

## BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 31 tháng 10 năm 2016

### CẬP NHẬT KQKD Q3.2016 VÀ 9T.2016

**CSV đã công bố báo cáo tài chính hợp nhất Q3.2016 với doanh thu và lợi nhuận ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ.** Cụ thể, doanh thu Q3.2016 của CSV đạt 369.4 tỷ đồng (-5,2% yoy) và LNST đạt 23,6 tỷ đồng (-37,2% yoy). Lũy kế 9T.2016, CSV đạt 1.205,1 tỷ đồng doanh thu (+3,9% yoy, hoàn thành 83,2 % kế hoạch năm), 165 tỷ đồng LNTT (+16,2% yoy, hoàn thành 70% kế hoạch năm) và 129,6 tỷ đồng LNST (+16,2% yoy). **Kết quả kinh doanh Q3 của CSV không mấy khả quan vì trong Q3.2016, công ty con CTCP Phốt pho Việt Nam ghi nhận khoản lỗ 22,5 tỷ đồng. Những yếu tố ảnh hưởng đến KQKD của công ty con bao gồm :**

- (1) Doanh thu giảm 20% so với cùng kỳ.
- (2) Giá vốn hàng bán bình quân sản phẩm phốt pho vàng tăng 8% do áp dụng chính sách thuế GTGT mới (Luật thuế GTGT số 106/2016/QH13 từ ngày 01/07/2016, theo đó thuế GTGT nguyên liệu đầu vào dùng để sản xuất phốt pho vàng không được khấu trừ, điều này dẫn đến làm tăng giá thành sản phẩm.
- (3) Trong Q3.2016, công ty con thực hiện trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi với số tiền hơn 24 tỷ đồng, làm tăng chi phí quản lý doanh nghiệp.

Tuy nhiên lũy kế 9T.2016, CTCP Phốt pho Việt Nam vẫn ghi nhận khoản lãi 12 tỷ đồng. Nếu chỉ xét riêng công ty mẹ thì KQKD vẫn khá tích cực với doanh thu thuần Q3 đạt 279,8 tỷ đồng (+4% yoy) và LNST đạt 46,1 tỷ đồng (+74% yoy).

Xét về cơ cấu doanh thu của từng nhóm sản phẩm, phốt pho vàng vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất với tỷ lệ 30,6%. Chúng tôi nhận thấy tỷ trọng của phốt pho vàng trong 9T.2016 thấp hơn so với tỷ lệ trung bình trong năm 2014-2015 ở mức 32-35%. Nguyên nhân là do thị trường phốt pho vàng hiện nay đã dần bão hòa do nguồn cung dồi dào, đặc biệt là từ Trung Quốc dẫn đến tình trạng cạnh tranh gay gắt. Bên cạnh đó, chi phí sản xuất phốt pho kể từ tháng 7/2016 đã gia tăng do không còn được khấu trừ thuế GTGT của nguyên vật liệu đầu vào. Do đó, công ty đã chuyển hướng kinh doanh, giảm dần tỷ trọng phốt pho và thay bằng sản xuất acid phosphoric với giá thành cao hơn. NaOH chiếm tỷ lệ cao thứ hai trong cơ cấu doanh thu, đạt 16,7%.

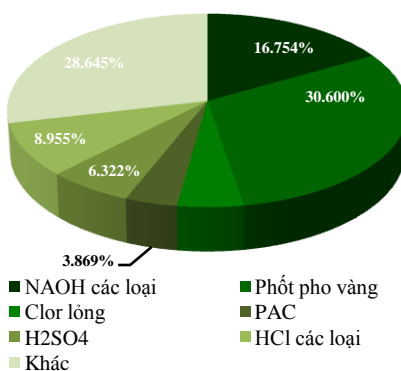
### Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Trang

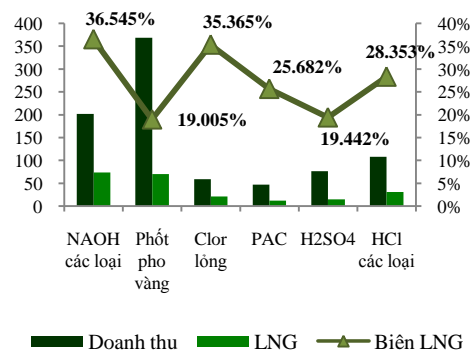
tttrang\_hcm@vcbs.com.vn

+84-3 8200751 (Ext: 641)

Cơ cấu doanh thu



Doanh thu, LNG và biên LNG của từng nhóm sản phẩm



Nguồn: CSV, VCBS

**Tỷ suất LN tăng trưởng tích cực do giá vốn hàng bán giảm.** Lũy kế 9T.2016, tỷ suất LN gộp của CSV đạt 25,67%, tăng 13,8% so với mức 22,57% của cùng kỳ năm 2016. Tỷ suất lợi nhuận gộp ghi nhận sự tăng tốt vì mặc dù doanh thu chỉ tăng trưởng khiêm tốn so với cùng kỳ năm trước nhưng giá vốn hàng bán của công ty mẹ giảm khá 7,5% yoy dẫn đến lợi nhuận gộp của CSV tăng mạnh, đạt 243,3 tỷ đồng (+24,27% yoy). Tỷ lệ COGS/doanh thu thuần cũng sụt giảm, chỉ đạt 69,7% so với mức 75,6% của 9T.2015. Giá vốn hàng bán giảm do các yếu tố sau: (1) khấu hao TSCĐ Q3.2016 giảm 38,5% yoy; (2) giá các nguyên liệu chính đầu vào giảm so với cùng kỳ năm ngoái như: muối công nghiệp giảm bình quân 14,27% yoy, giá lưu huỳnh giảm 34,78% yoy, giá nguyên liệu phốt pho vàng giảm 6,07% so với cùng kỳ năm trước. Xút – Clor vẫn là những sản phẩm có tỷ suất LN gộp cao nhất, lần lượt đạt 36,5% và 35,4%. Nhóm sản phẩm xử lý nước cũng duy trì mức tỷ suất lợi nhuận khá 25,7%. Trong khi đó, sản phẩm chủ lực phốt pho vàng chỉ có mức tỷ suất LN gộp đạt 19%.

**Công ty ghi nhận lãi thuần hoạt động tài chính trong khi đó tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng nhẹ.** Lũy kế 9T.2016, hoạt động tài chính của CSV đạt 13,1 tỷ đồng doanh thu (+42,4% yoy), trong đó, lãi tiền gửi và cho vay tăng mạnh so với cùng kỳ năm trước, đạt 12 tỷ đồng (+73,5% yoy). Nguyên nhân là do các khoản tiền gửi ngân hàng với kỳ hạn dưới 3 tháng của CSV tăng đột biến so với cùng kỳ năm ngoái khi đạt 420 tỷ đồng (+121% yoy). Chi phí tài chính cũng ghi nhận sự giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 7,12 tỷ đồng (-14,8% yoy). Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng từ mức 8,96% lên 11,62% do chi phí quản lý doanh nghiệp tăng lên 26,9 tỷ đồng, trong đó có 24,6 tỷ đồng là khoản trích lập dự phòng cho khoản nợ khó đòi của công ty con CTCP Phốt pho Việt Nam. Đặc biệt, lũy kế 9T.2016, chi phí khấu hao TSCĐ của CSV giảm 23,1 tỷ đồng. Các nhà máy của CSV sẽ hết khấu hao vào năm sau, do đó nếu kế hoạch di dời và xây dựng nhà máy chưa thực hiện ngay thì CSV sẽ vẫn được hưởng lợi từ chi phí khấu hao giảm.

LNST của công ty mẹ trong Q3.2016 đạt 46,1 tỷ đồng (+73,9% yoy) và LNST hợp nhất đạt 23,6 tỷ đồng (-37,2% yoy). Lũy kế 9T.2016, CSV đạt 129,6 tỷ đồng (+16,17% yoy). Chúng tôi đánh giá CSV đạt được kết quả kinh doanh khả quan như vậy chủ yếu là do giá vốn hàng bán giảm vì chi phí nguyên liệu đầu vào ghi nhận sự sụt giảm so với cùng kỳ năm trước. Do đó, tỷ suất LN ròng của CSV cũng tăng trưởng khả quan, đạt 10,76% so với mức 9,62% của 9T.2015.

## SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

**Hiệu quả hoạt động cải thiện.** Cơ cấu tài sản cũng không thay đổi nhiều so với năm 2015 khi tỷ lệ tài sản ngắn hạn vẫn chiếm tỷ trọng cao và tăng hơn so với 9T.2015, chiếm 87,45% so với 79,9%. Đặc biệt chúng tôi nhận thấy các khoản tiền và tương đương tiền tăng khá so với cùng kỳ 2015, đạt 477 tỷ đồng (+60,8% ytd). Đây là một dấu hiệu tốt cho các doanh nghiệp sản xuất như CSV, cải thiện khả năng thanh khoản. Minh chứng cho thấy hệ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh đều tăng so với cùng kỳ 2015, đạt lần lượt 2,08 và 3,62 so với mức 1,43 và 2,09. Trong khi đó, các khoản phải thu và hàng tồn kho đều giảm so với cùng kỳ (giảm lần lượt 6,90% ytd và 25,58% ytd). Chúng tôi nhận thấy khả năng quản trị hàng tồn kho và các khoản phải thu của CSV đã cải thiện tốt hơn so với cùng kỳ, khi hệ số vòng quay hàng tồn kho tăng từ 3,49 lên 4,68 và vòng quay các khoản phải thu tăng lên 5,78 từ mức 5,18. Như vậy, có thể nhận thấy hiệu quả hoạt động và khả năng thanh khoản của CSV đã tốt lên thể hiện qua việc cải thiện hệ số vòng quay hàng tồn kho, các khoản phải thu và các tỷ lệ về khả năng thanh khoản.

**Cơ cấu nguồn vốn dịch chuyển theo hướng giảm tỷ trọng nợ vay.** Trong giai đoạn 2012-2015, tỷ lệ nợ/tổng tài sản trung bình của CSV dao động trong khoảng 20-40% và đang có xu

hướng giảm dần, từ mức 37% trong năm 2012 xuống chỉ còn 21% trong năm 2015. Và tỷ lệ này đã giảm mạnh trong 9T.2016 xuống chỉ còn 16%. Tính đến ngày 30.09.2016, dư nợ ngắn hạn của CSV còn 162,5 tỷ đồng (-21,9% ytd), trong khi đó, dư nợ dài hạn lại tăng 76,7% ytd lên 3,7 tỷ đồng. Tuy nhiên, nợ vay dài hạn chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu nợ vay (chiếm 2,22%). Do đó, chúng tôi đánh giá cơ cấu nguồn vốn của CSV khá an toàn và không chịu rủi ro thanh toán nợ và lãi vay.

**Phân tích dòng tiền.** Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của CSV luôn duy trì ổn định trong những năm qua và ghi nhận sự tăng trưởng tích cực trong 9T.2016 (+ 81,6% yoy) và đạt 259 tỷ đồng. Nguyên nhân là do (1) lợi nhuận tăng khả quan, (2) hàng tồn kho và các khoản phải thu sụt giảm. Trong 9T.2016, CSV cũng chi 9,7 tỷ đồng để mua sắm TSCĐ nhưng vẫn nhận được 11,6 tỷ đồng tiền lãi cho vay, cổ tức và lợi nhuận được chia. Hoạt động tài chính ghi nhận âm 81,2 tỷ đồng so với mức âm 133 tỷ đồng. Lũy kế 9T.2016, số dư tiền và các khoản tương đương tiền của CSV đạt 477,1 tỷ đồng (+60,8% ytd).

## THÔNG TIN KHÁC

**Kế hoạch di dời nhà máy.** Ba nhà máy Tân Bình 2, Đồng Nai và Biên Hòa nằm trong KCN Biên Hòa 1 hiện đang nằm trong diện di dời và dừng hoạt động hoàn toàn từ năm 2025 theo quyết định chuyển đổi công năng khu công nghiệp này thành thương mại dịch vụ. Theo chia sẻ từ CSV, công ty đã và đang chuẩn bị phương án di dời sang KCN Nhơn Trạch 6 với diện tích khu đất 18 ha và hiện đã dẫn hoàn tất thủ tục ký hợp đồng thuê đất. Hiện công ty đã ký biên bản ghi nhớ và đặt cọc 10% giá trị giá trị hợp đồng (tổng giá trị hơn 330 tỷ đồng) và kế hoạch giải ngân khoản tiền này dự tính đến hết Q2.2017 và sau đó sẽ chính thức ký hợp đồng nhận đất.

Tổng chi phí di dời và xây dựng nhà máy mới tại KCN Nhơn Trạch 6 này dự kiến khoảng 2.700 tỷ đồng, được chia làm 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1:** được thực hiện từ năm 2018-2020 với tổng mức đầu tư 1.200 tỷ đồng. Đây là chi phí đầu tư cho nhà máy Xút-Clor mới với công suất 30.000 tấn/năm. Hiện nhà máy ở Biên Hòa cũng đang chạy một dây chuyền sản xuất Xút-Clor với công suất tương đương. Và khi di dời, dây chuyền này sẽ được đặt kế dây chuyền mới tại nhà máy tại KCN Nhơn Trạch 6, nâng tổng công suất lên 50.000 -55.000 tấn Xút/năm.
- **Giai đoạn 2:** được thực hiện từ năm 2020 trở đi. Di dời các nhà máy còn lại.

Về phương án huy động vốn, công ty chia sẻ hiện cũng đã xây dựng nhiều phương án như tỷ lệ vốn tự có và vay ngân hàng là 50/50 hoặc 30/70. Bên cạnh đó, để tích trữ vốn cho đầu tư mở rộng, công ty dự kiến sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu trong năm 2017 hoặc phát hành thêm để huy động vốn. Tuy nhiên, tất cả còn phụ thuộc vào quyết định của Vinachem nên chưa thể chắc chắn được về bất kỳ phương án nào mà CSV đưa ra.

Tuy nhiên hiện tại, KCN Biên Hòa 1 vẫn chưa có những động thái cũng như chính sách hỗ trợ di dời, đền bù nào, tất cả mới dừng lại ở chủ trương. Do đó, kế hoạch di dời này theo chúng tôi sẽ chưa thể tiến hành ngay. Và đây chính là một điểm lợi thế của CSV so các nhà máy của công ty đã gần hết khấu hao và công ty sẽ được hưởng lợi chi phí từ điều này.

**Chịu ảnh hưởng bởi biến động chi phí đầu vào.** Trong cơ cấu giá vốn hàng bán của CSV đối với sản phẩm Xút – Clor, muối công nghiệp chiếm khoảng 30% và chi phí điện năng chiếm đến 40%. Do chất lượng muối trong nước không đủ để đảm bảo quá trình sản xuất điện phân Xút của CSV nên công ty phải nhập khẩu đến 88% sản lượng muối từ thị trường Úc và Ấn

Độ, trung bình khoảng 75.000 tấn/năm, chia làm 2 đợt, một số ít còn lại được mua từ Bạc Liêu và Ninh Thuận. Do nguồn cung muối cao nên giá thành muối công nghiệp vẫn duy trì khoảng 25USD/tấn. Đối với sản phẩm acid sulfuric, lưu huỳnh chiếm khoảng 30% giá thành sản phẩm, được nhập khẩu chủ yếu từ Nga, Sing và Thổ Nhĩ Kỳ với sản lượng nhập khoảng 20.000 tấn/năm, chia làm nhiều đợt. Như đã phân tích ở trên, hệ thống nhà xưởng của CSV hiện không có khả năng mở rộng, nên khả năng tận dụng, tích trữ nguyên vật liệu khi giá giảm của CSV chưa tốt. Những nguyên vật liệu như muối công nghiệp hay lưu huỳnh lại khó dự đoán về giá cả trong tương lai, do đó hoạt động của công ty phụ thuộc khá lớn vào chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Bên cạnh đó, điện năng cũng chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu giá thành của các sản phẩm, đặc biệt là sản phẩm Xút – Clor sử dụng công nghệ điện phân với chi phí điện năng chiếm 40% giá thành. Do đó, giá điện tăng cao cũng ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của CSV.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH

Hóa chất là ngành công nghiệp đóng vai trò quan trọng trong phát triển kinh tế và cung cấp nguyên vật liệu đầu vào cho nhiều ngành kinh tế kỹ thuật như giấy, dệt, xử lý nước, chất tẩy rửa.... Nhu cầu về nguyên liệu hóa chất do đó cũng ngày càng tăng với tốc độ tăng trưởng sản xuất hóa chất hàng năm 15%. Tuy nhiên, theo Tập đoàn hoá chất Việt Nam (Vinachem), lượng hóa chất cơ bản sản xuất trong nước hiện nay mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu cả nước. Giá trị nhập khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất của Việt Nam tăng liên tục qua các năm 2006-2014 với tốc độ tăng trưởng CARG đạt 15.6%, riêng giai đoạn 2011-2013 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, tốc độ tăng trưởng chậm lại với mức 6.1%. Trong năm 2014, với sự phục hồi của nền kinh tế (GDP tăng trưởng 5.98%), chỉ số phát triển công nghiệp tăng trở lại kéo theo nhu cầu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng trưởng 14.1% so với cùng kỳ năm ngoái.

### Phốt pho vàng: nhu cầu dần chứng lại

Phốt pho vàng là sản phẩm đóng góp lớn nhất vào doanh thu của CSV, trung bình chiếm hơn 30% tổng doanh thu. Đây là sản phẩm của công ty CTCP Phốt pho Việt Nam với công suất 6.000 tấn/năm, chủ yếu dùng để xuất khẩu. Tuy nhiên hiện tại, nguồn cung Phốt pho đang dồi dào với sản lượng chủ yếu đến từ thị trường Trung Quốc với công suất chiếm 2/3 tổng công suất của toàn thế giới. Bên cạnh đó, nhu cầu phốt pho vàng trên thế giới đã giảm mạnh trong thời gian qua do tác động đến môi trường của các hợp chất phốt phat (đặc biệt là trong các chất giặt rửa) và do sự cạnh tranh của acid phosphoric trích ly giá rẻ. Sự suy giảm nhu cầu phốt pho vàng dẫn đến sự giảm công suất ở cả châu Âu và Bắc Mỹ. Giá điện cao cũng khiến Nhật Bản ngừng hoàn toàn sản xuất phốt pho vàng. Công suất sản xuất phốt pho vàng tại các nước Liên Xô cũ cũng giảm, chủ yếu do các khó khăn về tình hình kinh tế, sản xuất và cơ sở hạ tầng. Trái lại, sản lượng phốt pho vàng của Trung Quốc lại tăng mạnh. Xuất khẩu phốt pho vàng và các hợp chất dẫn xuất của nó từ Trung Quốc đã ảnh hưởng đến các khu vực khác trên thế giới. Đồng thời, như đã phân tích ở trên, với quy định mới về thuế GTGT cho sản phẩm Phốt pho vàng, giá thành đã tăng lên khoảng 8% nên giảm khả năng cạnh tranh với các đối thủ nước ngoài của CSV.

Với những phân tích trên đây về tiềm năng không còn nhiều của thị trường phốt pho, CSV đã sử dụng nguyên liệu này để chuyển sang sản xuất axit photphoric với công suất 400-500 tấn/tháng và giá thành cạnh tranh hơn. Sản phẩm axit photphoric này chủ yếu dùng để xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ, thị trường mà sản phẩm axit photphoric của Trung Quốc bị áp thuế chống bán phá giá. Chúng tôi đánh giá đây là một hướng đi mới nhưng hiệu quả hơn, vì

giá thành axit photphoric hiện cao hơn giá thành phốt pho và nhu cầu của thị trường cũng tốt hơn.

## **Xút – Clor: tiềm năng tăng trưởng tốt**

Theo đề án Tái cơ cấu ngành hóa chất Việt Nam giai đoạn đến năm 2020, tầm nhìn đến 2030, phần đầu đạt tốc độ tăng trưởng giá trị sản xuất công nghiệp hóa chất đạt bình quân từ 14% đến 16% và tỷ trọng ngành công nghiệp hóa chất so với toàn ngành công nghiệp đạt đến 14% vào năm 2020 và đạt khoảng 15% vào năm 2030. Bên cạnh đó, nhấn mạnh thêm kế hoạch đầu tư phát triển một số mặt hàng hóa chất thiết yếu, đặc biệt là đầu tư mới các dây chuyền sản xuất Xút – Clor với tổng công suất khoảng 900.000 tấn/năm.

Xút (NaOH) là một trong những sản phẩm quan trọng nhất của ngành công nghiệp hóa chất. Như đã phân tích ở trên, nhu cầu của các sản phẩm hóa chất phụ thuộc chủ yếu vào các ngành công nghiệp kỹ thuật như công nghiệp dệt nhuộm, giấy, nhựa, chất tẩy rửa, ngành cấp nước, xử lý nước...Nhu cầu xút của thị trường Việt Nam hiện nay dao động khoảng 350.000 tấn xút/năm, trong đó khả năng sản xuất nội địa chỉ được 150.000-160.000 tấn/năm, còn lại phải nhập khẩu. Công suất Xút hiện tại của CSV là 30.000 tấn/năm, phục vụ chủ yếu cho thị trường miền Nam. Ngoài ra Vedan với công suất 80.000 tấn/năm nhưng đa số dùng để chế biến bột ngọt, chỉ cung cấp ra thị trường khoảng 20.000 tấn/năm. Hóa chất Việt Trì (HVT) cung cấp khoảng 40.000 tấn xút/năm chủ yếu cho thị trường miền Bắc.

CSV là một trong hai doanh nghiệp sản xuất sản phẩm Xút – Clor chủ yếu tại thị trường miền Nam ngoài Vedan với công suất hiện tại là 30.000 tấn/năm. Khách hàng chính của CSV về mặt hàng này là các ngành dệt nhuộm, giấy và xử lý nước, chiếm hơn 50% tổng doanh thu của công ty. Bên cạnh đó, công nghiệp thực phẩm với khách hàng chính là Ajinomoto tiêu thụ một nửa sản lượng xút.

Với nhu cầu rất lớn của thị trường cùng sự phát triển mạnh của các ngành công nghiệp kỹ thuật như dệt nhuộm, giấy, thực phẩm đặc biệt là xử lý nước, chúng tôi đánh giá mảng sản phẩm Xút – Clor của CSV còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng. Bên cạnh đó, do chưa thể giải quyết vấn đề cân bằng khí clor trong khâu sản xuất xút (khí clor dư trong khâu sản xuất xút không thể thải ra môi trường, tuy nhiên khí clor lại là nguyên liệu đầu vào của ngành hoá dầu), nên hiện nay các nhà máy sản xuất xút chưa thể đầu tư mở rộng nâng công suất tối đa. Khi công nghiệp hóa dầu ở nước ta được xây dựng và phát triển thì có thể giải quyết vấn đề cân bằng clor và nâng công suất sản xuất để đáp ứng nhu cầu thị trường, thay thế xút nhập khẩu. Do đó, trong tương lai khi công nghiệp hóa dầu phát triển thì nhu cầu về clor sẽ tăng vọt, đòi hỏi các nhà máy xút clo cũng phải nâng công suất xút một cách tương xứng. Bài toán lớn nhất cho CSV hiện tại là các nhà máy hiện đã chạy hết công suất, và từ nay đến năm 2018, việc tăng công suất sẽ không thể thực hiện được. Tuy nhiên, CSV cũng đã đầu tư thêm 2 bình điện phân mới với tổng giá trị hơn 100 tỷ đồng giúp phần nào giải quyết bài toán công suất hiện tại. Chúng tôi cho rằng sau khi xây dựng nhà máy mới tại KCN Nhơn Trạch 6, sản phẩm Xút – Clor của CSV sẽ trở thành nhóm sản phẩm chủ lực của công ty với tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 10-15%.

## **ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ VÀ DỰ PHÓNG**

Cho năm 2016, chúng tôi dự phóng doanh thu của CSV đạt 1.588,9 tỷ đồng (+2,75% yoy) và LNST đạt 162,6 tỷ đồng (+8,17% yoy).

- Chúng tôi dự báo sản doanh thu từ sản phẩm Xút lỏng các loại sẽ tăng trưởng 6% và đóng góp 18,8% vào tổng doanh thu của CSV. Trong khi đó, chúng tôi dự báo doanh thu từ phốt pho vàng giảm 5% và đóng góp 29,6% vào tổng doanh thu.



- Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng nhẹ lên 5% so với mức 4,41% của năm 2015 trong khi tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu vẫn giữ nguyên mức 4,31%.
- VCBS dự báo công ty sẽ ghi nhận 1,3 tỷ đồng lãi từ hoạt động tài chính do lãi từ cho vay gia tăng.

Cuối cùng, VCBS dự báo LNTT đạt 210,9 tỷ đồng (+7,3% yoy) và LNST đạt 164,5 tỷ đồng (+9,5% yoy). EPS năm 2016 đạt 2.968 đồng/cổ phiếu, PE forward đạt 9,7.

Đối với năm 2017, VCBS dự phóng doanh thu của CSV đạt 1.620,7 tỷ đồng (+2% yoy) và LNST đạt 170,1 tỷ đồng (+3,4% yoy). EPS năm 2017 đạt 3.101 đồng/cổ phiếu, PE forward đạt 9,3. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý EPS này chưa tính đến rủi ro pha loãng trong năm 2017 với khả năng công ty chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc phát hành thêm để đầu tư vào dự án nhà máy Xút – Clor ở KCN Nhơn Trạch 6.

CSV là một doanh nghiệp sản xuất với hoạt động kinh doanh ổn định, dòng tiền đều và sức khỏe tài chính tốt. Tuy nhiên, bài toán công suất hiện tại của CSV sẽ chưa thể giải quyết ngay cho đến năm 2018 khi công ty xây dựng nhà máy mới tại KCN Nhơn Trạch 6. Chúng tôi đánh giá sau khi hoàn thành nhà máy mới với công suất Xút – Clor tăng gần gấp đôi, sản lượng tiêu thụ của CSV sẽ tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Nhưng khả năng cao từ nay cho đến khi hoàn thành xong nhà máy mới, hoạt động sản xuất của CSV vẫn chưa có sự bức phá. Nhà đầu tư cũng cần đánh giá những rủi ro mà CSV có thể phải đối mặt trong quá trình sản xuất như rủi ro về biến động chi phí nguyên liệu đầu vào, rủi ro tỷ giá cũng như rủi ro pha loãng cổ phiếu trong năm 2017 khi công ty chi trả cổ tức bằng cổ phiếu hoặc phát hành thêm để huy động vốn cho kế hoạch xây dựng nhà máy mới. Với mức PE forward 8,56 cũng khá hợp lý cho một doanh nghiệp sản xuất như CSV. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với cổ phiếu CSV.

## Chia sẻ cơ hội đầu tư

### TRÁI PHIẾU VIETCOMBANK NĂM 2016

Đặc điểm của Trái phiếu	Tính hấp dẫn của Trái phiếu	Lợi ích đối với các nhà đầu tư
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tổng giá trị phát hành: 2.000 tỷ VND</li> <li>Giá trị đăng ký mua tối thiểu: 100 triệu đồng.</li> <li>Lãi suất thả nổi và được xác định bằng Lãi suất tham chiếu + 1%/năm.</li> <li>Lãi suất tham chiếu là trung bình lãi suất tiền gửi tiết kiệm cá nhân kỳ hạn 12 tháng của các ngân hàng Vietcombank, Vietinbank, BIDV, Agribank</li> <li>Kỳ hạn trả lãi: lãi được thanh toán sau hàng năm</li> <li>Đối tượng phát hành: Cá nhân, tổ chức Việt Nam và nước ngoài.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kỳ hạn: 10 năm nhưng thời hạn trái phiếu có thể rút ngắn còn 5 năm do Vietcombank có quyền mua lại tại năm thứ 5</li> <li>Sau 2 năm kể từ ngày phát hành, trái phiếu có thể được cầm cố tại Vietcombank và một số ngân hàng khác để vay vốn với lãi suất ưu đãi</li> <li>Sau 3 tháng kể từ ngày phát hành đến trước khi trái phiếu có thể cầm cố, Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) sẽ là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Lần đầu tiên có cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn tài chính đạt tiêu chuẩn quốc tế mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.</li> <li>Tối ưu hóa phương án đầu tư bằng cách giảm thiểu rủi ro mà vẫn hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm.</li> <li>Khi đầu tư vào trái phiếu Vietcombank, nhà đầu tư có thể hưởng lãi suất trái phiếu cao của kỳ hạn dài nhưng linh hoạt về thời gian sở hữu trái phiếu.</li> </ul>

### TRÁI PHIẾU CTCP MASAN

Đặc điểm của Trái phiếu	Tính hấp dẫn của Trái phiếu	Tài sản bảo đảm của Trái phiếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tổng giá trị bán thứ cấp: 70 tỷ đồng</li> <li>Kỳ hạn: 2 năm (09/2016 - 09/2018)</li> <li>Lãi suất cố định: 9,0%/năm</li> <li>Kỳ trả lãi: 6 tháng/lần</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>VCBS là trung gian mua bán thứ cấp trái phiếu: luôn đảm bảo mua lại tối đa 40 tỷ đồng trái phiếu đang lưu hành tại bất kỳ thời điểm nào sau ngày phát hành</li> <li>Cơ hội đầu tư và sở hữu trái phiếu của tập đoàn hàng đầu Việt Nam mà trước đây chỉ dành cho khách hàng doanh nghiệp và các tổ chức lớn.</li> <li>Hưởng lãi suất cao hơn nhiều lãi suất gửi tiết kiệm nhưng giảm thiểu rủi ro.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>TSBD luôn phải bảo đảm duy trì = 200% tổng giá trị Trái phiếu lưu hành</li> <li>TSBD là hơn 6 triệu cổ phiếu MSN niêm yết, có thanh khoản tốt, được phong tỏa 2 lần tại VCBS và VSD</li> <li>Đại lý quản lý TSBD: Vietcombank CN Thăng Long</li> <li>TSBD bổ sung (nếu có): bằng cổ phiếu MSN và bằng tiền</li> </ul>

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### **Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

### **Trần Thị Thu Trang**

Chuyên viên Phân tích  
ttttrang\_hcm@vcbs.com.vn