

|                    |        |
|--------------------|--------|
| Khuyến nghị        | BÁN    |
| Giá mục tiêu (VNĐ) | 18,490 |
| Giá thị trường     | 21,000 |
| Lợi nhuận kỳ vọng  | N/A    |

## THÔNG TIN CỔ PHẦN

|                              |                 |
|------------------------------|-----------------|
| Sàn giao dịch                | HOSE            |
| Khoảng giá 52 tuần           | 27,800 – 17,700 |
| Vốn hoá (tỷ đồng)            | 3.144           |
| SL cổ phiếu lưu hành (cp)    | 44.200.000      |
| KLGD trung bình 3 tháng (cp) | 124.928         |
| Sở hữu nước ngoài            | 15,20%          |

## Diễn biến giá (1 năm)



|  |       |
|--|-------|
| Cổ đông lớn (%)                          |       |
| Tập đoàn Hoá chất Việt Nam               | 65,00 |
| Vietnam Investment Property Holdings Ltd | 6,56  |

## Tổng quan công ty

CTCP Hoá chất cơ bản miền Nam (CSV) tiền thân là doanh nghiệp Nhà nước và được thành lập từ năm 1976. Hiện công ty đang hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất hoá chất cơ bản và kinh doanh nguyên liệu, các mặt hàng hoá chất bao gồm Xút, Axit Sunfuric, Axit Clohydric, Axit Photphoric ...

## Chuyên viên phân tích

Đoàn Nhật Anh  
 (+84) 024 3218 1896  
[anh.doan@ecsc.com.vn](mailto:anh.doan@ecsc.com.vn)

## Cập nhật KQKD

Từ năm 2016 tới 2019, doanh thu thuần (DTT) của CSV trải qua thời không biến động nhiều, nhưng năm 2018 tăng cao với DTT đạt 1,588 tỷ đồng (+8,3% yoy) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 254 tỷ đồng (+3,4% yoy) là nhờ mảng bán hàng thành phẩm tăng 8,3% so với cùng kỳ. Năm 2019 DTT và LNST của CSV lần lượt đạt 1,566 tỷ đồng (-1,4% yoy) và 251 tỷ đồng (-1,2% yoy), tương đương với năm 2018 do các nhà máy của Công ty hiện đã hoạt động hết công suất và dự án bình điện phân nâng công suất Xút chỉ mới vừa được vận hành cuối năm 2019. Cũng với đó tình hình cạnh tranh ngày càng gay gắt trên thị trường đã khiến CSV phải hạ giá bán một số sản phẩm để tăng tính cạnh tranh và giữ chân khách hàng cũ cũng là nguyên nhân ảnh hưởng tới DTT.

Biên lợi nhuận gộp (BLNG) của CSV luôn được duy trì ở mức cao và ổn định qua các năm. là nhờ công ty đã cơ cấu tốt các danh mục sản phẩm bán ra, tập trung vào các sản phẩm chủ lực có lợi nhuận biên và giá trị cao như P4 và WPA. Năm 2019 chỉ số này đạt 28,2%, tăng nhẹ so với 26,7% của năm 2018 là nhờ các máy móc thiết bị của CSV đã khấu hao hết giúp giảm chi phí khấu hao. Mặc dù các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp giảm năm 2019 nhưng chi phí tài chính tăng hơn 2 lần đã khiến biên lợi nhuận sau thuế (BLNST) của CSV (16,0%) chỉ duy trì ngang mức năm 2018.

So sánh với các công ty khác trong ngành sản xuất hoá chất năm 2019, các chỉ số của CSV đều khả quan hơn. Có DTT ít hơn 4 lần nhưng BLNG năm 2019 của CSV đạt 28,2%, tốt hơn nhiều so với 13,6% của CTCP Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM) và 12,0% của CTCP Phân bón Bình Điền (BFC). Nếu so sánh với một công ty hoá chất khác ở miền bắc như CTCP Hoá chất Cơ bản Đức Giang (DGC) thì chỉ số tài chính của CSV có phần nhỉnh hơn chút nhờ quản lý chi phí đầu vào, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tốt hơn. Năm 2019, BLNG và BLNST của DGC lần lượt đạt 19,8% và 11,2% và đều thấp hơn các chỉ số này của CSV. Thêm vào đó, DCM là doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu và quy mô tài sản lớn hơn nhiều CSV nhưng ROE và ROA của CSV đạt lần lượt 27,6% và 20,5%, đều gấp hơn 4 lần của DCM.

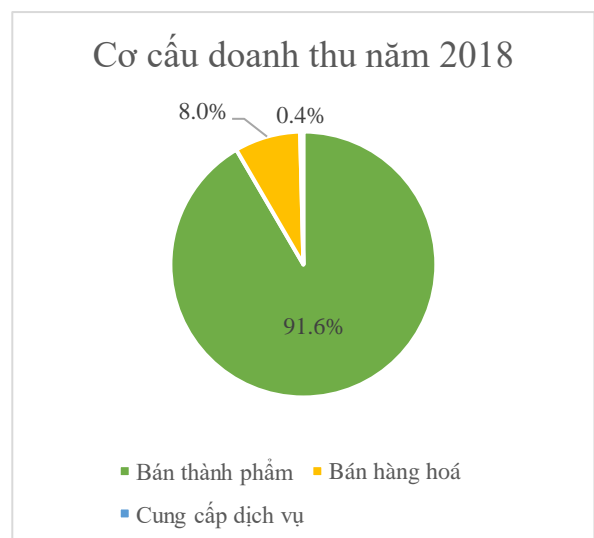
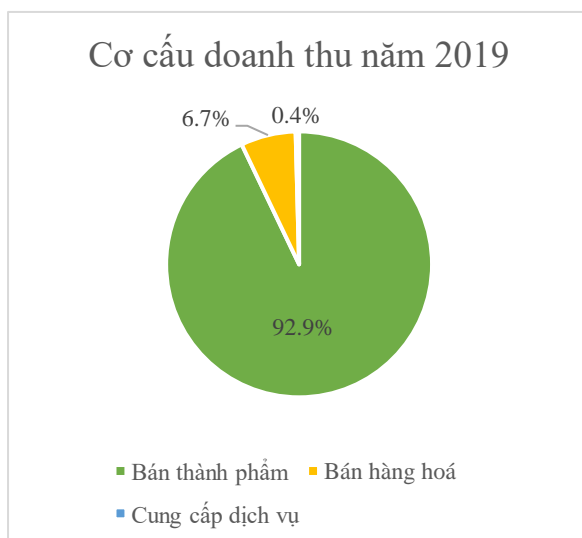
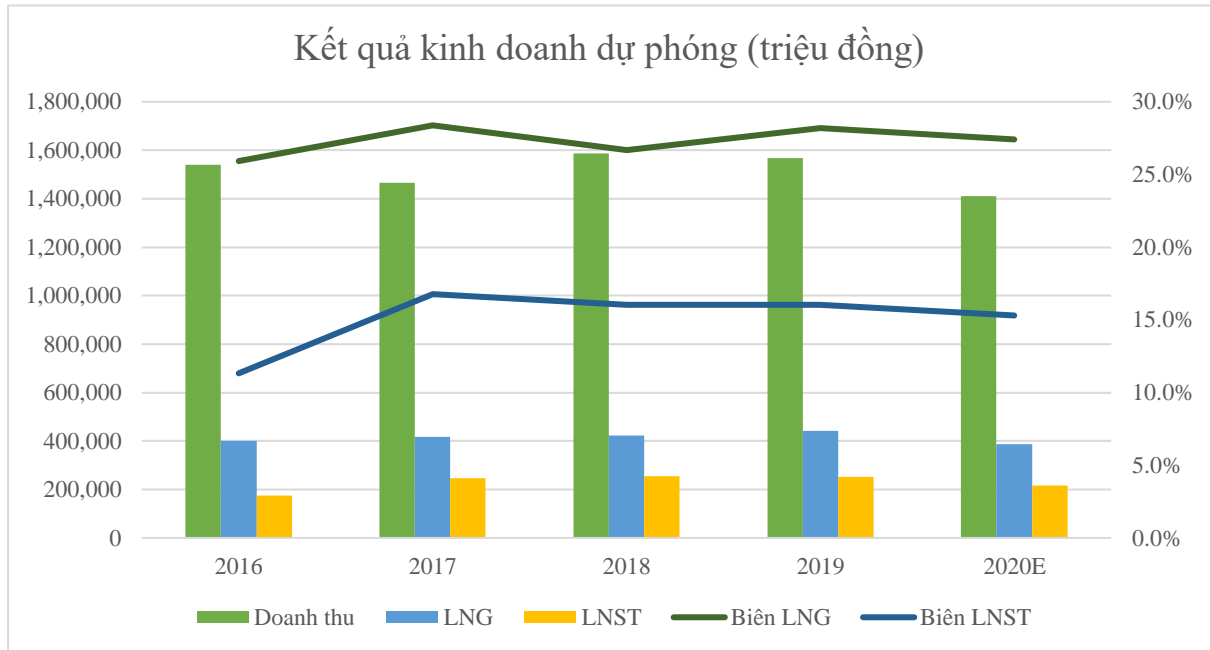
## Định giá

Hiện nay do dịch Covid-19 còn diễn biến phức tạp và đã kéo dài từ sau tết âm lịch nên nhu cầu các sản phẩm chính của Công ty như Xút và Axit Photphoric sẽ giảm đáng kể trong nửa đầu năm 2020. Dự báo doanh thu thuần năm 2020 của CSV sẽ giảm 10% nếu dịch bệnh được kiểm soát tại Việt Nam và thế giới trong quý 2 năm nay. Chúng tôi khuyến nghị Bán cổ phiếu CSV vì giá thị trường đang cao hơn mức định giá là 18,490 đồng/cp, dựa trên phương pháp EV/EBITDA và P/E.

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

| <b>Kết quả kinh doanh (triệu đồng)</b>                 | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>      | <b>2019</b>      | <b>2020E</b>     |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b> | <b>1,541,132</b> | <b>1,465,857</b> | <b>1,588,027</b> | <b>1,566,274</b> | <b>1,409,647</b> |
| <i>Tăng trưởng doanh thu</i>                           | -0.3%            | -4.9%            | 8.3%             | -1.4%            | -10.0%           |
| Giá vốn hàng bán                                       | 1,141,678        | 1,049,885        | 1,164,530        | 1,124,901        | 1,023,066        |
| <b>Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ</b>   | <b>399,454</b>   | <b>415,972</b>   | <b>423,496</b>   | <b>441,373</b>   | <b>386,581</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>                              | 25.9%            | 28.4%            | 26.7%            | 28.2%            | 27.4%            |
| Doanh thu hoạt động tài chính                          | 19,383           | 24,292           | 27,016           | 17,899           | 16,109           |
| Chi phí tài chính                                      | 8,810            | 4,356            | 5,897            | 12,645           | 12,645           |
| Chi phí bán hàng                                       | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp                           | 76,744           | 73,656           | 71,404           | 70,193           | 63,279           |
| <b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>         | <b>98,708</b>    | <b>51,731</b>    | <b>65,079</b>    | <b>61,700</b>    | <b>56,649</b>    |
| Lợi nhuận khác   | <b>234,576</b>   | <b>310,522</b>   | <b>308,132</b>   | <b>314,733</b>   | <b>270,117</b>   |
| <b>Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>               | <b>-13,094</b>   | <b>-2,272</b>    | <b>10,405</b>    | <b>-131</b>      | <b>0</b>         |
| <b>Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>        | <b>221,482</b>   | <b>308,250</b>   | <b>318,538</b>   | <b>314,602</b>   | <b>270,117</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>                         | <b>174,474</b>   | <b>245,793</b>   | <b>254,255</b>   | <b>251,144</b>   | <b>215,619</b>   |

| <b>Bản cân đối kế toán (triệu đồng)</b> | <b>2016</b>      | <b>2017</b>      | <b>2018</b>      | <b>2019</b>      | <b>2020E</b>     |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>                 | <b>898,292</b>   | <b>986,052</b>   | <b>883,212</b>   | <b>741,644</b>   | <b>676,586</b>   |
| Tiền và các khoản tương đương tiền      | 483,084          | 485,244          | 169,936          | 154,417          | 144,911          |
| Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn     | 0                | 100,000          | 230,000          | 80,000           | 72,000           |
| Các khoản phải thu ngắn hạn             | 197,829          | 197,611          | 158,601          | 184,062          | 171,332          |
| Hàng tồn kho                            | 207,672          | 193,630          | 296,309          | 282,726          | 257,555          |
| Tài sản ngắn hạn khác                   | 9,707            | 9,567            | 28,367           | 40,439           | 30,788           |
| <b>Tài sản dài hạn</b>                  | <b>111,383</b>   | <b>102,775</b>   | <b>244,581</b>   | <b>523,351</b>   | <b>500,369</b>   |
| Các khoản phải thu dài hạn              | 2,368            | 17,682           | 2,473            | 2,212            | 2,343            |
| Tài sản cố định                         | 100,838          | 74,279           | 61,981           | 148,749          | 162,876          |
| Bất động sản đầu tư                     | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Tài sản dở dang dài hạn                 | 4,792            | 6,473            | 90,202           | 6,879            | 6,191            |
| Các khoản đầu tư tài chính dài hạn      | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| Tài sản dài hạn khác                    | 3,384            | 4,341            | 89,925           | 365,511          | 328,960          |
| Lợi thế thương mại                      | 0                | 0                | 0                | 0                | 0                |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>                | <b>1,009,675</b> | <b>1,088,827</b> | <b>1,127,793</b> | <b>1,264,995</b> | <b>1,176,955</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>                      | <b>302,258</b>   | <b>269,956</b>   | <b>285,376</b>   | <b>329,247</b>   | <b>306,332</b>   |
| Nợ ngắn hạn                             | 299,820          | 263,935          | 238,257          | 217,287          | 202,164          |
| Nợ dài hạn                              | 2,438            | 6,022            | 47,119           | 111,960          | 104,168          |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>                   | <b>707,417</b>   | <b>818,871</b>   | <b>842,417</b>   | <b>935,748</b>   | <b>870,623</b>   |



**Kết quả kinh doanh năm 2019 các công ty khác trong ngành**

|                                 | BLNG  | BLNST | ROE   | ROA   | P/E | P/B |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|
| Hoá chất Cơ bản Đức Giang (DGC) | 19.8% | 11.2% | 17.1% | 12.0% | 5.2 | 0.9 |
| Phân bón Dầu Khí Cà Mau (DCM)   | 13.6% | 6.1%  | 6.9%  | 4.0%  | 8.1 | 0.6 |
| Phân bón Bình Điền (BFC)        | 12.0% | 1.5%  | 5.9%  | 2.0%  | 9.3 | 0.6 |
| CSV                             | 28.2% | 16.0% | 27.6% | 20.5% | 3.9 | 1   |

**PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ**

| <b>Định giá theo P/E</b> | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020F</b> |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| P/E                      | 7.16        | 6.95        | 4.89        | 3.87        | 3.48         |
| EPS                      |             |             |             |             | 4,900        |
| Giá thị trường dự kiến   |             |             |             |             | 17,068       |

| <b>Định giá theo EV/EBITDA</b>             | <b>2016</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019</b> | <b>2020F</b> |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| EV/EBITDA (lần)                            | 2.87        | 3.71        | 3.33        | 2.79        | 2.65         |
| EBITDA (triệu)                             |             |             |             |             | 310,577      |
| EV (triệu)                                 |             |             |             |             | 823,184      |
| Nợ vay (triệu)                             |             |             |             |             | 92,268       |
| Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu)           |             |             |             |             | 0            |
| Giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi (triệu) |             |             |             |             | 0            |
| Tiền và tương đương tiền (triệu)           |             |             |             |             | 144,911      |
| Vốn hóa thị trường (triệu)                 |             |             |             |             | 875,827      |
| Cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)               |             |             |             |             | 44           |
| Giá thị trường (đồng)                      |             |             |             |             | 19,905       |

|                 | <b>2020F</b> |  |  |  |        |
|-----------------|--------------|--|--|--|--------|
| P/E (50%)       |              |  |  |  | 8,534  |
| EV/EBITDA (50%) |              |  |  |  | 9,953  |
| Giá trị hợp lý  |              |  |  |  | 18,487 |

**Khuyến cáo sử dụng**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC), 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 Eurocapital (ECC) 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 Eurocapital (ECC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của ECC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital.

**Công ty cổ phần chứng khoán Eurocapital**

Tầng 5, Tòa nhà Mặt Trời Sông Hồng, Số 23 Phan Chu Trinh, Phường Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội.

Điện thoại: (+84) 024 3218 1896

Website: [www.ecsc.com.vn](http://www.ecsc.com.vn)