

CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam (HSX: CSV)

Đoàn Minh Tin Chuyên viên phân tích Email: tindm@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7596	Giá tham chiếu	20.000	-18%	-7%	0%	+7%	+18%
	Giá mục tiêu	19.700	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua
	Tăng/giảm	-1,5%	THEO DÕI				
	Tỷ suất cổ tức	6,5%					

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam
Địa chỉ	Số 22 Lý Tự Trọng, Phường Bến Nghé, Quận 1, Tp.HCM
Doanh thu chính	Hóa chất cơ bản
Chi phí chính	Năng lượng và nguyên vật liệu đầu vào
Lợi thế cạnh tranh	- Xây dựng uy tín lâu năm với nguồn khách hàng ổn định - Được sự hỗ trợ từ Vinachem

Rủi ro chính	- Biến động giá hóa chất đầu vào - Rủi ro cạnh tranh
--------------	---

Thông tin đợt niêm yết

Ngày niêm yết	18/03/2015
Giá chào sàn	20.000 đồng/cp
Vốn điều lệ	442 tỷ đồng
Tổng số lượng đăng ký niêm yết	44,2 triệu cp
Tổng giá trị đăng ký niêm yết	442 tỷ đồng

Danh sách cổ đông	Tỷ lệ (%)
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	65,0
Vietnam Investment Property Holdings Limited	7,5
Khác	27,5

NIÊM YẾT LẦN ĐẦU TRÊN HSX

Công ty CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam (HSX: CSV) sẽ niêm yết trên sàn HSX vào ngày 18/03/2015. Chúng tôi dự phóng trong năm 2015, Công ty đạt 1.440 tỷ đồng doanh thu thuần và đạt 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức EPS(F) là 2.700 đồng/cp so với mức P/E trung bình của các công ty cùng ngành là 7,3 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với CSV với giá mục tiêu **19.700 đồng/cp** thấp hơn 1,5% so với giá tham chiếu của ngày niêm yết đầu tiên.

Vị thế ngành. Thị trường tiêu thụ chủ yếu ở các tỉnh miền Trung - Tây Nguyên đến các tỉnh miền Tây Nam Bộ và TP.Hồ Chí Minh với thị phần các sản phẩm hóa chất cơ bản của Công ty như: NaOH lỏng chiếm khoảng 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicat chiếm 30%, PAC chiếm 20%, H₂SO₄ chiếm 50%, Al(OH)₃ chiếm 30%, H₃PO₄ chiếm 25%. Các sản phẩm của công ty được sử dụng cho các khách hàng thực phẩm, phân bón, giặt tẩy....

Kết quả kinh doanh 2014 tích cực. Trong năm 2014, mặc dù doanh thu Công ty ở mức 1.568 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,5% (yoy) nhưng lợi nhuận sau thuế đạt 144 tỷ đồng, tăng 10,8% (yoy) do: **(1).** Tiêu thụ các mặt hàng hóa chất như xút, axit, silicat...tăng ở mức bình quân 13,6% so với cùng kỳ do đối thủ là Vedan giảm sản xuất; **(2).** Giá hóa chất đầu vào giảm đã làm biên lợi nhuận gộp của Công ty cải thiện (tăng từ mức 20,6% lên 24,1%).

Triển vọng từ năm 2015 trở đi. Mặc dù với vị thế là ngành sản xuất sản phẩm đầu vào cho các ngành công nghiệp như thực phẩm, hóa chất, giặt tẩy...tuy nhiên hiệu quả kinh doanh của Công ty vẫn chưa có nhiều chuyển biến lạc quan do: **(1).** Các khách hàng của Công ty chủ yếu sản xuất các sản phẩm hàng tiêu dùng cơ bản do sức cầu yếu, hàng tồn kho lớn nên sản lượng tiêu thụ giảm; **(2).** Một số sản phẩm Công ty với giá thành cao nên khả năng cạnh tranh thấp; **(3).** Kế hoạch di dời nhà máy tại khu công nghiệp Biên Hòa 1 đang là trở ngại đối với việc mở rộng sản xuất kinh doanh của Công ty từ đây cho đến 2018.

ĐỊNH GIÁ PE

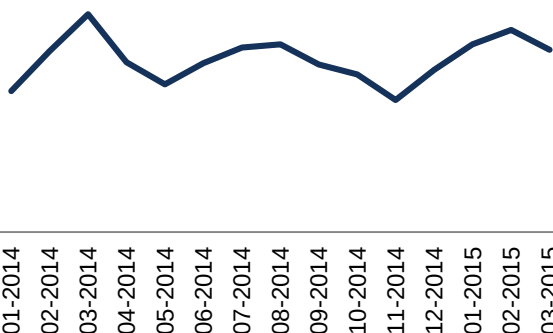
Công ty CTCP Hóa chất cơ bản miền Nam là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực hóa chất công nghiệp, là nguyên liệu đầu vào cho một số ngành công nghiệp như: thực phẩm, phân bón, giặt tẩy, xử lý nước...vị thế Công ty tương đối lớn với thị phần 25-30% đối với một số hóa chất cơ bản, tuy nhiên một số sản phẩm của Công ty có giá thành tương đối cao nên khả năng cạnh tranh đối với các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc và Hàn Quốc chưa nổi trội. Thêm vào đó, vướng mắc trong tiến độ di dời các nhà máy ảnh hưởng lớn kế hoạch mở rộng sản xuất đối với một số hóa chất có nhu cầu lớn của Công ty.

Trong năm 2015, chúng tôi dự phóng Công ty sẽ đạt 1.440 tỷ đồng doanh thu thuần và 120 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng với mức **EPS(F) là 2.700 VNĐ/cp** so với mức P/E trung bình của các công ty hoạt động trong lĩnh vực hóa chất khu vực là 7,3 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với CSV với giá mục tiêu **19.700 đồng/cp**.

Công ty khu vực	Quốc Gia	Vốn hóa (tr.USD)	Doanh thu (tr.USD)	ROE	P/E	Tỷ lệ chiết khấu	P/E điều chỉnh
GUANGXI HECHI CHEMICAL IND-A	China	389,1	93,6	32,3	15,6	44,4%	8,7
JIANGSU YANGNONG CHEMICAL -A	China	1.034,1	469,3	18,0	13,9	44,4%	7,7
PATO CHEMICAL INDUSTRY PCL	Thailand	54,2	23,6	32,0	12,5	33,5%	8,3
SHERWOOD CHEMICALS PCL	Thailand	32,4	32,0	15,8	12,0	33,5%	8,0
THAI CENTRAL CHEMICAL PUB CO	Thailand	516,7	659,3	31,8	7,8	33,5%	5,2
LAM THAO FERTILIZERS AND CHEMICAL	Vietnam	115,4	206,7	30,3	5,8	0,0%	5,8
VIET TRI CHEMICAL JOINT STOCK COMPANY	Vietnam	7,0	15,2	19,4	7,0	0,0%	7,0
DUC GIANG CHEMICAL & DETERGENT POWDER JSC	Vietnam	55,1	88,0	23,9	7,4	0,0%	7,4
Bình quân							7,3
CSV	Việt Nam		73	25			7,3

Nguồn: Bloomberg và FPTs tổng hợp

Diễn biến giá Lưu huỳnh tại thị trường Qatar (USD/Tấn)



Nguồn: Tasqueeq

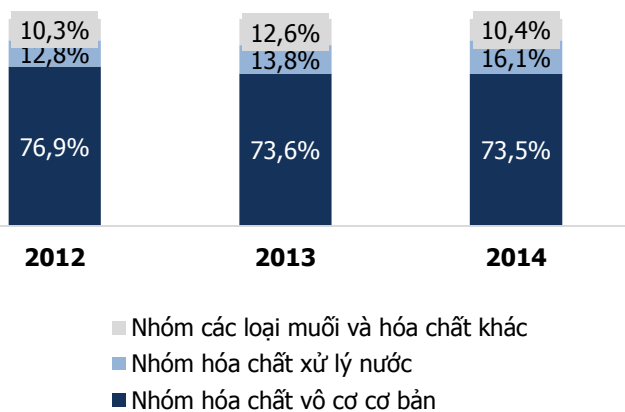
RỦI RO ĐẦU TƯ

Biên động giá nguyên liệu đầu vào

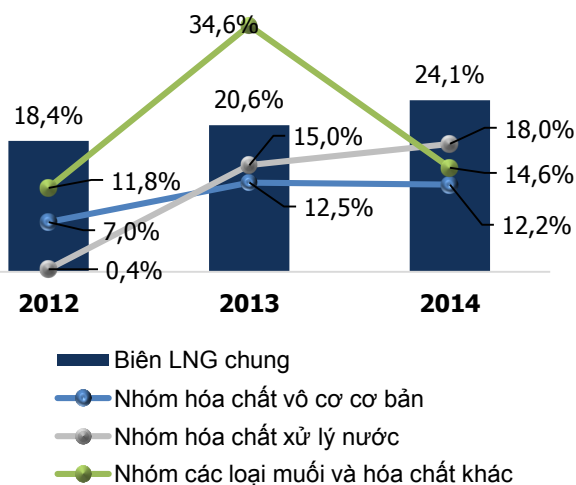
Lưu huỳnh và BaCl₂.2H₂O Công ty nhập khẩu toàn bộ, trong đó lưu huỳnh dùng để sản xuất Axít Sunfuric chiếm đến 30% giá thành sản phẩm. Vì vậy giá của nguyên liệu này chịu tác động của tỷ giá cũng như biến động giá trên thị trường thế giới. Bên cạnh đó do đặc thù sản xuất các sản phẩm Xút-clo, tỷ trọng chi phí điện dùng trong khâu điện phân rất lớn. Giá điện tăng 7,5% trong năm 2015 có thể làm giảm lợi nhuận sau thuế năm 2014 ở mức 6,3%, do mỗi năm CSV tiêu thụ khoảng 180 triệu KWH.

Hóa chất được phân theo hai dạng chính là hóa chất kĩ thuật (đa số trên thị trường) và hóa chất tinh (dùng trong sản xuất thực phẩm). Trung Quốc chủ yếu cạnh tranh vào phân khúc hóa chất kĩ thuật với giá thành rẻ. Hóa chất tinh chủ yếu được cung cấp bởi các doanh nghiệp uy tín trong nước.

Cơ cấu doanh thu



Biên LNG các mảng kinh doanh



Rủi ro cạnh tranh trên thị trường

Sản phẩm của Công ty chủ yếu là nguyên liệu đầu vào của các ngành sản xuất như: thực phẩm, phân bón, giặt tẩy, xử lý nước... nên thị trường đầu ra tương đối ổn định tuy nhiên sự cạnh tranh đến từ sản phẩm cùng loại từ các công ty sản xuất trong nước và sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc. Cùng với quá trình hội nhập kinh tế thế giới, thị trường Việt Nam ngày càng được mở cửa, sự cạnh tranh sẽ càng trở nên khốc liệt hơn. Ngoài ra, các công ty trong ngành giấy và may mặc lớn cũng đầu tư sản xuất để tự cung cấp nhu cầu hóa chất nên ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ của sản phẩm Công ty.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh chính

Công ty Cổ phần Hóa chất cơ bản miền Nam là đơn vị chuyên sản xuất và kinh doanh hóa chất vô cơ với hơn 40 chủng loại sản phẩm. Xét về mặt giá trị sử dụng có thể chia ra thành 3 nhóm như sau:

- Nhóm hóa chất vô cơ cơ bản:** Natri silicat các loại, Xút (NaOH) 20%-32%-45%-50%; Clor lỏng (Cl₂); Phốtpho vàng (P₄); Nhôm hydroxyt (Al(OH)₃); Axit Phốtphoric (H₃PO₄); Axit Sunfuric (H₂SO₄) 50%-98%; Axit Clohydric (HCl) 20%-32%-35%.
- Nhóm hóa chất xử lý nước:** Poly Aluminium Chloride-PAC 10%-17%; Phèn-Nhôm sunfat 7%-15%-17%; Javel-Natri Hypoclorit (NaOCl); dung dịch Sắt III Clorua (FeCl₃) 38%-45%...
- Nhóm các loại muối và hóa chất khác:** Natri Phốtphat (Na₃PO₄); Natri Dihydrôphốtphat (NaH₂PO₄); Diammonium Phốtphat – DAP ((NH₄)₂HPO₄); Monoammonium Phốtphat – MAP ((NH₄)H₂PO₄); Canxi Clorua (CaCl₂); Magie Sunphat (MgSO₄); Natri Silicate các loại...

Cơ cấu doanh thu của CSV tương đối ổn định với nhóm hóa chất cơ bản luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất đóng góp 73,5% doanh thu và 67% lợi nhuận gộp trong 2014. Nhóm hóa chất xử lý nước chiếm tỷ trọng 16% doanh thu thuần và 22% lợi nhuận gộp.

Do đặc thù ngành sản xuất kinh doanh các sản phẩm hóa chất cơ bản mang tính nguy hiểm, độc hại, có nguy cơ gây ô nhiễm môi trường cao nên các địa phương hầu như hoàn toàn không chấp nhận cấp phép đầu tư mở rộng và đầu tư mới nên điều này cũng tạo rào cản tham gia thị trường.

CÔNG TY CON, CÔNG TY LIÊN KẾT

CSV có một công ty con là Công ty Cổ phần Phốt pho Việt Nam

- Lĩnh vực hoạt động: sản xuất phốt pho vàng (P4)
- Địa chỉ: KCN Công nghiệp Tăng Loỏng, huyện Bảo Thắng, tỉnh Lào Cai
- Vốn điều lệ: 60.487.200.000 đồng
- Tỷ lệ sở hữu của Công ty: 65,05% vốn điều lệ

Trong năm 2014, doanh thu và lợi nhuận của Công ty này lần lượt là 543 tỷ đồng (tăng 3,6%, yoy) và 74 tỷ đồng (giảm 9,8%, yoy) đóng góp đến 1/3 lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ.

Biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh phốtpho vàng bị tác động tiêu cực bởi cạnh tranh vừa đầu vào và đầu ra khi giá đầu vào có xu hướng tăng nhưng đầu ra trong xu hướng giảm.

Tình hình hoạt động trong lĩnh vực sản xuất phốtpho vàng tương đối cạnh tranh cả về đầu vào và đầu ra khi: **(1)**. Trong nước nguồn apatit (nguyên liệu sản xuất phốtpho vàng) được cung cấp bởi Công ty TNHH một thành viên Apatit Việt Nam; **(2)**. Số lượng doanh nghiệp mới tăng lên (trong nước có khoảng 7 doanh nghiệp) trong khi các nhà máy mới được nhiều ưu đãi đã gây ảnh hưởng lớn đến khả năng cạnh tranh của công ty.

NGUYÊN LIỆU ĐẦU VÀO

Giá lưu huỳnh có xu hướng biến động theo giá dầu do đây là hóa phẩm dầu khí.

Nguyên vật liệu chính dùng cho sản xuất của CSV bao gồm: muối công nghiệp (NaCl), cát trắng, lưu huỳnh (S), phốt pho vàng (P4), quặng bô xít, BaCl₂.2H₂O, điện.... Trong đó cát trắng, phốt pho vàng, quặng bô xít là những nguyên liệu trong nước sẵn có không phải nhập khẩu, 12% muối công nghiệp được mua từ các doanh nghiệp trong nước, 88% còn lại nhập khẩu từ nước ngoài. Riêng với lưu huỳnh và BaCl₂.2H₂O Công ty nhập khẩu toàn bộ. Nguồn hàng chủ yếu được nhập từ Ấn Độ, Úc, Trung Đông, Nga, Singapore...

Đối với các sản phẩm xút-clo: chi phí điện trong quá trình điện phân chiếm 40% giá thành (sử dụng toàn bộ từ EVN), muối công nghiệp (NaCl) chiếm 30% giá thành với 88% nhập khẩu, chủ yếu từ Ấn Độ và Úc, 12% lượng muối công nghiệp được sử dụng từ Bạc Liêu và Ninh Thuận.

Đối với sản phẩm axit: Lưu huỳnh chiếm 30% giá thành sản phẩm axit sulphuric, chủ yếu nhập khẩu từ Singapore và Nga; phốt pho vàng (P4) chiếm đến 70% giá thành sản phẩm axit phốtphoric, được cung cấp trong nước bởi CTCP Phốtpho Việt Nam.

Đặc thù sản xuất của Công ty là sản phẩm của nhà máy này lại là nguyên liệu đầu vào của nhà máy khác trong cùng Công ty, vì vậy khi có sự biến động về giá cả và tính ổn định của nguồn cung trên thế giới cũng như trong nước đối với các loại nguyên vật liệu chính mà CSV sử dụng đều ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty.

THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ

Thị trường tiêu thụ tương đối ổn định do bản chất các khách hàng kinh doanh của công ty là ổn định nên sự đột biến trong sự tăng trưởng doanh thu của công ty chủ yếu đến từ việc giành thị phần từ đối thủ.

Do sản phẩm của Công ty chủ yếu là nguyên liệu đầu vào của các ngành sản xuất như: thực phẩm, phân bón, giặt tẩy, xử lý nước... nên thị trường đầu ra tương đối ổn định. Thị trường tiêu thụ của Công ty chủ yếu là khu vực TP.HCM, miền Trung, Tây Nguyên trở vào các tỉnh miền Tây. Mặc dù nhu cầu của thị trường trong nước còn rất nhiều tiềm năng nhưng sự cạnh tranh cũng rất lớn đến từ sản phẩm cùng loại từ các công ty sản xuất trong nước và sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc. Thêm vào đó, một số công ty lớn trong ngành giấy và may mặc cũng đầu tư sản xuất để tự cung cấp nhu cầu hóa chất cũng ảnh hưởng đến tiềm năng tăng trưởng doanh thu của Công ty.

Thị phần các sản phẩm hóa chất cơ bản của Công ty như sau: NaOH lỏng chiếm khoảng 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicat chiếm 30%, PAC chiếm 20%, H₂SO₄ chiếm 50%, Al(OH)₃ chiếm 30%, H₃PO₄ chiếm 25% và hiện nay Công ty đang từng bước mở rộng thị phần ra các nước trong khu vực. Các sản phẩm của công ty được sử dụng cho các khách hàng thực phẩm, phân bón, giặt tẩy... Một số mặt hàng như chất xử lý nước, xút clo được đánh giá là có tiềm năng lớn về nhu cầu tiêu thụ tuy nhiên do vướng mắc về việc di dời các nhà máy nên Công ty chưa thể nâng công suất các dây chuyền hiện tại.

Khách hàng và sản phẩm tiêu thụ chính của Công ty

Lĩnh vực tiêu thụ	Sản phẩm chủ yếu
Thực phẩm	Axit sunfuric (H ₂ SO ₄ 98%)
Phân bón	Axit sunfuric (H ₂ SO ₄ 98%)
Giặt tẩy	Natri Hydroxit (NaOH 32%), Natri Silicat M2.7,
Cấp nước	Clo lỏng, Poly Aluminum Chloride 10% (P.A.C)
Xử lý nước thải	Natri Hydroxit (NaOH 32%)
Đệt nhuộm	Natri Hydroxit (NaOH 50%)

Nguồn: CSV

Các đối thủ cạnh tranh hiện nay của Công ty tại thị trường phía Nam đối với từng sản phẩm như sau:

Sản phẩm	Thị phần công ty	Đối thủ
NaOH	25%	Công ty Vedan VN 35%
HCl	50%	Công ty Vedan VN: 40% Công ty cổ phần Hóa chất Việt Trì: 10%
Silicat	30%	Công ty TNHH Việt Hương: 45% Công ty Vạn Lợi: 25%
PAC	20%	Công ty TNHH Bắc Giai: 10% Công ty Lau Tan Luas: 20%
H ₂ SO ₄	50%	Nhà Máy Suphophat Long Thành
Al(OH) ₃	30%	Tổ hợp Bôxít – Nhôm Tân Rai – Lâm Đồng: 80%
H ₃ PO ₄	25%	Công ty cổ phần Hóa chất Đức Giang: 30%

Đối thủ cạnh tranh trong nước chủ yếu là Vedan (HCl, NaOH), Supe Long Thành (H₂SO₄), Hóa chất Việt Trì (HCl) và một số doanh nghiệp tư nhân khác (chủ yếu mà thương mại).

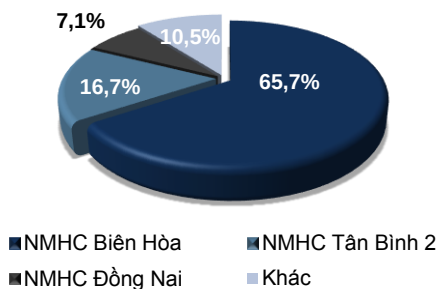
Ngoài ra, CSV cũng xuất khẩu hóa chất sang một số thị trường như Hàn Quốc (phốtpho vàng), Brunei (HCl), Thailand (Magie sulfate) nhưng không đáng kể, giá trị xuất khẩu chiếm chưa đến 1% tổng doanh thu trong năm 2014.

NĂNG LỰC SẢN XUẤT

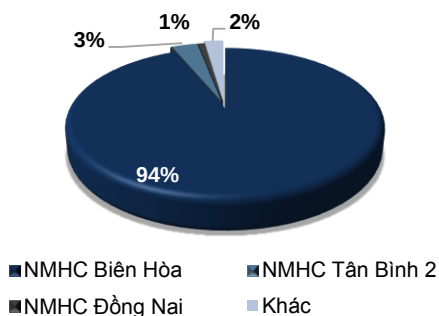
Hiện nay, 03 nhà máy lớn của Công ty gồm:

- Nhà máy Hóa chất Biên Hòa được thành lập năm 1976.
- Nhà máy Hóa chất Đồng Nai đi vào hoạt động từ năm 1974.
- Nhà máy Hóa chất Tân Bình 2 được di dời từ Tân Bình đến Biên Hòa trong 2009.

Đóng góp doanh thu theo nhà máy



Đóng góp lợi nhuận theo nhà máy



Nguồn: CSV

Cả 3 nhà máy đều nằm trong Khu công nghiệp Biên Hòa 1, Tỉnh Đồng Nai. Mức đóng góp về doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ nhà máy Biên Hòa do các sản phẩm như axit sulphuric, axit photphoric gặp nhiều khó khăn trong cạnh tranh nên hoạt động dưới công suất.

Ngoài ra, CSV còn có Xí nghiệp khai thác bô xít tại Bảo Lộc (bô xít là nguyên liệu đầu vào cho sản xuất hidroxít nhôm), tuy nhiên Sản phẩm Hydroxyt nhôm tại Chi nhánh Tân Bình của Công ty gặp phải sự cạnh tranh gay gắt với sản phẩm cùng loại của Tổ hợp Bôxít nhôm Tân Rai, giá thành sản xuất cao dẫn đến dây chuyền sản xuất không phát huy được hết công suất và sản phẩm tiêu thụ khá chậm. Hiện tại chi nhánh Tân Bình đã dừng sản xuất hydroxit nhôm mà chỉ làm thương mại.

Một số dây chuyền sản xuất của Công ty như sau:

TT	Nhà máy	Dây chuyền chính
1	NMHC Biên Hòa	- Xút (NaOH) công suất 40.000 tấn/năm - Axit Clohydric (HCl) với công suất 126.000 tấn/năm - Silicat (Na₂SiO₃) với công suất 30.000 tấn/năm - Muối ăn với công suất muối xay 15.000 tấn/năm và muối cô chân không 21.000 tấn/năm - Axit sunfuric tinh khiết (H₂SO₄ 98%) công suất 2.000 tấn/năm
2	NMHC Đồng Nai	- H₃PO₄ kỹ thuật với công suất 7.000 tấn/năm - H₃PO₄ thực phẩm 3.000 tấn/năm - Sản phẩm gốc photphát tổng công suất 2.200 tấn/năm
3	NMHC Tân Bình 2	- Axit sunfuric 60.000 tấn/năm - Muối nhôm sunfat (phèn nhôm) công suất 15.000 tấn/năm

Công ty đang lập dự án để di dời, có khả năng sẽ di dời về khu công nghiệp Phú Mỹ III ở Bà Rịa, với dự kiến quy mô đầu tư lớn, khoảng 3.000 tỷ đồng Công ty vừa di dời vừa nâng quy mô sản xuất lên. Tuy nhiên, đây chỉ là phương án ban đầu do năm 2018-2020 các nhà máy mới thuộc diện di dời.

Một vấn đề tại các nhà máy của Công ty là các nhà máy đều ở Khu công nghiệp Biên Hòa 1. Đây là khu công nghiệp đã có lịch sử phát triển gần 50 năm, công nghệ hầu như đã lạc hậu và vấn đề ô nhiễm môi trường là vấn đề lớn, đang cần được giải quyết. Việc di dời các nhà máy hiện hữu trong Khu công nghiệp Biên Hòa 1 đến những vị trí khác phù hợp nhằm tạo điều kiện cho các nhà máy có cơ hội đổi mới công nghệ, tăng khả năng cạnh tranh trong tình hình mới. Công ty cũng đang tích cực tìm kiếm các Khu công nghiệp Tỉnh Đồng Nai để tìm được địa điểm phù hợp với điều kiện sản xuất kinh doanh của

Công ty đề lập kế hoạch di dời, xây dựng nhà xưởng nhằm ổn định sản xuất.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

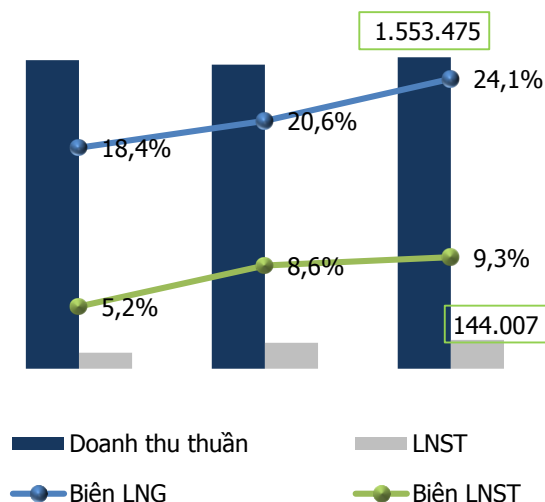
Trong 3 năm gần đây, doanh thu của CSV chỉ tăng trưởng nhẹ với mức bình quân là 0,5% do: **(1)**. Các sản phẩm gốc Clo của Nhà máy hóa chất Biên Hòa như Clo lỏng, HCl, PAC, FeCl₃... không tiêu thụ hết, phải giảm công suất do các ngành tiêu thụ các sản phẩm: thực phẩm, phân bón, giặt tẩy, xử lý nước... thu hẹp sản xuất, giảm sản lượng vì tồn kho quá lớn.; **(2)**. Sản phẩm axit photphoric và gốc photphat của Nhà máy hóa chất Đồng Nai do giá thành cao nên chỉ tiêu thụ một phần trong nước; **(3)**. Sản phẩm hydroxyt nhôm của chi nhánh Công ty tại Tân Bình chỉ tiêu thụ được trong nước, chưa thể xuất khẩu được do giá thành còn cao và chất lượng chưa đạt theo yêu cầu của khách hàng. Tuy nhiên lợi nhuận sau thuế tăng ở mức ấn tượng là 34,6% nhờ trong năm 2013 công ty đã kiểm soát được chi phí đồng thời có những yếu tố thuận lợi về mặt phân phối sản phẩm ra thị trường nên lợi nhuận gộp của Công ty tăng mạnh so với năm 2012.

Trong năm 2014, CSV đạt 1.553 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 2,5% (yoy) do sản lượng tiêu thụ của các hóa chất cơ bản tăng trưởng 13,6% nhưng giá bán các mặt hàng đa số đều giảm như: xút (-1,4%), clo lỏng (-1,1%), silicate (-4,6%), axit sunfuric (-7,6%)... nên làm doanh thu Công ty không cải thiện nhiều. Công ty đạt 144 tỷ đồng lợi nhuận, tăng trưởng 10,8% (yoy). Sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận gộp của CSV cải thiện do: **(1)**. Vì bản chất ngành tương đối ổn định nên khi Vedan giảm sản lượng sản xuất do vấn đề về môi trường nên sản lượng tiêu thụ của công ty tăng trưởng mạnh; **(2)**. Giá hóa chất đầu vào giảm mạnh hơn giá bán đầu ra của công ty.

Cơ cấu chi phí

Do đặc trưng là sản xuất hóa chất nên tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu thuần của CSV luôn chiếm tỷ trọng lớn, tuy nhiên tỷ trọng này giảm dần qua các năm do xu hướng giảm của các loại hóa chất hiện nay. Tuy nhiên, tình hình thị trường cạnh tranh đã làm chi phí bán hàng của Công ty tăng dần. Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2014 tăng mạnh do: **(1)**. Chi nhánh Công ty và Mỏ Boxit Bảo Lộc ngưng sản xuất nên chi phí quản lý, chi phí khấu hao tài sản cố định phát sinh tại hai đơn vị này được đưa vào chi phí quản lý doanh nghiệp; **(2)**. Giá trị lợi thế doanh nghiệp sau khi đánh giá lại giá trị doanh nghiệp khi cổ phần hóa là 42 tỷ đồng, được phân bổ 10 năm, đến năm 2014 đã bắt đầu phân bổ chi phí này vào chi phí quản lý doanh nghiệp.

**Kết quả kinh doanh CSV qua các năm
(Triệu đồng)**

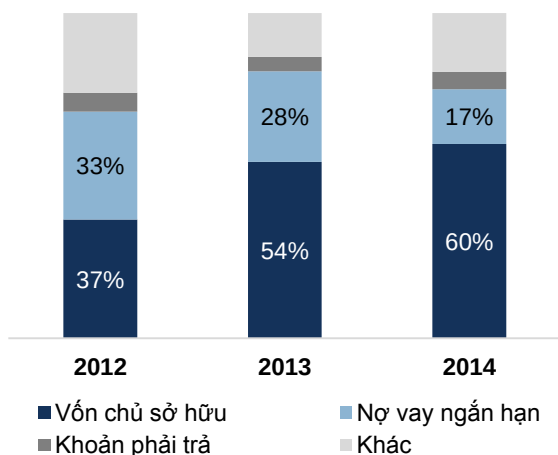


Tỷ trọng các khoản mục chi phí của Công ty so với doanh thu thuần

	2012	2013	2014
Giá vốn hàng bán	81,6%	79,4%	75,9%
Chi phí tài chính	3,1%	1,8%	1,0%
Chi phí bán hàng	2,7%	2,9%	3,7%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	3,8%	3,2%	5,8%
Tổng cộng	91,2%	87,2%	86,4%

Nguồn: CSV

Cơ cấu nguồn vốn CSV qua các năm



Cơ cấu nguồn vốn

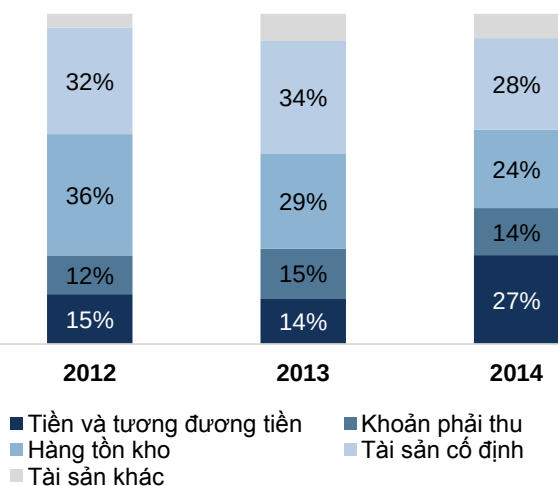
Trong cơ cấu nguồn vốn của CSV, vốn chủ sở hữu chiếm đa số với tỷ lệ là 60% trong năm 2014. Tỷ lệ này của Công ty tăng do vốn chủ sở hữu tăng đáng kể trong giai đoạn 2012-2013 là do Công ty có đánh giá lại một số tài sản để cổ phần hóa nên phát sinh khoản chênh lệch 139 tỷ đồng. Do Công ty làm về sản xuất và thương mại hóa chất nên luôn có nhu cầu sử dụng nguồn vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho nhu cầu này. Số dư vay ngắn hạn tại các thời điểm cuối kỳ báo cáo có biến động tùy thuộc vào việc cân đối dòng tiền vốn lưu động cùng với việc thanh toán nợ vay tại các thời điểm đó. Công ty hầu như không sử dụng nguồn vốn vay dài hạn sau khi thanh toán trong năm 2013 mà chỉ có số dư nợ vay ngắn hạn là 164 tỷ đồng.

Tình hình tài sản

Trong cơ cấu tài sản của CSV, tài sản ngắn hạn luôn chiếm tỷ trọng cao, bình quân trên 60% qua các năm và ở mức 66% trong năm 2015. Nhìn chung, các khoản mục tài sản của CSV không thay đổi nhiều trong năm 2014 mà chủ yếu là (1). Lượng tiền mặt tăng lên đáng kể do kết quả kinh doanh cải thiện, ở mức 261 tỷ đồng, tăng trưởng 80% (yoy), chiếm 27% tổng tài sản; (2). Tài sản cố định hữu hình giảm 85 tỷ đồng (25%, yoy) do khấu hao trong năm.

Với tình hình tại sản hiện tại, khoảng 2 năm nữa CSV sẽ hết khấu hao tuy nhiên do đặc thù sản xuất hóa chất với độ ăn mòn cao nên việc Công ty thay thế các bộ phận hay bảo trì bảo dưỡng sẽ không làm lợi nhuận của Công ty cải thiện nhiều.

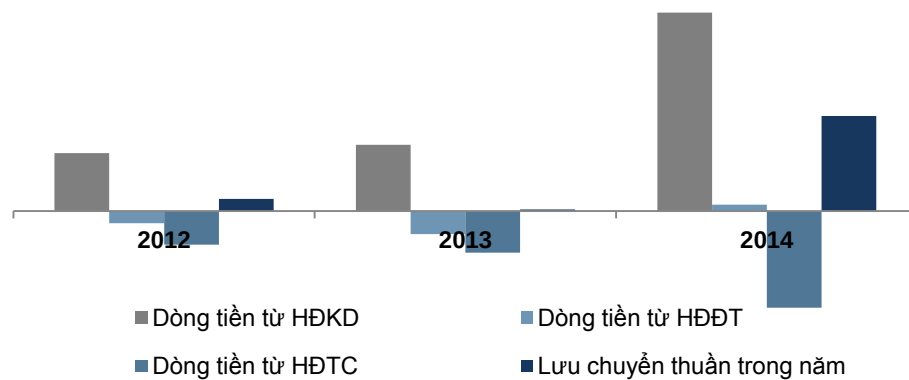
Cơ cấu tài sản CSV qua các năm



Phân tích dòng tiền

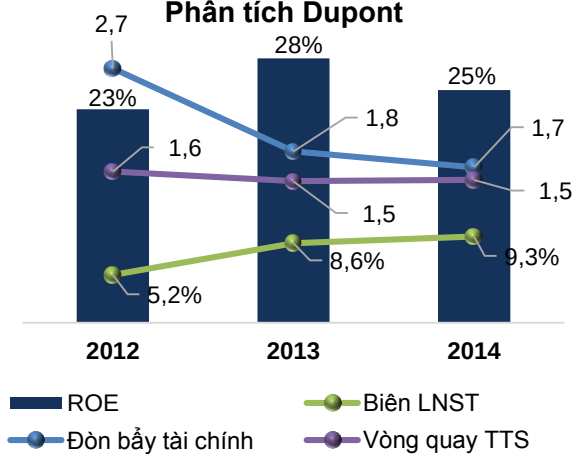
Trong những năm gần đây, xu hướng chính trong hoạt động kinh doanh của CSV là sử dụng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh để tài trợ cho dòng tiền từ hoạt động tài chính khi phải hoàn thành các nghĩa vụ trả nợ vay trả cổ tức cho cổ đông. Khi dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty ổn định, nợ vay đã được thanh toán thì khả năng công ty sẽ trả cổ tức cao là khả thi.

Dòng tiền qua các năm (tỷ đồng)



Nguồn: CSV

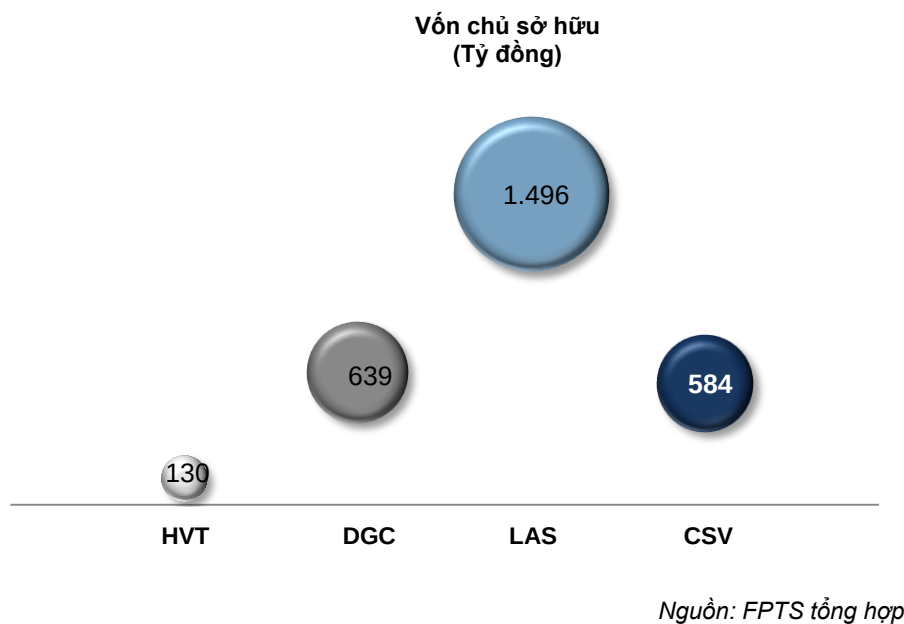
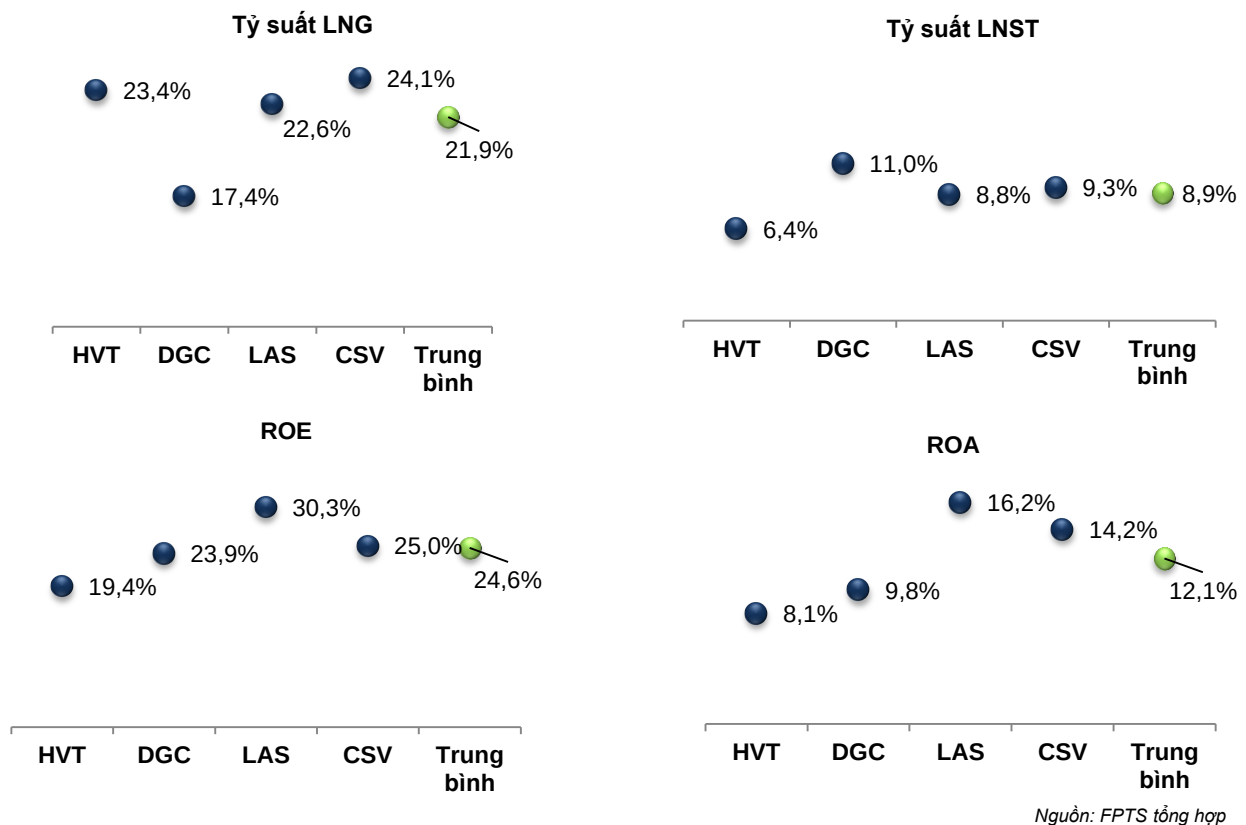
Phân tích Dupont



Phân tích Dupont

Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu của ROE ở mức 25% trong năm 2014, giảm nhẹ so với mức 28% trong năm 2013. Mặc dù ở mức này, hiệu quả sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu của CSV vẫn ở mức cao trong ngành nhưng đã có sự giảm nhẹ so với năm 2013. Dựa trên phân tích Dupont, chúng ta có thể thấy rằng điều này diễn ra chủ yếu do tác động của việc hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính của CSV, trong khi đó hiệu quả sử dụng tài sản hay biên lợi nhuận sau thuế ở mức ổn định.

So sánh một số chỉ tiêu cơ bản giữa CSV và các công ty trong ngành trong năm 2014



DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu CSV và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888