



CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT

BÁO CÁO NGÀNH SẴM LỚP VIỆT NAM

Tháng 12/2012



NỘI DUNG

MỘT VÀI NÉT CHÍNH NGÀNH SẴM LỚP VIỆT NAM.....	3
1. Tổng quan ngành sẵm lớp thế giới	4
2. Tổng quan ngành sẵm lớp Việt Nam.....	7
2.1. Quy mô thị trường, thị phần	7
2.1.1. Quy mô thị trường	7
2.1.2. Thị phần ngành.....	7
2.2. Hệ thống sản phẩm sẵm lớp sản xuất ở Việt Nam.....	8
2.3. Tình hình sản xuất sẵm lớp.....	9
2.3.1. Tình hình sản xuất sẵm lớp xe đạp.....	9
2.3.2. Tình hình sản xuất sẵm lớp xe máy.....	10
2.3.3. Tình hình sản xuất sẵm lớp ô tô.....	10
2.4. Năng lực sản xuất hiện tại của các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem	11
2.5. Nguyên liệu đầu vào.....	12
2.6. Hệ thống phân phối doanh nghiệp sẵm lớp trực thuộc Vinachem.....	13
2.7. Các yếu tố rủi ro của ngành.....	14
3. Triển vọng và định hướng phát triển ngành sẵm lớp Việt Nam	15
3.1. Nhu cầu sử dụng lớp ô tô.....	15
3.2. Nhu cầu sử dụng lớp xe máy	18
3.3. Nhu cầu sử dụng lớp xe đạp	19
3.4. Xu hướng Radial hóa và tiềm năng từ thị trường xuất khẩu	19
3.4.1. Xu hướng Radial hóa	19
3.4.2. Tiềm năng từ thị trường xuất khẩu	19
4. Phân tích Five – forces ngành sẵm lớp Việt Nam.....	20
5. Cập nhật KQKD 9T12 của 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem.....	21
5.1. Đặc điểm thị trường Sẵm lớp Việt Nam năm 2012	21
5.2. Chiến lược kinh doanh của các doanh nghiệp sẵm lớp năm 2012.....	22
5.3. Bức tranh sáng lợi nhuận 9T12	23
6. Triển vọng Q412 của 3 doanh nghiệp sẵm lớp trực thuộc Vinachem	26
7. Quan điểm BVSC.....	27
8. Doanh nghiệp sẵm lớp Việt Nam tiêu biểu	28
CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM	28
CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG	33
CTCP CAO SU SAO VÀNG.....	38

MỘT VÀI NÉT CHÍNH NGÀNH SẴM LỚP VIỆT NAM

Ngành sẵm lốp Việt Nam có quy mô thị trường tương đối nhỏ, khoảng 16.800 tỷ đồng tương đương khoảng 800 triệu USD. So với quy mô thị trường sẵm lốp thế giới hiện tại vào khoảng 235 tỷ USD thì Việt Nam chỉ chiếm khoảng 0,34% thị trường sẵm lốp thế giới. Nguyên nhân chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ lốp ô tô quá thấp, chỉ khoảng 4,3 triệu lốp/năm so với hơn 1,3 tỷ lốp/năm trên toàn thế giới.

Mức độ tập trung ngành sẵm lốp khá cao và hầu như bị chi phối bởi 3 doanh nghiệp nội trực thuộc Vinachem là CSM, DRC và SRC, một vài doanh nghiệp FDI và liên doanh nước ngoài. Đối với các phân khúc riêng biệt thì DRC và CSM dẫn đầu ngành, tuy nhiên so với thị phần chung thì các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem chiếm thị phần khá khiêm tốn (khoảng 40,7%). Nguyên nhân chủ yếu là DRC và CSM đã nhường gần như hoàn toàn phân khúc sẵm lốp xe con (đa số sử dụng lốp Radial) cho các đối thủ nước ngoài.

Danh mục sản phẩm sẵm lốp được sản xuất trong nước khá đa dạng và đầy đủ. Đối với các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem thì các sản phẩm chủ yếu được phân phối ở thị trường lốp nội địa, chiếm 86% doanh thu, trong đó thì hầu hết là đến từ nhu cầu thay thế (94%) còn lại là từ lắp mới (6%). Do đặc thù về vị trí địa lý của các doanh nghiệp nên mỗi doanh nghiệp có thể mạnh phân phối ở mỗi khu vực riêng. Sản phẩm CSM chi phối thị trường phía Nam, trong khi đó SRC chi phối thị trường phía Bắc còn DRC phân phối mạnh ở thị trường Miền Trung.

Thị trường sẵm lốp nội địa tuy ổn định nhờ nhu cầu thay thế nhưng tiềm năng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn không hấp dẫn. Đối với phân khúc sẵm lốp xe đạp thì do nhu cầu đã bão hòa nên hầu như không còn tăng trưởng. Còn đối với phân khúc sẵm lốp xe máy và ô tô thì tốc độ tăng trưởng trong 5 năm tới dự báo cũng chỉ ở mức 5,1% và 5,7% do nhu cầu tiêu thụ ô tô và xe máy cũng không tăng nhiều.

Tuy nhiên, với quy mô thị trường sẵm lốp trong nước rất nhỏ so với thị trường sẵm lốp thế giới thì tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp nhờ đẩy mạnh xuất khẩu là rất lớn. Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để sản xuất sẵm lốp như nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, nhân công rẻ và thuế xuất khẩu mặt hàng sẵm lốp là 0% so với mức 8% ở Trung Quốc thì tiềm năng tăng trưởng từ xuất khẩu các sản phẩm sẵm lốp còn rất nhiều.

Radial hóa là một xu hướng tất yếu. Ở Việt Nam thì tỷ lệ sử dụng lốp Radial khá thấp, chỉ chiếm khoảng 10% và được sử dụng chủ yếu cho xe con. Lốp Radial có tính năng ưu việt hơn hẳn lốp Bias như độ bền gấp 2 lần, giảm tiêu hao nhiên liệu 12%-16%, sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh, tuổi thọ cao và đặc biệt phù hợp với yêu cầu xe ô tô phải chạy tốc độ cao nên lốp Radial ngày càng được sử dụng nhiều và dần thay thế lốp Bias. Với sự phát triển của nhiều dự án đường cao tốc sắp tới thì nhu cầu thay thế lốp Bias bằng Radial là một nhu cầu tất yếu.

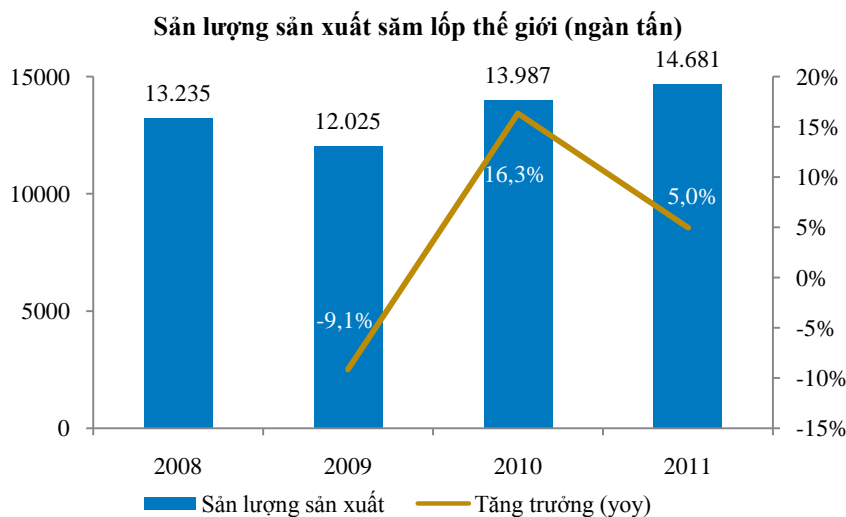
Với nền tảng nhiều năm phát triển cùng với một chiến lược kinh doanh hợp lý, các doanh nghiệp sẵm lốp Việt Nam đã tận dụng được điều kiện thuận lợi là giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh và đã tạo nên một bức tranh sáng về lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2012. Cụ thể, LNTT của CSM tăng gần 10 lần so với cùng kỳ, LNTT của DRC cũng cao hơn 57% so với cùng kỳ, SRC từ mức lỗ 2 tỷ 9 tháng năm trước đã đạt được mức lời 46,4 tỷ trong 9 tháng đầu năm nay. Các doanh nghiệp gần như đã vượt xa kế hoạch lợi nhuận sau thuế với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch đối với DRC, CSM và SRC lần lượt là 165%, 126% và 129%.

Dự báo Q412 LNST sẽ giảm so với quý trước, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước. Với dự báo lợi nhuận gộp biên giảm nhẹ so với quý trước, chi phí bán hàng và quản lý vẫn ở mức cao, chi phí lãi vay tăng thì LNST của 3 doanh nghiệp sẽ giảm 14,3% so với quý trước. Tuy nhiên, so với cùng kỳ năm trước thì nhờ lợi nhuận gộp biên được cải thiện đáng kể nên tổng LNST cao hơn 80,2% so với cùng kỳ.

Đối với 3 doanh nghiệp sẵm lốp Việt Nam đang niêm yết thì chúng tôi đánh giá cao CSM với cơ cấu sản phẩm đa dạng, hệ thống phân phối rộng và có độ phủ lớn nhất ngành, đội ngũ quản lý kinh nghiệm và năng động. Chúng tôi cũng đánh giá cao DRC với thế mạnh sản phẩm là dòng lốp ô tô tải và lốp đặc chủng với giá trị trên mỗi sản phẩm lớn, lợi nhuận gộp biên cao. DRC còn sở hữu hệ thống phân phối qua các khách hàng tổ chức cực kỳ hiệu quả và một đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm và chắc chắn.

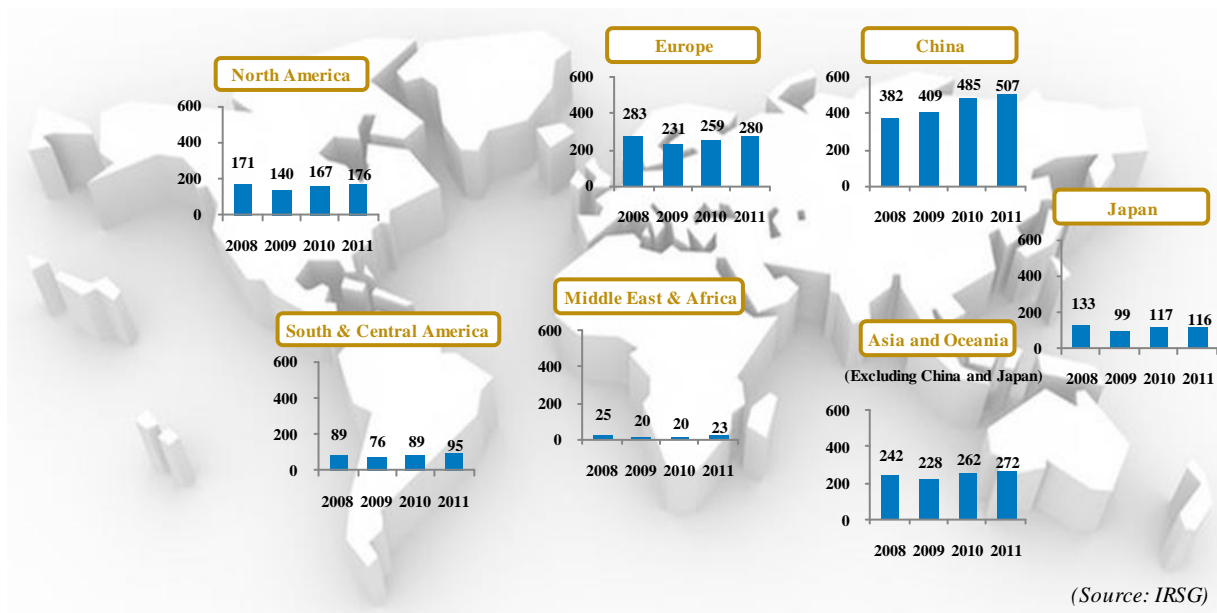
1. Tổng quan ngành sản phẩm thế giới

Tốc độ tăng trưởng của ngành sản phẩm thế giới biến động theo chu kỳ kinh tế. Tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành sản phẩm thế giới thường vào khoảng 10% -15%. Tuy nhiên, trong thời kỳ suy thoái kinh tế thì tốc độ tăng trưởng của ngành chỉ khoảng 2% - 5% hoặc thậm chí tăng trưởng âm. Trong năm 2011, sản lượng sản xuất toàn cầu của ngành ước tính khoảng 14,68 triệu tấn, tăng 5% so với năm trước.



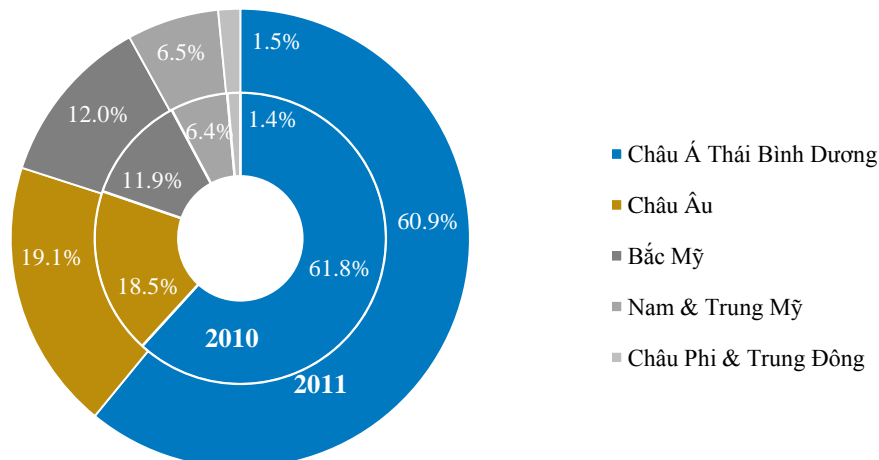
(Nguồn: IRSG)

Châu Á Thái Bình Dương chiếm đến 60% tổng sản lượng sản phẩm của thế giới. Khu vực Châu Á Thái Bình Dương sở hữu nhiều yếu tố thuận lợi cho sản xuất sản phẩm như nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, chi phí nhân công rẻ. Do đó, các công ty sản xuất hàng đầu thế giới đã mở nhiều nhà máy ở khu vực này, đặc biệt tại Trung Quốc, Ấn Độ và Thái Lan nhằm tận dụng những điều kiện thuận lợi có sẵn. Điều này lý giải cho tốc độ tăng trưởng sản lượng sản xuất bình quân 5,7% trong giai đoạn 2008-2011 và chiếm đến 60% sản lượng sản phẩm của thế giới trong năm 2011 của khu vực này trong khi sản lượng sản phẩm của các khu vực khác hầu như không thay đổi.



(Source: IRSG)

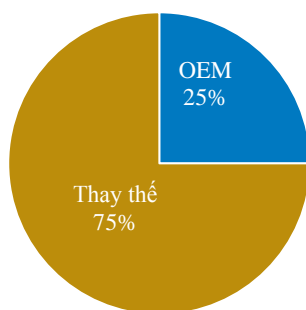
Sản lượng sản xuất lốp thế giới phân theo khu vực



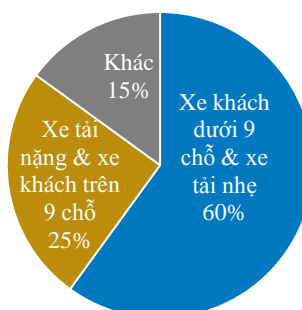
(Nguồn: IRSG)

Nhu cầu thay thế chiếm hơn 75% doanh thu. 25% doanh thu còn lại đến từ thị trường lắp mới (OEM). Nếu phân theo loại sản phẩm thì doanh thu từ lốp cho phân khúc xe khách dưới 9 chỗ và xe tải nhẹ chiếm tỷ trọng lớn với khoảng 60% doanh thu của ngành lốp thế giới.

Doanh thu ngành lốp thế giới phân theo phân khúc thị trường



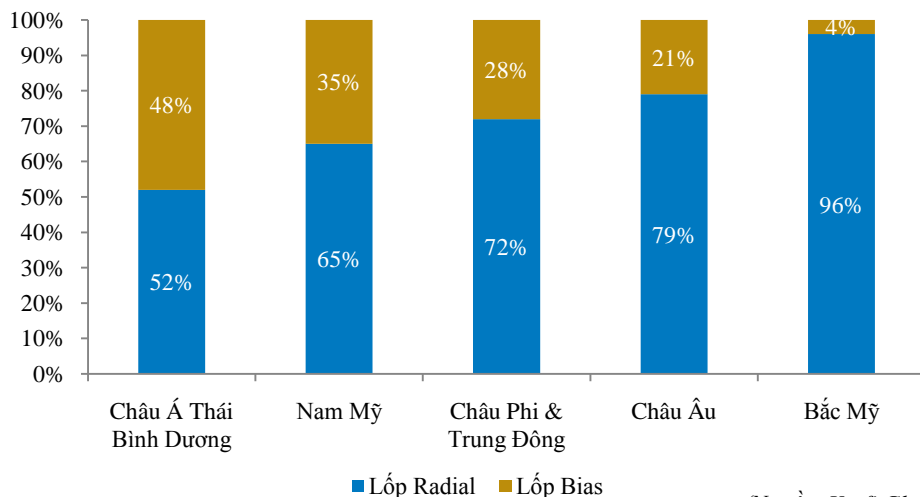
Doanh thu ngành lốp thế giới phân theo sản phẩm



(Nguồn: Xerfi Global)

Xu hướng Radial hóa. Lốp Radial chiếm khoảng 90% số lượng lốp tiêu thụ ở các nước đang phát triển, trong khi tỷ lệ này ở các nước đang phát triển thấp hơn (dưới 60%), đây là cơ hội phát triển cho ngành lốp, đặc biệt khi cơ sở hạ tầng ở các nước đang phát triển được cải thiện.

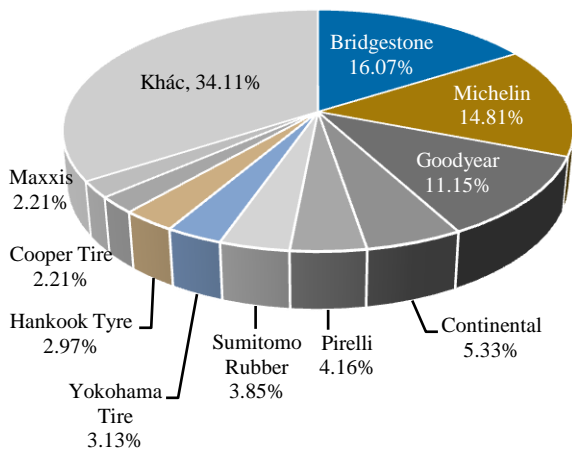
Tình hình sử dụng lớp radial của thế giới



(Nguồn: Xerfi Global)

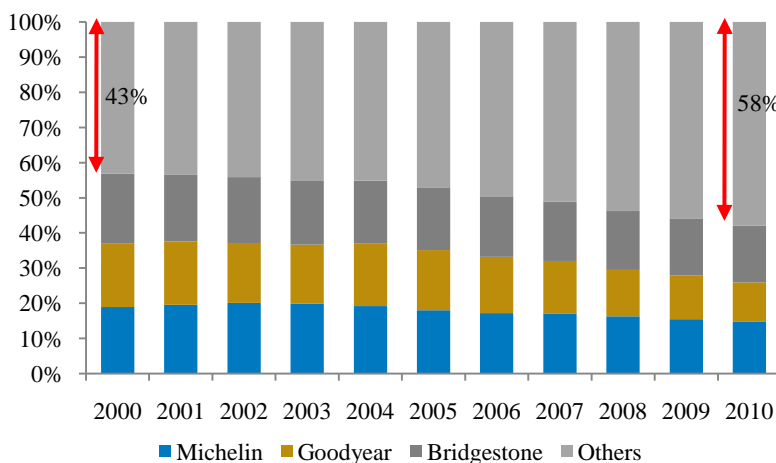
Thị phần ngành sản lốp thế giới bị chiếm lĩnh bởi 3 doanh nghiệp dẫn đầu. Tuy nhiên, các doanh nghiệp quy mô nhỏ đã dần chiếm thêm thị phần. Hàng thập kỷ qua, 3 doanh nghiệp sản lốp hàng đầu thế giới vẫn là Bridgestone (Nhật Bản), Michelin (Pháp) và Goodyear (Mỹ), 3 doanh nghiệp này vẫn chiếm lĩnh thị trường sản lốp thế giới với tổng thị phần trong năm 2010 là 42,03%. Tuy nhiên, thị phần này đã liên tục sụt giảm trong 10 năm qua từ mức 57% trong năm 2000. Trong giai đoạn này, các công ty có quy mô nhỏ hơn đã liên tục tăng thị phần bằng cách áp dụng chiến lược cạnh tranh về giá, tập trung vào các phân khúc nhỏ hơn và khu vực địa lý riêng.

Thị phần ngành sản lốp thế giới



(Nguồn: Tire Business, 29/8/2011)

Thị phần ngành sản lốp thế giới



(Nguồn: Tire Business - based on consolidated sales figures)

Nhìn chung, ngành sản lốp thế giới vẫn tăng trưởng ổn định mặc dù bị ảnh hưởng một phần bởi nền kinh tế chung toàn cầu. Khu vực Châu Á Thái Bình Dương là trung tâm sản xuất sản lốp thế giới, chiếm hơn 60% sản lượng trong khi nhu cầu tiêu thụ từ các khu vực khác trên thế giới cao hơn. Nhu cầu sử dụng lốp Radial vẫn liên tục tăng ở các nước đang phát triển và sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới khi cơ sở hạ tầng ở các nước đang phát triển được cải thiện, mở ra cơ hội cho việc sản xuất và tiêu thụ lốp Radial ở các nước này.

2. Tổng quan ngành sản lốp Việt Nam

2.1. Quy mô thị trường, thị phần

2.1.1. Quy mô thị trường

Ngành sản lốp Việt Nam hiện có quy mô thị trường tương đối nhỏ, theo ước tính của chúng tôi thì chỉ vào khoảng 16.800 tỷ đồng tương đương khoảng 800 triệu USD. So với quy mô thị trường sản lốp thế giới hiện tại vào khoảng 235 tỷ USD (*Tire Business, Bridgestone*) thì Việt Nam chỉ chiếm khoảng 0,34% thị trường sản lốp thế giới. Nguyên nhân chủ yếu là do:

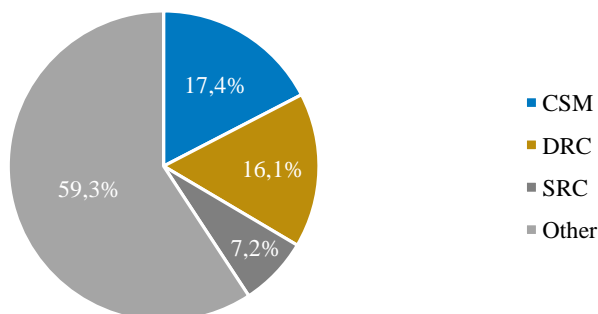
i.) Ở Việt Nam thì xe máy được sử dụng làm phương tiện đi lại chính với số lượng xe máy lưu hành tính đến cuối năm 2011 là khoảng 34,3 triệu chiếc. Nhu cầu tiêu thụ lốp xe máy khoảng 32,4 triệu lốp/năm. Tuy nhiên về số lượng nhưng giá trị lốp xe máy thấp, chỉ bằng khoảng 1/10 giá trị lốp ô tô.

ii.) Vì điều kiện cơ sở hạ tầng ở Việt Nam không phát triển nên chính phủ hạn chế xe ô tô cá nhân bằng cách áp dụng chính sách thuế và phí ở mức rất cao. Do đó, số lượng xe ô tô đang lưu hành chỉ khoảng 1,4 triệu chiếc nên nhu cầu tiêu thụ lốp ô tô ở Việt Nam là rất thấp chỉ khoảng 4,3 triệu lốp/năm so với hơn 1,3 tỷ lốp/năm của cả thế giới. Tuy giá trị lốp ô tô gấp nhiều lần so với lốp xe đạp và xe máy, nhưng nhu cầu tiêu thụ lại quá thấp nên quy mô thị trường sản lốp Việt Nam nhìn chung là rất nhỏ.

2.1.2. Thị phần ngành

3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem chiếm khoảng 40,7% thị phần, dẫn đầu trong nhiều phân khúc riêng. Nếu tính theo tỷ trọng doanh thu tiêu thụ trên quy mô ngành thì CSM chiếm khoảng 17,4%, DRC chiếm 16,1% và SRC là 7,2% so với thị phần chung ngành sản lốp Việt Nam. Tổng cộng 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem chiếm khoảng 40,7% tổng thị phần. Tuy nhiên, nếu tính riêng dòng lốp xe khách và xe tải (hầu như sử dụng lốp Bias) thì DRC dẫn đầu với 35% thị phần, trong khi CSM chiếm khoảng 25%. Cũng thuộc phân khúc này thì lốp đặc chủng (lốp OTR) là thế mạnh của DRC, công ty chiếm đến 90% thị phần. Còn đối với phân khúc sản phẩm sản lốp xe máy thì CSM chiếm khoảng 20% thị phần và dẫn đầu ngành.

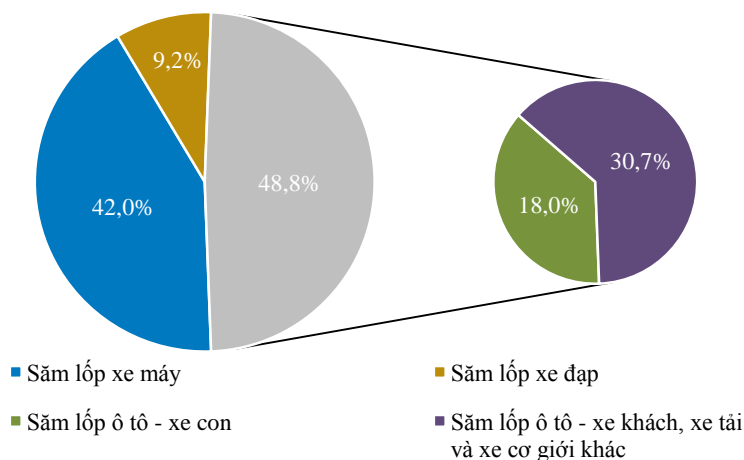
Thị phần ngành sản lốp Việt Nam



(Nguồn: BCTC CSM, DRC, SRC, Cục Đăng Kiểm Việt Nam, BMI, BVSC tổng hợp, ước tính)

Chúng ta có thể thấy đối với các phân khúc riêng biệt thì DRC và CSM dẫn đầu ngành, tuy nhiên so với thị phần chung thì khá khiêm tốn. Nguyên nhân chủ yếu là DRC và CSM đã nhường gần như hoàn toàn phân khúc sản phẩm lốp xe con (đa số sử dụng lốp Radial) cho các đối thủ nước ngoài do chỉ có CSM sản xuất được lốp Radial tuy nhiên công suất rất khiêm tốn, chỉ khoảng 300 ngàn lốp/năm. Theo ước tính của chúng tôi thì phân khúc xe con chiếm đến 18% tổng giá trị của ngành, tương đương 3.000 tỷ đồng.

Cơ cấu giá trị ngành sản phẩm VN



(Nguồn: BVSC tổng hợp, ước tính)

2.2. Hệ thống sản phẩm sản phẩm sản xuất ở Việt Nam

Danh mục sản phẩm sản phẩm được sản xuất trong nước khá đa dạng và đầy đủ. Các doanh nghiệp trong nước có thể sản xuất hầu như tất cả các sản phẩm phục vụ ngành sản phẩm, từ lốp xe đạp, xe máy, lốp ô tô đến lốp đặc chủng, lốp máy bay... Ở các dòng sản phẩm thì hết sức đa dạng về mẫu mã và chủng loại.

Hệ thống sản phẩm

Sản phẩm*	DRC	CSM	SRC
Lốp xe đạp	20	22	30
Lốp xe máy	27	68	30
Lốp ô tô, xe tải, xe nông nghiệp và lốp đặc chủng	42	60	20

(* thống kê từ website của CSM, DRC và SRC)

Ở phân khúc ô tô, các doanh nghiệp Việt Nam hầu như tập trung sản xuất dòng lốp Bias. Sản phẩm lốp ô tô của các doanh nghiệp Việt Nam chủ yếu tập trung sản xuất dòng lốp xe tải, và xe đặc chủng, phân khúc sử dụng lốp Bias là chủ yếu. Các doanh nghiệp nước ngoài hầu như tập trung sản xuất ở phân khúc xe du lịch sử dụng lốp Radial như Yokohama, Kumho, Bridestone. Chỉ có Chen Shin với thương hiệu Maxxis là tham gia sản xuất dòng lốp xe tải nặng ở Việt Nam.

Ở phân khúc lốp xe máy và xe đạp, các doanh nghiệp trong nước đa số tập trung sản xuất phục vụ nhu cầu thay thế. Ở mảng này ngoài 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem còn có sự tham gia của Cheng Shin, Inoue và Kenda. Trong đó các doanh nghiệp trong nước với thế mạnh thương hiệu đã tập trung đi vào mảng lốp thay thế, các doanh nghiệp nước ngoài thì mảng OEM chiếm tỷ trọng doanh thu lớn hơn.

Sản phẩm xăm lốp sản xuất tại Việt Nam*

	CSM	DRC	SRC	Yokohama	Kumho	Bridgestone	Cheng Shin	Inoue	Kenda
Lốp ô tô	X	X	X	X	X	X	X	-	-
<i>Phân theo công nghệ:</i>									
<i>Bias</i>	X	X	X	N/A	-	-	N/A	-	-
<i>Radial</i>	X	-	-	N/A	X	X	N/A	-	-
<i>Phân theo loại lốp</i>									
<i>Xe hơi</i>	X	X	X	X	X	X	-	-	-
<i>Xe tải</i>	X	X	X	X	-	-	X	-	-
<i>Xe công nghiệp</i>	X	X	X	X	-	-	-	-	-
<i>Máy bay</i>	-	-	X	-	-	-	-	-	-
<i>Lốp đắp</i>	X	X	-	-	-	-	-	-	-
Săm ô tô	X	X	X	X	X	X	X	-	-
Lốp xe máy	X	X	X	X	-	-	X	X	X
Săm xe máy	X	X	X	X	-	-	-	X	X
Lốp xe đạp	X	X	X	-	-	-	-	-	X
Săm xe đạp	X	X	X	-	-	-	-	-	X

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

“X” doanh nghiệp sản xuất, “-” doanh nghiệp không sản xuất, “N/A” không có thông tin cụ thể

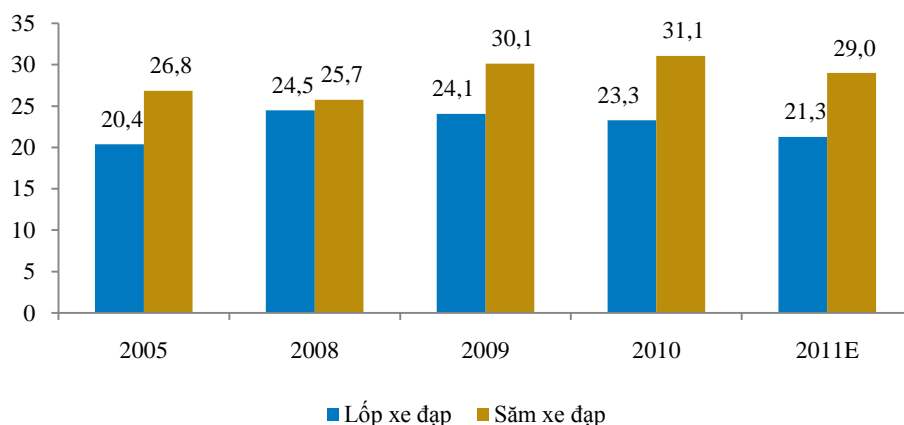
* Sản phẩm hiện đang sản xuất của một số doanh nghiệp chính, riêng Bridgestone sẽ bắt đầu sản xuất lốp Radial với công suất 6,5 triệu lốp/năm vào năm 2014.

2.3. Tình hình sản xuất xăm lốp

2.3.1. Tình hình sản xuất xăm lốp xe đạp

Theo dữ liệu từ Bộ Công Thương và ước tính của chúng tôi thì trong năm 2011, sản lượng sản xuất lốp xe đạp đạt 21,3 triệu chiếc. Trong đó, sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem khoảng 10,5 triệu chiếc, chiếm 49,3%. Hầu hết sản lượng sản xuất còn lại đến từ các doanh nghiệp FDI. Về xăm xe đạp thì sản lượng sản xuất trong năm 2011 là khoảng 29 triệu chiếc. Trong đó sản lượng tiêu thụ của các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem khoảng 17,5 triệu chiếc chiếm khoảng 60,3%. Nhu cầu hiện tại chủ yếu đến từ nhu cầu thay thế, trong khi nhu cầu cho sản xuất mới (OEM) cũng chủ yếu đáp ứng cho nhu cầu thay thế xe đạp cũ, một phần khác đến từ sản xuất các dòng xe mới như xe đạp điện và xuất khẩu. Sản xuất xăm lốp xe đạp hầu như không tăng trưởng, tốc độ tăng trưởng trung bình (CAGR) giai đoạn 2005-2011 của sản lượng sản xuất lốp và xăm xe đạp lần lượt là 0,7% và 1,3%.

Sản lượng sản xuất sảm lốp xe đạp

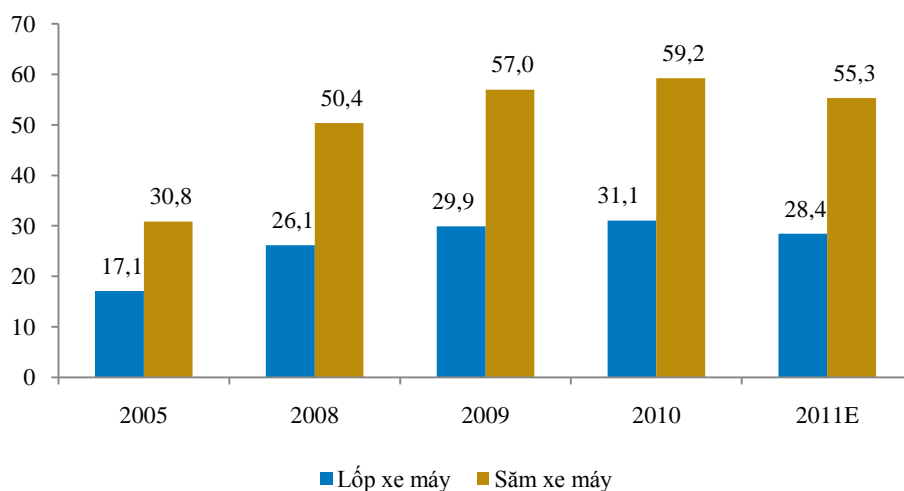


(Nguồn: Bộ Công Thương)

2.3.2. Tình hình sản xuất sảm lốp xe máy

Sản xuất lốp xe máy trong năm 2011 đạt 28,4 triệu chiếc, Vinachem là khoảng 7 triệu chiếc, chiếm khoảng 24,6%. Sản xuất sảm xe máy trong năm 2010 là 55,3 triệu chiếc, Vinachem là khoảng 21,2 triệu chiếc, chiếm 38,3%. Tốc độ tăng trưởng trung bình (CAGR) giai đoạn 2005-2011 của sản lượng sản xuất lốp và sảm xe máy lần lượt là 8,9% và 10,2%.

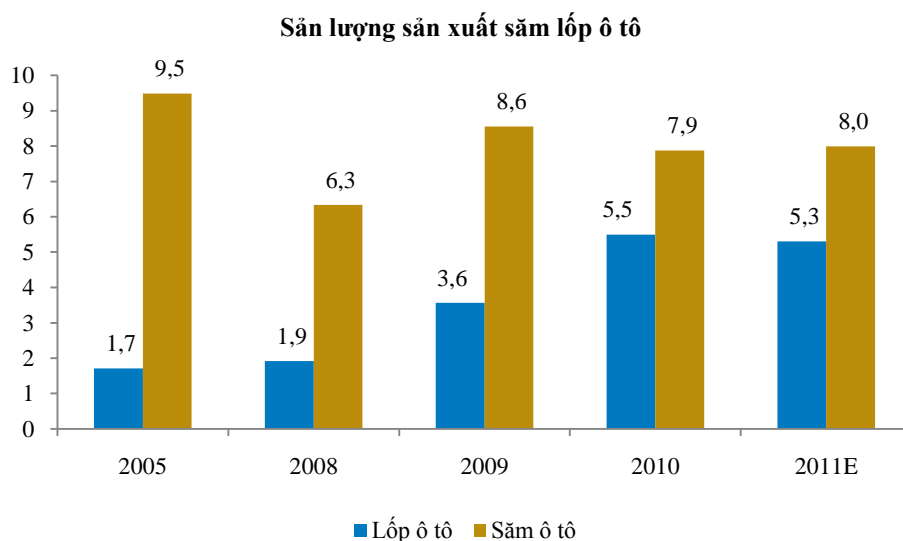
Sản lượng sản xuất sảm lốp xe máy



(Nguồn: Bộ Công Thương)

2.3.3. Tình hình sản xuất sảm lốp ô tô

Năm 2011, sản lượng lốp ô tô sản xuất ước tính đạt 5,3 triệu lốp, trong đó Vinachem khoảng 2 triệu lốp chiếm khoảng 38%, phần còn lại chủ yếu từ các doanh nghiệp FDI, trong đó có 2 doanh nghiệp có công suất tương đối lớn là Kumho (3,15 triệu lốp/năm) và Yokohama (400 ngàn lốp/năm). Tốc độ tăng trưởng sản xuất lốp xe ô tô hàng năm ở mức khá cao, sản lượng năm 2011 gấp 3 lần so với năm 2005, tương đương với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm đạt 20,8% trong giai đoạn 2005-2011.



(Nguồn: Bộ Công Thương)

2.4. Năng lực sản xuất hiện tại của các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem

Đối với các doanh nghiệp trong nước thì công suất CSM dẫn đầu, SRC đứng thứ hai, tiếp theo là DRC. Tuy nhiên qua năm 2013 thì DRC sẽ vươn lên đứng thứ 2 về công suất sản xuất lốp ô tô sau khi hoàn tất di dời đồng thời tăng công suất nhà máy sản xuất sảm lốp ô tô và công suất tăng thêm khoảng 230 ngàn lốp từ nhà máy Radial. Trong khi đó CSM và SRC dự kiến vẫn giữ nguyên công suất hiện tại do chưa khai thác hết.

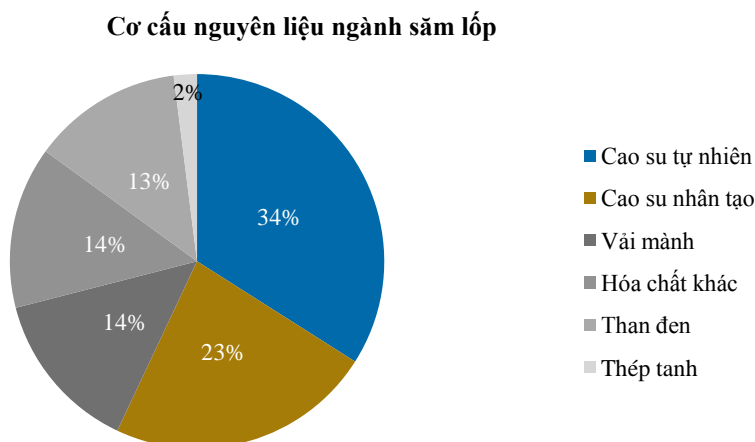
Công suất thiết kế của CSM và SRC hầu như đủ để phát triển trong vòng 1-2 năm tới. trong năm 2011 thì DRC vượt công suất thiết kế khá xa, từ 30-40%. Hiện tại, sau khi hoàn tất di dời và nâng cấp nhà máy xe đạp xe máy thì công suất cũng đạt tương đương 95% công suất thiết kế. Trong thời gian sắp tới, DRC và CSM chủ yếu tập trung cho dự án Radial.

Năng lực sản xuất của CSM, DRC và SRC

	2012			2013		
	CSM	DRC	SRC	CSM	DRC	SRC
Lốp ô tô	1.200.000	500.000	500.000	1.200.000	1.010.000	500.000
Sảm ô tô	800.000	400.000	500.000	800.000	800.000	500.000
Lốp xe máy	6.000.000	2.000.000	2.500.000	6.000.000	2.000.000	2.500.000
Sảm xe máy	22.000.000	2.000.000	7.000.000	22.000.000	2.000.000	7.000.000
Lốp xe đạp	5.000.000	6.000.000	8.000.000	5.000.000	6.000.000	8.000.000
Sảm xe đạp	8.000.000	3.000.000	10.000.000	8.000.000	3.000.000	10.000.000
Công suất hoạt động	70-75%	95%	40-60%	70-75%	90%	40-60%

2.5. Nguyên liệu đầu vào

Nguyên liệu cao su chiếm tỷ trọng khá cao trong tổng chi phí nguyên liệu. Nguyên liệu sản xuất sản phẩm lốp ô tô rất đa dạng. Trong đó nguyên liệu chính là cao su tự nhiên và cao su nhân tạo chiếm đến 57% chi phí nguyên vật liệu. Các nguyên liệu khác bao gồm vải mảnh, than đen, thép tanh, và các hóa chất khác. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 80% giá vốn hàng bán.



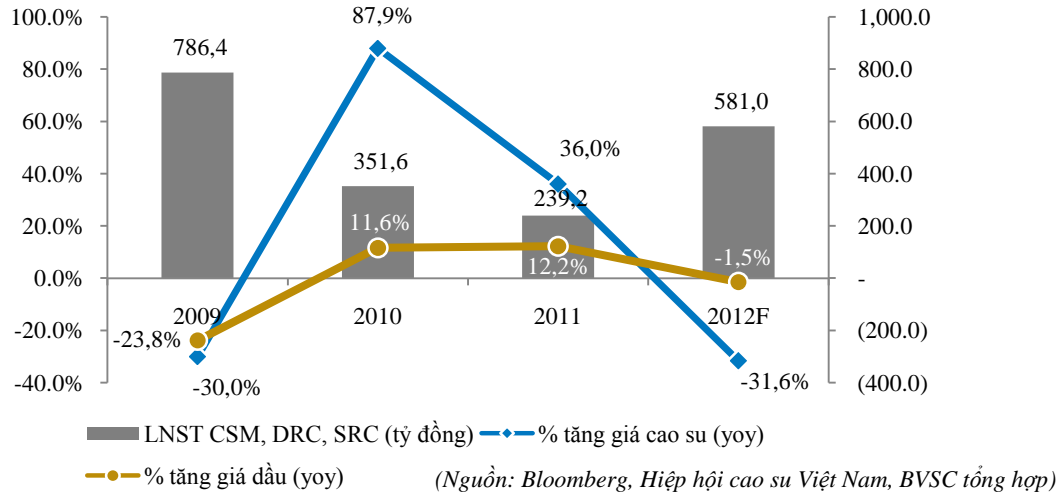
(Nguồn: DRC. CSM. BVSC tổng hợp)

Chi phí nguyên liệu chịu tác động lớn từ biến động giá nguyên liệu thế giới và rủi ro tỷ giá. Ngoài cao su tự nhiên mua từ các đối tác trong nước với nguồn cung khá dồi dào thì hầu hết các nguyên liệu khác đều phải nhập khẩu như cao su nhân tạo, than đen, và một số loại hóa chất khác. Do đó, chi phí nguyên liệu hầu như phụ thuộc vào giá nguyên liệu thế giới và các doanh nghiệp trong nước thường phải chịu rủi ro lớn về tỷ giá. Các doanh nghiệp trong nước hạn chế rủi ro này bằng cách góp vốn thành lập liên doanh sản xuất than đen. Bên cạnh đó còn duy trì mối quan hệ khách hàng truyền thống.

Chi phí nguyên vật liệu phụ thuộc nhiều vào biến động của giá dầu mỏ thế giới. Giá nguyên liệu ngành công nghiệp sản xuất các sản phẩm từ cao su nói chung và ngành sản xuất sản phẩm lốp nói riêng luôn chịu tác động của giá dầu mỏ thế giới. Nguyên nhân là do các nguyên liệu đầu vào chính như cao su tổng hợp, than đen, sợi nylon và các hóa chất khác (chiếm đến 64% chi phí nguyên liệu) có nguồn gốc là các chế phẩm từ dầu mỏ. Khi giá dầu tăng lên thì giá các nguyên vật liệu này cũng tăng theo. Bên cạnh đó, giá dầu tăng lên cũng kéo theo giá cao su tự nhiên tăng vì cao su tự nhiên và cao su nhân tạo lại có thể thay thế lẫn nhau nên giá thường biến động cùng chiều với nhau.

Chi phí nguyên vật liệu biến động theo chu kỳ kinh tế. Trong các giai đoạn khủng hoảng kinh tế thì sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp sẽ giảm mạnh. Trong khi ngành này lại tiêu thụ đến 70% sản lượng cao su tự nhiên nên giá nguyên liệu cao su tự nhiên thường giảm mạnh. Kéo theo đó là sự sụt giảm của giá cao su nhân tạo. Bên cạnh đó, suy thoái kinh tế cũng kéo theo nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm từ dầu mỏ khác cũng giảm nên giá các nguyên liệu khác cũng giảm theo. Thường thì các doanh nghiệp sản phẩm lốp Việt Nam hưởng lợi nhất nhiều từ các đợt giảm giá như vậy, điển hình là năm 2009 và năm 2012.

Biến động giá cao su, dầu thô và LNST của công ty sản lốp

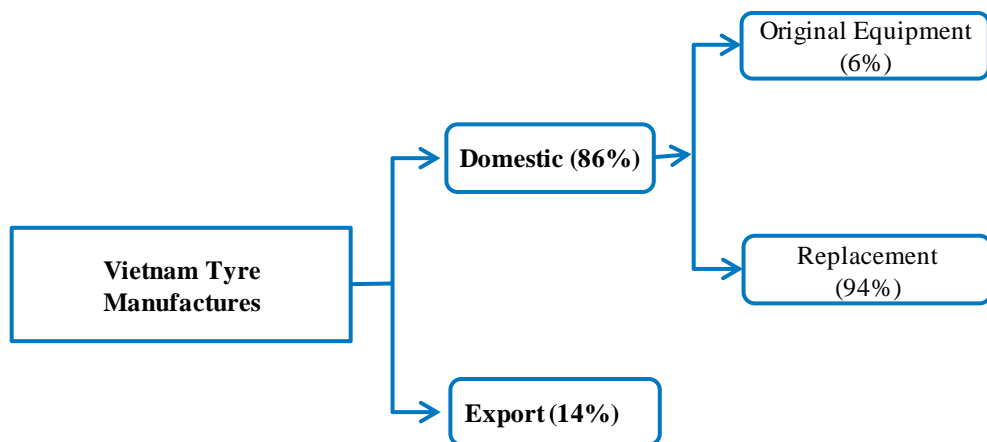


2.6. Hệ thống phân phối doanh nghiệp sản lốp trực thuộc Vinachem

Kênh phân phối của 3 doanh nghiệp sản lốp chính trực thuộc Vinachem là CSM, DRC và SRC có một số đặc điểm chính sau:

◆ **Thị trường lốp thay thế chiếm đến 94% tổng doanh thu nội địa.** Kênh tiêu thụ chính của các doanh nghiệp trong nước vẫn là thị trường nội địa chiếm tới 86% tổng doanh thu, xuất khẩu chỉ khoảng 14%. Đối với thị trường nội địa thì kênh phân phối cho sản xuất thiết bị gốc (OEM) chỉ chiếm tỷ lệ rất thấp, khoảng 6%. Thị trường lốp thay thế chiếm đến 94% tổng doanh thu nội địa, và hầu hết được phân phối qua các đại lý trên toàn quốc.

Hàng OEM cho biên lợi nhuận rất thấp. Do đó tỷ lệ sản xuất hàng OEM không nhiều giúp các doanh nghiệp trong nước có thể duy trì biên lợi nhuận gộp ở mức cao. Thị trường lốp thay thế chiếm tỷ lệ 96% là khá cao so với mức trung bình của thế giới (chỉ chiếm khoảng 75%) nên các doanh nghiệp ít bị tác động khi sản lượng lắp ráp và tiêu thụ ô tô và xe máy sụt giảm mạnh trong thời kỳ suy thoái.



◆ **CSM là doanh nghiệp có doanh thu hàng xuất khẩu chiếm tỷ lệ cao nhất với 23,2%** và đang tiếp tục đẩy mạnh xuất khẩu trong các năm tới khi dự án lốp Radial cho doanh thu. DRC và SRC chủ yếu tập trung thị trường trong nước với tỷ lệ doanh thu xuất khẩu lần lượt là 7,4% và 6,9% trong năm 2011.

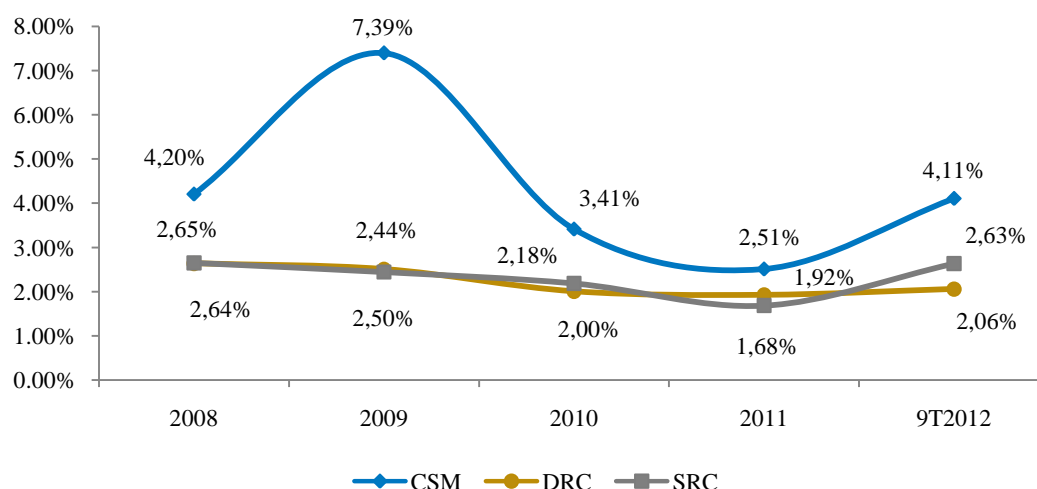
◆ **Do đặc thù về vị trí địa lý, mỗi doanh nghiệp có thể mạnh phân phối ở mỗi khu vực khác nhau.** Hệ thống phân phối CSM rộng nhất với hơn 200 đại lý cấp 1, trong khi đó đối với DRC và SRC tương ứng là hơn 100 và 130 đại lý cấp 1. Tuy nhiên, do đặc thù về vị trí địa lý của các doanh nghiệp nên mỗi doanh nghiệp có thể mạnh phân phối ở mỗi khu vực riêng. Sản phẩm CSM chi phối thị trường phía Nam, trong khi đó SRC chi phối thị trường phía Bắc còn DRC phân phối mạnh ở thị trường Miền Trung.

Số lượng đại lý cấp 1 tiêu biểu

CSM	200
DRC	100
SRC	130

◆ **Kênh phân phối OEM và khách hàng tổ chức lớn mang lại hiệu quả đáng kể cho DRC.** Với đặc thù sản phẩm thế mạnh của DRC là lớp xe tải và lớp đặc chủng. DRC khá mạnh đối với kênh phân phối là các khách hàng trực tiếp là các nhà sản xuất lắp ráp ô tô (OEM) như Tổng Công Ty Công Nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor và các khách hàng tổ chức lớn có nhu cầu thường xuyên và ổn định như các công ty thuộc tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, Becamex, Xi măng Bim Sơn, các công trình thủy điện Ngoài vai trò đảm bảo đầu ra ổn định cho DRC, các khách hàng này còn giảm đáng kể chi phí bán hàng của DRC so với phân phối qua kênh đại lý. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của DRC luôn được duy trì ở mức thấp qua các năm.

Tỷ lệ Chi Phí Bán Hàng/Doanh Thu Thuần CSM, DRC và SRC



(Nguồn: BVSC tổng hợp)

2.7. Các yếu tố rủi ro của ngành

2.7.1. Suy thoái kinh tế

Nhu cầu sắm lốp đến từ nhu cầu thay thế và lắp mới. Khi nền kinh tế chung suy thoái thì nhu cầu tiêu thụ sắm lốp sẽ giảm, nguyên nhân là do nhu cầu vận chuyển ít, chu kỳ thay thế sắm lốp mới lâu hơn, bên cạnh đó nhu cầu tiêu thụ mới xe máy, xe ô tô cũng giảm mạnh làm giảm nhu cầu lắp mới sắm lốp. Thường trong giai đoạn suy thoái kinh tế thì nhu cầu lắp mới sắm lốp sẽ giảm mạnh hơn và tác động nghiêm trọng hơn đến nhu cầu tiêu thụ của toàn ngành. Tuy nhiên, tại Việt Nam thì nhu cầu thay thế chiếm trên 90% do đó trong thời kỳ suy thoái kinh tế thì nhu cầu sắm lốp có giảm nhưng không nhiều.

2.7.2. Rủi ro về giá nguyên liệu

Chi phí nguyên vật liệu thường chiếm đến 80% giá vốn hàng bán nên biến động giá nguyên liệu sẽ tác động mạnh đến lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Ngoài cao su tự nhiên được mua từ các đối tác trong nước với nguồn cung khá dồi dào thì hầu hết các nguyên liệu khác đều phải nhập khẩu nên chi phí nguyên vật liệu phụ thuộc rất lớn vào biến động giá nguyên vật liệu thế giới. Các doanh nghiệp Việt Nam hạn chế rủi ro này bằng cách thành lập liên doanh sản xuất than đen trong nước và duy trì mối quan hệ với các nhà cung cấp truyền thống.

2.7.3. Rủi ro về tỷ giá

Việc nhập phần lớn nguyên liệu từ nước ngoài tạo nên rủi ro về tỷ giá đối với các doanh nghiệp sản xuất sẫm lốp trong nước. Bên cạnh đó, CSM và DRC đang trong giai đoạn đầu tư dự án nên nhu cầu ngoại tệ để nhập khẩu máy móc và trang thiết bị cũng là rất lớn. Thêm nữa, với tỷ trọng doanh thu từ xuất khẩu ngày càng tăng thì biến động tỷ giá cũng sẽ tác động trực tiếp đến doanh thu của các doanh nghiệp trong ngành.

2.7.4. Thuế chống bán phá giá

Hiện Ngành Săm lốp Việt Nam đang chỉ bị điều tra chống bán phá giá đối với mặt hàng lốp xe đạp từ Braxin. Tuy nhiên nguy cơ bị điều tra và áp thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm khác, ở các nước khác vẫn rất cao. Đặc biệt là sau khi sản phẩm lốp xe Trung Quốc bị Mỹ áp mức thuế nhập khẩu lên đến 35% trong năm đầu, 30% và 25% trong các năm tiếp theo kể từ 26/9/2009 thì các nhà máy sản xuất Trung Quốc có xu hướng dịch chuyển sang Việt Nam nhằm tận dụng mức thuế xuất khẩu 0% (thay vì 8% như ở Trung Quốc) và tránh mức thuế nhập khẩu cao khi nhập vào thị trường Mỹ. Nguy cơ các sản phẩm từ các nhà máy này xuất sang Mỹ và toàn bộ ngành sẫm lốp Việt Nam sẽ bị điều tra chống bán phá giá là hoàn toàn có thể xảy ra trong tương lai.

3. Triển vọng và định hướng phát triển ngành sẫm lốp Việt Nam

3.1. Nhu cầu sử dụng lốp ô tô

Theo cục đăng kiểm quốc gia thì tính đến cuối năm 2011, Việt Nam có 1,4 triệu xe đang lưu hành trên toàn quốc. Số lượng xe tiêu thụ mới trong năm 2011 là 110 ngàn xe, trong đó sản xuất trong nước khoảng 46 ngàn xe chủ yếu từ các thành viên của VAMA (Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam). Với nhu cầu thay thế bình quân khoảng 4 lốp/năm đối với xe khách và xe tải do đặc trưng phải di chuyển nhiều và 2 lốp/năm đối với xe du lịch, thì lượng lốp thay thế trong năm 2011 là 4,1 triệu lốp chiếm đến 95,7% tổng nhu cầu lốp. Trong khi đó ngành công nghiệp lắp ráp ô tô tiêu thụ thêm khoảng 184 ngàn lốp, chỉ chiếm khoảng 4,3% so với tổng nhu cầu tiêu thụ lốp ô tô.

Trong ngắn và trung hạn, nhu cầu tiêu thụ lốp ô tô dự báo tăng trưởng khá thấp, tuy nhiên nhu cầu vẫn khá ổn định nhờ lượng lốp thay thế hàng năm. Dưới áp lực thuế và phí cao, thị trường ô tô dự báo vẫn tăng trưởng chậm trong vòng 5 năm tới. Tiêu thụ ô tô ở Việt Nam vẫn chịu gánh nặng thuế rất lớn, tổng cộng các loại thuế hiện tại chiếm đến 60% giá trị của một chiếc xe mới. Bên cạnh đó các loại phí cũng liên tục tăng. Đầu năm 2012, phí đăng ký trước bạ cho xe dưới 10 chỗ đã tăng lên 20% giá trị xe từ mức 12% ở Hà Nội, trong khi phí cấp biển số mới đã tăng gấp 10 lần lên 20 triệu đồng/lần/xe. Trong khi đó, phí đăng ký trước bạ trong thành phố Hồ Chí Minh là 15% và chi phí cấp biển số mới không đổi. Trong trung hạn, Chính phủ Việt Nam sẽ tiếp tục áp dụng các chính sách hạn chế ô tô. Do đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng ô tô chỉ ở mức 5% trong giai đoạn 2013-2016. Theo đó, nhu cầu lốp ô tô trong giai đoạn 2013-2016 dự báo tăng trưởng không cao, khoảng 5,7%. Tuy nhiên nhu cầu sẫm lốp ô tô vẫn hết sức ổn định nhờ lượng lốp thay thế đều đặn hàng năm.

Nhu cầu sử dụng lớp ô tô ở Việt Nam

(triệu chiếc)	2011	2012E	2013F	2014F	2015F	2016F
Số lượng xe ô tô lưu hành	1,428	1,509	1,594	1,684	1,780	1,880
<i>Xe con và xe du lịch</i>	<i>0,528</i>	<i>0,558</i>	<i>0,590</i>	<i>0,623</i>	<i>0,658</i>	<i>0,695</i>
<i>Xe khách</i>	<i>0,267</i>	<i>0,282</i>	<i>0,298</i>	<i>0,315</i>	<i>0,333</i>	<i>0,352</i>
<i>Xe tải nhẹ</i>	<i>0,304</i>	<i>0,321</i>	<i>0,339</i>	<i>0,358</i>	<i>0,378</i>	<i>0,400</i>
<i>Xe tải nặng</i>	<i>0,192</i>	<i>0,203</i>	<i>0,214</i>	<i>0,226</i>	<i>0,239</i>	<i>0,253</i>
<i>Các loại xe cơ giới khác</i>	<i>0,137</i>	<i>0,145</i>	<i>0,153</i>	<i>0,162</i>	<i>0,171</i>	<i>0,181</i>
Số lượng xe ô tô mới sản xuất/năm	0,046	0,039	0,042	0,045	0,048	0,052
Số lượng xe ô tô mới tiêu thụ/năm	0,110	0,081	0,085	0,090	0,096	0,100
Nhu cầu lớp xe ô tô lắp mới/năm	0,184	0,157	0,169	0,180	0,193	0,207
Nhu cầu lớp xe ô tô thay thế/năm	4,132	4,367	4,614	4,874	5,151	5,439
<i>Xe con và xe du lịch</i>	<i>1,056</i>	<i>1,116</i>	<i>1,180</i>	<i>1,246</i>	<i>1,317</i>	<i>1,391</i>
<i>Xe khách</i>	<i>1,069</i>	<i>1,129</i>	<i>1,193</i>	<i>1,260</i>	<i>1,332</i>	<i>1,407</i>
<i>Xe tải nhẹ</i>	<i>0,911</i>	<i>0,962</i>	<i>1,017</i>	<i>1,074</i>	<i>1,135</i>	<i>1,199</i>
<i>Xe tải nặng</i>	<i>0,959</i>	<i>1,014</i>	<i>1,071</i>	<i>1,132</i>	<i>1,196</i>	<i>1,263</i>
<i>Các loại xe cơ giới khác</i>	<i>0,137</i>	<i>0,145</i>	<i>0,153</i>	<i>0,162</i>	<i>0,171</i>	<i>0,181</i>
Tổng nhu cầu lớp ô tô cho thị trường nội địa	4,316	4,523	4,783	5,054	5,345	5,647
<i>Lắp mới</i>	<i>4,26%</i>	<i>3,47%</i>	<i>3,53%</i>	<i>3,56%</i>	<i>3,61%</i>	<i>3,67%</i>
<i>Thay thế</i>	<i>95,74%</i>	<i>96,53%</i>	<i>96,47%</i>	<i>96,44%</i>	<i>96,39%</i>	<i>96,33%</i>
Tốc độ tăng trưởng nhu cầu lớp ô tô		4,80%	5,73%	5,68%	5,74%	5,65%

(Nguồn: Đăng kiểm Việt Nam, BMI, BVSC ước tính)

Trong dài hạn, thị trường tiêu thụ ô tô còn rất nhiều tiềm năng kéo theo sự tăng mạnh của nhu cầu sắm lớp ô tô. Tỷ lệ sở hữu ô tô hiện nay ở Việt Nam là khá thấp. Theo nghiên cứu của BMI thì tỷ lệ xe ô tô dưới 9 chỗ/1000 dân của Việt Nam trong năm 2011 là chỉ 11,7 xe. Thấp hơn nhiều so với các nước trong khu vực là Malaysia (306,8 xe), Singapore (122,4 xe), Thailand (70,7 xe), và Indonesia (57,1 xe). Với thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng, cơ sở hạ tầng dần được nâng cấp và lộ trình giảm thuế nhập khẩu theo các cam kết khi gia nhập WTO và AFTA thì nhu cầu xe ô tô sẽ tăng mạnh trong dài hạn.

Khái quát năng lực sản xuất lớp ô tô giai đoạn 2013 – 2016

Hiện tại ngoài 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem với tổng công suất sản xuất lớp ô tô là 2,2 triệu lớp thì còn có sự đóng góp đáng kể từ 2 doanh nghiệp nước ngoài đó là Yokohama với 400 ngàn lớp và Kumho với 3,125 triệu lớp.

Năng lực sản xuất lốp ô tô trong nước

	2012	2013	2014	2015	2016
CSM	1.200.000	1.200.000	1.375.000	1.445.000	1.550.000
DRC	500.000	1.010.000	1.010.000	1.140.000	1.380.000
SRC	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Yokohama	400.000	400.000	400.000	400.000	400.000
Kumho	3.150.000	6.300.000	6.300.000	6.300.000	6.300.000
Bridgestone	-	-	6.500.000	6.500.000	6.500.000
Khác	-	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Tổng cộng:	5.750.000	18.410.000	25.085.000	25.285.000	25.630.000

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Công suất sản xuất lốp ô tô sẽ tăng đáng kể 12,38 triệu lốp trong năm 2013. Trong năm 2013, dự kiến Kumho sẽ nâng gấp đôi công suất sản xuất lốp ô tô lên 6,3 triệu lốp/năm. DRC cũng sẽ vận hành nhà máy mới với công suất là 230 ngàn lốp/năm. Đồng thời 3 nhà máy của Trung Quốc ở Bình Phước, Tây Ninh và Thanh Hóa mỗi nhà máy có công suất 3 triệu lốp/năm sẽ đi vào hoạt động.

Trong năm 2014, Bridgestone sẽ bắt đầu vận hành nhà máy sản xuất lốp Radial với công suất 6,5 triệu lốp/năm, trong giai đoạn 2014-2016 DRC và CSM cũng tăng dần công suất từ dự án Radial, Kumho cũng có dự định nâng công suất lên 13 triệu lốp/năm tuy nhiên chưa có kế hoạch cụ thể.

Năng lực sản xuất lốp ô tô tăng lên trong giai đoạn 2013 – 2016 hoàn toàn từ các sản phẩm lốp Radial. Tuy nhiên theo thông tin từ các doanh nghiệp thì phần lớn sản phẩm Radial sản xuất trong nước sẽ được xuất khẩu. Kumho sẽ xuất khẩu 90% sản lượng lốp ô tô sản xuất, Bridgestone sẽ xuất khẩu toàn bộ, DRC sẽ xuất khẩu 40%, trong khi đó CSM sẽ xuất khẩu 30% sản lượng lốp Radial từ nhà máy mới từ năm 2016.

Năng lực sản xuất lốp ô tô Radial

	2012	2013	2014	2015	2016
CSM	300.000	300.000	475.000	545.000	650.000
DRC	-	230.000	230.000	360.000	600.000
SRC	-	-	-	-	-
Yokohama	-	-	-	-	-
Kumho	3.150.000	6.300.000	6.300.000	6.300.000	6.300.000
Bridgestone	-	-	6.500.000	6.500.000	6.500.000
Khác*	-	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Tổng cộng:	3.450.000	15.830.000	22.505.000	22.705.000	23.050.000

(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Sản xuất lốp Radial tiêu thụ thị trường nội địa

	2012	2013	2014	2015	2016
CSM	300.000	300.000	475.000	545.000	545.000
DRC	-	138.000	138.000	216.000	360.000
SRC	-	-	-	-	-
Yokohama	-	-	-	-	-
Kumho	315.000	630.000	630.000	630.000	630.000
Bridgestone	-	-	-	-	-
Khác*	-	-	-	-	-
Tổng cộng	615.000	1.068.000	1.243.000	1.391.000	1.535.000

Theo chúng tôi, sản lượng lốp Radial sản xuất với mục đích tiêu thụ nội địa đã vượt nhu cầu lốp Radial trong nước. Thị trường lốp Radian sẽ cạnh tranh quyết liệt hơn nữa nếu sản lượng dự định xuất khẩu được tiêu thụ trong nước.

3.2. Nhu cầu sử dụng lốp xe máy

Theo Tổng cục đăng kiểm Việt Nam thì số lượng xe máy lưu hành tính đến cuối năm 2011 là khoảng 34,3 triệu chiếc, với nhu cầu thay thế ước khoảng 0,85 lốp/xe/năm (theo Vinachem) thì nhu cầu lốp thay thế khoảng 29,16 triệu lốp/năm. Bên cạnh đó, nếu tính số lượng xe máy lắp mới phục vụ cho nhu cầu tiêu thụ nội địa khoảng 3,3 triệu xe/năm thì nhu cầu lốp lắp mới là khoảng 6,6 triệu. Do đó tổng nhu cầu tiêu thụ lốp xe trong năm 2011 là khoảng 35,76 triệu lốp, trong đó nhu cầu lốp xe thay thế chiếm đến 81,5%.

Trong năm 2012, do nền kinh tế Việt Nam đang gặp nhiều khó khăn nên sản lượng tiêu thụ xe máy đã giảm mạnh và chỉ bằng một nửa so với năm trước đó, đạt khoảng 1,65 triệu xe. Trong vòng 5 năm tới thì theo quy hoạch ngành xe máy của Bộ Công Thương số lượng xe máy mới tiêu thụ hàng năm khoảng 2 triệu xe. Theo chúng tôi thì nhu cầu xe máy mới này chủ yếu đến từ nhu cầu xe tay ga do thị trường xe máy Việt Nam đã tương đối bão hòa với tỷ lệ dân số/xe máy là 2,47 người/xe máy, khá sát với tỷ lệ bão hòa là trung bình 2,5 người dân có một chiếc xe máy. Do đó, theo ước tính thì tỷ lệ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ lốp trong giai đoạn 2012-2016 chỉ ở mức 5,1%, thấp hơn nhiều so với mức trên 10% ở các năm trước đó. Tuy nhiên, với 90% nhu cầu tiêu thụ lốp trong giai đoạn 2012-2016 đến từ nhu cầu lốp thay thế và các doanh nghiệp trong nước chỉ chiếm chưa đến 30% tổng sản lượng tiêu thụ thì thị trường lốp xe máy vẫn khá ổn định và còn nhiều tiềm năng cho các doanh nghiệp trong nước khai thác.

Nhu cầu sử dụng lốp xe máy ở Việt Nam

(đơn vị: triệu chiếc)	2010	2011	2012E	2013F	2014F	2015F	2016F
Số lượng xe máy lưu hành	31,00	34,30	35,95	37,95	39,95	41,95	43,95
Nhu cầu lốp xe máy thay thế/năm	26,35	29,16	30,56	32,26	33,96	35,66	37,36
% so với tổng nhu cầu lốp xe	81,5%	81,5%	90,3%	89,0%	89,5%	89,9%	90,3%
Số lượng xe máy mới tiêu thụ/năm	3,00	3,30	1,65	2,00	2,00	2,00	2,00
Số lượng lốp xe lắp mới/năm*	6,00	6,60	3,30	4,00	4,00	4,00	4,00
% so với tổng nhu cầu lốp xe	18,5%	18,5%	9,7%	11,0%	10,5%	10,1%	9,7%
Tổng nhu cầu lốp xe máy	32,35	35,76	33,86	36,26	37,96	39,66	41,36
Tăng trưởng (%)	N/A	10,5%	-5,3%	7,1%	4,7%	4,5%	4,3%

** Chỉ tính số lượng xe máy lắp mới phục vụ cho nhu cầu tiêu thụ thực ở nội địa*

(Nguồn: Cục đăng kiểm Việt Nam, Quy hoạch ngành xe máy – Bộ Công Thương, BVSC tổng hợp)

3.3. Nhu cầu sử dụng lốp xe đạp

Nhu cầu bão hòa nên thị trường lốp xe đạp hầu như không tăng trưởng. Nhìn chung thì trong vòng 5 năm gần đây sản lượng sản xuất lốp xe đạp chỉ xoay quanh mức 24 triệu chiếc. Với nhu cầu trong nước đã bão hòa thì sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp xe đạp gần như không tăng trưởng qua các năm gần đây và trong thời gian tới. Bên cạnh đó, với biên lợi nhuận gộp khá thấp, chỉ quanh mức 3% thì sản xuất và kinh doanh sản phẩm sản phẩm lốp xe đạp tương đối không hấp dẫn, do đó các doanh nghiệp trong nước đang giảm dần tỷ trọng doanh thu của 2 mặt hàng này. Tuy nhiên, với tỷ trọng giá trị chỉ chiếm khoảng 7% giá trị ngành thì những biến động về sản lượng tiêu thụ của sản phẩm lốp xe đạp hầu như không tác động đến diễn biến chung của ngành.

3.4. Xu hướng Radial hóa và tiềm năng từ thị trường xuất khẩu

3.4.1. Xu hướng Radial hóa

Ở các nước phát triển thì lốp Radial chiếm hơn 90% tổng lượng lốp xe lưu hành, trong khi đó ở các nước đang phát triển thì tỷ lệ này là 60%. Ở Việt Nam thì tỷ lệ này khá thấp, chỉ chiếm khoảng 10% và được sử dụng chủ yếu cho xe con. Lốp Radial có tính năng ưu việt hơn hẳn lốp Bias như độ bền gấp 2 lần, giảm tiêu hao nhiên liệu 12%-16%, sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh.... và đặc biệt phù hợp với yêu cầu xe ô tô chạy tốc độ cao. Nhờ những đặc tính ưu việt này mà lốp Radial ngày càng được sử dụng nhiều và dần thay thế lốp Bias. Với sự phát triển của nhiều dự án đường cao tốc sắp tới thì nhu cầu thay thế lốp Bias bằng Radial là một nhu cầu tất yếu.

Hiện nay thì thị phần lốp Radial hoàn toàn bị kiểm soát bởi các thương hiệu nổi tiếng trên thế giới như Bridgestone, Michelin, Goodyear... Các doanh nghiệp này hiện tại nhập khẩu toàn bộ và phân phối tại Việt Nam. Tuy nhiên, hai doanh nghiệp trong nước là CSM và DRC đang triển khai dự án sản xuất lốp Radial với tổng công suất 1,6 triệu lốp/năm để đón đầu xu hướng Radial hóa này.

3.4.2. Tiềm năng từ thị trường xuất khẩu

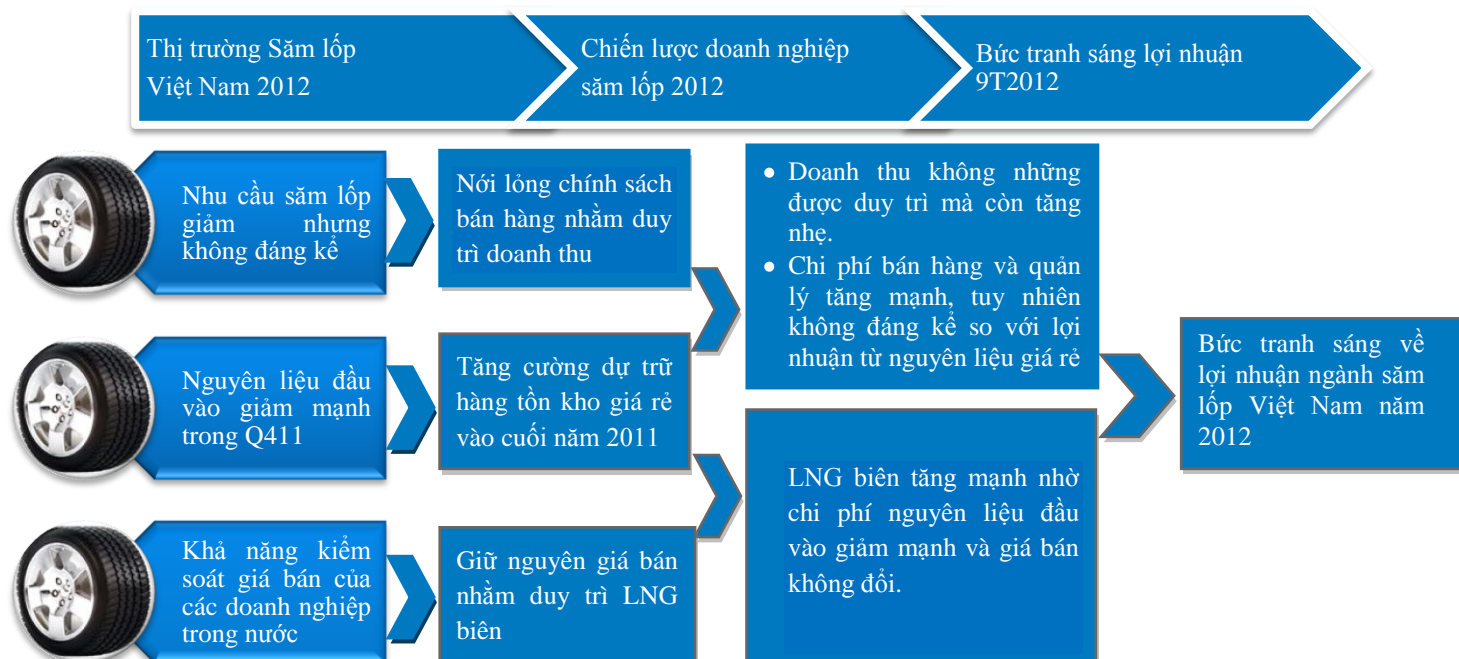
Thị trường sản phẩm nội địa tuy ổn định nhờ nhu cầu thay thế nhưng tiềm năng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn không hấp dẫn. Đối với phân khúc sản phẩm lốp xe đạp thì do nhu cầu đã bão hòa nên hầu như không còn tăng trưởng. Còn đối với phân khúc sản phẩm lốp xe máy và ô tô thì tốc độ tăng trưởng trong 5 năm tới dự báo cũng chỉ ở mức 5,1% và 5,7% do nhu cầu tiêu thụ ô tô và xe máy cũng không tăng nhiều. Với mức tăng trưởng như vậy thì thị trường tiêu thụ sản phẩm lốp trong nước trong ngắn và trung hạn không thật sự hấp dẫn.

Tuy nhiên, với quy mô thị trường sản phẩm thế giới rộng lớn chưa được các doanh nghiệp trong nước khai phá thì tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp trong tương lai nhờ đẩy mạnh xuất khẩu là rất lớn. Hiện nay thị trường sản phẩm Việt Nam chỉ chiếm khoảng 0,34% so với quy mô thị trường sản phẩm thế giới. Việt Nam lại có nhiều điều kiện thuận lợi để sản xuất sản phẩm như nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, nhân công rẻ và thuế xuất khẩu mặt hàng sản phẩm lốp là 0% so với mức 8% ở Trung Quốc thì tiềm năng tăng trưởng từ xuất khẩu các sản phẩm sản phẩm lốp là rất lớn. Các công ty sản phẩm hàng đầu thế giới cũng đã nhận ra những thuận lợi này và đã mở nhà máy sản xuất tại Việt Nam để xuất khẩu đi các nước như Kumho, Yokohama, Cheng Shin và Bridgestone. Hai doanh nghiệp trong nước là DRC và CSM cũng sẽ tăng cường xuất khẩu sản phẩm từ 2 dự án Radial. DRC sẽ xuất khẩu 40%, trong khi đó CSM sẽ xuất khẩu 30% sản lượng lốp Radial từ nhà máy mới trong từ năm 2016.

4. Phân tích Five – forces ngành sản lốp Việt Nam

5 nhân tố ngành	Đánh giá	Nhận xét
Rào cản ngành	Cao	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành sản lốp đòi hỏi nhu cầu vốn đầu tư ban đầu cao, đặc biệt là các dây chuyền sản xuất sản lốp xe hơi. - Kỹ thuật sản xuất sản lốp tương đối phức tạp nhằm đảm bảo các tiêu chí khắt khe về chất lượng như độ bền cao, mức sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh, độ bám tốt... - 3 công ty nội địa trực thuộc Vinachem, một số doanh nghiệp FDI và liên doanh đã gần như chiếm toàn bộ thị phần với hệ thống phân phối rộng khắp, thương hiệu mạnh, giá cả và chất lượng cạnh tranh. - Tốc độ tăng trưởng ngành chủ yếu phụ thuộc tăng trưởng ngành sản lốp ô tô, tuy nhiên với chính sách hạn chế ô tô của chính phủ thì tốc độ tăng trưởng ngành cũng không đủ hấp dẫn.
Quyền lực người mua	Thấp	<ul style="list-style-type: none"> - Ngành phục vụ nhu cầu cho 2 nhóm đối tượng chính đó là: i. Đáp ứng nhu cầu thay thế cho chủ phương tiện cá nhân (chiếm trên 90% nhu cầu) ii. Nhu cầu lắp mới cho các công ty lắp ráp xe máy, xe đạp và ô tô. - Vì nhu cầu thay thế sản lốp là một nhu cầu thiết yếu, nhu cầu sử dụng chủ yếu là đối tượng cá nhân với nhu cầu thay thế riêng lẻ nên ưu thế không thực sự thuộc về người mua. Các công ty trong ngành có thể kiểm soát giá.
Quyền lực người bán	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> - Hầu hết nguồn cao su tự nhiên được xuất khẩu nên giá bán phụ thuộc vào thị trường thế giới. Các nguyên liệu còn lại được nhập khẩu nên giá cũng phụ thuộc vào biến động giá của thế giới. Do đó, các công ty sản xuất sản lốp khó chủ động trong việc đàm phán giá cả. Điểm thuận lợi của các doanh nghiệp sản lốp là do nguồn cung cao su thiên nhiên ở Việt Nam khá dồi dào, có nhiều nhà cung cấp nên các doanh nghiệp có thể lựa chọn đơn vị cung cấp có giá hợp lý. Đối với các nguyên liệu nhập khẩu thì các công ty sản xuất sản lốp vẫn có lợi thế tương tự.
Sản phẩm thay thế	Thấp	<ul style="list-style-type: none"> - Sản lốp không có sản phẩm thay thế, chỉ có các sản phẩm tự thay thế cho nhau về mẫu mã, chất lượng và công nghệ.
Mức độ cạnh tranh	Trung bình	<ul style="list-style-type: none"> - Mức độ tập trung cao: hiện ngành sản lốp Việt Nam hầu như bị chi phối bởi 3 doanh nghiệp nội địa trực thuộc Vinachem, một vài doanh nghiệp FDI và liên doanh nước ngoài. Mỗi doanh nghiệp có một lợi thế riêng nên mức độ cạnh tranh hiện tại chỉ ở mức trung bình. - Tốc độ tăng trưởng của ngành thấp: vì tốc độ tăng trưởng của ngành không cao nên trong tương lai các doanh nghiệp sẽ phải cạnh tranh với nhau khốc liệt để giữ vững thị phần ở hầu hết các phân khúc sản lốp xe đạp, xe máy và ô tô.

5. Cập nhật KQKD 9T12 của 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem



5.1. Đặc điểm thị trường Săm lốp Việt Nam 2012

Nhu cầu săm lốp giảm nhưng không đáng kể. Năm 2012, nền kinh tế Việt Nam tăng trưởng chậm, kéo theo đó là nhu cầu tiêu thụ xe hơi, xe máy chậm lại và tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ săm lốp, đặc biệt là mảng OEM. Đối với các doanh nghiệp săm lốp trong nước thì thị trường lốp thay thế chiếm đến 94% nên nhu cầu tiêu thụ có giảm nhưng không đáng kể. Tuy nhiên, các doanh nghiệp cần chiến lược hợp lý để duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu.

Nguyên liệu đầu vào giảm mạnh kể từ Q411 và tiếp tục xu hướng giảm cho đến cuối Q312. Nguyên liệu chính là cao su tự nhiên Q411 đã giảm mạnh 32,9% so với quý đầu năm 2011 và tiếp tục xu hướng giảm cho đến cuối Q312. So với 9T2011 thì giá cao su tự nhiên trung bình trong 9T2012 đã giảm khoảng 35%. Giá cao su nhân tạo cũng giảm với mức độ tương ứng. Trong khi các nguyên liệu khác như than đen, sợi nylon và các hóa chất khác cũng giảm theo xu hướng giảm của giá dầu thô thế giới.

Khả năng kiểm soát giá bán của các doanh nghiệp trong nước: Các doanh nghiệp săm lốp trong nước có khả năng kiểm soát giá bán theo hướng có lợi cho doanh nghiệp nhờ một số yếu tố sau:

◆ **Sản phẩm có khả năng cạnh tranh cao.** Sản phẩm của các doanh nghiệp trong nước có chất lượng tương đương với các sản phẩm nhập khẩu có thương hiệu như Michelin, Bridgestone hoặc của các doanh nghiệp FDI như Kumho, Yokohama, Inoue, Kenda. Tuy nhiên các sản phẩm trong nước có giá cạnh tranh hơn. Đối với các sản phẩm nhập khẩu tiêu ngạch từ Trung Quốc, tuy giá rẻ nhưng chất lượng thấp, không có thương hiệu thì sản phẩm trong nước vẫn có lợi thế hơn trong cạnh tranh.

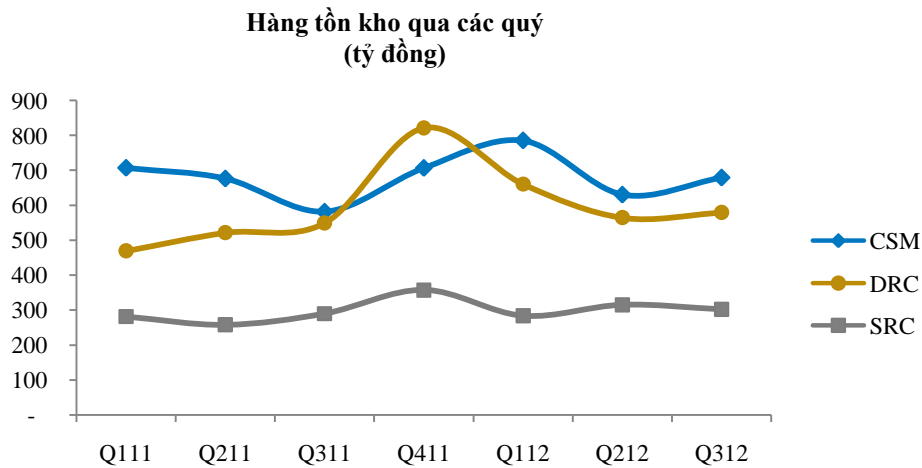
◆ **Kênh phân phối mạnh, thương hiệu quen thuộc.** Các doanh nghiệp trong nước sở hữu kênh phân phối mạnh, thương hiệu quen thuộc với người Việt nên không cần giảm giá bán mà vẫn có thể cạnh tranh được.

◆ **Vị thế của người mua ở mức thấp.** Thị trường sẫm lớp thay thế chiếm hơn 90% thị phần, người mua chủ yếu là các cá nhân nhỏ lẻ có nhu cầu thay thế, do đó khả năng đàm phán giá bán không cao nên các doanh nghiệp trong nước hoàn toàn chủ động về giá bán.

◆ **Khả năng đồng thuận về chính sách giá bán.** Hiện 3 doanh nghiệp lớn trong nước là CSM, DRC và SRC chiếm hơn 40% thị phần sẫm lớp của Việt Nam. Các doanh nghiệp này đều trực thuộc Vinachem (sở hữu chi phối) do đó khả năng có sự đồng thuận về chính sách giá bán.

5.2. Chiến lược kinh doanh của các doanh nghiệp sẫm lớp năm 2012

Tăng cường tồn kho nguyên liệu giá rẻ từ cuối năm 2011, và giảm dần cho đến cuối Q312. Chiến lược này là rất hợp lý ở chỗ: i, Tận dụng thời điểm giá nguyên liệu cao su xuống thấp cuối Q411; ii, Do tính mùa vụ nên giá cao su tự nhiên thường tăng cao vào cuối quý 1, đầu quý 2 hằng năm, tồn kho nhiều cuối Q111 đủ dùng từ 4-5 tháng có thể hạn chế được rủi ro này; iii, Giá cao su có xu hướng giảm cho đến cuối Q312, do đó các doanh nghiệp giảm dần hàng tồn kho đồng thời tất toán các khoản vay ngắn hạn nhằm giảm chi phí lãi vay.



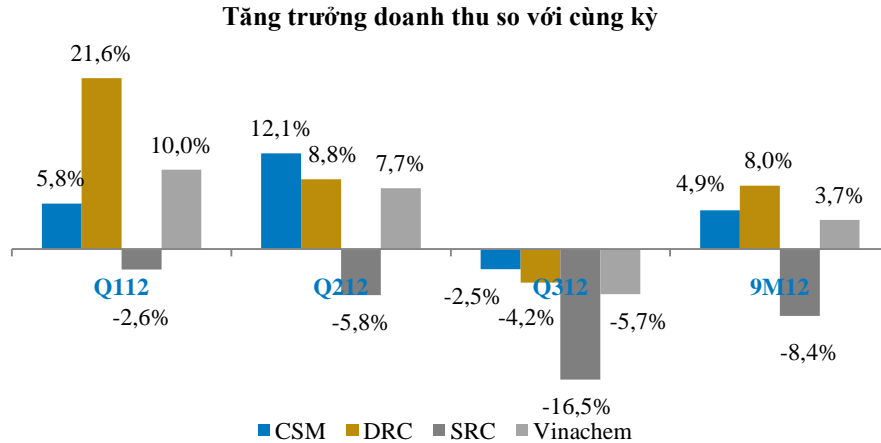
(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Giữ nguyên giá bán nhằm duy trì tỷ lệ lợi nhuận gộp biên ở mức cao. Với việc không giảm giá bán, các doanh nghiệp cao su trong nước được hưởng lợi kép từ việc tăng giá bán từ cuối quý 1 năm 2011 và giá cao su nguyên liệu giảm.

Nới lỏng chính sách bán hàng. Các doanh nghiệp trong nước đã tăng cường các chương trình khuyến mãi, đồng thời tăng chiết khấu và giãn thời gian thanh toán cho các đại lý nhằm đảm bảo tăng trưởng doanh thu.

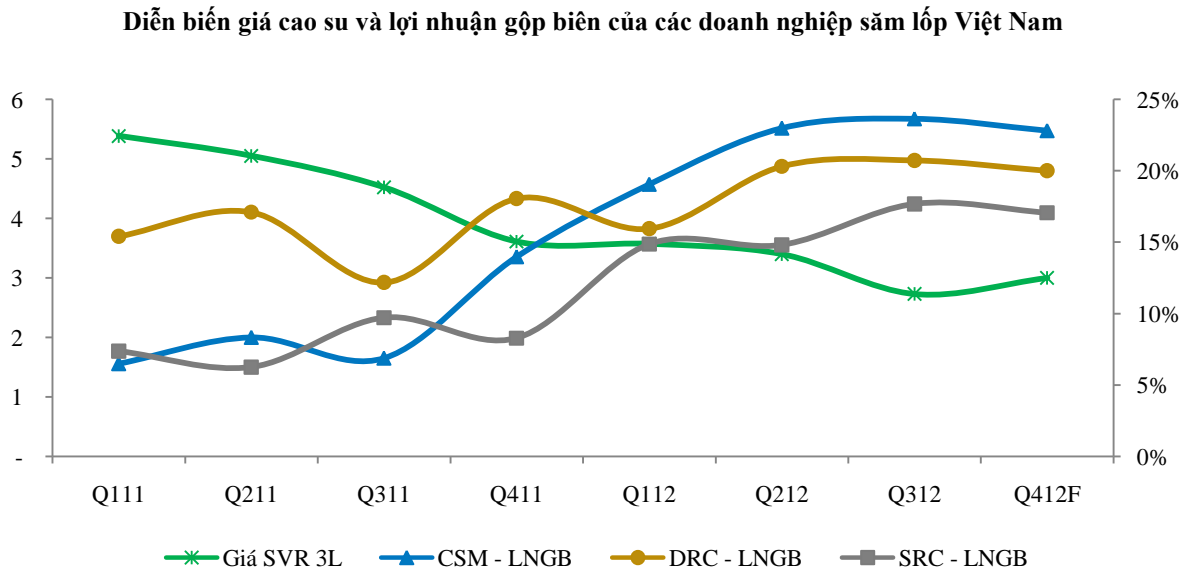
5.3. Bức tranh sáng lợi nhuận 9T12

Tăng trưởng doanh thu được duy trì. Trong 9 tháng đầu năm 2012, doanh thu chung của 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem tăng trưởng 3,7% so với cùng kỳ. Cụ thể, doanh thu CSM tăng 4,9%, DRC là 8% trong khi đó doanh thu của SRC giảm 8,4% do công ty không có nhiều lợi thế cạnh tranh về chất lượng, mẫu mã và đặc biệt là giá cả với các sản phẩm của DRC, Trung Quốc (lốp ô tô lớn) và Kenda (lốp xe đạp, xe máy).



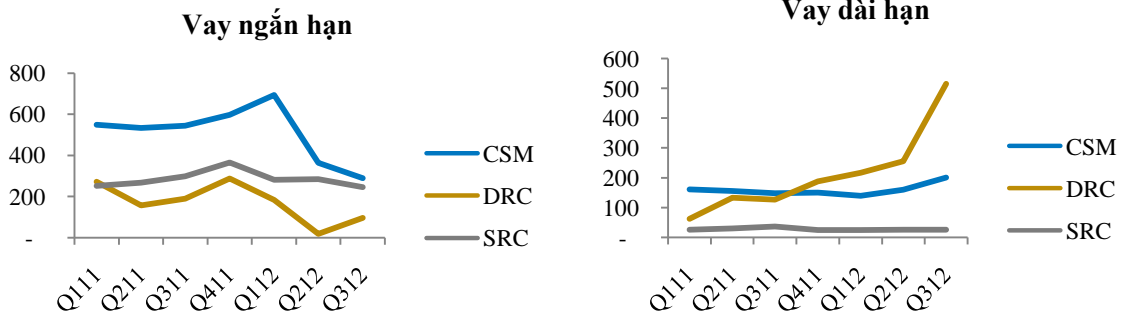
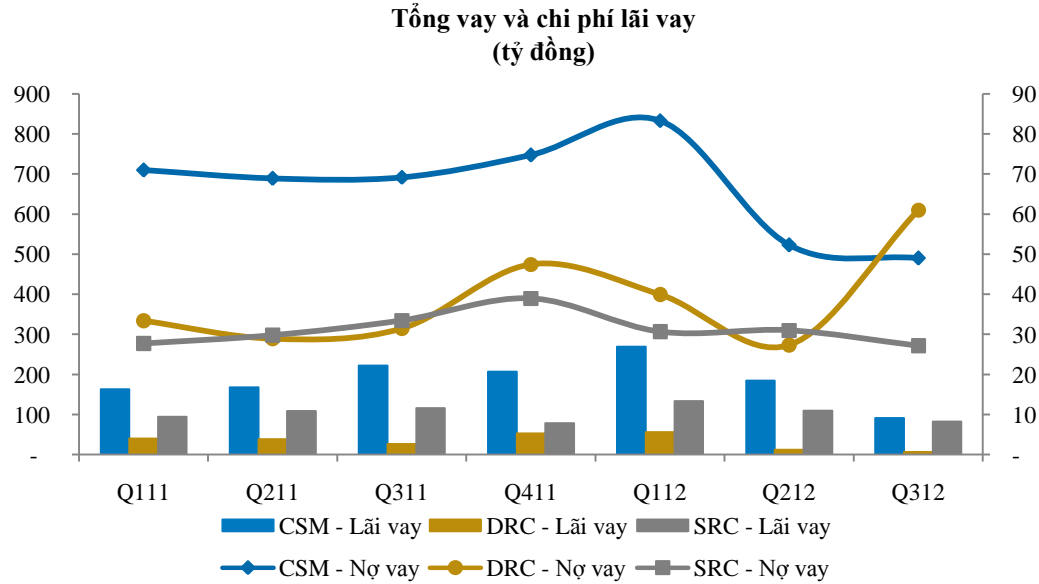
(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Lợi nhuận gộp biên tăng đột biến chủ yếu nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm mạnh. Với nguyên liệu đầu vào giảm mạnh cùng với việc giữ giá bán cao như ở cuối năm trước các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm đã cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp 9T12 của CSM, DRC và SRC lần lượt tăng lên 22%, 19,01%, 15,7% từ mức 7,26%, 14,91%, 7,8% trong 9T11. Đây chính là yếu tố chính mang đến lợi nhuận khả quan cho các doanh nghiệp trong năm 2012.



(Nguồn: Hiệp hội cao su Việt Nam, BCTC doanh nghiệp, BVSC tổng hợp)

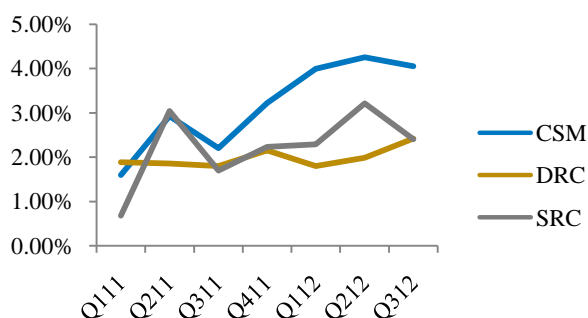
Chi phí lãi vay giảm mạnh qua các quý trong 9T12. Với việc sử dụng phần lớn vay ngắn hạn cho hoạt động tồn kho giá rẻ cuối Q411 thì vay ngắn hạn của 3 doanh nghiệp đã tăng mạnh so với quý trước đó, trung bình khoảng 21,28%. Kéo theo đó là chi phí lãi vay của các doanh nghiệp tăng mạnh 35,63% vào cuối quý sau (Q112). Tuy nhiên, với việc giảm dần hàng tồn kho thì đến cuối Q212, vay ngắn hạn của các doanh nghiệp đã giảm đáng kể thậm chí hầu như không còn vay ngắn hạn như trường hợp DRC do đó lãi vay trung bình Q212 đã giảm đáng kể 33,34% so với quý trước đó. Tuy trong Q312 DRC tăng các khoản vay để tài trợ cho dự án Radial nhưng hầu hết đã được vốn hóa nên chi phí lãi vay hạch toán trong kỳ cũng ở mức rất thấp, CSM và SRC tiếp tục giảm chi phí lãi vay trong Q312. Nhìn chung thì chi phí lãi vay của ba doanh nghiệp trong Q312 tiếp tục giảm 12,6 tỷ, tương đương 41,2% so với quý trước.



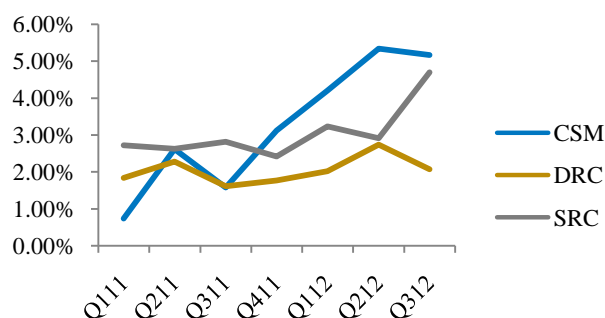
(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Chi phí bán hàng và quản lý tăng mạnh, tuy nhiên không đáng kể so với lợi từ giá nguyên liệu đầu vào. Với việc nới lỏng chính sách bán hàng thì chi phí bán hàng của 3 doanh nghiệp sản phẩm trực thuộc Vinachem đã tăng mạnh 57,6 tỷ đồng tương đương 57% trong 9 tháng đầu năm 2012 so với cùng kỳ. Trong khi đó chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng 92,6 tỷ đồng, tương đương 94% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, mức tăng này cũng không đáng kể so với việc hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu giảm. Lợi nhuận gộp của 3 doanh nghiệp đã tăng 515,6 tỷ trong 9T12, trong khi đó CPBH và CPQL chỉ tăng 150,2 tỷ, chiếm khoảng 29% tổng lợi nhuận gộp tăng thêm.

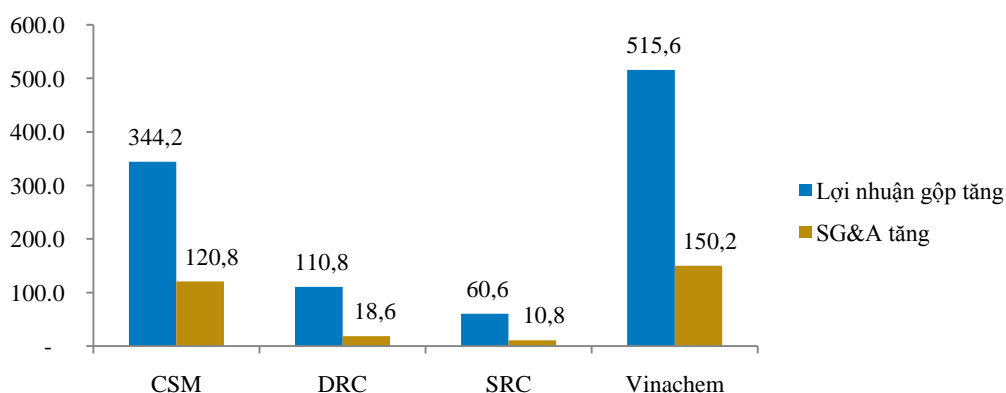
Tỷ lệ CPBH/DTT



Tỷ lệ CP QLDN/DTT



Thay đổi lợi nhuận gộp và SG&A 9T12 so với cùng kỳ (tỷ đồng)



(Nguồn: BVSC tổng hợp)

Lợi nhuận đột biến, vượt xa kế hoạch năm

Với nền tảng nhiều năm phát triển cùng với một chiến lược kinh doanh hợp lý, các doanh nghiệp sầm lopp Việt Nam đã tận dụng được điều kiện thuận lợi là giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh và đã tạo nên một bức tranh sáng về lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2012. Cụ thể, LNTT của CSM tăng gần 10 lần so với cùng kỳ, LNTT của DRC cũng cao hơn 57% so với cùng kỳ, SRC từ mức lỗ 2 tỷ 9 tháng năm trước đã đạt được mức lời 46,4 tỷ trong 9 tháng đầu năm nay. Các doanh nghiệp gần như đã vượt xa kế hoạch lợi nhuận sau thuế với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch, đối với DRC, CSM và SRC lần lượt là 165%, 126% và 129%.

Lợi nhuận trước thuế	9T11	9T12	yoy	KH2012	%KH
CSM	22,9	247,8	982%	150	165%
DRC	184,8	290,6	57%	230	126%
SRC	(2,0)	46,4	N/A	36	129%

6. Triển vọng Q412 của 3 doanh nghiệp sản xuất lốp xe thuộc Vinachem

Dự báo doanh thu Q412 của CSM, DRC và SRC tăng nhẹ so với quý trước tuy nhiên giảm so với cùng kỳ. Tổng doanh thu Q412 của 3 doanh nghiệp tăng so với quý trước chủ yếu nhờ doanh thu tăng thêm của CSM. Thông thường doanh thu của CSM cao nhất vào quý cuối năm do nhu cầu thay thế lốp xe khách và xe tải nhẹ tăng cao. Trong khi đó doanh thu của DRC trong Q4 dự báo sẽ thấp nhất so với các quý khác trong năm do trong quý thường mưa nhiều ở miền Trung làm giảm mạnh nhu cầu tiêu thụ lốp xe tại các công trường. Đối với SRC chúng tôi dự báo doanh thu chưa được cải thiện, tương đương với quý trước do tính cạnh tranh của sản phẩm lốp xe đạp và xe máy vẫn chưa cao. So với cùng kỳ năm trước thì doanh thu của 3 doanh nghiệp này trong Q4 sẽ giảm nhẹ bởi 2 lý do chính đó là nhu cầu tiêu thụ chung của thị trường giảm và giá bán giảm trung bình 3% so với cùng kỳ.

Doanh thu Q412	Q411	Q312	Q412F	yoy	qoq
CSM	749,7	760,2	793,7	5,9%	4,4%
DRC	678,6	651,4	640,0	-5,7%	-1,8%
SRC	298,9	265,9	265,9	-11,0%	0,0%
Tổng	1,727,3	1,677,5	1,699,6	-1,6%	1,3%

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu tăng. Sau khi chạm đáy vào tháng 8/2012 ở mức giá 2.579 USD/tấn (SVR 3L), giá cao su tự nhiên (nguyên liệu chiếm 40% giá thành sản xuất lốp xe) trong những ngày đầu Q4 đã phục hồi trở lại trước những cam kết về cắt giảm sản lượng của 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia (hiện chiếm 70% tổng sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu). Tuy nhiên Q4 thường là mùa cao điểm khai thác cao su nên nguồn cung sẽ tiếp tục tăng, do đó giá cao su thiên nhiên sẽ không tiếp tục tăng mà nhiều khả năng vẫn dao động quanh mức 3.000 USD/tấn. Với giả định giá bán không đổi, giá cao su trung bình Q412 giữ ở mức quanh 3.000 USD/tấn, cao hơn khoảng 9,4% so với quý trước thì chúng tôi ước tính LNG của CSM, DRC và SRC trong Q412 sẽ lần lượt là 22,82%, 20,01% và 17,06%, giảm nhẹ 0,83%, 0,73% và 0,62% so với Q312.

Chi phí lãi vay sẽ tăng trở lại trong Q412. Các doanh nghiệp sẽ tăng trở lại các khoản vay ngắn hạn trong Q412 để dự trữ tồn kho nguyên liệu cao su vào các tháng cuối năm nhằm tránh chu kỳ tăng giá trở lại do khan hiếm nguồn cung cao su tự nhiên vào nửa cuối quý 1, đầu quý 2 năm 2013. Bên cạnh đó, với việc đang đầu tư khá nhiều cho các dự án hiện tại bằng cả vốn vay dài hạn và vốn tự có, DRC cũng cần tăng thêm vay ngắn hạn để bổ sung cho vốn lưu động. Do đó, trong Q412 chúng tôi ước tính lãi vay của 3 doanh nghiệp vào khoảng 33,3 tỷ cao hơn 15,4 tỷ so với Q312.

LNST Q412 dự báo giảm so với quý trước, nhưng vẫn cao hơn nhiều so với cùng kỳ năm trước. Với dự báo lợi nhuận gộp biên giảm nhẹ so với quý trước, chi phí bán hàng và quản lý vẫn ở mức cao, chi phí lãi vay tăng thì LNST của 3 doanh nghiệp giảm 14,3% so với quý trước. Tuy nhiên, so với cùng kỳ năm trước thì nhờ lợi nhuận gộp biên được cải thiện đáng kể nên tổng LNST cao hơn 80,2% so với cùng kỳ.

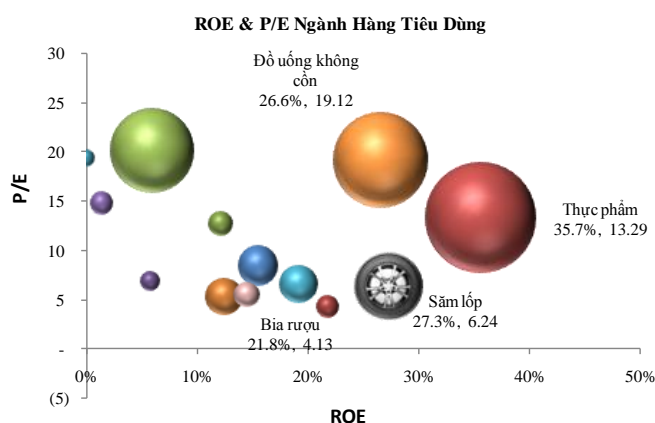
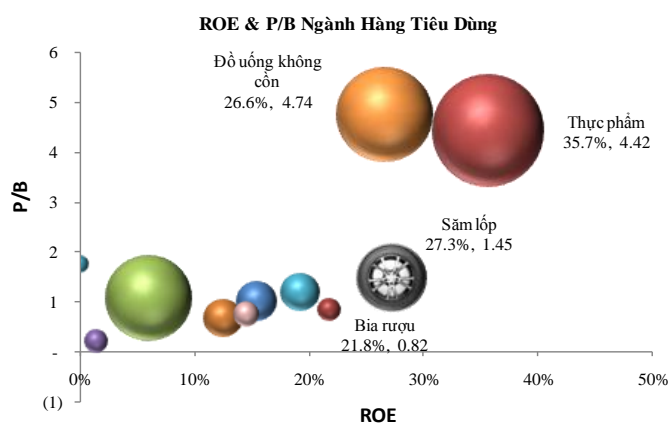
Dự báo LNST Q412	Q411	Q312	Q412F	yoy	qoq
CSM	21,6	76,8	65,0	201,0%	-15,4%
DRC	59,0	73,8	65,4	10,8%	-11,5%
SRC	(1,8)	15,1	11,8	N/A	-22,1%
Tổng	78,8	165,7	142,1	80,2%	-14,3%

7. Quan điểm BVSC

Nhu cầu mặt hàng sản phẩm, tuy là bị ảnh hưởng ít nhiều từ sức khỏe nền kinh tế toàn cầu, nhưng vẫn cho thấy tính ổn định cao, thể hiện ở tốc độ tăng trưởng qua các năm, đặc biệt chỉ giảm nhẹ ở những năm chịu khủng hoảng kinh tế tài chính. Hiệu quả hoạt động ngành sản phẩm phụ thuộc nhiều vào yếu tố giá nguyên liệu đầu vào – cao su tự nhiên – đây là mặt hàng có biến động giá mạnh và thường có mối tương quan cao với giá dầu thế giới. Riêng đối với ngành sản phẩm Việt Nam, chúng tôi cho rằng có những lợi thế và tiềm năng nhất định: lợi thế về sản xuất, khả năng cạnh tranh của sản phẩm, khả năng đẩy mạnh xuất khẩu, hiệu quả hoạt động tương đối cao với ROE là 27,3%, cao thứ 2 trong ngành hàng tiêu dùng và chỉ số P/E và P/B lần lượt là 6,24x và 1,45x cũng khá hấp dẫn so với các doanh nghiệp có ROE cao hơn hoặc tương đương trong ngành hàng tiêu dùng. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý về những rủi ro đã đề cập ở trên, đặc biệt là rủi ro giá nguyên liệu tăng mạnh sau thời gian suy thoái kéo dài, sẽ ảnh hưởng mạnh đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp trong ngành và rủi ro từ việc dịch chuyển các nhà máy sản phẩm Trung Quốc sang Việt Nam.

Ngành	ROE (%)	P/E (lần)	P/B (lần)	Vốn hóa thị trường trung bình (tỷ đồng)
Thực Phẩm	35,7%	13,29	4,42	2.792,7
Sản phẩm	27,3%	6,24	1,45	1.046,2
Đồ uống không cồn	26,6%	19,12	4,74	2.033,7
Bia rượu	21,8%	4,13	0,82	107,2
Sản phẩm gia dụng không bền	19,2%	6,48	1,18	307,8
Nuôi trồng & Đánh bắt	15,5%	8,36	0,99	348,7
Thuốc lá	14,5%	5,38	0,75	124,8
Sản phẩm gia dụng bền	12,5%	5,23	0,65	309,2
May mặc	12,1%	12,65	0,60	124,7
Nội thất	6,0%	20,07	1,06	1.624,6
Hàng tiêu dùng điện tử	5,8%	6,83	0,40	82,8
Xây dựng nhà ở	1,4%	14,77	0,21	108,1

(Nguồn: Bloomberg)



Đối với 3 doanh nghiệp sản phẩm Việt Nam đang niêm yết thì chúng tôi đánh giá cao CSM với cơ cấu sản phẩm đa dạng, hệ thống phân phối rộng và có độ phủ lớn nhất ngành, đội ngũ quản lý kinh nghiệm và năng động. Chúng tôi cũng đánh giá cao DRC với thế mạnh sản phẩm là dòng sản phẩm ô tô tải và sản phẩm đặc chủng với giá trị trên mỗi sản phẩm lớn, lợi nhuận gộp biên cao, DRC còn sở hữu hệ thống phân phối qua các khách hàng tổ chức cực kỳ hiệu quả và một đội ngũ lãnh đạo giàu kinh nghiệm và chắc chắn.

8. Doanh nghiệp sản xuất Việt Nam tiêu biểu

CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

MCK: CSM

Địa chỉ: 146 Nguyễn Biểu, Q. 5, Tp.HCM

Điện thoại: (84.8) 38362 369

Nhóm ngành: Hàng tiêu dùng

Ngành: Lốp xe

Website: www.casumina.com.vn

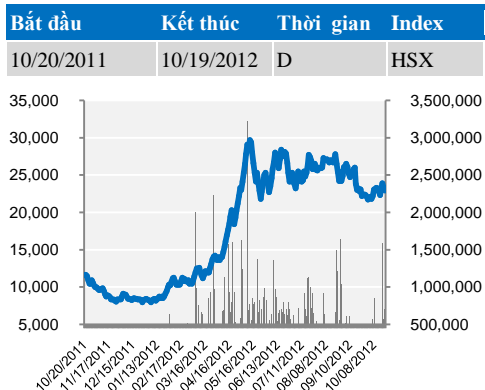
Doanh thu KH 2012(Tỷ đồng): 3.000

LNST KH 2012 (Tỷ đồng): 113

DPS KH 2012 (VND): -

Thông tin tài chính

Giá hiện tại (VND) (19/10/2012)	22.900
Vốn hóa (Tỷ VND)	1.340
Số lượng CPLH:	58.516.542
Beta:	1,76
Giá trị doanh nghiệp:	1.839
% Nước ngoài nắm giữ:	7%
% Cổ phiếu lưu hành tự do :	45%
P/E 4 quý gần nhất:	8,71
P/E dự báo:	11,91
P/B:	1,63
Cổ tức/ thị giá:	0,05



Thay đổi giá

1 Ngày	-1,7%
1 Tháng	3,2%
3 Tháng	-11,9%
6 Tháng	-0,4%
1 năm	130,2%

KLGD trung bình

1 Tháng	458.101
3 Tháng	480.612
6 Tháng	601.580
1 Năm	455.734

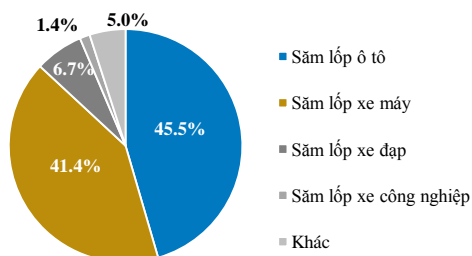
Tỷ lệ tăng trưởng (CAGR)

	1 năm	3 năm
Doanh thu	8,3%	8,2%
EBIT	-43,0%	-42,1%
EBITDA	-43,7%	-37,1%
LNST	-72,1%	-63,2%
Tổng tài sản	28,9%	14,5%
Vốn chủ sở hữu	22,0%	5,6%

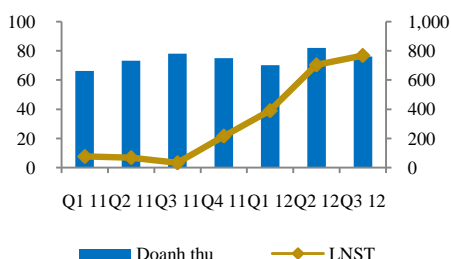
Báo cáo tài chính tóm tắt

Năm tài chính 31/12		2008	2009	2010	2011
Doanh thu	Tỷ VND	2.149	2.496	2.700	2.924
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	249	631	371	263
LNST	Tỷ VND	9	291	141	39
EBIT	Tỷ VND	10	379	223	127
EBITDA	Tỷ VND	51	454	319	180
EPS	VND	448	11.626	3.335	929
P/E	x	51,06	1,97	6,87	24,64
P/S	x	0,2	0,2	0,4	0,3
P/B	x	1,7	1,0	1,4	1,6
ROE	%	3%	71%	23%	6%
Nợ/VCSH	x	2,8	0,9	0,5	1,2

Cơ cấu doanh thu 2011



Doanh thu và lợi nhuận qua các quý

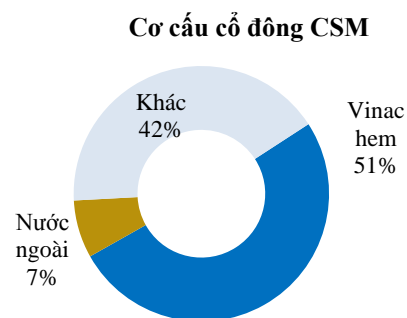


Kết quả kinh doanh Q32012

DVT: Tỷ VND	Q312	TT (%)	9T	TT (%)	% KH
Doanh thu	760	-2,5%	2.282	4,9%	76,1%
Lợi nhuận gộp	180	234,7%	502	218,2%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,6%	243,4%	22,0%	189,9%	
Lãi vay	9	-58,8%	55	-1,3%	
LNST	77	2257,6%	186	954,5%	165,5%
Lợi nhuận biên (%)	10,1%	2318,8%	8,2%	127,2%	
Vốn lưu động	639	130,4%	639	47,4%	
Vay ngắn hạn	289	-46,9%	289	-46,9%	
Vay dài hạn	201	36,0%	201	36,0%	
Vốn chủ sở hữu	901	51,1%	901	51,1%	
Tổng tài sản	1.645	15,3%	1.645	15,3%	

1. Thông tin chung

Công ty cổ phần Công nghiệp cao su Miền Nam (CSM) được thành lập năm 1976. Đến nay CSM có hơn 35 năm phát triển. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của CSM là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm xăm lốp với thế mạnh là dòng sản phẩm xăm lốp xe máy, ô tô du lịch và tải nhẹ, CSM sở hữu thương hiệu mạnh, hệ thống phân phối sâu rộng, sản phẩm chất lượng và đa dạng về mẫu mã. Năm 2005, DRC được cổ phần hóa với vốn điều lệ ban đầu là 90 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của công ty là 422,5 tỷ đồng, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam chiếm tỷ lệ 51%.



2. Hoạt động kinh doanh

2.1. Hệ thống sản phẩm: Trong 3 doanh nghiệp xăm lốp trực thuộc Vinachem thì CSM có hệ thống sản phẩm đa dạng nhất với thế mạnh là dòng xăm lốp xe máy, ô tô du lịch và tải nhẹ.

Hệ thống sản phẩm

Sản phẩm*	CSM
Lốp xe đạp	22
Lốp xe máy	68
Lốp ô tô, xe tải, xe nông nghiệp và lốp đặc chủng	60

* Nguồn: Tổng hợp từ website CSM

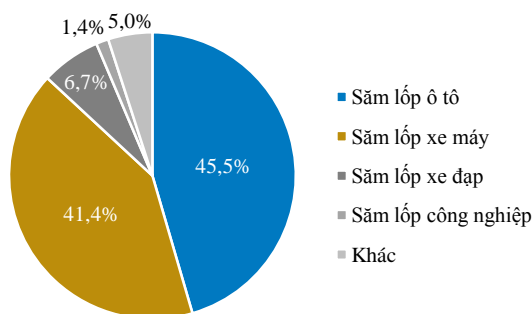
2.2. Năng lực sản xuất: Công suất các dây chuyền sản xuất của CSM dẫn đầu trong nhóm các doanh nghiệp xăm lốp trong nước. Hiện các dây chuyền của CSM hoạt động khoảng 80% công suất thiết kế.

	CSM
Lốp ô tô	1.200.000
<i>Bias</i>	900.000
<i>Radial</i>	300.000
Săm ô tô	800.000
Lốp xe máy	6.000.000
Săm xe máy	22.000.000
Lốp xe đạp	5.000.000
Săm xe đạp	8.000.000

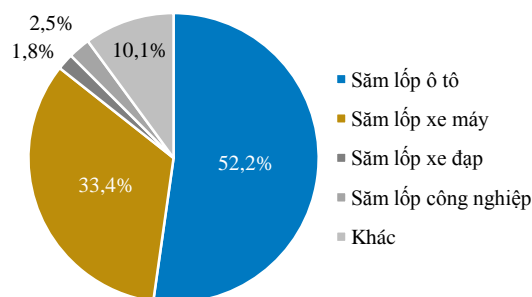
2.3. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận:

Sản phẩm xăm lốp ô tô và xe máy chiếm phần lớn doanh thu của CSM với 87% tổng doanh thu. Tuy doanh thu từ xăm lốp ô tô và xe máy xấp xỉ nhau, nhưng vì lợi nhuận gộp từ xăm lốp ô tô cao hơn nên lợi nhuận gộp từ sản phẩm từ xăm lốp ô tô chiếm ưu thế với 52% tổng lợi nhuận gộp. Với sản lượng tiêu thụ không nhiều nên mặc dù lợi nhuận gộp biên của sản phẩm xăm lốp công nghiệp có biên lợi nhuận gộp cao nhất vẫn không đóng góp nhiều vào lợi nhuận gộp của CSM.

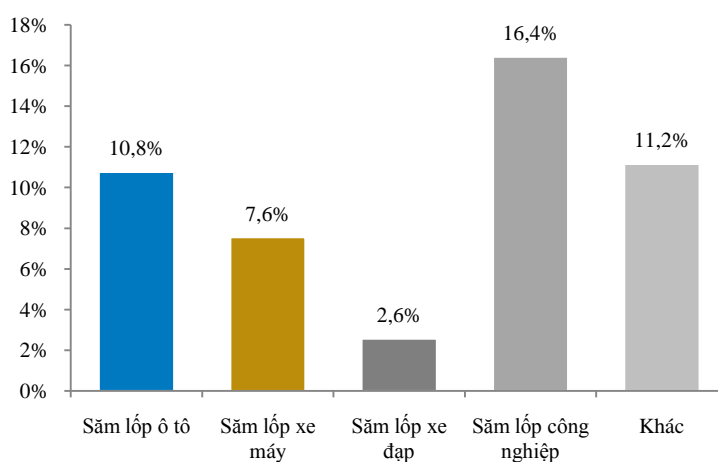
Cơ cấu doanh thu CSM năm 2011



Cơ cấu lợi nhuận gộp CSM năm 2011



Lợi nhuận gộp biên theo sản phẩm của CSM năm 2011



(Nguồn: Báo cáo bạch CSM, BVSC tổng hợp)

2.4. Kênh phân phối:

◆ **Sở hữu hệ thống phân phối rộng và có độ phủ lớn nhất ngành.** CSM là doanh nghiệp sản xuất có hệ thống phân phối rộng nhất trong ngành sản xuất Việt Nam với hơn 200 đại lý cấp 1 phủ khắp 64 tỉnh thành. Bên cạnh đó độ phủ của sản phẩm CSM là rất lớn, có đến 98% tiệm bán lẻ sản phẩm xe có trưng bày và bán sản phẩm của CSM.

◆ **Doanh thu xuất khẩu chiếm tỷ trọng đáng kể và sẽ tiếp tục tăng trong các năm tới.** Năm 2011, tỷ lệ doanh thu nội địa của CSM chiếm 76,8%, trong khi đó tỷ lệ doanh thu xuất khẩu là 23,2%, đóng góp đến 70,5% tỷ lệ doanh thu xuất khẩu lốp xe của các đơn vị trực thuộc Vinachem. Hiện CSM đã xây dựng mạng lưới tiêu thụ qua các nhà phân phối tại 36 quốc gia và vùng lãnh thổ để quảng bá thương hiệu và tiêu thụ sản phẩm. CSM khá chú trọng đến thị trường nước ngoài và định hướng trong thời gian tới sẽ tiếp tục tăng tỷ trọng xuất khẩu, đặc biệt khi dự án Radial đi vào hoạt động và cho doanh thu.

◆ **Duy trì tỷ lệ hàng OEM thấp nhằm đảm bảo tỷ suất lợi nhuận gộp cao.** Tỷ lệ OEM của CSM chỉ chiếm khoảng 2% tổng doanh thu. Sản phẩm thay thế chiếm khoảng 74,8%, còn lại là doanh thu đến từ xuất khẩu. CSM tiếp tục duy trì định hướng giảm thiểu hàng OEM để đảm bảo lợi nhuận gộp duy trì ở mức cao.

2.5. Dự án đầu tư:

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Mô tả
Dự án lớp Radial	3300 tỷ đồng	Là dự án sản xuất lớp Radial toàn thép. Dự án đang được triển khai, dự kiến trong Q4/12 hoặc đầu 2013 sẽ giải ngân mạnh 600 tỷ đồng để nhập thiết bị máy móc. Theo kế hoạch thì vào Q4/13 sẽ có sản phẩm đầu tiên. Qua trao đổi với lãnh đạo CSM, thì dự kiến chi phí dự án sẽ chỉ bằng 70%-80% chi phí ban đầu vì máy móc sẽ mua rẻ hơn do đối tác đang chịu tác động từ khủng hoảng châu Âu, bên cạnh đó lãi vay cũng giảm đáng kể do lãi suất giảm.
9 Nguyễn Khoái	550 tỷ đồng	Là khu phức hợp văn phòng chung cư. CSM góp 40% vốn bằng quyền sử dụng đất. Dự án đã triển khai xong phần móng và đang mở bán. Hiện tại CSM đang dùng khoản vay dài hạn của mình để thanh toán trước cho dự án, tính đến cuối Q3/12 thì chi phí xây dựng cơ bản dở dang cho công trình là 158,4 tỷ đồng. Liên doanh sẽ thanh toán lại toàn bộ khoản ứng trước này cùng với lãi vay. Bên cạnh đó CSM cũng được nhận thêm 33 tỷ hỗ trợ di dời nhà máy. Các khoản này có thể được ghi nhận vào thu nhập khác trong năm 2012 hoặc 2013. Tuy nhiên, với tình hình thị trường bất động sản hiện tại, chúng tôi không kỳ vọng dự án này sẽ mang lại lợi nhuận cho CSM trong ngắn hạn.

3. Hoạt động kinh doanh Q3/2012

Lợi nhuận tiếp tục cao trong Q3/12, 9T12 hoàn thành 165,5% kế hoạch LNST năm 2012.

◆ Trong Q3/12, CSM đạt 760,2 tỷ đồng DTT, giảm nhẹ 2,53% so với cùng kỳ năm trước và giảm 7,28% so với quý trước. Kể từ đầu Q3/12, với thuận lợi là giá cao su nguyên liệu giảm. CSM đã giảm giá bán trung bình 3%, đây chính là nguyên nhân chính làm doanh thu giảm trong quý. Theo ước tính của chúng tôi thì sản lượng tiêu thụ trong Q3/12 đã tăng nhẹ khoảng 0,5% so với cùng kỳ năm trước, tuy nhiên đã giảm khoảng 4,41% so với quý trước đó (Q2/12) chủ yếu là do nhu cầu di chuyển bằng ô tô giảm trong tháng 7 âm lịch dẫn đến nhu cầu thay thế lốp ô tô thấp.

◆ LNST trong quý đạt 76,8 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước chỉ là 3,2 tỷ. LNST tăng mạnh trong kỳ chủ yếu nhờ giá nguyên liệu cao su thấp (giá giảm 19,3% so với quý trước) làm cho biên lợi nhuận gộp ở mức rất cao (23,6%), cao hơn đến 16,76% so với cùng kỳ năm ngoái và trong lịch sử chỉ thấp hơn biên LNG năm 2009 là 25,27%. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay giảm mạnh 46,9% so với cùng kỳ năm trước cũng góp phần cải thiện lợi nhuận của CSM trong Q3/12. Với dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh, CSM đã giảm mạnh các khoản vay ngắn hạn xuống còn 288,9 tỷ, thấp hơn nhiều so với mức 544 tỷ cùng kỳ năm trước, cùng với lãi suất vay giảm thì chi phí lãi vay trong kỳ chỉ 9,1 tỷ, giảm mạnh 46,9% yoy. Tỷ lệ chi phí quản lý và bán hàng vẫn giữ ở mức cao 9,22%, tuy nhiên giảm nhẹ 0,37% so với quý trước.

◆ Lũy kế 9T2012, CSM đạt 2.281,5 tỷ DTT (+4,92% yoy) và 186,2 tỷ LNST gấp 10,5 lần so với cùng kỳ năm 2011. CSM đã hoàn thành 76,1% kế hoạch doanh thu và 165,5% kế hoạch lợi nhuận năm 2012.

4. Triển vọng Q42012

BVSC dự báo trong Q4, biên LNG của CSM sẽ giảm so với quý trước, trong khi chi phí lãi vay tăng trở lại và chi phí quản lý và bán hàng vẫn duy trì ở mức cao. Theo mô hình dự báo này, CSM có thể đạt 69,8 tỷ LNST trong Q412, tuy giảm 9,1% so với quý trước nhưng vẫn cao hơn 3 lần so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung cả năm, CSM ước đạt 256 tỷ LNST, cao gấp 6 lần so với mức thực hiện của năm 2011 và vượt 2,3 lần so với kế hoạch đề ra (kế hoạch LNST 2012 là 113 tỷ), EPS 2012 dự phóng tương đương 4.900 đồng/cổ phiếu,

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ so với quý trước. Với giả định giá bán không đổi, giá cao su trung bình Q412 giữ ở mức quanh 3.000 USD/ton, cao hơn khoảng 9,4% so với quý trước thì chúng tôi ước tính LNG của CSM trong Q412 sẽ là 22,82%, giảm nhẹ 0,83% so với Q312.

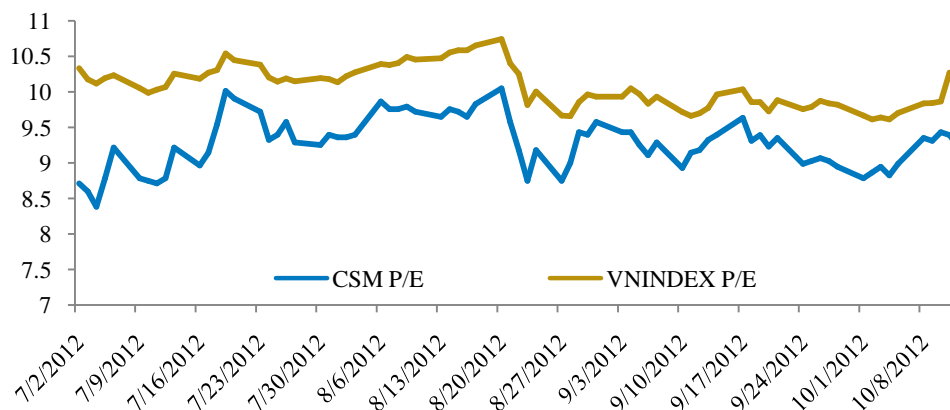
Chi phí lãi vay trong Q412 dự báo tăng. CSM sẽ tăng trở lại các khoản vay ngắn hạn trong Q412 để dự trữ tồn kho nguyên liệu cao su vào các tháng cuối năm nhằm tránh chu kỳ tăng giá trở lại do khan hiếm nguồn cung cao su tự nhiên vào nửa cuối quý 1, đầu quý 2 năm 2013. Do đó, trong Q412, chúng tôi ước tính lãi vay của CSM khoảng 17 tỷ cao hơn 7,9 tỷ so với Q312.

Sản lượng tiêu thụ Q412 được cải thiện so với Q312. Sản lượng tiêu thụ vào Q4 thường vẫn duy trì tốt nên chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của CSM trong Q4 sẽ tương đương Q212. Doanh thu Q412 ước đạt 793,7 tỷ, +4,41% qoq. Cả năm 2012, CSM ước đạt 3075,2 tỷ DTT (+5,18% yoy), vượt 2,5% kế hoạch năm 2012.

5. Nhận định BVSC

Với EPS 2012 dự phóng tương đương 4900 đồng/cổ phiếu, giá cổ phiếu CSM ngày 18/10/2012 là 23.300 đồng thì CSM hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng tương ứng 4,75x. Đây là mức khá rẻ so với P/E của VNINDEX hiện tại (10,2x – Bloomberg). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mọi kỳ vọng về lợi nhuận tăng đột biến của CSM trong năm 2012 đã phản ánh khá đầy đủ vào giá cổ phiếu hiện tại. Theo quan sát của chúng tôi thì kể từ tháng 7/2012 P/E của CSM hầu như biến động cùng chiều với P/E của thị trường. Do đó, diễn biến giá CSM hầu như sẽ biến động theo thị trường chung và sẽ khó có đột biến về giá cổ phiếu trong thời gian tới trừ khi có những khoảng lợi nhuận bất thường khác ngoài hoạt động kinh doanh chính.

Biến động P/E VNINDEX và P/E CSM

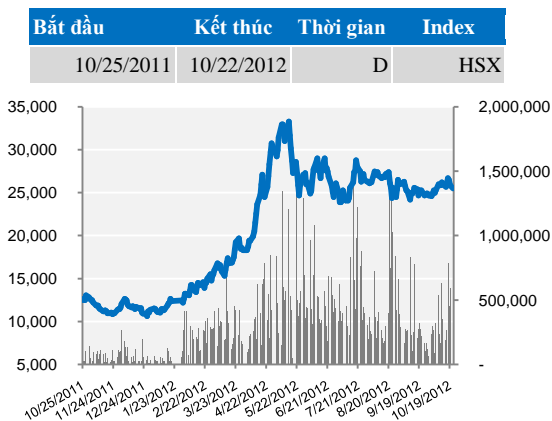


CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG

MCK: DRC
Địa chỉ: 1 Lê Văn Hiến, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84.511) 384 74 08

Nhóm ngành: Hàng Tiêu dùng
Ngành: Lốp xe
Website: www.drc.com.vn
Doanh thu KH 2012 (Tỷ đồng): 2.950
LNST KH 2012 (Tỷ đồng): 173
DPS KH 2012 (VND): 1.000

Thông tin tài chính	
Giá hiện tại (VND) (22/10/2012)	25.500
Vốn hóa (Tỷ VND)	1.765
Số lượng CPLH:	69.228.945
Beta:	1,62
Giá trị doanh nghiệp:	1.962
% Nước ngoài nắm giữ:	22%
% Cổ phiếu lưu hành tự do :	37%
P/E 4 quý gần nhất:	7,31
P/E dự báo:	10,23
P/B:	1,76
Cổ tức/ thị giá:	0,04



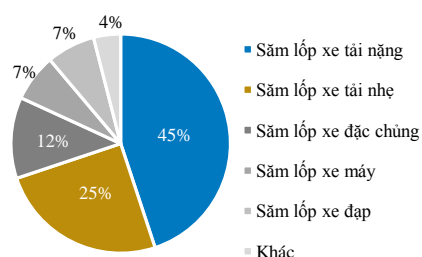
Thay đổi giá	
1 Ngày	-1,5%
1 Tháng	2,8%
3 Tháng	-3,0%
6 Tháng	-22,6%
1 năm	115,1%

KLGD trung bình	
1 Tháng	312.590
3 Tháng	380.361
6 Tháng	476.581
1 Năm	340.816

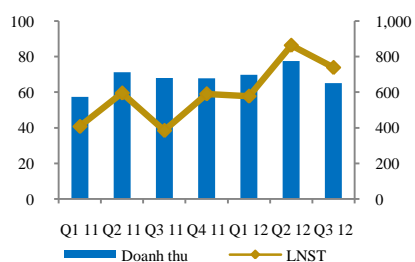
Tỷ lệ tăng trưởng (CAGR)		
	1 năm	3 năm
Doanh thu	22,1%	20,5%
EBIT	3,5%	-17,3%
EBITDA	0,4%	-14,7%
LNST	0,7%	-29,1%
Tổng tài sản	52,4%	43,7%
Vốn chủ sở hữu	22,0%	25,5%

Báo cáo tài chính tóm tắt					
Năm tài chính 31/12		2008	2009	2010	2011
Doanh thu	Tỷ VND	1.291	1.815	2.160	2.637
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	157	522	376	416
LNST	Tỷ VND	52	393	196	198
EBIT	Tỷ VND	97	408	270	279
EBITDA	Tỷ VND	125	441	320	321
EPS	VND	3.366	25.563	6.376	4.282
P/E	x	7,58	1,00	4,00	5,95
P/S	x	0,3	0,2	0,4	0,4
P/B	x	1,8	0,7	1,1	1,3
ROE	%	24%	102%	30%	25%
Nợ/VCSH	x	1,7	0,2	0,3	0,5

Cơ cấu doanh thu 2011



Doanh thu và lợi nhuận qua các quý

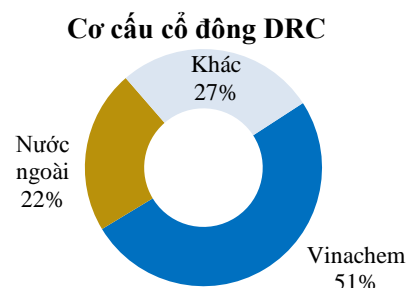


Kết quả kinh doanh Q32012

DVT: Tỷ VND	Q3 2012	TT (%)	9T	TT (%)	% KH
Doanh thu	651	-4,2%	2.126	8,0%	72,1%
Lợi nhuận gộp	135	63,1%	404	37,8%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	20,7%	70,3%	19,0%	29,3%	
Lãi vay	1	-75,6%	7	-29,4%	
LNST	74	92,3%	218	57,2%	126,3%
Lợi nhuận biên (%)	11,3%	100,7%	10,2%	3,3%	
Vốn lưu động	498	-19,9%	498	-26,9%	
Vay ngắn hạn	95	-49,5%	95	-49,5%	
Vay dài hạn	515	308,2%	515	308,2%	
Vốn chủ sở hữu	1.079	31,7%	1.079	31,7%	
Tổng tài sản	2.074	54,3%	2.074	54,3%	

1. Thông tin chung

Công ty Cổ phần cao su Đà Nẵng (DRC) tiền thân là nhà máy đắp vỏ xe của quân đội Mỹ. Đến nay DRC đã có quá trình phát triển liên tục hơn 35 năm. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm xăm lốp với thế mạnh là dòng sản phẩm ô tô tải và lốp đặc chủng với thị phần dẫn đầu ở Việt Nam. DRC được cổ phần hóa vào năm 2006 với vốn điều lệ ban đầu là 92,5 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 692,3 tỷ đồng. Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam chiếm tỷ lệ 50,51%.



2. Hoạt động kinh doanh

2.1. Hệ thống sản phẩm:

DRC có hệ thống sản phẩm đa dạng với hơn 140 sản phẩm các loại. Trong đó lốp ô tô tải và lốp đặc chủng là 2 dòng sản phẩm thế mạnh của công ty. Dòng ô tô tải của DRC được tin dùng nhờ chịu tải nặng, chịu mài mòn tốt. Bên cạnh đó, DRC còn là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất lốp đặc chủng dành cho các xe khai thác hầm mỏ, công trường, bến cảng... Hiện DRC dẫn đầu thị phần lốp ô tô tải.

Sản phẩm	Số sản phẩm
Lốp xe đạp	20
Lốp xe máy	27
Lốp tải nhẹ	6
Lốp tải nặng	16
Lốp nông nghiệp	10
Lốp đặc chủng	10
Săm xe đạp xe máy	26
Săm ô tô	N/A
Cao su kỹ thuật	25

2.2. Năng lực sản xuất

So với các doanh nghiệp sản xuất xăm lốp trong nước, DRC có công suất đứng thứ 2. Trước khi có dự án di dời xí nghiệp lốp xe đạp, xe máy sang khu công nghiệp Liên Chiểu và nâng công suất lên khoảng 1,5 lần thì sản lượng sản xuất của DRC thường xuyên vượt từ 30-50% công suất thiết kế. Hiện tại sau khi di dời thì công suất hoạt động của dây chuyền xăm lốp xe đạp và xe máy đạt 90% công suất thiết kế. Trong khi đó, sản lượng của dây chuyền sản xuất xăm lốp ô tô vẫn vượt trên 20% công suất thiết kế.

DRC tiền thân là nhà máy đắp vỏ xe của quân đội Mỹ, do đó sản phẩm lốp đắp được coi là sản phẩm truyền thống của công ty với công suất khoảng 40.000 lốp, cao nhất so với các doanh nghiệp trong nước.

	2012	2013
Lốp ô tô	500.000	1.010.000
Săm ô tô	400.000	800.000
Lốp xe máy	2.000.000	2.000.000
Săm xe máy	2.000.000	2.000.000
Lốp xe đạp	6.000.000	6.000.000
Săm xe đạp	3.000.000	3.000.000

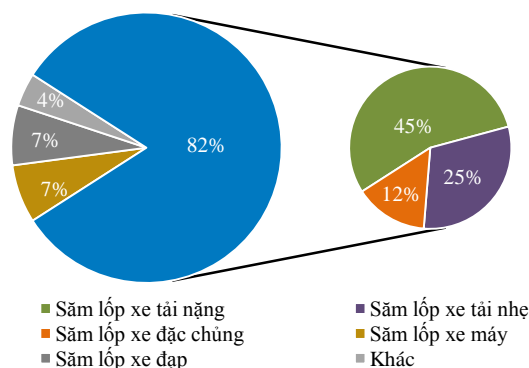
2.3. Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

Mặc dù sản lượng thấp, nhưng do giá bán cao nên doanh thu và lợi nhuận chủ yếu của DRC chủ yếu đến từ sản lốp ô tô. Sản lốp ô tô của DRC chiếm đến 82% tổng doanh thu trong năm 2011. Bên cạnh đó, dòng sản phẩm này cũng đóng góp lợi nhuận nhiều nhất do tỷ suất lợi nhuận của dòng sản lốp ô tô thường cao hơn dòng sản phẩm xe đạp và xe máy. Sắp tới khi dự án 600,000 lốp Radial đi vào hoạt động thì doanh thu từ lốp ô tô sẽ tiếp tục tăng.

Sản lượng tiêu thụ của DRC năm 2011

Lốp xe đạp	Chiếc	3.567.000
Săm xe đạp	"	3.995.000
Lốp xe máy	"	1.162.000
Săm xe máy	"	1.937.000
Lốp ô tô máy kéo	"	740.000
Săm ô tô	"	504.000
Yếm ô tô	"	382.000
Lốp ô tô đắp	"	45.200
SP cao su kỹ thuật	tỷ đồng	6,6

Cơ cấu doanh thu DRC năm 2011



2.4. Kênh phân phối

Kênh phân phối chủ lực tập trung ở Miền Trung. DRC có khoảng hơn 100 đại lý cấp 1, thấp hơn so với CSM (khoảng 200 đại lý) và SRC (khoảng 130 đại lý). Tuy nhiên, kênh phân phối của DRC khá mạnh ở khu vực miền Trung với hơn 60% đại lý cấp 1 tập trung ở khu vực này.

Kênh phân phối OEM và khách hàng tổ chức lớn mang lại hiệu quả đáng kể cho DRC. Với đặc thù sản phẩm thế mạnh của DRC là lốp xe tải và lốp đặc chủng, DRC khá mạnh đối với kênh phân phối là các khách hàng trực tiếp là các nhà sản xuất lắp ráp ô tô (OEM) như Tổng Công Ty Công Nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Huyndai Vina Motor và các khách hàng tổ chức lớn có nhu cầu thường xuyên và ổn định như các công ty thuộc tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, Becamex, Xi măng Bim Sơn, các công trình thủy điện Ngoài vai trò đảm bảo đầu ra ổn định cho DRC, các khách hàng này còn giảm đáng kể chi phí bán hàng của DRC so với phân phối qua kênh đại lý. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của DRC luôn được duy trì ở mức thấp qua các năm.

Hệ thống phân phối DRC:		Hệ thống đại lý cấp 1 tiêu biểu của DRC				
Nội địa	92,6%	Khu vực	Ô tô	Xe đạp - Xe máy	Khách hàng tổ chức	Tổng cộng
OEM	5,0%	Miền Bắc	9	2	9	20
Đại lý	75,0%	Miền Trung	31	26	4	61
Công ty lớn	12,6%	Miền Nam	10	7	3	20
Xuất khẩu	7,4%	Cả nước	50	35	16	101

2.5. Dự án đầu tư

Dự án	Tổng vốn đầu tư	Mô tả
Dự án di dời xí nghiệp sẫm lớp ô tô	673 tỷ đồng	Tổng vốn đầu tư là 673 tỷ trong đó 93,2 tỷ là từ giá trị tài sản cũ, vốn hỗ trợ di dời của Đà Nẵng là 160 tỷ, vốn tự có 72 tỷ và vốn vay thương mại là 348 tỷ. Dự án đã được khởi công xây dựng từ cuối tháng 9/2012, theo kế hoạch thì đến cuối năm 2013 sẽ hoàn thành. Dự kiến doanh thu từ dự án Radial sẽ bù đắp một phần thiếu hụt doanh thu trong quá trình di dời xí nghiệp sẫm lớp ô tô.
Dự án Radial	3.000 tỷ đồng	Hiện DRC đang đẩy mạnh tiến độ giải ngân cho dự án. Tính đến cuối Q312 thì chi phí xây dựng cơ bản dở dang của dự án là 896,7 tỷ đồng, thực tế dự án đã giải ngân được 1.070 tỷ đồng. Dự kiến đến cuối năm 2012 thì dự án sẽ được giải ngân tổng cộng 1.600 tỷ và sẽ chạy thử và cho ra sản phẩm đầu tiên.

2. Hoạt động kinh doanh Q312

Trong Q312, DRC đạt 651,4 tỷ đồng DTT (-4,22% yoy) và 73,8 tỷ đồng LNST tăng mạnh 92,28% so với cùng kỳ. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2012, DRC đạt 2.125,69 tỷ đồng DTT (+8,03% yoy) và 217,86 tỷ LNST (+57,24% yoy) hoàn thành 72,1% kế hoạch doanh thu và vượt 26,3% kế hoạch lợi nhuận năm 2012. Lợi nhuận gộp biên tăng và chi phí lãi vay thấp là hai yếu tố chính mang lại lợi nhuận đột biến của DRC trong quý so với cùng kỳ năm trước. Chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục giữ ở mức cao tuy nhiên không đáng kể so với lợi nhuận mang lại từ việc cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Q312, doanh thu thuần đạt 651,4 tỷ đồng giảm 4,22% so với cùng kỳ và 16,02% so với quý trước. Qua trao đổi với đại diện công ty thì 2 nguyên nhân chính làm giảm DTT trong Q312 là mưa nhiều bất thường trong tháng 9 ở miền Trung và giá bán giảm trung bình 3%. Đến 57% doanh thu của DRC đến từ lớp xe tải nặng và xe đặc chủng cho công trường, trong điều kiện thời tiết mưa nhiều thì nhu cầu vận chuyển đã giảm đáng kể ở các công trình xây dựng và khai thác mỏ. Thêm vào đó, thị trường miền Trung lại chiếm trên 50% doanh thu của DRC nên thời tiết mưa nhiều bất thường ở khu vực miền Trung đã tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ của DRC trong quý 3.

Lợi nhuận gộp biên tăng mạnh so với cùng kỳ. Tuy giá bán giảm trung bình 3% so với cùng kỳ nhưng nhờ giá nguyên liệu cao su giảm trung bình 39,4% so với cùng kỳ năm trước nên biên LNG của DRC đã tăng từ 12,18% (Q311) lên 20,74% trong Q312. Đây là yếu tố chính làm tăng đáng kể lợi nhuận ròng của DRC trong quý. Chi phí lãi vay rất thấp (khoảng 644 triệu đồng) cũng góp phần mang lại kết quả kinh doanh tích cực trong Q312. Thực tế chi phí lãi vay đã thanh toán trong Q312 của DRC là 14,4 tỷ đồng (+105% yoy) nhưng hầu hết đã được vốn hóa do các khoản vay của DRC hầu như dùng để đầu tư các dự án hiện tại của công ty.

Chi phí bán hàng và quản lý vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao. DRC tiếp tục nói lỏng chính sách bán hàng để duy trì doanh thu, do đó chi phí bán hàng vẫn tiếp tục giữ ở mức cao. Trong Q312, chi phí bán hàng là 15,7 tỷ đồng, tăng 28,75% so với cùng kỳ. Chi phí quản lý là 13,5 tỷ, + 23,55% yoy. Chi phí bán hàng và quản lý tiếp tục giữ ở mức cao đã làm giảm lợi nhuận thuần của DRC, tuy nhiên không đáng kể so với lợi nhuận mang lại từ việc cải thiện biên lợi nhuận gộp.

Giải ngân nhanh vào các dự án mới kéo theo nhu cầu vốn vay tăng mạnh. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang trong quý 3 tăng lên 896,7 tỷ đồng, gấp 2,4 lần so với đầu kỳ. DRC đã tập trung nguồn vốn tự có đồng thời tăng gần gấp đôi các khoản vay dài hạn lên 515,35 tỷ để đáp ứng nhu cầu vốn cho các dự án mới, đặc biệt là dự án Radial. Bên cạnh đó, dư nợ vay ngắn hạn của DRC cũng tăng đáng kể lên 95 tỷ đồng so với mức 17,46 tỷ đồng từ đầu kỳ nhằm bổ sung cho vốn lưu động trong ngắn hạn. Mặc dù nợ vay tăng mạnh nhưng cơ cấu vốn của DRC vẫn ở mức an toàn với tỷ lệ nợ/tổng tài sản và nợ/vốn chủ sở hữu lần lượt là 0,29x và 0,57x.

3. Triển vọng Q42012:

Doanh thu Q412 dự báo sẽ thấp nhất so với các quý khác trong năm. Thông thường thì quý 4 thường là mùa thấp điểm tiêu thụ của DRC do miền Trung thường mưa nhiều. Cùng với khó khăn chung của nền kinh tế chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng, đầu tư công của chính phủ chưa được cải thiện thì ban lãnh đạo DRC đã đặt mục tiêu doanh thu thuần trong Q412 là 640 tỷ đồng (-5,7% yoy và -1,8% qoq). Chúng tôi cho rằng đây là kế hoạch khá thực tế và đã được cân nhắc kỹ lưỡng nên đây cũng chính là dự báo doanh thu DRC của chúng tôi trong Q412. Cả năm 2012, DRC ước đạt 2.765,69 tỷ DTT cao hơn 4,89% so với năm trước và hoàn thành 93,75% kế hoạch năm 2012.

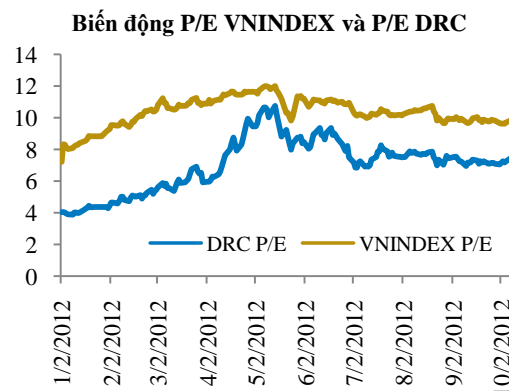
Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu tăng. Với giá định giá bán không đổi, giá cao su trung bình Q412 giữ ở mức quanh 3.000 USD/tấn, cao hơn khoảng 9,4% so với quý trước thì chúng tôi ước tính LNG của DRC trong Q412 sẽ là 20,01%, giảm nhẹ 0,73% so với Q312.

Chi phí lãi vay sẽ tăng trở lại trong Q412. DRC sẽ tăng trở lại các khoản vay ngắn hạn trong Q412 để dự trữ tồn kho nguyên liệu cao su vào các tháng cuối năm nhằm tránh chu kỳ tăng giá trở lại do khan hiếm nguồn cung cao su tự nhiên vào nửa cuối quý 1, đầu quý 2 năm 2013. Thêm nữa, với việc đang đầu tư khá nhiều cho các dự án hiện tại bằng cả vốn vay dài hạn và vốn tự có, DRC cũng cần tăng thêm vay ngắn hạn để bổ sung cho vốn lưu động. Do đó, trong Q412, chúng tôi ước tính lãi vay của DRC khoảng 5,4 tỷ cao hơn 4,8 tỷ so với Q312.

LNST Q412 ước tính đạt 65,3 tỷ LNS, tuy giảm 11,5 % so với quý trước nhưng vẫn cao hơn 10,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung cả năm, DRC ước đạt 283,2 tỷ LNST, tăng 43,3% so với năm 2011 và vượt 64,2% so với kế hoạch đề ra (kế hoạch LNST 2012 là 173 tỷ), EPS 2012 dự phóng tương đương 4.463 đồng/cổ phiếu.

4. Nhận định BVSC

Với EPS 2012 dự phóng tương đương 4.463 đồng/cổ phiếu, giá cổ phiếu DRC ngày 22/10/2012 là 25.500đ thì DRC hiện giao dịch ở mức P/E dự phóng tương ứng 5,7x. Đây là mức khá rẻ so với P/E của Vn-index hiện tại (9,6x – Bloomberg), tuy nhiên vẫn ở mức trung bình so với P/E của DRC kể từ đầu năm. Chúng tôi cho rằng mọi kỳ vọng về KQKD khả quan trong năm 2012 đã được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu hiện tại. Do đó, diễn biến giá của DRC sẽ hầu như biến động theo thị trường nếu không có những thông tin hỗ trợ khác. Với mục tiêu giảm vốn vay để đầu tư cho dự án Radial. DRC nhiều khả năng trong thời gian tới sẽ phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu. Triển vọng kinh doanh năm 2013 tiếp tục phụ thuộc nhiều vào biến động giá cao su và tình hình tiêu thụ của sản phẩm lốp Radial mới. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi và cập nhật tình hình DRC trong thời gian tới.



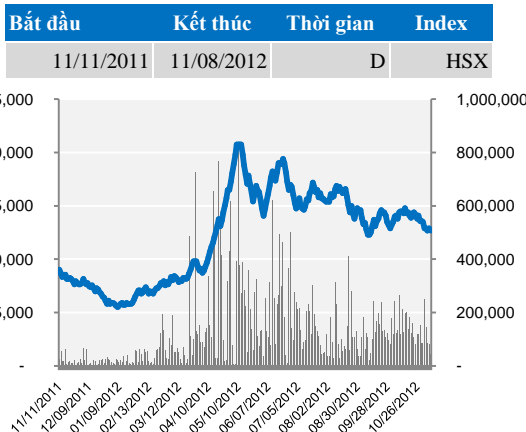
CTCP CAO SU SAO VÀNG

MCK: SRC
Địa chỉ: 231 Nguyễn Trãi, Hà Nội
Điện thoại: (84.4) 3 858 3656

Nhóm ngành: Hàng Tiêu dùng
Ngành: Lốp xe
Website: www.src.com.vn

Doanh thu KH 2012 (Tỷ đồng): 1.300
LNST KH 2012 (Tỷ đồng): 27
DPS KH 2012 (VND): 1.200

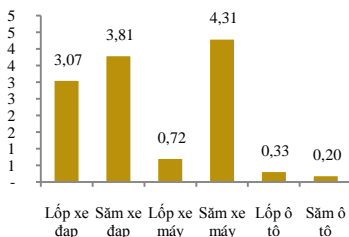
Thông tin tài chính	
Giá hiện tại (VND) (08/11/2012)	12.700
Vốn hóa (Tỷ VND)	206
Số lượng CPLH:	16.200.000
Beta:	1,71
Giá trị doanh nghiệp:	499
% Nước ngoài nắm giữ:	0%
% Cổ phiếu lưu hành tự do :	47%
P/E 4 quý gần nhất:	6,88
P/E dự báo:	7,62
P/B:	0,91
Cổ tức/ thị giá:	0,09



Thay đổi giá	
1 Ngày	-1,6%
1 Tháng	-12,4%
3 Tháng	-21,6%
6 Tháng	-17,7%
1 năm	65,7%

KLGD trung bình	
1 Tháng	133.971
3 Tháng	132.676
6 Tháng	153.635
1 Năm	134.106

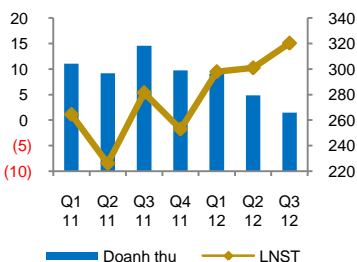
Sản phẩm tiêu thụ 2011 (triệu chiếc)



Tỷ lệ tăng trưởng (CAGR)

	1 năm	3 năm
Doanh thu	5,2%	5,3%
EBIT	4,2%	-40,6%
EBITDA	15,1%	-28,4%
LNST	-84,4%	-85,1%
Tổng tài sản	15,7%	6,5%
Vốn chủ sở hữu	22,0%	-4,8%

Doanh thu và lợi nhuận qua các quý



Báo cáo tài chính tóm tắt

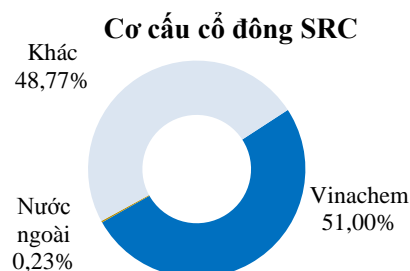
Năm tài chính 31/12		2008	2009	2010	2011
Doanh thu	Tỷ VND	920	1.093	1.152	1.212
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	90	205	110	104
LNST	Tỷ VND	1	102	14	2
EBIT	Tỷ VND	42	141	48	50
EBITDA	Tỷ VND	76	192	85	98
EPS	VND	74	9.488	894	140
P/E	x	172,75	1,34	14,21	90,79
P/S	x	0,1	0,1	0,2	0,2
P/B	x	1,0	0,6	0,9	1,0
ROE	%	1%	54%	6%	1%
Nợ/VCSH	x	2,6	1,0	1,1	1,8

Kết quả kinh doanh Q32012

DVT: Tỷ VND	Q3 2012	TT (%)	9T	TT (%)	% KH
Doanh thu	266	-16,5%	842	-8,4%	64,8%
Lợi nhuận gộp	47	52,0%	133	84,3%	
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,7%	82,0%	15,7%	95,6%	
Lãi vay	8	-28,9%	33	2,3%	
LNST	15	180,6%	35	-1873,4%	129,0%
Lợi nhuận biên (%)	5,7%	235,8%	4,1%	27,3%	
Vốn lưu động	109	75,7%	109	27,2%	
Vay ngắn hạn	246	-17,5%	246	-17,5%	
Vay dài hạn	26	-30,4%	26	-30,4%	
Vốn chủ sở hữu	241	14,3%	241	14,3%	
Tổng tài sản	586	-4,0%	586	-4,0%	

1. Thông tin chung

Công ty Cổ phần Cao su Sao Vàng (SRC), tiền thân là Nhà máy Cao Su Sao Vàng, được ra đời sớm nhất ngành công nghiệp cao su Việt Nam vào năm 1960, cho đến nay đã có hơn 50 năm lịch sử phát triển. Hoạt động sản xuất chính của SRC là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm sẫm lốp. Thương hiệu lâu năm và hệ thống phân phối khá mạnh ở khu vực miền Bắc là lợi thế lớn nhất của công ty, SRC được cổ phần hóa năm 2005 với vốn điều lệ ban đầu là 49 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của công ty là 168 tỷ đồng, Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam nắm 51%.



2. Hoạt động kinh doanh

2.1. Hệ thống sản phẩm

Hệ thống sản phẩm của SRC khá đa dạng với hơn 20 chủng loại sản phẩm lốp ô tô, 30 chủng loại sản phẩm lốp xe máy và 30 chủng loại lốp xe đạp. Săm lốp xe đạp và xe máy là sản phẩm truyền thống của SRC, tuy nhiên công ty hầu như không có ưu thế ở bất cứ sản phẩm nào so với DRC và CSM. SRC là doanh nghiệp duy nhất ở Việt Nam cung cấp sẫm lốp cho máy bay, tuy nhiên sản lượng mặt hàng này rất thấp nên đóng góp về doanh thu và sản lượng tương đối nhỏ. Bên cạnh đó, SRC còn sản xuất các mặt hàng cao su kỹ thuật.

2.2. Năng lực sản xuất

SRC có công suất thiết kế lốp ô tô thấp nhất trong ngành, tuy nhiên với sản phẩm truyền thống là lốp xe đạp và xe máy thì SRC có công suất dẫn đầu. Trong năm 2011, SRC chỉ hoạt động trung bình khoảng 46% công suất thiết kế.

Công suất & sản lượng tiêu thụ 2011

Sản phẩm	Đơn vị	Sản lượng	Công suất	% công suất
Lốp xe đạp	Chiếc	3.070.453	8.000.000	38%
Săm xe đạp	"	3.808.452	10.000.000	38%
Lốp xe máy	"	721.404	2.500.000	29%
Săm xe máy	"	4.306.562	7.000.000	62%
Lốp ô tô máy kéo	"	330.632	500.000	66%
Săm ô tô	"	201.748	500.000	40%
Yếm ô tô	"	113.305	N/A	N/A
			Trung bình	46%

2.3. Kênh phân phối

Hệ thống phân phối mạnh ở khu vực Miền Bắc. SRC có hơn 130 đại lý cấp 1 trên toàn quốc, số lượng đại lý cũng như độ phủ không rộng bằng CSM. Tuy nhiên, hệ thống phân phối của SRC khá mạnh ở khu vực phía Bắc với hơn 65% đại lý cấp 1 tập trung tại khu vực này. Thêm vào đó, thương hiệu SRC lâu năm, khá gần gũi, thân quen đối với người tiêu dùng miền Bắc.

Doanh thu nội địa chiếm hơn 93,1% tổng doanh thu. Xuất khẩu chỉ khoảng 6,9% doanh thu với thị trường xuất khẩu chính là Campuchia, Bangladesh, Myanmar, Angola và Mỹ.

2.4. Dự án đầu tư

Dự án	Mô tả
Nhà máy mới tại KCN Châu Sơn, tỉnh Hà Nam	SRC sẽ xây nhà máy mới tại KCN Châu Sơn, tỉnh Hà Nam và di dời nhà máy cũ tại 231 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội đến địa điểm mới. Dự án đã được tập đoàn Hóa Chất Việt Nam (sở hữu 51% vốn) chấp nhận về mặt chủ trương. Tuy nhiên phương án cụ thể chưa được duyệt tại ĐHCĐ 2012.
Khu đô thị và trung tâm thương mại Sao Vàng	Liên doanh sẽ được thành lập để thực hiện dự án bao gồm SRC với Công ty Việt Hưng và Công ty CP Tập đoàn Phú Mỹ. Dự án đã được tập đoàn Hóa Chất Việt Nam (sở hữu 51% vốn) chấp nhận về mặt chủ trương. Tuy nhiên, phương án cụ thể chưa được duyệt tại ĐHCĐ 2012.

Trụ sở văn phòng tại 233 Khương Trung, Thanh Xuân, Hà Nội.

Hiện dự án chưa được duyệt tại ĐHCĐ 2012.

3. Hoạt động kinh doanh Q312

Trong Q312, SRC đạt 265,9 tỷ đồng DTT (giảm 16,5% so với cùng kỳ) và 15,09 tỷ đồng LNST (tăng 2,8 lần so với cùng kỳ). Mặc dù doanh thu SRC tiếp tục sụt giảm, nhưng nhờ giá nguyên liệu cao su giảm mạnh và chi phí lãi vay giảm nên KQKD của SRC đã được cải thiện so với cùng kỳ năm trước. Kết thúc 9 tháng đầu năm 2012, SRC đạt 841,85 tỷ đồng DTT (-8,4% yoy) và 34,83 tỷ LNST trong khi cùng kỳ năm trước lỗ 1,96 tỷ đồng. SRC đã hoàn thành 64,8% kế hoạch doanh thu và vượt 29% kế hoạch LNST.

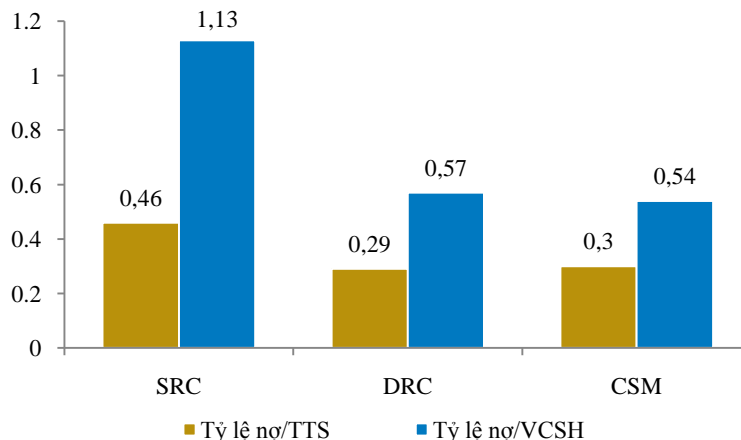
Doanh thu tiếp tục sụt giảm. Trong Q312, SRC đạt 265,9 tỷ đồng DTT, giảm 16,5% so với cùng kỳ và giảm 4,83% so với quý trước đó. Doanh thu của SRC đã liên tục giảm trong 4 quý gần đây. Theo giải thích của công ty thì nguyên nhân chính là do nhu cầu tiêu dùng chung của thị trường trong nước và xuất khẩu sụt giảm. Tuy nhiên, theo chúng tôi thì ngoài các yếu tố trên thì khả năng cạnh tranh thấp của sản phẩm lốp xe đạp và ô tô của SRC so với các đối thủ được đề cập trong ĐHCĐ thường niên 2012 vẫn đang tác động đến việc sụt giảm liên tục về doanh thu của SRC.

Giá nguyên liệu cao su nguyên liệu giảm mạnh 39,4% so với cùng kỳ đã tác động tích cực đến KQKD của SRC trong quý. Biên lợi nhuận gộp của SRC đã tăng mạnh từ 9,72% (Q311) lên 17,68% (Q312) và đóng góp chính vào việc tăng đáng kể lợi nhuận ròng của SRC trong Q312. Chi phí lãi vay giảm 28,9% so với cùng kỳ cũng đã góp phần mang lại KQKD tích cực trong kỳ.

Chi phí bán hàng vẫn duy trì ở mức trung bình trong khi chi phí quản lý tăng. Tỷ lệ CPBH/DTT của SRC trong Q312 là 2,41%, tương đương với mức trung bình của công ty trong các quý gần đây. Tuy nhiên CPQL của SRC trong Q312 đã tăng mạnh 39,3% so với cùng kỳ năm trước, tỷ lệ CPQL/DTT đã tăng từ 2,81% trong Q311 lên 4,69% trong quý này. Nguyên nhân chủ yếu là do chi phí nhân công tăng.

Tiền mặt tăng mạnh, vay ngắn hạn giảm. Nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt nên lượng tiền mặt cuối kỳ của SRC được cải thiện đáng kể. Tiền mặt cuối kỳ là 19,6 tỷ đồng, cao hơn 102,5% so với cùng kỳ. Cũng nhờ dòng tiền từ HĐKD tốt

nên vay ngắn hạn của SRC cũng đã giảm 17,5% so với cùng kỳ, còn 245,75 tỷ. Tuy nhiên tỷ lệ nợ vẫn còn ở mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.



(Nguồn: BVSC tổng hợp)

4. Triển vọng Q412

Doanh thu vẫn chưa được cải thiện, dự báo Q412 đạt mức tương đương Q312. Với nền kinh tế chưa có dấu hiệu hồi phục thì nhu cầu tiêu thụ sản phẩm trong Q4 dự báo sẽ tiếp tục thấp. Bên cạnh đó, với khả năng cạnh tranh của sản phẩm lốp xe đạp và ô tô của SRC vẫn chưa được cải thiện thì doanh thu Q412 vẫn sẽ ở mức thấp, dự báo tương đương Q312 là 265,92 tỷ đồng, giảm 11,03% so với cùng kỳ năm trước.

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ do chi phí nguyên liệu tăng. Với giả định giá bán không đổi, giá cao su trung bình Q412 giữ ở mức quanh 3.000 USD/tấn, cao hơn khoảng 9,4% so với quý trước thì chúng tôi ước tính LNG của SRC trong Q412 sẽ là 17,06%, giảm nhẹ 0,62% so với Q312.

Chi phí lãi vay sẽ tăng trở lại trong Q412. SRC sẽ tăng trở lại các khoản vay ngắn hạn trong Q412 để dự trữ tồn kho nguyên liệu cao su vào các tháng cuối năm nhằm tránh chu kỳ tăng giá trở lại do khan hiếm nguồn cung cao su tự nhiên vào nửa cuối quý 1, đầu quý 2 năm 2013. Do đó, trong Q412, chúng tôi ước tính lãi vay của SRC khoảng 10,9 tỷ cao hơn 2,7 tỷ so với Q312.

LNST Q412 ước tính đạt 15,6 tỷ LNST, tuy giảm 22,12% so với quý trước nhưng vẫn rất tốt so với mức lỗ cùng kỳ năm ngoái là 1,7 tỷ đồng. Tính chung cả năm, SRC ước đạt 46,58 tỷ LNST, cao hơn 20 lần so với năm 2011 và vượt 72,5% so với kế hoạch đề ra (kế hoạch LNST 2012 là 27 tỷ). EPS 2012 dự phóng tương đương 2.876 đồng/cổ phiếu.

5. Nhận định BVSC

Với EPS 2012 dự phóng tương đương 2.876 đồng/cổ phiếu, giá cổ phiếu SRC ngày 08/11/2012 là 12.700 thì SRC hiện đang giao dịch ở mức P/E dự phóng tương ứng là 4,4 lần. Mức này khá thấp so với P/E của Vn-Index hiện tại là 9,6 lần và so với P/E trung bình hiện tại của hai doanh nghiệp cùng ngành là DRC và CSM là 7,65 lần. Với KQKD Q412 tiếp tục khả quan, nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư SRC trong vòng 2 tháng tới. Tuy nhiên, với quy mô nhỏ và tính cạnh tranh của sản phẩm thấp, đặc biệt là khả năng cạnh tranh về giá so với các đối thủ thì các hạn chế này sẽ tác động tiêu cực vào KQKD khi diễn biến giá cao su không thuận lợi. Do đó trong dài hạn, chúng tôi không khuyến nghị đầu tư SRC.



CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt..

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999