

Ngành Hóa chất

Báo cáo lần đầu

Tháng 3, 2023

Mã giao dịch: CSV

Reuters: CSV.HM

Bloomberg: CSV VN

Thách thức trong trung hạn

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **29.600**

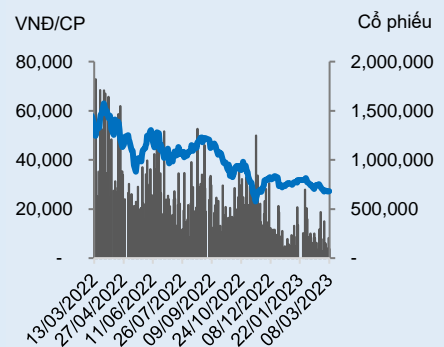
Giá thị trường (08/3/2022) 27.200

Lợi nhuận kỳ vọng 8,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	23.081-62.995
Vốn hóa	1.202 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	44.200.000
KLGD bình quân 10 ngày	178.635
% sở hữu nước ngoài	5,27%
Room nước ngoài	50%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,7%
Beta	1,6

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CSV	-11,0%	-7,5%	-16,4%	-41,0%
VN-Index	0,5%	-1,4%	0,8%	-15,4%

Chuyên viên phân tích

Tôn Nữ Nhật Minh

(84 28) 3914.6888 ext. 260

minhtnn@bvsc.com.vn

Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2022: CSV ghi nhận kết quả kinh doanh nổi bật trong năm 2022 với doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 2.104 tỷ đồng (+33,5%YoY) và 406,5 tỷ đồng (+95,4%YoY) nhờ giá bán và sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm cốt lõi tăng mạnh, nhất là mảng Xút-Clo. Biên lãi gộp của CSV tăng mạnh 5,2 điểm phần trăm so với cùng kỳ, đạt 31,3% nhờ mức tăng giá bán cao hơn giá nguyên liệu đầu vào. Lũy kế cả năm 2022, CSV đã vượt 21% kế hoạch doanh thu và 103% chỉ tiêu lợi nhuận.

Điểm nhấn đầu tư

Giá Xút giảm trong 2023: Chúng tôi nhận định giá Xút giảm trong ngắn hạn do (1) Trung Quốc là quốc gia có công suất sản xuất Xút lớn nhất thế giới và sẽ tăng sản lượng xuất khẩu Xút sau khi mở cửa trở lại; và (2) Giá Xút nhập khẩu của Trung Quốc rẻ hơn giá Xút nội địa do Việt Nam phải nhập khẩu muối công nghiệp – đầu vào sản xuất Xút với mức thuế suất ngoài hạn ngạch khá cao.

Di dời nhà máy sẽ ảnh hưởng đến sản xuất kinh doanh của CSV trong trung hạn: Việc di dời nhà máy đang chậm tiến độ so với dự kiến là do gặp vướng mắc trong một số thủ tục pháp lý, dự kiến 2024-2028 mới hoàn thành xong việc di dời nhà máy. Bên cạnh đó, chúng tôi lo ngại việc di dời nhà máy sẽ ảnh hưởng đến sản xuất kinh doanh của công ty khi sản lượng sản phẩm sản xuất sẽ thấp do bị gián đoạn, buộc CSV có thể phải thương mại một số sản phẩm chính để “giữ chân” các khách hàng lớn - điều này sẽ “ăn mòn” lợi nhuận gộp của công ty.

Triển vọng tích cực hơn trong dài hạn: Ngành Xút là một trong những ngành hóa chất được Chính phủ quan tâm và chú trọng hiện nay do Xút được sử dụng chủ yếu trong ba ngành sản xuất lớn là giấy, Alumin (nhôm oxit) và ngành dệt. Theo báo cáo chiến lược phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam, nhu cầu Xút Việt Nam còn khá lớn, sản lượng Xút tiêu thụ sẽ tăng đến 925.000 tấn vào năm 2035, với CAGR ~4%/năm trong giai đoạn 2025-2035.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế Cổ đông công ty mẹ của CSV trong năm 2023 lần lượt đạt 1.945 tỷ đồng (-7,6%YoY) và 230 tỷ đồng (-35%YoY) do giá bán và nhu cầu Xút đều giảm. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với CSV nhờ: (1) Nhu cầu mảng Xút-Clo tại Việt Nam vẫn còn lớn; và (2) Vị thế đứng đầu của công ty trong ngành sản xuất Xút-Clo tại Việt Nam khi sở hữu dây chuyền sản xuất hiện đại và công suất sản xuất lớn nhất cả nước.

Với phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** cho CSV với giá mục tiêu là **29.600 đồng/cổ phiếu** – với tỷ suất sinh lời là 8,8%.

Nhận định thị trường Xút

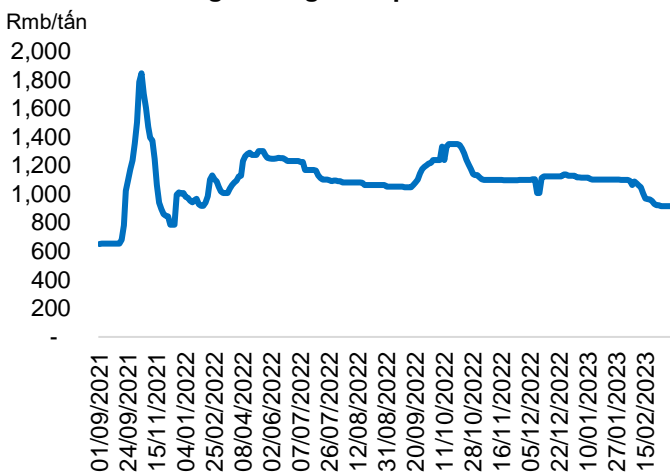
Giá Xút điều chỉnh giảm sau khi lập đỉnh từ tháng 9/2021

Ngày 11/9/2021, Ủy ban Phát triển và Cải cách quốc gia của Trung Quốc đã công bố kế hoạch cải thiện Chính sách kiểm soát kép về tiêu thụ năng lượng với mục đích tiết kiệm năng lượng, đã dẫn đến sự sụt giảm mạnh sản lượng Xút trong quý Q4/2021. Giá xuất khẩu Xút của Trung Quốc đã tăng vọt lên đến khoảng 600 USD/tấn từ ngưỡng 350 USD/tấn trong nửa đầu năm 2021 do công suất sản xuất Xút giảm mạnh tại tỉnh Giang Tô.

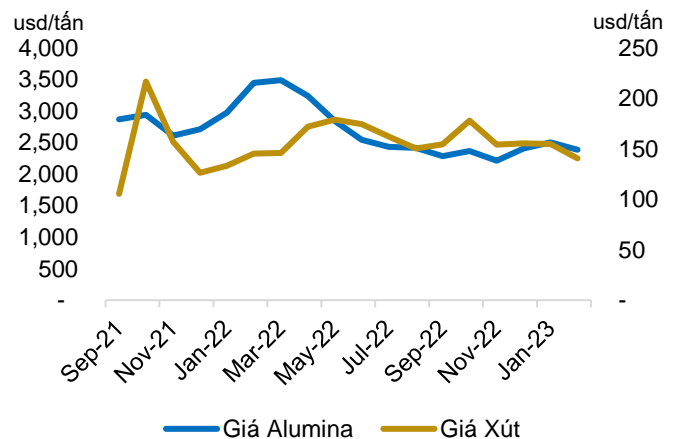
Bước sang năm 2022, bắt đầu từ tháng 4, nhu cầu sụt giảm từ ngành công nghiệp Alumina ở cả Trung Quốc và Châu Âu trong khi đó nguồn cung Xút vẫn dồi dào khiến giá Xút có xu hướng giảm sau khi lập đỉnh vào tháng 9/2021.

Bên cạnh đó, giá năng lượng tăng vọt do ảnh hưởng chiến tranh giữa Nga – Ukraine cũng khiến áp lực chi phí đầu vào đối với những nhà sản xuất Xút, nhất là trong quý 4/2022. Các nhà sản xuất Xút hầu hết ghi nhận mức tăng trưởng sụt giảm so với cùng kỳ do: (1) Giá bán và sản lượng Xút sụt giảm khi nhu cầu bị thu hẹp; (2) Chi phí đầu vào (năng lượng) vẫn neo ở mức cao; và (3) Mức nền cao trong Q4/2021.

Diễn biến giá Xút giai đoạn 9/2021 - 2/2023



Mức độ tương quan giữa giá Xút và giá Alumina



Nguồn: Sunsir, Capital Investment

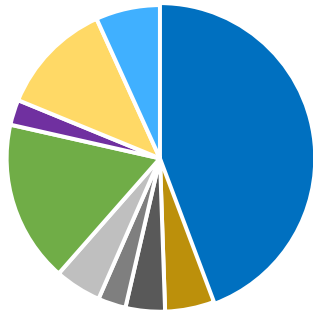
Trung Quốc mở cửa ảnh hưởng tiêu cực đến giá Xút nội địa

- Thiếu hụt nguồn cung nội địa:** Tại Việt Nam, khả năng sản xuất nội địa chỉ đáp ứng 40-50% nhu cầu nội địa. Sản phẩm Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (với tốc độ tăng trưởng CAGR trên 20%/năm) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa. Trong khi đó, nhu cầu Xút nội địa gia tăng trong giai đoạn 2020-2030 để phục vụ quá trình chế biến bauxit để sản xuất nhôm hydroxit và nhôm oxit (Alumin).

Trung Quốc là quốc gia có công suất sản xuất Xút lớn nhất thế giới: Năng lực sản xuất Xút toàn cầu chủ yếu tập trung ở khu vực châu Á, chiếm khoảng 62% công suất sản xuất toàn

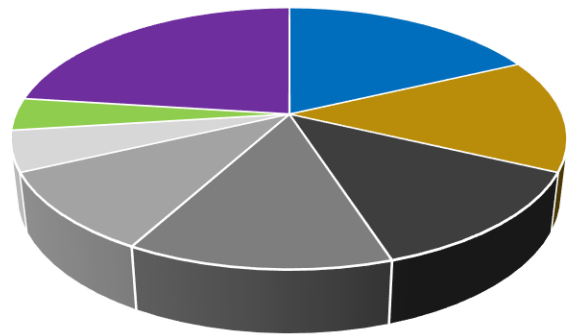
cầu, trong đó năng lực sản xuất của Trung Quốc chiếm tỷ trọng lớn nhất, chiếm khoảng 44% tổng công suất toàn cầu. Năm 2020 Trung Quốc đã xuất khẩu 1,2 triệu tấn xút, và Việt Nam thuộc top 10 quốc gia nhập khẩu Xút từ Trung Quốc.

Thị phần sản xuất Xút của một số quốc gia trên thế giới



- Trung Quốc
- Nhật Bản
- Bắc Á
- Đông Nam Á
- Ấn Độ
- Bắc Mỹ
- Nam Mỹ
- Châu Âu
- Khác

Các thị trường xuất khẩu Xút chính của Trung Quốc năm 2021

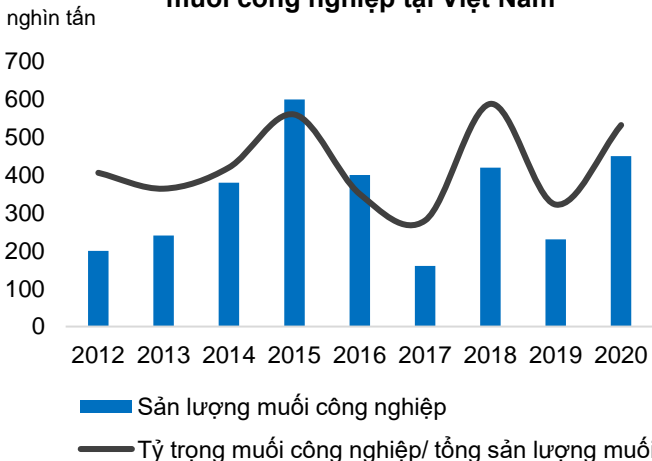


- Hàn Quốc
- Việt Nam
- Indonesia
- Philippines
- Bangladesh
- Nhật Bản
- Triều Tiên
- Khác

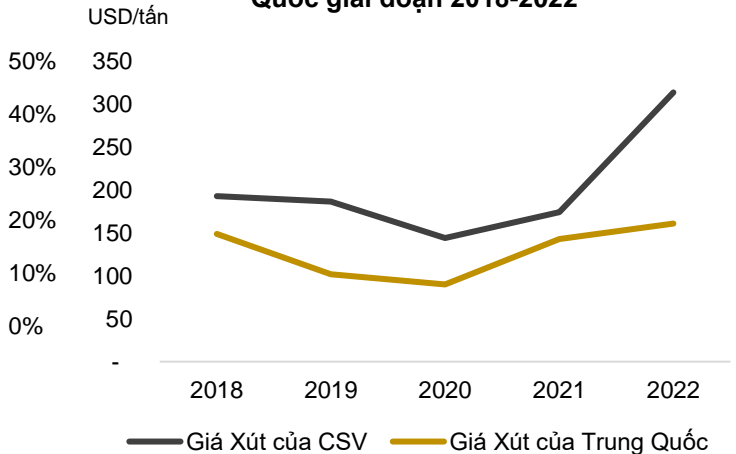
Nguồn: Tổng cục hải quan Trung Quốc, Vinachem

- **Sản phẩm Xút nội địa chịu áp lực cạnh tranh về giá từ Trung Quốc do không tự chủ được nguyên liệu đầu vào (muối công nghiệp):** Nguồn cung muối công nghiệp ở Việt Nam thiếu hụt nghiêm trọng do thời tiết khí hậu thất thường nên sản lượng không ổn định, hạt muối lẫn nhiều tạp chất, không đáp ứng đủ tiêu chuẩn cho sản xuất hóa chất. Vì vậy, Việt Nam đã phải nhập khẩu muối công nghiệp từ Trung Quốc, Ấn Độ, Úc, Pakistan (chiếm khoảng 70% tổng hạn ngạch nhập khẩu muối) với mức thuế suất cao (thuế suất thông thường ~30% trong hạn ngạch và 60% với lượng nhập khẩu ngoài hạn ngạch). Chúng tôi nhận định kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất Xút có thể sẽ bị ảnh hưởng tiêu cực và đi lùi trong năm 2023 khi Trung Quốc mở cửa do cạnh tranh về giá với các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc.

Sản lượng muối công nghiệp và tỷ trọng muối công nghiệp tại Việt Nam



So sánh giá Xút của CSV và giá Xút Trung Quốc giai đoạn 2018-2022



Nguồn: Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn Việt Nam, Sunsir, BVSC ước tính

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và phát triển

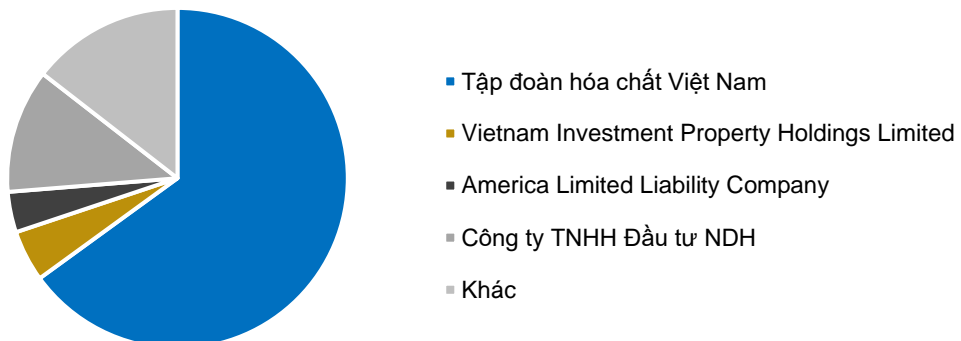
Công ty Cổ phần Hóa chất Cơ bản miền Nam (CSV), tiền thân là Công ty Hóa chất Cơ bản miền Nam được thành lập năm 1976 bởi Tổng Cục Hóa Chất. Hoạt động kinh doanh chính của Công ty là sản xuất hóa chất trong lĩnh vực công nghiệp phục vụ nhu cầu của các ngành công nghiệp như thực phẩm, dược phẩm, xử lý nước sinh hoạt, xử lý nước thải, sản xuất giấy, dầu khí. Hiện nay, CSV là một trong những doanh nghiệp sản xuất hóa chất cơ bản hàng đầu tại Việt Nam, sở hữu 3 nhà máy và dây chuyền sản xuất hiện đại. Sản phẩm của Công ty chủ yếu được tiêu thụ nội địa, tập trung các tỉnh miền Trung - Tây Nguyên, miền Tây Nam Bộ và Thành phố Hồ Chí Minh. Thị phần các sản phẩm hóa chất cơ bản của Công ty như NaOH lỏng chiếm khoảng 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicat chiếm 30%, PAC chiếm 20%, H₂SO₄ chiếm 50%, Al(OH)₃ chiếm 30%. Năm 2015, CSV được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

Cơ cấu cổ đông

Về cơ cấu cổ đông, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) chiếm tới 65% tỷ lệ sở hữu. Cổ đông nước ngoài nắm giữ 5,38% số lượng cổ phần, trong đó quỹ ngoại America LLC, với tỷ lệ sở hữu 3,85%.

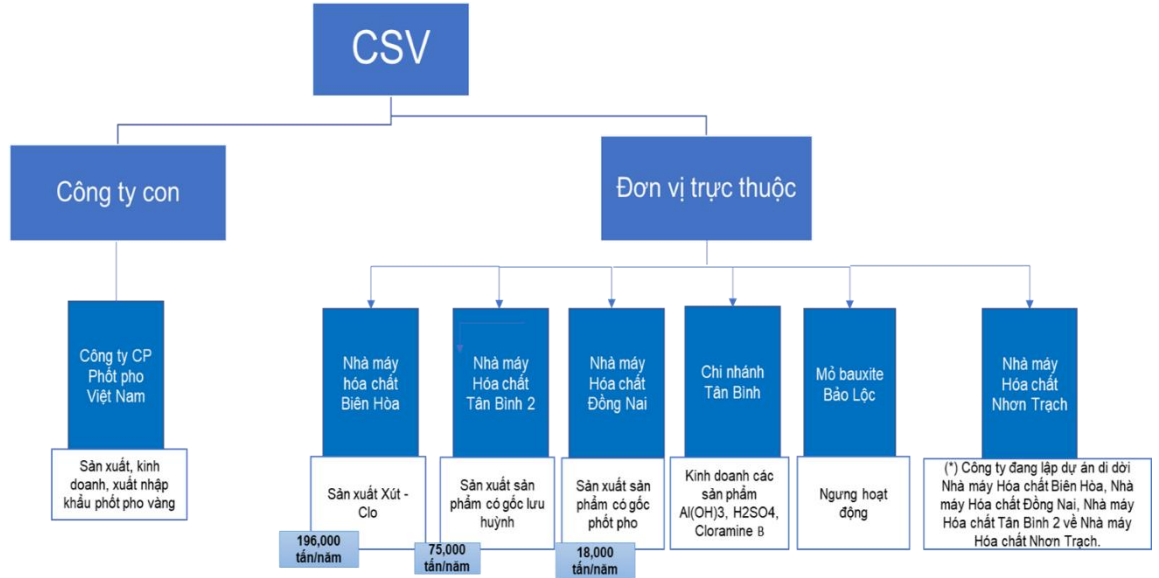
Theo Quyết định số 16/QĐ-TTg được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, CSV nằm trong Đề án tái cơ cấu của Vinachem giai đoạn 2017–2020. Tuy nhiên, việc thoái vốn tại CSV xuống 51% của Vinachem đã không diễn ra theo kế hoạch tái cấu trúc và thời điểm thoái vốn cụ thể hiện vẫn chưa được công bố.

Cơ cấu cổ đông CSV



Nguồn: CSV

Công ty con và công ty liên kết



Nguồn: CSV

Chuỗi giá trị sản xuất

	NGUYÊN VẬT LIỆU	SẢN XUẤT	THÀNH PHẨM	PHÂN PHỐI
Sản phẩm Xút-Clo	<p>Nguyên vật liệu</p> <p>Nguyên liệu: Điện và muối công nghiệp Điện phụ thuộc 100% từ nguồn điện của EVN, trong khi đó 70% lượng muối công nghiệp nhập khẩu chủ yếu từ Ấn Độ và Úc Chiếm tỷ trọng 70%-80% giá thành sản phẩm</p>	<p>3 nhà máy sản xuất</p> <p>Nhà máy hóa chất Biên Hòa</p> <p>40 nghìn tấn Xút/năm 126 nghìn tấn Axit Clohidric/năm 30 nghìn tấn Natri Silicate/năm</p>	<p>Cơ cấu doanh thu sản phẩm</p> <p>Xút lỏng và các sản phẩm gốc Clo</p>	<p>Nội địa và xuất khẩu</p> <p>Chủ yếu tiêu thụ nội địa</p>
Phốt pho vàng và các sản phẩm chủ gốc Phốt pho	<p>Nguyên liệu: Quặng Apatit, than cốc... Quặng Apatit mua từ Công ty cổ phần Phốt pho Việt Nam, trong khi đó than cốc nhập khẩu từ Trung Quốc Chiếm tỷ trọng 70% giá thành sản phẩm</p>	<p>Nhà máy hóa chất Đồng Nai</p> <p>8 nghìn tấn Phốt pho vàng/năm 7 nghìn tấn Axit Photphoric kỹ thuật/năm 3 nghìn tấn Axit Photphoric thực phẩm/năm</p>	<p>Phốt pho vàng, Axit Photphoric kỹ thuật, Axit Photphoric thực phẩm Các sản phẩm gốc Phốt pho khác (phân MAP, DAP, MKP...)</p>	<p>Tiêu thụ nội địa Xuất khẩu: Nhật Bản, Ấn Độ</p>
Sản phẩm có chứa gốc Lưu huỳnh Phốt pho	<p>Nguyên liệu: Lưu huỳnh Nhập khẩu chủ yếu Singapore, Nga Chiếm tỷ trọng 30% giá thành sản phẩm</p>	<p>Nhà máy hóa chất Tân Bình 2</p> <p>60 nghìn tấn Axit Sunfuric/năm 15 nghìn Phèn nhôm/năm</p>	<p>Phèn nhôm, Axit Sunfuric</p>	<p>Chủ yếu tiêu thụ nội địa</p>

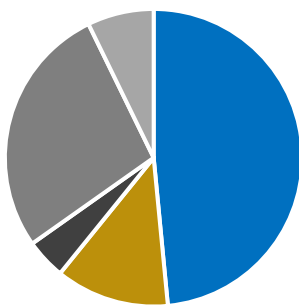
Nguồn: CSV

Nguyên liệu đầu vào – chiếm tỷ trọng lớn trong chi phí sản xuất kinh doanh của CSV

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí sản xuất của CSV, gần 50% tổng chi phí sản xuất năm 2022. Cụ thể, muối công nghiệp dùng để sản xuất các sản phẩm Xút - Clo; lưu huỳnh dùng để sản xuất Axit Sunfuric chiếm đến 30% giá thành sản phẩm; riêng phốt pho chiếm đến 70% giá thành sản phẩm axit phốtphoric. Đa phần các nguyên liệu đầu vào (muối công nghiệp, lưu huỳnh, than cốc,...) đều được nhập khẩu từ nước ngoài (Ấn Độ, Úc, Trung Đông, Nga, Singapore), vì vậy khi có sự biến động về giá cả và tính ổn định của nguồn cung trên thế giới đối với các loại nguyên vật liệu chính mà CSV sử dụng đều ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty. Chi phí dịch vụ mua ngoài chiếm 28-30% tổng chi phí sản xuất, chủ yếu là chi phí điện năng để thực hiện các phản ứng hóa học. Chi phí khấu hao tài sản cố định (TSCĐ) chiếm tỷ trọng thấp, khoảng 4-5% tổng chi phí sản xuất trong 2022, do phần lớn các dây chuyền sản xuất tại CSV được đưa vào vận hành từ lâu nên đã hết khấu hao.

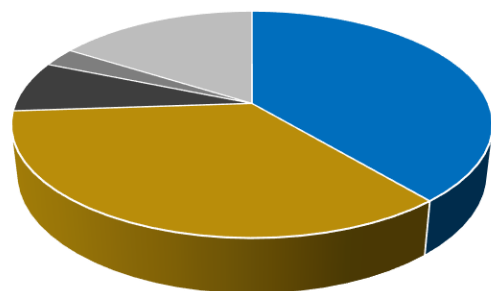
Điện năng và muối công nghiệp là hai thành phần chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu của doanh nghiệp do mảng Xút - Clo là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của CSV nên. Trong đó, điện năng và muối công nghiệp lần lượt chiếm 40% và 35% tổng chi phí nguyên nhiên liệu đầu vào. Các nguyên liệu khác để sản xuất hóa chất bao gồm quặng Apatit, lưu huỳnh, than cốc ước tính chiếm 3-5% tổng chi phí.

Chi phí sản xuất theo yếu tố kinh doanh



- Chi phí nguyên vật liệu
- Chi phí nhân công
- Chi phí khấu hao TSCĐ
- Chi phí mua ngoài
- Chi phí bằng tiền khác

Cơ cấu chi phí nguyên liệu đầu vào



- Điện
- Muối công nghiệp
- Quặng Apatit
- Lưu huỳnh
- Khác

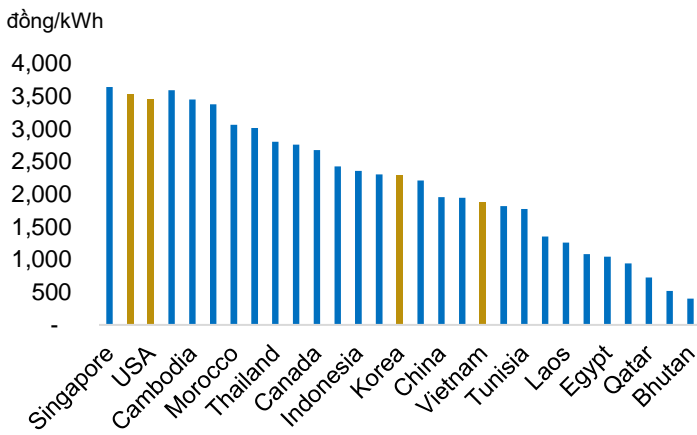
Nguồn: CSV

Điện – Chiếm tỷ trọng cao trong chi phí nguyên nhiên liệu, có lợi thế về giá điện rẻ so với các quốc gia sản xuất Xút khác

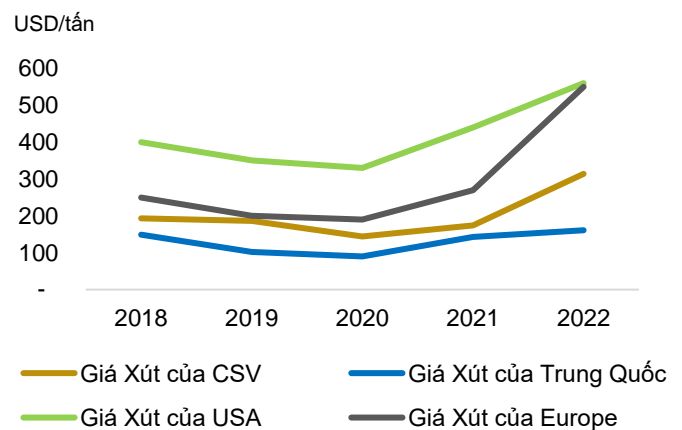
Mỗi năm CSV cần tiêu thụ lượng điện năng khoảng 180–230 triệu KWh để sản xuất các sản phẩm hóa chất, ước tính chi phí điện chiếm 40% tổng chi phí đầu vào, là chi phí lớn nhất trong sản xuất hóa chất của CSV. Hiện tại, CSV phụ thuộc hoàn toàn vào hệ thống lưới điện quốc gia của EVN tại cấp điện áp 22kV với giá điện bán lẻ khoảng 1.890 đồng/kWh và có tốc độ tăng

trường bình quân mỗi năm (CAGR) trong giai đoạn 2020-2030 từ 0,6%-1,8% (theo Quy hoạch điện 8). Mặc dù giá điện tăng, Việt Nam vẫn đang nằm trong nhóm các quốc gia có giá điện rẻ nhất thế giới, thấp hơn nhiều so với Hàn Quốc, Nhật Bản và Mỹ – các quốc gia sản xuất Xút lớn nhất thế giới. Đây là lợi thế lớn giúp Việt Nam có được giá thành sản phẩm Xút cạnh tranh hơn so với nhập khẩu từ các nước khác. Theo ước tính của chúng tôi, giá thành sản phẩm Xút của CSV thấp hơn từ 40-50% so với giá Xút ở Mỹ và thấp hơn 20-30% so với giá Xút ở Châu Âu.

Việt Nam thuộc top các quốc gia có giá điện bình quân rẻ nhất thế giới



So sánh giá Xút giữa các quốc gia giai đoạn 2018-2022



Nguồn: Globalpetrolprices, Businessanalytiq

Muối công nghiệp (chiếm 30% giá thành sản xuất) – CSV nhập khẩu hoàn toàn muối công nghiệp từ Ấn Độ với áp lực từ hạn ngạch thuế quan

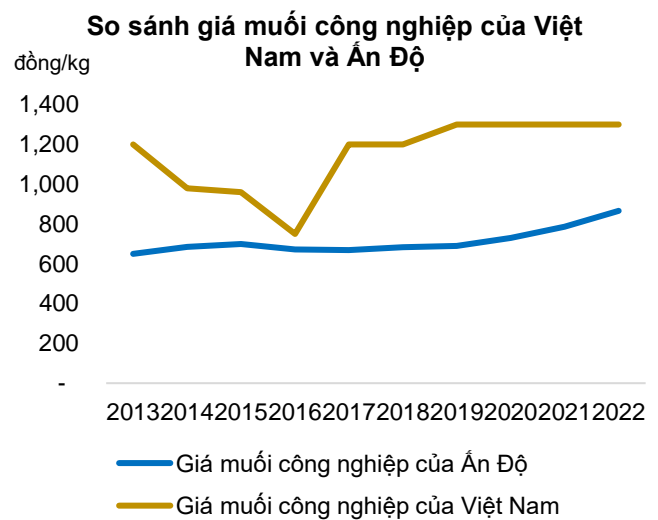
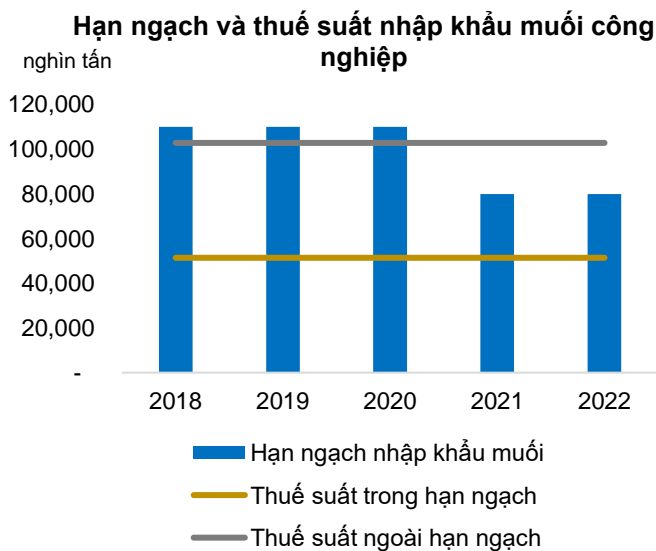
Mặc dù Việt Nam có nhiều tiềm năng để sản xuất muối nhưng mỗi năm vẫn phải nhập khẩu từ 400-600 nghìn tấn muối từ Trung Quốc, Ấn Độ và Úc (chiếm khoảng 70% tổng hạn ngạch nhập khẩu muối) để đáp ứng nhu cầu trong nước. Trong khi đó, muối nội địa giá trị thấp, tồn kho nhiều. Nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự chênh lệch về chất lượng muối công nghiệp giữa Việt Nam và các quốc gia khác do: (1) Thời tiết ở Việt Nam thất thường nên sản lượng muối thu hoạch hàng năm không ổn định; và (2) Việc sản xuất muối ở Việt Nam chủ yếu vẫn theo phương pháp thủ công, quy mô phân tán theo hộ dân (chiếm tới 69% diện tích), nên năng suất, chất lượng muối thấp. Cụ thể, mức độ cơ giới hóa trong sản xuất ở các đồng muối công nghiệp trong nước còn thấp khi mới chỉ áp dụng thiết bị, máy móc ở khâu cấp nước biển và thu hoạch. Bên cạnh đó, các đồng muối ở Việt Nam sau khi thu hoạch hầu hết không qua công đoạn làm sạch mà tiến hành đánh đống ngay, khiến hạt muối dễ dàng lẫn các tạp chất ở bên trong. Nếu sử dụng muối công nghiệp trong nước có chất lượng thấp (hàm lượng Natri Clorua thấp, hàm lượng ion Canxi và Magie cao hơn so với tiêu chuẩn) làm nguyên liệu đầu vào trong dây chuyền Xút-Clo sẽ gây hư hại thiết bị trong quá trình điện phân. Do vậy, doanh nghiệp muốn sử dụng muối công nghiệp trong nước bắt buộc phải đầu tư các dây chuyền loại bỏ các tạp chất không mong muốn, khiến chi phí sử dụng muối gia tăng. Trong khi đó, ở Ấn Độ, Úc và Trung Quốc, việc rửa

muối sau khi thu hoạch là công đoạn bắt buộc, kèm theo đó là quá trình sản xuất muối được cơ giới hóa hoàn toàn và đồng bộ. Vì vậy, muối công nghiệp ở các nước này đáp ứng được tiêu chuẩn làm nguyên vật liệu đầu vào trong sản xuất Xút – Clo.

Bộ NN&PTNT đã đưa ra hạn ngạch nhập khẩu muối 80.000 tấn/năm từ 2021 để khắc phục tình trạng thiếu muối công nghiệp, trong khi đó Việt Nam nhập khẩu trung bình 400-600 nghìn tấn muối/năm. Vì vậy, các doanh nghiệp sản xuất hóa chất trong nước buộc phải nhập khẩu phần lớn muối công nghiệp ngoài hạn ngạch với mức thuế suất cao ở mức 60%.

Về giá bán, giá muối công nghiệp tại Ấn Độ tăng nhẹ qua từng năm trong giai đoạn 2013-2022, dao động từ 650–900 đồng/kg, trong khi đó giá muối công nghiệp ở Việt Nam hiện đang ở mức cao, trung bình dao động trong mức 700–1.300 đồng/kg. Tuy nhiên, mức thuế suất nhập khẩu muối công nghiệp ở Việt Nam khá cao (mức thuế trong hạn ngạch là 30% và mức thuế nhập khẩu ngoài hạn ngạch là 60%), chúng tôi ước tính giá muối công nghiệp nhập khẩu từ Ấn Độ sau khi áp thuế nhập khẩu sẽ cao hơn từ 20-50% so với muối công nghiệp ở trong nước.

CSV được cấp khoảng 20.000 tấn/năm trên tổng số 60.000 tấn muối nhập khẩu từ Ấn Độ, phần còn lại doanh nghiệp phải nhập ngoài hạn ngạch. Chúng tôi ước tính chi phí sử dụng muối công nghiệp của CSV cao hơn ~15%-20% so với việc không áp dụng hạn ngạch.

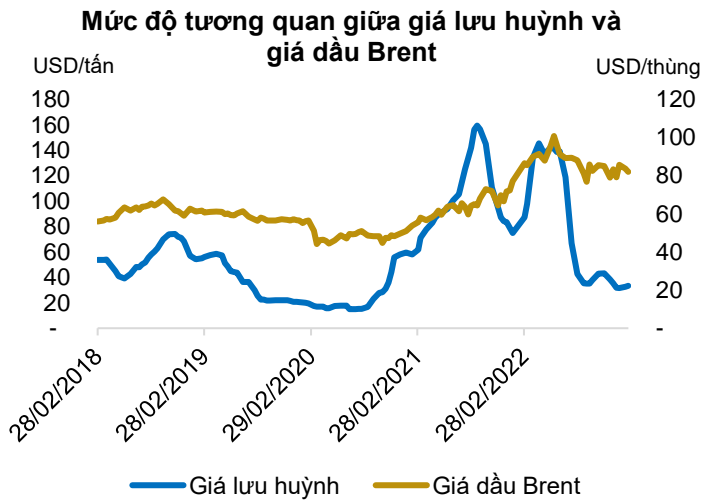


Nguồn: Bộ Công thương Việt Nam, Cục quản lý giá

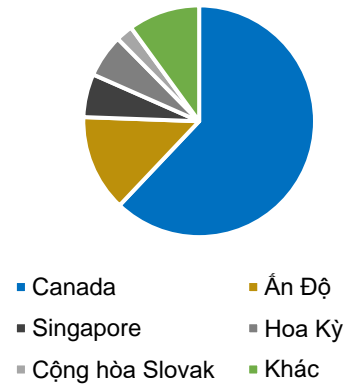
Lưu huỳnh – phụ thuộc 100% vào nhập khẩu

Nguồn cung lưu huỳnh trong nước khan hiếm, chỉ đáp ứng khoảng 2% nhu cầu tiêu thụ (thông qua sản lượng từ nhà máy lọc dầu Dung Quất và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn), vì vậy các doanh nghiệp sản xuất hóa chất nhập khẩu 100% lưu huỳnh từ Trung Quốc, Mỹ, Canada và Nga - những quốc gia sản xuất lưu huỳnh hàng đầu trên thế giới. Bên cạnh đó, lưu huỳnh còn là sản phẩm phụ của quá trình lọc dầu, diễn biến của giá lưu huỳnh khá tương đồng với diễn biến giá dầu thế giới.

CSV hiện đang nhập khẩu lưu huỳnh từ các nước như Nga và Singapore để sản xuất 2 sản phẩm chính là: (1) axit sunfuric (ứng dụng trong sản xuất đường, bột ngọt trong ngành thực phẩm, pin-ắc quy, xử lý nước thải); và (2) phèn nhôm (sử dụng để xử lý nước sinh hoạt và công nghiệp).



Các quốc gia xuất khẩu lưu huỳnh lớn nhất thế giới



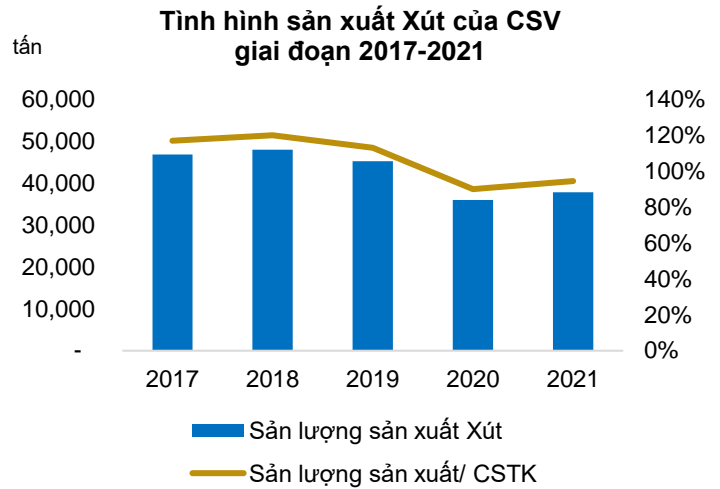
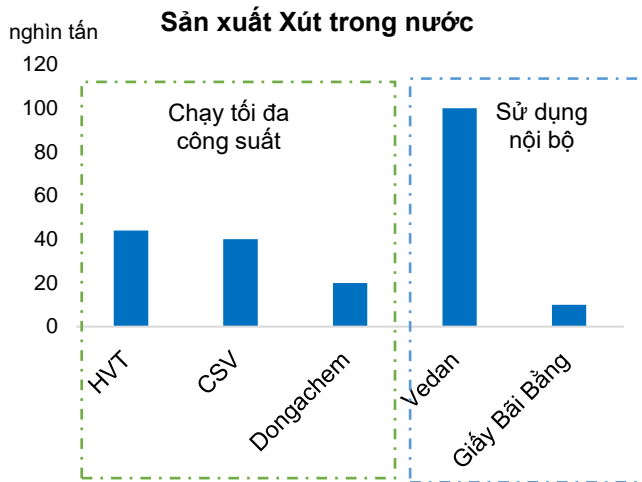
Nguồn: Bloomberg, Sunsir, Trendeconomy

Sản xuất – đạt ngưỡng tối đa công suất vận hành, mức tiêu hao nguyên nhiên liệu đầu vào thấp hơn so với đối thủ cùng ngành

Việt Nam có 5 doanh nghiệp tham gia sản xuất và kinh doanh Xút, với tổng năng lực sản xuất khoảng 214.000 tấn/năm (quy đổi về xút 100%). Trong đó, chỉ có CSV, HVT và Đông Á là 3 doanh nghiệp có năng lực sản xuất Xút lớn nhất và kinh doanh Xút thương phẩm, chiếm 49% tổng sản lượng Xút cả nước. Mặc dù Vedan là doanh nghiệp có năng lực sản xuất Xút lớn nhất cả nước với 100 nghìn tấn/năm nhưng doanh nghiệp này chỉ sử dụng Xút để tiêu thụ nội bộ.

CSV sở hữu dây chuyền công nghệ sản xuất tiên tiến nhất hiện nay – hai bình điện phân màng trao đổi ion, được đồng bộ và có xuất xứ từ tập đoàn tkUCE3 (châu Âu), là DD350 và BM2.7 với tổng công suất thiết kế đạt 40.000 tấn xút/năm.

Trong giai đoạn 2016–2019, dây chuyền sản xuất Xút tại CSV có công suất vận hành đạt ở mức cao, vượt 10-15% so với công suất thiết kế do nguồn cung Xút trong nước chỉ đáp ứng 30-40% nhu cầu tiêu thụ. Trong 2020, Công ty bắt đầu tập trung đầu tư vào dự án “Đầu tư bình điện phân công suất 10.000 tấn NaOH 100%/năm” thay thế các bình điện phân cũ, để ổn định sản xuất và dự phòng trong trường hợp nhu cầu thị trường gia tăng đột biến. Đến cuối Q3.2021, CSV đã đưa vào vận hành hệ thống chỉnh lưu 20KA/520VDC. Đây là tiền đề để CSV lắp đặt thêm bình điện phân mới công nghệ BM2.7, với công suất tăng thêm là 10.000 tấn/năm – tương đương 25% công suất hiện tại của CSV và giảm đáng kể điện năng tiêu thụ so với bình DD350. So với đối thủ HVT thì CSV có lợi thế về định mức tiêu hao 2 nguyên nhiên liệu đầu vào chính – muối công nghiệp và điện (chiếm 70-80% giá thành sản phẩm).



Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, CSV

Đầu ra: Sản xuất đa dạng sản phẩm, trong dài hạn chú trọng sản xuất mảng Xút- Clo

Mảng Xút-Clo là sản phẩm chủ lực của CSV: Nhà máy hóa chất Biên Hòa đảm nhận toàn bộ hoạt động sản xuất của mảng Xút-Clo với sản phẩm chính là Xút lỏng và các sản phẩm gốc Clo như axit HCl, Clo lỏng, PAC và Javel. Doanh thu mảng Xút- Clo chiếm hơn 50% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR 6%/năm trong giai đoạn 2017-2021. Biên lãi gộp mảng Xút - Clo ~35-40%, đóng góp 70%-75% tổng lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2019-2021.

Các sản phẩm Xút-Clo của CSV chủ yếu tiêu thụ nội địa (tập trung ở các tỉnh Nam Trung Bộ, Tây Nguyên, Tây Nam Bộ) và vẫn sẽ phải cạnh tranh với hàng nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện tại, sản phẩm của CSV khó có thể xuất khẩu sang các thị trường khác do công suất thấp, không có lợi thế cạnh tranh về công nghệ và không có sản phẩm đặc thù riêng.

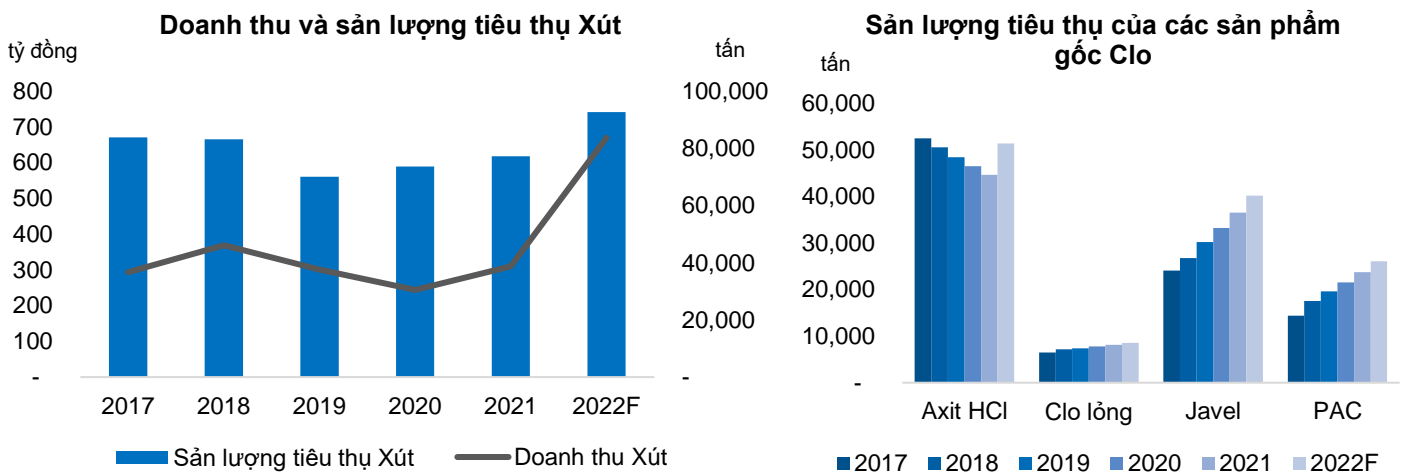
CSV nỗ lực đẩy mạnh việc tiêu thụ sản phẩm gốc Clo - giải quyết tình trạng nút thắt cổ chai đối với sản phẩm Clo

Xút và clo là hai đồng sản phẩm của quá trình điện phân dung dịch muối ăn với tỷ lệ về khối lượng 1,1:1 (tương ứng theo đơn vị ECU). Sau đó, toàn bộ lượng Clo và một phần lượng Xút được đem đi chế biến sâu để sản xuất ra Natri Silicate và các sản phẩm gốc Clo như axit HCl, Clo lỏng, PAC và Javel. Chính vì vậy, Xút cũng có ảnh hưởng rất lớn đối với sản xuất kinh doanh các hợp chất chứa clo, nhất là EDC, VCM và PVC.

Tại Việt Nam mặc dù chi phí điện năng thấp và nhu cầu tiêu thụ Xút lớn nhưng việc mở rộng công suất Xút-Clo của các đơn vị trong nước vẫn là một trở ngại lớn khi nhu cầu sản phẩm gốc Clo vẫn còn rất hạn chế – đây là nút thắt cổ chai trong ngành sản xuất Xút – Clo. Nguyên nhân chính là do: (1) sản phẩm gốc Clo khó lưu trữ, vì vậy khi nhu cầu thị trường đối với các hóa chất clo giảm thì nhiều nhà sản xuất cũng sẽ cắt giảm sản lượng Xút; và (2) Kỹ thuật sản xuất nhựa PVC (nguồn tiêu thụ gốc Clo lớn nhất trên thế giới) tại Việt Nam vẫn chưa được cải thiện. Bên cạnh đó, nếu doanh nghiệp sản xuất chỉ tiêu thụ mỗi sản phẩm Xút thì buộc phải tiêu tốn chi phí khá cao để xử lý Clo dư thừa- gây độc hại với môi trường.

Do đó, CSV đẩy mạnh việc tiêu thụ sản phẩm gốc Clo bằng cách: (1) Điều chỉnh giảm giá bán một số sản phẩm gốc Clo nhằm tăng năng lực cạnh tranh; (2) Tập trung sản xuất các sản phẩm gốc Clo theo nhu cầu của thị trường. Cụ thể, trong giai đoạn 2016 – 2020, CSV đã dần linh động chuyển đổi cơ cấu sản xuất sang sản phẩm Clo lỏng, Javel và PAC trong bối cảnh các doanh nghiệp trong ngành xử lý nước dần thay thế các sản phẩm phenol sang các sản phẩm gốc Clo (có ưu thế về giá thành và công dụng); và (3) Nghiên cứu, triển khai sản xuất các sản phẩm mới gốc Clo để gia tăng năng lực sản xuất. Trong năm 2021, CSV sản xuất 2 sản phẩm gốc Clo mới là Chloramin B và Trichloroisocyanuric acid (TCCA), kỳ vọng sẽ giúp tiêu thụ lượng Clo tăng thêm từ việc mở rộng công suất sản xuất Xút-Clo thêm 10.000 tấn/năm.

Doanh thu các sản phẩm Clo của CSV chiếm 40-50% doanh thu mảng Xút-Clo, với tốc độ tăng trưởng 10%/năm trong giai đoạn 2019-2022.



Nguồn: CSV

Mảng gốc Phốt pho – không đủ năng lực cạnh tranh với các đối thủ trong ngành

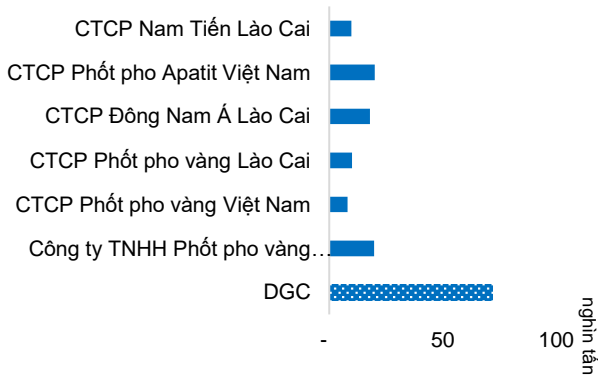
Việt Nam có 7 doanh nghiệp tham gia sản xuất và kinh doanh Phốt pho vàng, chủ yếu tập trung tại tỉnh Lào Cai. Trong đó, Công ty cổ phần Phốt Pho Việt Nam (công ty con của CSV) có năng lực sản xuất thấp nhất với công suất thiết kế khoảng 8.000 tấn/năm, chiếm thị phần 5% trong tổng sản lượng Phốt pho vàng tại Việt Nam. Công ty cổ phần Phốt Pho Việt Nam đảm nhận việc sản xuất phốt pho vàng với 85% sản lượng sẽ mang đi xuất khẩu, phần còn lại sẽ cung cấp cho Nhà máy Hóa chất Đồng Nai để sản xuất axit photphoric và các sản phẩm gốc phốt phát khác.

Doanh thu các sản phẩm chức gốc Phốt pho đóng góp 18% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR -9%/năm trong giai đoạn 2017-2021. Biên lãi gộp mảng này ~8-10%, đóng góp thấp nhất trong cơ cấu lợi nhuận gộp của CSV (khoảng 5-6%) trong giai đoạn 2019-2022.

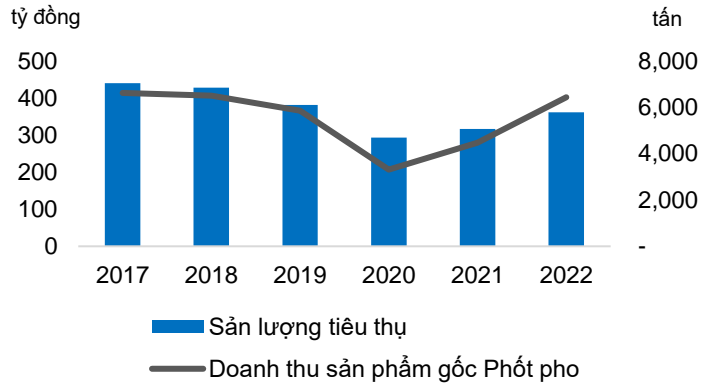
Biên lãi gộp mảng gốc Phốt pho của CSV thấp hơn nhiều so với DGC do: (1) Hệ thống thiết bị sản xuất sản phẩm gốc Phốt pho xuống cấp, khiến định mức tiêu hao nguyên vật liệu đầu vào gia tăng. Do vậy, chi phí sản xuất cao hơn các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực sản xuất phốt pho vàng; và (2) Không tự chủ nguồn nguyên liệu đầu, phải mua 100% nguyên liệu đầu vào từ

Apatit VN. Trong khi đó, DGC chủ động được 70-80% nguồn nguyên liệu đầu vào nhờ sở hữu 2 Khai trường 25 và 19b. Chúng tôi nhận định các sản phẩm gốc Phốt pho của CSV chưa đủ năng lực cạnh tranh về giá và chất lượng so với các đối thủ cùng ngành. Vì vậy, hiện tại CSV vẫn xem xét việc sẽ thoái vốn tại CTCP Phốt pho Việt Nam.

Công suất sản xuất Phốt pho vàng 2021



Doanh thu và sản lượng tiêu thụ sản phẩm gốc Phốt pho



Nguồn: Báo cáo Chiến lược phát triển ngành hóa chất của Bộ Công thương Việt Nam tới 2035, CSV

Màng gốc lưu huỳnh: bị thu hẹp thị phần do mất đi khách hàng lớn

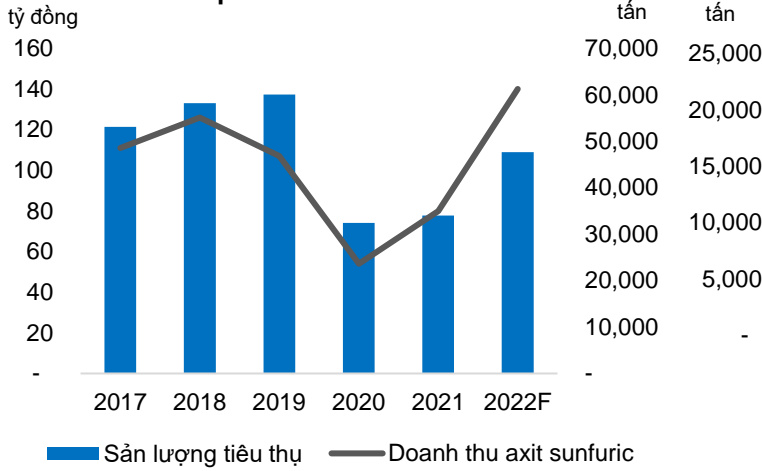
Doanh thu các sản phẩm chứa gốc Lưu huỳnh đóng góp 15% tổng doanh thu, với tốc độ tăng trưởng CAGR -6%/năm trong giai đoạn 2017-2021. Biên lãi gộp màng này ~20-25%.

Doanh thu và sản lượng sản phẩm axit sunfuric giảm mạnh ~48%YoY trong năm 2020 do Ajinomoto – khách hàng chiếm 50% tổng lượng tiêu thụ axit sunfuric - đã thay đổi công nghệ sản xuất, ngừng sử dụng axit sunfuric trong quá trình chế biến bột ngọt. Chúng tôi nhận định về dài hạn, tiêu thụ mặt hàng này có chiều hướng đi xuống do gặp phải cạnh tranh về giá sản phẩm nhập khẩu khi thuế nhập khẩu của sản phẩm này bằng 0% đối với doanh nghiệp nước ngoài được hưởng ưu đãi thuế từ các hiệp định thương mại.

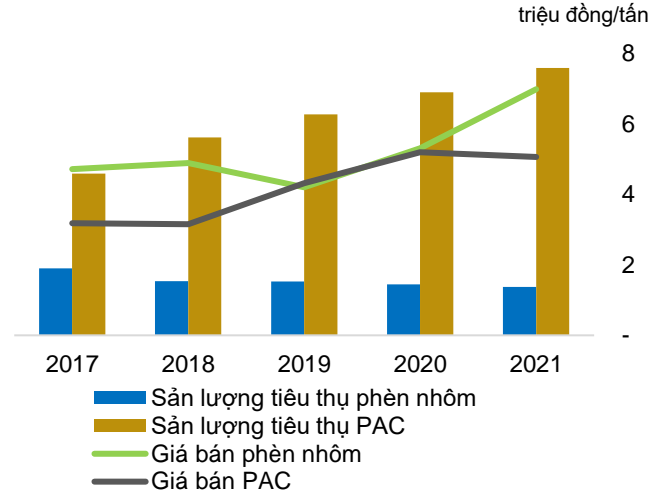
Xu hướng sử dụng PAC trong xử lý nước dần theo thể Phèn nhôm

Ngành xử lý nước hiện có xu hướng chuyển đổi sang sản phẩm PAC để thay thế phèn nhôm với nhiều ưu điểm vượt trội hơn như có hiệu suất làm sạch nước tốt hơn trung bình 30-60% so với phèn nhôm và giá thành rẻ hơn. Chính vì thế, sản lượng nhôm giảm từ 7.100 tấn trong 2015 xuống 4.300 tấn trong 2021. Trong khi đó, sản lượng sản xuất sản phẩm PAC tại CSV trong giai đoạn 2015–2021 gia tăng nhanh chóng, với sản lượng năm 2021 tăng hơn 60% so với năm 2015. Chúng tôi đánh giá xu thế phát triển của PAC sẽ còn tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới và dần dần sẽ thay thế các loại keo tụ cũ như phèn nhôm, phèn sắt. Theo dữ liệu phân tích trong giai đoạn 2016– 2024, thị trường PAC được dự báo sẽ phát triển mạnh ở các khu vực Bắc Mỹ, Châu Á Thái Bình Dương, Trung Đông và Châu Phi với nhu cầu về xử lý nước tăng đều khoảng 8–9% mỗi năm, điều đó ảnh hưởng tiêu cực đến tình hình tiêu thụ phèn nhôm tại CSV.

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ sản phẩm axit sunfuric



Sản lượng tiêu thụ và giá bán của phèn nhôm và PAC



Nguồn: CSV

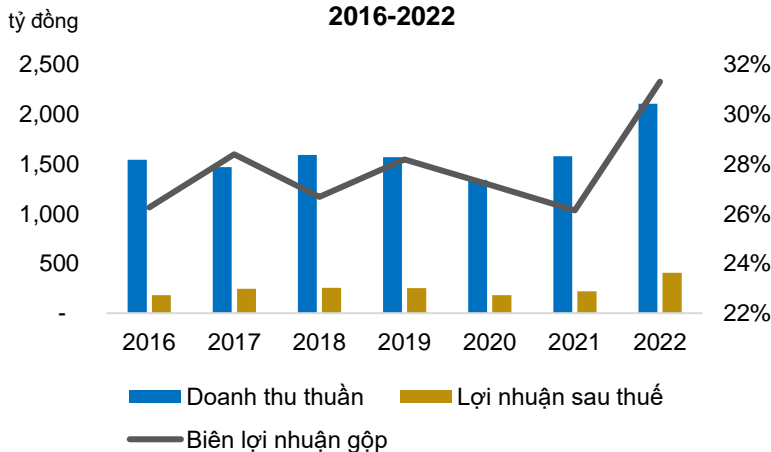
Phân tích hoạt động kinh doanh của CSV

Doanh thu tăng vọt trong năm 2022 nhờ giá Xút tăng mạnh

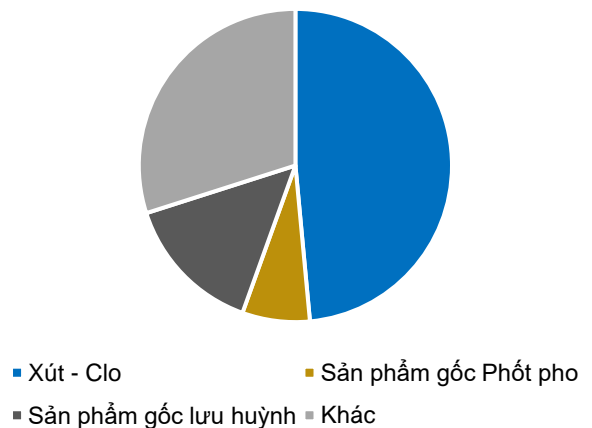
Doanh thu của CSV trong giai đoạn 2017–2021 có xu hướng đi ngang, dao động trong ~1.400–1.600 tỷ đồng mỗi năm. Riêng năm 2022, doanh thu của CSV tăng vọt lên 2.104 tỷ đồng (+33,5% YoY), động lực tăng trưởng đến từ mảng kinh doanh cốt lõi nhờ giá Xút và Phốt pho tăng mạnh.

CSV tập trung sản xuất Xút- Clo, gia tăng tỷ trọng, từ 42% lên 50% trong giai đoạn 2017 – 2021 nhờ việc doanh nghiệp đầu tư hai bình điện phân nhằm nâng cao năng lực sản xuất. Ngược lại, tỷ trọng mảng phốt pho và lưu huỳnh trong doanh thu của CSV có xu hướng giảm dần. Trong đó, các sản phẩm Phốt pho không có vị thế cạnh tranh về giá và chất lượng sản phẩm so với đối thủ cùng ngành, còn kết quả kinh doanh các sản phẩm lưu huỳnh cũng sụt giảm do mất đi khách hàng lớn và thay đổi xu hướng trong ngành xử lý nước.

Kết quả kinh doanh của CSV 2016-2022



Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 2022



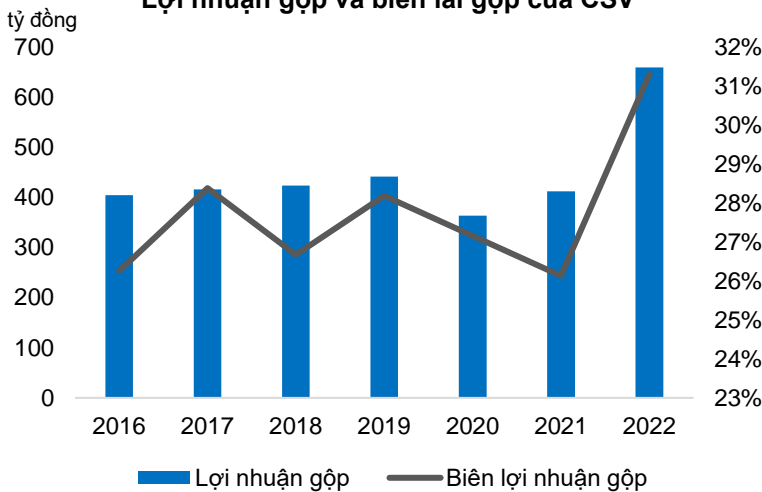
Nguồn: CSV

Biên lãi gộp phụ thuộc vào biến động theo giá hàng hóa do doanh nghiệp chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào

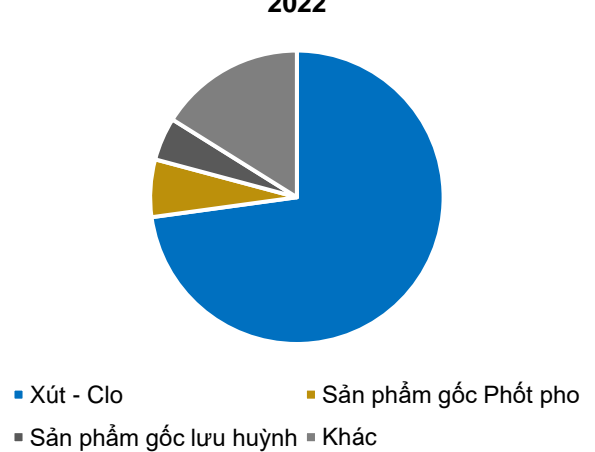
Biên lãi gộp của CSV tăng mạnh 5,2 điểm phần trăm so với 2021, đạt 31,3% trong năm 2022 nhờ nhu cầu sản xuất Alumina tăng thúc đẩy giá bán Xút tăng mạnh trong bối cảnh Trung Quốc cắt giảm sản lượng sản xuất Xút để bảo vệ môi trường và tiết kiệm năng lượng.

So với các đối thủ cạnh tranh: Trong giai đoạn 2017-2022, CSV hiện có biên lợi nhuận gộp cao nhất mảng hóa chất cơ bản nhờ hầu hết các dây chuyền sản xuất tại đây đã hết khấu hao, tuy nhiên vẫn đảm bảo hoạt động ổn định trong vòng từ 6–8 năm tới, giúp giảm đáng kể một phần chi phí được hạch toán vào giá vốn. Ngoài ra, dây chuyền sản xuất của CSV có định mức tiêu thụ hai nguyên nhiên liệu đầu vào chính (muối công nghiệp và điện) – chiếm hơn 60% trong cơ cấu chi phí nguyên nhiên liệu – ở mức thấp. Tuy nhiên, từ năm 2021, biên lãi gộp CSV thấp hơn DGC từ 7-15 điểm phần trăm do chưa tự chủ được nguồn nguyên liệu đầu vào.

Lợi nhuận gộp và biên lãi gộp của CSV

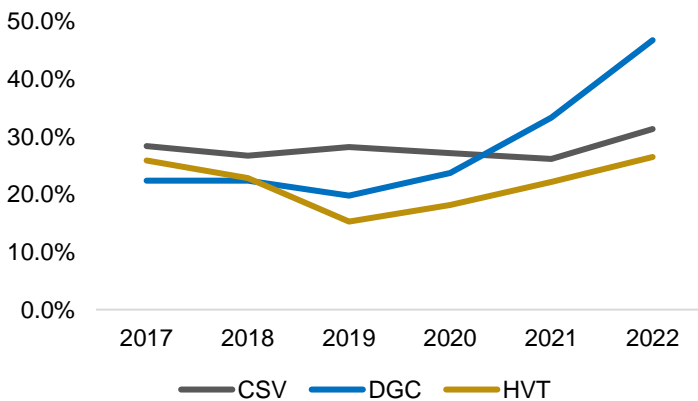


Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm 2022

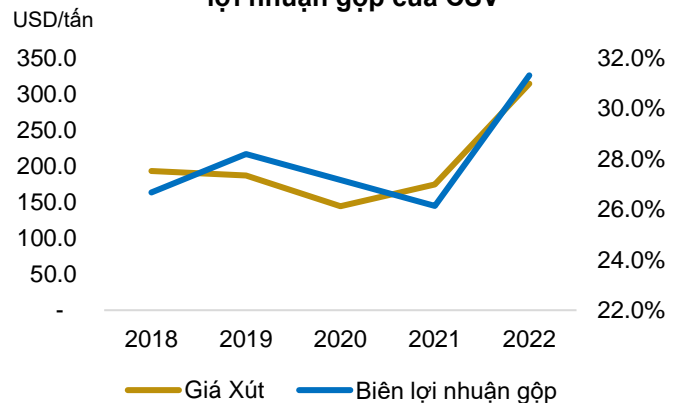


Nguồn: CSV

So sánh biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp trong ngành hóa chất



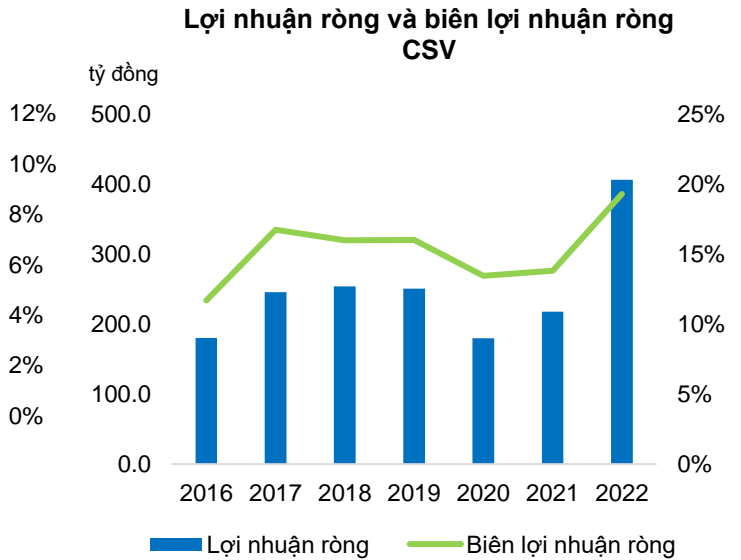
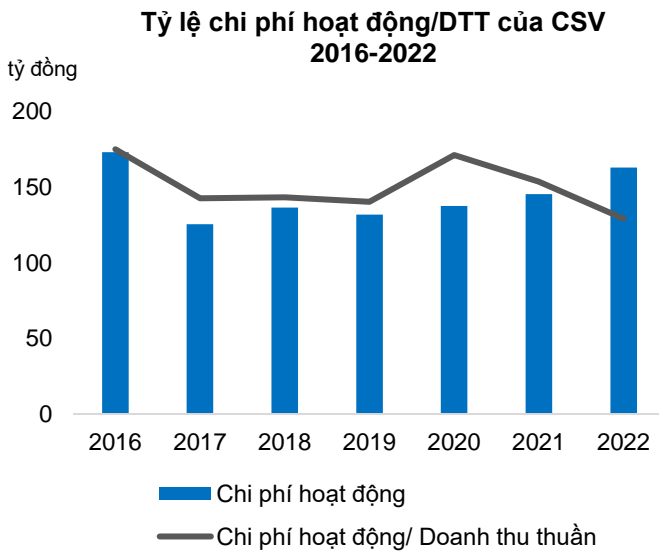
Mức độ tương quan giữa giá Xút và biên lợi nhuận gộp của CSV



Nguồn: Fiinpro, CSV, BVSC ước tính

Kiểm soát tốt chi phí hoạt động và chi phí lãi vay thấp, giúp “bảo vệ” được lợi nhuận ròng

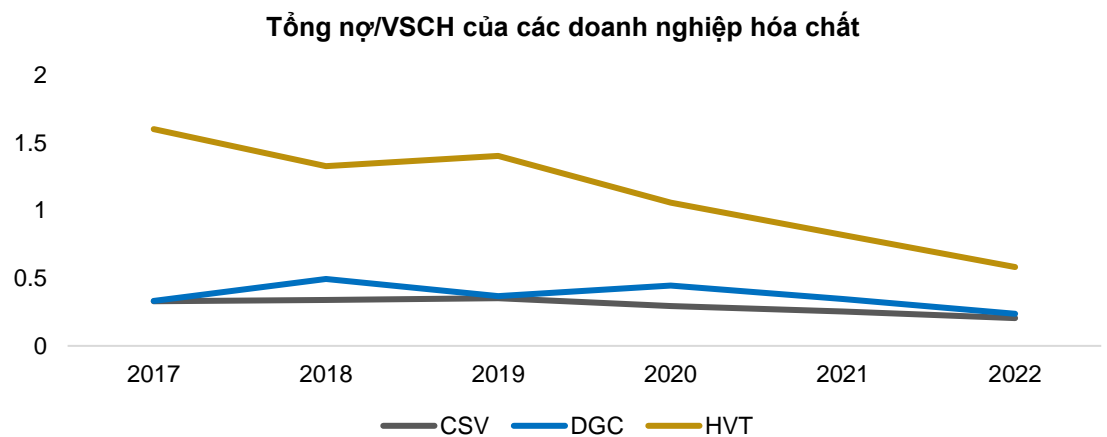
Tỷ lệ chi phí hoạt động/Doanh thu thuần của CSV dao động từ 8-10%. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay giảm mạnh 2,5 lần so với 2021. Do đó, Lợi nhuận ròng tăng 94,5%, vượt mức tăng trưởng Doanh thu thuần (33,5%).



Nguồn: CSV

Bảng cân đối kế toán lành mạnh

Tỷ lệ nợ vay thấp và khả năng thanh toán lành mạnh: Nợ vay của CSV là nợ ngắn hạn, đạt ~126 tỷ trong năm 2022. Tỷ lệ đòn bẩy D/E ~9% trong năm 2022, ở mức thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong khi đó, tỷ lệ tiền mặt cao chiếm 31% tổng tài sản, đạt gần 530 tỷ đồng. Ngoài ra, chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của CSV ở mức tốt với chỉ số thanh toán hiện hành chỉ ở mức 2,74 lần và chỉ số chi trả lãi vay (EBITDA/(Lãi vay+Nợ ngắn hạn)) ở mức khoảng 4,27 lần. Cả 2 chỉ số này đều có xu hướng cải thiện qua các năm.



Nguồn: Fiinpro

Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2021	2022F	2023F	BVSC nhận định
Doanh thu thuần	1.557	2.104	1.945	
Xút - Clo	765	1.022	932	Doanh thu mảng Xút-Clo trong 2023 giảm do (1) Nhu cầu Alumina dự báo sụt giảm; (2) Trung Quốc mở cửa trở lại và gia tăng xuất khẩu sẽ khiến Xút nội địa chịu áp lực cạnh tranh về giá; và (3) Có mức nền cao từ 2022.
Sản phẩm gốc Phốt pho	280	403	302	Nhu cầu điện tử sụt giảm mạnh trong bối cảnh suy thoái kinh tế khiến nhu cầu Phốt pho vàng cho sản xuất chất bán dẫn giảm. Bên cạnh đó, mảng Phốt pho của CSV chưa đủ năng lực cạnh tranh với các đối thủ cùng ngành, dự kiến sẽ giảm giá bán, đồng thời giảm sản lượng xuất khẩu Phốt pho vàng trong năm 2023. Ước tính giá bán dự kiến neo ở 4.500–6.000 USD/tấn, giảm 10-30% so với 2022.
Sản phẩm gốc lưu huỳnh	110	171	159	Giá lưu huỳnh biến động khá tương đồng với giá dầu Brent, dự báo có xu hướng giảm trong 2023.
Khác	422	509	552	
Lợi nhuận gộp	412	659	485	Biên lãi gộp 2023 ước tính giảm 6.5 điểm phần trăm so với 2022 do giá bán của các sản phẩm cốt lõi đều giảm.
Chi phí hoạt động	(145)	(164)	(172)	Tỷ lệ chi phí hoạt động/DTT duy trì mức 8-10%.
EBIT	267	495	313	
Chi phí lãi vay	(5,1)	(2,9)	(3,8)	
Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ	209	353	230	
EPS (đồng/cp)	4.299	7.629	5.213	

Định giá và quan điểm đầu tư

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho CSV là 29.600 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất sinh lời khiêm tốn 8,8% và P/E forward là 5,7 lần (thấp hơn mức P/E trung bình 5 năm là 6,5 lần). Chúng tôi cho rằng đây là mức giá hợp lý đối với CSV vì những thách thức mà doanh nghiệp phải đối mặt trong ngắn và trung hạn.

Định giá	Định giá	Tỷ trọng
Định giá theo phương pháp DCF	27.174	70%
Định giá theo phương pháp P/E	35.480	30%
Giá mục tiêu của CSV	29.600	

Chỉ tiêu	Giá trị
Beta doanh nghiệp	1,6
Market Risk Premium	8,21%
Risk-free Rate	5,2%
Cost of Equity	16,8%
E/A	83%
D/A	17%
Cost of Debt (after tax)	1,5%
WACC	14,5%
Terminal Growth	3%

Phương pháp FCFF

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	324	270	263	257	252	249	327
- Thuế	(65)	(54)	(53)	(51)	(50)	(50)	(65)
- Minority interest	(26)	(21)	(21)	(20)	(20)	(20)	(26)
+ Khấu hao	102	104	92	108	107	112	116
- CAPEX	(178)	(182)	(184)	(186)	(186)	(186)	(170)
- Thay đổi vốn lưu động	171	(22)	26	(21)	(10)	(22)	(55)
FCFF	328	95	124	88	93	83	127
PV of FCFF	287	73	83	51	47	37	49
PV of Terminal value	441						
Giá trị doanh nghiệp	1,067						
- Nợ	(126)						
+ Tiền mặt	260						
Giá trị vốn CSH tương ứng	1.201						
SL cổ phiếu lưu hành (CP)	44.200.000						
Giá mục tiêu theo DCF (đồng/cp)	27.174						

Phương pháp P/E

Chúng tôi xác định P/E mục tiêu của CSV dựa trên trung bình có trọng số của 3 giá trị: (1) Trung bình P/E lịch sử của CSV trong 5 năm gần nhất, trọng số 20%; (2) P/E trung bình của một số doanh nghiệp sản xuất hóa chất, phân bón tại Việt Nam, trọng số 40%; (3) P/E trung bình của một số doanh nghiệp trên thế giới hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hóa chất/phân bón (sau khi chiết khấu 30% do thị trường chứng khoán Việt Nam có mức sụt giảm mạnh hơn so với các quốc gia khác), trọng số 40%.

	Giá trị	Tỷ trọng	P/E ngành	Giá mục tiêu (đồng/cp)
P/E trung bình các DNNN	7,1	40%	6,8	35.480
P/E các doanh nghiệp trong nước	6,7	40%		
P/E trung bình trong 5 năm gần nhất	6,7	20%		

Các doanh nghiệp nội địa cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
CSV	CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam	835	8,6	Xút
HVT	CTCP Hóa chất Việt Trì	24	5,9	Xút
BFC	CTCP Phân bón Bình Điền	42	8,5	Phân bón
DPM	Tổng công ty Phân bón và Hóa chất dầu khí	584	4,2	Phân bón
DCM	CTCP Phân bón dầu khí Cà Mau	534	6,4	Phân bón
Bình quân		216	6,7	

Các doanh nghiệp ngoại cùng ngành:

MCK	Tên doanh nghiệp	Vốn hóa (triệu USD)	P/E bình quân 5 năm	Dòng sản phẩm chủ lực
600141 CH	Hubei Yihua Chemical Industry Co Ltd	2.021	9,3	Phân bón, amoniac, lưu huỳnh,...
600096 CH	Yunnan Yuntianhua Co Ltd	6.216	10,4	Phân bón
600141 CH	Anhui Sierite Fertilizer Industry Ltd Co	1.012	9,3	Phân bón
Bình quân		3.083	10	

Rủi ro

- Biến động giá cả hàng hóa và nguyên vật liệu đầu vào;
- Doanh thu phụ thuộc nhiều vào thị trường xuất khẩu, dễ chịu tác động tiêu cực nếu xảy ra chiến tranh, thiên tai,... tại các quốc gia này;
- Khai thác quặng và sản xuất một số sản phẩm hóa chất gây ô nhiễm môi trường;
- Việc di dời nhà máy chậm hơn dự kiến và sản xuất bị đình trệ trong quá trình thực hiện di dời.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	1.339	1.577	2.104	1.945
Giá vốn	(975)	(1.165)	(1.445)	(1.460)
Lợi nhuận gộp	364	412	659	485
Doanh thu tài chính	13,0	12,4	21,5	10,2
Chi phí lãi vay	(12,5)	(5,1)	(2,9)	(3,8)
Lợi nhuận sau thuế	180	218	407	256

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022	2023F
Tiền, khoản tương đương tiền	115	182	260	471
Các khoản phải thu ngắn hạn	188	234	291	249
Hàng tồn kho	235	343	393	365
Tài sản cố định hữu hình	122	128	121	91
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tổng tài sản	1.299	1.456	1.720	1.997
Nợ vay ngắn hạn	243	296	293	374
Nợ vay dài hạn	52	-	-	68
Vốn chủ sở hữu	1.004	1.160	1.428	1.555
Tổng nguồn vốn	1.299	1.456	1.720	1.997

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2020	2021	2022	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-14,5%	17,8%	33,5%	-7,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-28%	21%	86%	-37%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	27,2%	26,1%	31,3%	25,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,5%	13,8%	19,3%	13,2%
ROA (%)	14%	15%	22%	12%
ROE (%)	18%	19%	27%	15%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Nợ vay/Tổng tài sản (%)	24%	21%	19%	20%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	32%	27%	23%	25%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.636	4.299	7.629	5.213
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	20.948	24.349	32.250	35.130

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Tôn Nữ Nhật Minh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
khanhdi@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888