Báo cáo cổ phiếu: CSV

Lợi nhuận đỉnh trên bộ máy đã khấu hao hết; nhà máy phải rời Biên Hòa 1 trước khi nhà máy mới kịp chạy

CTCP Hóa chất Cơ bản miền Nam (HOSE: CSV) · xút–clo, axit, phốt pho · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và năm 2027 · dữ liệu chốt 09/10/2026 · giá tham chiếu 22,15 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST MẸ 6T/2026	BIÊN LNG TRƯỚC KH Q2/26	KHẤU HAO TSCĐ 2025	TSCĐ ĐÃ HAO MÒN	TIỀN RÒNG 30/06/2026	DỰ ÁN NHƠN TRẠCH
173 tỷ đồng · **+50%** · Q2: 130	**34,3%** TB 12 quý 27,9%	**33,9** tỷ · 1,6% DT · 96,6% trong giá vốn	**96%** giá trị còn lại 42 tỷ	**520** tỷ · 4,7 nghìn đ/CP	**1.844** tỷ · vay 70% · XDCB mới 24 tỷ

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	LÝ DO	LNST MẸ 2026F CƠ SỞ	P/E TRƯỢT · P/B
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	22,15	Chưa đo được rủi ro di dời	329 tỷ (252–392)	9,2x · 1,41x

AAS chưa đưa khuyến nghị mua, nắm giữ hay bán. Lợi nhuận 2026 và tiền ròng hỗ trợ giá, nhưng toàn bộ sản xuất ở Biên Hòa 1 đã có quyết định cưỡng chế tháo dỡ trong khi nhà máy thay thế chưa có mốc vận hành. Khoảng thời gian không có nhà máy quyết định lợi nhuận 2027–2031 và không ước được từ thông tin công bố. **Đánh giá lại khi** có ít nhất hai trong bốn: mốc ngừng sản xuất Biên Hòa; mốc vận hành và hợp đồng vay Nhơn Trạch; kết quả Q3/2026 sau khi Tân Bình 2 dừng; phương án cung ứng thay thế (thuê gia công, nhập khẩu) có số lượng.

KẾT LUẬN

CSV điện phân muối thành xút–clo và bán hóa chất cơ bản cho công nghiệp phía Nam. Bộ máy sản xuất đã khấu hao gần hết (96% nguyên giá), nên EBITDA gần bằng EBIT và lợi nhuận 2026 đang ở mức cao: 329 tỷ theo dự báo cơ sở, tăng 58% so với 2025.

Cả ba nhà máy ở KCN Biên Hòa 1 phải di dời: Tân Bình 2 đã dừng, đất đã có quyết định cưỡng chế, còn Nhơn Trạch (1.844 tỷ, vay 70%) mới ở giai đoạn san lấp. Khi chạy, nhà máy mới thêm ~240–270 tỷ/năm khấu hao và lãi vay. Khoảng trống sản xuất giữa hai nhà máy là rủi ro lớn nhất, nhưng chưa đo được, nên AAS không đánh giá.

XÚT–CLO VÀ THÀNH PHẨM

1.097 tỷ DT thành phẩm 6T/2026

- Biên thành phẩm Q2/26 33,8% (Q1 21,4%)
- CPBH 7,2–7,9% DT, chủ yếu vận chuyển
- Biên Hòa đang chạy trên đất bị cưỡng chế

AXIT VÀ THƯƠNG MẠI BÙ NGUỒN

218 tỷ DT hàng hóa 6T/2026

- Tân Bình 2 dừng từ 15/08/2026
- Mua H_2SO_4, clo từ đơn vị trong tập đoàn
- Phốt pho VN 65%: LNST 58,8 tỷ (2025)

KHẤU HAO VÀ NHƠN TRẠCH

44 → ~250 tỷ/năm KH + lãi vay khi NT chạy

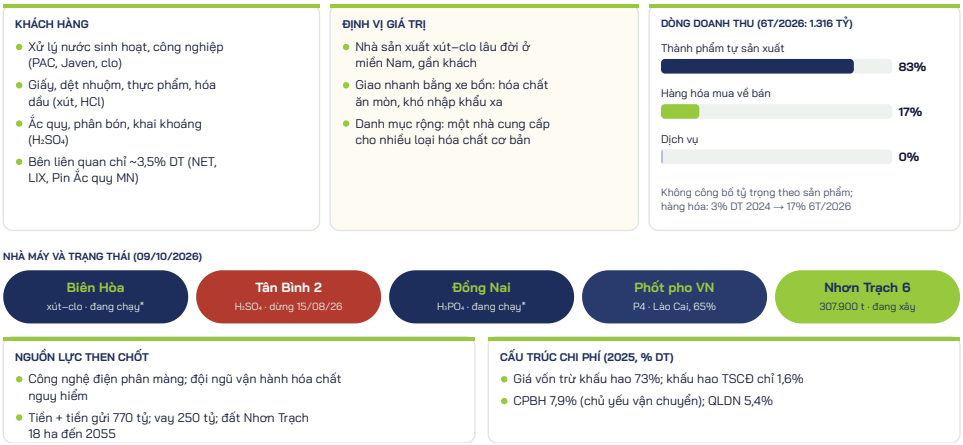
- KH cũ còn ~5 tỷ/quý
- Thuê đất NT phân bổ 10,3 tỷ/năm
- Mốc vận hành chưa chốt (2026 → 12/2031)

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **6T/2026 tốt nhất kể từ 2022:** LNST mẹ 173 tỷ (+50%), riêng Q2 130 tỷ nhờ biên thành phẩm 33,8%. Không có khoản bất thường lớn; ~15 tỷ là dự phòng sửa chữa lớn trích ở Q1 và về 0 ở Q2.
2. **Khấu hao không còn là chi phí đáng kể:** TSCĐ đã hao mòn 96% nguyên giá; khấu hao 33,9 tỷ (2025), 96,6% trong giá vốn, sẽ còn ~5 tỷ/quý. EBITDA ≈ EBIT; lợi nhuận hiện tại là của một bộ máy đã khấu hao hết.
3. **Chuỗi sản xuất đang bị cắt:** Tân Bình 2 (H_2SO_4 60.000 t) dừng hẳn từ 15/08/2026; ngày 07/07/2026 UBND phường Trấn Biên ra quyết định cưỡng chế tháo dỡ tài sản của CSV trên 82.309 m² ở KCN Biên Hòa 1 (gồm đất NM Biên Hòa). CSV thuê lại đất của Sonadezi nên chỉ được bồi thường 195 triệu đồng.
4. **Nhà máy thay thế chưa có mốc:** Nhơn Trạch 1.844 tỷ (vay 70%) mới có 24,1 tỷ XDCB; hồ sơ duyệt ghi hoàn thành 12/2031, đang điều chỉnh. Khi chạy, khấu hao + lãi vay tăng ~240–270 tỷ/năm so với 2025, xấp xỉ LNTT 2025.
5. **Dự báo (giả định Biên Hòa còn chạy đến hết 2027):** LNST mẹ Q3/2026 91 tỷ (thận trọng 49, tích cực 119), Q4 66; năm 2026 329 tỷ (+58%); 2027 302 tỷ. Nếu Biên Hòa phải ngừng trước khi Nhơn Trạch chạy, LNST mẹ minh họa chỉ ~0–40 tỷ/năm.
6. **Định giá:** P/E trượt 9,2x, dự phóng 7,4x; P/B 1,41x (z −1,3); tiền ròng 520 tỷ ≈ 21% vốn hóa. P/B thấp có thể là phần thị trường đã trừ cho rủi ro di dời.
7. **Khuyến nghị: KHÔNG ĐÁNH GIÁ** — chưa đo được rủi ro: thời điểm Biên Hòa phải ngừng và thời điểm Nhơn Trạch chạy quyết định lợi nhuận 2027–2031 nhưng chưa có thông tin công bố để ước.
8. **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (trước 20/10): DT, biên sau khi Tân Bình 2 dừng; CBTT về việc thực hiện cưỡng chế, thỏa thuận với tỉnh; báo cáo khả thi điều chỉnh Nhơn Trạch (mốc vận hành, hợp đồng vay).

1 Mô hình kinh doanh: điện phân muối thành xút–clo cho công nghiệp phía Nam; cả chuỗi sản xuất đang phải rời Biên Hòa 1

Mô hình kinh doanh



Nguồn: BCTN 2025 (sản phẩm, nhà máy, nguyên liệu, phát thải); BCTC soát xét 6T/2026 (doanh thu thành phẩm, hàng hóa, dịch vụ; chi phí trả trước); BCTC kiểm toán 2025 (chi phí theo yếu tố). *Biên Hòa, Đồng Nai đang chạy nhưng nằm trên đất có quyết định cưỡng chế ngày 07/07/2026. AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: từ muối và điện đến khách hàng công nghiệp

Hoạt động Ô vàng: khoản mục BCTC chịu ảnh hưởng

1 Nguyên liệu, năng lượng	2 Điện phân xút–clo	3 Axit, phốt pho	4 Thương mại bù nguồn	5 Phân phối B2B
Muối công nghiệp, lưu huỳnh, $BaCl_2$ nhập khẩu Điện lưới: 95,7% phát thải, chi phí lớn nhất của điện phân Apatit, P4 cho mảng phốt pho	NM Biên Hòa (KCN Biên Hòa 1): xút, HCl, clo lỏng, Javen, PAC Bình Gen6 10.000 t NaOH/năm (2022) Clo là đồng sản phẩm: phải tiêu thụ hết	Tân Bình 2: H_2SO_4 60.000 t, phèn 8.000 t – DỪNG từ 15/08/2026 NM Đồng Nai: H_3PO_4 10.000 t Phốt pho VN (65,05%): P4	Mua hàng về bán khi ngừng máy Phân bón MN (156 tỷ), Hóa chất Việt Trì (clo), nhập khẩu DT hàng hóa 6T/26: 218 tỷ	Xử lý nước, giấy, dệt nhuộm, thực phẩm, ắc quy, phân bón Giao bằng xe bồn: chi phí vận chuyển tăng Bán chủ yếu trong nước
Giá vốn trừ KH: 73% DT (2025)	Biên LNG trước KH 21–34%/quý	CĐKKS ~20 tỷ/năm	Giá vốn hàng hóa: 161 tỷ 6T/26	CPBH 7,9% DT (2025)

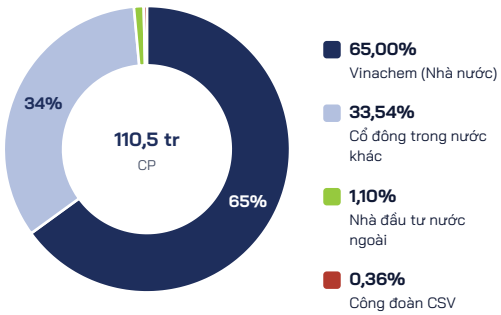
Nguồn: BCTN 2025; trang công ty (công suất Tân Bình 2, Đồng Nai); QĐ HĐQT 1122/QĐ-HĐQT ngày 31/07/2026; NQ HĐQT về giao dịch với bên liên quan 2026; AAS tổng hợp. Tổng công suất xút của NM Biên Hòa không được công bố.

- **Clo là đồng sản phẩm bắt buộc:** điện phân muối cho xút và clo theo tỷ lệ cố định, nên CSV phải tiêu thụ được clo (HCl, Javen, PAC, clo lỏng) để chạy máy xút. Biên lãi phụ thuộc giá cả "cặp" xút–clo (ECU), không chỉ giá xút.
- **Điện là chi phí biến đổi lớn nhất:** điện phân tiêu tốn điện, chiếm 95,7% phát thải của CSV. Mỗi đợt tăng giá điện của EVN đi thẳng vào giá vốn trừ khấu hao; CSV chỉ chuyển được sang giá bán khi thị trường xút trong nước thắt.
- **Khấu hao gần như không còn:** TSCĐ hữu hình nguyên giá 1.145 tỷ đã hao mòn 1.103 tỷ (96%); khấu hao 2025 chỉ 33,9 tỷ (1,6% DT). Lợi nhuận hiện tại là lợi nhuận của một bộ máy đã trả hết vốn, không phản ánh chi phí khi phải xây lại.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) doanh thu theo sản lượng còn chạy được (Tân Bình 2 đã dừng) và phần hàng mua về bán; (2) biên LNG trước khấu hao; (3) CPBH theo tỷ lệ DT; (4) QLDN cao vào Q4; (5) khấu hao cũ tự giảm, khấu hao và lãi vay Nhơn Trạch đến khi nhà máy chạy.

Cơ cấu cổ đông: Vinachem nắm 65%, khối ngoại chưa đến 1%

Cơ cấu sở hữu

% vốn



Nhóm cổ đông	Số CP	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất VN (Vinachem) – đại diện vốn Nhà nước	**71.827.500**	**65,00%**
Công đoàn CSV	400.000	0,36%
Nhà đầu tư nước ngoài (08/10/2026)	1.211.080	1,10%
Cổ đông trong nước khác (7.348 cổ đông cuối 2025)	~37.170.000	33,54%
Cổ đông lớn ≥ 5% ngoài Vinachem	0	0%
Room ngoại / còn trống	55.249.955 / 54.153.956	50%

Nguồn: BCTN 2025 (31/12/2025); room ngoại từ dữ liệu giao dịch ngày 08/10/2026.

- **Vinachem quyết định cổ tức và vốn cho dự án:** lợi nhuận 2025 (190 tỷ) được giữ lại toàn bộ vào quỹ đầu tư phát triển và quỹ khen thưởng; không chia cổ tức 2025, kế hoạch cổ tức 2026 0%. Không có kế hoạch thoái vốn Nhà nước

trong tài liệu ĐHĐCĐ 2026.

2 Nhà máy và di dời: Tân Bình 2 đã dừng, đất Biên Hòa 1 bị cưỡng chế, nhà máy Nhơn Trạch mới san lấp xong

Nhà máy / pháp nhân	Sản phẩm, công suất công bố	Địa điểm, đất	Trạng thái 09/10/2026	Trên BCTC
NM Hóa chất Biên Hòa	Xút lỏng 20–50%, HCl, clo lỏng, Javen, PAC, Chloramine B; bình Gen6 10.000 t NaOH/năm (2022). Tổng công suất xút: không công bố	KCN Biên Hòa 1, đất thuê lại của Sonadezi	Đang chạy; đất thuộc diện thu hồi (QĐ 2351, 17/10/2025) và cưỡng chế tháo dỡ (QĐ 2408, 07/07/2026)	Phần lớn doanh thu thành phẩm; TSCĐ đã khấu hao gần hết
NM Tân Bình 2	H_2SO_4 60.000 t/năm; phèn nhôm 8.000 t/năm	KCN Biên Hòa 1	**Dừng sản xuất hoàn toàn từ 15/08/2026** (QĐ 1122/QĐ-HĐQT, 31/07/2026)	Mất DT axit tự sản xuất từ Q3/2026; thay bằng hàng mua (giá vốn hàng hóa)
NM Đồng Nai	H_3PO_4 kỹ thuật 7.000 t, thực phẩm 3.000 t; muối phốt phát 2.200 t	KCN Biên Hòa 1	Đang chạy; cùng diện di dời	DT thành phẩm
CTCP Phốt pho Việt Nam (65,05%)	P4; dây chuyền lắp đặt 6.000 t/năm (sản lượng 2022: 4.888 t)	KCN Tằng Loỏng, Lào Cai	Đang chạy; 2025 DT 503 tỷ, LNST 58,8 tỷ	Hợp nhất 100%; CĐKKS 34,95%
Chi nhánh Tân Bình	Kinh doanh $Al(OH)_3$, H_2SO_4, Chloramine B	139 Phan Huy Ích, TP.HCM	Kênh bán hàng	DT, CPBH
NM Hóa chất Nhơn Trạch	Thay cả 3 nhà máy Biên Hòa 1: 307.900 t sản phẩm/năm (quy 100%)	KCN Nhơn Trạch 6; 180.036 m², thuê trả một lần đến 01/06/2055	Đang xây: xong san lấp, tường rào; XDCB dở dang 24,1 tỷ (30/06/2026); một số gói thầu hủy, đấu thầu lại	Đất: chi phí trả trước dài hạn 297,1 tỷ; công trình: XDCB dở dang
Mỏ bô xít Bảo Lộc	—	Lâm Đồng	Giải thể từ 01/07/2025	—

Nguồn: BCTN 2025; BCTC kiểm toán 2025, soát xét 6T/2026 (thuyết minh 1, 38, chi phí trả trước, XDCB dở dang); QĐ 1122/QĐ-HĐQT 31/07/2026; trang công ty (công suất Tân Bình 2, Đồng Nai, Phốt pho VN). AAS tổng hợp.

Dự án Nhơn Trạch: 1.844 tỷ, vay 70%, mốc vận hành chưa chốt

Dự án Nhơn Trạch (duyệt 21/07/2025)	Tỷ đồng	Ghi chú
Xây dựng	653,6	
Thiết bị	457,7	
Thuê đất trong thời gian xây	78,8	Đất đã trả một lần ~370 tỷ năm 2018–2019 (chi phí trả trước)
Tư vấn, quản lý dự án, khác	74,9	
Lãi vay trong thời gian xây	101,9	Được vốn hóa vào công trình
Dự phòng (trong đó trượt giá 324,4)	462,6	25% tổng mức
Tổng mức đầu tư	**1.844,3**	**Nhóm B; giá trị còn lại thiết bị cũ khi di dời = 0**
Vốn tự có (30%)	631,8	Quỹ đầu tư phát triển 30/06/2026: 315,3 tỷ

Dự án Nhơn Trạch (duyệt 21/07/2025)	Tỷ đồng	Ghi chú
Vay thương mại VND (70%)	1.212,5	Giả định trong hồ sơ: lãi 10,5%/năm, trả trong 10 năm
Tiến độ theo hồ sơ duyệt	—	Bàn giao Biên Hòa 1: 10/2029; hoàn thành: 12/2031
Yêu cầu của tỉnh	—	Bàn giao 3 nhà máy trước 01/08/2025 → đang lập báo cáo khả thi điều chỉnh (gói TV-09)

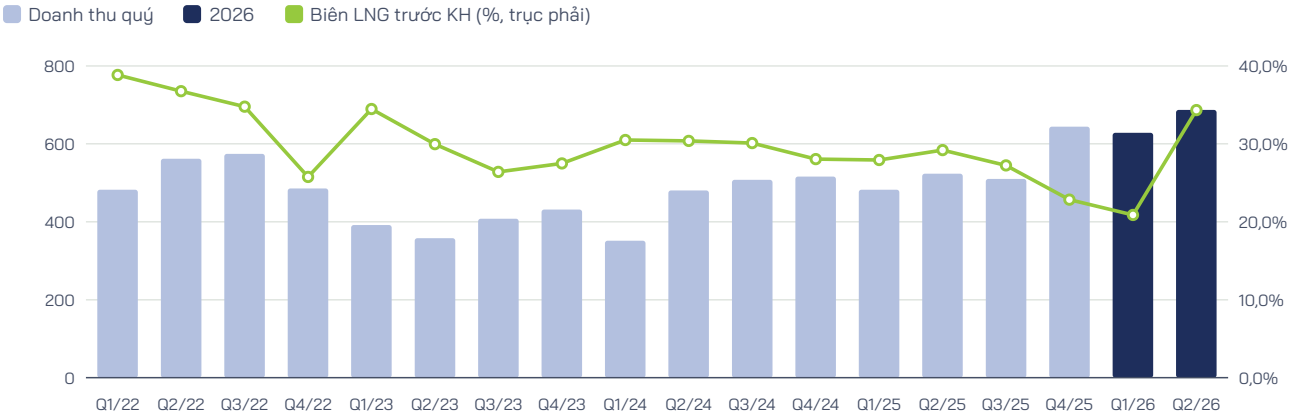
Nguồn: tài liệu ĐHĐCĐ bất thường 07/2025; biên bản ĐHĐCĐ 2026; BCTC soát xét 6T/2026. AAS tổng hợp.

- **Đền bù gần như bằng 0:** CSV thuê lại đất của Sonadezi nên chỉ được bồi thường 195 triệu đồng (QĐ 1618/QĐ-UBND, 08/09/2025); không có quyền lợi trên đất cũ.
- **Thời gian là biến số chính:** hồ sơ duyệt ghi hoàn thành 12/2031, nhưng tỉnh yêu cầu bàn giao từ 01/08/2025 và đã ra quyết định cưỡng chế ngày 07/07/2026.

3 Kết quả kinh doanh tách khấu hao: EBITDA gần bằng EBIT; 6T/2026 lợi nhuận tăng 50% nhờ biên

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	1.574	2.104	1.588	1.856	2.160	1.006	1.316	+31%
Giá vốn trừ khấu hao	1.113	1.385	1.120	1.305	1.586	718	949	+32%
LNG trước khấu hao	**462**	**719**	**468**	**551**	**574**	**288**	**367**	**+28%**
Biên LNG trước khấu hao	29,3%	34,2%	29,5%	29,7%	26,6%	28,6%	27,9%	−0,7 điểm
CPBH trừ khấu hao	79	85	83	111	171	74	97	+32%
QLDN trừ khấu hao, phân bổ	54	67	65	82	105	47	43	−8%
EBITDA	**328**	**567**	**321**	**358**	**298**	**167**	**227**	**+36%**
Khấu hao TSCĐ	−52	−62	−61	−45	−34	−21	−11	n/m
Phân bổ tiền thuê đất Nhơn Trạch	−10	−10	−10	−10	−10	−5	−5	n/m
EBIT	**266**	**495**	**249**	**303**	**254**	**141**	**211**	**+49%**
Tài chính thuần (lãi tiền gửi − lãi vay)	6	13	36	27	36	20	14	−29%
Thu nhập/chi phí khác	0	1	4	1	4	0	3	n/m
LNTT	272	509	289	331	293	161	228	+42%
LNST cổ đông mẹ	**209**	**353**	**209**	**241**	**209**	**115**	**173**	**+50%**
Dòng tiền kinh doanh (CFO)	143	243	328	235	65	102	−15	n/m
Chi mua sắm TSCĐ, XDCB	−58	−22	−18	−25	−59	−17	−67	n/m

Nguồn: BCTC hợp nhất CSV; khấu hao tách theo thuyết minh (giá vốn 96,6%, CPBH 0,2%, QLDN 3,2%). AAS tính.



Nguồn: BCTC quý CSV; AAS tính.

- **Lưu ý số liệu:** Q2/2026 có ~15 tỷ dự phòng sửa chữa lớn trích ở Q1 và về 0 ở Q2; cộng hai quý thì không ảnh hưởng.

Nguyên liệu đầu vào: giá điện là biến số duy nhất có chiều tác động rõ; chưa có dữ liệu để lập phương trình theo giá muối, lưu huỳnh, xút

- **Giá điện:** giá bán lẻ bình quân EVN 2.204,07 đ/kWh từ 10/05/2025, chưa đổi đến 10/2026. Mỗi lần tăng 5% ≈ −24 tỷ LNTT/năm (≈ −1,1 điểm % biên), với giả định điện ~30% giá vốn.
- **Muối, lưu huỳnh, giá xút bán ra:** CSV không công bố sản lượng, giá bán và định mức tiêu hao; chưa có chuỗi giá công khai đủ dài. Biên được dự báo theo xu hướng quay về mức trung bình thay vì theo giá nguyên liệu.

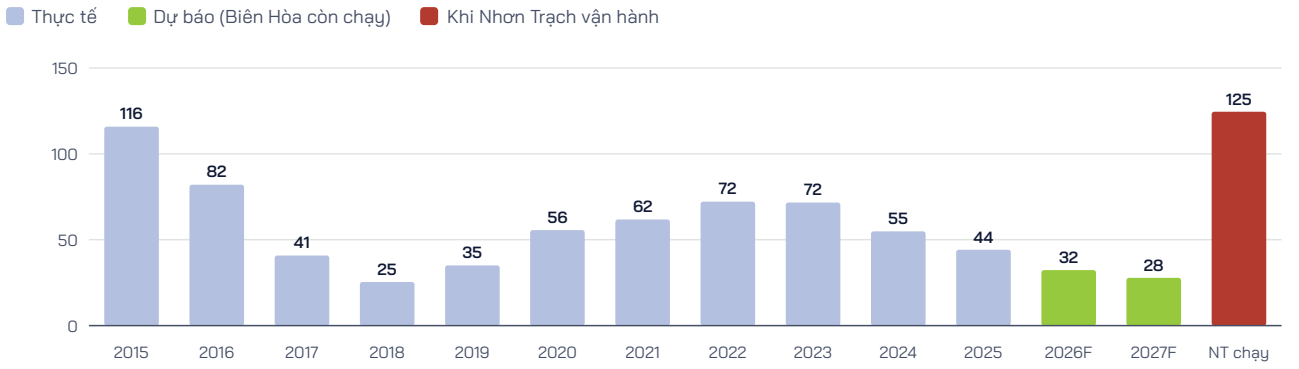
4 Khấu hao: đã hết đòn bẩy giảm; nhà máy mới sẽ đưa khấu hao và lãi vay lên ~250 tỷ/năm

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	6T/2026
Khấu hao theo yếu tố chi phí	63,4	61,2	44,6	33,9	11,1
trong CPBH	0,56	0,55	0,27	0,05	0,02
trong QLDN	1,50	1,38	1,03	1,09	0,67
trong giá vốn = yếu tố − CPBH − QLDN	**61,4**	**59,3**	**43,3**	**32,8**	**10,4**
tỷ trọng trong giá vốn	96,8%	96,8%	97,1%	96,6%	94%
Phân bổ tiền thuê đất Nhơn Trạch (ngoài dòng khấu hao)	~10,3	~10,3	~10,3	~10,3	5,1
Nguyên giá TSCĐ hữu hình cuối kỳ	1.089	1.106	1.126	1.137	1.145
Giá trị còn lại	121	77	61	45	42
Nguyên giá đã khấu hao hết, còn dùng	796	926	940	1.049	chưa xác minh
Khấu hao / doanh thu	3,0%	3,9%	2,4%	1,6%	0,8%

Nguồn: BCTC kiểm toán 2022–2025, soát xét 6T/2026. AAS tính.

Khấu hao và phân bổ theo năm

Tỷ đồng



Khi Nhơn Trạch vận hành (tỷ đồng/năm)	Máy móc 12 năm	Máy móc 10 năm	Máy móc 8 năm
Khấu hao nhà xưởng (25 năm, gồm phần chi phí chung phân bổ)	42	42	42
Khấu hao máy móc, thiết bị	61	73	91
Phân bổ tiền thuê đất (đang chạy)	10	10	10
Khấu hao và phân bổ	**112**	**125**	**143**
so với 2025 (44,2)	+68	+80	+99
Lãi vay năm đầu (1.212,5 × 10,5%)	127	127	127
Chi phí cố định tăng thêm trước khi bù bằng sản lượng	**196**	**208**	**226**
so với LNTT 2025 (293)	67%	71%	77%

Nguồn: hồ sơ dự án Nhơn Trạch; chính sách khấu hao của CSV. AAS tính.

5 Dự báo: 2026 tăng mạnh nhờ 6 tháng đầu năm; từ Q3 lợi nhuận về gần trung bình

LNST cổ đông mẹ	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	**91 (+57% so với cùng kỳ)**
Khoảng Q3/2026 (thận trọng – tích cực)	49 – 119
Q4/2026F cơ sở (khoảng)	66 (30 – 100)
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	**329 (252 / 392); 2025: 209**
Năm 2027F cơ sở (nếu Biên Hòa còn chạy cả năm)	302 (thận trọng 170, tích cực 418)

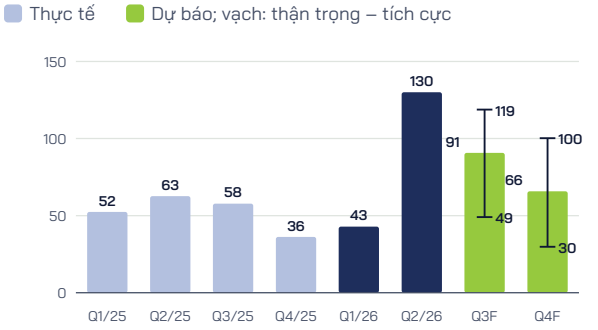
Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
Doanh thu thuần	590	650	700	570	640	700
Biên LNG trước khấu hao	25,0%	29,5%	32,5%	23,5%	28,0%	31,0%
LNG trước khấu hao	148	192	228	134	179	217

Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
CPBH trừ khấu hao	−47	−47	−45	−46	−46	−45
QLDN trừ khấu hao	−34	−25	−23	−48	−42	−38
EBITDA	**66**	**120**	**160**	**40**	**91**	**134**
Khấu hao TSCĐ (cũ + mới)	−6	−6	−6	−5	−5	−5
Phân bổ thuê đất	−3	−3	−3	−3	−3	−3
EBIT	**58**	**112**	**151**	**33**	**83**	**126**
Tài chính thuần	8	8	9	8	8	9
LNTT	66	120	160	40	91	135
Thuế TNDN	−14	−25	−34	−8	−19	−28
CĐKKS	−3	−6	−8	−2	−4	−6
LNST cổ đông mẹ (theo khoản mục)	49	89	119	30	68	100
LNST cổ đông mẹ – dự báo AAS	**49**	**91**	**119**	**30**	**66**	**100**

Nguồn: AAS dự báo.

LNST cổ đông mẹ theo quý

Tỷ đồng



Cầu nối LNST mẹ Q3/2025 → Q3/2026F

Tỷ đồng

LNG: lợi nhuận gộp trước khấu hao · KH: khấu hao, phân bổ · TC: tài chính, khác · Thuế: thuế và CĐKKS



Nguồn: BCTC quý CSV; AAS dự báo.

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F cơ sở*	Kế hoạch 2026
Doanh thu thuần	2.160	1.316	2.476	2.606	2.716	2.500	2.104
EBITDA	298	227	334	438	521	408	–
Khấu hao và phân bổ	−44	−16	−32	−32	−32	−28	–
LNST cổ đông mẹ	**209**	**173**	**252**	**329**	**392**	**302**	**n/a[1]**
so với năm trước	–	+50% cùng kỳ	+20%	+58%	+88%	−8%	–
EPS (đ, 110,5 triệu CP)	1.891	–	2.278	2.981	3.547	2.731	–

Nguồn: BCTC; tài liệu ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo. *2027F giả định Biên Hòa còn chạy cả năm. [1]Kế hoạch LNTT 2026 trong tài liệu ĐHĐCĐ ghi sai đơn vị. Dự báo chưa tính tổn thất nếu phải ngừng sản xuất.

Kịch bản chưa tính trong dự báo: Biên Hòa ngừng trước khi Nhơn Trạch chạy

Kịch bản minh họa: Biên Hòa 1 ngừng cả năm, Nhơn Trạch chưa chạy (tỷ đồng/năm)	Giá trị	Giả định
Phốt pho VN: LNTT	~73	Giữ mức 2025 (LNST 58,8)
Thương mại hàng mua về bán: LNG	~60–90	DT 400–600 tỷ, biên 15%
Lãi tiền gửi	~40	~650 tỷ tiền gửi còn lại sau khi rót vốn dự án
Chi phí cố định khi ngừng máy (lương, QLDN, bảo trì, kho)	~−150 đến −200	Nhân công 197 tỷ (2025); QLDN 117 tỷ
Chi phí tháo dỡ, di dời, trợ cấp thôi việc	chưa ước được	Không có số công bố
LNST cổ đông mẹ	**~0 – 40**	**So với 2025: 209; 2026F cơ sở: 329**

Nguồn: AAS minh họa; không xác định được xác suất và thời điểm.

Bốn yếu tố theo dõi

- **Biên LNG trước khấu hao:** mỗi 1 điểm % biên quý = ~6,5 tỷ LNTT/quý; Q1/2026 21%, Q2 34%.
- **Sản lượng sau khi Tân Bình 2 dừng:** phần axit mua về bán có biên thấp hơn tự sản xuất; theo dõi giá vốn hàng hóa trong BCTC Q3.
- **Giá điện:** mỗi lần EVN tăng 5% ≈ −24 tỷ LNTT/năm; Nghị định 278/2026 cho phép điều chỉnh thường xuyên hơn.
- **Mốc ngừng NM Biên Hòa:** dự báo 2026–2027 giả định Biên Hòa còn chạy; nếu ngừng, LNST mẹ minh họa ~0–40 tỷ/năm.

6 Định giá: P/B thấp so với lịch sử, nhưng có thể đã là phần trừ cho rủi ro di dời

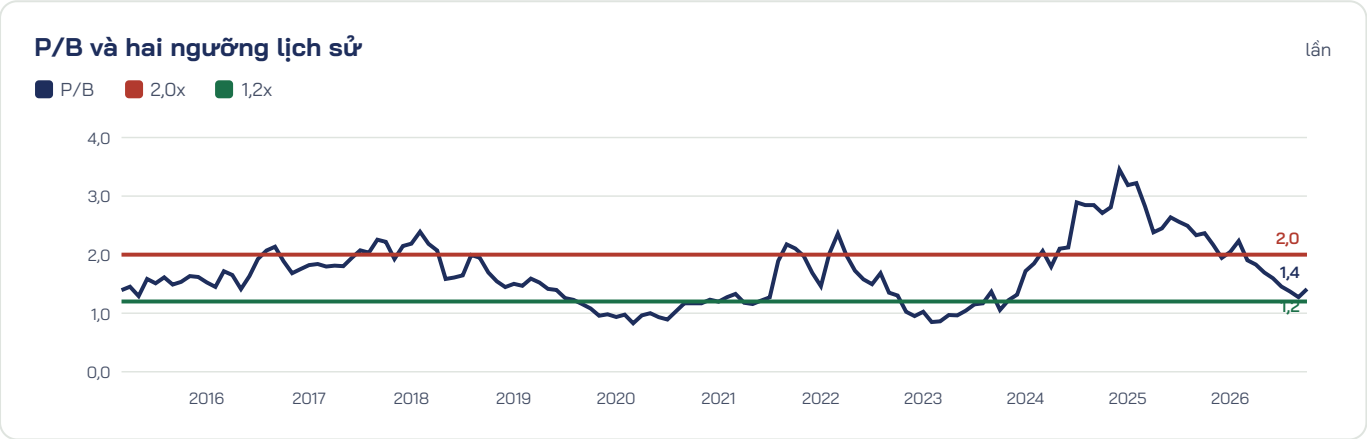
Chỉ số (09/10/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Trung vị từ 2016	Phân vị từ 2016
P/E trượt 4 quý	9,2x	14,8x	7,2x	71%
P/B	1,41x	2,18x	1,61x	33%
z P/E · z P/B	−1,46 · −1,31	—	—	—
P/E dự phóng 2026F cơ sở	7,4x	—	—	—
Vốn hóa / tiền ròng	2.448 / 520 tỷ	—	—	—
Giá trị sổ sách / CP	15.688 đ	—	—	—

Nguồn: giá và BCTC CSV; AAS tính.

z P/B (750 phiên)	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
< −1,5	+14%	+20%	273
−1,5 … −0,5	+56%	+52%	556
−0,5 … 0,5	+54%	+45%	404
0,5 … 1,5	+5%	−12%	563
> 1,5	−12%	−15%	584

P/B	LS 250 phiên TB	Trung vị	Số phiên
0,0 … 0,8	+65%	+65%	2
0,8 … 1,0	+66%	+50%	301
1,0 … 1,2	+80%	+69%	278
1,2 … 1,5	+45%	+31%	483
1,5 … 2,0	+10%	+18%	917
> 2,0	−18%	−24%	647

Nguồn: AAS tính; lợi suất 250 phiên, 2016–2026.



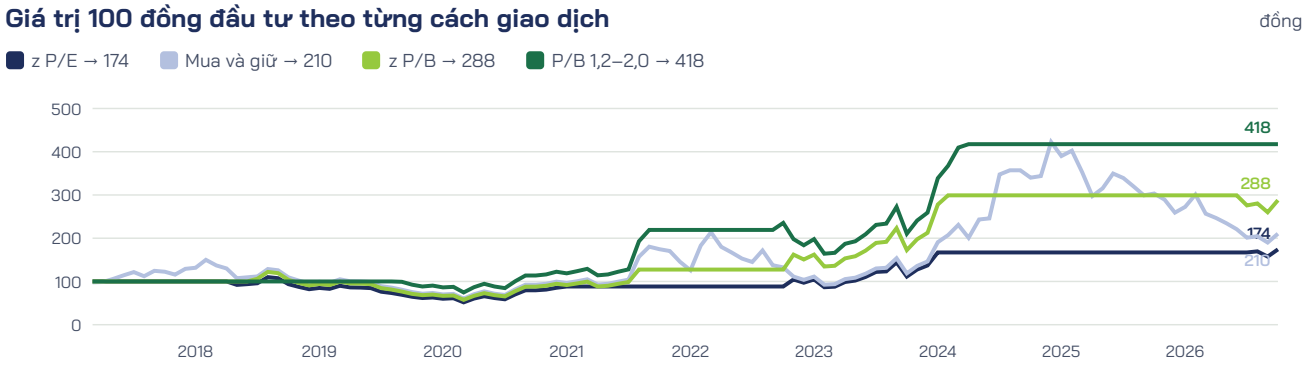
7 Giao dịch: quy tắc z P/B lịch sử thắng mua và giữ, nhưng điều kiện hiện tại khác quá khứ

- **Cách đọc z-score:** z đo P/B (hoặc P/E) hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z < −1 là rẻ bất thường so với chính CSV; hiện z P/B −1,31, z P/E −1,46.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 03/2017 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi z P/B < −1, bán khi > +1 đưa 100 đồng thành 288 đồng (+11,6%/năm), so với 210 đồng nếu mua và giữ (+8,1%/năm); sụt giảm tối đa −54% so với −66%. Quy tắc z P/E thua mua và giữ. Quy tắc P/B 1,2–2,0x đạt 418 đồng nhưng được đặt sau khi xem bảng P/B, nên dễ khớp quá mức.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–3 lệnh trong gần 10 năm. Lịch sử chưa có giai đoạn nào CSV phải ngừng nhà máy chính, nên tín hiệu "rẻ" hiện tại không cùng điều kiện với quá khứ.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** quy tắc z P/B đang ở trạng thái mua (P/B 1,41x, thấp hơn 86% số phiên 3 năm). AAS không dùng tín hiệu này làm căn cứ mua cho đến khi đo được rủi ro di dời.

Quy tắc (03/2017–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang nắm giữ?
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	174	+6,0%	−54%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	288	+11,6%	−54%	3	Có
P/B < 1,2 mua, > 2,0 bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	418	+16,0%	−41%	2	Không
Mua và giữ	**210**	**+8,1%**	**−66%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính; phí 0,4% mỗi chiều.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH CSV

- **Không có khuyến nghị.** AAS không công bố vùng giá mua/bán cho CSV đến khi đo được thời gian ngừng sản xuất giữa Biên Hòa và Nhơn Trạch.
- **P/B 1,41x không phải tín hiệu mua:** quy tắc z P/B đang ở vùng mua (z −1,3), nhưng 2016–2026 CSV chưa từng mất nhà máy chính; mức chiết khấu có thể là phần thị trường trừ cho rủi ro này. Đã đo được: tiền ròng 4,7 và sổ sách 15,7 nghìn đ/CP.
- **Điều kiện để AAS đánh giá lại (cần ít nhất hai):** (1) CBTT mốc ngừng sản xuất NM Biên Hòa hoặc thỏa thuận gia hạn với tỉnh; (2) báo cáo khả thi điều chỉnh Nhơn Trạch có mốc vận hành và hợp đồng vay; (3) BCTC Q3/2026 cho thấy biên sau khi Tân Bình 2 dừng; (4) phương án cung ứng thay thế có số lượng (thuê gia công, nhập khẩu xút).

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 09/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Không đánh giá:** AAS không đưa khuyến nghị mua, nắm giữ hay bán và không công bố vùng giá khi rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp chưa đo được bằng thông tin công bố. Với CSV, đó là khoảng thời gian ngừng sản xuất khi phải rời KCN Biên Hòa 1 trước khi NM Nhơn Trạch vận hành. Dự báo lợi nhuận và số liệu định giá trong báo cáo chỉ để tham khảo; dự báo chưa tính tổn thất từ việc ngừng sản xuất. AAS sẽ đánh giá lại khi đủ các điều kiện nêu ở hộp cách giao dịch.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.