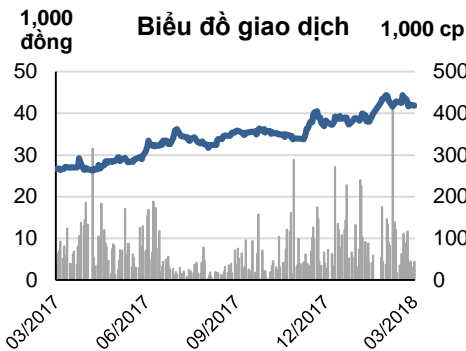


**CSV (HOSE) CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam – Mở rộng chậm hơn dự kiến**

**Đánh giá TRUNG LẬP**

	<b>Hóa chất vô cơ</b>
<b>Giá thị trường (VND):</b>	<b>41,800</b>
<b>Giá mục tiêu (VND):</b>	<b>43,300</b>
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	3.6%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	3.8%
<b>Suất sinh lợi bình quân năm:</b>	<b>7.4%</b>



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	<b>YTD</b>	<b>1T</b>	<b>3T</b>	<b>12T</b>
<b>Tuyệt đối</b>	11%	-6%	12%	54%
<b>Tương đối</b>	-7%	-9%	-8%	-10%

*Nguồn: Bloomberg, so với VNI*

**Thông kê 23/03/18**

<b>Thấp/Cao 52 tuần (VND)</b>	28.5k-44.4k
<b>SL lưu hành (triệu cp)</b>	44
<b>Vốn hóa (tỷ đồng)</b>	1,852
<b>Vốn hóa (triệu USD)</b>	81
<b>% khối ngoại sở hữu</b>	20%
<b>SL cp tự do (triệu cp)</b>	13
<b>KLGD TB 3 tháng (cp)</b>	78,029
<b>VND/USD</b>	22,795
<b>Index: VNIndex / HNX</b>	1,154/132

*Nguồn: Bloomberg*

**Cơ cấu sở hữu 23/03/18**

<b>Vinachem</b>	65.0%
<b>Vinacapital Group</b>	19.3%
<b>Nguyễn Hữu Thọ – CEO</b>	0.2%
<b>Cổ đông khác</b>	15.5%

*Nguồn: Stoxplus*

**Nguyễn Hoàng Hà**

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1463

[ha.nh@kisvn.vn](mailto:ha.nh@kisvn.vn)

[www.kisvn.vn](http://www.kisvn.vn)

**Quan điểm đầu tư:**

- Với rào cản gia nhập ngành cao và chính sách thuế bảo hộ, CSV sở hữu lợi thế cạnh tranh bền vững khi là công ty sản xuất hóa chất cơ bản duy nhất tại miền Nam.
- Kế hoạch thoái vốn khỏi công ty con CTCP Photpho Việt Nam sẽ được thực hiện trong Q2-2018 tới. Chúng tôi dự tính khoản thoái vốn này sẽ đem lại 34 tỷ đồng lợi nhuận cho CSV, đồng thời giúp công ty cải thiện biên lợi nhuận gộp lên ngưỡng 30% do không còn hợp nhất.
- Dự án nhà máy xút-clo thứ hai tại khu công nghiệp Nhơn Trạch 6 sẽ triển khai sớm nhất vào năm 2020, vận hành vào năm 2022-2023, đóng góp tăng trưởng dài hạn.
- Năm 2017, nhờ hoàn nhập dự phòng nợ khó đòi, lợi nhuận sau thuế của CSV tăng mạnh 36.7% bất chấp doanh thu chỉ tăng nhẹ 4.9%. ROE đạt 31.5%.
- Năm 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu giảm 10.1% do không còn hợp nhất công ty con và lợi nhuận sau thuế đi ngang ở mức 247 tỷ. EPS forward 2018 đạt 4,925đ/cp

**Rủi ro:**

- Giá điện năng bán lẻ đã chính thức tăng 7% vào tháng 12/2017, chi phí điện năng chiếm gần 60% chi phí sản xuất của CSV.
- Theo lời ban lãnh đạo, kế hoạch nhập khẩu và lắp đặt thêm 2 bình điện phân công nghệ Italy - giúp tăng thêm 10,000 tấn công suất - sẽ trễ hơn 12 tháng so với kế hoạch, dự kiến bàn giao vào Q3-2019, đã thay đổi đáng kể các ước tính của chúng tôi.
- Ngay cả kế hoạch thoái vốn khỏi CTCP Photpho Việt Nam cũng có thể chậm tiến độ do cung cầu thị trường hoặc giá bán không hấp dẫn.
- Kế hoạch thoái 15% cổ phần tại CSV có thể bị chậm trễ do phải chờ việc IPO từ công ty mẹ Vinachem.

**Định giá:**

- Chúng tôi điều chỉnh EPS forward 2018 chỉ còn 4,925đ/cp do kế hoạch chậm trễ hơn dự kiến đáng kể. Áp dụng tỷ lệ P/E trung bình ngành, mức giá mục tiêu chúng tôi ước tính là 43,300đ/cp, tổng mức sinh lời là 7.4%. Giảm khuyến nghị thành **TRUNG LẬP**.

Quý khách hàng vui lòng xem báo cáo lần đầu tại đây ([link tài báo cáo](#))

<b>Tỷ đồng</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>DT Thuần (tỷ đồng)</b>	<b>1,546</b>	<b>1,541</b>	<b>1,466</b>	<b>1,318</b>	<b>1,207</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	-0.3%	-0.3%	-4.9%	-10.1%	-8.4%
<b>LN hoạt động (tỷ đồng)</b>	210	224	291	261	294
<b>Biên lợi nhuận (%)</b>	13.5%	14.5%	19.8%	19.8%	24.3%
<b>LN khác</b>	-15	-12	4	34	0
<b>LNST (tỷ đồng)</b>	<b>150</b>	<b>174</b>	<b>246</b>	<b>247</b>	<b>253</b>
<b>Biên lợi nhuận (%)</b>	9.7%	11.3%	16.8%	18.7%	20.9%
<b>SLCP lưu hành (triệu cp)</b>	44.2	44.2	44.2	44.2	44.2
<b>EPS (hiệu chỉnh, VND)</b>	<b>3,017</b>	<b>3,484</b>	<b>5,064</b>	<b>4,925</b>	<b>5,038</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	10.5%	15.5%	45.3%	-2.7%	2.3%
<b>ROE (%)</b>	23%	27%	33%	28%	24%
<b>Nợ ròng/VCSH (%)</b>	-14%	-46%	-56%	-71%	-61%
<b>PE (x)</b>	<b>13.9</b>	<b>12.0</b>	<b>8.3</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>
<b>PB (x)</b>	<b>3.2</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>
<b>EV/EBITDA (x)</b>	5.5	5.1	3.8	3.6	3.4
<b>Cổ tức (VND)</b>	3,000	1,600	1,600	1,600	1,600

## 1. Cập nhật kết quả kinh doanh cả năm 2017

Tỷ đồng	Q4-2016	Q4-2017	yoy	Lũy kế 2016	Lũy kế 2017	yoy
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>336</b>	<b>399</b>	<b>18.8%</b>	<b>1541</b>	<b>1466</b>	<b>(4.9%)</b>
Giá vốn hàng bán	(246)	(286)	16.3%	(1137)	(1050)	(7.7%)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>90</b>	<b>113</b>	<b>25.6%</b>	<b>405</b>	<b>416</b>	<b>2.7%</b>
Chi phí bán hàng	(16)	(19)	18.8%	(76)	(74)	(2.6%)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(20)	(14)	(30.0%)	(97)	(52)	(46.4%)
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)</b>	<b>54</b>	<b>80</b>	<b>48.1%</b>	<b>232</b>	<b>290</b>	<b>25.0%</b>
Lợi nhuận tài chính	5	6	20.0%	10	20	100.0%
Lợi nhuận khác	(3)	-		(13)	(2)	(84.6%)
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(12)	(18)	50.0%	(49)	(62)	26.5%
<b>LNST cho cổ đông công ty Mẹ</b>	<b>44</b>	<b>68</b>	<b>54.5%</b>	<b>180</b>	<b>246</b>	<b>36.7%</b>

Nguồn: CSV, KISV research

Riêng Q4-2017, trong khi doanh thu thuần tăng 18.8%, lợi nhuận sau thuế của CSV tăng kỷ lục 54.5%. Mức biên lợi nhuận tăng cao bất thường này là do chi phí khấu hao giảm và công ty hoàn nhập lại dự phòng phải thu khó đòi của năm trước.

Lũy kế 2017, do doanh thu của công ty con khoáng sản Photpho Vietnam giảm 26% trong khi doanh thu công ty hóa chất mẹ đi ngang, tổng doanh thu thuần của CSV giảm nhẹ 4.9%. Song ngược lại, lợi nhuận sau thuế hợp nhất tăng mạnh 36% nhờ biên lợi nhuận gộp cải thiện (do chi phí khấu hao và giá muối công nghiệp giảm) cộng với việc hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi so với năm trước. ROE đạt 31.5%.

Tình hình tài chính của CSV khá lành mạnh: công ty chỉ nợ một khoản vay ngắn hạn nhỏ trị giá 119 tỷ đồng cuối 2017, chỉ bằng 14% vốn chủ sở hữu. Tiền mặt của công ty hiện đã đạt 585 tỷ đồng, gấp hơn hai lần tổng các khoản phải trả. Ngoài ra, tài sản cố định hữu hình của công ty đã khấu hao hết 92% nguyên giá.

## 2. Kế hoạch mở rộng chậm hơn đáng kể so với dự kiến

Ban lãnh đạo tiết lộ kế hoạch bán 3.9 triệu cổ phiếu (65% cổ phần) của công ty con CTCP Photpho Việt Nam, chuyên cung cấp phosphorus vàng cho các nhà sản xuất phân bón. Công ty đang trong quá trình định giá, sau đó sẽ nộp hồ sơ lên Ủy ban chứng khoán để tiến hành vào Q2-2018. Dự kiến giá chào bán không dưới 20,000đ/cp, tương ứng với mức P/E 7-8 lần. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ việc thoái vốn đạt 34 tỷ đồng trong kịch bản trung bình.

Theo lời ban lãnh đạo, kế hoạch nhập khẩu và lắp đặt thêm 2 bình điện phân công nghệ Italy, giúp tăng thêm 10,000 tấn công suất, sẽ trễ hơn 12 tháng so với kế hoạch, dự kiến bàn giao vào Q3-2019 hoặc trễ hơn. Sự kiện này đã làm thay đổi dự phóng của chúng tôi về tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận CSV trong hai năm tới một cách đáng kể.

Tương tự, nhà máy xút-clo thứ hai tại khu công nghiệp Nhơn Trạch 6 đang trong quá trình hoàn tất thủ tục về đất. Tuy nhiên, do có khá nhiều thủ tục giấy tờ, dự án chỉ có thể triển khai từ 2020, tức khoảng năm 2022-2023 mới có thể chính thức vận hành toàn công suất.

Chúng tôi dự phóng lại mô hình tài chính của CSV do: (1) cộng thêm yếu tố thoái 65% vốn CTCP Photpho Vietnam (2) kế hoạch lắp đặt thêm 2 bình điện phân chậm hơn 12 tháng so với dự kiến, và có thể trễ tiến độ hơn nữa. Năm 2018, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp CSV đạt 33.6% (do không còn hợp nhất công ty con và việc giá điện bán lẻ tăng 7%), lợi nhuận từ việc thoái vốn đạt 34 tỷ đồng, dẫn đến lợi nhuận sau thuế chỉ đi ngang ở mức 247 tỷ đồng so với cùng kỳ. EPS forward 2018 đạt 4.925đ/cp.

### 3. Định giá

Chúng tôi lựa chọn **phương pháp P/E trung bình ngành** (áp dụng chỉ số P/E trung bình của ngành mà công ty hoạt động) để định giá CSV bởi vì: (1) Các sản phẩm hóa chất xút-clo là đầu vào của ngành sản xuất hàng tiêu dùng thiết yếu nên có tốc độ tăng trưởng đều đặn, dễ dự đoán (2) Các công ty hóa chất trong ngành có hiệu quả kinh doanh tương đồng.

Cuối Q1-2018, thị trường đang định giá các cổ phiếu ngành hóa chất và hóa chất phụ trợ tại Việt Nam với mức P/E như sau:

Mã cổ phiếu	Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE 2017 (%)	P/E trailing	P/B trailing
DGL VN Equity	CTCP Đức Giang Lào Cai	3,193	23.58%	9.71	1.62
DGC VN Equity	CTCP Hóa chất Đức Giang	1,585	12.65%	12.34	2.38
HVT VN Equity	CTCP Hóa chất Việt Trì	529	43.50%	7.44	2.89
		<b>Trung bình<sup>(1)</sup></b>	<b>23.81%</b>	<b>8.81</b>	<b>2.06</b>

*Nguồn KISVN research, cập nhật 23/03/2017*

*(1) Bình quân gia quyền theo vốn hóa thị trường*

Áp dụng mức P/E của ngành là 8.8 lần so với EPS forward 2018 đã điều chỉnh với các yếu tố chậm trễ trong kế hoạch mở rộng của CSV là 4,952đ9/cp, chúng tôi ước tính lại mức **định giá hợp lý của CSV là 43,300đ/cp, tổng mức sinh lời 7.4%**. Giảm khuyến nghị còn TRUNG LẬP.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH CSV				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	1541	1466	1318	1207
Doanh thu công ty mẹ	1077	1096	1133	1207
Doanh thu Photpho VN	500	370	185	-
GVHB	1142	1050	927	802
Biên LN gộp (%)	25.9%	28.4%	29.7%	33.6%
Chi phí BH & QLDN	175	125	130	111
EBITDA	306	373	336	358
Biên lợi nhuận (%)	19.9%	25.4%	25.5%	29.6%
Khấu hao	82	82	75	64
Lợi nhuận từ HĐKD	224	291	261	294
Biên LN HĐKD (%)	14.5%	19.8%	19.8%	24.3%
Chi phí lãi vay ròng	-9	-14	-16	-23
Lãi/lỗ khác	-12	4	34	0
Thuế	47	62	63	64
Thuế suất hiệu dụng (%)	21.2%	20.3%	20.3%	20.3%
Lợi nhuận ròng	174	246	247	253
Biên lợi nhuận (%)	11.3%	16.8%	18.7%	20.9%
Lợi ích CĐ thiểu số	4	6	6	6
LN cho công ty mẹ	170	240	242	247
Số lượng CP (triệu)	44.2	44.2	44.2	44.2
EPS hiệu chỉnh (VND)	3484	5064	4925	5038
Tăng EPS (%)	15.5%	45.3%	-2.7%	2.3%
Cổ tức (VND)	1600	1600	1600	1600
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	45.9%	31.6%	32.5%	31.8%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN  
EBIT = EBITDA – Khấu hao  
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi  
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác  
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	7.3	7.4	7.4	7.4
Vòng quay HTK (x)	4.6	5.1	5.1	5.1
Vòng quay phải trả (x)	7.1	7.2	7.2	7.2
Thay đổi vốn lưu động	-63	1	-39	-23
Capex	13	13	16	219
Dòng tiền khác	-5	107	48	48
Dòng tiền tự do	312	207	298	73
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	73	73	71	71
Thay đổi nợ ròng	-239	-134	-227	-2
Nợ ròng cuối năm	-326	-461	-687	-690
Giá trị doanh nghiệp (EV)	1,552	1,412	1,191	1,194
Tổng VCSH	707	819	971	1,129
Lợi ích cổ đông thiểu số	31	25	31	36
VCSH	677	794	941	1,093
Giá trị sổ sách/cp (VND)	15,310	17,962	21,286	24,725
Nợ ròng / VCSH (%)	-46%	-56%	-71%	-61%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.1	-1.2	-2.0	-1.9
Tổng tài sản	1010	1089	1265	1445
Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền				

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	27%	33%	28%	24%
ROA (%)	17%	23%	20%	17%
ROIC (%)	36%	64%	73%	65%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	12.0	8.3	8.5	8.3
PBR (x)	2.7	2.3	2.0	1.7
PSR (x)	1.2	1.3	1.4	1.5
EV/EBITDA (x)	5.1	3.8	3.5	3.3
EV/sales (x)	1.0	1.0	0.9	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.8%	3.8%	3.8%	4.8%

**Liên hệ:****Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower  
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM  
Tel: (+84 28) 3914 8585  
Fax: (+84 28) 3821 6898

**Chi nhánh Hà Nội**

Tầng 6, CTM Tower  
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Phân tích Doanh nghiệp****Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Trần Nguyên Dương**

Chuyên viên Phân tích cao cấp –  
Vật liệu xây dựng & ICT  
(+84 28) 3914 8585 (x1462)  
duong.tn@kisvn.vn

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng Không, Xe hơi  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Trần Thị Ngọc Mai**

Chuyên viên Phân tích –  
Bất Động Sản & Xây dựng  
(+84 28) 3914 8585 (x1461)  
mai.tt@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích –  
Dược, F&B, Bán lẻ và Hóa chất  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**Phòng Khách hàng Định chế****Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng  
Tổ chức  
(+84 28) 3914 8585 (x1444)  
uyen.lh@kisvn.vn

## Nguyên tắc khuyến nghị

**TĂNG TỶ TRỌNG:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**TRUNG LẬP:** nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

**GIẢM TỶ TRỌNG:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

## Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.