

**CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM (HSX: CSM)**
**Đỗ Thị Mai Hương**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: [huongdtm@fpts.com.vn](mailto:huongdtm@fpts.com.vn)

Tel: (028) - 6290 8686 - Ext: 8958

Giá hiện tại: 15.200 VNĐ/CP

 Giá mục tiêu: **16.700 VNĐ/CP**

 Tăng/giảm: **9,8%**
**Khuyến nghị:**
**THEO DÕI**
**Biến động giá cổ phiếu CSM và VN-Index**

(từ 01/01/2018–09/11/2018)


**Thông tin giao dịch (09/11/2018)**

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	15.200
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	17.900
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	12.250
Số lượng CP niêm yết (cp)	103.626.467
Số lượng CP lưu hành (cp)	103.626.467
KLGD BQ 30 phiên (CP/ngày)	92.958
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	1.575,1
EPS trailing (VNĐ)	110
P/E trailing (lần)	138,1

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam
Địa chỉ	180 Nguyễn Thị Minh Khai, P.6, Q.3, Tp. Hồ Chí Minh
Thu nhập chính	Săm lốp ô tô, xăm lốp xe máy, xăm lốp xe đạp
Chi phí chính	Nguyên vật liệu: cao su tự nhiên, cao su tổng hợp, than đen
Lợi thế cạnh tranh	Hệ thống phân phối rộng khắp, thương hiệu lâu đời, có uy tín. Khách hàng chủ yếu là cá nhân và không có khả năng mặc cả về giá.
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, cạnh tranh với xăm lốp của các doanh nghiệp FDI và xăm lốp nhập khẩu Trung Quốc.

Cơ cấu cổ đông	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem)	51%
Nhóm cổ đông Dragon Capital	9%
Cổ đông khác	40%

**KỶ VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH CẢI THIẾN SAU THOÁI VỐN**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu CSM của CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu CSM là **16.700 đồng/cp**, cao hơn **9,8%** so với giá hiện tại.

**Kết thúc 9 tháng đầu năm 2018**, doanh thu thuần đạt 2.818,8 tỷ đồng, LNST đạt 11,5 tỷ đồng, giảm lần lượt 9,6% yoy và 77,2% yoy. Chúng tôi ước tính doanh thu thuần trong năm này đạt 3.777,8 tỷ đồng (+7,4% yoy), LNST đạt 13,4 tỷ đồng (-75,7% yoy), tương ứng với EPS 2018 đạt 92 đồng/cp.

Với lợi thế về thương hiệu, năng lực sản xuất và hệ thống phân phối, CSM là một trong các doanh nghiệp đầu ngành xăm lốp trong nước. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu CSM ở thời điểm hiện tại trên cơ sở đánh giá kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh của CSM năm 2019 sẽ sáng sủa hơn so với năm 2018 nhờ vào các hợp đồng xuất khẩu lốp ô tô cho hai đối tác lớn là Tireco và Jinju. Nhà đầu tư cũng cần theo sát diễn biến quá trình thoái vốn từ 51% xuống 36% của Vinachem tại CSM vì sau khi hoàn tất việc thoái vốn, kỳ vọng CSM sẽ có sự chủ động và linh hoạt hơn trong chính sách cổ tức và hoạt động kinh doanh.

**TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ**

- ✓ **Thị trường lốp ô tô còn nhiều dư địa tăng trưởng:** Dự báo tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam sẽ tăng trưởng 22,6%/năm trong giai đoạn 2018-2025. Thị trường xăm lốp thế giới dự báo sẽ tăng trưởng bình quân hàng năm trên 6% trong giai đoạn 2018–2020, tập trung vào Châu Á–Thái Bình Dương là cơ hội gia tăng xuất khẩu cho các doanh nghiệp xăm lốp trong nước.
- ✓ **CSM có hệ thống phân phối lớn** với hơn 200 đại lý cấp 1 và bao phủ trên 90% các cửa hàng bán lẻ xăm lốp trên cả nước. Lốp Casumina được đánh giá là thương hiệu có uy tín với hơn 40 năm hình thành và phát triển.
- ✓ **Kết quả kinh doanh sẽ cải thiện từ năm 2019 nhờ hợp đồng hợp tác với hai đối tác Jinju và TireCo:** Sản lượng tiêu thụ dòng sản phẩm lốp radial bán thép sẽ tăng trưởng tích cực nhờ hợp đồng với TireCo và kế hoạch nâng công suất lên 1,2 triệu tấn/năm. Đối với sản phẩm lốp radial toàn

thép, CSM đang đàm phán với đối tác Jinju để tăng sản lượng tiêu thụ từ năm 2019.

- ✓ **Kỳ vọng tích cực từ việc thoái vốn của Vinachem:** Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) đang nắm giữ 51% cổ phần CSM và đang trình Bộ Công thương để giảm tỷ lệ sở hữu từ 51% xuống 36% trong năm nay. Sau khi Vinachem hoàn tất thoái vốn, chúng tôi kỳ vọng CSM có thể tự chủ hơn trong các chính sách kinh doanh, chính sách trả cổ tức hàng năm để hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn.

## CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

---

- ✓ **Chi phí nguyên vật liệu đầu vào phụ thuộc vào giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô thế giới**

Giá các nguyên liệu chính trong sản xuất sản phẩm phụ thuộc vào giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô thế giới. Việc không tự chủ được nguồn nguyên vật liệu khiến biên lợi nhuận của CSM bị ảnh hưởng lớn trước những biến động giá của hai loại hàng hóa này.

- ✓ **Cạnh tranh gay gắt trên thị trường nội địa**

Hiện tại, sản phẩm lốp radial toàn thép của CSM đang gặp phải sự cạnh tranh với các thương hiệu nổi tiếng như Bridgestone, Goodyear, Michellin,... và đặc biệt là lốp giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc. Sản phẩm lốp xe máy không sắt cũng gặp phải cạnh tranh với các thương hiệu lớn như Inoue và Michelin.

- ✓ **Rủi ro tỷ giá và lãi suất**

Tính đến 30/09/2018, CSM đang có 2.238,9 tỷ đồng nợ vay, trong đó 70,7% là nợ vay ngắn hạn và khoảng 14% là các khoản vay bằng USD. Nợ vay ở mức cao khiến công ty gánh chịu khoản chi phí lãi vay lớn và lợi nhuận bị ảnh hưởng trước những biến động lãi suất của USD cũng như VNĐ. Việc vay nợ bằng USD và nhập khẩu nguyên vật liệu từ nước ngoài khiến lợi nhuận của CSM chịu nhiều ảnh hưởng bởi các biến động của tỷ giá.

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển:



**BẢNG 1: Tóm lược các sự kiện quan trọng**

Năm	Sự kiện
1976	Ngày 19/04/1976: Công ty Công nghiệp Cao su Miền Nam được thành lập theo Quyết định số 427-HC/QĐ và chủ yếu sản xuất sảm lốp xe đạp, ống cao su, cao su kỹ thuật, nệm mút....
1992	CSM thành lập Xí nghiệp Liên doanh Găng tay Việt Hung (Taurubchimex) và công ty Taurus (Hungary).
1993	Ngày 22/05/1993, Công ty Công nghiệp Cao su Miền Nam trở thành Doanh nghiệp Nhà nước hạch toán độc lập và là đơn vị thành viên Tổng Công ty Hóa chất Việt Nam (Vinachem) được thành lập theo Quyết định số 264/TCNHDT của Bộ Công Nghiệp Nặng (nay là Bộ Công Thương).
1997	Thành lập Công ty Liên doanh lốp Yokohama Việt Nam với các đối tác Nhật Bản (Yokohama và Mitsubishi) để sản xuất sảm lốp ô tô và xe máy.
1999	Sản xuất sảm lốp ô tô loại mảnh chéo cho các loại xe tải nặng và tải nhẹ, nhanh chóng chiếm lĩnh thị trường trong nước và xuất khẩu đi nhiều nước trên thế giới. Mua lại phần vốn của phía đối tác trong Xí nghiệp Liên doanh găng tay Việt Hung và xí nghiệp trở thành đơn vị trực thuộc Công ty.
2006	CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam chính thức đi vào hoạt động với vốn điều lệ ban đầu là 90 tỷ đồng theo giấy chứng nhận ĐKKD số 4103004392 ngày 01/03/2006 do Sở Kế hoạch và đầu tư Tp. Hồ Chí Minh cấp.
2009	Ngày 14/08/2009, CSM chính thức niêm yết trên Sở GDCK Tp. Hồ Chí Minh với vốn điều lệ là 250 tỷ đồng.

*Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp*

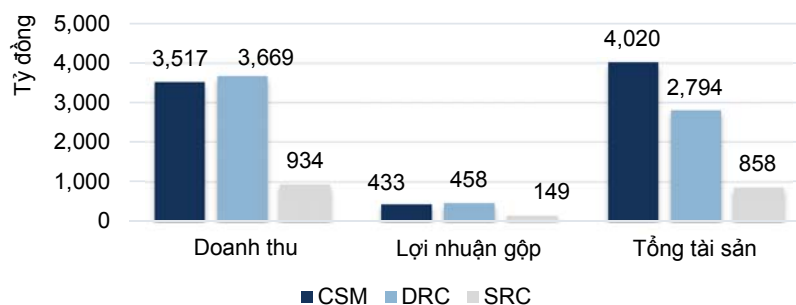
### Cơ cấu tổ chức:



**Quy mô doanh nghiệp – CSM là một trong ba doanh nghiệp nội địa có quy mô lớn nhất và hệ thống sản phẩm đa dạng nhất**

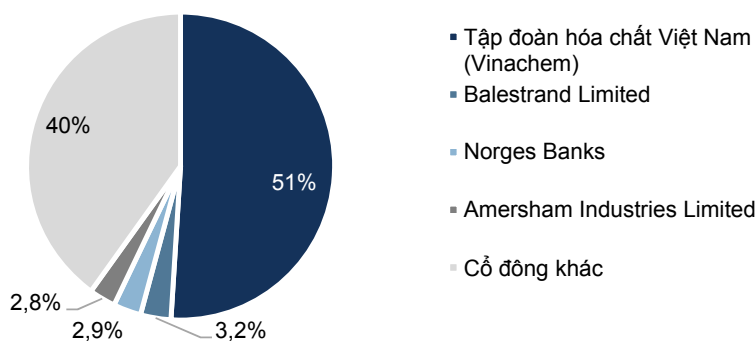
Trong số 27 doanh nghiệp sảm lốp trong nước (Theo thống kê tính đến 2017 của Hiệp hội cao su Việt Nam), CSM, DRC và SRC là 3 doanh nghiệp có quy mô lớn nhất và đồng thời là 3 doanh nghiệp duy nhất đã niêm yết. CSM có quy mô tài sản lớn nhất và quy mô doanh thu, lợi nhuận đứng thứ 2 sau DRC.

**BIỂU ĐỒ 1: Quy mô các doanh nghiệp sảm lốp**



*Nguồn: BCTC các DN, FPTS tổng hợp*

**Các sản phẩm của CSM<sup>1</sup>:**

**Cơ cấu cổ đông:**
**BIỂU ĐỒ 2: Cơ cấu cổ đông tại ngày 30/09/2018**


Nguồn: FPTs tổng hợp

Tính đến ngày 30/09/2018, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) đang nắm giữ 51% cổ phần CSM. Theo Đề án tái cơ cấu Tập đoàn Hóa chất Việt Nam giai đoạn 2017-2020 đã được Thủ tướng phê duyệt, CSM thuộc danh sách Vinachem nắm giữ dưới 50% vốn điều lệ. Theo CSM cho biết, Tập đoàn đang trình Bộ Công thương để giảm tỷ lệ sở hữu tại CSM từ 51% xuống 36%, tuy nhiên kế hoạch cụ thể vẫn chưa được công bố.

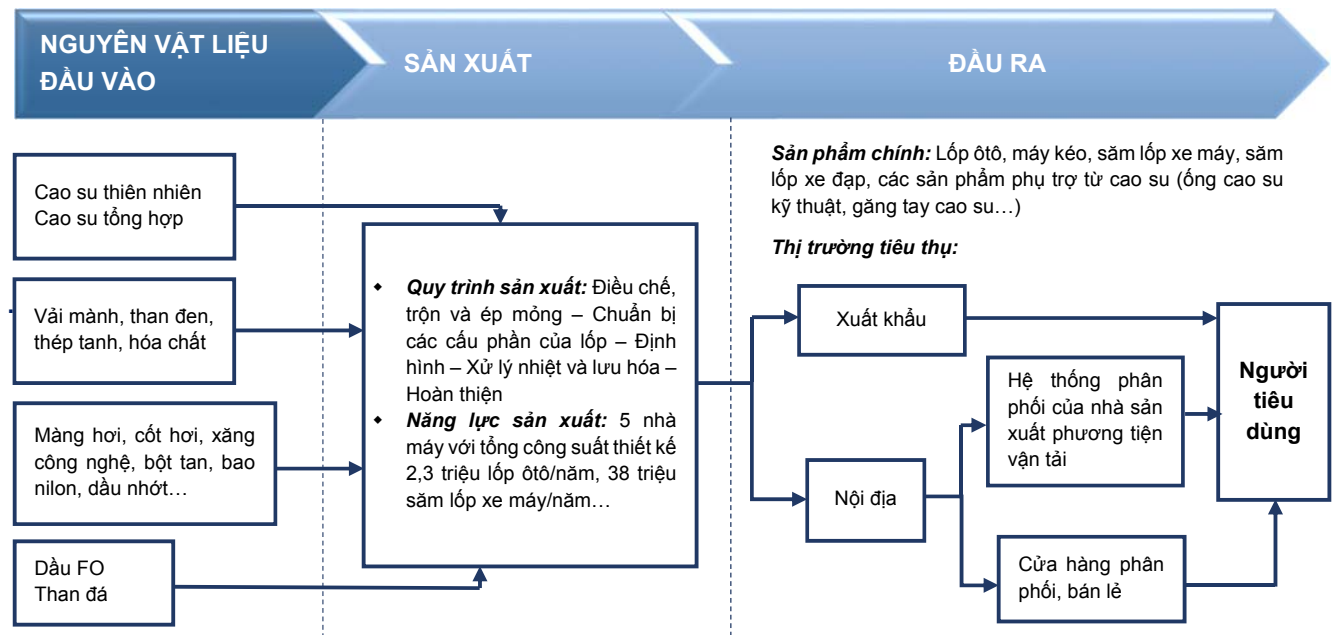
Nhóm cổ đông Dragon Capital nắm giữ khoảng 9% bao gồm các quỹ Balestrand Limited, Norges Banks, Amersham Industries Limited.

**Theo đánh giá của chúng tôi**, việc Vinachem vẫn giữ quyền phủ quyết sẽ khiến CSM kém hấp dẫn để thu hút các nhà đầu tư chiến lược. Trong thời gian chờ thoái vốn, các dự án đầu tư mở rộng công suất sẽ tạm ngừng triển khai. Sau khi việc thoái vốn của Vinachem hoàn tất, kỳ vọng CSM có thể tự chủ hơn trong các chính sách kinh doanh, chính sách trả cổ tức hàng năm để hoạt động kinh doanh hiệu quả hơn. Trong ngắn hạn, biến động giá cổ phiếu CSM trên thị trường cũng chịu nhiều tác động khi có những tin tức liên quan tới tiến độ thoái vốn của Vinachem.

<sup>1</sup> Chi tiết về lốp bias và lốp radial xem thêm tại Phụ lục

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### 1. Chuỗi giá trị của CSM



#### 1.1. Nguyên vật liệu đầu vào – chiếm hơn 70% chi phí sản xuất, phụ thuộc vào nhà cung cấp bên ngoài

**BẢNG 2: Các loại nguyên vật liệu đầu vào và nhà cung cấp**

STT	Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ	Tỷ trọng trong chi phí NVL
1	Cao su thiên nhiên	Phước Hòa, Đồng Nai, Phú Riềng, Tây Ninh, Đồng Phú, Dầu Tiếng	Việt Nam	34%
2	Hóa chất	Lanxess (Bayer), Flessys	Đức, Mỹ	25%
3	Cao su tổng hợp	Kumho, TSRC, LG, BST, JSR	Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan, Nhật	13%
4	Vải mảnh	Formosa, Indokorsa, Dệt vải CN Hà Nội	Đài Loan, Indonesia, Việt Nam	12%
5	Than đen	Cabot, Philip Carbon, Hitech, Thái Carbon	Malaysia, Ấn Độ, Thái Lan	11%
6	Thép tanh	Southern wire, Kiss Wire	Malaysia, Hàn Quốc	5%

*Nguồn: CSM, FPTS Tổng hợp*

Nguyên liệu chính là cao su (cao su thiên nhiên chiếm 34%, cao su tổng hợp chiếm 13%). Ba loại nguyên vật liệu quan trọng khác là vải mảnh, than đen và thép tanh chiếm tổng cộng khoảng 28%, và các loại hoá chất khác chiếm khoảng 25%.

Mặc dù cao su thiên nhiên được cung cấp từ nguồn trong nước nhưng giá cao su thiên nhiên lại chịu ảnh hưởng rất lớn từ giá cao su thế giới. Phần lớn các nguyên vật liệu còn lại trong quá trình sản xuất săm lốp như cao su tổng hợp, than đen, sợi mảnh nylon và các hóa chất,... đều có nguồn gốc là các chế phẩm của dầu mỏ, phụ thuộc vào biến động giá dầu thô thế giới và đều phải nhập khẩu từ các nhà cung cấp nước ngoài (Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia...). **Việc không tự chủ được nguồn nguyên vật liệu khiến biên lợi nhuận của CSM bị ảnh hưởng lớn trước những biến động giá của hai loại hàng hóa này do khó khăn trong việc kiểm soát chi phí đầu vào.**

#### 1.2. Năng lực sản xuất – Săm lốp xe máy và lốp ô tô bias là các dòng sản phẩm chủ lực, kế hoạch mở rộng công suất nhà máy radial

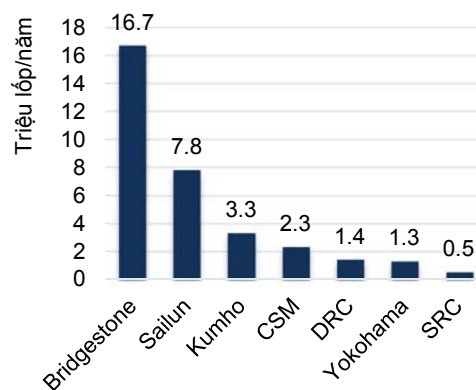
CSM có hệ thống sản phẩm đa dạng và hiện đang dẫn đầu trong phân khúc lốp xe máy và lốp ô tô bias với thị phần 35% và 25%. So sánh với các doanh nghiệp FDI như Bridgestone, Kumho, Sailun..., có thể thấy quy mô sản xuất lốp ô tô của các doanh nghiệp nội địa còn khá nhỏ, tuy nhiên khoảng cách đã được rút ngắn sau khi CSM và DRC đều đã hoàn thành nhà máy radial giai đoạn 1, nâng tổng công suất sản xuất lốp ô tô (bias và radial) lên hơn 1 triệu lốp/năm. Bên cạnh đó, CSM là doanh nghiệp nội địa duy nhất sản xuất, cung ứng dòng sản phẩm lốp PCR (cho xe tải nhẹ và xe hơi 4 chỗ).



**BẢNG 3: Công suất sản xuất hiện tại của CSM**

Sản phẩm	Công suất thiết kế (Nghìn chiếc/năm)	Công suất hoạt động (Nghìn chiếc/năm)
Lốp radial toàn thép (TBR)	350	200
Lốp radial bán thép (PCR)	700	700
Lốp bias	1.260	1.045
Lốp xe máy	6.000	4.900
Săm xe máy	32.000	29.000
Săm lốp xe đạp	11.800	9.800
Săm ô tô	1.200	950
Yếm ô tô	500	450
Ống cao su (tấn/năm)	300	120
Bán thành phẩm (tấn/năm)	42.000	40.000

Nguồn: CSM

**BIỂU ĐỒ 4: Công suất sản xuất lốp ô tô tại Việt Nam**


Nguồn: Tire Business, FPTIS tổng hợp

Hiện CSM đang vận hành 05 Nhà máy, cụ thể:

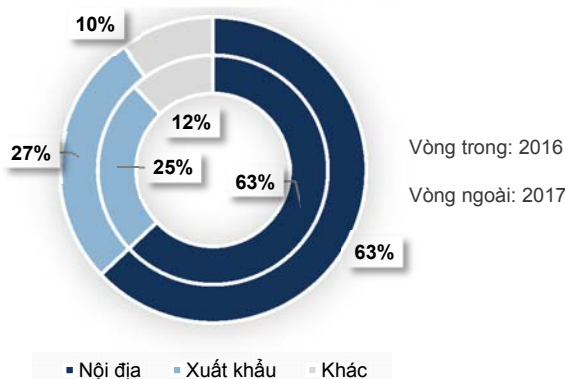
- ✓ 4 nhà máy chuyên sản xuất săm lốp xe đạp, săm lốp xe máy, lốp ô tô bias, săm và yếm ô tô hiện đang hoạt động khoảng 80%-90% công suất thiết kế.
- ✓ Nhà máy Casumina radial:
  - **Lốp radial toàn thép giai đoạn 1:** Công suất thiết kế là 350.000 lốp/năm, tuy nhiên công suất hoạt động hiện mới chỉ đạt 57%. **Do CSM đang gặp khó khăn trong việc tiêu thụ sản phẩm nên sẽ xem xét đầu tư giai đoạn 2 (nâng công suất lên 1 triệu lốp/năm) sau khi giai đoạn 1 đạt được công suất hòa vốn (260.000 lốp/năm).**
  - **Lốp radial bán thép giai đoạn 1:** Dự án nâng cấp, mở rộng nhà máy sản xuất lốp radial bán thép hiện đã chạy hết công suất thiết kế (700.000 lốp/năm).

**Giai đoạn 2:** Công ty đang lập kế hoạch nâng công suất nhà máy lên 1,2 triệu lốp/năm trình Tập đoàn Hóa chất Việt Nam và đang chờ phê duyệt. Theo doanh nghiệp, tổng vốn đầu tư dự kiến dưới 400 tỷ do tận dụng nhà xưởng có sẵn và một số thiết bị chính của dự án lốp radial toàn thép.

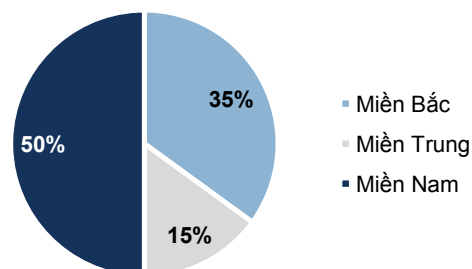
**Giai đoạn 3** sẽ được đầu tư khi 2 giai đoạn đầu đạt hiệu quả hoạt động cao, với vốn đầu tư dự kiến 2.500 tỷ đồng để xây dựng nhà máy hoàn toàn mới với công suất 3 triệu lốp/năm.

### 1.3. Thị trường tiêu thụ nội địa vẫn là chủ đạo, định hướng tăng trưởng doanh thu nhờ xuất khẩu

Phần lớn đầu ra của CSM vẫn là thị trường nội địa (khoảng 63%), tỷ trọng doanh thu xuất khẩu khoảng 27%. Năm 2017, thị trường xuất khẩu chính của CSM là Châu Á (chiếm 60%), châu Phi (chiếm 10%), Châu Âu (10%) và còn lại là các thị trường khác.

**BIỂU ĐỒ 5: Cơ cấu doanh thu nội địa và xuất khẩu**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**BIỂU ĐỒ 6: Cơ cấu doanh thu nội địa**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**Tại thị trường nội địa:** CSM phân phối sản phẩm chủ yếu thông qua đại lý và nhà phân phối, còn lại bán hàng trực tiếp cho các nhà lắp ráp. Công ty có hệ thống phân phối lớn, rộng khắp cả nước với 200 đại lý cấp I và 98% tiệm bán lẻ vỏ ruột xe có trưng bày và bán sản phẩm Casumina.

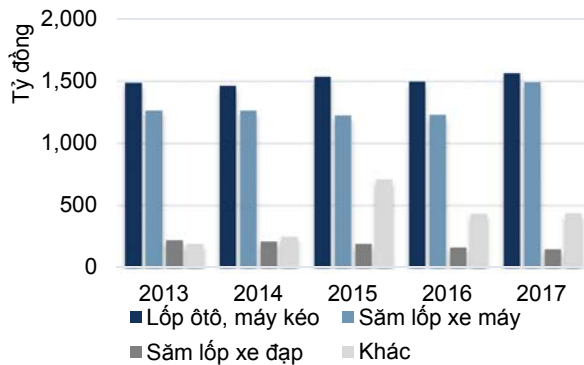
Với toàn bộ nhà máy sản xuất đều nằm ở khu vực miền Nam (Bình Dương, Đồng Nai...), thị trường miền Nam là quan trọng nhất, đóng góp khoảng 50% doanh thu nội địa mỗi năm. Điều này phản ánh định hướng phân chia vùng miền kinh doanh để giảm sự cạnh tranh trực tiếp giữa ba đơn vị thành viên của Vinachem trong ngành sản lốp (CSM – miền Nam, SRC – miền Bắc, DRC – miền Trung).

**CSM hiện đang gia tăng xuất khẩu:** Ngoài các mặt hàng xuất khẩu truyền thống, CSM đang đẩy mạnh xuất khẩu lốp radial bán thép vào thị trường Mỹ nhằm tận dụng chính sách chống bán phá giá của chính phủ Mỹ áp dụng đối với một số nước, đặc biệt là Trung Quốc. Bên cạnh đó, Ấn Độ cũng là một thị trường tiềm năng mà công ty đang nhắm đến.

**Chúng tôi đánh giá đẩy mạnh xuất khẩu là định hướng phù hợp với CSM trong bối cảnh thị trường tiêu thụ nội địa đang chịu áp lực cạnh tranh gay gắt từ sản phẩm nhập khẩu và các doanh nghiệp FDI, đồng thời giúp CSM có nguồn thu ngoại tệ để giảm bớt rủi ro tỷ giá từ việc nhập khẩu nguyên vật liệu đầu vào.**

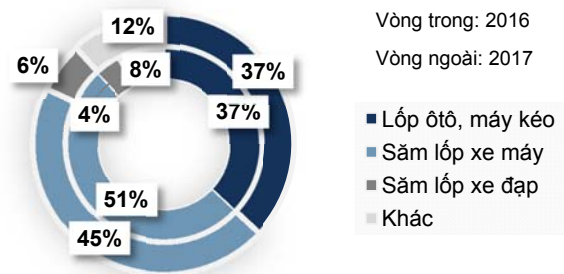
## 2. Lốp ô tô, máy kéo và sản phẩm xe máy là hai mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu

**BIỂU ĐỒ 7: Doanh thu từng mảng kinh doanh 2013-2017**



Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**BIỂU ĐỒ 8: Cơ cấu lợi nhuận gộp từng mảng kinh doanh 2016-2017**



Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

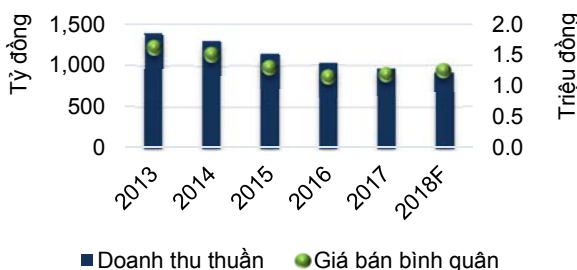
Hai mảng kinh doanh mang lại doanh thu chính cho CSM là lốp ô tô, máy kéo và sản phẩm xe máy với tỷ trọng bình quân trong giai đoạn 2013-2017 lần lượt đạt 39,5% và 33,1%. **Đối với lốp ô tô, máy kéo, dòng sản phẩm lốp bias đang đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận, hai dòng sản phẩm radial (TBR, PCR) chưa đạt điểm hòa vốn. Mảng sản phẩm xe máy là sản phẩm thế mạnh của CSM nhưng tốc độ tăng trưởng đang chậm lại.**

Mảng sản phẩm xe đạp chiếm tỷ trọng nhỏ (5-6% doanh thu) và đang trong xu hướng sụt giảm. Các mảng kinh doanh khác bao gồm sản phẩm ô tô, phụ tùng ô tô, phụ tùng xe máy, phụ tùng xe đạp và phụ tùng khác. Tỷ trọng đóng góp của doanh thu khác gia tăng đều qua các năm và tăng lên 25% trong năm 2017, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng của doanh thu từ phụ tùng bán thành phẩm cung cấp cho 2 đối tác là Camso và Kumho (chiếm 12% tổng doanh thu).

Cụ thể từng hoạt động kinh doanh của CSM như sau:

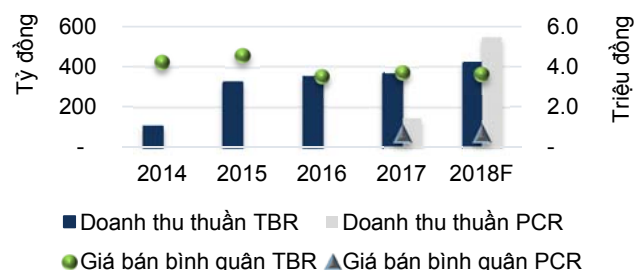
### 2.1. Mảng lốp ô tô, máy kéo – Dòng sản phẩm lốp bias đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận

**BIỂU ĐỒ 9: Tình hình tiêu thụ lốp bias**



Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**BIỂU ĐỒ 10: Tình hình tiêu thụ lốp radial**



Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

Màng lốp ô tô, máy kéo là mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu mỗi năm với tỷ trọng bình quân 39,5% trong giai đoạn 2013-2017. Trong đó:

- ✓ **Đối với dòng lốp bias:** Sản lượng tiêu thụ đi ngang trong giai đoạn 2013-2016, trong khi đó, giá bán bình quân lại liên tục sụt giảm (giá bán bình quân năm 2016 giảm 29,5% so với năm 2013) kéo theo doanh thu dòng sản phẩm này sụt giảm 9,6% mỗi năm. Trong năm 2017, mặc dù giá bán bình quân đã tăng nhẹ trở lại 4% nhưng do sản lượng sụt giảm gần 10% dưới tác động mạnh của xu hướng chuyển dịch từ lốp bias sang lốp radial nên doanh thu vẫn giảm 5,5% yoy.

Năm 2018, CSM đặt mục tiêu tiêu thụ 847.000 lốp bias (+4,3% yoy), với sản lượng tiêu thụ tính đến tháng 9/2018 hoàn thành khoảng 61% kế hoạch, chúng tôi ước tính cả năm công ty chỉ hoàn thành khoảng 86% kế hoạch đã đề ra.

- ✓ **Đối với dòng sản phẩm TBR:** Sản lượng tiêu thụ đạt 98.000 lốp trong năm 2017, giảm 2% yoy. Do áp lực cạnh tranh với lốp giá rẻ từ Trung Quốc, công ty vẫn đang gặp nhiều khó khăn trong việc tìm đầu ra, đồng thời lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng do công ty không thể tăng giá bán đầu ra tương ứng với mức tăng của giá nguyên vật liệu trong khi phải tăng mức chiết khấu cho một số đại lý.

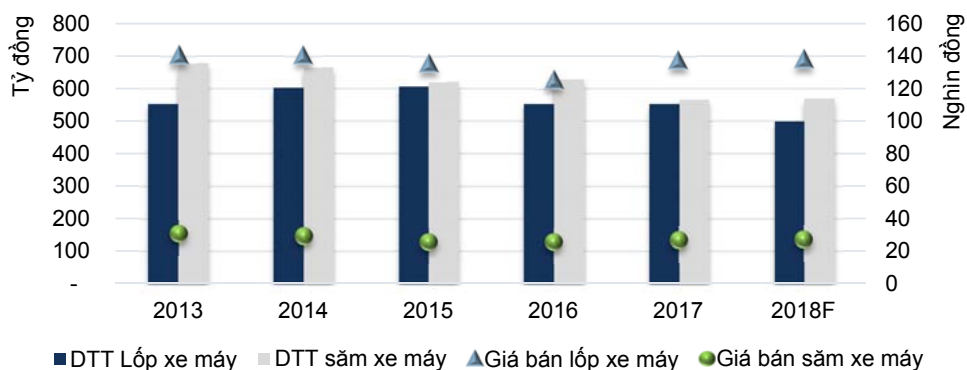
Năm 2018, CSM đặt mục tiêu sản xuất và tiêu thụ 108.000 lốp TBR (+10,2% yoy), với sản lượng tiêu thụ tính đến tháng 9/2018 hoàn thành 79% kế hoạch, chúng tôi ước tính cả năm công ty sẽ vượt 6,4% kế hoạch đề ra.

- ✓ **Đối với dòng sản phẩm PCR:** Hiện tại chủ yếu được xuất khẩu cho đối tác Tireco. Trong năm 2017, Tireco đã nhập khoảng 200.000 lốp của CSM và sẽ nhập khoảng 800.000 lốp trong năm 2018. Trong quý 1/2018, CSM đã đàm phán thành công tăng giá bán xuất khẩu cho Tireco bình quân thêm 2,7% so với giá bán bình quân năm 2017 áp dụng từ quý 2/2018.

Năm 2018, CSM đặt mục tiêu tiêu thụ 840.000 lốp PCR (+265% yoy). Tính đến tháng 9/2018, sản lượng tiêu thụ đã hoàn thành 70% kế hoạch, chúng tôi ước tính công ty sẽ hoàn thành kế hoạch tiêu thụ này trong 2018.

## 2.2. Mảng sản lốp xe máy – Sản phẩm thế mạnh của CSM nhưng tốc độ tăng trưởng đang chậm lại

**BIỂU ĐỒ 11: Tình hình tiêu thụ sản phẩm và lốp xe máy**



Nguồn: CSM, FPTS Tổng hợp

Sản phẩm và lốp xe máy là hai mặt hàng truyền thống và thế mạnh của CSM. Từ năm 2013-2015, sản lượng tiêu thụ sản phẩm và lốp xe duy trì mức tăng trưởng bình quân 4,8%/năm và 5,9%/năm, tốc độ tăng trưởng chậm lại từ năm 2016 và sụt giảm trong năm 2017. Nguyên nhân là do cạnh tranh mạnh với các thương hiệu lớn Michelin, Inoue và xu hướng chuyển dịch sang sử dụng sản phẩm lốp không xăm.

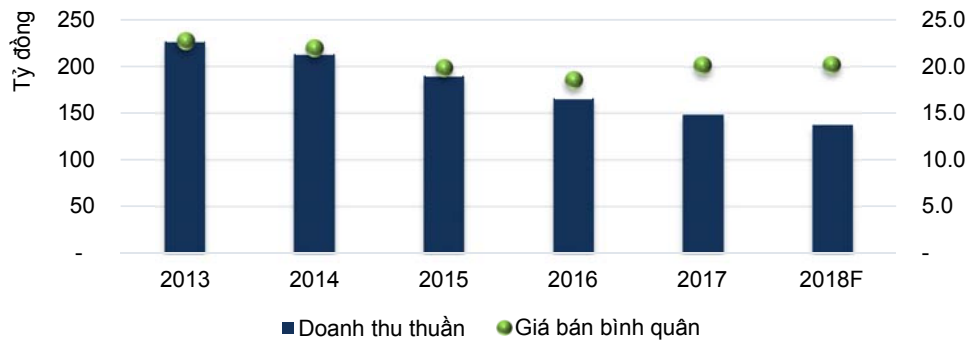
Giá bán cũng sụt giảm trong giai đoạn 2013-2016 (giá lốp xe máy giảm 3,8% mỗi năm, giá sản phẩm xe máy giảm 5,9% mỗi năm) và mức tăng nhẹ trở lại trong năm 2017 không đủ để bù đắp sự sụt giảm của sản lượng.

Năm 2018, CSM đặt mục tiêu tiêu thụ 4.325 nghìn lốp xe máy (+7,7% yoy) và 22.415 nghìn sản phẩm xe máy (+7,0% yoy), với sản lượng tiêu thụ tính đến tháng 9/2018 đã hoàn thành trên 60% kế hoạch, chúng tôi ước tính cả năm công ty sẽ hoàn thành 84% kế hoạch sản phẩm lốp xe máy và 93% kế hoạch sản phẩm sản phẩm xe máy.



### 2.3. Màng sản lốp xe đạp – Thị trường không còn dư địa tăng trưởng

**BIỂU ĐỒ 12: Tình hình tiêu thụ sản phẩm lốp xe đạp**



Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

Do nhu cầu sử dụng các phương tiện thô sơ như xe đạp đang có xu hướng giảm và dần bị thay thế bằng các phương tiện hiện đại hơn, thị trường sản phẩm lốp xe đạp được đánh giá là đã bão hòa khi số liệu thống kê doanh số bán hàng 5 năm trở lại đây không ghi nhận tăng trưởng trong giai đoạn 2013-2016 và giảm 9,7% giá trị trong năm 2017. Theo đó, sản lượng tiêu thụ của CSM cũng liên tục sụt giảm trong giai đoạn 2014-2017.

Năm 2018, công ty đặt mục tiêu tăng trưởng gần 6% cho nhóm sản phẩm này (7.775 nghìn sản phẩm) do kỳ vọng vào dòng sản phẩm mới cải tiến dành cho phân khúc còn tăng trưởng tốt là lốp xe đạp thể thao. Tuy nhiên, trong năm 2018 công ty chưa triển khai kịp chương trình này. Với sản lượng tiêu thụ tính đến tháng 9/2018 đã hoàn thành 65% kế hoạch, chúng tôi ước tính cả năm công ty sẽ hoàn thành 87% kế hoạch này.

### 2.4. Các mảng kinh doanh khác

**BẢNG 4: Tình hình tiêu thụ các sản phẩm khác**

STT	Sản lượng tiêu thụ	ĐVT	2014	2015	2016	2017	KH 2018	%2018/2017
1	Săm và yếm ô tô	1.000 cái	1.063	1.087	1.103	925	1.095	118%
2	Găng tay	1.000 đôi	7.100	5.851	5.449	5.680	8.000	141%
3	Ống cao su dân dụng	Tấn	123	95	77	112	96	86%
4	Cao su bán thành phẩm	Tấn	282	4.687	22.456	32.070	25.000	78%

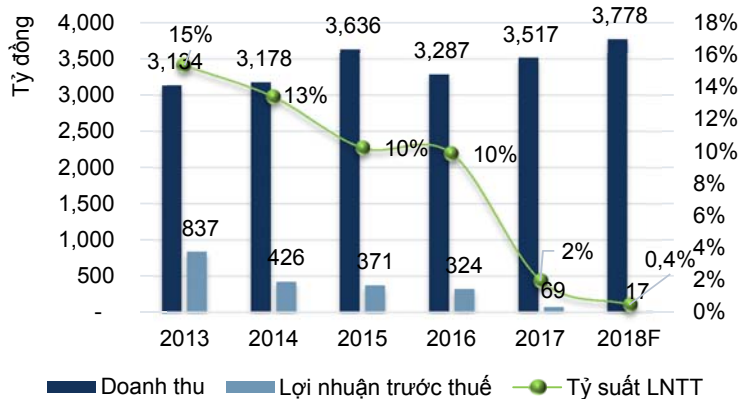
Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

- ✓ **Găng tay cao su:** Trong giai đoạn 2015-2017, sản lượng tiêu thụ dòng sản phẩm này không có nhiều đột biến. Năm 2018, CSM đặt kế hoạch tăng trưởng cao (+41% yoy) do năm 2017, công ty đã trúng thầu cung cấp găng tay y tế cho nhiều bệnh viện trong khu vực.
- ✓ **Cao su bán thành phẩm:** Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh từ năm 2016 (gấp 4,8 lần sản lượng năm 2015) nhờ các hợp đồng cung cấp cho hai đối tác là Kumho và Camso. Tuy tỷ suất lợi nhuận thấp hơn đáng kể so với các sản phẩm sản phẩm lốp nhưng mặt hàng này góp phần giúp công ty gia tăng doanh thu và tận dụng công suất dư thừa của dây chuyền sản xuất lốp TBR. Năm 2018, CSM đặt kế hoạch sản lượng mặt hàng này chỉ đạt 25.000 tấn, giảm 22% so với kết quả thực hiện năm 2017 do công ty ngừng cung cấp Bán thành phẩm cho Kumho từ tháng 11/2017.

## PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

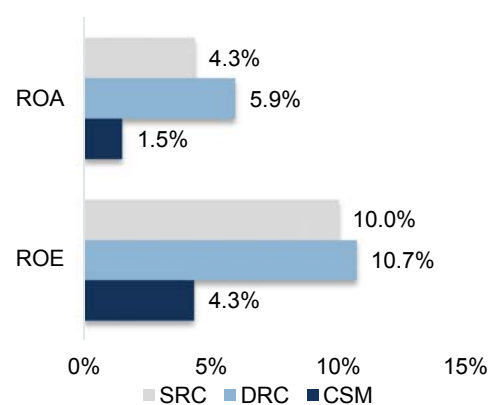
### 1. Hiệu quả kinh doanh có xu hướng đi xuống trong giai đoạn 2016-2018F – Các chỉ số sinh lời thấp nhất trong 3 doanh nghiệp sản lốp đang niêm yết

**BIỂU ĐỒ 13: Doanh thu, lợi nhuận trước thuế 2013-2018F**



Nguồn: FPTS Tổng hợp

**BIỂU ĐỒ 14: Chỉ số sinh lời năm 2017**



Nguồn: FPTS Tổng hợp

Loại trừ các khoản doanh thu đột biến do chuyển nhượng các dự án bất động sản (năm 2015 là 405 tỷ đồng và năm 2016 là 109 tỷ đồng), nhìn chung doanh thu của CSM đang trong xu hướng tăng trưởng chậm. Tốc độ tăng trưởng được cải thiện từ năm 2017 nhờ (1) sự đóng góp từ doanh thu xuất khẩu sản phẩm lốp PCR và doanh thu cung cấp cao su bán thành phẩm cho 2 đối tác là Camso và Kumho (2) giá bán trung bình các mặt hàng tăng 2-3% so với năm 2016.

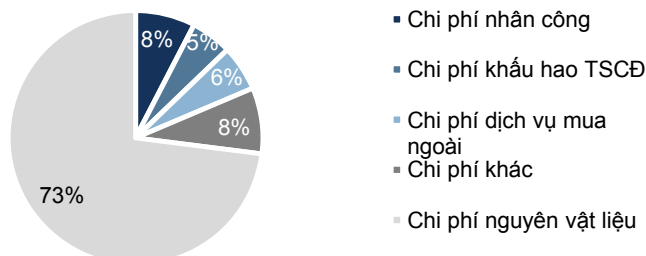
Lợi nhuận trước thuế liên tục sụt giảm từ năm 2013 khiến cho các chỉ số sinh lời của CSM giảm xuống mức thấp nhất trong 3 doanh nghiệp sản lốp đang niêm yết, chủ yếu do các nguyên nhân:

- ✓ Tác động của biến động giá nguyên vật liệu đầu vào như: Cao su tổng hợp, cao su thiên nhiên, than đen... trong khi giá bán không thể điều chỉnh tăng tương ứng do áp lực cạnh tranh gay gắt đối với nhóm sản phẩm lốp ô tô.
- ✓ Sự sụt giảm sản lượng đối với nhóm sản phẩm truyền thống như lốp xe đạp, xe máy trong khi nhóm lốp radial (PCR, TBR) chưa đạt đến điểm hòa vốn.
- ✓ Chi phí lãi vay tăng cao do CSM phải tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án đầu tư (Dự án nhà máy lốp radial toàn thép, dự án mở rộng nhà máy radial bán thép). Trong khi đó, công ty vẫn phải duy trì chính sách chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt (bình quân 60% LNST trong giai đoạn 2013-2017) – đây là đặc điểm chung của các công ty chịu sự chi phối của Vinachem.

Theo dự phóng của chúng tôi, doanh thu trong năm 2018 sẽ tăng trưởng 7,4% yoy, chủ yếu nhờ doanh thu xuất khẩu sản phẩm lốp PCR tăng mạnh 273,3%. Trong khi đó, lợi nhuận trước thuế sẽ giảm 75,7% do doanh thu tài chính giảm, chi phí tài chính ở mức cao và biên lợi nhuận gộp vẫn chưa được cải thiện.

### 2. Chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 70% tổng chi phí sản xuất, biến động giá cao su thiên nhiên và giá dầu thế giới tác động trực tiếp đến biên lợi nhuận gộp

**BIỂU ĐỒ 15: Chi phí sản xuất theo yếu tố năm 2017**

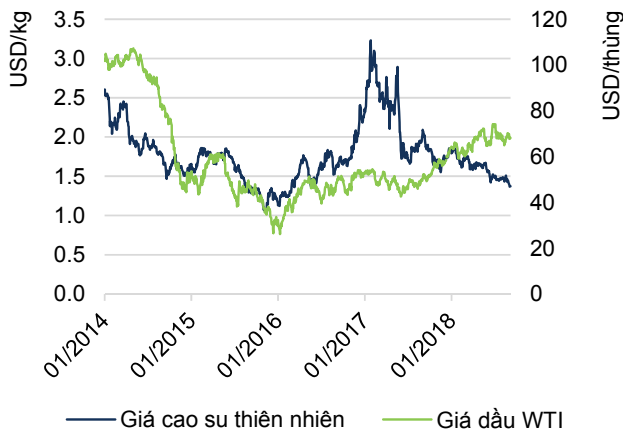


Nguồn: FPTS Tổng hợp

**Chi phí nguyên vật liệu** đầu vào chiếm hơn 70% tổng chi phí sản xuất năm 2017. Trong đó, cao su, vải mảnh và than đen là những nguyên vật liệu chính cho quá trình sản xuất sản phẩm. Giá các loại nguyên liệu này phụ thuộc vào biến động của giá cao su thiên nhiên và giá dầu thế giới. Áp lực cạnh tranh lớn trong nội bộ ngành khiến CSM gặp khó khăn trong việc chuyển rủi ro tăng giá nguyên vật liệu vào giá bán.

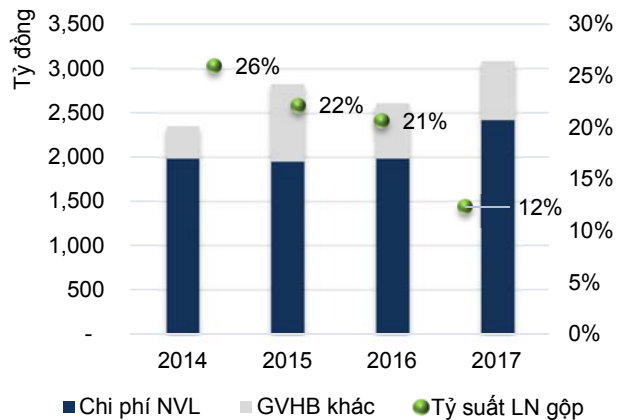
Năm 2017, giá vốn của CSM tăng 18,3% chủ yếu do chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh đến 22% (giá dầu WTI bình quân tăng 13,8%, giá cao su thiên nhiên bình quân tăng 31,6% so với năm 2016 khiến biên lợi nhuận gộp của CSM giảm gần 50% so với 2016 (từ 21% năm 2016 về 12% trong năm 2017)).

**BIỂU ĐỒ 16: Diễn biến giá cao su thiên nhiên và giá dầu WTI giai đoạn 2014-10/2018**



Nguồn: Bloomberg, FPTTS Tổng hợp

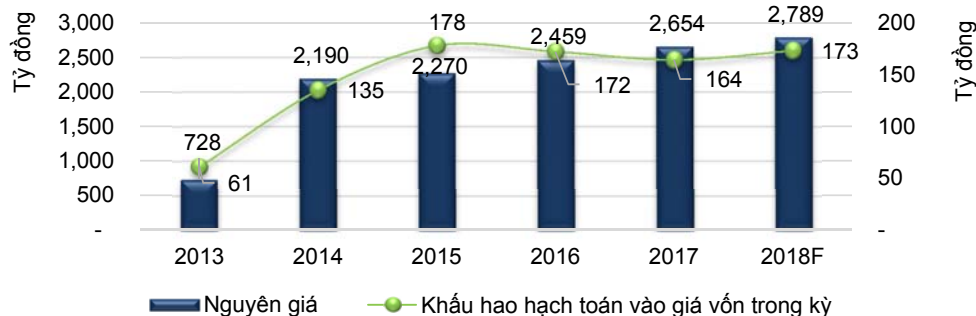
**BIỂU ĐỒ 17: Biến động giá vốn và tỷ suất LNG**



Nguồn: CSM, FPTTS Tổng hợp

**Chi phí khấu hao** gia tăng mạnh từ năm 2014 (tăng 114% yoy) sau khi nhà máy radial đi vào hoạt động. Hiện nay, nhà máy PCR đang sử dụng chung một số thiết bị của nhà máy TBR nên chi phí khấu hao giảm đi đáng kể tính trên đơn vị sản phẩm. CSM đang thực hiện chính sách khấu hao đường thẳng cho TSCĐ của nhà máy radial. Với thời gian khấu hao là 15 năm thì tới năm 2029, toàn bộ máy móc, thiết bị của giai đoạn 1 sẽ được khấu hao hết và cải thiện tỷ suất lợi nhuận của công ty.

**BIỂU ĐỒ 18: Tình hình khấu hao TSCĐ của CSM giai đoạn 2013-2018F**

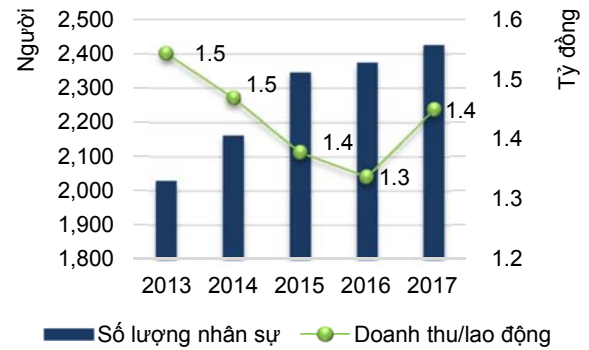


Nguồn: CSM, FPTTS Tổng hợp

**Chi phí nhân công có xu hướng giảm nhẹ từ năm 2016:** Do nhu cầu vận hành nhà máy radial, số lượng lao động của CSM liên tục gia tăng giai đoạn 2013-2017, đặc biệt trong 2 năm 2014 và 2015. Tuy nhiên, chi phí nhân công lại có xu hướng giảm nhẹ do tiền lương bình quân mỗi lao động giảm dần (năm 2017 chỉ khoảng 7.600.000 đồng/người/tháng - giảm 20,8% so với lương bình quân năm 2013). Bên cạnh đó, doanh thu bình quân mỗi lao động (đã loại trừ doanh thu bất thường từ chuyển nhượng bất động sản) cũng liên tục suy giảm từ năm 2013-2016 cho thấy công ty chưa đạt hiệu quả trong việc sử dụng lao động.

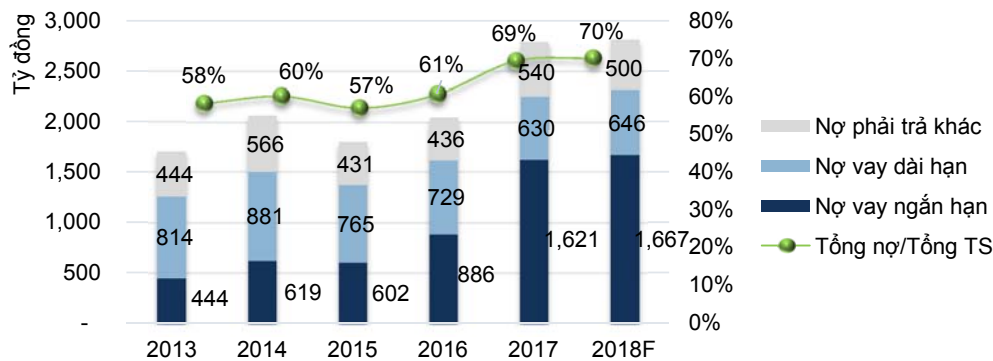
**BIỂU ĐỒ 19: Tình hình chi phí nhân công của CSM**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**BIỂU ĐỒ 20: Hiệu quả sử dụng lao động CSM**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

### 3. Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản cao, chi phí lãi vay bào mòn lợi nhuận

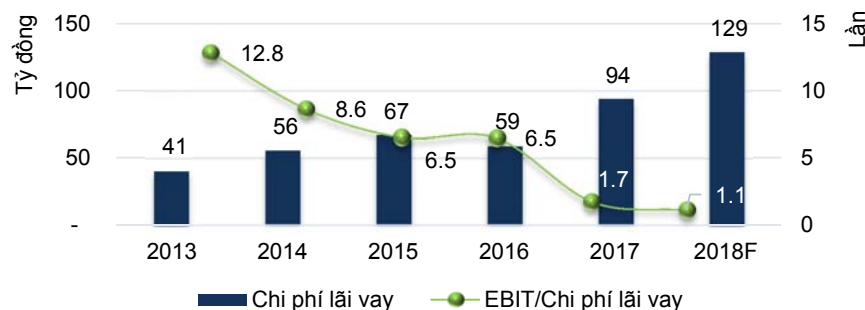
**BIỂU ĐỒ 21: Tình hình nợ phải trả qua các năm**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn của CSM khá ổn định trong giai đoạn từ năm 2013-2016 với tỷ trọng nợ luôn chiếm khoảng 60% tổng tài sản, trong đó chủ yếu là nợ vay (chiếm 75% tổng nợ). Trong đó, nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng trên 50% tổng nợ và liên tục gia tăng từ năm 2013 đến nay. Năm 2017, nợ vay ngắn hạn tăng mạnh 83,1% so với năm 2016, nguyên nhân là do:

- (1) Công ty gia tăng vay nợ để tài trợ cho việc đầu tư nâng công suất nhà máy sản xuất lớp PCR.
- (2) Công ty cần bổ sung vốn lưu động khi xuất khẩu lớp PCR sang thị trường Mỹ. Ngoài việc cần sản xuất tồn kho 1 tháng thành phẩm để kịp thời đáp ứng các đơn hàng của đối tác thì do khoảng cách địa lý, thời gian thanh toán sẽ mất thêm khoảng 1,5 tháng.

Nợ vay luôn ở mức cao khiến CSM phải gánh chịu khoản chi phí lãi vay khá lớn. Sau khi giảm nhẹ trong năm 2016, chi phí lãi vay tăng mạnh trở lại 45,5% trong năm 2017 khiến chỉ số khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/chi phí lãi vay) giảm còn 1,7 lần từ mức 6,5 lần năm 2016. Trong 9T/2018, chi phí lãi vay tiếp tục tăng 32,8% yoy, làm sụt giảm đến 77% lợi nhuận hoạt động của CSM, chỉ số khả năng thanh toán lãi vay giảm chỉ còn 1,16 lần.

**BIỂU ĐỒ 22: Chi phí lãi vay qua các năm**


Nguồn: CSM, FPTIS Tổng hợp

**Việc CSM vẫn phải duy trì chính sách trả cổ tức cao bằng tiền mặt trong khi công ty cần nguồn tài trợ cho các dự án đầu tư và mở rộng công suất nhà máy là một trong những nguyên nhân khiến công ty gia tăng vay nợ, đẩy chi phí lãi vay tăng cao. Chúng tôi kỳ vọng sau khi Vinachem thoái vốn, CSM có thể tự chủ trong chính sách trả cổ tức, từ đó giảm vay nợ và chi phí lãi vay hàng năm.**

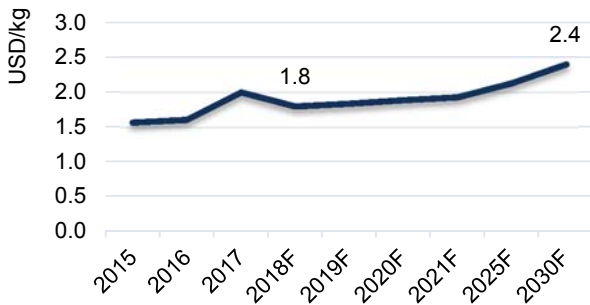
## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

### 1. Triển vọng ngành

Tốc độ tăng trưởng của ngành sản phẩm phụ thuộc vào sự phát triển của thị trường phương tiện giao thông vận tải (xe đạp, xe máy và xe ô tô). Trong năm 2018-2020, chúng tôi đánh giá triển vọng **KÉM KHẢ QUAN** đối với ngành Sản phẩm trên những cơ sở sau:

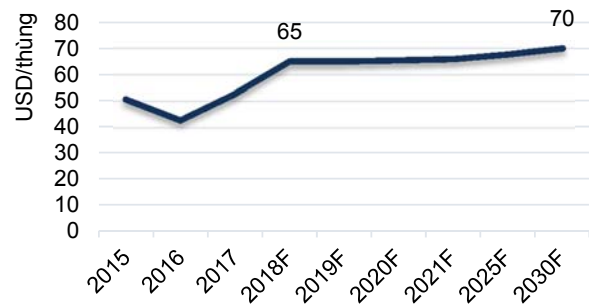
#### ✓ Giá cao su thiên nhiên có thể hồi phục nhẹ trong giai đoạn 2019 - 2021:

**BIỂU ĐỒ 23: Dự báo giá cao su thiên nhiên**



Nguồn: WorldBank

**BIỂU ĐỒ 24: Dự báo giá dầu WTI**



Nguồn: WorldBank

- Theo dự báo của WorldBank, giá cao su thiên nhiên bình quân sau khi giảm 10% trong năm 2018 sẽ tăng trở lại bình quân 2,4% mỗi năm trong giai đoạn 2019-2021.
- Các nguyên vật liệu còn lại trong quá trình sản xuất sản phẩm như cao su tổng hợp, than đen, sợi mảnh nylon và các hóa chất,... đều có nguồn gốc là các chế phẩm của dầu mỏ và chịu ảnh hưởng lớn từ biến động giá dầu thô thế giới. Theo dự báo của WorldBank, giá dầu bình quân sẽ duy trì trong mức 65-70 USD/thùng cho giai đoạn từ 2018-2030.
- Các thị trường truyền thống (sản phẩm xe đạp, sản phẩm xe máy) không còn nhiều dư địa tăng trưởng:**
  - Thị trường xe đạp đã chạm mức bão hòa** do bị thay thế bằng các phương tiện hiện đại hơn như xe máy, ô tô. Hiện tại, chỉ còn phân khúc sản phẩm dành cho xe đạp thể thao còn tăng trưởng, tuy nhiên giá trị của thị trường sản phẩm xe đạp rất nhỏ, chỉ chiếm 8% tổng giá trị thị trường sản phẩm Việt Nam nên cũng không mang lại nhiều tiềm năng cho doanh nghiệp trong ngành.
  - Thị trường xe máy dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 7,5%/năm trong giai đoạn 2018-2020:** Các báo cáo của VAMM (thống kê doanh số bán xe trong nước của 5 thành viên hiệp hội bao gồm Honda Việt Nam, Piaggio Việt Nam, Suzuki Việt Nam, SYM Việt Nam và Yamaha Motor Việt Nam) cho thấy sản lượng tiêu thụ xe máy sau giai đoạn suy giảm 2011-2014 đã tăng trưởng trở lại từ năm 2015 với tốc độ bình quân 6,5%/năm, tập trung vào phân khúc xe máy thời trang và phân khối lớn. Trong giai đoạn 2018-2020, các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm vẫn còn cơ hội tăng sản lượng tiêu thụ đối với mặt hàng này, đặc biệt là dòng sản phẩm lớp không sản.
- Thị trường sản phẩm ô tô còn nhiều tiềm năng tăng trưởng nhưng áp lực cạnh tranh trong nước rất gay gắt:**
  - Viện Nghiên cứu Chiến lược, Chính sách Công Thương (IPSI) dự báo tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam sẽ tăng trưởng nhanh từ nay đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2035. Theo đó, tăng trưởng tiêu thụ xe ô tô sẽ đạt mức 22,6%/năm trong giai đoạn 2018-2025, khoảng 18,5%/năm trong giai đoạn 2025-2035.
  - Bên cạnh đó, bắt đầu từ năm 2018, thuế nhập khẩu ô tô con nguyên chiếc từ các nước ASEAN được giảm về 0% sẽ kích thích nhu cầu tiêu thụ xe ô tô. Tuy nhiên, sản phẩm ô tô con không phải là thế mạnh của các doanh nghiệp sản phẩm nội địa nên tác động tích cực của chính sách này chủ yếu dành cho các doanh nghiệp sản phẩm FDI như Bridgestone, Kumho, Sailun...
  - Trong khi đó, áp lực cạnh tranh trên thị trường nội địa rất gay gắt, những doanh nghiệp FDI tại Việt Nam như Bridgestone Việt Nam (Nhật Bản), Kumho Tire (Hàn Quốc)... ngoài xuất khẩu cũng đang đẩy mạnh tiêu thụ tại thị trường trong



nước. Bên cạnh đó, các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc với giá rẻ hơn khoảng 20% so với sản phẩm trong nước cũng gây khó khăn cho đầu ra của các doanh nghiệp nội địa như CSM và DRC.

- Thị trường sản phẩm thể giới dự báo sẽ tăng trưởng bình quân hàng năm trên 6% trong giai đoạn 2018 –2020, tập trung vào Châu Á –Thái Bình Dương (Theo LMC và Fredonia). Trong bối cảnh thị trường sản phẩm trong nước gặp nhiều khó khăn, việc mở rộng xuất khẩu được kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho các doanh nghiệp trong nước, đặc biệt là CSM.

## 2. Triển vọng các mảng kinh doanh chính

Như đã phân tích triển vọng ngành ở trên kết hợp với đặc điểm kinh doanh và định hướng phát triển của CSM, chúng tôi đánh giá triển vọng các mảng kinh doanh chính của CSM như sau:

- ✓ **Mảng lốp ô tô, máy kéo:** Với đóng góp từ doanh thu xuất khẩu lốp PCR ước tính tăng mạnh 273,3% yoy, doanh thu mảng này sẽ đạt 1.877,0 tỷ đồng trong năm 2018 (+27% yoy), sau đó tăng khoảng 17,7% trong năm 2019 và 13,5% trong năm 2020. Chúng tôi dự phóng triển vọng tăng trưởng mảng lốp ô tô, máy kéo dựa trên các cơ sở:
  - Tốc độ tăng trưởng tốt của thị trường lốp ô tô.
  - Hiệu quả hoạt động và sản lượng tiêu thụ của nhà máy TBR đang dần được cải thiện, trong đó CSM đang đàm phán với đối tác Jinju và dự kiến sản lượng tiêu thụ từ năm 2019 sẽ tăng thêm 150.000 lốp/năm.
  - Tình hình tiêu thụ khả quan của dòng lốp PCR nhờ đối tác TireCo và kế hoạch nâng công suất nhà máy PCR lên 1,2 triệu lốp trong năm 2019.
- ✓ **Mảng sản phẩm lốp xe máy:** Doanh thu đạt 1.067,6 tỷ đồng trong năm 2018 (-5% yoy) và tăng trung bình 4,2%/năm đến năm 2020. Chúng tôi dự phóng triển vọng tăng trưởng mảng sản phẩm lốp xe máy dựa trên các cơ sở:
  - Thị trường sản phẩm lốp xe máy dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng trong giai đoạn 2018-2020 song song với tốc độ tăng trưởng của thị trường xe máy dự báo khoảng 7,5%/năm trong cùng giai đoạn.
  - CSM đang giữ vị thế đứng đầu về thị phần tiêu thụ sản phẩm lốp xe máy Việt Nam (35% trong 2017).
  - Dòng sản phẩm lốp xe máy không xăm (tubeless) với thương hiệu Advance hướng đến phân khúc cao cấp kỳ vọng sẽ gia tăng doanh thu của công ty từ năm 2019.
- ✓ **Mảng sản phẩm lốp xe đạp:** Doanh thu đạt 137,0 tỷ đồng trong năm 2018 (-7,6% yoy) và giảm trung bình 0,4%/năm đến năm 2020. Chúng tôi dự phóng sự sụt giảm tăng trưởng của mảng sản phẩm lốp xe đạp dựa trên các cơ sở:
  - Thị trường sản phẩm lốp xe đạp đã chạm mức bão hòa và không còn nhiều tiềm năng tăng trưởng.
  - Kỳ vọng sản phẩm mới cải tiến của CSM dành cho phân khúc còn tăng trưởng tốt là xe đạp thể thao sẽ giúp cải thiện doanh thu mảng này khoảng 4,7% trong năm 2021.

## 3. Dự phóng

Với những phân tích trên, chúng tôi đưa ra dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của CSM giai đoạn 2018–2022 như sau:

**BẢNG 5: Dự phóng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chính của CSM**

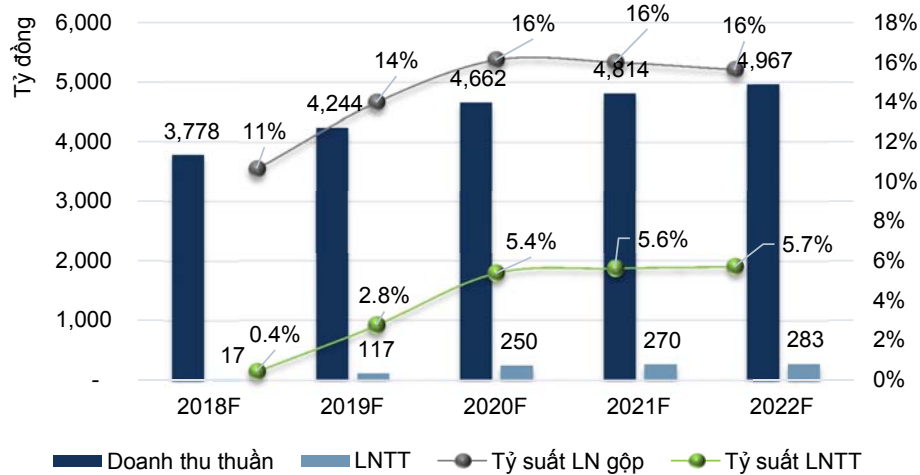
Năm	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
<b>Sản lượng tiêu thụ</b>	<b>33.459.440</b>	<b>33.488.173</b>	<b>33.433.327</b>	<b>33.688.797</b>	<b>33.750.904</b>
Tăng trưởng	0,0%	0,1%	-0,2%	0,8%	0,2%
- Lốp ô tô, máy kéo	1.688.240	1.799.714	1.899.416	1.948.225	1.999.379
Lốp TBR	115.640	185.024	240.531	242.937	245.366
Lốp PCR	841.800	883.890	928.085	974.489	1.023.213
Lốp bias	730.800	730.800	730.800	730.800	730.800
- Lốp xe máy	3.613.500	3.884.513	4.078.738	4.282.675	4.496.809
- Sản phẩm xe máy	20.940.000	20.730.600	20.523.294	20.318.061	20.114.880
- Sản phẩm lốp xe đạp	6.775.800	6.640.284	6.507.478	6.702.703	6.702.703

Nguồn: FPTIS dự phóng

Tổng sản lượng tiêu thụ tăng trưởng không đáng kể trong giai đoạn 2018-2022, trong đó:

- (1) Sản lượng tiêu thụ lốp xe máy chỉ tăng trưởng nhẹ với tốc độ dự báo khoảng 5%/năm trong khi sản xe máy và sản lốp xe đạp dự báo sụt giảm.
- (2) Sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp ô tô, máy kéo sẽ tăng trưởng 7% trong năm 2019, 6% trong năm 2020 và sau đó duy trì tốc độ tăng trưởng đều 2% mỗi năm với động lực tăng trưởng chính là dòng sản phẩm lốp radial (TBR và PCR) trong khi dòng lốp bias không còn tiềm năng tăng trưởng.

**BIỂU ĐỒ 25: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2018F-2022F**



Nguồn: FPTIS dự phóng

Chúng tôi dự phóng giá bán bình quân các mặt hàng sẽ tăng bình quân 1,4%/năm dựa trên mức tăng của giá nguyên vật liệu. Theo đó, dự phóng doanh thu của CSM sẽ tăng 12,4% yoy trong năm 2019 và 9,8% trong năm 2020 khi CSM bắt đầu cung cấp lốp TBR cho đối tác Jinju và sản lượng tiêu thụ lốp PCR tăng nhanh sau khi hoàn tất nâng cấp nhà máy. Từ năm 2021, doanh thu tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân 3,2%/năm.

Dự phóng lợi nhuận trước thuế sẽ cải thiện mạnh từ năm 2020 khi hai nhà máy TBR và PCR đạt mức hòa vốn. Mặc dù biên lãi gộp của doanh nghiệp được duy trì ở mức từ 21-27% liên tục trong giai đoạn 2013-2016, chúng tôi dự báo chỉ số này sẽ chỉ dao động trong khoảng 14-16% cho giai đoạn dự phóng 2018F-2022F do tác động của giá nguyên vật liệu và chi phí khấu hao vẫn ở mức cao.

**TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ**

Chúng tôi định giá CSM sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu CSM theo 2 phương pháp có mức bình quân là **16.700 VNĐ/cp**, cao hơn **9,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 09/11/2018. Kết hợp với các phân tích ở trên, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu CSM.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	17.200	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	16.200	1/2
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>16.700</b>	

**CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2018	9,26%	Phần bù rủi ro	10,33%
Chi phí sử dụng nợ 2018 (Kd)	5,66%	Hệ số Beta 2018	0,49
Chi phí sử dụng vốn 2018	18,41%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	5,64%	Thời gian dự phóng	10 năm

**KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		9,26%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1,5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		4.503.996
(+ ) Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng (triệu VNĐ)		2.531
(- ) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		2.251.144
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>1.791.756</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		103.626
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>17.200</b>
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>1.681.149</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>16.200</b>
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>16.700 VNĐ/cp</b>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

					ĐVT: Triệu đồng				
HĐKD	2017	2018F	2019F	2020F	ĐCKT	2017	2018F	2019F	2020F
<b>Doanh thu thuần</b>	3.517.418	3.777.837	4.244.405	4.662.123	<b>Tài sản</b>				
- Giá vốn hàng bán	3.084.327	3.374.745	3.650.442	3.910.504	+ Tiền và tương đương tiền	33.449	87.190	54.179	66.561
Lợi nhuận gộp	433.090	403.092	593.963	751.620	+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
- Chi phí bán hàng	149.075	120.891	172.024	188.954	+ Các khoản phải thu	804.744	802.650	897.804	982.995
- Chi phí quản lí DN	134.690	128.446	159.038	174.690	+ Hàng tồn kho	1.328.301	1.233.546	1.334.319	1.429.378
Lợi nhuận thuần HĐKD	149.326	153.755	262.901	387.976	+ Tài sản ngắn hạn khác	63.577	68.011	75.955	83.068
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(91.856)	(145.697)	(150.847)	(145.800)	Tổng tài sản ngắn hạn	2.230.071	2.191.397	2.362.257	2.562.002
- Lợi nhuận khác	11.282	8.648	5.318	8.257	+ Nguyên giá tài sản ĐHH	2.653.803	2.788.803	2.923.803	2.923.803
LN trước thuế, lãi vay	68.751	16.705	117.372	250.433	+ Khấu hao lũy kế	(1.213.220)	(1.386.453)	(1.569.026)	(1.751.599)
- Chi phí lãi vay	93.838	129.179	137.460	132.200	+ Giá trị còn lại tài sản ĐHH	1.440.583	1.402.350	1.354.777	1.172.204
LNTT	68.751	16.705	117.372	250.433	+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.902	6.902	6.902	6.902
- Thuế TNDN	14.275	3.341	23.474	50.087	+ Tài sản dài hạn khác	38.210	38.210	38.210	38.210
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	120.975	101.033	101.033	101.033
<b>LNST</b>	55.001	13.364	93.897	200.346	Tổng tài sản dài hạn	1.790.349	1.818.507	1.765.806	1.578.105
EPS (VNĐ)	170	92	897	1.870	<b>Tổng Tài sản</b>	4.020.420	4.009.904	4.128.063	4.140.106
Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018F	2019F	2020F	<b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b>				
Tiền đầu năm	<b>30.960</b>	<b>33.449</b>	<b>87.190</b>	<b>54.179</b>	+ Phải trả người bán	322.631	269.712	303.022	332.845
Lợi nhuận sau thuế	<b>68.751</b>	<b>13.364</b>	<b>93.897</b>	<b>200.346</b>	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.621.157	1.667.124	1.646.349	1.607.217
+ Khấu hao	172.274	178.361	187.701	187.701	+ Quỹ khen thưởng	19.099	3.850	936	6.573
+ Điều chỉnh	(80.384)	(28.848)	(11.794)	(8.048)	Nợ ngắn hạn	2.149.180	2.155.060	2.169.532	2.185.656
+ Thay đổi vốn lưu động	(446.412)	72.011	(157.765)	(130.632)	+ Vay và nợ dài hạn	629.986	645.526	656.251	499.848
Tiền từ HĐKD	<b>(284.652)</b>	<b>234.889</b>	<b>112.039</b>	<b>249.368</b>	+ Phải trả dài hạn khác	12.200	12.200	12.200	12.200
+ Thanh lý TSCĐ	736	-	-	-	Nợ dài hạn	642.186	657.726	668.451	512.048
+ Chi mua sắm TSCĐ	(230.022)	(201.205)	(135.000)	-	Tổng nợ	2.791.366	2.812.786	2.837.984	2.697.704
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-	+ Thặng dư	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	13.723	-	-	-	+ Vốn điều lệ	1.036.265	1.036.265	1.036.265	1.036.265
Tiền từ HĐĐT	<b>(215.563)</b>	<b>(201.205)</b>	<b>(135.000)</b>	-	+ LN chưa phân phối	62.439	25.003	116.628	259.561
+ Cổ tức đã trả	(134.512)	(41.451)	-	(41.451)	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	1.229.054	1.197.117	1.290.079	1.442.402
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	45.967	(20.775)	(39.132)	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	4.020.420	4.009.904	4.128.063	4.140.106
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	15.540	10.725	(156.404)	<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>	<b>2017</b>	<b>2018F</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
+ Các HĐTC khác	-	-	-	-	Số ngày phải thu	63,89	63,89	63,89	63,89
Tiền từ HĐTC	<b>502.718</b>	<b>20.056</b>	<b>(10.050)</b>	<b>(236.986)</b>	Số ngày tồn kho	136,72	133,42	133,42	133,42
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2.503</b>	<b>53.741</b>	<b>(33.011)</b>	<b>12.381</b>	Số ngày phải trả	33,48	26,06	26,06	26,06
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>33.449</b>	<b>87.190</b>	<b>54.179</b>	<b>66.561</b>	Thời gian luân chuyển tiền	167,14	171,25	171,25	171,25
					COGS / Hàng tồn kho	2,32	2,74	2,74	2,74
Chỉ số khả năng sinh lời	2017	2018F	2019F	2020F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2017	2018F	2019F	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,3%	14,1%	14,5%	14,8%	CS thanh toán hiện hành	1,04	1,02	1,09	1,17
Tỷ suất LNST	1,6%	0,4%	1,1%	1,6%	CS thanh toán nhanh	0,42	0,44	0,47	0,52
ROE DuPont	4,3%	1,2%	3,8%	5,8%	CS thanh toán tiền mặt	0,02	0,04	0,02	0,03
ROA DuPont	1,5%	0,4%	1,2%	1,8%	Nợ / Tài sản	0,56	0,58	0,56	0,51
Tỷ suất EBIT/doanh thu	2,0%	1,0%	1,9%	2,5%	Nợ / Vốn CSH	1,83	1,93	1,78	1,46
LNST/LNTT	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	1,32	1,39	1,28	1,11
LNTT / EBIT	100,0%	46,3%	71,0%	78,7%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,51	0,54	0,51	0,35
Vòng quay tổng tài sản	95,1%	96,0%	108,8%	117,9%	Khả năng TTLãi vay	0,73	0,13	0,85	1,89
Đòn bẩy tài chính	289,4%	324,4%	320,9%	316,9%					

## PHỤ LỤC

### 1. Quy trình sản xuất lốp xe

- ✓ **Điều chế, trộn và ép mỏng cao su:** Cao su và các chất phụ gia (than đen, silic, phụ gia khác) được kết hợp theo các tỷ lệ khác nhau sẽ tạo ra các loại lốp xe với các đặc tính khác nhau.
- ✓ **Chuẩn bị các cấu phần của lốp:** Các bộ phận cấu thành của lốp xe như các lớp bố vải, bố thép, lớp lót trong, tanh lốp, gai lốp và thành lốp được đùn, thành hình, ép và cán để chuẩn bị cho bước tiếp theo.
- ✓ **Định hình:** Lốp xe được định hình bởi dây chuyền tự động hóa. Các bộ phận đã chuẩn bị từ các công đoạn trước: vòng tanh lốp, các lớp bố vải, bố thép, lớp lót trong, gai lốp và thành lốp sẽ được ghép lại với nhau để tạo thành lốp xe chưa lưu hóa.
- ✓ **Xử lý nhiệt và lưu hoá:** Đây là công đoạn cuối cùng để tạo nên lốp xe hoàn chỉnh. Lốp sẽ được đặt vào khuôn và khi khuôn được đóng lại, quá trình lưu hóa sẽ diễn ra ở nhiệt độ cao và áp suất cao. Các phản ứng hóa học xảy ra, đồng thời gai lốp, rãnh lốp và thành lốp được đúc thành hình.
- ✓ **Hoàn thiện:** Chuyên viên hậu kiểm và hệ thống hậu kiểm tự động sẽ phát hiện những khiếm khuyết trên bề mặt cũng như cân bằng của lốp.

### 2. Sự khác biệt giữa công nghệ sản xuất lốp bias và lốp radial

Sự khác nhau về thiết kế của các lớp lót thân lốp chính là điểm khác biệt lớn nhất giữa công nghệ sản xuất lốp radial và công nghệ sản xuất lốp bias:

- ✓ **Vành lốp bias:** Được tạo thành từ nhiều lớp sợi (sợi nylon, sợi polyester, sợi thủy tinh, sợi thép...) bọc vắt chéo chồng lên nhau, với góc lệch từ 40 đến 60 độ so với chu vi lốp. Thiết kế này khiến cho lốp dày hơn, dễ sinh nhiệt hơn; đồng thời thành lốp và mặt lốp là một khối thống nhất làm giảm tính linh hoạt của lốp.
- ✓ **Vành lốp lốp radial:** Được tạo thành từ các lớp sợi được bọc vòng quanh theo chu vi lốp. Lốp sợi trong cùng có các sợi nằm vuông góc so với chu vi lốp, kết nối hai bên tanh lốp với nhau. Các lớp sợi còn lại được bọc chồng lên nhau và chỉ bọc mặt lốp, không tạo nên thành lốp. Do các tấm sợi được cắt với các góc cắt khác nhau nên thực tế, các sợi được đặt chéo nhau. Với thiết kế như vậy, lốp radial vẫn đảm bảo được độ chịu lực tốt, đồng thời có tính linh hoạt cao do cho phép thành lốp và mặt lốp hoạt động như hai bộ phận riêng biệt.

### 3. Phân biệt lốp bias và lốp radial:

LỐP BIAS	LỐP RADIAL
Vết lốp nhỏ làm giảm độ bám đường	Vết lốp lớn, độ bám đường tốt hơn
Gai lốp lún nhiều hơn khiến lốp sinh nhiệt và lực cản lăn nhiều hơn, dễ gây bám bùn, giảm độ bám đường, nhanh mòn	Gai lốp ít bị lún, lốp sinh nhiệt và lực cản lăn nhỏ hơn, giảm bám bùn, tăng độ bám đường, chống mòn tốt hơn
Mặt lốp và thành lốp khỏe và liên kết với nhau, mang lại khả năng chịu lực và độ cân bằng ngang tốt, nhưng làm giảm bề mặt tiếp xúc với mặt đường	Mặt lốp và thành lốp hoạt động như hai bộ phận riêng biệt tăng tính linh hoạt cho lốp, bề mặt tiếp xúc với mặt đường lớn ngay cả khi vào cua
Cấu trúc sắp xếp các lớp sợi làm gia tăng lực cản lăn	Cấu trúc các lớp sợi giúp giảm lực cản lăn
Phù hợp sử dụng trên địa hình xấu, gồ ghề	Phù hợp sử dụng trên địa hình bằng phẳng, Cho phép xe chạy với tốc độ cao hơn
Giá bán thấp hơn	Giá bán cao hơn
Tuổi thọ lốp ngắn hơn	Tuổi thọ lốp dài hơn (độ hao mòn chậm hơn 30 – 50%)
Hao phí nhiên liệu cao hơn	Tiết kiệm nhiên liệu hơn (thấp hơn khoảng 11%)
Dễ sửa chữa hơn	Khó sửa chữa hơn

Do sự vượt trội về tính năng và hiệu quả, tại các thị trường phát triển, tỉ lệ sử dụng lốp radial ngày càng gia tăng và hiện đạt trên 90%. Xu hướng radial hoá dự báo tiếp tục sẽ diễn ra mạnh mẽ ở các thị trường đang phát triển, trong đó có Việt Nam.



**Tuyên bố miễn trách nhiệm**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 26 cổ phiếu CSM và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT****Trụ sở chính**

52 đường Lạc Long Quân,  
Quận Tây Hồ, thành phố Hà Nội  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT****Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,  
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT****Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, P. Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888