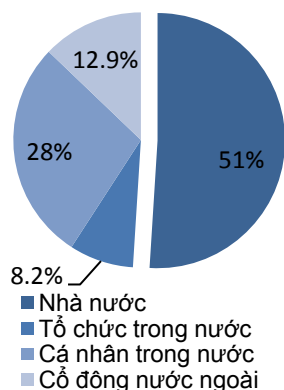


ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ



Thông tin chung

CPLH hiện tại (triệu cp)	67.3
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2,375
Sở hữu nước ngoài (%)	5.36%
EPS điều chỉnh_TTM (đ)	4,650

Thông tin giao dịch

Giá giao dịch hiện tại (đ/cp)	35.000
KLTB 10 ngày (cp)	650.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ)	17.000
Giá cao nhất 52 tuần (đ)	39.000
+/- 1 tháng qua (%)	+6%
+/- 3 tháng qua (%)	+34.6%
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	12

Chuyên viên phân tích:
Nguyễn Tuấn Anh
Email: anhnt1@bsc.com.vn

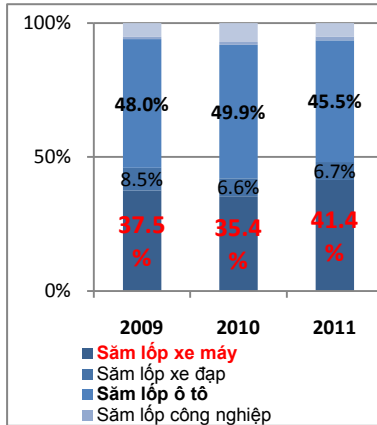
- ❖ **Ngành sản xuất lốp xe trong nước đang trong giai đoạn phát triển khá mạnh** với các dự án mở rộng sản xuất, đa dạng hóa sản phẩm của các DN đầu ngành cũng như sự tham gia của các công ty quốc tế. Lợi thế nguồn vật liệu là cao su tự nhiên trong nước giúp các công ty có sự tự chủ cao. Trên thế giới, nhu cầu thay thế khá ổn định và nhu cầu mới hiện có vẫn có sự tăng trưởng nhất định.
- ❖ **CSM là DN tiên phong đi đầu trong việc phát triển sản phẩm mới** (dự án 1 triệu lốp radial /năm) nhằm thay thế cho các sản phẩm nhập ngoại với chi phí thấp hơn. CSM với thị phần đứng đầu (35%) về các sản phẩm sẫm lốp được dự báo sẽ hưởng lợi nhiều từ xu hướng trên của ngành.
- ❖ **Hiệu quả hoạt động SXKD của CSM trong những năm gần đây cải thiện rõ rệt** và biến động khá mạnh theo giá cao su tự nhiên và một phần giá dầu mỏ. Dự báo trong thời gian còn lại của năm 2013, công ty vẫn tiếp tục được hưởng lợi thế này nhưng mức độ sẽ không được như năm 2012 khi hiện giá cao su tự nhiên đang ở mức hỗ trợ trung hạn xét trên các yếu tố kỹ thuật và cơ bản, cũng như sự tăng giá của giá dầu.
- ❖ **Một số rủi ro có thể đến khi đầu tư vào CSM:** sự biến động khá mạnh của các chỉ số hiệu quả kinh doanh do biến động giá cao su và triển vọng tăng trưởng của kinh tế trong và ngoài nước. Triển vọng tăng trưởng này chưa thực sự rõ nét và bền vững khi vẫn còn nhiều vấn đề cần phải giải quyết. Trong khi đó, dự án mở rộng năng lực sản xuất của ngành có thể phải đối mặt với tình trạng cung vượt cầu, tăng chi phí tài chính. Rủi ro này hiện đánh giá không quá cao khi so với triển vọng của ngành trước khả năng duy trì ở vùng giá thấp và giảm giá của cao su tự nhiên, cũng như liên kết dọc với cao su Phước Hòa (15%) nhằm hạn chế sự biến động của giá cao su và triển vọng giảm giá dài hạn của giá dầu thô.
- ❖ **Thanh khoản của CSM ở mức cao.** Bình quân khoảng 850.000 cổ phiếu / ngày trong 6 tháng trở lại đây. Mức thanh khoản như vậy khá hấp dẫn cho hoạt động giao dịch ngắn hạn cũng như cho sự tham gia đầu tư dài hạn của tổ chức.
- ❖ **Khuyến nghị đầu tư - MUA:** Xét trên quan điểm trung và dài hạn từ các yếu tố cơ bản và kỹ thuật, giá trị hợp lý của CSM cho năm 2013 được xác định là: 37,200. Dù giá CSM theo chúng tôi đã bắt đầu rơi về vùng khá hấp dẫn và NĐT có thể bắt đầu mở vị thế mua, tuy nhiên theo quan điểm thận trọng 2 vùng hỗ trợ trung hạn cho vị thế mua tốt nhất là tại mức giá 33.000 và 30.000. Khả năng tiêu thụ lốp radial là nhân tố có thể gây đột biến cần tiếp tục theo dõi thêm.

Chỉ tiêu cơ bản	2008	2009	2010	2011	2012
Tổng tài sản (tỷ đ)	1151.2	1162.4	1181.3	1522.9	1846.8
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2148.9	2496.3	2699.7	2923.8	3043.8
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	9	290.6	140.9	39.3	253.9
ROE (%)	3.3	52.4	20.9	6.3	26
EPS* (đ)	150	4.970	2.400	929	4.340

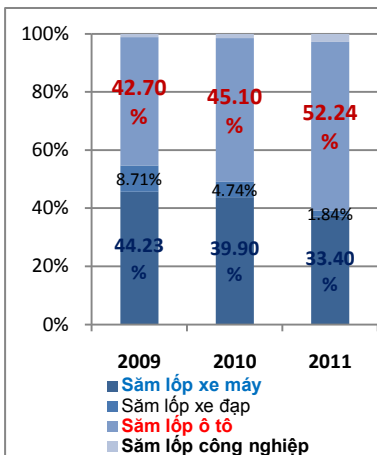
Nguồn: BCTC & BSC

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH SẴM LỐP

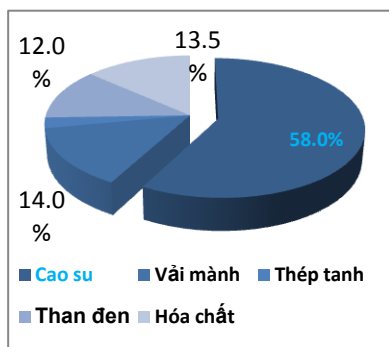
Cơ cấu sản phẩm theo doanh thu



Cơ cấu LN gộp theo sản phẩm chính



Cơ cấu NVL theo giá trị



Sản phẩm

Sản phẩm chủ lực của công ty là các loại sảm lốp xe các loại:

1. Sảm lốp xe gắn máy (máy thường và tay ga): gần 200 sản phẩm khác nhau về qui cách, kích thước, tốc độ và mức vận chuyển
2. Sảm lốp xe đạp: trên 80 loại
3. Sảm lốp xe ô tô (Du lịch và ô tô tải): trên 120 loại.
4. Sảm lốp xe công nghiệp: trên 90 loại sản phẩm.

Ngoài ra là các sản phẩm khác (ông cao su kỹ thuật, găng tay...)

Hình ảnh



Doanh thu tập trung vào hai dòng sản phẩm chính lốp ô tô và xe máy, trung bình khoảng 85% tổng doanh thu thuần hàng năm của Công ty. Đây vẫn là 02 dòng sản phẩm chủ lực trong tương lai của công ty. Trong khi đó, doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh khác chia nhau trong nhóm tỷ trọng 15% còn lại.

Biên lợi nhuận sản phẩm. Số liệu các năm cho thấy dòng sản phẩm lốp ô tô vẫn chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu lợi nhuận của công ty (chiếm trên 42% trên tổng lợi nhuận gộp toàn công ty). Đứng vị trí thứ hai trong cơ cấu này là dòng sản phẩm sảm lốp xe máy với hơn 33% trên tổng lợi nhuận. Đây được xem là 02 nhóm sản phẩm có tỷ suất sinh lợi cao nhất của công ty, do đó công ty đang tập trung xây dựng chiến lược để phát triển hiệu quả 02 nhóm sảm phẩm này. Xu hướng biên lợi nhuận gộp của sản phẩm chủ lực là lốp ô tô ngày một cải thiện phản ánh xu hướng đầu tư khá hiệu quả trong chiến lược phát triển của CSM thời gian qua.

YẾU TỐ ĐẦU VÀO

Đầu vào của ngành sản xuất lốp xe có sự phụ thuộc rất lớn vào nguồn nguyên liệu quan trọng nhất là cao su tự nhiên, chiếm tỷ trọng lên tới 58% theo CSM. Nhìn tổng thể công, công ty có sự chủ động khá lớn về nguyên liệu đầu vào.

- Đầu vào chính của công ty bao gồm: Cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp, vải mảnh, than đen, thép tanh và hóa chất các loại. Vật liệu phụ bao gồm: Màng hơi, cốt hơi, xăng công nghệ, bột tan, bao nylon, dầu nhớt v.v...Nguyên liệu bao gồm: Dầu FO, than đá
- Nguồn cung cấp: với lợi thế là quốc gia xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới, sản lượng xuất thô hiện đang ở mức rất cao (80-85%), nên công ty có thể tiếp cận với đầu vào quan trọng nhất là cao su tự nhiên từ khá nhiều nhà cung cấp trong nước khác nhau như: Cao su Phước Hòa (góp vốn 15%), Cao su Đồng Nai Cao su Tây Ninh, Dầu Tiếng, Phú Riềng...

Với các vật tư đầu vào khác, công ty chủ yếu nhập khẩu từ các nhà cung cấp lớn trên thế giới: Đài Loan, Mỹ, Indo, Ấn Độ, Thái Lan... Các vật liệu này không phải sản phẩm đặc thù nên đều có thể tìm được nguồn hàng có giá cạnh tranh nhất. Điểm quan trọng là giá thành các sản phẩm này có mối tương quan khá cao với giá dầu. Vì vậy sự biến động của giá dầu mỏ thế giới sẽ ảnh hưởng tương đối với triển vọng ngành và công ty. Với Than Đen: Năm 2008 Công ty tham gia góp vốn liên doanh xây dựng nhà máy sản xuất Than đen tại Việt Nam cùng tập đoàn RPG của Ấn Độ. Bên cạnh việc mang lại hiệu quả cao, dự án còn góp phần ổn định cho nguồn nguyên liệu đầu vào của Công ty.

Do nguyên liệu chủ yếu là cao su tự nhiên nên sự biến động của giá cao su sẽ ảnh hưởng mạnh tới giá vốn hàng bán. Thực tế những năm qua khi giá đầu vào tăng liên tục, công ty có thể tăng giá bán sản phẩm để bù đắp. Tuy nhiên mức tăng giá bán cũng chỉ bù đắp được một phần. Ở trường hợp ngược lại, nếu giá thành hạ, công ty vẫn có khả năng duy trì được giá đầu ra ở mức có lợi nhất.

Nhìn chung, với thị phần 35% trong nước của mình, công ty có khả năng điều tiết giá cả ở mức độ nhất định.

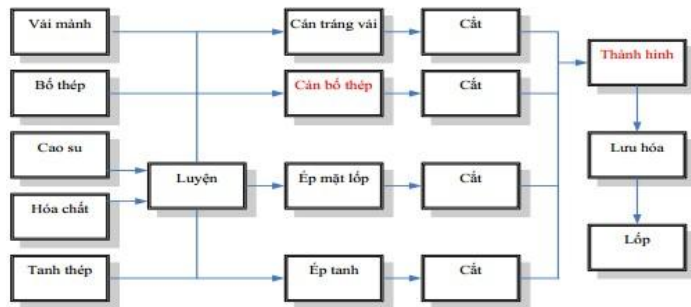
CÔNG NGHỆ, NĂNG LỰC SẢN XUẤT VÀ KIỂM TRA CHẤT LƯỢNG

Hoạt động nghiên cứu và phát triển sản phẩm luôn được công ty chú trọng, nhằm đáp ứng nhu cầu đa dạng của thị trường và thay thế sản phẩm nhập khẩu.

Trong quý 2. 2012, CSM đã triển khai xây dựng nhà máy hỗn luyện cao su và kho nguyên liệu 6 tầng với tổng giá trị 120 tỷ, nằm trong dự án Nhà máy sản xuất lốp xe tải radian toàn thép tại huyện Tân Uyên, tỉnh Bình Dương.

- Săm lốp ô tô: Đây là dòng sản phẩm chủ lực nhiều năm qua, đang được tập trung đầu tư để nâng cao chất lượng, đa dạng hóa sản phẩm phục vụ tốt hơn cho thị trường trong và ngoài nước. Hiện công ty đang sản xuất 2 loại lốp ô tô:
 - Lốp ô tô mảnh chéo (BIAS): Sản phẩm của Công ty đã đạt trình độ công nghệ của thế giới, sản phẩm đã xuất khẩu đi nhiều nước.
 - Lốp ô tô Radian: Đạt trình độ khu vực và ngày càng hoàn thiện. Công ty là nhà sản xuất đầu tiên tại Việt Nam sản xuất lốp ô tô bán thép radian và là nhà sản xuất duy nhất tại Việt Nam sản xuất được lốp ô tô radian toàn thép.

Quy trình Công nghệ lốp radian toàn thép



Sản phẩm của Công ty đạt trình độ công nghệ của thế giới, được xuất khẩu đi nhiều nước Asean, Châu Âu, Nam Mỹ. Công ty là nhà sản xuất Việt Nam đầu tiên sản xuất được lốp xe máy không săm (Tubeless) và công nghệ này được công ty Continental – Đức đặt gia công xuất khẩu sang châu Âu và Nhật Bản.

- Cao su kỹ thuật: sản xuất linh kiện ống cao su kỹ thuật dùng để lắp ráp xe hơi đủ chất lượng để xuất khẩu sang Nhật Bản.
- Nhằm giảm thiểu sự tác động tiêu cực do sự biến động của giá cao su tự nhiên, CSM đã áp dụng quy trình quản lý hàng tồn kho Just-in-time của Nhật Bản. Quy trình này đã giúp công ty giảm thiểu tối đa lượng hàng tồn kho mà vẫn đáp ứng đầy đủ nhu cầu khách hàng. Thành công của mô hình này thấy rõ trong năm 2009. Gần đây, mô hình quản lý hàng tồn kho tập trung theo hướng linh hoạt hơn với sự biến động nhanh của thị trường cao su tự nhiên. Khả năng quản lý, nhận định của người lãnh đạo sẽ có tác động rất lớn đến quy mô dự trữ, từ đó ảnh hưởng tới hiệu quả SXKD.

HỆ THỐNG PHÂN PHỐI VÀ THỊ TRƯỜNG ĐẦU RA

Hệ thống phân phối rộng khắp, tổ chức khoa học là một yếu tố rất quan trọng trong việc đảm bảo khả năng cạnh tranh với các nhà sản xuất lốp thế giới, đảm bảo được khả năng tăng trưởng về dài hạn. Doanh thu từ thị trường trong nước được giữ ổn định ở mức cao, đồng thời mở rộng thị trường xuất khẩu. Năm 2011 doanh thu xuất khẩu đã chiếm 30% trong cơ cấu tổng DT toàn công ty, tăng 10% so với cách đây vài năm.

Hệ thống phân phối của CSM được đánh giá là khá hoàn chỉnh khi đa dạng hóa được thị trường tiêu thụ cả trong và ngoài nước. Việc này góp phần vào việc ổn định tình hình sản xuất kinh doanh, giảm thiểu đáng kể rủi ro khâu tiêu thụ sản phẩm.

- Hệ thống phân phối trong nước: Công ty có hệ thống phân phối khắp cả nước với 200 đại lý cấp I và độ phủ của sản phẩm CSM rất lớn, có đến 98% tiệm bán lẻ vỏ ruột xe có trưng bày và bán sản phẩm CSM. Công ty cũng thường xuyên đào tạo đội ngũ giám sát nhằm đạt độ phủ sản phẩm là cao nhất nhưng vẫn giữ được giá của sản phẩm trong từng khu vực.
- Hệ thống phân phối nước ngoài: Đa dạng hóa thị trường, giảm cạnh tranh khốc liệt trong nước, CSM đã chú trọng đến việc phát triển thị trường nước ngoài. Bằng con đường liên kết sản xuất với công ty Continental – Đức và công ty JK- Ấn độ ...CSM tiếp cận được với công nghệ mới, với yêu cầu chất lượng cao, đồng thời mở rộng được thị trường tiêu thụ. 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
- Các chính sách bán hàng khác như giá cả, xúc tiến bán hàng (hội chợ, khuyến mại...) được CSM thực hiện rất bài bản và chuyên nghiệp, phân loại theo khách hàng và khu vực nhằm tăng doanh số.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG CỦA NGÀNH

Nhu cầu thay thế cho phương tiện vận tải thiết yếu được đánh giá là khá hấp dẫn trong việc duy trì nhu cầu về sản phẩm trong bối cảnh kinh tế suy thoái. Ở trường hợp tốt hơn, khi kinh tế khởi sắc, nhu cầu nâng cấp và mua sắm mới sẽ là động lực

Việt Nam là một trong những nước xuất khẩu cao su hàng đầu thế giới, sản lượng cao su tự nhiên xuất thô của Việt Nam ở mức rất cao (80-85%), các DN chế biến cao su như ngành sản phẩm lốp có lợi thế khá lớn trong việc chủ động nguồn nguyên liệu tại chỗ với chi phí thấp hơn nhập khẩu. Triển vọng dài hạn của ngành là khá tích cực trên cơ sở phân tích cung cầu:

1. Cầu:

Nhu cầu đi lại trở thành nhu cầu tất yếu trong mọi nền kinh tế. Hiện nay phương tiện được sử dụng

tăng trưởng chính cho ngành.

Hiệu quả của ngành về dài hạn cần dựa trên khả năng cạnh tranh, mở rộng thị trường, tăng doanh thu nhiều hơn chi phí. Trong 2 năm gần đây, ngành chủ yếu được lợi từ việc giảm giá của cao su tự nhiên.

chính trong sản xuất kinh doanh, đi lại là ô tô, do đó nhu cầu sắm lốp để thay thế và lắp mới là rất lớn. Là hàng hóa tiêu dùng lâu bền, không thiết yếu nên nhu cầu sản phẩm phụ thuộc nhiều vào thu nhập của người tiêu dùng. Kinh tế phát triển, nhu cầu mua sắm mới về sản phẩm tăng cao. Trên thế giới, nhu cầu lốp xe khoảng 1,3 tỷ chiếc lốp/năm, tăng bình quân 2%/năm, trong đó nhu cầu lắp ráp mới theo xe chỉ khoảng 25-30%, còn lại là nhu cầu thay thế (70-75%). Theo báo cáo Global Automotive Tire Industry 2012-2017: Trends, Profits and Forecast Analysis của Research and Markets: Thị trường dự kiến sẽ đạt 187 tỉ USD trong năm 2017, đạt tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) 4 % trong 5 năm tới (2012-2017). Lucintel, công ty tư vấn và nghiên cứu thị trường hàng đầu toàn thế giới, đã phân tích thị trường lốp xe toàn cầu và báo cáo những kết quả tìm được: Tuy giá nguyên liệu thô tăng giảm thất thường và có sự phụ thuộc ngày càng nhiều của các nhà sản xuất vào nhà sản xuất thiết bị gốc (OEMs), tốc độ tăng đối với thu nhập bình quân đầu người tại các quốc gia đang phát triển, tốc độ tăng dân số, các dự án cơ sở hạ tầng mới, đô thị hóa, tăng dân số tầng lớp trung lưu, và phong trào xanh (vì môi trường) dự kiến sẽ là những động lực chủ yếu của ngành công nghiệp. Đối với thị trường lốp xe hơi thế giới, lĩnh vực xe chở hành khách dự kiến sẽ tăng cao nhất trong năm năm tới. Tính trong khu vực, các quốc gia châu Á – Thái Bình Dương dự kiến sẽ tăng trưởng hàng đầu. Các quốc gia châu Á – Thái Bình Dương đạt tốc độ tăng trưởng mạnh nhất về nhu cầu cao su trong năm 2012, phản ánh qua tăng trưởng mạnh tại Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan và Việt Nam. Thị trường lốp xe thế giới có tính hợp nhất cao và bao gồm lốp xe hành khách, lốp xe tải hạng nặng và các lĩnh vực khác. Bắc Mỹ chiếm ưu thế trong thị trường này với xấp xỉ 30% thị trường. Trong năm 2011, châu Âu nổi lên như thị trường tiềm năng nhất, sau đó là châu Á – Thái Bình Dương và các quốc gia Bắc Mỹ.

Trong nước, mỗi năm thị trường Việt Nam tiêu thụ 1,2 triệu lốp Radial trong đó trong nước sản xuất chỉ có 50.000 chiếc và tiêu thụ 2,1 triệu lốp Bias trong đó trong nước chỉ sản xuất 1,7 triệu lốp. Như vậy CSM có thể mở rộng cả thị trường trong nước và ngoài nước, *đặc biệt với loại lốp xe radial*. Theo số liệu của CSM: Với ưu điểm bền, nhẹ, độ an toàn cao khi chạy xe với tốc độ nhanh và ít sinh nhiệt trên đường, xu hướng “Radial hóa” trong lĩnh vực lốp xe đang lan rộng. Tại Mỹ, Nhật hay Pháp, 100% nhà sản xuất lốp xe đang chuyển hẳn qua sản xuất lốp Radial. Tại châu Á, tỉ lệ này cũng khá cao, chẳng hạn Malaysia là 90%, Trung Quốc 50%. (theo số liệu từ Casumina). Ở Việt Nam, tỉ lệ này chỉ khoảng 10%. Riêng trong năm 2010, thị trường có nhu cầu khoảng 2 triệu lốp xe, trong đó ô tô con, ô tô tải nhẹ, ô tô du lịch chiếm 75%.

2. Cung:

Trên thế giới, Theo Michelin – Trên thế giới hiện nay có khoảng 75 hãng sản xuất lốp lớn nhất luôn đáp ứng hầu như đủ cho nhu cầu về lốp. Tổng công suất các nhà máy hàng năm lên đến hàng nghìn triệu lốp. 10 quốc gia đứng đầu về sản xuất lốp ô tô trên thế giới có sản lượng chiếm trên 70%. Trong đó Nhật, Mỹ, Trung Quốc là 3 nước dẫn đầu về số lượng lốp sản xuất ra, chiếm khoảng 50% thế giới.

Thị trường sẫm, lốp đang bước vào giai đoạn cạnh tranh gay gắt giữa DN trong nước và DN nước ngoài. Hiện tại, hầu hết thương hiệu nổi tiếng trên thế giới đều đang có mặt ở Việt Nam như Bridgestone (có nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào năm 2014 ở Hải Phòng), Michelin, Yokohama, Cheng Shin... Bên cạnh các tên tuổi lớn như: Casumina, DRC, SRC, Kumho, Yokohama, Chengshin, Velocce, hiện có các công ty sản xuất lốp xe máy trong nước như: Tây Đô (Cần Thơ), Đại Thành Công, Hải Thanh, Sài Gòn, Việt Phát; công ty nước ngoài có Kenda, Shinfa, Inoue. Tuy nhiên vấn đề công nghệ lại khá đáng lo ngại, khi các DN trong nước chủ yếu sử dụng máy móc, thiết bị nhập khẩu từ Trung Quốc, còn các DN có vốn đầu tư nước ngoài lại sử dụng công nghệ từ chính công ty mẹ như: Kumho sử dụng công nghệ Hàn Quốc, Bridgestone hay Michelin đều sử dụng công nghệ của châu Âu và Mỹ.

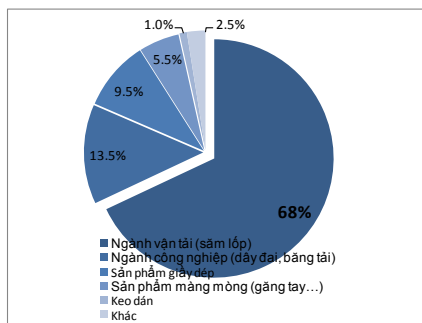
PHÂN TÍCH RỦI RO

• Rủi ro tiêu thụ:

Là hàng hóa tiêu dùng lâu bền, không thiết yếu: Rủi ro này phụ thuộc rất lớn vào tình hình tăng trưởng kinh tế trong và ngoài nước, vào thu nhập của người dân. Hiện tại, tình hình phát triển kinh tế trên thế giới và trong nước còn khá ảm đạm, sự tăng trưởng và hồi phục đánh giá là khá mong manh, khi các vấn đề cốt yếu về nợ công từ Châu Âu, Mỹ, Nhật Bản... vẫn chưa được giải quyết triệt để. Động cơ tăng trưởng kinh tế thế giới trong một thời gian dài phụ thuộc vào Trung quốc hiện đang chững lại. Hiện tỷ trọng hàng xuất khẩu của CSM chiếm khoảng 30% doanh thu. Trong nước, quá trình xử lý nợ xấu, tái cơ cấu hệ thống mới chỉ bắt đầu. **Vì vậy sự tăng trưởng do nhu cầu mới đánh giá là khá hạn chế. Sự tăng trưởng còn lại xuất phát từ nhu cầu có sẵn, nhu cầu thay thế. Tuy nhiên khi kinh tế chưa thực sự hồi phục, nhu cầu này sẽ vẫn chịu những ảnh hưởng tiêu cực.** Theo thông kê của VAMA (hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam): so với 2011, hết năm 2012, doanh số bán hàng của thị trường giảm 33%. Sản phẩm lốp radial đang trong quá trình triển khai, đến cuối năm 2013 mới bắt đầu ra sản phẩm. Khả năng tiêu thụ sản phẩm cần được tiếp tục theo dõi khi có khá nhiều các dự án trong và ngoài nước đang triển khai đồng loạt.

• Biến động của giá cao su tự nhiên:

Tỷ trọng cao su trong các sản phẩm



Biến động giá cao su và giá CSM



Nguồn: Bloomberg

Giá dầu thô dài hạn đồ thị tháng từ 1994



Nguồn: Bloomberg

Giá Giá Cao su tự nhiên dài hạn từ 1993



Nguồn: Bloomberg

Sự suy giảm của giá cao su tự nhiên dự kiến trong thời gian tới sẽ không còn nhiều khi giá hiện đang ở vùng hỗ trợ khá mạnh từ các yếu tố cơ bản và kỹ thuật. Đồng thời, giá dầu thô có xu hướng duy trì ở mức cao và đang tăng, cũng gây sức ép lên việc tăng giá cao su tự nhiên do cao su tổng hợp từ dầu thô có xu hướng tăng và duy trì ở mức cao.

Là hàng hóa giao dịch toàn cầu, giá cao su tự nhiên biến động khá mạnh theo cung cầu thế giới. Biến động lịch sử theo tháng của giá cao su ở mức khá cao. Trong thời gian tới, theo đánh giá của nhóm nghiên cứu hàng hóa Châu Á (RCMA) dự kiến giá cao su biến động theo chiều hướng có lợi cho các công ty sản xuất lốp cao su khi cung dự kiến tiếp tục tăng cao hơn cầu về sản phẩm năm thứ 3 liên tiếp. Sản lượng cao su sẽ vượt nhu cầu tiêu thụ khoảng 299.000 tấn vào năm 2013. Giá cao su hiện đang trong chu kỳ giảm tính từ đầu năm 2011. Tuy nhiên ở chu kỳ dài hơn, giá cao su tự nhiên đang ở ngưỡng cân bằng, nếu xét từ năm 2003 đến nay, giá vẫn đang trong xu hướng tăng. Từ giữa năm 2012, các nước xuất khẩu cao su hàng đầu thế giới, đi đầu là Thái Lan (chiếm hơn 70% nguồn cung) đã can thiệp vào nguồn cung để duy trì mặt bằng giá, đối phó với tình trạng suy giảm kéo dài của giá cao su tự nhiên. Sự biến động của giá cao su khiến cho lợi nhuận gộp biến động rất mạnh trong khoảng từ 6% đến 23%.

Đồ thị giá cao su tự nhiên dài hạn (theo tháng) tại sàn giao dịch Singapore (RSS3) từ năm 1996 hiện tại (23/7/13) đang đứng ở mức 257 USD/kg. Vùng hỗ trợ rất mạnh cho xu hướng tăng dài hạn của giá cao su tự nhiên trong dài hạn nằm tại khu vực FIBO 61.8% (từ 1996) và FIBO 76.4% (từ 2008) là 243 - 258 USD / kg, khá gần với mức giá hiện tại. Trong bối cảnh giá dầu thô đang tăng khá mạnh như hiện tại (hiện đang ở mức 108 USD), vượt vùng cân bằng 5 năm tại mức giá 95 USD, cao su tổng hợp có xu hướng tăng giá gây sức ép lên xu hướng giảm giá của cao su tự nhiên do hai mặt hàng này có tính chất thay thế nhau.

• Biến động của giá dầu:

Mặc dù cao su tự nhiên và tổng hợp có sự thay thế nhất định nhưng tỷ lệ này khá ổn định trên thế giới trong nhiều năm qua ở mức: 40% (cao su tự nhiên) và 60% (cao su tổng hợp). Sự biến động của giá cao su tổng hợp cũng như một số nguyên liệu khác như vải mảnh, thép tanh, than đen đều biến động mạnh theo giá dầu thô thế giới, ảnh hưởng đáng kể tới giá vốn hàng bán. Tương tự như giá cao su tự nhiên, sự biến động của giá dầu thô là khá mạnh. Giai đoạn 2007-2008 chứng kiến, giá dầu tăng từ 50 USD lên 140 USD, sau đó rớt mạnh xuống 42 USD.

Với sự xuất hiện và đang áp dụng ở phạm vi ngày càng rộng công nghệ mới _ hydraulic fracturing, tạo ra dầu mỏ từ đá phiến trong năm 2012. (Công nghệ làm nứt vỡ bằng thủy lực, được xử lý bằng cách bơm nước và cát có chứa hóa chất vào giếng khoan để làm nứt vỡ các lớp đá phiến, giải phóng khí thiên nhiên và dầu mỏ bị mắc kẹt trong lòng đất). Nguồn cung dầu mỏ dự kiến sẽ được mở rộng rất nhiều. Trong báo cáo Triển vọng Dầu mỏ Thế giới mới nhất, OPEC lần đầu tiên thừa nhận công nghệ khai thác dầu mỏ và khí đốt từ đá phiến đang làm thay đổi đáng kể bức tranh nguồn cung dầu mỏ toàn cầu. Sản lượng dầu Mỹ 2012 tăng nhanh nhất trong lịch sử khai thác dầu khí tại Mỹ. Giá dầu thô vì vậy về dài hạn đứng trước khả năng cao sẽ suy giảm về mức 70-90 USD. Giá dầu thô suy giảm thường kéo theo sự giảm giá của cao su tự nhiên. Điều này hỗ trợ tích cực cho triển vọng các DN sản xuất lốp cao su về dài hạn. Tuy nhiên, triển vọng này mới chỉ dừng ở mức độ đánh giá ban đầu.

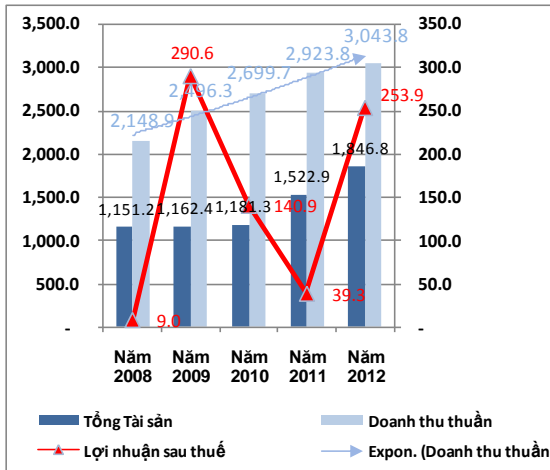
• Rủi ro lãi suất:

Đến hết quý 2/2013: hệ số nợ vay/tổng tài sản của CSM ở mức 51%. Với các dự án mở rộng năng lực sản xuất đang triển khai có tổng số vốn đầu tư hàng nghìn tỷ đồng, rủi ro về lãi suất có tác động khá lớn đến hiệu quả hoạt động công ty. Từ cuối năm 2012 và trong thời gian tới, những nỗ lực khá nhất quán nhằm giảm mặt bằng lãi suất của nhà nước sẽ có tác động tích cực lên hiệu quả SXKD.

Như vậy, trên cơ sở phân tích các nhân tố cơ bản & kỹ thuật, triển vọng tăng trưởng do yếu tố chi phí giảm của CSM sẽ không còn thực sự mạnh như trước trong các tháng còn lại của năm 2013.

ĐÁNH GIÁ TỔNG QUAN MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Tăng trưởng qui mô hoạt động kinh doanh



Đánh giá sự tăng trưởng:

- Trong 5 năm gần nhất, CSM cho thấy sự tăng trưởng khá bền vững về qui mô hoạt động kinh doanh thông qua doanh thu và tài sản. Tăng trưởng bình quân về doanh thu 5 năm gần nhất đạt 9.2%, phản ánh thị phần khá ổn định của CSM. Mức tăng trưởng của tổng tài sản đạt mức cao hơn, bình quân, 13.2% và có xu hướng tăng trưởng năm sau nhanh hơn năm trước. Ở chiều ngược lại, tăng trưởng của LNST của CSM khá biến động, đạt mức cao nhất trong năm 2009 sau đó xuống khá thấp trong 2011 và lại tăng mạnh trong 2012. Tăng trưởng về LN không đồng hành với tăng trưởng về DT và TS. Sự biến động mạnh trong LN cần giảm thấp hơn để đảm bảo sự tăng trưởng bền vững.

- Trong 2 Quý đầu năm 2013, Doanh thu thuần đạt mức tăng trưởng nhẹ 4% so với cùng kỳ, đạt 1,527 tỷ.

• Cơ cấu tài sản và cơ cấu vốn

Cơ cấu tài sản tập trung chủ yếu vào tài sản ngắn hạn với tỷ lệ bình quân 5 năm gần nhất khoảng 65% theo xu hướng tăng dần cả về số tuyệt đối và tương đối. Trong cơ cấu TS ngắn hạn, hàng tồn kho và các khoản phải thu chiếm tỷ trọng chính yếu. Bình quân hàng tồn kho trong tổng TS khá ổn định ở mức bình quân 45% (đây cũng là tỷ lệ của DRC). Tuy nhiên điểm đáng lưu ý là các khoản phải thu có xu hướng tăng khá mạnh và đều qua các năm, từ mức 9.1% năm 2008 lên tới 22.8% năm 2012. Tỷ lệ này hiện đang cao hơn của DRC. Điều này cho thấy công ty đang cố gắng mở rộng thị phần bằng việc đẩy mạnh cấp tín dụng cho hệ thống phân phối trong 5 năm qua. Chỉ tiêu về hiệu quả hoạt động chỉ rõ vấn đề này. Nếu không quản lý tốt, đây có thể là rủi ro về chất lượng tăng trưởng.

Tài trợ cho tài sản là một cơ cấu vốn khá hợp lý. Hiện vốn CSH chiếm khoảng 50% trong cơ cấu nguồn. Vốn chủ sở hữu đã tăng lên gần 1000 tỷ năm 2012 so với cách đây 5 năm chỉ có khoảng 270 tỷ. Đây là mức tăng đáng kể từ con số khoảng 22% cách đây 5 năm. So với DRC, chỉ số này cũng tương đương. Tỷ lệ nợ ngắn hạn cũng có chiều hướng giảm đều các năm.

• Chỉ tiêu về năng lực hoạt động:

Nhóm chỉ tiêu về năng lực hoạt động chưa thực sự lành mạnh khi có xu hướng tăng đều qua các năm ở các nhóm chỉ số: Thời gian thu tiền của khách, Thời gian tồn kho. Như đã nhận định trong cơ cấu tài sản. Phải thu của khách tăng khá mạnh và chiếm tỷ trọng khá (22%) trong cơ cấu Tổng Tài sản. Thời gian thu tiền của khách hàng đã tăng rất mạnh từ 24 ngày năm 2008 lên đến hơn 100 ngày (hơn 3 tháng) năm 2012 và thường xuyên duy trì ở mức này trong những năm gần đây. Xét tương quan với DRC và SRC, con số này gần như ở mức gấp đôi và gấp ba. Về dài hạn, công ty cần có sự kiểm soát tốt và giảm dần về mức thấp hơn để đảm bảo chất lượng tăng trưởng của Doanh Thu.

• Khả năng thanh toán:

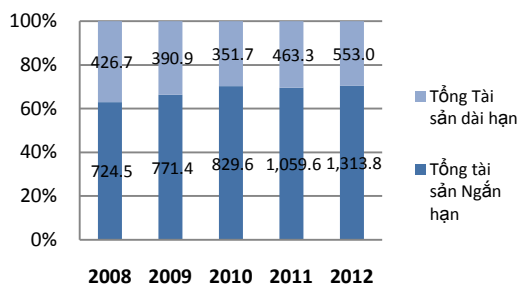
Nhóm chỉ số này khá tốt, đều lớn hơn 1 và cải thiện đáng kể qua các năm.

• Khả năng sinh lời:

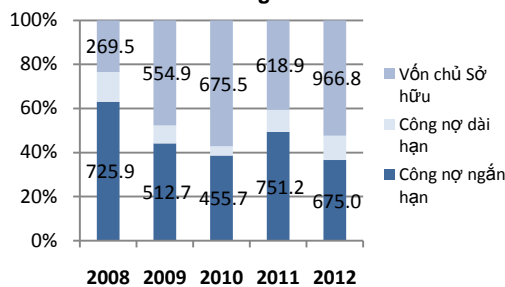
Đây là nhóm chỉ số rất quan trọng trong đánh giá tiềm năng của DN. Đồ thị về tăng trưởng hiệu suất sinh lời biến động khá cao. Sự biến động mạnh của biên lợi nhuận gộp kéo theo sự biến động của các chỉ số khác như ROS, ROA, ROE. Giá vốn biến động mạnh khiến cho lợi nhuận gộp cũng biến động. Với tỷ trọng rất lớn gần 60% trong chi phí vật liệu đầu vào, sự biến động của giá cao su có ảnh hưởng trực tiếp và mạnh nhất lên hiệu quả sinh lời của các DN sản xuất.

Năm 2012, biên LN gộp cải thiện mạnh mẽ từ 9% năm 2011 lên đến gần 30% do giá cao su thế giới giảm từ mức 5000 USD/tấn xuống khoảng 3000 USD/tấn. Mặc dù DTT chỉ tăng có 5%, nhưng LNST của CSM đã tăng tới hơn 600%, từ 39 tỷ lên hơn 250 tỷ. Vì vậy, Dự báo giá cao su và chính sách tồn kho đóng vai trò rất quan trọng trong nâng cao hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của các DN sản xuất, bên cạnh công tác thúc đẩy, tiêu thụ sản phẩm.

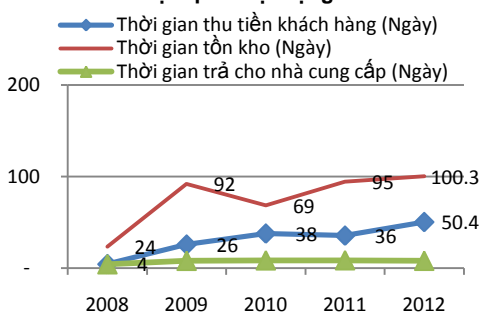
Cơ cấu tài sản



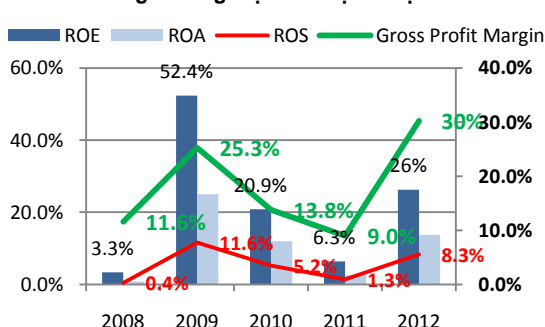
Cơ cấu Nguồn vốn



Hiệu quả hoạt động



Tăng trưởng hiệu suất lợi nhuận



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

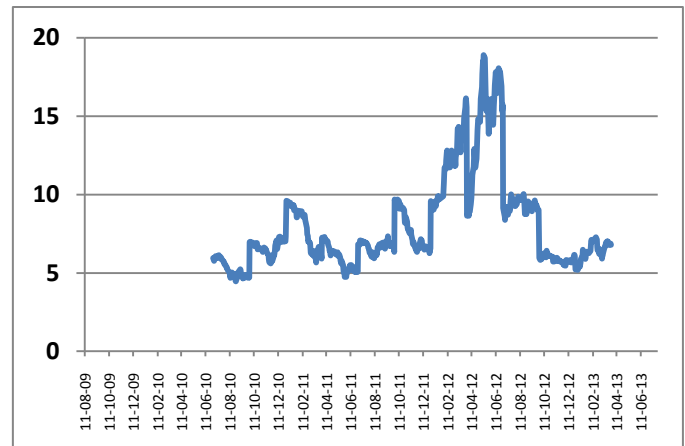
Phương pháp P/E

- Doanh thu 2013 dự kiến tăng trưởng 6% (thấp mức bình quân của 5 năm, và tương đương 2012), khi sản phẩm lốp radial bắt đầu tiêu thụ (Dự án lốp radial bắt đầu đi vào hoạt động giai đoạn 1 với công suất 350 nghìn lốp/năm, vốn đầu tư: 2.019 tỷ đồng trong thời gian từ tháng 2.2012 - 2013). Trong 2 quý đầu năm nay, DTT, tăng nhẹ ở mức trên 4%. Trong 6 tháng còn lại, dự kiến không có quá nhiều đột biến giảm của giá cao su tự nhiên như năm 2012 và 6 tháng đầu 2013. Tác động dài hạn của giá dầu thô giảm cần theo dõi thêm. Tăng trưởng thuần DT trong điều kiện giá vốn không thay đổi quá mạnh, công với chi phí vốn tăng do đầu tư dự án. EPS pha loãng sau khi phát hành thêm cổ phiếu trong 2013 đạt 4,650.

- CSM là **cổ phiếu tăng trưởng**. Ngành sản phẩm trên thế giới và Việt Nam còn khá nhiều khoảng trống để CSM khai thác, đặc biệt với các dự án mở rộng quy mô năng lực sản xuất đang triển khai. CSM có tỷ lệ xuất khẩu 30% trên tổng DT và quy mô khá lớn. Xét trên phạm vi khu vực các nước mới nổi (EM), theo vốn hóa, CSM đứng thứ 25 trong hơn 40 các công ty (Bloomberg data). P/E trung vị của 40 công ty là 10.8 tại thời điểm hết quý 2.2013. Mức P/E hợp lý thận trọng như đã xác định là 8.

Vì vậy giá mục tiêu hợp lý cho CSM được xác định trong năm 2013 là:
 $4,650 \times 8.0 = 37,200 \text{ VNĐ / cổ phiếu}$.

P/E trailing 4 quý gần nhất (dữ liệu tuần - Bloomberg)



Theo dữ liệu lịch sử đến hết quý 2/2013, P/E của CSM, tại mức PE = 6.7. Tại mức PE = 6, CSM phản ứng rất mạnh theo chiều hướng tích cực. Đây là mức P/E khá khiêm tốn so với PE của thị trường hiện tại (VNINDEX P/E cuối quý 2/2013 là 14.1). CSM hiện có mức tăng trưởng tốt hơn chỉ số. Tuy nhiên chủ yếu là do tác động chưa thực sự bền vững là giá cao su tự nhiên (đầu vào), nên mức P/E mục tiêu cho các năm sau được xác định lại ở mức hợp lý hơn. Kết hợp với mức P/E trung vị là 10.8 của thị trường mới nổi > Mức P/E hợp lý thận trọng là 8.0

Phân tích kỹ thuật

Đồ thị tuần



Xu hướng tăng giá trung và dài hạn của CSM khá rõ ràng với các đường trung bình động trung và dài hạn đang tăng mạnh lên trên. Giá bám sát dải trên của Bollinger Band và thường xuyên duy trì trên đường MA 12. Tuy nhiên hiện tại các chỉ báo xung lực dài hạn của CSM đang ở mức cao sau một thời gian khá dài kể từ đầu năm ở khu vực quá mua (Các chỉ báo Stochastic tháng nằm ở mức trên 80). Khả năng điều chỉnh của CSM là khá lớn khi giá hiện tại đang khá gần mức giá hợp lý dài hạn của năm 2013, được xác định ở mức giá 37.200, trong bối cảnh các yếu tố hỗ trợ mạnh về giá cao su tự nhiên không còn được nhiều như trước. Tùy mức độ chấp nhận rủi ro, nhà đầu tư có thể phân bổ vị thế dài hạn tại các vùng giá dưới đây:

- Khu vực hỗ trợ 1 nằm ở FIBO 61.8%, tương đương **33.500** thích hợp cho việc mua trung hạn.
- Trường hợp thận trọng hơn, CSM có thể kiểm định mức giá thấp hơn khu vực hỗ trợ 1 trong ngắn hạn, giảm khoảng 15%-20% so với giá trị hợp lý, tương đương vùng mua lý tưởng ở khu vực gần **29.700** (20% chiết khấu).

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NHĐT&PT VIỆT NAM

BSC Trụ sở chính
Tầng 10 – Tháp A Vincom
191 Bà Triệu – Hai Bà Trưng – Hà Nội
Tel: 84 4 22200668
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8128885
Fax: 84 8 3 8128510

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH

Trần Thăng Long
Nguyễn Tuấn Anh

Trần Anh Tuấn
Nguyễn Hoàng Việt

Bùi Nguyên Khoa
Lê Đại Nghĩa

Khuyến cáo sử dụng:

Miễn trách chung: Bản báo cáo này của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về ngành và doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Xung đột lợi ích: BSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, có thể giao dịch cho chính công ty theo những khuyến nghị đầu tư trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

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

Công ty Chứng khoán BIDV (BSC)

Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều là trái luật.