

CÔNG TY CỔ PHẦN HÓA CHẤT MIỀN NAM

Mã chứng khoán: CSV

Sàn giao dịch: HSX

Báo cáo ngày: 13/01/2017



Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu CSV trong thời gian kì vọng 3 tháng, với giá mục tiêu **33.000 đồng/cp, +14%** so với giá đóng cửa ngày 13/01/2017. Quan điểm đầu tư được xây dựng trên kì vọng kết quả kinh doanh của CSV sẽ được cải thiện trong ngắn hạn.

Định giá. Sử dụng phương pháp định giá P/E, giá trị hợp lý trong ngắn hạn của CSV đạt từ **31.700 - 34.700** đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

	Đơn vị	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	Tỷ đồng	1.529	1.565	1.546	1.576
LN gộp	Tỷ đồng	312	366	344	402
LN ròng	Tỷ đồng	151	158	150	169
Tổng tài sản	Tỷ đồng	1.046	971	1.011	
Vốn CSH	Tỷ đồng	567,8	579,7	623,4	
EPS cuối kỳ	Đồng/cp		3.170	3.020	3.825

	Đơn vị	2013	2014	2015	2016F
Tăng trưởng DT	%	-	2,3	-1,2	1,9
Tăng trưởng LNST	%	-	4,6	-5,06	12,6
Biên lợi nhuận gộp	%	20,4	23,3	22,2	25,5
ROA	%	12,42	14,44	13,18	
ROE	%	22,88	24,2	21,39	

NGÀNH CẤP 4: Sản xuất hóa chất

Thông tin cổ phiếu (13/01/2017)

Số lượng CP niêm yết	44.200.000
Số lượng CP lưu hành	44.200.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.255
Biến động giá 52 tuần	31,8%
KLGD TB 13 tuần	149.253
KLGD TB 10 ngày	74.058
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài còn lại	30,61%
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	4,5%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	6%

Cổ đông lớn

Vinachem	65%
Vietnam Investment Property Holdings Ltd	7,5%
Vietnam Investment Limited	4,75%
Vietnam Enterprise Investment Limited	4,3

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: cafef.vn)

Phạm Ngọc Hà - Equity Analyst

Email: hapn@vietinbanksc.com.vn

M: 0942 196 488

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

CSV - đơn vị đầu ngành trong cung cấp hóa chất cho thị trường miền Nam. Nhiều sản phẩm CSV cung cấp như xút NaOH, acid HCl, acid H₂SO₄... đang chiếm từ 30-50% thị phần thị trường. So với các doanh nghiệp trong ngành như CTCP Hóa chất Việt Trì (HVT), CTCP Bột Giặt và Hóa chất Đức Giang (DGC)... CSV có lợi thế cạnh tranh về nguồn khách hàng do là thành viên của Tập đoàn hóa chất Việt Nam (Vinachem). Hiện tại, 15% khách hàng của CSV là các công ty khác trực thuộc Vinachem. 75% lượng khách hàng còn lại gồm nhiều doanh nghiệp nhà nước lớn đã có quan hệ làm ăn lâu năm với CSV như CTCP Bia - NGK Sài Gòn (Sabeco), Công ty TNHH MTV Cấp nước Sài Gòn, Tổng Công ty Phát điện 3...

Thị phần một số sản phẩm của CSV tại thị trường miền Nam

STT	Sản phẩm	Thị phần CSV	Đôi thủ cạnh tranh - thị phần
1	xút NaOH	25%	Vedan - 35%
2	acid HCl	50%	Vedan - 40% Hóa chất Việt Trì - 10%
3	acid H ₂ SO ₄	50%	-
4	Acid H ₃ PO ₄	25%	Hóa chất Đức Giang (DGL) - 40%
5	Silicat	30%	Công ty TNHH Vạn Lợi - 25%

Nguồn: CSV

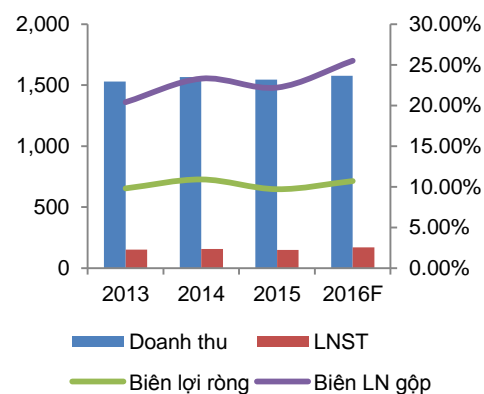
Hoạt động kinh doanh ổn định, biên lợi nhuận cao

Nhìn chung, các sản phẩm của CSV được tiêu thụ khá tốt. Từ năm 2013 đến nay, những dây chuyền sản xuất xút, axit HCl, PAC, Javel ... luôn hoạt động tối đa công suất giúp doanh thu của Công ty được giữ ổn định quanh mức 1.550 tỷ/năm. Bên cạnh đó, nhờ một số dây chuyền máy móc của CSV đã hết khấu hao, hoạt động kinh doanh của CSV cũng có biên lợi nhuận cao hơn 4-6% so với các đơn vị cùng ngành như DGC và HVT.

Lợi nhuận Q4/2016 được cải thiện đáng kể

Chúng tôi dự báo trong quý 4/2016, CSV sẽ ghi nhận 372 tỷ đồng doanh thu (-3,6%yoy) và 43 tỷ đồng LNST (+10,8%yoy, +83% so với Q3/2016). Tại Q3/2016, LNST của CSV chỉ đạt 23,6 tỷ đồng (-36%yoy) do Công ty

Doanh thu, biên LN của CSV



Nguồn: CSV

phải trích lập 25,3 tỷ cho khoản phải thu khó đòi của khách hàng Kunming Taijin Commercial and Trade Cor., Ltd. Đây là khoản nợ xấu tuy đã phát sinh từ năm 2015 nhưng chưa được CSV trích lập đầy đủ. Do vậy trong Q3/2016, CSV mới phải trích lập bù 1 khoản lớn 25,3 tỷ đồng. Quý 4/2016, dự tính LNST sau thuế của CSV sẽ tăng trở lại do công ty chỉ phải trích lập khoảng 4-5 tỷ đồng.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2016, biên lợi nhuận gộp của CSV đạt trung bình 25,3%, tăng thêm 3 điểm phần trăm so với cùng kỳ nhờ giá nguyên liệu muối giảm 14,27%yoy, giá lưu huỳnh giảm 34,78% yoy và chi phí khấu hao giảm 20 tỷ đồng. Mức biên cao này vẫn được duy trì trong quý 4/2016, giúp ghi nhận kết quả kinh doanh khả quan hơn so với Q4/2015.

Triển vọng năm 2017. Trong năm 2017, mặc dù doanh thu của CSV được dự báo không thay quanh mức 1.550 tỷ đồng nhưng LNST của Công ty vẫn được dự báo tăng trưởng 10%, đạt 185 tỷ đồng nhờ

- (1) Một số dây chuyền tại nhà máy hóa chất Tân Bình 2 sẽ hết khấu hao giúp biên lợi nhuận gộp của CSV có thể tăng thêm 1%.
- (2) Chi phí khấu hao trích lập cho khách hàng Kunming Taijin Commercial and Trade Cor., Ltd. sẽ chỉ ghi nhận ở mức 10 tỷ đồng, giúp CSV tiết kiệm 15 tỷ đồng chi phí so với năm 2016.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

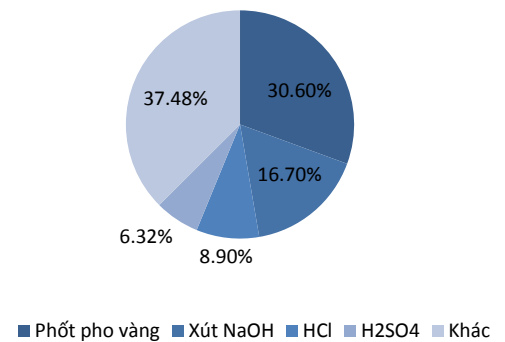
CTCP Hóa chất miền Nam (CSV) Hiện tại, cổ phiếu của Công ty đang được niêm yết trên sàn HSX. Quy mô vốn điều lệ tính đến cuối Q3/2016 đạt 442 tỷ đồng, trong đó Vinachem là cổ đông lớn nhất nắm giữ 65% cổ phần.

Hoạt động kinh doanh. Với 3 nhà máy đang hoạt động, CSV đang cung cấp ra thị trường hơn 40 loại hóa chất, dùng làm nguyên liệu đầu vào cho nhiều ngành như hóa dầu, sản xuất xà phòng, nước tẩy rửa, xi mạ, xây dựng, dệt nhuộm... Các sản phẩm của Công ty có thể được chia làm 3 nhóm chính:

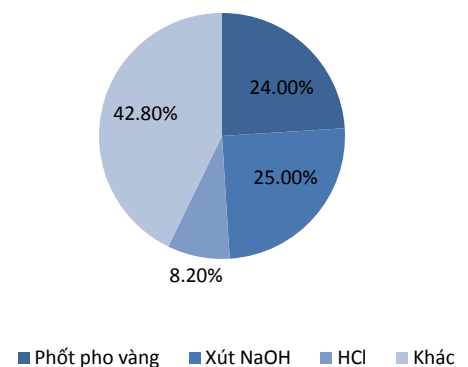
- Hóa chất vô cơ bản: Natri xilicat, Xút (NaOH), Clor lỏng (Cl₂), phốt pho vàng, Nhôm Hydroxit, Axit phốt-pho-ric, Axit sulfuric...
- Hóa chất xử lý nước thải: PAC, phèn nhôm, dung dịch sắt III clorua...
- Muối và hóa chất khác: Natri phốt-phát, DP, Canxi clorua...

Dòng hóa chất vô cơ cơ bản chiếm từ 70-75% cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của CSV với xút lỏng (NaOH) và Phốt pho vàng (P₂) là 2 sản

Cơ cấu doanh thu 9T 2016



Cơ cấu lợi nhuận gộp 9T 2016



Nguồn: CSV

phẩm chủ lực. Trong 9 tháng đầu năm 2016, tỷ lệ đóng góp vào doanh thu của 2 sản phẩm này đạt lần lượt 16,7% và 30,6%

Hệ thống máy móc của CSV

STT	Nhà máy	Năng lực sản xuất một số sản phẩm	Sản lượng 2015
1	Nhà máy hóa chất Biên Hòa	NaOH: 30.000 tấn/năm HCl: 126.000 tấn/năm NaCl: 15.000 tấn/năm H ₂ SO ₄ : 2.000 tấn/năm	NaOH: 34.214 tấn HCl: 76.000 tấn* H ₂ SO ₄ : 51.000 tấn Silicate: 32.250 tấn Javel: 20.585 tấn
2	Nhà máy hóa chất Đồng Nai	H ₃ PO ₄ : 10.000 tấn/năm Sp gốc phốt phát: 2.200 tấn/năm	
3	Nhà máy hóa chất Tân Bình 2	H ₂ SO ₄ : 60.000 tấn/năm Al ₂ (SO ₄) ₃ : 15.000 tấn/năm	

Nguồn: CSV

*Sản lượng HCl chỉ đạt 76.000 tấn do phần còn lại của dây chuyền được dùng để sản xuất sản phẩm gốc Clo khác.

Kế hoạch di dời, mở rộng nhà máy. 3 nhà máy của CSV đang được đặt tại KCN Biên Hòa 1 - một KCN cũ (được hoạt động từ năm 1963), có quy hoạch lạc hậu khi để ống chất thải xả thẳng ra bề mặt sông Đồng Nai. Theo chỉ thị của UBND tỉnh Đồng Nai, CSV sẽ phải di dời các nhà máy hiện tại sang KCN Nhơn Trạch 6. Kế hoạch di dời được thực hiện qua 2 giai đoạn với tổng vốn đầu tư 2.700-3.000 tỷ đồng. Giai đoạn 1 của dự án sẽ được thực hiện từ năm 2018 đến năm 2020. Tại KCN Nhơn Trạch 6, CSV sẽ xây dựng nhà máy Xút-clor mới (công suất 25.000 tấn/năm) cùng các tiện ích hạ tầng khác, nâng năng lực sản xuất xút tăng thêm 83% so với hiện tại. Giai đoạn 2 từ năm 2020-2023, CSV sẽ chính thức di dời 3 nhà máy hiện tại ra KCN mới.

Cập nhật kết quả kinh doanh 9 tháng 2016. Tuy phải trích lập 25 tỷ đồng nợ xấu tại Q3/2016 nhưng doanh thu và LNST trong 3 quý đầu năm 2016 của CSV vẫn tăng trưởng, đạt lần lượt 1.205 tỷ đồng (+3%yoy) và 129 tỷ đồng (+15,7%yoy).

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp luận. Mô hình định giá P/E

Kết quả.

LNST 2017	185 tỷ đồng
EPS 2017	4.185 đồng/cp
P/E ngành	8,3
Giá cổ phiếu	34.700 đồng/cp

LNST 2016	169 tỷ đồng
EPS 2017	3.825 đồng/cp
P/E ngành	8,3
Giá cổ phiếu	31.700 đồng/cp

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của VietinBankSc được xây dựng dựa trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu tại thời điểm đánh giá với giá mục tiêu.

Mục tiêu 03 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường từ 3– 5%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường không quá 3%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Mục tiêu 12 tháng

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.