

**Ngành Săm Lốp**

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **52.500**

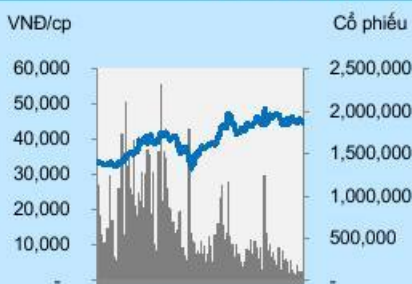
Giá thị trường (20/11/2014) 45.000

Lợi nhuận kỳ vọng 16,7%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.700-48.800 VND/cp
Vốn hóa	3.028 Tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	67.292.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	82.338 CP
Sở hữu nước ngoài	26,53%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 VND/cp
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,3%
Beta	1,07

**BIẾN ĐỘNG GIÁ**



	YTD	1T	3T	6T
CSM	33,3%	-2,0%	0,9%	15,6%
VN-Index	17,1%	0,3%	-5,6%	8,8%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

**CTCP Công nghiệp Cao Su Miền Nam**

Mã giao dịch: CSM

Reuters: CSM.HM

Bloomberg: CSM VN

**Lợi nhuận năm 2015 kém khả quan**

**Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu 2014 không có nhiều biến động:** Tổng doanh thu 9 tháng đạt 2.270 tỷ đồng (-2,7% yoy), trong đó tiêu thụ Radial vẫn còn khá chậm, ước tính chỉ mới đóng góp 60 tỷ đồng, tương ứng với 12.000 lốp. Lợi nhuận sau thuế sau 3 quý đạt 248 tỷ đồng (-3,9% yoy) và hoàn thành 106% kế hoạch năm; EPS đạt 3.680 đồng/cp.

**Lợi nhuận Q4 có thể tăng mạnh nhờ chuyển nhượng dự án bất động sản:** BVSC dự báo doanh thu thuần đạt 809 tỷ đồng (+1,0% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 126 tỷ đồng (+22,9% yoy), trong đó phần lợi nhuận bất thường là 70 tỷ trước thuế nếu CSM chuyển nhượng thành công quyền sử dụng đất của dự án số 9 Nguyễn Khoái trong Q4 2014. Như vậy, lợi nhuận cả năm 2014 có thể đạt 375 tỷ đồng (+3,9% yoy), EPS dự phóng 5.600 đồng/cp tương ứng với P/E 8 lần.

**Lợi nhuận 2015 dự báo giảm mạnh:** BVSC dự phóng tổng doanh thu của CSM năm tới đạt 3.786 tỷ đồng (+19,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 297 tỷ đồng (-20,8% yoy), phần lớn là do áp lực lãi vay và chi phí khấu hao lớn từ nhà máy Radial. EPS 2015 đạt 4.420 đồng/cp tương ứng với P/E 10,2 lần. Dự báo của chúng tôi chủ yếu dựa trên giả định tiêu thụ Radial đạt 105.000 lốp và giá cao su tự nhiên đầu vào tăng nhẹ 5% trong năm 2015. Nhà đầu có thể tham khảo thêm về phân tích tình huống nếu giá cao su/sản lượng Radial không đạt/vượt dự báo ban đầu mà chúng tôi đề cập ở cuối báo cáo.

**Khuyến nghị đầu tư:** CSM là một trong những doanh nghiệp sản phẩm hàng đầu trong nước với hoạt động kinh doanh cốt lõi vững chắc và ổn định nhờ vào thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối có độ bao phủ cao. Ngoài ra, BVSC cũng đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty với việc đầu tư vào nhà máy mới, nắm bắt xu hướng Radial hoá tất yếu của ngành sản phẩm Việt Nam. Tuy nhiên, do phải chịu chi phí lãi vay và khấu hao lớn từ nhà máy Radial trong khi sản lượng nhiều khả năng vẫn chưa đạt mức hoà vốn, triển vọng kết quả kinh doanh năm 2015 là tương đối kém khả quan. Dựa trên cơ sở đó, chúng tôi tạm thời đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu CSM, giá mục tiêu **52.500 đồng/cp** bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Các nhà đầu tư cũng cần lưu ý về rủi ro biến động giá cao su tự nhiên.

**Một số chỉ số tài chính của CSM**

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	3.044	3.134	3.079	3.786
EBITDA	Tỷ VND	499	569	554	668
EBIT	Tỷ VND	437	530	460	482
LNST	Tỷ VND	254	361	375	297
EPS	VND	4.339	5.359	5.600	4.416
P/E	x	10,07	8,15	8,02	10,17
P/B	x	2,65	2,41	2,15	1,91
ROA	%	15,1%	15,1%	12,4%	8,7%
ROE	%	32%	33%	28,6%	20%

**Báo cáo cập nhật CSM**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	51%
Sở hữu nước ngoài	26,53%
Sở hữu khác	22,46%

**CÓ ĐỒNG LỚN**

Vinachem	51%
----------	-----

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F
Doanh thu	3.043	3.134	3.079	3.786
Giá vốn	2.336	2.296	2.254	2.900
Lợi nhuận gộp	707	837	825	886
Doanh thu tài chính	6,5	45,3	14,9	10,2
Chi phí tài chính	110,5	102	74	121
Lợi nhuận sau thuế	254	361	375	297

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014E	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	30	35	94	64
Các khoản phải thu ngắn hạn	420	398	352	419
Hàng tồn kho	836	894	742	896
Tài sản cố định hữu hình	482	1.440	1.800	2.049
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,9	11,4	1,9	1,9
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.847</b>	<b>2.919</b>	<b>3.165</b>	<b>3.630</b>
Nợ ngắn hạn	675	823	1.010	1.211
Nợ dài hạn	205	857	744	840
Vốn chủ sở hữu	966	1.218	1.411	1.579
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.846</b>	<b>2.919</b>	<b>3.165</b>	<b>3.630</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014E	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,1%	3%	-1,8%	23%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	546,6%	42%	3,9%	-20,8
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,2%	26,7%	26,8%	23,4%
ROA (%)	15,1%	15,1%	12,4%	8,7%
ROE (%)	32%	33%	28,6%	20%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	48%	58%	55%	57%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	91%	140%	124%	130%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	4.339	5.359	5.600	4.416
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.521	18.107	20.872	23.459

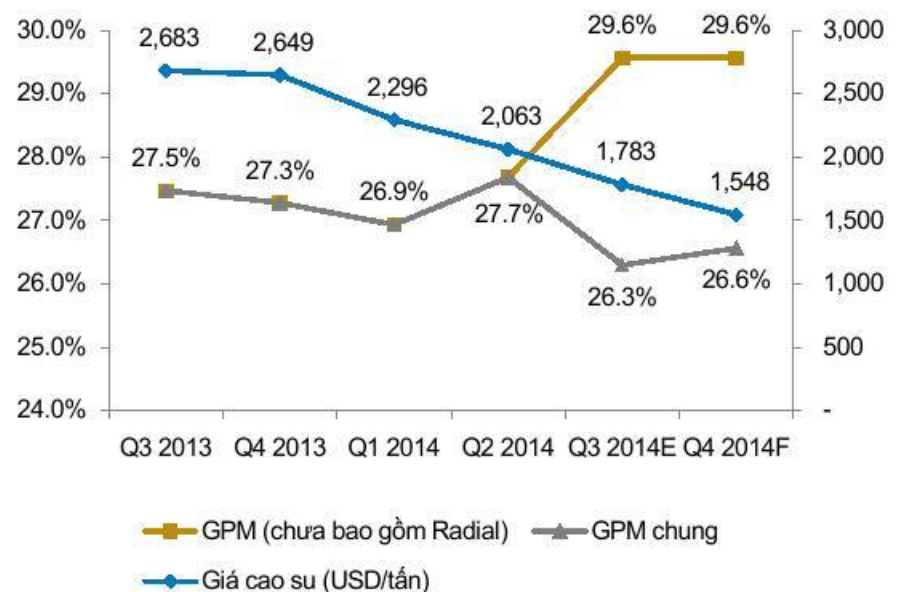
## Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2014

**Doanh số bán hàng ổn định:** Tổng doanh thu 9 tháng đầu năm đạt 2.270 tỷ đồng (-2,7% yoy), trong đó doanh thu từ các sản phẩm truyền thống như lốp xe đạp, xe máy và lốp Bias ước tính đạt 2.210 tỷ đồng (-5,3% yoy), chủ yếu là do CSM đã giảm giá bán từ 7-8% cho các mặt hàng này trong khi sản lượng tiêu thụ không có nhiều biến động.

**Tiêu thụ lốp Radial kém khả quan:** CSM đã giới thiệu ra thị trường đợt sản phẩm Radial mẫu đầu tiên trong Q2 2014 và chính thức đưa nhà máy vào sản xuất kể từ đầu Q3 2014 với kỳ vọng sẽ tiêu thụ được 50.000 lốp trong năm nay. Tuy nhiên, tình hình bán hàng vẫn còn tương đối chậm khi sản lượng trong Radial Q3 ước tính chỉ ở mức 12.000 lốp, trung bình khoảng 3.000 lốp/tháng. Về xuất khẩu, hiện tại CSM vẫn đang tiến hành xin cấp các giấy chứng nhận tiêu chuẩn quốc tế trước khi có thể đưa dòng sản phẩm Radial ra các thị trường nước ngoài.

**Biên lợi nhuận gộp được cải thiện tốt nhờ giá cao su giảm mạnh:** Với việc tiêu thụ cao su tự nhiên chưa có cải thiện đáng kể trong khi nguồn cung vẫn ở mức khá dồi dào, giá loại hàng hoá này đã giảm mạnh trong 12 tháng trở lại đây, gần 40% theo dữ liệu từ Bloomberg. Do đến hơn 50% nguyên liệu đầu vào của các doanh nghiệp sản lốp như CSM là liên quan đến cao su, biên lợi nhuận của công ty đã có những cải thiện rất tích cực. Theo ước tính của BVSC, nếu loại bỏ tác động của giá vốn cao của lốp Radial và chỉ xét đến các sản phẩm truyền thống, biên lợi nhuận của CSM trong Q3 2014 lên đến 29,6% so với mức 27,5% của cùng kỳ năm trước.

**Bảng 1: Diễn biến giá cao su tự nhiên và biên lợi nhuận gộp của CSM**



(Nguồn: BVSC dự phòng, Bloomberg)

**Chi phí bán hàng tăng đáng kể:** Do giá cao su tự nhiên thế giới giảm mạnh và việc đưa sản phẩm lốp Radial toàn thép mới ra thị trường kể từ cuối Q2 2014, ngoài việc giảm giá bán, CSM đã phải chi nhiều hơn các khoản chiết khấu và hoa hồng khác cho các đại lý bán hàng. Qua đó, tổng chi phí bán hàng trong 9 tháng đầu năm là 98 tỷ đồng, tăng mạnh 28,3% so với cùng kỳ. Tỷ lệ chi phí này trên tổng doanh thu cũng tăng từ mức 3,3% lên 4,3%.

**Vượt kế hoạch lợi nhuận năm sau 3 quý đầu 2014:** Tuy diễn biến giá nguyên liệu cao su đầu vào khá tích cực, chi phí bán hàng, khấu hao và lãi vay tăng mạnh đã tạo áp lực đáng kể đến lợi nhuận của CSM. Mặc dù vậy, lũy kế 9 tháng đầu năm, lợi nhuận sau thuế vẫn đạt 248 tỷ đồng (-3,9% yoy) và hoàn thành 106% kế hoạch năm; EPS đạt 3.680 đồng/cp.

## Dự báo Q4 và cả năm 2014

**Triển vọng Q4 2014:** BVSC dự báo doanh thu thuần đạt 809 tỷ đồng (+1,0% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 126 tỷ đồng (+22,9% yoy) dựa trên những cơ sở chính như sau:

- ❖ **Màng lốp xe đạp, xe máy và lốp Bias:** Dự báo giá bán ở mức thấp hơn trung bình từ 7-8% so với cùng kỳ trong khi sản lượng tiêu thụ tiếp tục ổn định. Qua đó, doanh thu từ các sản phẩm truyền thống ước tính đạt 749 tỷ đồng (-6,5% yoy).
- ❖ **Màng Radial toàn thép:** Tiêu thụ Radial trong Q4 nhiều khả năng vẫn chưa có cải thiện đáng kể do dòng sản phẩm mới của CSM cần có thêm thời gian để thâm nhập thị trường. Do đó, BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ Radial đạt 12.000 lốp trong quý tới và cả năm đạt 24.000 lốp, hoàn thành 48% kế hoạch.
- ❖ **Biên lợi nhuận ổn định:** Tính đến thời điểm hiện tại, chúng tôi cho rằng CSM đã tích trữ đủ nguyên liệu cao su tự nhiên phục vụ cho nhu cầu sản xuất cho 5-6 tháng tới nên giá đầu vào sẽ tiếp tục ổn định đến cuối Q2 2015. Do đó, biên lợi nhuận gộp chung ước tính ở mức 26,6% trong Q4 2014, không có nhiều biến động so với Q3 2014.
- ❖ **Chuyển nhượng dự án số 9 Nguyễn Khoái:** Giả định CSM chuyển nhượng thành công quyền sử dụng đất tại số 9 Nguyễn Khoái trong Q4 2014, công ty sẽ ghi nhận thêm khoản lợi nhuận bất thường 70 tỷ đồng. Nếu giao dịch trên không thể hoàn thành trong quý tới, lợi nhuận sau thuế dự báo chỉ ở mức 72 tỷ đồng (-30,1% yoy)

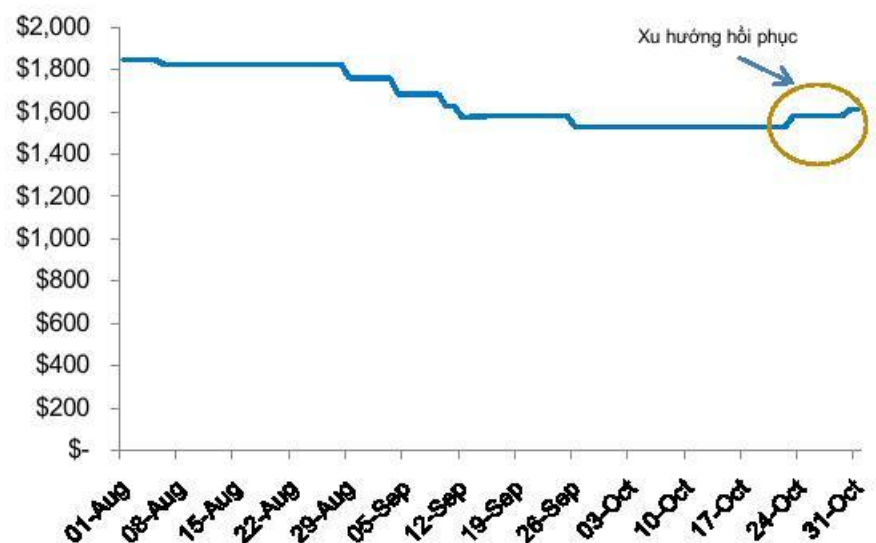
**Dự báo kết quả kinh doanh 2014:** BVSC dự phóng doanh thu thuần cả năm đạt 3.079 tỷ đồng (-1,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 375 tỷ đồng (+3,9% yoy), nhìn chung không có nhiều biến động so với năm trước. EPS 2014 đạt 5.600 đồng/cp và P/E dự phóng ở mức 8 lần. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản bất thường từ dự án số 9 Nguyễn Khoái, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính của CSM chỉ đạt 320 tỷ đồng, giảm đáng kể 11,4% mà nguyên nhân chủ yếu là do chi phí khấu hao và lãi vay từ nhà máy Radial bắt đầu được ghi nhận từ Q3 2014.

## Triển vọng năm 2015 - Lợi nhuận giảm đáng kể do áp lực khấu hao và lãi vay lớn

**Dự báo năm 2015:** BVSC dự phóng tổng doanh thu của CSM năm tới đạt 3.786 tỷ đồng (+19,1% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 297 tỷ đồng (-20,8% yoy). EPS 2015 đạt 4.420 đồng/cp tương ứng với P/E 10.2 lần:

- ❖ **Sản lượng lốp Bias tăng nhẹ:** Doanh thu từ các sản phẩm truyền thống dự phóng ở mức 3.230 tỷ đồng (+5,7% yoy) trong đó giả định sản lượng sắm lốp xe đạp & xe máy vẫn ở mức ổn định trong khi sản lượng lốp Bias ô tô và công nghiệp tăng trưởng 3% dựa trên nhận định chính sách kiểm soát trọng tải sẽ bắt đầu gây sự ảnh hưởng rõ rệt lên nhu cầu lốp thay thế kể từ 2015.
- ❖ **Tiêu thụ Radial khả quan hơn:** Chúng tôi cho rằng tình hình bán hàng Radial sẽ được cải thiện trong năm 2015 và giả định sản lượng tiêu thụ đạt 105.000 lốp. Như vậy, dự án Radial có thể đóng góp 556 tỷ đồng vào tổng doanh thu của CSM. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý rằng mức dự báo trên vẫn còn thấp hơn sản lượng hoà vốn của giai đoạn 1, ước tính khoảng trên 180.000 lốp. Do đó, biên lợi nhuận gộp theo tính toán của chúng tôi vẫn còn âm, ở mức -8,5%.
- ❖ **Giá nguyên liệu đầu vào tăng nhẹ:** BVSC giả định giá cao su đầu vào trung bình tăng 5% trong năm 2015, bám sát theo dự báo giá cao su tự nhiên sẽ ổn định từ cuối 2014 và hồi phục trong năm 2015 của WorldBank. Trên thực tế, giá cao su RSS3 theo dữ liệu từ Bloomberg cho thấy dường như đã tạo đáy ở 1.530 USD/tấn từ tháng 9 và bắt đầu tăng nhẹ qua ngưỡng 1.600 USD/tấn kể từ cuối tháng 10.

**Bảng 2: Diễn biến giá cao su RSS3 trong 3 tháng gần nhất (Đvt: USD/tấn)**



(Nguồn: Bloomberg, BVSC)

- ❖ **Khấu hao từ nhà máy Radial làm giảm biên lợi nhuận gộp đáng kể:** Bên cạnh giá nguyên liệu tăng nhẹ, việc ghi nhận khấu hao cả năm của nhà máy Radial, ước tính 110 tỷ đồng trong năm 2015 sẽ tạo áp lực rất lớn lên giá vốn hàng bán của CSM. Chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp toàn công ty đạt 23,5%, giảm đáng kể so với mức 26,8% trong năm 2014. Nếu chỉ tính mảng truyền thống thì biên lợi nhuận vẫn đạt mức 28,9%, không có nhiều biến động so với mức trung bình nửa cuối năm nay.
- ❖ **Áp lực lớn từ chi phí lãi vay của nhà máy Radial:** BVSC dự báo tổng chi phí lãi vay của CSM ở mức 100 tỷ đồng trong năm 2015, tăng đột biến 76,2% mà nguyên nhân chủ yếu là do phần lãi vay liên quan đến nhà máy Radial không còn được vốn hoá, ước tính khoảng 69 tỷ đồng.

**Phân tích tình huống:** Triển vọng kết quả kinh doanh năm 2015 của CSM sẽ phụ thuộc rất nhiều vào giá cao su tự nhiên đầu vào và tiêu thụ lốp Radial. Hiện tại, dự phóng của BVSC đang dựa trên trên trường hợp cơ bản như sau: (1) giá cao su tự nhiên tăng nhẹ 5%, và (2) sản lượng tiêu thụ Radial đạt 105.000 lốp trong năm 2015. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể tham khảo thêm một số kịch bản về kết quả lợi nhuận sau thuế nếu giá cao su đầu vào, cũng như sản lượng Radial không đạt/vượt dự báo ban đầu.

**Giá cao su tự nhiên đầu vào RSS3 (USD/tấn)**

	2,306	2,210	2,114	2,018	1,922	1,826	1,730
30,000	239.3	259.7	280.2	300.7	321.2	341.6	362.1
55,000	232.3	254.7	277.1	299.5	321.9	344.3	366.6
80,000	225.4	249.7	274.0	298.3	322.6	346.9	371.2
105,000	218.4	244.6	270.8	297.0	323.3	349.5	375.7
130,000	211.9	240.0	268.1	296.2	324.4	352.5	380.6
155,000	205.4	235.4	265.4	295.4	325.5	355.5	385.5
180,000	198.8	230.8	262.7	294.6	326.6	358.5	390.5

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial (lốp)

## Khuyến nghị đầu tư

CSM là một trong những doanh nghiệp sẫm lớp hàng đầu trong nước với hoạt động kinh doanh cốt lõi vững chắc và ổn định nhờ vào thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối có độ bao phủ cao. Ngoài ra, BVSC cũng đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng dài hạn của công ty với việc đầu tư vào nhà máy mới, nắm bắt xu hướng Radial hoá tất yếu của ngành sẫm lớp Việt Nam. Tuy nhiên, do phải chịu chi phí lãi vay và khấu hao lớn từ nhà máy Radial trong khi sản lượng nhiều khả năng vẫn chưa đạt mức hoà vốn, triển vọng kết quả kinh doanh năm 2015 là tương đối kém khả quan. Dựa trên cơ sở đó, chúng tôi tạm thời đưa ra khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu CSM, giá mục tiêu **52.500 đồng/cp** bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF. Các nhà đầu tư cũng cần lưu ý về rủi ro biến động giá cao su tự nhiên.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

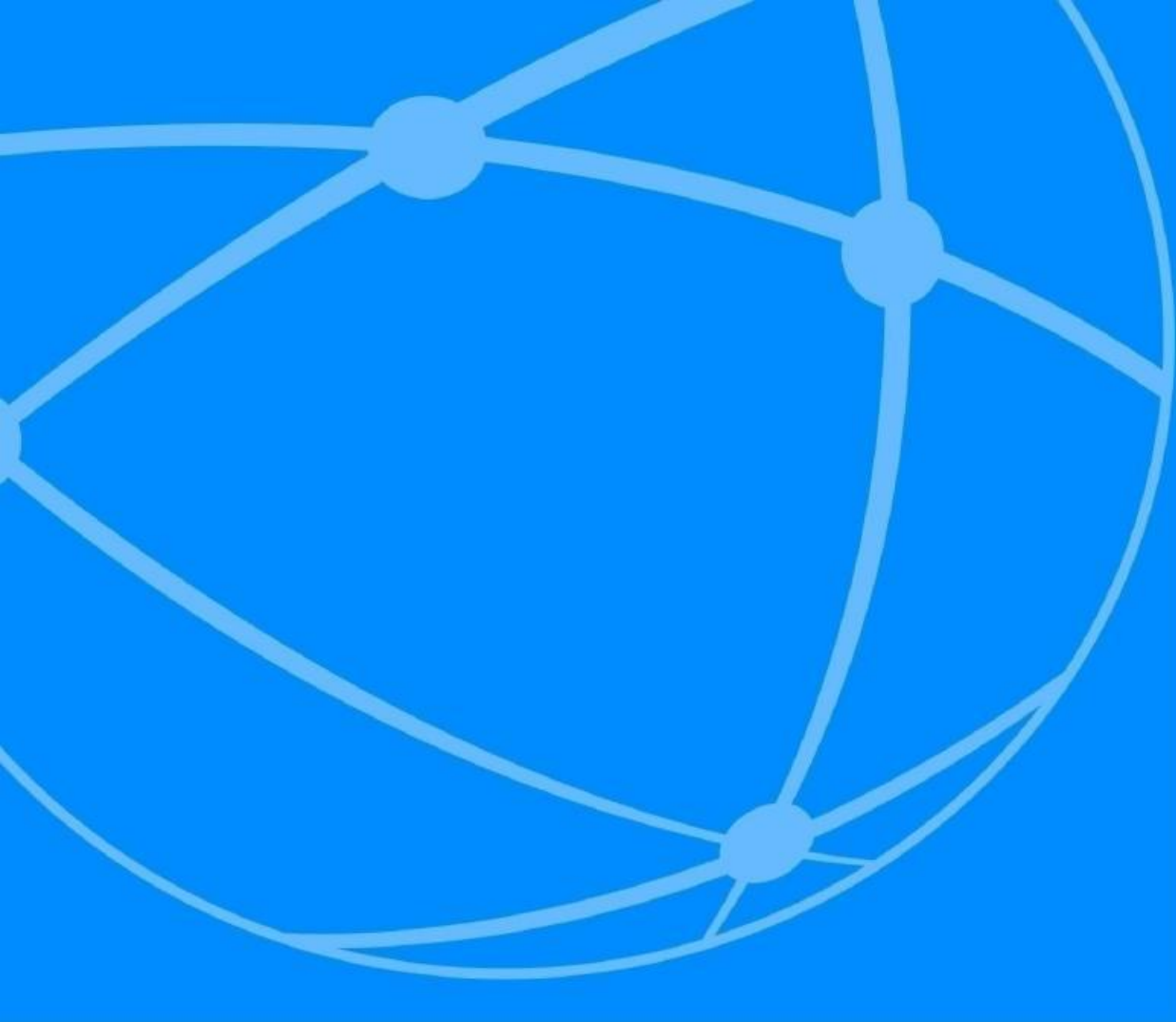
**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, 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 BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999