

14/10/2011

CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

BIÊN LỢI NHUẬN VẪN TIẾP TỤC GIẢM

Ngày 12/10/2011, chúng tôi đã có dịp gặp gỡ doanh nghiệp Casumina (HOSE: CSM), là một trong ba công ty trong nước kinh doanh trong lĩnh vực lốp xe trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Một số thách thức trong ngành sản lốp năm nay là không có sự hỗ trợ từ các chính sách kinh tế vĩ mô, áp lực chi phí đầu vào liên tục tăng cao, và sự cạnh tranh gay gắt từ đối thủ Trung Quốc. Công ty chịu khá nhiều áp lực để đạt được mục tiêu lợi nhuận ròng năm 2011.

Ghi nhận từ cuộc gặp doanh nghiệp:

Nhu cầu trong nước thấp: Nhu cầu tiêu thụ lốp xe đang phải đối mặt với sự sụt giảm đầu tư công của nhà nước. Đồng thời, sự tăng trưởng chậm của lốp xe đạp cũng làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của CSM.

Chi phí đầu vào cao: Giá cao su tự nhiên và cao su tổng hợp tăng lần lượt 40% và 15% trong chín tháng đầu năm, kết quả đã làm giảm biên lợi nhuận gộp.

Lãi suất cao: CSM đã chịu chi phí lãi vay đáng kể trong năm 2011, chúng tôi cho rằng lãi suất cao sẽ ăn mòn vào lợi nhuận gộp có được từ việc tăng giá bán, mặc dù mức tăng giá không cao do nhu cầu hạn chế.

Cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc: Cho đến thời điểm này, Trung Quốc đã đưa sản phẩm vào Việt Nam ngày một nhiều, gián tiếp làm giảm đi sản lượng bán hàng của CSM.

Điều chỉnh mục tiêu lợi nhuận: Công ty đã điều chỉnh mục tiêu lợi nhuận năm 2011 từ 100 tỷ đồng xuống còn 50 tỷ đồng. Trong chín tháng đầu năm, công ty đã đạt được 25 tỷ đồng lợi nhuận, chỉ hoàn thành được 50% kế hoạch đã điều chỉnh. Ban lãnh đạo công ty hy vọng sẽ ghi nhận đủ lợi nhuận trong Quý 4 để hoàn thành kế hoạch năm.

Chúng tôi cho rằng công ty tiếp tục có kết quả kinh doanh thấp trong năm 2011-2012. Thêm vào đó, CSM đã ghi nhận các kết quả trái chiều khi có sự tăng trưởng mạnh ở doanh thu nhưng biên lợi nhuận ròng đạt được kém hơn so với các năm trước. Tuy nhiên, bất kỳ sự sụt giảm nào trong giá cao su nguyên liệu sẽ làm thay đổi những nhận định của chúng tôi.

Tài chính công ty	(31/12 (VND'Triệu))				
	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11E
Doanh thu	1,957	2,151	2,504	2,701	3,285
LN sau thuế	80	9	291	141	51
Tỷ lệ tăng trưởng	77%	-89%	3141%	-52%	-64%
EPS(VND)	1,603	448	12,917	4,190	1,203
DPS(VND)	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Tỷ suất cổ tức	10%	10%	10%	10%	10%
ROE(%)	12%	12%	30%	17%	7%
ROA(%)	30%	3%	70%	23%	4%
P/E(x)	7.9	28.1	1.0	3.0	10.5
P/B(x)	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8

Nguồn: SBS dự phóng

KHÔNG XẾP HẠNG



Thông tin cổ phiếu

Mã Bloomberg	CSM VN Equity
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	42.2
Vốn hoá thị trường (VND tỷ)	532
Giá cao nhất – thấp nhất 52 tuần	12,100 – 28,000
Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	41,547
Beta	1.15
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	13.6

Cổ đông lớn

Vinachem	51%
Franklin Templeton	4.99%
KITMC	4.59%
Franklin resources Inc	4.44%
SSI vision Fund	3.88%

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị	(%)
1 tháng	(1,400)	(10%)
3 tháng	(1,300)	(9%)
6 tháng	(6,800)	(35%)
12 tháng	(16,900)	(57%)

Võ Bạch Ngọc Anh Thư
 thu.vbna@sbsc.com.vn
 +84 (8) 6268 6868

Hiệu quả kinh doanh thấp trong 9 tháng đầu năm 2011

Doanh số bán hàng tăng chủ yếu do sự thay đổi giá bán. Doanh thu 9 tháng đầu năm tăng 16% so với cùng kỳ năm trước, yếu tố góp phần đạt được kết quả trên do giá bán tăng 27% khi sản lượng bán ra giảm 9% so với cùng kỳ năm trước. Công ty đạt được 25 tỷ đồng lợi nhuận trong chín tháng đầu năm. Vì vậy, Công ty đã điều chỉnh mục tiêu lợi nhuận từ 100 tỷ đồng xuống còn 50 tỷ đồng trong năm 2011 do chi phí nguyên vật liệu đầu vào và lãi suất tăng cao.

Nguyên liệu chính, cao su tự nhiên, trải qua các biến động lớn: Giá cao su tự nhiên tại Việt Nam từ đầu năm đến nay cao hơn 40% so với mức giá trung bình năm 2010. Bên cạnh đó, giá cao su tổng hợp và các nguyên liệu nhập khẩu khác tiếp tục duy trì ở mức cao (tăng 15% từ đầu năm đến nay) mặc dù giá dầu thô đã được điều chỉnh. Theo Ban lãnh đạo của CSM, công ty đã bị lỗ 100 tỷ đồng do không thể tăng giá bán cùng tỷ lệ với mức tăng chi phí nguyên vật liệu. Nhìn chung, chi phí nguyên liệu cao trong năm nay sẽ làm biên lợi nhuận gộp giảm thấp. Chúng tôi thấy rằng biên lợi nhuận sẽ giảm đáng kể so với những năm trước.

Chi phí lãi vay cao: Trong năm 2011, Công ty đã phát sinh một khoản chi phí lãi vay đáng kể từ việc mua nguyên liệu. Trong chu kỳ sản xuất kinh doanh của CSM, công ty mất ba tháng mới hoàn thành một chu kỳ sản xuất từ nhập khẩu nguyên liệu, sản xuất lốp xe, bán hàng và thu tiền. Kết quả là, mức tăng trưởng thu nhập ròng thấp hơn so với mức tăng trưởng doanh thu.

Nhu cầu trung bình: Lốp ô tô Trung Quốc đang thâm nhập vào Việt Nam với giá rất cạnh tranh kể từ khi sản phẩm của họ phải đối mặt với thuế chống bán phá giá là 39% tại thị trường Mỹ và Ấn Độ. Những sản phẩm này có chất lượng thấp hơn so với sản phẩm của Casumina, nhưng chúng cũng tác động đến nhu cầu lốp xe ô tô gần đây. Bên cạnh sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc, CSM còn phải đối mặt với sự cắt giảm đầu tư của Chính phủ trong năm nay. Nhìn chung, sản lượng lốp xe ô tô của CSM đã giảm 10% trong chín tháng đầu năm. Bên cạnh đó, lốp xe máy của CSM đang bị thách thức bởi đối thủ cạnh tranh là Thái Lan và Đài Loan. Những đối thủ cạnh tranh này có lợi thế là lãi suất vay để kinh doanh thấp hơn, do đó giá bán khá cạnh tranh.

Với nhu cầu của lốp xe đạp không tăng trưởng (chiếm 5% tổng doanh thu CSM) và nhu cầu lốp xe ô tô giảm (chiếm 50% tổng doanh thu CSM), do đó khả năng giá bán sản phẩm sẽ không có sự điều chỉnh và khó tăng mạnh. Điều này sẽ gây thêm áp lực lên biên lợi nhuận và lợi nhuận ròng cho các công ty sản xuất lốp xe.

Chiến lược phát triển

Nâng cao chất lượng lốp xe đạp để xuất khẩu: Công ty có kế hoạch nâng cao chất lượng lốp xe đạp để đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế và xuất khẩu các sản phẩm này trong vài năm tới. Hiện nay, biên lợi nhuận ròng cho phân khúc này bằng không. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo công ty hy vọng biên lợi nhuận sẽ được cải thiện khi đẩy mạnh xuất khẩu.

Tập trung vào phân khúc lốp xe máy cao cấp: Lốp xe máy là phân khúc có lợi nhuận cao nhất cho Casumina. Trong tương lai, công ty sẽ cho ra đời 3 thương hiệu mới đối với các sản phẩm cao cấp cho dòng xe tay ga. Chengsin là công ty duy nhất có thể sản xuất các sản phẩm đặc biệt này tại Việt Nam. Giá của các sản phẩm mới này thường cao hơn 20% so với các lốp xe máy hiện tại khác.

Đa dạng hóa lốp xe ô tô: Ngoài các lốp xe công nghiệp và nông nghiệp, CSM sẽ đa dạng hóa các sản phẩm ở tất cả các lĩnh vực khác tùy theo nhu cầu (đường cao tốc, đường hầm, đường đá sỏi...). CSM đặt biệt chú trọng đến phân khúc thị trường sẫm lốp thay thế và các công ty taxi hơn là các công ty lắp ráp vì họ luôn yêu cầu giá bán thấp hơn (chiết khấu 30%).

Đẩy mạnh xuất khẩu: Doanh thu từ xuất khẩu chiếm 20% tổng doanh thu trong giai đoạn 2008-2010. Hoạt động này có kết quả tốt từ Quý 3/2011 với biên lợi nhuận ròng cao hơn 0%. Thương hiệu Casumina đã được nhìn nhận khá tốt ở các nước nhập khẩu. Biên lợi nhuận ròng đã được ghi nhận sự biến chuyển lớn từ việc hòa vốn đến việc bắt đầu có lợi nhuận. CSM đã gia tăng sản lượng xuất khẩu trong năm 2011, hiệu quả thu được sẽ được ghi nhận trong năm 2012.

Duy trì chương trình cắt giảm các chi phí: trước tình hình chi phí nguyên liệu tăng, chúng tôi nhận thấy CSM có biên độ lợi nhuận thấp trong năm nay. Công ty đã thực hiện một chương trình cắt giảm chi phí cho tất cả các sản phẩm từ Quý 3/2011, và kết quả sẽ thể hiện trong Quý 4/2011. Theo Ban lãnh đạo công ty, công ty sẽ cơ cấu lại danh mục sản phẩm nhẹ hơn, tốt hơn và ít tiêu hao nguyên liệu hơn, do đó có thể cải thiện biên lợi nhuận ròng từ năm 2012 trở đi.

Tiếp tục thực hiện dự án Carbon Black. Casumina hợp tác với Công ty Philips Carbon Black của Ấn Độ để sản xuất than đen, một nguyên liệu thiết yếu trong quá trình sản xuất lốp xe. Tổng mức đầu tư là 16 triệu USD, trong đó CSM góp 8% vốn. Dự án sẽ được hoàn thành và ra mắt sản phẩm trong quý 3/2013. Đây là một dự án chiến lược nhằm giúp CSM giảm chi phí nguyên liệu trong tương lai và cải thiện mức lợi nhuận biên.

CÁC DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

CSM có ba dự án vẫn còn nằm trong giai đoạn đầu của việc thiết kế và chờ phê duyệt giấy phép xây dựng. Thị trường bất động sản tiếp tục đóng băng vào năm 2011 mà không cho thấy dấu hiệu bất kỳ của sự đảo chiều. Với các biện pháp của chính phủ trong việc kiểm chế lạm phát và lãi suất cao trong những năm gần đây, một số dự án bất động sản sẽ bị trì hoãn do hạn chế kinh phí. Trong tương lai, tình trạng này kéo dài sẽ ảnh hưởng đến việc triển khai một số dự án bất động sản.

Bảng 01: Dự án Bất động sản của CSM - 2011				
STT	Dự án	Cơ cấu vốn	Tiến độ	Giá trị đầu tư (VND'tỷ)
1	Tòa nhà Casumina– 180 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận 3	50% CSM 50% đối tác	13/10/2011, CSM sẽ ký hợp đồng xây dựng với đối tác	100
2	9 Nguyễn Khoái, Quận 4 (7,000 m ²)	40% CSM 50% đối tác	Đang đóng cọc	Chi phí đất đai: VND114 tỷ Chi phí bồi thường: VND33 tỷ
3	504 Nguyễn Tất Thành, Quận 4 (4,000 m ²)	40% CSM 50% đối tác	NA	Chi phí đất đai: VND80 tỷ

Nguồn: CSM, SBS

ÁP LỰC TÀI TRỢ CHO DỰ ÁN LỚP TOÀN THÉP 2 (LỚP RADIAL)

Tổng chi phí đầu tư cho giai đoạn đầu là VND1,500 tỷ, trong đó VND 1,000 tỷ được đầu tư cho việc mua thiết bị. CSM đã ký hợp đồng và sẽ nhận được các thiết bị từ nhà cung cấp vào năm tới. Công ty sẽ gia tăng chi phí đầu tư trong giai đoạn 2012-2013. Công ty đã ký hợp đồng vay với Vietinbank và Vietcombank với lãi suất hợp lý tương ứng 17.5% và 17.1% để tài trợ cho dự án.

DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU CSM KÉM

Chứng khoán CSM biến động giảm nhiều hơn so với VNIndex kể từ năm trước. Giá cao su tăng cao làm ảnh hưởng lợi nhuận của công ty, với mức lợi nhuận dự kiến 2011, hiện nay CSM đang được giao dịch ở mức P/E là 10 lần. Chúng tôi nhận thấy rằng việc kinh doanh năm 2011 giảm sút sẽ làm cho thu nhập ròng tiếp tục giảm, do đó giá cổ phiếu CSM sẽ còn phải chịu nhiều áp lực.

Bảng 02: Biến động của CSM so với VNIndex trong 12 tháng



Nguồn: Bloomberg, SBS

Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Không có				

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn Thái
Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn

