Báo cáo thăm doanh nghiệp
CSV - CTCP HÓA CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM
21/03/2018

BSC

Khuyến nghị:	**THEO DÕI**
Vương Chí Tâm (PTCB)	
tamvc@bsc.com.vn	
Giá mục tiêu	N/A
Giá đóng cửa	43,400
Upside	
Nguyễn Tuấn Anh (PTKT)	
anhnt@bsc.com.vn	
Giá mục tiêu	45,000
Cut loss	37,000

Dữ liệu thị trường	
Số lượng cp (tr. Cp)	44.20
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,918
Giá cao nhất 52 tuần	44,400
KLGĐ Tbinh 10 ngày	61,430

Cổ đông lớn	
Tập đoàn Hóa Chất VN	65.00%
VN Investment Property	7.30%
VN Investment	4.50%
VN Enterprise Investment	0.36%

Diễn biến giá

Tổng quan công ty

CSV hiện đang trong giai đoạn di dời nhà máy nên không tăng công suất. Dự án đưa 2 bình điện phân thay thế được công ty dời sang Q2/2019

Các báo cáo khác

(link)

CƠ SỞ VỮNG VÀNG

Định giá

CSV là một cổ phiếu khá hấp dẫn về mặt định giá với P/E= 7.3x so với trung bình ngành khu vực hiện nay vào khoảng 8.6x.

Dự báo KQKD

DN đặt mục tiêu năm 2018 DT và LNTT lần lượt đạt 1,050 tỷ VND (-4.2% yoy) và 283 tỷ VND (-8.5% yoy), tương đương với EPS 2018 = 5,122 VND/cp. (Không tính đến DT và LN từ CTCP Photpho).

Catalyst

- Vinachem thoái vốn tại CSV xuống mức 51%.

Rủi ro Đầu tư

- Khấu hao tăng sau khi di dời sang nhà máy Biên Hòa 1 và từ 2 bình điện phân mới.

Luận điểm Đầu tư

Sản lượng tiêu thụ không có nhiều biến động. Tuy nhiên, **g**iá bán sản phẩm có nhiều biến động (giá xút tăng 19%, giá clo giảm 30% và H2SO4 giảm 5%).

Giá nguyên vật liệu tăng. Giá muối tăng 40%, giá điện tăng 6% từ tháng 12/2017.

Dự án di dời 3 nhà máy tại KCN Biên Hòa 1. Doanh nghiệp đã gần như hoàn tất về thủ tục thuê đất và chậm nhất quý 2/2018 sẽ thuê xong đất ở KCN Nhơn Trạch 6. Tổng chi phí di dời các nhà máy sẽ khoảng 2500 tỷ - 3000 tỷ VND. Việc này sẽ làm tăng chi phí khấu hao của DN.

Dự kiến đưa 2 bình điện phân mới thay thế vào Q2/2019 với chi phí khoảng 135 tỷ VND.

Thoái vốn CTCP Phốt Pho. Doanh nghiệp sẽ thoái vốn CTCP Phốt Pho Việt Nam với dự kiến sẽ thu được ít nhất hơn 41 tỷ VND.

Quan điểm kỹ thuật

Cổ phiếu CSV đang trong xu hướng tăng giá dài hạn. Hiện tại, giá cổ phiếu đang hình thành mô hình 2 đỉnh với ngưỡng hỗ trợ 41. Các chỉ báo tín hiệu cho thấy khả năng giá cổ phiếu có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh trong thời gian tới.

KQKD 2017 khả quan. Trong năm 2017, CSV đạt doanh thu và LNST lần lượt 1,466 tỷ VND (-4.9% yoy) và 245.8 tỷ VND (+36.3% yoy). Sở dĩ doanh thu giảm mà LN tăng do:

1. PQLDN giảm 45 tỷ VND từ việc doanh nghiệp đã trích xong lợi thế thương mại và tăng hoàn nhập dự phòng trong năm nay.
2. khấu hao của DN cũng giảm 40 tỷ VND (Dự kiến 2018 sẽ hết khấu hao).

Sản lượng tiêu thụ không có nhiều biến động. Trong năm 2017, sản lượng xút 32% tiêu thụ đạt 109.878 tấn (-0.85% yoy), HCl 32% đạt 58.808 tấn (-2.6% yoy), Silicat đạt 25.220 tấn (-0.36% yoy), H2SO4 đạt 55.437 tấn (+2.1% yoy). Sản lượng không nhiều biến động do dự án di dời các nhà máy KCN Biên Hòa 1 chưa thực hiện và không thể mở rộng tăng công suất.

Giá bán các sản phẩm. Trong năm 2017, giá xút 32% đã tăng 19%, tuy nhiên giá HCl giảm khoảng 30%, giá H2SO4 cũng giảm khoảng 5%.

Giá nguyên vật liệu tăng. Trong năm 2017, giá muối đã tăng 40% (1,25 triệu VND/tấn), giá lưu huỳnh tăng 1% (2.9 triệu VND/tấn). Bên cạnh đó, điện đã tăng giá 6.08% từ tháng 12/2017 cũng làm ảnh hưởng đến doanh nghiệp từ năm 2018, khi mà chi phí điện chiếm khoảng 17% tổng chi phí của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chi phí khấu hao đã giảm 40 tỷ VND là điểm hỗ trợ tăng biên LNG của DN từ 25.9% lên 28.3% trong năm 2017

Dự án di dời 3 nhà máy tại KCN Biên Hòa 1. Doanh nghiệp đã gần như hoàn tất về thủ tục thuê đất và chậm nhất quý 2/2018 sẽ thuê xong đất ở KCN Nhơn Trạch 6. Dự kiến Q2/2018 doanh nghiệp sẽ trả nốt khoảng 300 tỷ VND tiền thuê đất trong 50 năm. Doanh nghiệp cũng dự kiến sẽ chuyển nhà máy Xút-Clo trước, việc di dời này dự kiến sẽ tốn khoảng 1200 tỷ và sẽ triển khai vào năm 2020. Doanh nghiệp dự kiến sẽ tài trợ dự án này với 70% vốn vay dài hạn và 30% VCSH. Tổng chi phí di dời các nhà máy sẽ khoảng 2500 tỷ - 3000 tỷ VND. Trước mắt, các nhà máy mới sẽ giữ nguyên công suất hiện tại và doanh nghiệp, tùy tình hình thị trường, sẽ nâng cấp tăng công suất sau này. Theo BSC đánh giá, sau khi di dời nhà máy, chi phí khấu hao của DN sẽ tăng so với thời điểm hiện tại. (Các nhà máy hiện nay đã khấu hao hết).

Dự kiến đưa 2 bình điện phân mới thay thế vào Q2/2019. Hiện nay, do vấn đề về vận chuyển và lắp đặt 2 bình điện phân mới thay thế cho 2 bình điện phân cũ, doanh nghiệp dự kiến sẽ đưa bình điện phân mới vào Q2/2019 (chậm khoảng 1 năm) với chi phí khoảng 135 tỷ VND. Việc thay thế này dự kiến sẽ không làm thay đổi công suất hiện tại của DN (hiện nay là 30.000 tấn/năm). Trong năm 2017, doanh nghiệp đã chi 73 tỷ và dự kiến sẽ chi thêm 62 tỷ VND trong năm nay cho dự án này. Doanh nghiệp kỳ vọng với việc đưa 2 bình điện phân mới vào sẽ tăng được sản lượng sản xuất do áp dụng công nghệ mới của Châu Âu. Điều này cũng sẽ tăng khấu hao từ năm 2019 của DN.

Thoái vốn CTCP Phốt Pho. Doanh nghiệp sẽ thoái vốn CTCP Phốt Pho Việt Nam với dự kiến sẽ thu được ít nhất hơn 41 tỷ VND. Dự kiến DN sẽ tổ chức đấu giá trên sàn vào quý 3/2018.

Triển vọng 2018. Sản lượng 2018 được doanh nghiệp dự kiến sẽ không có biến động nhiều, giá bán đầu ra sẽ không thay đổi. Về giá nguyên vật liệu, theo đánh giá của doanh nghiệp, giá muối và lưu huỳnh sẽ tăng. Trong tháng 1 và tháng 2 năm 2018, giá lưu huỳnh dao động từ 160$/tấn – 180$/tấn. Về giá muối, giá tăng chủ yếu là chi phí vận chuyển (50% giá thành muối). Dự kiến giá muối sẽ tăng khoảng 20% yoy. Với những nhận định đó, DN đặt mục tiêu năm 2018 DT và LNTT lần lượt đạt 1,050 tỷ VND (-4.2% yoy) và 283 tỷ VND (-8.5% yoy). Về chính sách cổ tức, DN dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt.

Vinachem thoái vốn tại CSV. Hiện nay Vinachem dự kiến sẽ giảm quyền sở hữu CSV từ 65% xuống 51%. Tuy nhiên, việc thoái vốn tại CSV của Vinachem cần trình nhiều cấp và thủ tục nên nhanh nhất việc thoái vốn này sẽ thực hiện vào năm 2019.

Đơn vị: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	**1,516**	**1,551**	**1,546**	**1,541**	**1,466**
LN gộp	**312**	**366**	**344**	**399**	**415**
DT tài chính	6	7	12	19	24
CP tài chính	(27)	(16)	(11)	(9)	(4)
Lãi vay	(26)	(15)	(7)	(8)	(4)
CP bán hàng	(44)	(57)	(68)	(77)	(73)
CP QLDN	(48)	(94)	(67)	(99)	(50)
Lãi/lỗ HĐKD	**200**	**206**	**211**	**235**	**312**
TNhập khác (ròng)	2	2	(14)	(13)	(2)
LN trước thuế	**202**	**208**	**196**	**221**	**309**
LN sau thuế	**151**	**158**	**150**	**174**	**247**
LN CĐ thiểu số	21	18	17	4	7
LN Cty mẹ	130	140	133	170	240
EPS	5,296	3,174	2,715	3,547	5,432
TS ngắn hạn	**626**	**641**	**808**	**898**	**985**
Tiền và TĐ Tiền	145	261	297	483	505
Phải thu ngắn hạn	157	139	224	198	196
Tồn kho	302	227	257	208	194
TS ngắn hạn khác	23	14	30	10	10
TS dài hạn	**420**	**330**	**203**	**111**	**103**
Phải thu dài hạn	-	-	2	2	18
TSCĐ	355	277	171	101	74
TSCĐ hữu hình	354	269	171	101	72
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	1	0	0	0	2
TS dở dang dài hạn	-	-	4	5	6
TS dài hạn khác	63	54	26	3	4
Tổng TS	**1,046**	**971**	**1,012**	**1,010**	**1,087**
Nợ phải trả	**456**	**351**	**388**	**302**	**284**
Nợ ngắn hạn	445	340	386	300	278
Vay ngắn hạn	291	164	208	155	119
Nợ dài hạn	10	11	2	2	6
Vay dài hạn	10	11	2	2	6
Vốn chủ sở hữu	**568**	**580**	**623**	**707**	**804**
Vốn góp	245	442	442	442	442
LN chưa phân phối	129	138	129	161	210
Tổng nguồn vốn	**1,046**	**971**	**1,012**	**1,010**	**1,087**
% yoy DTT		2%	0%	0%	-5%
Biên ln gộp	20.6%	23.6%	22.3%	25.9%	28.3%
Lãi vay/ DTT	1.7%	1.0%	0.5%	0.5%	0.3%
CP bán hàng / DTT	2.9%	3.7%	4.4%	5.0%	5.0%
CP QLDN/DTT	3.2%	6.0%	4.3%	6.4%	3.4%
Biên ln thuần	10.0%	10.2%	9.7%	11.3%	16.8%

DTT giảm 4.9% yoy do sản lượng tiêu thụ nhìn chung giảm nhẹ trong khi giá bán có nhiều biến động. Sản lượng xút giảm 0.85%, HCl giảm 2.6%, H2SO4 tăng 2.1%. Giá bán NaOH tăng 19%, giá HCl giảm 30% và H2SO4 giảm 5%.

CP QLDN giảm mạnh 50% do DN đã trích xong lợi thuế doanh nghiệp (mỗi năm khoảng 19 tỷ VND) từ năm 2016. Bên cạnh đó doanh nghiệp đã hoàn nhập dự phòng 10.5 tỷ đồng trích lập từ CTCP Photpho.

Tiền và tương đương tiền của DN lớn giúp DN đảm bảo được các khoản chi thường xuyên và nhận được một khoản DT tài chính hàng năm.

HTK của DN đang có xu hướng giảm do không còn trữ nhiều thành phẩm tồn kho.

TSCĐ hữu hình đã khấu hao gần hết và sẽ hết khấu hao vào năm 2018. Dự kiến khấu hao sẽ tăng vào 2019 do đưa thêm 2 bình điện phân mới vào hoạt động.

Nợ ngắn hạn của DN ít và có xu hướng giảm qua hàng năm. DN hầu như không có nợ dài hạn. Dự kiến nợ DH sẽ tăng lên để tài trợ cho tiền thuê đất và bình điện phân mới trong năm 2018.

Biên LN gộp tăng do chi phí khấu hao giảm mạnh trong năm 2016, 2017. Chi phí khấu hao trong năm 2017 đã giảm hơn 40 tỷ VND.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	2013	2014	2015	2016	2017
1. Khả năng thanh toán					
Hsố TT ngắn hạn	1.41	1.88	2.09	3.00	3.55
Hsố TT nhanh	0.68	1.17	1.35	2.27	2.81
2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.60	0.66	0.80	0.89	0.91
TSDH/ TTS	0.40	0.34	0.20	0.11	0.09
Hsố Nợ/ TTS	0.44	0.36	0.38	0.30	0.26
Hsố Nợ/ VCSH	0.80	0.60	0.62	0.43	0.35
Nợ ngắn hạn / TTS	0.43	0.35	0.38	0.30	0.26
Nợ DH / TTS	0.01	0.01	0.00	0.00	0.01
3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	3.75	4.48	4.96	4.91	5.23
Vquay phải thu	12.60	11.58	9.25	7.47	7.40
Vquay phải trả	23.01	22.49	19.16	18.33	27.74
Số ngày HTK	97.3	81	74	74	70
Số ngày phải thu	29.0	32	39	49	49
Số ngày phải trả	15.9	16	19	20	13
CCC	110.4	97	94	103	106
4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	10.0%	10.2%	9.7%	11.3%	16.8%
LNST/VCSH (%)	26.7%	27.3%	24.1%	24.7%	30.7%
LNST/TTS	14.5%	16.3%	14.9%	17.3%	22.7%
LN từ HĐKD/DTT	13.2%	13.3%	13.6%	15.2%	21.3%
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.84	1.68	1.62	1.43	1.35
DT/TTS	1.45	1.60	1.53	1.53	1.35
EBIT/DT	0.15	0.14	0.13	0.15	0.21
EBT/EBIT	0.89	0.93	0.96	0.96	0.99
lãi ròng/LNTT	0.75	0.76	0.76	0.79	0.80
6. Định giá					
PE	7.5	12.6	14.7	11.2	7.3
EV/EBITDA	1.7	3.0	3.0	2.6	2.3
EPS	5,296	3,174	2,715	3,547	5,432
BVPS	23,143	13,116	13,232	15,310	17,616
7. Tăng trưởng (%yoy)					
TTS		-7%	4%	0%	8%
Nợ		-23%	11%	-22%	-6%
DTT		2%	0%	0%	-5%
LN gộp		17%	-6%	16%	4%
LNST		5%	-5%	16%	41%
EPS		-40%	-14%	31%	53%

Khả năng thanh toán được cải thiện qua từng năm, thanh khoản dồi dào.

Cơ cấu tài sản:
Cơ cấu tài sản hiện nay ở mức 90% TSNH, 10% TSDH. Tỷ trọng TSDH giảm là do các nhà máy máy móc của DN đã hết khấu hao.
Nợ có xu hướng giảm, dự kiến sẽ tăng trong năm 2018 để tài trợ cho các dự án mới của DN.
Đòn bẩy TC giảm, giảm áp lực trả nợ và lãi vay.

Năng lực hoạt động được cải thiện. Số ngày HTK giảm do doanh nghiệp giảm lượng thành phẩm trong HTK, số ngày phải trả giảm. Điều này khiến vòng quay tiền mặt của DN không có nhiều biến động.

Khả năng sinh lời được cải thiện. Chủ yếu do DN tiết giảm được chi phí QLDN và chi phí khấu hao.

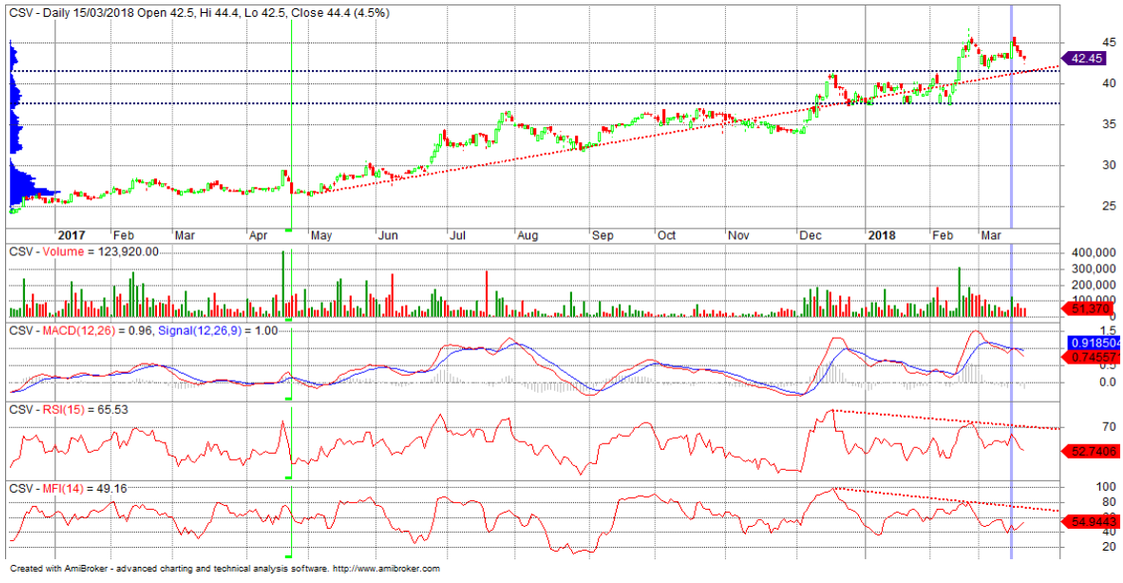
Các chỉ số định giá: Khá hấp dẫn so với trung bình ngành (Trung bình ngành khu vực P/E = 8.62x)

Điểm nhấn kỹ thuật:
- Xu hướng hiện tại: Điều chỉnh ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD giảm và phân kỳ bên dưới đường tín hiệu, kết hợp với xu hướng giảm của chỉ báo RSI và MFI, củng cố xu hướng điều chỉnh của cổ phiếu.
- Thanh khoản: giá trị thanh khoản trung bình 10 phiên đạt khoảng 2.7 tỷ đồng/phiên.

Nhận định: Cổ phiếu CSV đang trong xu hướng tăng giá dài hạn. Hiện tại, giá cổ phiếu đang hình thành mô hình 2 đỉnh với ngưỡng hỗ trợ 41. Các chỉ báo tín hiệu cho thấy khả năng giá cổ phiếu có thể sẽ tiếp tục điều chỉnh trong thời gian tới.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu. Nếu giá cổ phiếu CSV vẫn giữ được ngưỡng hỗ trợ 41, thì xu hướng tăng giá vẫn sẽ tiếp tục với giá mục tiêu là 45. Ngược lại, CSV sẽ chuyển sang xu hướng giảm với ngưỡng hỗ trợ tiếp theo là 37.

Đồ thị kỹ thuật



Disclaimer

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán

BSC Headquarters
BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office
146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

http://www.bsc.com.vn
Bloomberg: BSCV <GO>