

BÁO CÁO LẦN ĐẦU

Ngày 17, tháng 03, năm 2015

CÔNG TY CP

HOÁ CHẤT CƠ BẢN MIỀN NAM

(HOSE:CSV)

KHUYẾN NGHỊ

MUA

SL CP	Triệu CP	44.2
Thị giá (Giá tham chiếu ngày 18/03/2015)	Đồng/CP	20,000
Giá mục tiêu	Đồng/CP	26,303
Lợi nhuận tiềm năng	%	31.5
Ngành		Hoá chất
Phân ngành		Hoá chất cơ bản
Vốn hoá TT	Tỷ đồng	884
KLGD bq 30 ngày		NA
Sở hữu nước ngoài		16.6%

Cổ phiếu đầu ngành Hoá chất cơ bản

Chúng tôi thực hiện định giá lần đầu cổ phiếu CSV với đánh giá MUA VÀO với mức giá mục tiêu 26,303 đồng/CP, cao hơn mức giá khởi điểm niêm yết 31.5%. CSV hiện nay là một trong những công ty sản xuất hoá chất đầu ngành, do Tập đoàn Hoá chất Việt Nam nắm giữ 65% cổ phần. Các sản phẩm hoá chất vô cơ của CSV với chất lượng sản ổn định và giá bán cạnh tranh đang là lựa chọn của rất nhiều đối tác lớn cả trong và ngoài nước như Ajinomoto Việt Nam, Ulhwa Vietnam, P&G Đông Dương, Bột giặt NET,...

Sản xuất hoá chất cơ bản trong nước chỉ đáp ứng 50% nhu cầu

Theo Tập đoàn hoá chất Việt Nam (Vinachem), lượng hoá chất cơ bản sản xuất trong nước hiện nay mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu cả nước. Kinh tế Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mới, do đó sản xuất công nghiệp và nhu cầu hoá chất sẽ tiếp tục tăng trưởng khá quan trọng tương lai.

Chiếm thị phần lớn tại hầu hết các sản phẩm hoá chất cơ bản

Sản phẩm của CSV tập trung ở thị trường miền Trung - Tây Nguyên, Tây Nam Bộ và TP.Hồ Chí Minh với thị phần lớn đối với các sản phẩm hóa chất cơ bản như: NaOH lỏng chiếm khoảng 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicat chiếm 30%, H₃PO₄ chiếm 25%, H₂SO₄ chiếm 50%, PAC chiếm 20% và hiện nay Công ty đang từng bước mở rộng thị phần ra các nước trong khu vực.

Biên lợi nhuận cao và lượng tiền mặt dồi dào

So với các công ty trong ngành, CSV có biên LNST đạt 9.3% cao hơn so với mức trung bình ngành là 8.7%. Hệ số thanh toán lãi vay của công ty tăng liên tục từ 3.8x trong năm FY2012A lên mức 15.5x trong năm FY2014A nhờ giảm bớt tỷ lệ nợ vay/VSCH từ 165% xuống 60%. ROE và ROA đạt tỷ lệ rất cao lần lượt là 24.9% và 15.3%. Với lượng tiền mặt dồi dào 261 tỷ đồng từ nguồn lợi nhuận giữ lại của năm FY2014A, công ty có thể bổ sung cho nguồn vốn lưu động và chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông (Kế hoạch cổ tức tiền mặt FY2014F & FY2015F là 13% & 14%).

Thông tin tài chính	FY2014A	FY2015E
Doanh thu (tỷ đồng)	1,568.4	1,458.6
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	374.1	319.3
LNST (tỷ đồng)	143.6	139.6
EPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	3,655	3,159
BVPS 4 quý gần nhất (đồng/CP)	14,878	14,883
ROE 4 quý gần nhất	24.9%	22.5%
ROA 4 quý gần nhất	15.3%	15.4%
P/E (theo giá tham chiếu ngày 18/03/2015)	5.5x	6.3x
P/B (theo giá tham chiếu ngày 18/03/2015)	1.3x	1.3x

Cơ cấu cổ đông

Vietnam Investment Property Holdings	%	7.5
Vinachem	%	65.0
Khác	%	27.5

Định giá cổ phiếu hấp dẫn

Với giá tham chiếu ngày giao dịch đầu tiên 18/03/2015 là 20,000 đồng/CP, CSV đang có P/E đạt 6.3x lần (dựa trên FY2014F EPS). Mức P/E này khá thấp so với mức P/E ngành (4 quý gần nhất) là 8x.

Chuyên viên

Trần Thị Linh

linhthitran@dag.vn

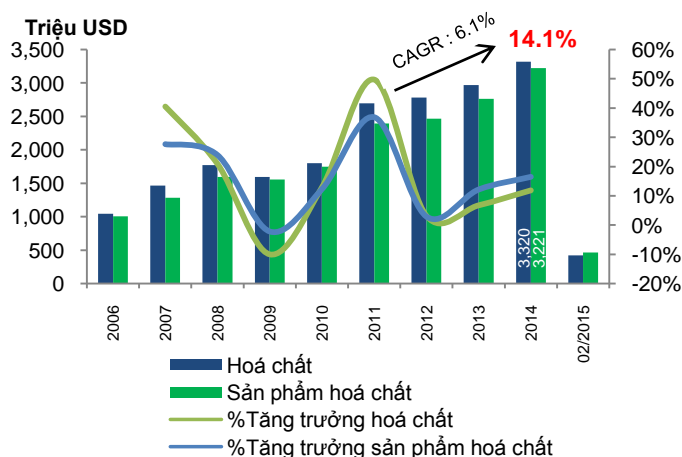
TỔNG QUAN NGÀNH

Sản xuất hoá chất cơ bản trong nước chỉ đáp ứng 50% nhu cầu

Theo Tập đoàn hoá chất Việt Nam (Vinachem), lượng hóa chất cơ bản sản xuất trong nước hiện nay mới chỉ đáp ứng 50% nhu cầu cả nước. Giá trị nhập khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất của Việt Nam tăng liên tục qua các năm 2006-2014 với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt **15.6%**, riêng giai đoạn 2011-2013 do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế, tốc độ tăng trưởng chậm lại với mức **6.1%**. Trong năm 2014, với sự phục hồi của nền kinh tế (GDP tăng trưởng 5.98%), chỉ số phát triển công nghiệp tăng trở lại kéo theo nhu cầu hoá chất và sản phẩm hoá chất tăng trưởng **14.1%** so với cùng kỳ năm ngoái.

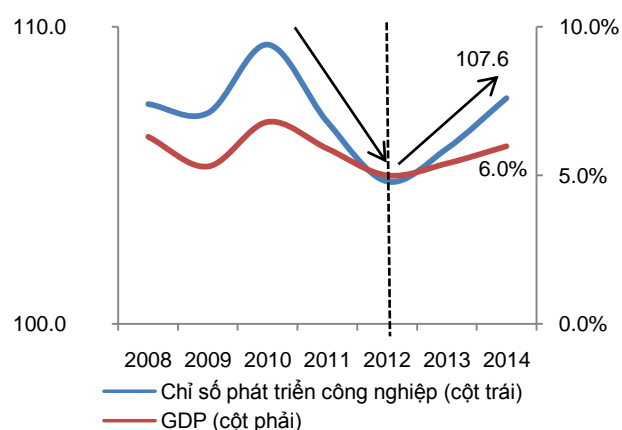
Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với tốc độ tăng trưởng GDP năm 2015 dự báo đạt 6.1% (theo HSBC), do đó sản xuất công nghiệp và nhu cầu hoá chất sẽ tiếp tục tăng trưởng rất khả quan trong tương lai. Mới gần đây, ngân hàng ANZ cho rằng, nhu cầu nội địa của Việt Nam đang tăng cao trở lại và nâng dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam năm 2015 lên 6.5% so với dự báo trước đó là 6.2%. Dự báo mức tăng trưởng năm 2016 cũng được nâng lên 6.5% từ mức 6.4% trước đó.

Hình 1: Nhập khẩu hoá chất và sản phẩm hoá chất Việt Nam



Nguồn: TCTK

Hình 2: Chỉ số phát triển công nghiệp và GDP Việt Nam



Nguồn: TCTK

Hoá chất cơ bản là một trong 10 nhóm ngành chủ chốt nằm trong quy hoạch phát triển đến năm 2020 của ngành công nghiệp hoá chất Việt Nam

Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp hóa chất Việt Nam đến năm 2020, có tính đến năm 2030, hoá chất cơ bản là một trong 10 nhóm sản phẩm¹ chủ chốt nằm trong quy hoạch phát triển của ngành này. Theo đó:

- **Đến năm 2020:** ngoài các dự án chuyển tiếp sản xuất xút, axit sunfuric thương phẩm của các cơ sở sản xuất trong nước và các nhà máy axit tích hợp trong các nhà máy phân bón hiện có, đầu tư xây dựng: (1) 02 nhà máy sản xuất nitrat amon công suất 200,000 tấn/năm phục vụ cho vật liệu nổ công nghiệp trên cơ sở cân đối nguồn khí, (2) nhà máy sản xuất amoniac

¹ 10 nhóm ngành bao gồm: phân bón; thuốc bảo vệ thực vật; hóa dầu; hóa chất cơ bản; điện hóa học; khí công nghiệp; cao su; chất tẩy rửa; sơn và mực in; hóa dược.

công suất 450,000 tấn/năm và 200,000 tấn/năm nitrat amon tại miền Nam và (3) 02 nhà máy amonic với tổng công suất 500,000 tấn/năm tại miền Bắc; đầu tư sản xuất axit photphoric trích ly với tổng công suất khoảng 350,000 tấn/năm và (4) đầu tư mới dây chuyền sản xuất xút-clo với tổng công suất 900,000 tấn/năm.

- **Đến năm 2030:** Tiếp tục duy trì sản xuất để cơ bản đáp ứng nhu cầu trong nước đối với một số hoá chất cơ bản.

Do chưa thể giải quyết vấn đề cân bằng khí clo trong khâu sản xuất xút (khí clo dư trong khâu sản xuất xút không thể thải ra môi trường, tuy nhiên khí clo lại là nguyên liệu đầu vào của ngành hoá dầu), nên hiện nay các nhà máy sản xuất xút chưa thể đầu tư mở rộng nâng công suất tối đa. Khi công nghiệp hóa dầu ở nước ta được xây dựng và phát triển thì có thể giải quyết vấn đề cân bằng clo và nâng công suất sản xuất để đáp ứng nhu cầu thị trường, thay thế xút nhập khẩu. Do đó, trong tương lai khi công nghiệp hóa dầu phát triển thì nhu cầu về clo sẽ tăng vọt, đòi hỏi các nhà máy xút clo cũng phải nâng công suất xút một cách tương xứng.

Hình 3: Các dự án sản xuất nhóm sản phẩm hoá chất cơ bản trong quy hoạch phát triển ngành công nghiệp hoá chất

TT	Tên dự án	Địa điểm	Công suất (nghìn tấn/năm)	Vốn đầu tư (triệu USD)	Thời điểm đầu tư
1	Nhà máy axit Sunfuric	Lâm Thao	400	64	2013-2016
2	Nhà máy Sô đa Chu Lai	Miền Trung	200	115	2009-2013
4	Đồng bộ nâng công suất sản xuất xút từ 20,000 tấn/năm lên 40,000 tấn năm	Việt Trì, Phú Thọ	40	18	2014-2015
5	Nhà máy Nitrat amon	Thái Bình	200	271	2011-2015
6	Nhà máy sản xuất NH ₃ (giai đoạn 1)	Miền Bắc	150	122	2014-2017
7	Nhà máy sản xuất axit photphoric	Lào Cai	100	68	2011-2014
8	Nhà máy sản xuất axit photphoric	Lào Cai	250	250	2014-2016
9	Tổ hợp CA/EDC/VCM Long Sơn – Dây chuyền NaOH xút	Miền Nam	60	Đã tính trong tổng hợp vốn đầu tư Tổ hợp hoá dầu miền Nam	2011-2018
10	Nhà máy sản xuất NH ₃	Miền Bắc	200	180	2014-2017
11	Nhà máy Hydro peroxit H ₂ O ₂	Miền Nam	30	21	2013-2016

Nguồn: Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp hoá chất đến năm 2020

Sản phẩm xút là sản phẩm đang được bảo hộ công nghiệp

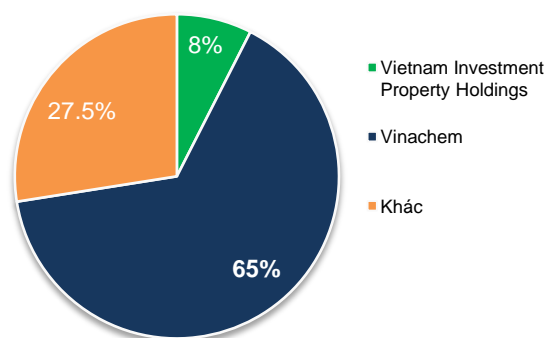
Hiện nay một số sản phẩm hóa chất cơ bản có thuế suất nhập khẩu theo lộ trình CEPT/AFTA ở mức từ 0 - 5% (như H₂SO₄, HCl, nhôm hydroxit Al(OH)₃,...). Hiện nay chỉ có sản phẩm xút còn được bảo hộ. Thuế nhập khẩu sản phẩm xút cho đến nay vẫn ở mức **5%-20%**.

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Cổ đông lớn - Tập đoàn hoá chất Việt Nam (Vinachem)

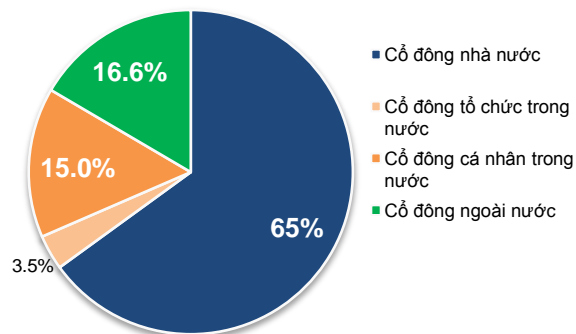
Công ty Cổ phần Hóa chất cơ bản miền Nam (CSV) được thành lập năm 1976 với 100% vốn nhà nước, chuyên hoạt động trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh hóa chất cơ bản vô cơ. Năm 2012 công ty chuyển sang hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần với vốn điều lệ và 442 tỷ và sẽ chính thức niêm yết trên sàn HOSE vào ngày 18/3/2015. Hiện nay cổ đông nhà nước là Tập đoàn Hoá chất Việt Nam (Vinachem) đang giữ cổ phần lớn nhất với tỷ lệ **65%**.

Hình 3: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: CSV

Hình 4 : Cơ cấu cổ đông



Nguồn: CSV

Chiếm thị phần lớn tại hầu hết các sản phẩm hoá chất cơ bản

Sản phẩm của CSV tập trung ở thị trường miền Trung - Tây Nguyên, Tây Nam Bộ và TP.Hồ Chí Minh với thị phần lớn đối với các sản phẩm hóa chất cơ bản như: NaOH lỏng chiếm khoảng 25%, HCl chiếm khoảng 50%, Silicate chiếm 30%, H₃PO₄ chiếm 25% , H₂SO₄ chiếm 50%, PAC chiếm 20% và hiện nay Công ty đang từng bước mở rộng thị phần ra các nước trong khu vực.

Sản phẩm	Công suất (tấn)	Thị phần
1. Xút (NaOH)		
Hóa chất Việt Trì	20,000	N/A
Hoá chất cơ bản Miền Nam	30,000	25%
Vedan Việt Nam	80,000	35%
2. HCl		
Hóa chất Việt Trì	40,000	10%
Vedan	N/A	40%
Hoá chất cơ bản Miền Nam	120,000	50%
3. Silicate		
Vạn Lợi	N/A	25%
Hoá chất cơ bản Miền Nam	30,000	30%
Việt Hương	N/A	45%
4. H₃PO₄		
Hoá chất cơ bản Miền Nam	10,000	25%
Hoá chất và bột giặt Đức Giang	12,000	30%
5. H₂SO₄		
Hoá chất cơ bản Miền Nam	60,000	50%
CTCP Phân bón Miền Nam	80,000	N/A
6. PAC		
Bắc Giai	N/A	10%
Lau Tan Luas	N/A	20%
Hóa chất Việt Trì	6.000	N/A
Hoá chất cơ bản Miền Nam	20,000	20%

Nguồn: CSV

Công nghệ sản xuất hiện đại nhập khẩu từ các nước G7

Nhờ vào công nghệ sản xuất hiện đại nên CSV đảm bảo tiêu chuẩn chất lượng sản phẩm và đồng thời giúp tiết kiệm điện năng, giảm thiểu chi phí xử lý chất thải gây ô nhiễm môi trường.

TT	Tên dây chuyền	Xuất xứ	Trình độ công nghệ	Công suất
1	Dây chuyền sản xuất xút và khí Clo	G7	Tiên tiến	30,000 tấn/năm (quy về xút 100%)
2	Dây chuyền sản xuất axit HCl	G7	Tiên tiến	120,000 tấn/năm (axit HCl 32%)
3	Dây chuyền sản xuất Clo lỏng	G7	Tiên tiến	8,400 tấn/năm
4	Dây chuyền sản xuất Keo Natri Silicate	Việt Nam – G7	Khá	30,000 tấn/năm
5	Dây chuyền sản xuất P.A.C	Trung Quốc	Khá	20,000 tấn/năm (quy về loại 10% Al ₂ O ₃)
6	Dây chuyền sản xuất Hydroxyt nhôm	Việt Nam, Úc, Nhật Bản	Trung bình	20,000 tấn/năm
7	Dây chuyền sản xuất axit sunfuric	USA, G7	Tiên tiến	60,000 tấn/năm
8	Dây chuyền sản xuất axit sunfuric tinh khiết	Trung Quốc	Tiên tiến	2,000 tấn/năm
9	Dây chuyền sản xuất axit photphoric	Trung Quốc	Khá	7,000 tấn/năm
10	Dây chuyền sản xuất axit photphoric thực phẩm	Việt Nam	Khá	3,000 tấn/năm

Nguồn: CSV

Xút, sản phẩm làm từ xút và sản phẩm có gốc clo chiếm trên 70% doanh thu và lợi nhuận

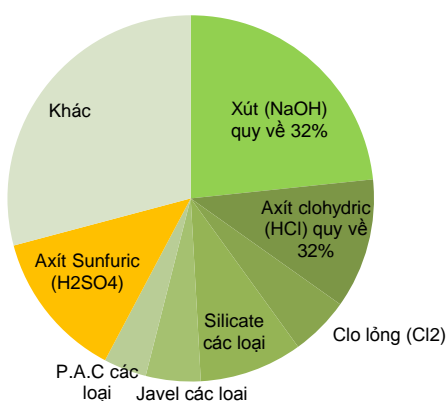
Danh mục sản phẩm của CSV bao gồm hơn 40 chủng loại sản phẩm hoá chất vô cơ khác nhau. Trong đó, nhóm sản phẩm xút NaOH, các sản phẩm sản xuất từ xút và sản phẩm có gốc clo đều chiếm tỷ trọng trên **70%** trong cơ cấu doanh thu cũng như lợi nhuận của công ty.

Xút là sản phẩm đang được bảo hộ công nghiệp như đã được trình bày ở trên, do đó giá bán xút trong nước vẫn đang có nhiều lợi thế cạnh tranh so với xút nhập khẩu. Sản phẩm xút của CSV với chất lượng sản ổn định và giá bán cạnh tranh đang là lựa chọn của **rất nhiều đối tác lớn cả trong và ngoài nước như Ajinomoto Việt Nam, Uihwa Vietnam, P&G Đông Dương, Bột giặt NET,..**

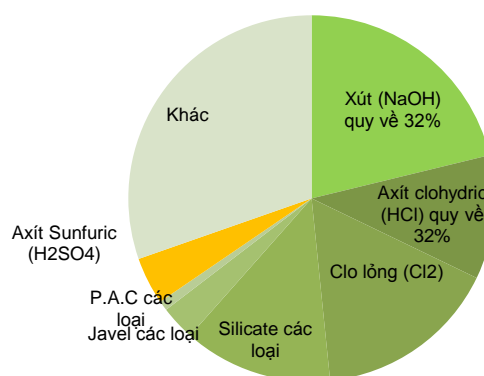


Hình 5: CSV – Cơ cấu doanh thu sản phẩm FY2014A

Hình 6: CSV – Cơ cấu lợi nhuận theo sản phẩm FY2014A



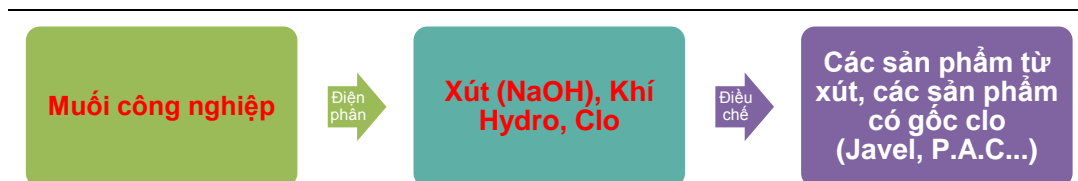
Nguồn: CSV



Nguồn: CSV

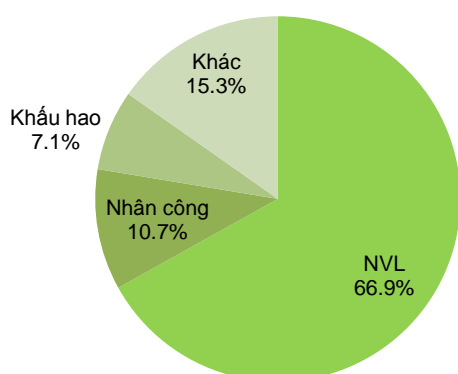
Hưởng lợi từ nguyên vật liệu đầu vào giảm giá

Hình 7: Quy trình sản xuất xút và các sản phẩm liên quan



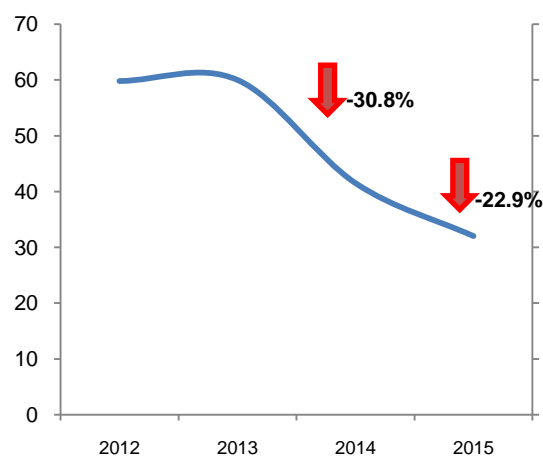
Muối công nghiệp là một nguyên vật liệu đầu vào chính trong chuỗi sản xuất ra xút, các sản phẩm từ xút và các sản phẩm có gốc clo. Nguyên vật liệu trong khâu điện phân muối để sản xuất xút chiếm khoảng 67% giá vốn hàng bán sản phẩm này. Hiện nay xút cũng như các sản phẩm liên quan đang hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu giảm. Do sản lượng muối công nghiệp trong nước rất thấp nên công ty nhập khẩu khoảng 100% muối công nghiệp. Hiện nay muối là một trong 4 mặt hàng nhập khẩu theo chế độ hạn ngạch thuế quan.

Hình 8: CSV – Cơ cấu giá vốn hàng bán sản phẩm xút



Nguồn: CSV

Hình 9: Biến động giá muối công nghiệp nhập khẩu CFR



Nguồn: CSV

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

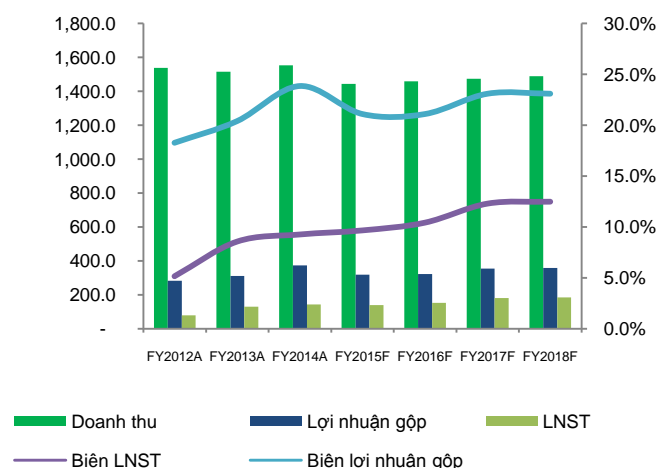
Biên lợi nhuận cao

Trong năm FY2013A, doanh thu của CSV đạt 1,530 tỷ, giảm 1.0% so với cùng kỳ (trong đó doanh thu sản phẩm xút, sản phẩm làm từ xút và các sản phẩm gốc clo giảm 1.0%) do ảnh hưởng của tình hình kinh tế khó khăn kéo theo hoạt động sản xuất công nghiệp sụt giảm. Bước sang năm FY2014A, tổng doanh thu của CSV đạt **1,568.4** tỷ, tăng 2.5% so với cùng kỳ. Trong đó, sản phẩm xút, sản phẩm làm từ xút và các sản phẩm gốc clo khác tăng trưởng mạnh, đạt **9.2%**. Tổng doanh thu tăng trưởng chậm là vì CSV có chiến lược tập trung phát triển dòng sản phẩm nền tảng xút-clo nói trên và chủ động giảm sản xuất và kinh doanh các sản phẩm khác còn lại.

Lợi nhuận gộp đạt 374.1 tỷ trong năm 2014, tăng **19.8%** so với cùng kỳ năm ngoái, tương ứng với biên lợi nhuận gộp tăng cao đạt **23.9%** (năm 2013 và 2014 lần lượt là 18.3% và 20.4%) do **(1)** giá nguyên vật liệu đầu vào giảm, và **(2)** công ty ngừng hoạt động mỏ Bauxite Bảo Lộc và hoạt động sản xuất sản phẩm nhôm hydroxit (hiện nay công ty chuyển sang kinh doanh sản phẩm này).

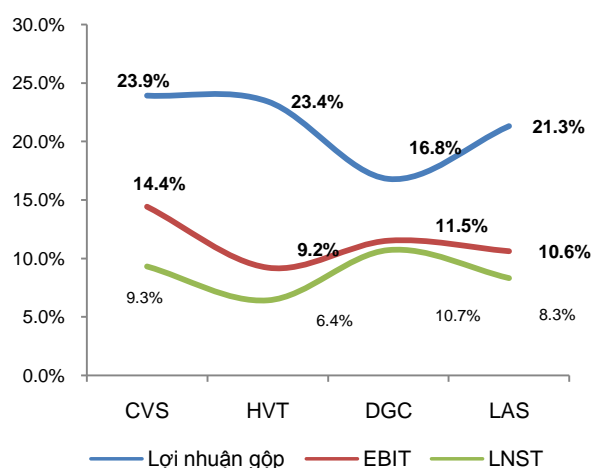
So với các công ty trong ngành, CSV có biên LNST đạt **9.3%** cao hơn so với mức trung bình ngành là **8.7%** nhờ vào **(1)** biên nhuận gộp cao và **(2)** chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) thấp với 9.5% (HVT, DGC và LAS lần lượt là 14.2%, 5.3% và 10.7%).

Hình 10: CSV – Doanh thu và lợi nhuận



Nguồn: CSV, DAS

Hình 11: Biên lợi nhuận các công ty cùng ngành FY2014A



Nguồn: CSV, DAS

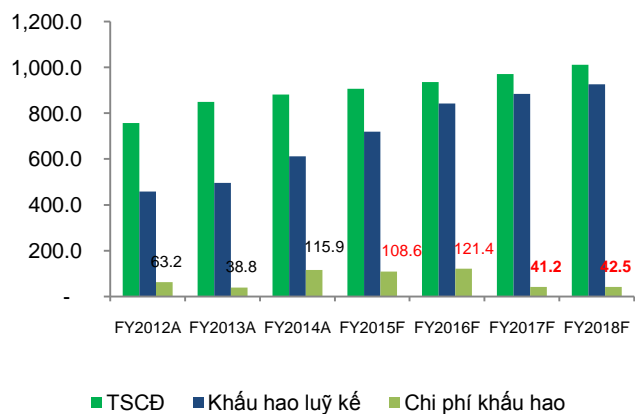
Trong giai đoạn dự phóng FY2015F-FY2018F, chúng tôi đưa ra dự báo doanh thu giảm trong năm FY2015F do **(1)** công ty tiếp tục giảm sản lượng sản xuất một số loại không trọng yếu và tập trung vào dòng sản phẩm chủ đạo (xút clo và các sản phẩm có gốc clo) và **(2)** giá bán giảm do áp lực cạnh tranh ngày càng lớn. Từ năm FY2016F đến FY2018F, công ty duy trì mức doanh thu ổn định với tỷ lệ tăng trưởng 1%/năm. Chúng tôi đưa ra mức tăng trưởng thận trọng trên vì trong giai đoạn trên công ty chưa có kế hoạch tăng thêm công suất nhà máy.

Chúng tôi cũng cho rằng biên lợi nhuận gộp của CSV sẽ giảm nhẹ trong các năm FY2015F và FY2016F do **(1)** chi phí điện tăng, **(2)** áp lực cạnh tranh về giá bán của các đối thủ trong và ngoài nước. Tuy nhiên do giá nguyên vật liệu vẫn đang trong xu hướng giảm nên biên lợi nhuận gộp của CSV trong 2 năm này vẫn duy trì ở mức khả quan là 21.1% , và sau đó tăng dần lên 23.1% trong 2 năm tiếp theo nhờ giảm bớt chi phí khấu hao.

Cụ thể, theo tính toán của chúng tôi, phần lớn các máy móc thiết bị sản xuất của CSV sẽ được khấu hao hết trong 2 năm FY2015F và FY2016F, do đó chi phí khấu hao trong 2 năm FY2017F-FY2018F sẽ giảm đáng kể.

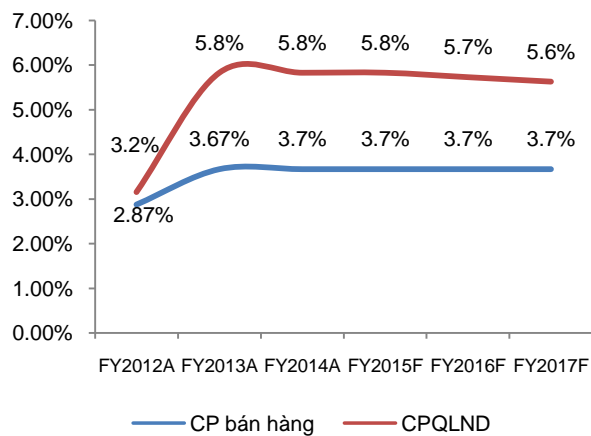
Trong năm FY2014A, công ty ngừng hoạt động mỏ Bauxite Bảo Lộc và hoạt động sản xuất sản phẩm nhôm hydroxit, do đó tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A) trên doanh thu tăng cao hơn cùng kỳ (6.1% & 9.5%). Các chi phí liên quan đến việc ngừng hoạt động sản xuất nói trên sẽ được phân bổ trong các năm tới, do đó, đối với chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A), chúng tôi vẫn duy trì tỷ lệ của năm FY2015F - FY2016F là 9.5% và 2 năm sau đó giảm nhẹ về mức 9.4% và 9.3%.

Hình 12: CSV – Chi phí khấu hao



Nguồn: CSV, DAS

Hình 13: Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (SG&A)



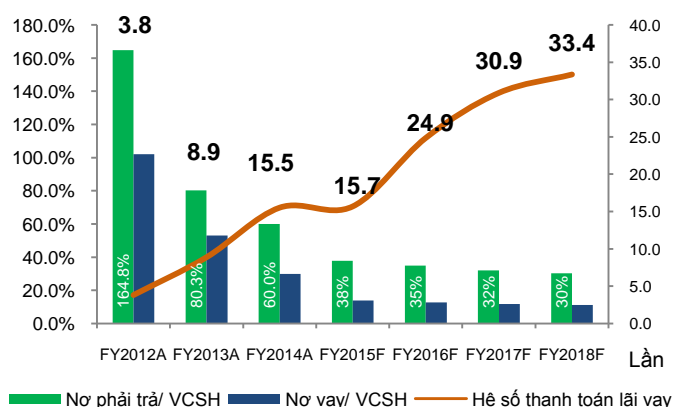
Nguồn: CSV, DAS

Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay và thanh toán tiền mặt tăng đáng kể

Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu giảm dần qua các năm, do đó giúp giảm chi phí lãi vay của công ty. Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay của công ty tăng liên tục từ **3.8x** trong năm FY2012A lên mức **15.5x** trong năm FY2014A. Công ty chủ yếu vay ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động, vay nợ dài hạn rất thấp khoảng 10.6 tỷ đồng.

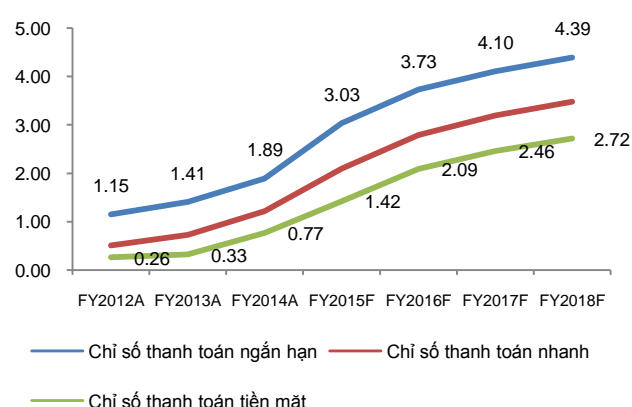
Trong năm FY2014A, Công ty có nguồn tiền mặt dồi dào đạt **261** tỷ nhờ vào nguồn lợi nhuận giữ lại. Do CSV không có kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất trong giai đoạn dự phóng, (theo lộ trình đến 2025, CSV phải di dời nhà máy khỏi khu công nghiệp Biên Hoà) nên chúng tôi giả định CSV sẽ dùng lượng tiền mặt để trả bớt nợ vay và bổ sung vốn lưu động. Do đó chỉ số thanh toán lãi vay cũng như chỉ số thanh toán tiền mặt của CSV tăng đáng kể trong giai đoạn FY2015F-2018F.

Hình 14: CSV – Khả năng thanh toán lãi vay



Nguồn: CSV, DAS

Hình 15: CSV – Các chỉ số thanh toán



Nguồn: CSV, DAS

CSV – Nợ vay ngắn hạn và dài hạn

Đvt: Tỷ đồng	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F
Vốn chủ sở hữu	245.4	245.4	442.0	442.0	442.0	442.0	442.0
Nợ vay ngắn hạn	313.6	290.6	163.9	81.0	81.8	82.6	83.4
Nợ vay dài hạn	39.9	10.4	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6

Nguồn: DAS, CSV

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi thực hiện định giá lần đầu cổ phiếu CSV với đánh giá **MUA** và đưa ra mức giá mục tiêu là **26,303 đồng/CP** cao hơn **31.5%** so với mức giá khởi điểm niêm yết là 20,000 đồng/CP.

Chúng tôi sử dụng cả hai phương pháp Chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp So sánh, với tỷ trọng mỗi phương pháp bằng nhau để xác định giá mục tiêu cho cổ phiếu CSV.

CSV – Định giá cổ phiếu

Phương pháp – (đồng/CP)	FY2015E
Giá theo pp P/E – 8.0x	25,274
Giá theo pp P/B - 1.8x	26,789
<i>Bình quân phương pháp so sánh</i>	26,032
FCFE	21,584
FCFF	31,564
<i>Bình quân phương pháp DCF</i>	26,574
Giá bình quân	26,303
Tăng (so với giá 20,000 đồng/CP)	31.5%

PHỤ LỤC

Các công ty trong ngành hoá chất cơ bản

Tên Công ty	Quốc gia	Ngành	Vốn hoá (Tỷ VND)	ROE	FY14P/E	P/E TTM	FY14P/B	P/B TTM
DGC	Việt Nam	Hoá chất	1,122	23.9%	7.4	7.4	1.8	1.8
LAS	Việt Nam	Hoá chất	745	23.4%	9.2	9.2	2.0	2.0
HVT	Việt Nam	Hoá chất	165	19.4%	7.0	7.0	1.3	1.3
CSV	Việt Nam	Hoá chất	884	24.6%	5.5	5.5	1.3	1.3
Bình quân gia quyền theo mức vốn hoá						8.0	1.8	
Trung vị						7.4	1.8	
Trung bình						7.9	1.7	

Nguồn: DAS

CSV – Ước tính WACC

Chỉ tiêu	
Phần bù rủi ro thị trường (%)	9.5%
Lãi suất phi rủi ro (%)	6.8%
Phần bù rủi ro quốc gia (%)	0.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp (%)	22.0%
Beta giả định	1.0
Tốc độ tăng trưởng dài hạn g (%)	2.0%
Chi phí sử dụng vốn k(e)	20.0%
WACC	17.1%

Nguồn: CSV, DAS

CSV - Bảng cân đối kế toán và dự phóng

Đvt: Tỷ đồng	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F
Tài sản ngắn hạn	609.6	626.2	644.1	722.4	899.0	1,000.4	1,081.2
Tiền và các khoản tương đương tiền	140.1	144.9	261.0	257.6	333.8	412.6	444.5
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	81.2	170.5	187.6	225.1
Khoản phải thu	109.5	156.8	138.1	142.9	151.6	160.5	169.5
Hàng tồn kho	340.2	301.7	230.5	222.7	224.9	221.4	223.6
Tài sản ngắn hạn khác	19.9	22.8	14.4	18.0	18.2	18.3	18.5
Tài sản dài hạn	337.1	420.0	333.2	243.4	152.3	146.3	144.2
TSCĐ hữu hình	299.5	354.0	269.4	186.5	93.6	87.4	85.0
TSCĐ vô hình	0.9	0.6	0.4	0.0	1.4	1.4	1.4
Đầu tư tài chính dài hạn	-	1.9	-	-	-	-	-
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	36.7	63.4	63.4	56.9	57.2	57.5	57.8
Tổng tài sản	946.7	1,046.2	977.3	965.8	1,051.2	1,146.7	1,225.4
Tổng nợ phải trả	570.8	455.9	351.0	248.9	251.8	254.3	256.9
Nợ phải trả ngắn hạn	530.8	445.5	340.4	238.3	241.3	243.7	246.3
Vay ngắn hạn	313.6	290.6	163.9	81.0	81.8	82.6	83.4
Phải trả người bán	55.3	46.0	52.8	51.0	51.5	50.7	51.2
Phải trả người lao động	77.2	62.6	64.7	60.7	61.3	61.9	62.6
Người mua trả tiền trước	1.9	0.2	0.3	-	-	-	-
Thuế và các khoản nộp Nhà nước	15.9	27.3	37.8	35.5	35.8	36.2	36.6
Khoản phải trả khác	66.9	18.8	20.9	10.1	10.8	12.3	12.5
Nợ phải trả dài hạn	39.9	10.4	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Nợ phải trả dài hạn	39.9	10.4	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Nguồn vốn chủ sở hữu	346.4	567.8	584.5	657.8	721.6	792.3	845.5
Vốn điều lệ	245.4	245.4	442.0	442.0	442.0	442.0	442.0
Lợi nhuận giữ lại	19.0	128.9	142.5	215.8	279.6	350.3	403.5
Các quỹ	82.0	193.6	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	29.5	22.5	41.8	59.1	77.8	100.1	123.0
Tổng nợ phải trả và nguồn vốn	946.7	1,046.2	977.3	965.8	1,051.2	1,146.7	1,225.4

CSV - Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và dự phóng

Đvt: Tỷ đồng	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F
Doanh thu	1,545.9	1,530.0	1,568.4	1,458.6	1,473.2	1,487.9	1,502.8
Giá vốn hàng bán	1,255.5	1,203.6	1,179.4	1,139.3	1,150.7	1,132.8	1,144.1
Lãi gộp	290.4	326.4	389.0	319.3	322.5	355.2	358.7
Chi phí bán hàng	41.3	43.6	57.0	53.0	53.5	54.1	54.6
Chi phí quản lý doanh nghiệp	58.4	47.8	90.6	84.2	85.0	84.4	83.8
Lợi nhuận hoạt động	190.8	235.0	241.5	182.1	183.9	216.7	220.3
Thu nhập tài chính	4.1	6.3	6.7	9.1	14.3	17.4	19.1
Chi phí tài chính	47.8	26.8	15.9	12.2	8.0	7.6	7.2
Thu nhập/ (Chi phí) tài chính	(43.7)	(20.5)	(9.3)	(3.1)	6.3	9.9	11.9
Thu nhập khác	4.2	2.3	-	-	-	-	-
Chi phí khác	10.5	0.2	2.1	-	-	-	-
Thu nhập/ (Chi phí) khác	(6.3)	2.1	(2.1)	-	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	140.8	216.6	230.1	179.0	190.2	226.5	232.2
Thuế doanh nghiệp	31.0	51.1	51.4	39.4	38.0	45.3	46.4
Lợi nhuận sau thuế	79.4	130.0	143.6	139.6	152.1	181.2	185.8

Phân tích DUPONT	FY2012A	FY2013A	FY2014A	FY2015F	FY2016F	FY2017F	FY2018F
LNTT / Doanh thu thuần (1)	5.1%	8.6%	9.2%	9.7%	10.4%	12.3%	12.5%
Doanh thu thuần/ Tổng tài sản (2)	1.62	1.45	1.59	1.50	1.39	1.28	1.21
Tổng tài sản/ VCSH (3)	2.73	1.84	1.67	1.47	1.46	1.45	1.45
ROE = (1) x (2) x (3)	22.8%	22.9%	24.6%	21.2%	21.1%	22.9%	22.0%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện bởi Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) dựa trên các thông tin được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân mà không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư chỉ nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin trong báo cáo này.

DAS có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng DAS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.