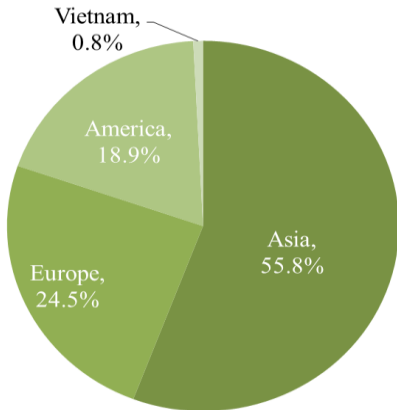


23.08.2013

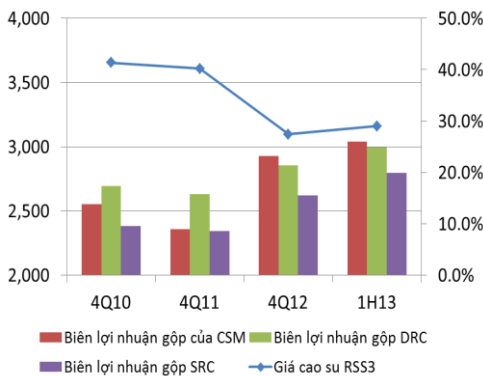
Le Minh Triet
(+84-8) 5413-5479
trietle@phs.vn

Hình 1: Cơ cấu giá trị sản xuất theo khu vực



Nguồn: IRSG

Hình 2: mối quan hệ giữa giá cao su tự nhiên và biên lợi nhuận gộp



Nguồn:PHS

Cập nhật ngành Săm lốp 1H13

NHỮNG NÉT CHÍNH VỀ NGÀNH

Quy mô nhỏ nhưng là một thị trường đầy tiềm năng:

Theo báo cáo của Research In China, một cơ quan phân tích thị trường có trụ sở tại Trung Quốc, thị trường lốp xe Việt Nam chỉ chiếm khoảng 1% trong tổng giá trị 185.8 tỷ USD của thị trường lốp xe toàn cầu trong năm 2012. Tuy nhiên, với mức tăng trưởng CAGR hai con số từ năm 2005 đến nay, tiềm năng tăng trưởng của thị trường lốp xe Việt Nam là rất lớn. Hiện nay, thị trường lốp xe trong nước bị chi phối bởi ba công ty lớn là CSM, DRC và SRC. Do đặc trưng vị trí địa lý, mỗi công ty có hệ thống phân phối riêng ở các miền khác nhau: CSM ở miền Nam, DRC ở miền Trung và SRC ở phía Bắc. Tuy nhiên, nếu kể đến phân khúc lốp radial vốn bị các đối thủ nước ngoài như Michelin, Bridgestone, Yokohama độc chiếm thì top 3 trong nước chỉ chiếm 40% tổng thị phần. Với mục tiêu giành lại thị phần lốp xe ô tô vốn mang đến lợi nhuận cao, CSM và DRC sắp sửa ra mắt sản phẩm lốp radial mới của mình với một mức giá khá cạnh tranh khi thấp hơn đến 30% so với các đối thủ nước ngoài.

Hưởng lợi từ xu hướng giảm giá cao su tự nhiên:

Sự bùng nổ bong bóng giá cao su tự nhiên bắt đầu từ đầu năm 2011 đã mở ra một tương lai tươi sáng cho ngành công nghiệp lốp xe toàn cầu và ngành lốp xe Việt Nam nói riêng cũng được hưởng lợi từ điều này. Trong 2Q13, giá cao su tự nhiên đã giảm 11% so với quý 1 và thấp hơn 18% so với giá cùng kỳ năm 2012. Sự suy giảm liên tục của giá nguyên liệu đầu vào quan trọng là cao su tự nhiên đã nâng cao hiệu quả hoạt động tổng thể của ngành công nghiệp lốp xe Việt Nam trong 1H13 với biên lợi nhuận gộp trung bình tăng lên 23.6% từ mức 10.2% của 1H11. Biên lợi nhuận ròng trung bình cũng tăng từ 6.8% trong năm 2011 lên 10.8% trong năm 2012.

KQKD 1H13 của các công ty sản xuất lốp xe:

Do nhu cầu tiêu thụ thấp, 3 công ty hàng đầu Việt Nam là CSM, DRC và SRC đều phải đối mặt với tình trạng doanh thu sụt giảm. SRC ghi nhận mức suy giảm doanh thu thuần mạnh nhất đến hai con số trong khi hai đối thủ còn lại cũng có mức tăng trưởng âm hoặc không tăng. Tuy nhiên lợi nhuận gộp lại tăng trưởng mạnh mẽ nhờ sự suy giảm liên tục của giá cao su tự nhiên - nguyên vật liệu đầu vào quan trọng và chiếm khoảng 40% giá vốn hàng bán. Hiệu quả của việc tiết kiệm chi phí giúp các công ty có thêm ngân sách để thúc đẩy chính sách bán hàng như tăng tỷ lệ hoa hồng hoặc chiết khấu cho các nhà phân phối. Kết quả là chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của ba công ty kể trên đều gia tăng. Mặc dù vậy, doanh số bán hàng vẫn phải đối mặt với áp lực giảm nghiêm trọng xuất phát từ nhu cầu tiêu thụ thấp. Bên cạnh đó, chi phí tài chính giảm mạnh do xu hướng giảm lãi suất liên tục kể từ năm 2012 đã giúp cải thiện LNST của các công ty trên.

Hình 3: KQKD 1H13 của CSM, DRC và SRC

(đơn vị: triệu VND)	CSM	DRC	SRC
Doanh thu thuần	1,528,506	1,378,339	484,560
% thay đổi	0%	-7%	-16%
Lợi nhuận gộp	397,624	342,623	96,434
% biên lợi nhuận gộp	26%	24.9%	19.9%
Chi phí bán hàng & quản lý DN	152,974	71,176	34,453
% thay đổi	+12.4%	+12.5%	+2.9%
Chi phí lãi vay	21,306	2,256	9,506
% thay đổi	-53%	-66.7%	-61.9%
LNST	168,580	188,821	36,750
% thay đổi	+54.1%	+31.1%	+86.2%

Lốp radial đang là xu hướng chính: Lốp radial có tỷ lệ sử dụng cao ở các nước phát triển do lợi thế về độ bền và tiết kiệm nhiên liệu. Tuy nhiên ở Việt Nam lốp radial chỉ chiếm vốn vẹn 10% tổng nhu cầu tiêu thụ lốp xe và thấp hơn rất nhiều so với tỷ lệ 90% ở các quốc gia phát triển. Hoàn toàn lắt át lốp xe truyền thống bởi những đặc tính vượt trội, “radial hóa” là một xu hướng tất yếu của sự phát triển của ngành lốp xe Việt Nam. DRC và CSM tuy cũng có dòng sản phẩm này nhưng trước đây chưa được quan tâm đầu tư đúng mức, vì thế cả hai đang gấp rút hoàn thành nhà máy mới nhằm bắt kịp xu hướng chuyển dịch từ lốp “bias” sang lốp “radial”. Trong 3Q13, nhà máy mới của DRC sẽ đi vào hoạt động với công suất dự kiến là 50,000 lốp trong năm nay. Từ năm 2014 trở đi, dây chuyền sản xuất sẽ tăng công suất lên 200,000 lốp/năm và từ từ nâng lên hết công suất 600,000 lốp/năm. CSM cũng đang đầu tư vào nhà máy sản xuất lốp radial với công suất 1 triệu lốp/năm nhưng tiến độ thực hiện chậm hơn DRC và dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2013.

Triển vọng thị trường sẽ tiếp tục lạc quan cho đến cuối năm 2015. Chúng tôi tin rằng ngành công nghiệp lốp xe Việt Nam sẽ giữ vững đà tăng trưởng vì những lý do sau:

1. **Giá cao su tự nhiên tiếp tục xu hướng giảm giá:** Nguồn cung cao su tự nhiên, theo dự báo của tổ chức International Rubber Study Group (IRSG), sẽ tăng 4% trong năm 2014 và đồng thời nguồn cầu cũng tăng khoảng 2-5%. Như vậy, thặng dư cao su sẽ vào khoảng 92,000 tới 284,000 tấn. Nguồn thặng dư này cùng với sự suy yếu lực cầu từ Trung Quốc (quốc gia tiêu thụ cao su tự nhiên lớn nhất thế giới) sẽ giữ giá cao su tiếp tục ở mức thấp. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của

ngành Săm lốp nội địa sẽ duy trì ở mức hiện tại là 22-25% với tỷ lệ GVHB/Doanh thu thuần dao động trong khoảng 73-76%.

2. **Tăng trưởng dài hạn sẽ được thúc đẩy bởi sản phẩm radial:** Đầu năm 2014, hai nhà máy lốp radial mới sẽ đi vào hoạt động và cung ứng gần 500,000 lốp/năm cho thị trường. DRC có lợi thế tung sản phẩm radial trước CSM, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng LNST sẽ chậm lại trong năm 2014 do chi phí khấu hao và lãi vay cao. Từ năm 2015 trở đi, hoạt động sản xuất của DRC sẽ ổn định hơn và thúc đẩy động lực tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận. Tuy chậm hơn DRC trong “cuộc đua radial”, CSM đang nỗ lực hết mức để bắt kịp tiến độ và đã có một bước tiến xa hơn đối thủ của mình bằng chiến lược mở rộng thị trường cho sản phẩm radial mới.

Ngoài việc cạnh tranh gay gắt với các đối thủ nước ngoài trong phân khúc lốp radial, CSM đã thành công trong việc thâm nhập vào một số thị trường tiềm năng ở khu vực ASEAN như Campuchia, Lào và Myanmar. CSM dự định sẽ tăng tỷ trọng xuất khẩu trên tổng doanh thu từ 30% lên 50% với lực đẩy chính từ sản phẩm radial. Chiến lược này sẽ giúp CSM giảm thiểu tác động từ sự thay đổi nhu cầu ở một vài thị trường cụ thể và nhanh chóng đạt được lợi thế về quy mô so với đối thủ trong phân khúc lốp radial.

Tóm lại, triển vọng ngành săm lốp hiện nay rất hứa hẹn. So sánh các công ty trong ngành, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của CSM. Nguyên nhân là do công ty có năng lực sản xuất lớn nhất và lợi thế cạnh tranh cũng sẽ được tăng cường khi nhà máy lốp radial đi vào hoạt động. Bên cạnh đó, với EPS dự phóng năm 2013 đạt 4,850 (+12% yoy), CSM đang giao dịch ở mức P/E 6.7x và điều này giúp CSM hấp dẫn hơn DRC với mức P/E là 7.5x. Sau khi xem xét tiềm năng tăng trưởng dài hạn và so sánh mức giá hiện tại với hiệu quả kinh doanh, chúng tôi đánh giá CSM hấp dẫn hơn so với những đối thủ trong nước về hiệu suất sinh lợi kỳ vọng.

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn