

BSC RESEARCH*Chuyên viên phân tích*

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi cho rằng CSM chưa phải là một cơ hội đầu tư hấp dẫn. Kết quả kinh doanh có thể suy giảm do cạnh tranh cao, sản lượng tiêu thụ Radial còn chậm, giá bán đầu ra liên tục giảm trong khi đó, giá cao su đang tăng. Ngày 28/10/2016, cổ phiếu CSM được giao dịch tại mức giá 21.150 đồng/cp, tương đương P/E FW là 10,59x và P/B là 1,62x.

Dự báo kết quả kinh doanh 2016. Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế của công ty đạt lần lượt là 3.093 tỷ đồng và 282 tỷ đồng (-9% yoy, loại trừ thu nhập từ bất động sản hạch toán trong năm 2015). Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 225 tỷ đồng, tương đương EPS 2016 là 1.998 đ/cp (tính trên số lượng cp lưu hành là 104 triệu)

Kết quả kinh doanh 9T2016. Doanh thu thuần đạt 2.279 tỷ đồng (-18% yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 180 tỷ đồng (-15% yoy). Nếu loại trừ khoản thu nhập từ bất động sản ghi nhận trong quý 2/2015, doanh thu thuần giảm 4%, lợi nhuận sau thuế tăng 9% yoy. Lợi nhuận sau thuế được cải thiện chủ yếu nhờ giảm mạnh khoản lỗ chênh lệch tỷ giá từ 37 tỷ đồng trong 9T2015 còn 0,7 tỷ đồng trong 9T2016, giảm 11% chi phí quản lý doanh nghiệp và thuế suất thuế TNDN giảm từ 22% xuống còn 20% trong năm 2016.

Tiêu thụ sản phẩm chậm do cạnh tranh cao. Tiêu thụ sản phẩm xe máy tương đối ổn định. Hầu hết các phân khúc tiêu thụ sản phẩm ô tô đều giảm. Tiêu thụ lốp bias V20-24 giảm 15% yoy, lốp bán thép giảm 24% yoy, lốp vành cỡ nhỏ hơn 20 (dòng sản phẩm truyền thống của CSM) duy trì ổn định, đạt khoảng 462 nghìn lốp trong 9T2016 nhờ lốp bias tải nhẹ tăng khoảng 20% yoy. Lốp Radial tiêu thụ còn chậm, đạt khoảng 68 nghìn lốp trong 9T2016. Chúng tôi cho rằng, CSM chưa có lãi đối với mảng sản xuất lốp Radial.

Biên lợi nhuận có thể giảm do giá bán đầu ra giảm trong khi đó, giá cao su đầu vào có xu hướng tăng. Do cạnh tranh gay gắt, giá bán sản phẩm tiếp tục giảm, giảm trung bình khoảng 8% trong 9T2016 và giảm tiếp 5% trong tháng 10/2016. Như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo triển vọng ngành quý 4/2016](#), giá cao su trung bình 9T2016 tăng khoảng 14,7% so với giá trung bình năm 2015. Do đó, biên lợi nhuận của CSM giảm từ 23% trong 9T2015 xuống còn 22% trong 9T2016. Chúng tôi cho rằng, biên lợi nhuận quý 4/2016 có thể giảm tiếp do giá trung bình cao su nhập khẩu trong quý 3 cao hơn 2 quý đầu năm và cao hơn cùng kỳ 2015. Giá trung bình cao su thiên nhiên trong năm 2016 của CSM vào khoảng 35000-36000 đồng/kg.

Kế hoạch kinh doanh. Như chúng tôi đã đề cập trong [báo cáo cập nhật CSM](#), CSM đang đẩy nhanh hoàn thiện dự án lốp Radial bán thép, tăng công suất thêm 500 nghìn lốp/năm, sử dụng diện tích nhà xưởng của nhà máy Radial. Đối tác đã ký hợp đồng bao tiêu toàn bộ sản phẩm của nhà máy này, hợp đồng xuất khẩu đầu tiên đã được chốt trong tháng 11. CSM kỳ vọng xuất khẩu được 250.000 lốp bán thép này trong năm 2017, doanh thu ước tính khoảng 300-400 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp khoảng 12-15%, biên lợi nhuận trước thuế khoảng 3-5%, tương đương 9-20 tỷ đồng. Đồng thời, việc vận hành nhà máy này sử dụng khoảng 400 tỷ đồng giá trị tài sản của nhà máy Radial toàn thép, do vậy cũng sẽ giảm chi phí khấu hao đối với sản phẩm Radial toàn thép và cải thiện biên lợi nhuận cho mảng này. Công ty đặt mục tiêu lợi nhuận trước thuế đạt 330 tỷ đồng (tuy nhiên, có thể đạt 300 tỷ đồng) vào năm 2016 và 340 tỷ đồng vào năm 2017.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích 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 Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) 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 Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.