

12/05/2020

Khuyến nghị

Nguyễn Thị Cẩm Tú (cơ bản)

tuntc@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	20,600
Upside	N/A

Nguyễn Tiến Đức (ptkt)

ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị	N/A
Giá đóng cửa	N/A

Dữ liệu thị trường

Cổ phiếu lưu hành (mil)	44.2
Vốn hóa (VND. bil)	893
Giá cao nhất trong 52 tuần	46,400
KLGD trung bình 10 phiên	367,663
Sở hữu nước ngoài	9.84%

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	65.0%
Vietnam Investment Property Holdings Limited	6.6%
Vietnam Investment Limited	1.4%
Vietnam Enterprise Limited	0.2%

Chart (1 year)



Tổng quan công ty: CSV là đơn vị chuyên sản xuất và kinh doanh hóa chất với 40 chủng loại sản phẩm. Trong đó, 3 nhóm chính: Nhóm hóa chất vô cơ cơ bản (Xút, Cl2 lỏng, Nhôm); Nhóm hóa chất xử lý nước và Nhóm các loại muối và hóa chất khác.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q/2020

Định giá

Kết thúc phiên giao dịch ngày 12/05/2019, CSV đóng cửa ở mức giá 20,600 VND; tương đương với mức P/E fw là 4.4, mức định giá thấp nhất trong lịch sử.

Kế hoạch kinh doanh năm 2020

CSV đặt doanh thu và lợi nhuận trước thuế cho năm 2020 lần lượt là 1,643 tỷ (+4.9% YoY) và 257 tỷ (-18.3% YoY). EPS 2020 là 4,652 VND, PE fw là 4.4. Kế hoạch chưa tính đến ảnh hưởng của Covid.

Catalyst

- Di dời nhà máy sang KCN Nhơn Trạch 6
- Vinachem thoái vốn tại CSV từ 65% xuống 51% trong năm 2020

Rủi ro đầu tư

- Dịch Covid-19 làm giảm nhu cầu các sản phẩm hóa chất
- Biến động giá nguyên vật liệu
- Mức cổ tức tiền mặt dự kiến giảm trong giai đoạn đầu tư nhà máy

Cập nhật kết quả kinh doanh

DTT và LNTT của CSV lần lượt đạt 329 tỷ (-6.2% YoY) và 59 tỷ (-18.6% YoY), tương ứng công ty đã hoàn thành 20% KH DTT và 23% KH LNTT.

Sản lượng tiêu thụ quý 1 năm 2020 giảm mạnh do nhu cầu thấp.

Sản lượng xút giảm 9.7% YoY, Axit Clo giảm 19.2% YoY, Axit Sulfuric giảm 13.4% YoY.

Giá bán các sản phẩm chính hầu hết đều suy giảm. Giá xút trung bình đạt 3.7 triệu VND/tấn (-9.7% YoY), Axit Clo đạt 1.9 triệu VND/tấn (-19.2% YoY) và Axit Sulfuric đạt 1.9 triệu/tấn (-13.4% YoY).

Hiện tại, việc di dời Nhà máy đã được Vinachem phê duyệt chủ trương. CSV sẽ thuê đơn vị tư vấn lập báo cáo khả thi dự án, sau đó được Vinachem phê duyệt sẽ tiến hành trình cổ đông.

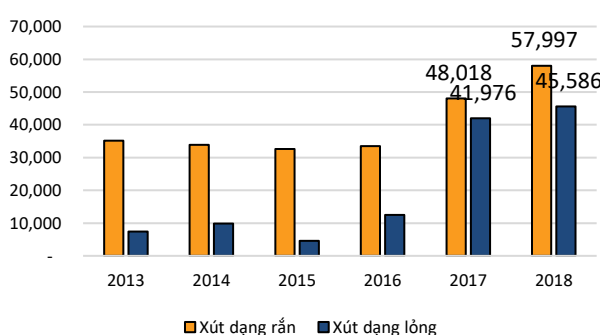
Vinachem đang thuê đơn vị thẩm định giá để có cơ sở thực hiện việc thoái vốn, dự kiến thoái xuống còn 51% trong năm 2020.

CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam

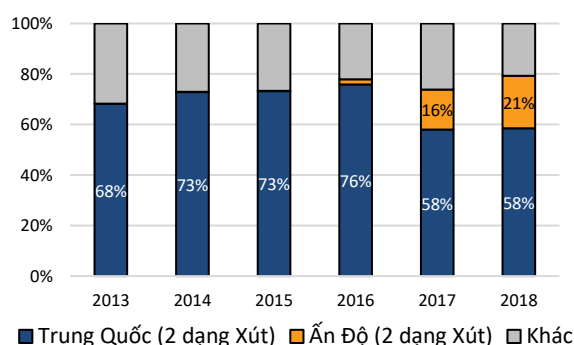
BSC có trao đổi nhanh với đại diện CSV về tình hình hoạt động kinh doanh quý 1 2020 và triển vọng năm 2020 và chúng tôi có một số cập nhật sau:

(1) Nhu cầu tiêu thụ Xút tăng thêm hàng năm được cung cấp chủ yếu bởi Xút nhập khẩu. Nhu cầu tiêu thụ Xút trung bình đạt khoảng 200,000 tấn/năm, với tốc độ tăng trưởng khoảng 10%/năm. Tuy nhiên, các nhà sản xuất Xút lớn trong nước chỉ có Vedan (sử dụng nội bộ) và CSV (2019 sản lượng sản xuất Xút đạt 97% công suất – đã tính cả bình điện phân mới đi vào hoạt động). Do đó, Xút nhập khẩu từ Trung Quốc và Ấn Độ (với tốc độ tăng trưởng CAGR 2015 – 2018 đạt 23%/năm) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn và cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm nội địa.

**Giá trị Xút nhập khẩu vào Việt Nam
(nghìn USD)**



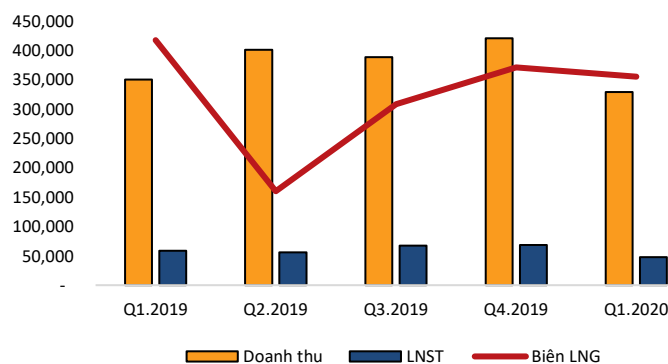
Tỷ trọng nhập khẩu Xút từ Trung Quốc và Ấn Độ



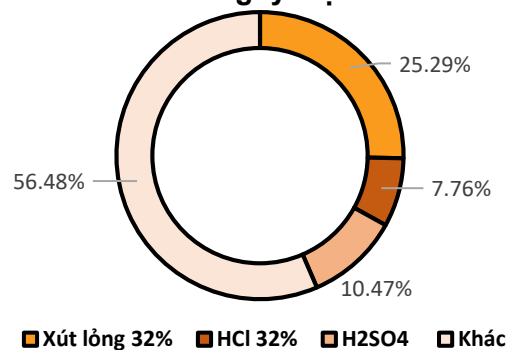
Nguồn: Trademap

(2) Kết quả kinh doanh quý 1 2020 kém khả quan trong bối cảnh dịch Covid -19 ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm hóa chất. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế của CSV lần lượt đạt 329 tỷ (-6.2% YoY) và 59.5 tỷ (-18.6% YoY), tương ứng hoàn thành 20% kế hoạch doanh thu và 23% kế hoạch LNTT. Cơ cấu sản phẩm không có nhiều thay đổi: Xút (25% doanh thu), Axit Sulfuric (10% doanh thu) và Axit Clo (8% doanh thu). Biên lợi nhuận gộp đạt 28.7%, giảm từ mức 29.6% cùng kỳ, một phần do tăng khấu hao từ bình điện phân mới* (~30 tỷ/năm).

Diễn biến kết quả kinh doanh theo quý



Cơ cấu doanh thu sản phẩm của công ty mẹ



Nguồn: CSV

CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam

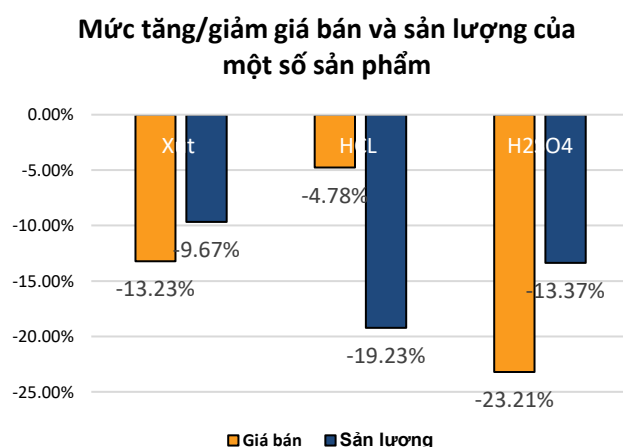
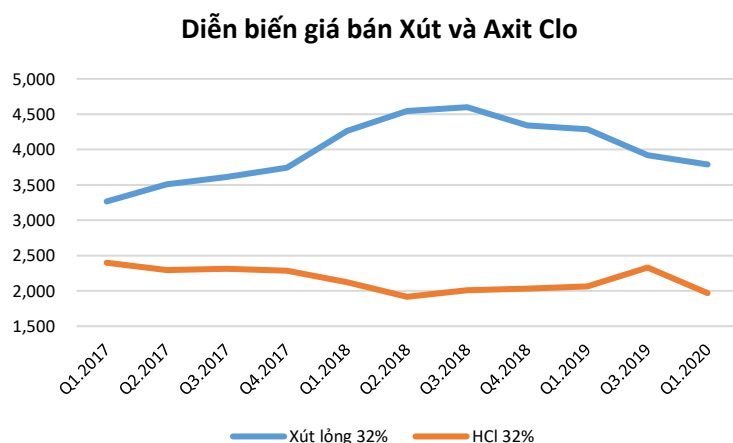
**Dự án Bình điện phân NaOH 100% có công suất là 10,000 tấn/năm, nâng tổng công suất Xút là 40,000 tấn/năm.*

Trong quý 1 năm 2020, hầu hết các sản phẩm chính đều suy giảm cả về giá bán và sản lượng chủ yếu do (1) Các hoạt động sản xuất công nghiệp trì trệ do dịch Covid-19 khiến nhu cầu chung với sản phẩm hóa chất giảm (2) tình hình cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu khiến công ty phải chủ động giảm giá bán. BSC cho rằng trong các quý tới, các hoạt động sản xuất công nghiệp quay trở lại mức bình thường sẽ giúp cải thiện nhu cầu hóa chất, tuy nhiên, tình hình cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu cùng với việc khách hàng chính (Ajinomoto Việt Nam) thay đổi công nghệ sản xuất (dự kiến nhu cầu Axit Sulfuric giảm) tiếp tục là thách thức với CSV.

Bảng giá bán và sản lượng một số sản phẩm chính của CSV*

Sản phẩm	Sản lượng tiêu thụ năm 2019 (tấn)	Sản lượng tiêu thụ Q1.2020 (tấn)	Giá bán năm 2020 (triệu đồng)
Xút dạng lỏng (100%)	28,400	17,823	11,834
Axit Clo	47,481	10,508	1,970
Axit Sulfuric	62,990	14,529	1,924

**Số liệu BSC ước tính*



Nguồn: CSV

(3) Về dự án di dời nhà máy: Hiện tại, việc di dời Nhà máy đã được Vinachem phê duyệt chủ trương. CSV sẽ thuê đơn vị tư vấn lập báo cáo khả thi dự án, sau đó được Vinachem phê duyệt sẽ tiến hành trình cổ đông.

BSC ước tính sau khi nhà máy mới đi vào hoạt động, năm đầu tiên doanh thu dự kiến đạt 1,754 tỷ (+12% so với năm 2019) và lợi nhuận trước thuế đạt 236 tỷ (-5.9% so với năm 2019) với giả định mức khấu hao tăng thêm là 116 tỷ (thời gian khấu hao: 15 năm).

Thông tin

Công suất	Xút: 50,000 tấn 100% (156,000 tấn xút 32%); Axit Clo 32%: 103,000 tấn; Clo lỏng: 8,000 tấn; BAC: 33,000 tấn; Silicat: 40,000 tấn
Tổng mức đầu tư	Tổng mức đầu tư: 2,180 tỷ (đã bao gồm tiền đất); trong đó, 1,774 tỷ cho hệ thống bồn chứa, kho bãi,...

Nguồn: CSV

Bảng BSC dự phóng doanh thu một số sản phẩm cho nhà máy mới

	Công suất (tấn)	Giá bán (triệu đồng)	Doanh thu (triệu đồng)	Doanh thu tăng thêm (triệu đồng)
Xút 100%	50,000	11.5	575,000	181,000
Axit Sulfuric	100,000	1.9	190,000	26,000
Axit Clo 32%	103,000	1.9	195,700	74,000

(4) Về việc thoái vốn của tập đoàn Vinachem: Hiện Vinachem đang thuê đơn vị thẩm định giá để có cơ sở thực hiện việc thoái vốn, dự kiến thoái xuống còn 51% trong năm 2020.

(5) Kế hoạch kinh doanh năm 2020: CSV đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế cho năm 2020 lần lượt là 1,643 tỷ (+4.9% YoY) và 257 tỷ (-18.3% YoY). EPS dự kiến 2020 là 4,652 VND, tương ứng với PE fw là 4.3. Chúng tôi lưu ý rằng tuy CSV đặt KH LNTT sụt giảm mạnh, đây là mức kế hoạch chưa tính đến ảnh hưởng tiêu cực của Covid – 19.

CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam

BSC

TÓM TẮT CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020
Doanh thu thuần	350	401	388	420	329
LN gộp	104	105	109	122	94
DT tài chính	5	4	6	3	3
CP tài chính	(1)	(3)	(4)	(4)	(4)
Lãi vay	(1)	(2)	3	(4)	(4)
CP bán hàng	(17)	(18)	(18)	(18)	(17)
CP QLDN	(16)	(19)	(9)	(18)	(16)
Lãi/lỗ HĐKD	74	69	85	84	59
TN nhập khác (ròng)	(1)	1	(1)	1	-
LN trước thuế	73	70	84	85	60
LN sau thuế	58	56	67	68	48
LN CĐ thiếu số	0	0	3	2	-
LN Cty mẹ	58	55	64	66	47
EPS	1,312	1,267	1,516	1,538	1,086
TS ngắn hạn	877	836	794	741	757
Tiền và DT ngắn hạn	353	294	140	234	165
Phải thu ngắn hạn	183	218	177	183	184
Tồn kho	309	285	314	282	256
TS ngắn hạn khác	31	39	53	40	42
TS dài hạn	315	407	523	523	509
Phải thu dài hạn	2	2	2	2	2
TSCĐ	56	52	150	149	143
TS dở dang dài hạn	102	104	4	7	2
TS dài hạn khác	155	249	368	366	363
Tổng TS	1,192	1,243	1,318	1,264	1,266
Nợ phải trả	291	354	362	329	283
Nợ ngắn hạn	243	243	242	217	171
Vay ngắn hạn	96	96	67	92	36
Nợ dài hạn	47	111	120	112	112
Vay dài hạn	47	111	120	112	112
Vốn chủ sở hữu	901	889	956	934	983
Vốn góp	442	442	442	442	442
LN chưa phân phối	234	145	-	186	-
Tổng nguồn vốn	1,192	1,243	1,318	1,264	1,266
% yoy DT	-1%	-5%	-1%	0%	-6%
Biên ln gộp	29.7%	26.2%	28.1%	29.0%	28.6%
Lãi vay/DTT	0.3%	0.5%	-0.8%	1.0%	1.2%
CP bán hàng/DTT	4.9%	4.5%	4.6%	4.3%	5.2%
CP QLDN/DTT	4.6%	4.7%	2.3%	4.3%	4.9%
Biên ln thuần	21.1%	17.2%	21.9%	20.0%	17.9%

Doanh thu quý 1 năm 2020 giảm 6.2% do cả giá bán và sản lượng các sản phẩm chính đều giảm.

Về sản lượng: Xút -9.7% YoY, HCl -19.2% YoY, H2SO4 -13.4% YoY,...

Biên chi phí bán hàng và QLDN tăng lên mức 10.2% từ mức 9.4% do doanh thu giảm trong khi công ty không cắt giảm chi phí.

Hàng tồn kho tiếp tục xu hướng giảm trong 3 quý liên tiếp khi khả năng tiêu thụ chậm dần.

Nợ vay ngân hàng ngắn hạn giảm mạnh so với cuối năm 2019.

CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	
1. Khả năng thanh toán						
Hsố TT ngắn hạn	3.60	3.43	3.28	3.41	4.43	Hệ số thanh toán ở trong phạm vi an toàn.
Hsố TT nhanh	2.20	2.10	1.25	1.92	1.85	
2. Cơ cấu vốn						
TSNH/ TTS	0.74	0.67	0.60	0.59	0.60	Cơ cấu tài sản không có nhiều thay đổi trong quý 1 năm 2020.
TSDH/ TTS	0.26	0.33	0.40	0.41	0.40	
Hsố Nợ/ TTS	0.24	0.28	0.27	0.26	0.22	
Hsố Nợ/ VCSH	0.32	0.40	0.38	0.35	0.29	
Nợ ngắn hạn / TTS	0.20	0.20	0.18	0.17	0.14	
Nợ DH / TTS	0.04	0.09	0.09	0.09	0.09	
3. Năng lực hoạt động						
Vquay hàng tồn kho	4.48	4.54	3.91	3.79	4.10	Số vòng quay hàng tồn kho cải thiện giúp giảm thời gian chuyển đổi tiền mặt.
Vquay phải thu	8.2	7.7	9.3	8.5	7.8	
Vquay phải trả	6.89	5.56	6.05	6.09	5.99	
Số ngày HTK	81.5	80.4	93.4	96.3	89.0	
Số ngày phải thu	44.5	47.4	39.2	42.9	46.8	
Số ngày phải trả	53.0	65.6	60.3	59.9	60.9	
CCC	73.0	62.2	72.3	79.3	74.9	
4. Khả năng sinh lời						
LNST/DTT (%)	16.6%	14.0%	17.3%	16.2%	14.6%	Khả năng sinh lời nhẹ mạnh do kết quả kinh doanh kém khả quan.
LNST/VCSH (%)	6.4%	6.3%	7.0%	7.3%	4.9%	
LNST/TTS	4.9%	4.5%	5.1%	5.4%	3.8%	
LN từ HĐKD/DTT	21.1%	17.2%	21.9%	20.0%	17.9%	
5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)						
TTS/VCSH	1.32	1.40	1.38	1.35	1.29	
DT/TTS	0.29	0.32	0.29	0.33	0.26	
EBIT/DT	0.21	0.18	0.21	0.21	0.19	
EBT/EBIT	0.99	0.97	1.04	0.96	0.94	
lãi ròng/LNTT	0.79	0.80	0.80	0.80	0.80	
6. Định giá						
PE						
PB						
EPS	1,312	1,267	1,516	1,538	1,086	
BVPS	20,342	20,039	21,569	21,078	22,188	
7. Tăng trưởng (%)						
TTS	6%	12%	14%	15%	6%	
Nợ	10.9%	25.2%	16.1%	25.6%	-2.7%	
DTT	-1.3%	-4.7%	-0.9%	-0.1%	-6.2%	
LN gộp	5.4%	-6.9%	-1.4%	20.8%	-8.8%	
LNST	3.4%	-20.7%	5.6%	8.4%	-18.6%	
EPS	2.5%	-20.3%	5.5%	8.0%	-17.9%	

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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 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 BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

