

Ngành Hóa chất

Báo cáo lần đầu

2 tháng 6, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **24.200**

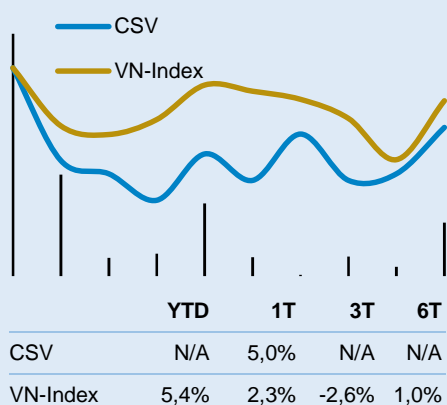
Giá thị trường (2/6/2015) 19.000

Lợi nhuận kỳ vọng +27%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	16.750 -19.780
Vốn hóa	840 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	44.200.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	19.130 CP
% sở hữu nước ngoài	16,7%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.600 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,4%
Beta	0,34

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 622

phanthuytrang@baoviet.com.vn

CTCP Hóa Chất Cơ bản miền Nam

Mã giao dịch: CSV

Reuters: CSV.HMBloomberg: CSV VN

Lượng khách hàng truyền thống lâu năm đảm bảo hoạt động kinh doanh ổn định

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu **24.200 đồng/cổ phiếu**, cổ phiếu CSV phù hợp đầu tư giá trị với những điểm nhấn đầu tư chính:

- ❑ Nguồn cung hóa chất trong nước mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu. Trong đó nhu cầu sản phẩm Xút NaOH vốn là sản phẩm chủ đạo của CSV rất lớn. Đây cũng là một trong những sản phẩm trọng tâm trong quy hoạch phát triển ngành hóa chất Việt Nam với công suất cung ứng trong tương lai dự kiến khoảng 900.000 tấn/năm.
- ❑ Nhu cầu hóa chất tại Việt Nam tương đối lớn do sản phẩm là đầu vào trong các lĩnh vực tiêu dùng và sản xuất công nghiệp thiết yếu,
- ❑ CSV là đơn vị có uy tín thương hiệu cả trong tập đoàn Hóa chất Vinachem lẫn ngoài tập đoàn, lợi thế CSV sở hữu hệ thống khách hàng truyền thống nên doanh thu và lợi nhuận hàng năm khá ổn định.
- ❑ Hiện CSV đang giao dịch tại mức P/E hấp dẫn hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành hóa chất. Cổ phiếu CSV có lợi thế về các chỉ tiêu hoạt động khi so sánh với các công ty hóa chất niêm yết như DGC, LAS, HVT. Tỷ trọng lãi gộp, lãi hoạt động và lãi ròng đều cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tình hình tài chính lành mạnh, dòng tiền dồi dào.

Rủi ro. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần chú ý đến rủi ro di dời bắt buộc 3 nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa 1 của CSV 2018 – 2020. Ước tính CSV sẽ cần khoảng 2.700 tỷ đồng – 3.000 tỷ đồng để thực hiện di dời nhà máy, gây áp lực tài chính lớn và cổ phiếu sẽ bị pha loãng nếu CSV thực hiện tăng vốn. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng cần cân nhắc tới rủi ro giá nguyên liệu và áp lực cạnh tranh.

Dự báo 2015. Tăng trưởng nhẹ với doanh thu đạt 1.545 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 165 tỷ đồng, tăng 4% so với năm 2014, EPS tương ứng 3.312 đồng. Trong năm 2015, CSV được hưởng lợi giá nguyên vật liệu giảm mạnh 20% so với năm ngoái, tuy nhiên do tác động ngược chiều từ việc giá điện tăng 7,5% bắt đầu từ Q2/2015 nên KQKD được dự báo tăng trưởng nhẹ.

Một số chỉ tiêu tài chính của CSV

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.538	1.516	1.551	1.545
EBITDA (tỷ đồng)	267	318	339	301
EBIT (tỷ đồng)	180	228	223	214
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	102	151	158	165
EPS (đồng/cổ phần)	3.236	5.293	3.172	3.312
P/E (x)	5,9	3,61	6,02	5,77
P/B (x)	1,35	0,83	1,46	1,26
ROA (%)	8,39%	12,45%	14,43%	13,53%
ROE (%)	21,12%	22,10%	22,59%	19,98%

Báo cáo lần đầu
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	72,51%
Sở hữu nước ngoài	16,72%
Sở hữu khác	10,77%

CỔ ĐÔNG LỚN

Tập đoàn hóa chất Việt Nam	65%
VN Investment Property Holdings	7,5%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	1.539	1.516	1.551	1.545	1.627	1.713
Giá vốn	1.256	1.204	1.185	1.181	1.244	1.310
Lợi nhuận gộp	283	312	366	364	383	404
Doanh thu tài chính	4	6,3	6,9	7	7	8
Chi phí tài chính	48	27	16	11	11	10
Lợi nhuận sau thuế	102	151	158	165	179	190

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Tiền & khoản tương đương tiền	140	145	261	373	478	591
Các khoản phải thu ngắn hạn	106	148	127	127	134	141
Hàng tồn kho	3	9	11	226	238	251
Tài sản cố định hữu hình	300	354	269	278	283	289
Đầu tư tài chính dài hạn	-	2	-	-	-	-
Tổng tài sản	947	1.046	971	1.082	1.214	1.357
Nợ ngắn hạn	531	445	340	164	154	144
Nợ dài hạn	40	10	11	10	9	8
Vốn chủ sở hữu	344	565	580	733	868	1.013
Tổng nguồn vốn	947	1.046	971	1.082	1.214	1.357

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2013	2014F	2015F	2016F	2017F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	(1%)	2%	-0,4%	5,3%	5,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	49%	5%	4,4%	8,5%	5,9%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,6%	23,6%	23,6%	23,6%	23,6%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,98%	10,2%	10,7%	11,0%	11,1%
ROA (%)	12,5%	14,4%	13,5%	13,1%	12,3%
ROE (%)	22,1%	22,6%	20,0%	18,3%	16,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	43,7%	36,1%	32,3%	28,5%	25,4%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	77,6%	56,5%	47,6%	39,9%	34,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5.293	3.172	3.312	3.592	3.804
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	23.032	13.115	15.228	17.820	20.623

Tiềm năng tăng trưởng lớn tại sản phẩm chính Xút - NaOH

Nguồn cung hóa chất cơ bản trong nước mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu.

Hóa chất cơ bản là một trong 10 nhóm ngành nằm trong quy hoạch phát triển đến năm 2020 của ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam. Trong đó nhấn mạnh kế hoạch đầu tư xây dựng một số mặt hàng hóa chất cơ bản trọng yếu, đặc biệt là việc đầu tư mới dây chuyền sản xuất Xút – Clo với tổng công suất 900.000 tấn/năm.

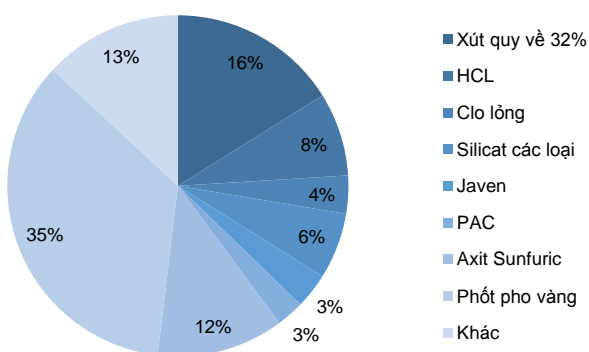
Sản phẩm Xút – Clo là đầu vào của một số ngành công nghiệp trong điềm như ngành công nghiệp hóa dầu, ngành sản xuất nhựa PVC, ngành hàng tiêu dùng, ngành công nghiệp Dệt nhuộm...

Ngành công nghiệp hóa dầu sẽ được chú trọng và thúc đẩy trong tương lai, theo đó các dự án dây chuyền Xút – Clo sẽ được đầu tư song song với việc phát triển các tổ hợp hóa dầu. Khi sản xuất Xút từ muối, lượng khí Clo và khí Hydro sẽ được tiết xuất song song cùng với lượng Xút thu được. Trung bình cứ 1,1 tấn Xút được sản xuất thì sẽ sản sinh ra 1 tấn Clo. Lượng Clo dư trong quá trình sản xuất Xút chưa thể cân bằng do ngành công nghiệp hóa dầu còn hạn chế, theo đó gây ảnh hưởng tới việc nâng công suất tối đa sản xuất Xút từ các nhà máy. Hiện nay mới chỉ có một số nhà máy sản xuất sử dụng canxi để trung hòa lượng Clo dư, nhằm giải phóng ra Canxi Clorua, vốn là chất thường được dùng trong dung dịch khoan do có thể làm tăng tỷ trọng dung dịch lỏng nước biển, cải thiện tính chất lỏng và điều chỉnh độ thấm thấu trong bùn.

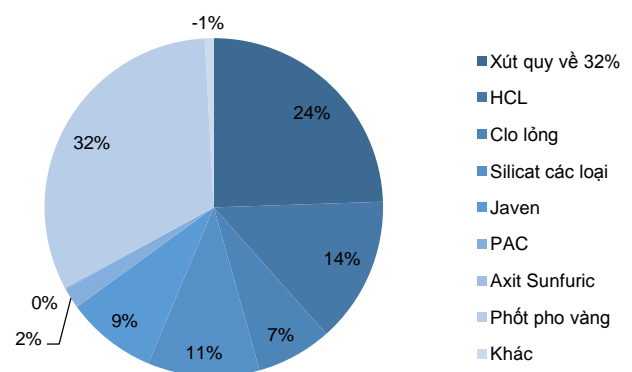
Nền kinh tế đang trên đà phục hồi, kéo theo sự phát triển các ngành công nghiệp sản xuất nhựa PVC, ngành công nghiệp dệt nhuộm, ngành sản xuất giấy và ngành hàng tiêu dùng, vốn sử dụng nguyên liệu đầu vào là Xút với tỷ trọng cao.

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận sản phẩm Xút – Clo:

Cơ cấu doanh thu CSV



Cơ cấu lợi nhuận CSV



Mở rộng công suất bị hạn chế, khả năng điều tiết cơ cấu giá thành thấp

Khả năng mở rộng công suất bị hạn chế do áp lực di dời 3 nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa Đồng Nai

KCN Biên Hòa 1 hình thành từ năm 1963, tổng diện tích 335ha. Hiện KCN này có 52 cơ sở phát sinh khí thải, khói, bụi, gây ảnh hưởng đến môi trường chung. Mỗi ngày, 97 DN đang hoạt động tại KCN xả ra hơn 9.000m³ nước thải, trong đó chỉ có 1.100m³ được đầu nối qua KCN Biên Hòa II để xử lý, phần còn lại được các DN tự xử lý rồi xả trực tiếp ra sông Đồng Nai, khiến con sông này bị ô nhiễm nghiêm trọng.

Hiện nay, CSV sở hữu 3 nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa, đều trong diện di dời bắt buộc trong giai đoạn 2018 – 2020. Theo doanh nghiệp, chi phí để di dời 3 nhà máy từ khu công nghiệp Biên Hòa sang vị trí mới sẽ vào khoảng 2.700 tỷ - 3.000 tỷ. Doanh nghiệp sẽ phải chịu sức ép về vốn để đầu tư nâng cao công suất tại vị trí mới cũng như phải lo lắng an sinh cho bộ phận người lao động hiện đang làm việc tại khu công nghiệp Biên Hòa 1.

Nhà máy	Sản phẩm	Vị trí
Nhà máy hóa chất Đồng Nai	- Axit Photphoric (H ₃ PO ₄) kỹ thuật (7.000 tấn/năm) - Axit Photphoric (H ₃ PO ₄) thực phẩm (3.000 tấn/năm)	Đường số 1, khu công nghiệp Biên Hòa 1, tỉnh Đồng Nai
Nhà máy hóa chất Biên Hòa	- Dây chuyền sản xuất Xút NAOH (40.000 tấn/năm) - Dây chuyền sản xuất axit clohydric (HCL) (126.000 tấn/năm) - Dây chuyền Silicat (30.000 tấn/năm) - Dây chuyền sản xuất muối ăn (Muối xay 15.000 tấn/năm, muối cô 21.000 tấn/năm) - Phân xưởng chưng cất axit sunfuric tinh khiết (H ₂ SO ₄ 98%) 2.000 tấn/năm	Đường số 5, Khu công nghiệp Biên Hòa 1, tỉnh Đồng Nai
Nhà máy hóa chất Tân Bình 2	- Dây chuyền sản xuất axit sunfuric kỹ thuật (60.000 tấn/năm) - Dây chuyền sản xuất muối nhôm sunfat (8.000 tấn/năm) (17% Al ₂ O ₃ & 15% AL ₂ O ₃)	Đường số 5, khu công nghiệp Biên Hòa 1, tỉnh Đồng Nai

Nguồn: CSV

Khả năng áp giá bán thấp do áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm nhập khẩu Trung Quốc khá cao

Bảng so sánh tác động cạnh tranh đối với từng sản phẩm chủ lực của CSV

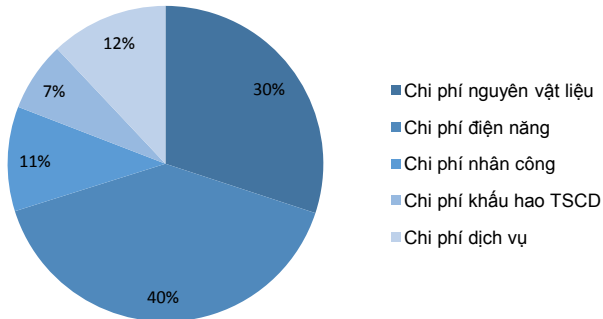
Sản phẩm	Ứng dụng	Thị phần & Đối thủ cạnh tranh	Đánh giá tác động
Xút NaOH	Hóa chất xử lý nước, Sản xuất giấy và bột giấy, Ngành Dệt nhuộm, sản xuất chất tẩy rửa xà phòng, nhựa PVC	Thị phần 25% Công ty Vedan là đối thủ cạnh tranh với thị phần 35% Công ty Vedan: 80.000 tấn/năm Giấy bãi bằng : 10.000 tấn/năm CTCP Hóa chất Việt Trì: 20.000 tấn/năm	Trung bình Do nhu cầu Xút – Clo là rất lớn, hiện do chưa thể cân bằng được lượng Clo khi sản xuất Xút nên sản lượng Xút vẫn còn ở mức khiêm tốn Sản phẩm Xút được bảo hộ công nghiệp với mức thuế suất nhập khẩu 5% - 20%
Axit Sunfuric	Nguyên liệu phân bón, sản xuất phèn lọc nước, sản xuất ắc quy	Thị phần 50% Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, nhà máy supephotphat Long Thành	Cao
HCL 32%	Dùng trong sản xuất, thực phẩm, bột ngọt	Thị phần 50% (chưa hoạt động hết công suất) Công ty Vedan: 40% CTCP Hóa chất Việt Trì: 10%	Trung bình
PAC	Xử lý nước thải, công nghiệp dệt nhuộm	Thị phần 20% Cty TNHH Bắc Giai: 10% Cty Tan Luas : 20%	Trung bình
Axit Photphoric	Sản xuất phân bón	Đối thủ từ Trung Quốc và Hàn Quốc	Cao

Nguồn: BVSC thu thập

Tính chủ động trong việc kiểm soát các yếu tố chi phí đầu vào thấp

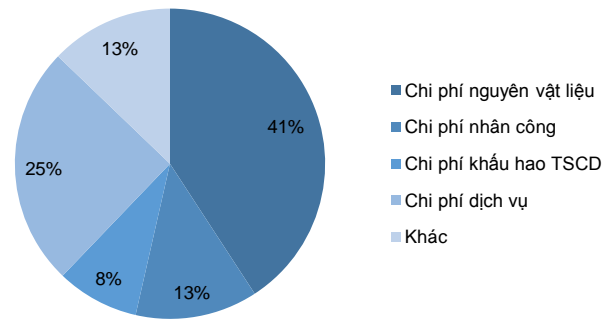
Sản phẩm Xút – Clo và sản phẩm Axit sunfuric là 2 sản phẩm chủ lực của CSV. Trong đó cơ cấu chi phí nguyên vật liệu chiếm tương đối lớn trong cơ cấu giá thành. Chi phí muối công nghiệp chiếm tới 30% cơ cấu chi phí sản xuất Xút Clo và chi phí lưu huỳnh cũng chiếm khoảng 30% giá thành sản phẩm.

Cơ cấu giá thành sản phẩm Xút



Nguồn: CSV

Cơ cấu giá vốn CSV



Nguồn: CSV

CSV không có kho lớn chứa nguyên liệu, do đó khả năng tận dụng tích trữ khi giá nguyên liệu xuống thấp còn hạn chế, tần suất nhập nguyên liệu của CSV là 2 tháng/lần.

Các loại nguyên liệu chính sản xuất của CSV như muối công nghiệp, lưu huỳnh thường khó dự đoán về giá cả. Đây lại là những nguyên liệu chính chiếm tỷ trọng không nhỏ trong cơ cấu giá thành, do đó hoạt động kinh doanh của CSV có sự phụ thuộc rất lớn vào diễn biến giá cả các loại nguyên vật liệu nhập khẩu chưa kể đến rủi ro tỷ giá. CSV sẽ được hưởng lợi khi giá nguyên vật liệu xuống thấp nhưng cũng sẽ chịu rủi ro cao khi giá nguyên vật liệu theo chiều hướng gia tăng. Hàng năm CSV nhập khẩu khoảng 75.000 tấn muối công nghiệp, 73% trong đó nhập khẩu từ Ấn Độ, còn lại nhập khẩu từ Úc. Nguyên liệu chính thứ 2 là lưu huỳnh với sản lượng nhập khẩu hàng năm khoảng 20.000 tấn từ 3 quốc gia Singapore, Nga, Thổ Nhĩ Kỳ.

Nguyên liệu chính	Nước sản xuất	Sản lượng nhập khẩu bình quân/năm
Muối công nghiệp	Ấn Độ, Úc	75.000 tấn
Lưu huỳnh	Singapore, Nga, Thổ Nhĩ Kỳ	20.000 tấn

Nguồn: CSV, BCB

Chi phí điện chiếm khoảng 25% cơ cấu giá thành với tổng sản lượng tiêu thụ mỗi năm khoảng 180 triệu kWh. Đặc thù của hoạt động kinh doanh của CSV có sử dụng lượng điện năng tương đối lớn, nhất là phục vụ cho khâu điện phân muối sản xuất Xút – Clo. Riêng chi phí điện năng trong khâu sản xuất Xút – Clo đã chiếm tới 40% tổng giá vốn mặt hàng này. Trong khi đó, diễn biến giá điện lại thường theo xu hướng tăng (bình quân giá điện tăng khoảng 5%/năm trong quá khứ), gây quan ngại tới HĐKD tương lai của CSV.

Tốc độ khấu hao nhanh do đặc thù hoạt động trong ngành hóa chất, mức độ mài mòn thiết bị, máy móc cao, kéo theo chi phí vốn đầu tư hàng năm cũng sẽ ở mức độ tương đối. Với mức khấu hao tương đương năm 2014 thì chỉ khoảng 2 năm nữa, CSV sẽ hết khấu hao cho phần máy móc thiết bị. Tuy nhiên do đặc thù ngành hóa chất với độ mài mòn cao, chi phí đầu tư vận hành liên tiếp sẽ được bù đắp, mức độ hưởng lợi trong KQKD thấp.

HĐKD ổn định nhờ hệ thống khách hàng truyền thống lâu năm

Hệ thống khách hàng của CSV bao gồm 90% khách hàng ngoài tập đoàn Vinachem và 10% khách hàng trong tập đoàn Vinachem.

Các khách hàng có hợp đồng lớn với CSV phần lớn hoạt động trong lĩnh vực sản xuất hàng tiêu dùng như bột giặt, nước tẩy rửa, nước thơm, dầu gội đầu; hoạt động trong lĩnh vực phân bón, hóa chất; hoạt động trong lĩnh vực thực phẩm; hoạt động xử lý nước thải; hoạt động trong ngành công nghiệp dệt nhuộm. Đây đều là những công ty hoạt động trong lĩnh vực thiết yếu và là những khách hàng lâu năm của CSV. Do đó hoạt động kinh doanh của CSV được đánh giá tương đối ổn định, có thể trụ vững và đã được minh chứng ngay cả trong những giai đoạn khó khăn nhất của nền kinh tế như giai đoạn 2011 – 2013.

Danh sách một số khách hàng có giá trị hợp đồng lớn với CSV

Hệ thống khách hàng	Tên công ty
Trong tập đoàn Vinachem	CTCP Bột giặt LIX CTCP Bột giặt NET Công ty TNHH Dap Vinachem CTCP Phân bón miền Nam CTCP Phân bón hóa chất Cần Thơ
Ngoài tập đoàn Vinachem	Công ty TNHH Uihwa Việt Nam Công ty TNHH P&G Đông Dương Công ty TNHH 1TV Thoát nước đô thị Tp HCM Công ty TNHH Công nghệ thực phẩm Việt Tiến Công ty Hóa chất và Thiết bị Thiên Phú Công ty AJINOMOTO Việt Nam

Nguồn: CSV

Phân tích SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
Hệ thống khách hàng ổn định là các tổ chức, doanh nghiệp thuộc Vinachem và những đối tác chiến lược lâu năm	Hệ thống phân phối yếu, bán hàng không thông qua kênh phân phối chính thức, khả năng phát triển khách hàng mới chưa được kiểm chứng
Tình hình tài chính lành mạnh, dòng tiền hoạt động dồi dào	Quy mô sản xuất chưa đáp ứng được nhu cầu của thị trường
Cơ hội	Thách thức
Nền kinh tế phục hồi sẽ kéo theo sự phát triển các dự án xử lý nước, phát triển nhà máy phân bón, hóa chất, nhu cầu thực phẩm và các sản phẩm dệt nhuộm cũng gia tăng	Nằm trong Khu công nghiệp Biên Hòa buộc phải di dời giai đoạn 2018 – 2022, ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất của CSV khi chi phí di dời tốn kém. CSV ước tính mất khoảng 2.700 tỷ đồng cho chi phí di dời, như vậy trong khoảng 3-5 năm tới, CSV sẽ buộc phải vay nợ và phát hành cổ phiếu, kéo theo KQKD sụt giảm do tác động tài chính, khấu hao mới và EPS thấp do pha loãng cổ phiếu.

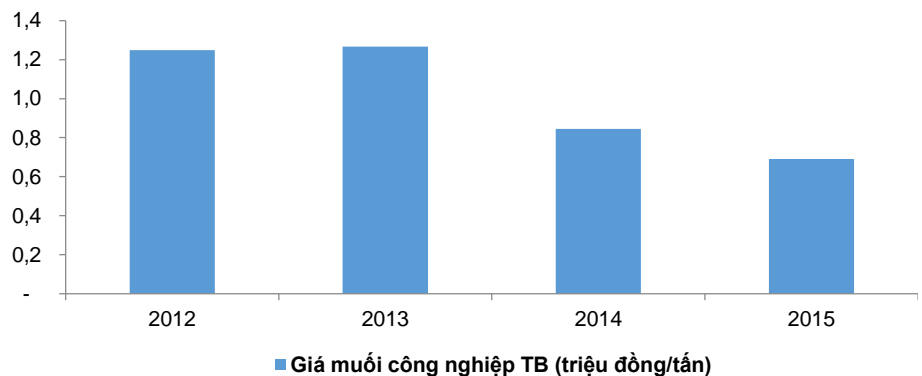
Tình hình cạnh tranh các sản phẩm hóa chất ngày càng gay gắt, đặc biệt là các sản phẩm hóa chất từ Trung Quốc. CSV không có khả năng cạnh tranh về giá bán đối với các sản phẩm xuất xứ từ Trung Quốc, mà chỉ có thể cạnh tranh về chất lượng sản phẩm, do đó khách hàng thường là những doanh nghiệp có mối quan hệ làm ăn lâu dài. Việc mở rộng mạng lưới khách hàng cần nhiều thời gian để chứng minh chất lượng sản phẩm. Ngoài ra việc bị giới hạn công suất cũng khiến cho CSV khó có lượng khách hàng mới ngoài tập khách hàng lâu năm.

Triển vọng 2015, KQKD tăng trưởng nhẹ

CSV đang được hưởng lợi giá nguyên liệu muối công nghiệp giảm (20%) so với năm 2014 và đang có chiều hướng tiếp tục suy giảm trong năm 2015. Do đó KQKD Q1/2015 của CSV tương đối tích cực với doanh thu và LNST dự kiến đạt lần lượt 253 tỷ đồng và 38 tỷ đồng, tăng trưởng tương ứng 4,5% và 52% so với cùng kỳ năm ngoái, mức biên lợi nhuận gộp tăng lên 26,1% so với mức 21% cùng kỳ năm ngoái.

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ là do các sản phẩm như Clo lỏng, Silicat, axit sunfuric gia tăng sản lượng tiêu thụ cộng hưởng với giá vốn giảm do chi phí nguyên liệu muối công nghiệp giảm. Tuy nhiên bắt đầu từ tháng 3/2015, giá điện vốn chiếm tới 25% giá thành của CSV sẽ tăng 7,5%, theo đó sẽ tác động tiêu cực trở lại KQKD của CSV. Doanh thu và lợi nhuận ước tính thận trọng trong năm 2015 sẽ lần lượt đạt 1.545 tỷ đồng và 165 tỷ đồng, tương ứng mức EPS khoảng 3.312 đồng/cp.

Giá muối công nghiệp nhập khẩu CSV



Nguồn: CSV

Chỉ tiêu	2015F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.545	-0,4%
<p>Sản lượng. Dự báo ổn định, chỉ giảm nhẹ do:</p> <ul style="list-style-type: none"> Sản lượng tiêu thụ chỉ giảm nhẹ tại một số mặt hàng như sản phẩm axit sunfuric, PAC <p>Giá bán. Giá bán được giả định tăng trưởng theo lạm phát (5%) tại một số mặt hàng như Xút, HCL, Clo lỏng, Axit sunfuric, axit photphoric, sắt III Clorua, muối NaCl các loại.</p>		

Báo cáo lần đầu

Giá vốn	1.181	-0,4%	Chi phí nguyên vật liệu và chi phí năng lượng. Do hưởng lợi giá muối công nghiệp giảm mạnh (20%) so với năm 2014 và đang trong xu hướng giảm tiếp, đồng thời chịu tác động tiêu cực từ việc tăng giá điện 7,5% từ quý 2/2014, chúng tôi giả định thận trọng tỷ trọng giá vốn/doanh thu ngang mức như 2014 Chi phí khấu hao. Chi phí khấu hao sau khi tính bình quân thời gian khấu hao các tài sản như nhà cửa, máy móc thiết bị, phương tiện vận tải, thiết bị quản lý sẽ vào khoảng 80 tỷ đồng/năm
Lợi nhuận gộp	364	-0,4%	
Chi phí tài chính	11	-30,5%	Giảm nghĩa vụ tài chính => chi phí tài chính giảm
Chi phí bán hàng	57	0%	
Chi phí QLDN	93	-0,4%	Tỷ lệ Chi phí QLDN vẫn giữ nguyên, ngang tỷ lệ năm 2014 là 6%/doanh thu do <ul style="list-style-type: none"> □ <i>Khấu hao tài sản cố định tại 2 đơn vị ngừng hoạt động (chi nhánh công ty và mỏ Boxit Bảo Lộc) tiếp tục được phân bổ trong năm 2015</i> □ <i>Giá trị lợi thế doanh nghiệp sau khi cổ phần hóa là 42 tỷ đồng, phân bổ trong 10 năm từ năm 2014</i>
LN sau thuế	165	4,4%	
EPS	3.312	4,4%	

Định giá cổ phiếu

Kết quả định giá cổ phiếu CSV vào khoảng **24.200 đồng/cổ phần**, tiềm năng tăng giá 27% so với mức giá hiện tại, dựa trên 2 phương pháp định giá chính là phương pháp dòng tiền và phương pháp so sánh. Trong đó đối với phương pháp dòng tiền chúng tôi lựa chọn phương pháp FCFE nhằm phản ánh sát dòng tiền hoạt động dồi dào của doanh nghiệp, khả dụng thanh toán nghĩa vụ tài chính và phương pháp so sánh nhằm đánh giá mức giá hợp lý của doanh nghiệp dựa trên mức kỳ vọng thị trường.

Bảng tính P/E, P/B trung bình các doanh nghiệp hóa chất niêm yết

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B
CTCP Bột giặt và Hóa chất Đức Giang	1.123,23	6,97	1,69
CTCP Hóa chất Việt Trì	142,63	6,00	1,07
CTCP SupePhotphat hóa chất Lâm Thao	2.272,69	6,22	1,46
Average		6,44	1,51

Bảng tổng hợp kết quả các phương pháp định giá

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Giá trị (VND)	Giá trị tỷ trọng (VND)
Phương pháp FCFE	30%	28.800	8.640
Phương pháp P/E	35%	21.400	7.490
Phương pháp P/B	35%	23.100	8.085
Giá cổ phiếu CSV			24.215

So sánh hiệu quả hoạt động với một số công ty trong ngành

Qua so sánh, nhận thấy CSV có lợi thế về các chỉ tiêu hoạt động tương đối so với các công ty hóa chất niêm yết. Tỷ trọng lãi gộp, lãi hoạt động và lãi ròng đều cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ trọng sử dụng vốn vay cũng như hiệu quả kinh doanh đạt mức trung bình. Hiện CSV đang giao dịch tại mức P/E hấp dẫn hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành hóa chất.

Chỉ tiêu	CSV	DGC	HVT
Lãi gộp/Doanh thu	23,57%	17,04%	23,10%
Lãi hoạt động/Doanh thu	13,27%	11,43%	7,61%
Lãi trước thuế/Danh thu	13,40%	12,13%	8,04%
Lãi ròng/Doanh thu	10,21%	10,51%	6,24%
ROE	24,45%	26,22%	18,96%
ROA	13,91%	10,07%	7,64%
P/E cơ bản	3,36	6,86	5,9
P/B	1,36	1,66	1,05
Vốn vay/Tài sản	16%	17%	52%

Nguồn: BVSC ước tính

Khuyến nghị Đầu tư

BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu **24.200 đồng/cổ phiếu**, tiềm năng tăng giá 27% so với mức giá hiện tại trên cơ sở 3 phương pháp định giá FCFE, P/E và P/B. Cổ phiếu CSV phù hợp đầu tư giá trị với những điểm nhấn đầu tư chính:

- Nguồn cung hóa chất trong nước mới chỉ đáp ứng được 50% nhu cầu. Trong đó nhu cầu sản phẩm Xút NaOH vốn là sản phẩm chủ đạo của CSV rất lớn. Đây cũng là một trong những sản phẩm trọng tâm trong quy hoạch phát triển ngành hóa chất Việt Nam với công suất cung ứng trong tương lai dự kiến khoảng 900.000 tấn/năm.

- ❑ Nhu cầu hóa chất tại Việt Nam tương đối lớn do sản phẩm là đầu vào trong các lĩnh vực tiêu dùng và sản xuất công nghiệp thiết yếu,
- ❑ CSV là đơn vị có uy tín thương hiệu cả trong tập đoàn Hóa chất Vinachem lẫn ngoài tập đoàn, lợi thế CSV sở hữu hệ thống khách hàng truyền thống nên doanh thu và lợi nhuận hàng năm khá ổn định.
- ❑ Hiện CSV đang giao dịch tại mức P/E hấp dẫn hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành hóa chất. Cổ phiếu CSV có lợi thế về các chỉ tiêu hoạt động khi so sánh với các công ty hóa chất niêm yết như DGC, LAS, HVT. Tỷ trọng lãi gộp, lãi hoạt động và lãi ròng đều cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tình hình tài chính lành mạnh, dòng tiền dồi dào.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cần chú ý đến rủi ro di dời bắt buộc 3 nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa 1 của CSV 2018 – 2020. Ước tính CSV sẽ cần khoảng 2.700 tỷ đồng – 3.000 tỷ đồng để thực hiện di dời nhà máy, gây áp lực tài chính lớn và cổ phiếu sẽ bị pha loãng nếu CSV thực hiện tăng vốn. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng cần cân nhắc tới rủi ro giá nguyên liệu tăng và áp lực cạnh tranh cao tại một số sản phẩm hóa chất của CSV.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999