giảm chi phí năng lượng và nguyên liệu, đồng thời nâng cao chất lượng sản phẩm; đặc biệt là với các sản phẩm Phốt pho và Lưu huỳnh.
- Đáp ứng yêu cầu ngày càng khắt khe về **môi trường**: nhà máy mới tại Nhơn Trạch sẽ đáp ứng các tiêu chuẩn môi trường hiện đại hơn, giúp công ty giảm thiểu tác động tiêu cực đến cộng đồng và môi trường xung quanh.
- Cải thiện Logistic:** KCN Nhơn Trạch có lợi thế về giao thông thuận tiện, gần các cảng biển quan trọng như Cảng Cát Lái và Cảng Phú Mỹ. Ngoài ra, có nhiều đối tác và khách hàng tiềm năng của CSV ở các KCN Nhơn Trạch (KCN dệt may, các nhà máy sản xuất giấy...). Điều này giúp CSV dễ dàng nhập khẩu nguyên vật liệu và giảm thiểu chi phí vận chuyển.



Chúng tôi kỳ vọng CSV sẽ sớm hoàn tất thủ tục pháp lý để triển khai dự án Di dời trong thời gian tới. Tuy nhiên, do chưa chắc chắn về **thời điểm thực hiện** và kế hoạch đã nhiều lần điều chỉnh, chúng tôi chưa đưa dự án này vào dự phóng. SHS sẽ tiếp tục cập nhật thông tin và triển vọng của dự án khi có thông tin mới trong các báo cáo tiếp theo.

4. KẾT QUẢ KINH DOANH



Doanh thu và lợi nhuận của CSV gần như đi ngang trong giai đoạn 2018 - 2021, dao động trong khoảng 1.300 - 1.500 tỷ VND/năm và không có sự đột phá. Năm 2022 là năm đầu tiên **kết quả kinh doanh của CSV thực sự bứt phá sau chuỗi đi ngang 10 năm**, khi doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 2.104,3 tỷ VND và 354,4 tỷ VND với mức tăng trưởng là +33,45% YoY và +69,38% YoY.

Động lực tăng trưởng của CSV đến từ mảng kinh doanh cốt lõi, **giá Xút tăng mạnh** từ cuối năm 2021, đầu năm 2022 và duy trì đến hết năm 2022. Việc tăng giá này được thúc đẩy bởi sự phục hồi kinh tế toàn cầu sau đại dịch COVID-19 kéo theo nhu cầu sản xuất tăng vọt. Đồng thời, Trung Quốc, nhà sản xuất và xuất khẩu xút lớn nhất thế giới năm 2021, đã giảm sản lượng sản xuất xút để bảo vệ môi trường, góp phần đẩy giá lên cao hơn. Ngoài ra, giá phốt pho cũng có diễn biến tương tự, thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của CSV. Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp đã tăng mạnh từ mức khoảng 26 - 28% hàng năm lên 31,4% vào năm 2022.

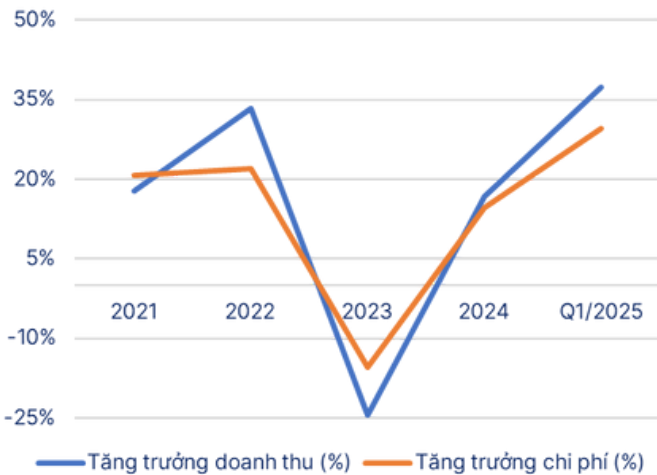
Sau giai đoạn tăng trưởng mạnh, doanh thu và lợi nhuận ròng của CSV năm 2023 quay lại mức nền giai đoạn 2018 - 2021 khi giá Xút dần hạ nhiệt. Tuy nhiên, do nguồn cung Xút trong nước vẫn thiếu hụt và các doanh nghiệp trong nước đẩy mạnh sản xuất trở lại, **doanh thu và lợi nhuận năm 2024** của CSV **phục hồi tích cực** khi lần lượt đạt 1.855,6 tỷ VND (+16,8% YoY) và 258,3 tỷ VND (+12% YoY).

Trong Q1/2025, CSV ghi nhận doanh thu thuần tăng mạnh, đạt **482,47 tỷ VND** (+37,4% YoY, đạt 27,7% kế hoạch năm), nguyên nhân chủ yếu do **sản lượng tiêu thụ các sản phẩm hóa chất được cải thiện**, hỗ trợ bởi sự phục hồi của lĩnh vực sản xuất công nghiệp trong nước. Sản lượng tiêu thụ mảng Xút: NaOH +46% YoY, HCl +29% YoY, Clor +30% YoY, H₂SO₄ +25%YoY, Javel +19%YoY và giá bán bình quân một số sản phẩm tăng nhẹ: NaOH +9% YoY, Clor lỏng +4% YoY, H₂SO₄ +21% YoY, phèn đơn +6% YoY, axit +7% YoY và PAC +20% YoY. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ P4 cũng tăng 43% YoY.

Lợi nhuận gộp đạt **123,54 tỷ VND (+28,6% YoY)**; tương ứng với biên lợi nhuận gộp 25,6%. **Doanh thu và chi phí tài chính cũng tăng mạnh**, lần lượt +41,6% YoY và +147% YoY do lượng tiền gửi tăng và dư nợ vay cũng tăng mạnh so với cùng kỳ. Ngoài ra, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng mạnh khiến **LNST quý 1/2025 chỉ tăng nhẹ**, đạt 56 tỷ VND (+12,7% YoY, đạt 21,3% kế hoạch lợi nhuận năm).

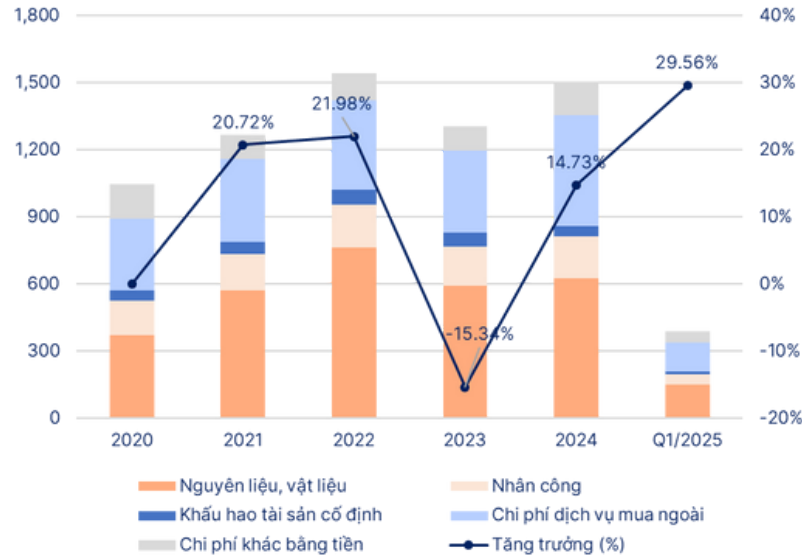
Chi phí sản xuất được CSV kiểm soát tốt: (i) Chi phí nguyên vật liệu và (ii) dịch vụ mua ngoài là 2 chi phí chính của CSV, chiếm gần 75% tổng chi phí sản xuất và ảnh hưởng trực tiếp đến giá thành sản phẩm và biên lợi nhuận.

Chi phí SXKD được kiểm soát khá tốt



Nguồn: CSV, SHS Research

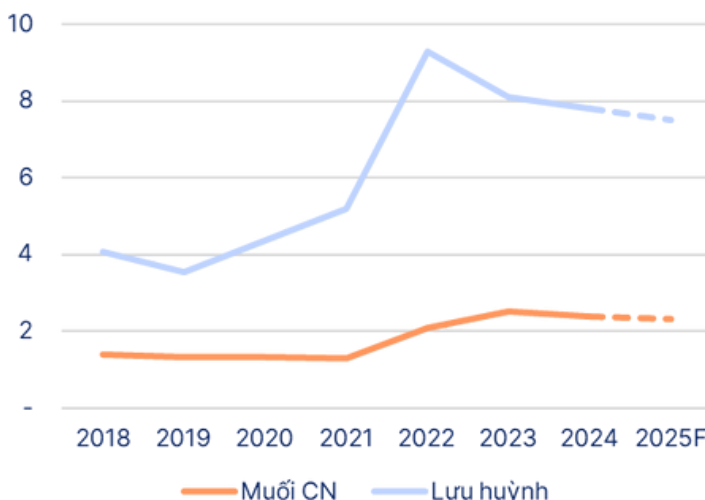
Cơ cấu chi phí SXKD



(i) Chi phí nguyên vật liệu (60% chi phí SX): đến từ muối công nghiệp (khoảng 40% chi phí) và một số nguyên liệu khác (quặng apatit, lưu huỳnh, than cốc...). CSV chưa tự chủ được nguồn nguyên vật liệu đầu vào nào và phải mua ngoài 100%; do đó sẽ chịu rủi ro về tỷ giá, tình hình cung cầu và biến động địa chính trị trên thế giới.

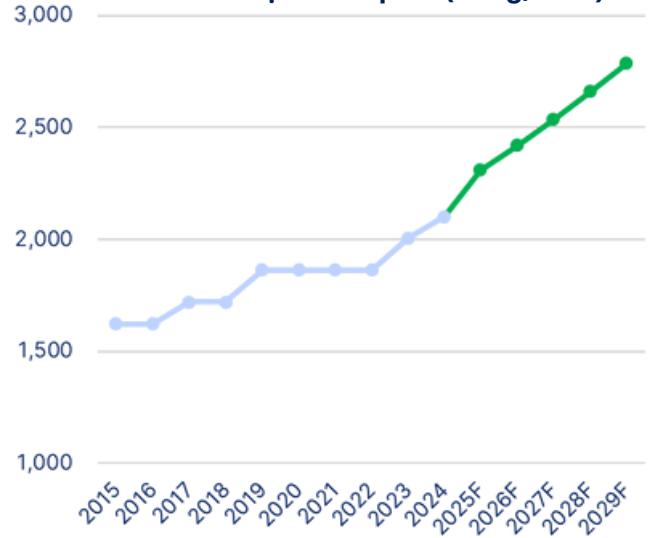
(ii) Chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu là chi phí điện): Chiếm khoảng **30% tổng chi phí** và **đang có xu hướng tăng** do **giá điện Việt Nam có xu hướng tăng** qua các năm **theo điều chỉnh của EVN**. Kể từ đầu năm 2023, EVN đã bốn lần điều chỉnh giá điện với mức tăng 3%, 4,5% và 4,8%, và mới đây (9/5/2025), EVN tiếp tục tăng giá điện thêm 4,8%. SHS giả định trong năm 2025, **EVN sẽ thực hiện thêm 1 lần điều chỉnh tăng giá điện**, mức tăng 4,8% khiến chi phí giá vốn hàng bán của CSV tăng thêm 2,5%. Từ năm 2026 trở đi, EVN thực hiện điều chỉnh tăng giá điện mỗi năm 1 lần, mỗi lần +4,8%. Đến năm 2029 giá bán lẻ điện bình quân Việt Nam đạt 2.786 VND/kWh, tương đương 10,73 cent/kWh, thấp hơn trung bình thế giới (15,6 cent/kWh), cao hơn Trung Quốc (9 cent/kWh).

Diễn biến giá nhập khẩu muối CN và Lưu huỳnh (triệu VND/ tấn)



Nguồn: CSV, SHS Research

Giá bán lẻ điện bình quân (đồng/kWh)

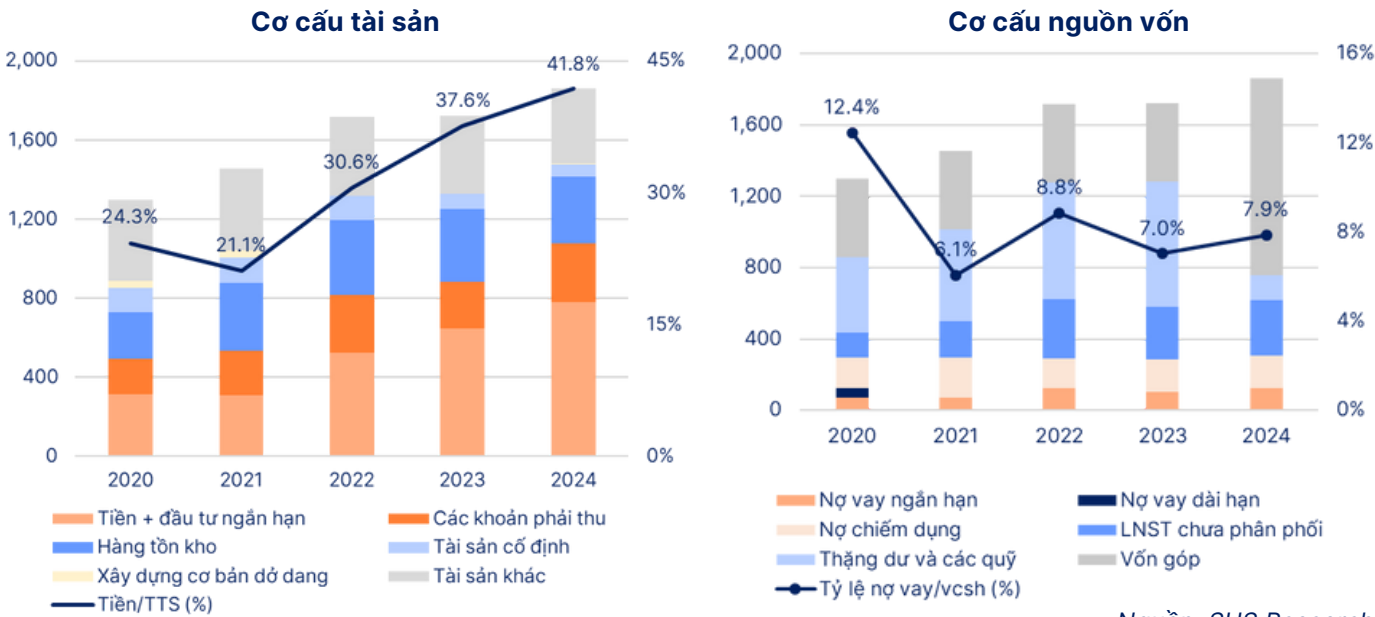


Nguồn: EVN, CSV, SHS Research

5. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

(Quay về trang đầu).

CSV có tình hình tài chính khá lành mạnh cùng lượng tiền mặt dồi dào.

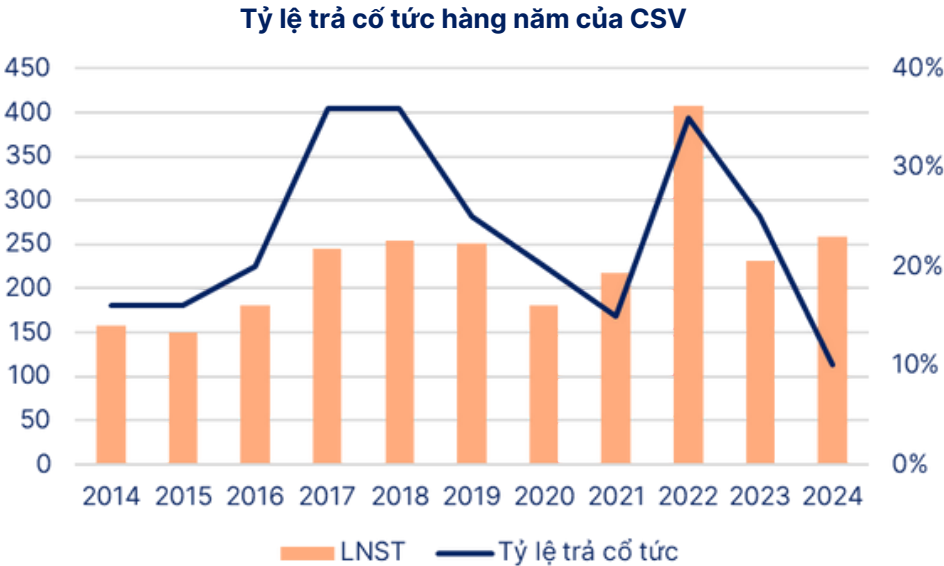


Tỷ lệ tiền/tổng tài sản của CSV có xu hướng gia tăng qua các năm. Tổng tài sản năm 2024 đạt 1.859 tỷ VND (+8% YoY); trong đó đa phần là tài sản ngắn hạn, chiếm trên 70% TTS (từ năm 2022). TSNH năm 2024 đạt 1.464 tỷ VND (+12,3% YoY, chiếm 79% TTS). Động lực tăng trưởng chính đến từ lượng tiền mặt và tiền gửi dồi dào của công ty, năm 2024 đạt 777,6 tỷ VND (+20% YoY; chiếm 54% tổng TSNH; gấp 6 lần tổng vay nợ); tỷ lệ tiền/TSS của CSV tăng mạnh qua các năm, từ 21,1% (năm 2021) lên 41,8% (2024). Nhờ lượng tiền gửi dồi dào, doanh thu tài chính của CSV cũng cải thiện qua các năm.

Tài sản dài hạn của CSV năm 2024 đạt 395 tỷ VND (-5,6% YoY), trong đó chủ yếu là tiền thuê đất trả trước tại KCN Nhơn Trạch (312 tỷ VND, chiếm 79% TSDH); TSCĐ của CSV đã khấu hao gần hết chỉ còn khoảng 60 tỷ VND.

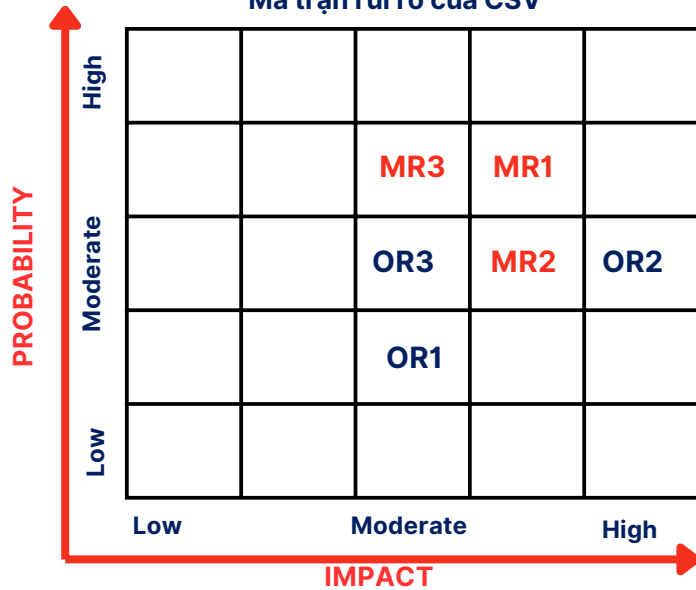
CSV có tỷ lệ đòn bẩy tài chính thấp, không thực hiện vay nợ dài hạn, tỷ lệ nợ vay/VCSH giảm qua các năm (2024 là 7,9%). Hiện tại, tổng nợ vay của CSV là 122 tỷ VND, toàn bộ khoản vay đều là nợ ngắn hạn và được dùng với mục đích để bổ sung vốn lưu động.

Nhờ tỷ lệ nợ vay thấp cùng với lượng tiền mặt dồi dào, CSV trả cổ tức bằng tiền đều đặn qua các năm (ít nhất 10%).

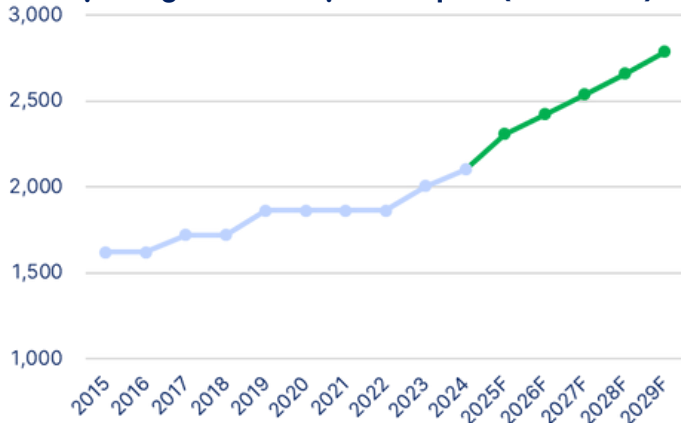


6. RỦI RO

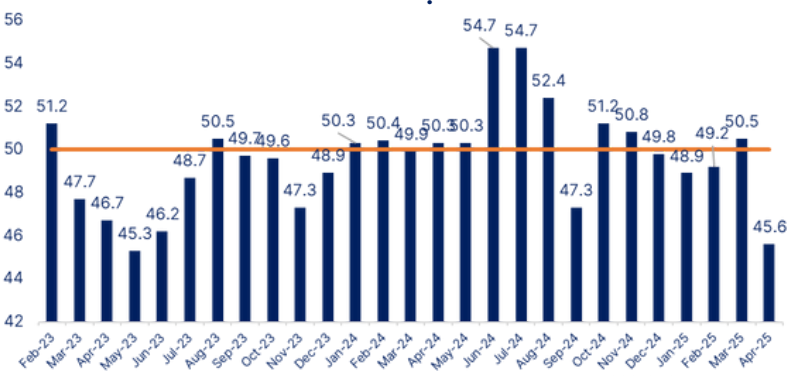
Ma trận rủi ro của CSV



Dự báo giá bán lẻ điện bình quân (VND/kWh)



Chỉ số PMI Việt Nam



Nguồn: GSO, SHS Research

Biến động tỷ giá USD/VND



6.1. Rủi ro hệ thống [MR]

[MR1] Rủi ro biến động giá nguyên vật liệu đầu vào gồm 2 rủi ro chính:

(i) **Giá muối công nghiệp đầu vào năm 2025 được dự báo giảm nhẹ (-2% YoY) (Do sản lượng muối đang tăng mạnh ở Ấn Độ)**. Tuy nhiên, sản lượng muối Ấn Độ phụ thuộc khá lớn vào yếu tố khí hậu, nên bất kỳ biến động thời tiết bất thường nào (như mưa bão kéo dài) có thể ảnh hưởng đến nguồn cung và đẩy giá muối tăng trở lại, gây áp lực chi phí cho CSV.

(ii) **Kế hoạch tiếp tục tăng giá điện của EVN**: giá điện chiếm khoảng 30% chi phí đầu vào của CSV; SHS dự báo: **trong năm 2025, EVN sẽ điều chỉnh tăng giá điện 2 lần, mỗi lần 4,8%**; từ năm 2026 trở đi EVN thực hiện điều chỉnh tăng giá điện mỗi năm 1 lần, mỗi lần +4,8%. Tuy nhiên, tồn tại rủi ro ở khả năng **giá điện tăng mạnh hơn dự báo** do chi phí đầu vào (than, khí) tăng, áp lực tài chính lên EVN ngày càng lớn, ảnh hưởng trực tiếp đến cơ cấu chi phí sản xuất và biên lợi nhuận của CSV.

Vì vậy, rủi ro MR1 - biến động giá nguyên vật liệu đầu vào được đánh giá ở mức trung bình - cao.

[MR2] Rủi ro biến động giá sản phẩm đầu ra

- Các sản phẩm hóa chất của CSV (Xút, H₂SO₄, HCL, PAC, H₃PO₄...) là nguyên liệu đầu vào cho nhiều ngành sản xuất thiết yếu phục vụ sản xuất và tiêu dùng như phân bón, giấy, dệt, nhuộm, chất tẩy rửa, xử lý nước, tẩy mạ thép... nên mọi sự biến động của nền kinh tế sẽ ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.
- Trong bối cảnh những **biến động về chính sách thương mại và thuế quan**, chỉ số PMI Việt Nam tháng 4/2025 đã **giảm mạnh** xuống còn 45,6 điểm, thấp hơn đáng kể so với ngưỡng trung lập 50 điểm. Điều này cho thấy các doanh nghiệp đang dần thận trọng trong việc sản xuất các đơn hàng mới - tín hiệu kém tích cực cho các doanh nghiệp cung ứng nguyên vật liệu đầu vào như CSV, khi cầu tiêu thụ từ các ngành hạ nguồn có khả năng chững lại.

Do đó rủi ro [MR2] - biến động giá sản phẩm đầu ra được đánh giá ở mức trung bình - cao.

[MR3] Rủi ro tỷ giá

Là **doanh nghiệp nhập khẩu** nhiều nguyên vật liệu chiến lược như **muối công nghiệp và lưu huỳnh**, thay đổi tỷ giá sẽ tác động lớn đến giá vốn nguyên vật liệu đầu vào và kết quả kinh doanh. Để quản trị hiệu quả rủi ro này, CSV tiến hành duy trì chính sách dự trữ nguyên vật liệu từ 1-3 tháng và kế hoạch nhập khẩu linh hoạt để kiểm soát hiệu quả rủi ro tỷ giá. Do đó rủi ro tỷ giá - MR3 được đánh giá ở mức trung bình.

5.2. Rủi ro hoạt động [OR]

[OR1] Rủi ro về đối thủ cạnh tranh

Tuy thị trường Xút Việt Nam cung không đủ cầu (thị trường Xút), CSV vẫn đối mặt với áp lực từ các **doanh nghiệp trong nước mở rộng công suất, doanh nghiệp mới tham gia vào ngành** (DGC dự kiến vận hành thương mại Xút từ Q2/2026; CSTK 50.000 tấn/ năm) và lượng **hàng nhập khẩu giá rẻ** từ Trung Quốc và Ấn Độ. Các đối thủ mới thường đầu tư công nghệ hiện đại hơn, gia tăng mức độ cạnh tranh về chi phí và chất lượng, buộc CSV phải tiếp tục cải tiến công nghệ, tối ưu vận hành.

Do đó, rủi ro về đối thủ cạnh tranh - OR1 được đánh giá ở mức trung bình.

[OR2] Rủi ro về pháp luật

- **Về Pháp lý:** Hợp đồng xây dựng hiện chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật như Luật Xây dựng, Bộ Luật Dân sự, Luật Thương mại, Luật Đấu thầu và các văn bản hướng dẫn chi tiết khác. Việc Hợp đồng xây dựng chịu sự điều chỉnh của nhiều văn bản pháp luật gây ra nhiều khó khăn, vướng mắc khi thực hiện các quy định trên, dẫn đến rủi ro tranh chấp Hợp đồng.
- **Về Pháp luật trong lĩnh vực đầu tư xây dựng:** Các quy định liên quan đến đầu tư xây dựng còn chồng chéo, xung đột, thiếu hướng dẫn cụ thể, dẫn đến các doanh nghiệp gặp nhiều khó khăn trong việc tuân thủ pháp luật, gây chậm trễ tiến độ thực hiện dự án, tạo ra nhiều rủi ro pháp lý trong lĩnh vực đầu tư xây dựng.

Do đó rủi ro [OR2] được đánh giá ở mức trung bình.

[OR2] Rủi ro về Môi trường

Do hoạt động đặc thù trong ngành sản xuất hóa chất cơ bản, những **sự cố và tổn hại** trong quá trình sản xuất kinh doanh có thể tác động tiêu cực đến môi trường xung quanh. Dù CSV luôn tuân thủ các quy định pháp luật về bảo vệ môi trường, đầu tư công nghệ mới để xử lý chất thải, nâng cao ý thức CBCNV, cũng như xây dựng kế hoạch ứng phó sự cố môi trường tại các đơn vị trực thuộc, thực tế cho thấy vẫn còn tồn tại những rủi ro nhất định.

Hàng năm, CSV đều mua bảo hiểm môi trường và bảo hiểm tài sản, hàng hóa (kể cả hàng trên đường vận chuyển) nhằm giảm thiểu rủi ro sự cố. Đồng thời, Công ty đã xây dựng kế hoạch ứng phó sự cố môi trường tại các đơn vị trực thuộc, có tham vấn cơ quan chức năng địa phương. Tuy nhiên, với đặc thù ngành nghề có mức độ rủi ro cao, hệ quả môi trường nếu xảy ra sự cố có thể nghiêm trọng,

Do đó rủi ro [OR2] được đánh giá ở cao.

[OR3] Một số rủi ro khác

Rủi ro về việc di dời nhà máy: Việc di dời các nhà máy từ KCN Biên Hòa 1 sang KCN Nhơn Trạch là bước đi chiến lược nhằm đáp ứng quy hoạch phát triển đô thị và nâng cấp cơ sở hạ tầng. Tuy nhiên, quá trình này tiềm ẩn nhiều rủi ro như: **gián đoạn sản xuất** trong thời gian chuyển giao, phát sinh **chi phí lớn** liên quan đến đầu tư xây dựng, vận chuyển thiết bị và đào tạo lại nhân sự. Ngoài ra, việc chuyển đổi địa điểm có thể ảnh hưởng tạm thời đến **chuỗi cung ứng, hoạt động R&D** và tiến độ phát triển sản phẩm mới tại cơ sở hiện hữu. Nếu không được kiểm soát tốt, các rủi ro này có thể làm ảnh hưởng đến doanh thu và hiệu quả kinh doanh trong ngắn hạn.

Rủi ro khác: các rủi ro khó kiểm soát như thiên tai, lũ lụt, chiến tranh, dịch bệnh... tuy hiếm khi xảy ra và rất khó dự báo nhưng khi xảy ra sẽ để lại những hậu quả khó lường cho Công ty. Nhằm hạn chế tối đa thiệt hại, Công ty luôn chủ động bằng cách mua bảo hiểm cho người lao động và tài sản. Đồng thời, cố gắng lường trước các kịch bản xấu và lên các phương án chủ động phòng ngừa và xử lý khi có biến cố xảy ra.

Do đó rủi ro [OR3] được đánh giá ở mức trung bình.

7. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

7.1. Dự phóng KQKD

Năm 2025, CSV đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 1.741,87 tỷ VND (-6,1%YoY) và 262,3 tỷ VND (-20,1%YoY); tỷ lệ chia cổ tức không thấp hơn 5%.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá năm 2025 công ty có thể đạt 1.894 tỷ VND doanh thu (+2% YoY) và 314,9 tỷ VND lợi nhuận trước thuế (-4,1% YoY) tương ứng với EPS 2.122 VND/cổ phiếu dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng và doanh thu sản phẩm chính (Xút) tăng nhẹ +1%YoY và 3%YoY. ước tính đạt lần lượt 46,5 nghìn tấn và 714 tỷ VND. Doanh thu các sản phẩm gốc Clo cũng tăng nhẹ, ước tính đạt 533 tỷ VND (+2,4% YoY) với động lực tăng trưởng chính tiếp tục đến từ sự hồi phục của hoạt động sản xuất công nghiệp.
- Doanh thu các sản phẩm Phốt pho tăng 1% trên kỳ vọng giá P4 năm 2025 tiếp tục hồi phục. Doanh thu sản phẩm gốc lưu huỳnh giảm nhẹ, -2% YoY do giá bán bình quân dự kiến suy giảm.
- Doanh thu tài chính tăng mạnh +27% YoY đạt 38,3 tỷ VND nhờ lượng tiền gửi dồi dào.
- Giá điện tăng mạnh, dự kiến tăng 2 lần, mỗi lần 4,8% trong năm 2025 làm giảm biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp.

Năm 2026, dự báo doanh thu CSV đạt 1.896 tỷ VND; tăng nhẹ +0,1% YoY do những rủi ro tiềm ẩn về thuế quan làm ảnh hưởng đến nhu cầu sản xuất trong nước. Lợi nhuận trước thuế năm 2026 dự báo đạt 322,2 tỷ VND, tăng 15% YoY. EPS năm 2025 dự báo đạt 2.446 VND/cổ phiếu.

- Chi tiết kết quả kinh doanh năm 2024F, 2025F được trình bày trong bảng 4.
- SHS Research sẽ cập nhật thông tin cũng như thay đổi dự phóng khi CSV tiến hành hoàn thành thẩm định báo cáo nghiên cứu khả thi và trình ĐHĐCĐ phê duyệt của dự án di dời nhà máy sang KCN Nhơn Trạch.

Dự phóng kết quả kinh doanh

	2024		2025F		2026F	
	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY	tỷ VND	%YoY
Doanh thu thuần	1.856	16,8%	1.894	2,0%	1.896	0,1%
Sản phẩm Xút	1.213	15,1%	1.247	2,8%	1.243	-0,3%
Sản phẩm Phốt pho	467	12,5%	472	1,0%	476	1,0%
Sản phẩm Lưu huỳnh	105	8,2%	103	-1,9%	103	0%
Khác	71	13,8%	72	2,5%	74	2,0%
Lợi nhuận gộp	505	23,4%	479	-5,1%	522	9,0%
Lợi nhuận sau thuế	258	12,0%	255	-1,4%	294	15,3%
EPS (VND/CP)	2.160	-54,4%	2.122	-1,8%	2.446	15,3%

7.2. Định giá cổ phiếu

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu CSV, SHS sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu CSV là: **38.100 VND/cổ phiếu**, +8,4% so với giá đóng cửa 35.150 VND/cổ phiếu vào ngày 14/05/2025.

Bảng 5: Các giả định

Yếu tố	Lợi suất
Lãi suất phi rủi ro	4,2%
Beta	0,9
Phần bù rủi ro thị trường	6,0%
Chi phí sử dụng VCSH	10,0%
Chi phí sử dụng vốn vay	2,5%
Thuế suất	20%
WACC	9,6%
Tăng trưởng dài hạn	2%

Bảng 6: Kết quả định giá

	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền (triệu VND)	3.483.666
- Nợ ngắn và dài hạn (triệu VND)	117.400
+ Tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn (triệu VND)	925.262
- Lợi ích cổ đông không kiểm soát (triệu VND)	79.967
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VND)	4.211.560
Số lượng cổ phiếu lưu hành	110.499.910
Giá mục tiêu (VND/cp)	38.100

PHỤ LỤC 1

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	1.303,6	1.464,0	1.653,8	1.725,9
Tiền/tương đương tiền	107,0	172,6	300,4	392,8
Đầu tư ngắn hạn	540,0	605,0	624,9	625,7
Các khoản phải thu	236,1	296,3	281,0	292,1
Hàng tồn kho	365,5	340,6	389,6	357,2
Tài sản khác	54,9	49,5	58,0	58,1
Tài sản dài hạn	418,3	395,0	388,7	357,5
Tài sản cố định	78,4	62,7	60,8	37,2
Đầu tư dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Xây dựng cơ bản dở dang	1,4	3,1	7,6	11,6
Tài sản khác	338,5	329,2	320,3	308,7
Tổng tài sản	1.722,0	1.859,0	2.042,5	2.083,4
Nợ ngắn hạn	285,7	305,0	399,5	367,6
Khoản phải trả	32,3	33,4	36,3	34,2
Người mua trả tiền trước	0,3	1,2	0,8	0,8
Vay nợ ngắn hạn	100,9	122,2	117,4	117,6
Nợ khác	152,2	148,1	245,0	215,0
Nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Vay nợ dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ	285,7	305,0	399,5	367,6
Vốn chủ sở hữu	1.389,8	1.494,4	1.563,1	1.612,4
Vốn góp	442,0	1.105,0	1.105,0	1.105,0
Thặng dư vốn cổ phần	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	292,4	313,0	334,8	384,1
Vốn khác	655,4	76,4	123,3	123,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	46,5	59,6	80,0	103,5
Tổng nợ và vốn CSH	1.722,0	1.859,0	2.042,5	2.083,4

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
LCTT từ HĐ kinh doanh	328,0	231,4	335,0	327,9
LCTT từ HĐ đầu tư	(188,9)	(66,1)	(36,7)	(14,6)
LCTT từ HĐ tài chính	(222,4)	(99,8)	(170,5)	(220,8)
LCTT trong kỳ	(83,3)	65,6	127,8	92,4
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	190,3	107,0	172,6	300,4
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	107,0	172,6	300,4	392,8

Báo cáo kết quả kinh doanh				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Doanh thu	1.588,4	1.855,6	1.893,6	1.896,2
Giá vốn hàng bán	1.179,3	1.350,7	1.414,3	1.373,8
Lợi nhuận gộp	409,2	504,9	479,2	522,4
Chi phí hoạt động	160,1	204,9	200,0	200,2
Lợi nhuận hoạt động	249,1	300,0	279,3	322,2
Doanh thu tài chính	40,5	30,1	38,3	44,2
Chi phí tài chính	4,8	2,9	4,8	4,9
Lợi nhuận khác	4,3	1,6	2,4	2,4
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	288,8	328,3	314,9	363,7
Thuế TNDN	58,2	70,0	60,1	69,9
Lợi nhuận sau thuế	230,6	258,3	254,8	293,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	21,5	19,7	20,4	23,5
LNST của cty mẹ	209,1	238,6	234,4	270,3
% Biên LNST	14,5%	13,9%	13,5%	15,5%
EPS (VND)	4.731,6	2.159,6	2.121,6	2.446,3

Các chỉ số tài chính				
(tỷ VND)	2023A	2024A	2025F	2026F
Chỉ số định giá				
SLCP lưu hành (triệu cp)	44,200	110,500	110,500	110,500
EPS (VND)	4,732	2,160	2,460	2,516
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	25,8%	27,2%	25,3%	27,6%
Biên LN ròng	13,2%	12,9%	12,4%	14,3%
ROE	16,8%	17,9%	16,7%	18,5%
ROA	13,4%	14,4%	13,1%	14,2%

Chỉ số đòn bẩy (lần)				
Chỉ số thanh toán lãi vay	69,0	139,1	66,4	75,7
Tỷ số nợ vay/tổng tài sản	5,9%	6,6%	5,7%	5,6%
Tỷ số nợ vay/VCSH	7,0%	7,9%	7,1%	6,9%
H.số TT hiện hành	4,6	4,8	4,1	4,7
H.số thanh toán nhanh	3,1	3,5	3,0	3,6

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có 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 có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ:

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, Hàng Bài, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: 84.24.38181888
Fax: 84.24.38181688
Email: contact@shs.com.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 3, Cao ốc Sài Gòn Metropolitan, 235 Đồng Khởi, Phường Bến Nghé, Quận 1, TP HCM
Tel: 84.28.39151368
Fax: 84.28.39151369
Email: contact-hcm@shs.com.vn

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2, Số 03 Lê Đình Lý, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Thành phố Đà Nẵng
Tel: 84.236.3525777
Fax: 84.236.3525779
Email: contact-dn@shs.com.vn



SHS

Kiến tạo tài chính thịnh vượng

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 84.24.38181888



Email: contact@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SHTrading

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: trading.shs.com.vn