

Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

17 tháng 3, 2014

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **53.200**

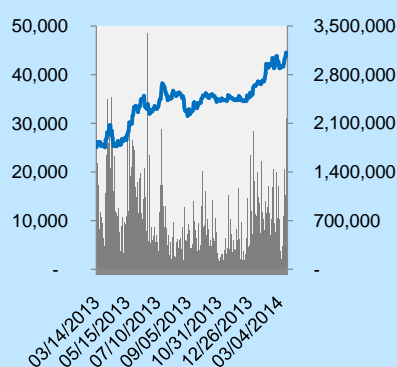
Giá thị trường (17/03/2014) 44.000

Lợi nhuận kỳ vọng 20,9%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	25.000 – 44.500
Vốn hóa	2.961 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	67.292.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	835.399 CP
% sở hữu nước ngoài	12,64%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500 đồng
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3.4%
Beta	1,05

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CSM	75,5%	1,4%	26,8%	31,7%
VN-Index	26,5%	4,5%	18,4%	26,1%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Cao su Miền Nam

Mã giao dịch: CSM

Reuters: CSM.HM

Bloomberg: CSM VN

Năm 2014 khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc chuyển nhượng dự án bất động sản

Kết quả kinh doanh 2013 ấn tượng.

CSM tiếp tục đạt mức doanh thu thuần ổn định 3.166 tỷ, tăng 3% so với năm trước. Tuy nhiên nhờ giá nguyên liệu cao su đầu vào giảm đến 20% trong năm, thu nhập tài chính tăng gấp 6 lần và chi phí lãi vay giảm 47.5%, lợi nhuận sau thuế của CSM đạt 360 tỷ đồng, tăng 42% so với năm trước. EPS đạt 5.400 đồng/cổ phiếu.

Năm 2014 khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ việc chuyển giao dự án bất động sản

Doanh thu năm 2014 của CSM ước đạt 3.450 tỷ đồng, tăng 10%. Doanh thu từ các sản phẩm truyền thống dự báo tăng 1,2%. **Dự án Radial bắt đầu hoạt động vào Q2 2014**, ước tính đóng góp 275 tỷ đồng vào tổng doanh thu.

Giá cao su giảm hỗ trợ áp lực chi phí lớn từ nhà máy Radial, lợi nhuận gộp biên (LNGB) dự báo giảm nhẹ, đạt 26,3%. Với giả định giá cao su tự nhiên tiếp tục giảm 15% trong năm 2014, chúng tôi dự báo LNGB của CSM chỉ giảm nhẹ mặc dù các chi phí từ nhà máy Radial là không hề nhỏ.

Ghi nhận 70 tỷ đồng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng dự án số 9 Nguyễn Khoái, lợi nhuận sau thuế (LNST) ước đạt 395 tỷ đồng, tăng 9,7%. Trong năm 2014, CSM dự tính ghi nhận doanh thu 225 tỷ đồng từ dự án này với tổng mức đã đầu tư là 155 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng từ dự án là 70 tỷ đồng.

Khuyến nghị đầu tư. Với tiềm năng tăng trưởng của dự án Radial, xu hướng giá cao su đầu vào thuận lợi và lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng dự án bất động sản, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là 53.200 đồng/cổ phiếu cao hơn 19,5% so với giá hiện tại ngày 17/03/2014 là 44.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, NĐT cũng cần lưu ý về rủi ro biến động giá cao su và ảnh hưởng không thuận lợi từ Hiệp định TPP.

Một số chỉ số tài chính CSM

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	2.924	3.044	3.134	3.446
EBITDA	Tỷ VND	183	499	569	752
EBIT	Tỷ VND	129	437	530	568
LNST	Tỷ VND	39	254	361	395
EPS	VND	929	4.339	5.359	5.867
P/E	x	47,02	10,07	8,15	9,1
P/B	x	2,98	2,65	2,41	2,5
ROA	%	2,9%	15,1%	15,1%	12,6%
ROE	%	6,1%	32%	33%	29,6%

Báo cáo cập nhật T3/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51,00%
Sở hữu nước ngoài	12,64%
Sở hữu khác	36,36%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	44,35%
Deutsche Bank	3,97%
Quỹ tầm nhìn SSI	2,44%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	2.699	2.924	3.043	3.134	3.446
Giá vốn	2.328	2.661	2.336	2.296	2.540
Lợi nhuận gộp	371	262	707	837	906
Doanh thu tài chính ròng	-23,3	-88,9	-104	-56,7	-61,9
Lợi nhuận sau thuế	141	39	254	360	367

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	63	42	30	35	184
Các khoản phải thu ngắn hạn	280	285	420	398	476
Hàng tồn kho	452	707	836	894	781
Tài sản cố định hữu hình	266	239	182	147	1.580
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	55	46	47	13	47
Tổng tài sản	1.181	1.523	1.847	2.919	3.372
Nợ ngắn hạn	455	751	675	823	986
Nợ dài hạn	50	152	205	857	967
Vốn chủ sở hữu	675	619	966	1.218	1.445
Tổng nguồn vốn	1.181	1.522	1.846	2.919	3.372

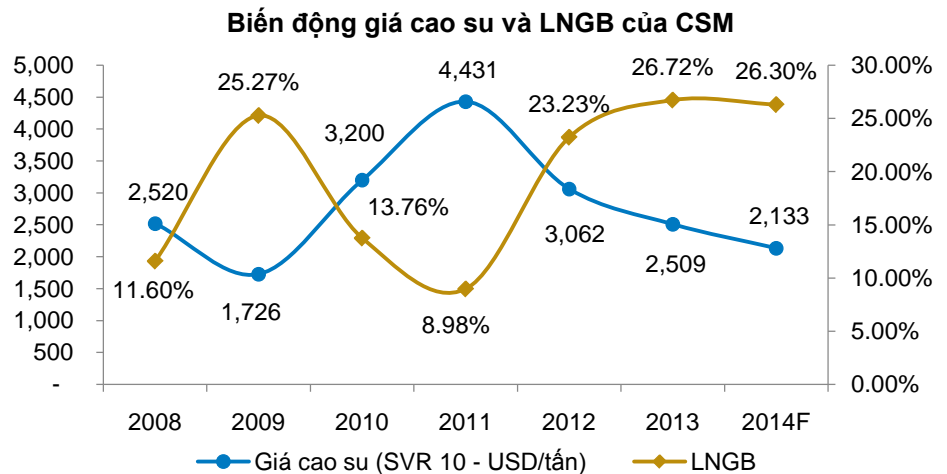
Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,1%	8,3%	4,1%	3%	10,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-51,5%	-72,1%	546,6%	42%	9,7%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	-41,1%	-29,3%	169,3%	18,4%	8,24%
ROA (%)	2,9%	15,1%	15,1%	12%	12,6%
ROE (%)	22,9%	6,1%	32%	33%	29,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	43%	59%	48%	58%	57,9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	75%	146%	91%	140%	135%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	3.335	929	4.339	5.359	5.867
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15.988	14.649	16.521	18.107	21.486

KẾT QUẢ KINH DOANH 2013

Kết quả kinh doanh 2013 ấn tượng. Năm 2013, CSM tiếp tục đạt mức doanh thu thuần ổn định 3.166 tỷ, tăng 3% so với năm trước. Với việc giá bán trung bình đã giảm 7% trong năm, sản lượng của CSM được ước tính tăng 9,6%. Con số này chủ yếu đến từ mặt hàng lốp ô tô đạt mức tăng trưởng 11,3%, nâng tỷ trọng lên 60% tổng doanh thu. Đây là nỗ lực rất đáng ghi nhận của CSM vì: (1) bối cảnh nền kinh tế nhìn chung còn nhiều khó khăn; và (2) tốc độ tăng trưởng của ngành xăm lốp được dự báo chỉ vào khoảng 5,7%.

Lợi nhuận gộp biên đạt mức cao nhất trong 5 năm trở lại đây. Với việc giá cao su tự nhiên giảm đến gần 20% trong năm 2013, LNGB của CSM đạt 26,7% tăng 3,5% so với năm trước và là tỷ lệ cao nhất trong 5 năm trở lại đây mà đỉnh cao cũ là 25,3% vào năm 2009.



Nguồn: CSM, VRA, BVSC tổng hợp)

Thu nhập tài chính tăng đột biến, chi phí lãi vay giảm mạnh. Thu nhập tài chính năm 2013 của CSM đạt 45 tỷ đồng tăng gấp 6 lần so với mức 6,5 tỷ đồng trong năm 2012. Lý do thu nhập tài chính tăng đột biến như vậy là do trong năm CSM đã thoái vốn tại Cao Su Phước Hoà (PHR), bao gồm 956.774 cổ phiếu với mức giá trung bình 35.200 đồng/cổ phiếu, thu về gần 33,7 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay chỉ vào khoảng 40 tỷ đồng, giảm 47,5% so với mức 77 tỷ đồng năm trước, chủ yếu là do các khoản lãi vay liên quan đến nợ dài hạn để đầu tư dự án radial được vốn hoá và lãi suất vay giảm.

Ghi nhận lợi nhuận khác từ việc đóng cửa liên doanh với Yokohama. Trong năm 2013, CSM đã ghi nhận mức lợi nhuận khác ròng đạt 8 tỷ đồng, tăng gấp đôi so với năm trước. Khoản này chủ yếu đến từ việc CSM đã hoàn thành việc đóng cửa liên doanh sản xuất xăm ô tô và xe đạp với Yokohama trong 2 quý đầu và thanh lý các tài sản cố định có liên quan đã khấu hao hết, thu về 14,8 tỷ đồng.

Tóm lại, nhờ những yếu tố nêu trên, **lợi nhuận sau thuế của CSM năm 2013 tăng vượt trội 42%, đạt 360 tỷ đồng so với 254 tỷ đồng của năm trước và tương ứng với mức EPS khoảng 5.400 đồng/cổ phiếu.**

DỰ BÁO NĂM 2014

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2014 tiếp tục đà ổn định đạt 3.450 tỷ đồng, tăng 10%. Cụ thể hơn, các sản phẩm hiện tại của CSM được dự báo tăng 1,2% và đạt 3.171 tỷ đồng, trong đó chủ đạo vẫn là doanh thu từ mặt hàng săm lốp ô tô, dự báo tăng 2%. Bên cạnh đó, **Nhà máy Radial dự báo đóng góp 275 tỷ đồng vào doanh thu.** Trong năm 2014, CSM kỳ vọng sản lượng tiêu thụ sản phẩm từ nhà máy Radial đạt 50.000 lốp, tương đương với 14% công suất thiết kế 350.000 lốp của giai đoạn 1, với giá bán trung bình là khoảng 5,5 triệu đồng/lốp. Tuy nhiên, theo tính toán của chúng tôi, mức hoà vốn của dự án Radial rơi vào khoảng 300.000 lốp (30% của toàn công suất dự án). Như vậy việc đưa nhà máy Radial đi vào sản xuất trong giai đoạn đầu sẽ ảnh hưởng không tốt đến lợi nhuận của CSM.

Dự báo giá cao su trung bình năm 2014 tiếp tục giảm 15%. Với việc giá cao su tự nhiên đã giảm đến 20% trong năm 2013 và gần 15% từ đầu năm 2014, chúng tôi nhận định giá cao su sẽ khó có thể giảm sâu hơn mức này vì dự báo nhu cầu cao su tự nhiên sẽ hồi phục do nền kinh tế trong nước và ngoài nước đang dần ổn định. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá cao su trung bình cả năm 2014 giảm 15%.

Lợi nhuận gộp biên dự báo giảm nhẹ, nhưng vẫn duy trì ở mức cao, đạt 26,3%. Nhờ xu hướng giá cao su đầu vào thuận lợi, LNGB của CSM dự báo chỉ giảm nhẹ còn 26,3% mặc dù chi phí khấu hao từ nhà máy Radial là rất lớn.

Chi phí khấu hao tăng đột biến. Theo tính toán của chúng tôi, chi phí khấu hao của CSM năm 2014 ước khoảng 183 tỷ đồng, tăng gấp hơn 3 lần so với năm 2013, trong đó chi phí khấu hao từ riêng nhà máy Radial là 107 tỷ đồng.

Ghi nhận lợi nhuận khổng lồ 70 tỷ đồng từ dự án số 9 Nguyễn Khoái, lỗ tài chính năm 2014 dự báo chỉ tăng nhẹ. Với việc đưa nhà máy Radial vào hoạt động, các khoản lãi vay sẽ không còn được vốn hoá mà đi thẳng vào chi phí, ước tính khoảng 104 tỷ, tăng 2,6 lần. Tuy nhiên, việc ghi nhận lợi nhuận 70 tỷ từ dự án số 9 Nguyễn Khoái, lỗ tài chính ròng của năm 2014 dự báo chỉ tăng nhẹ từ 56,7 tỷ lên 61,9 tỷ đồng.

Dựa trên những cơ sở dự báo trên, LNST CSM năm 2014 ước đạt 395 tỷ đồng, tăng 10% so với năm trước. EPS tương đương 5.867 đồng/cổ phiếu.

Ước Kết Quả Kinh Doanh Q1 2014

Dựa trên số ước từ CSM, kết quả kinh doanh Q1 của công ty với doanh thu là 673 tỷ đồng, hoàn thành 93% kế hoạch quý và lợi nhuận trước thuế 95 tỷ đồng, hoàn thành 95% kế hoạch quý. So với cùng kỳ năm 2013, doanh thu giảm nhẹ 5,5% trong khi lợi nhuận tăng 4,4%.

CẬP NHẬT DỰ ÁN RADIAL

Dự án Radial đang được thúc đẩy đúng tiến độ và dự kiến sẽ bắt đầu đi vào sản xuất từ đầu tháng 4 năm 2014. CSM kỳ vọng công suất tiêu thụ của nhà máy Radial sẽ vào khoảng 50.000 lốp, đóng góp 275 tỷ đồng vào doanh thu. Tuy nhiên, theo tính toán của chúng tôi, công suất hoà vốn rơi vào khoảng 30% của cả 3 giai đoạn (khoảng 300.000 lốp). Như vậy, dự án Radial bước đầu sẽ có những ảnh hưởng khá tiêu cực đến lợi nhuận của CSM nhưng lại mở ra những cơ hội mới trong tương lai nếu doanh nghiệp này có thể đẩy mạnh xuất khẩu qua các thị trường lớn, đặc biệt là Mỹ.

CÁC DỰ ÁN KHÁC CỦA CASUMINA

Dự án số 506 Nguyễn Tất Thành: CSM hiện đang trong tiến trình thoái vốn tại dự án này. Cụ thể, CSM sẽ hỗ trợ các thủ tục pháp lý chuyển nhượng và nhận lại tiền đền bù khoảng 15 tỷ đồng cộng với các khoản tiền thuê đất từ năm 2011. Khoản này có thể sẽ được ghi nhận vào cuối năm 2014 hoặc đầu năm 2015.

Dự án toà nhà văn phòng số 180 Nguyễn Thị Minh Khai: dự án toà nhà bao gồm 2 tầng hầm, 1 tầng trệt và 14 tầng lầu. CSM góp vốn theo hình thức đóng 60% tiền sử dụng đất khoảng 1,2 tỷ/năm. Theo đó, CSM sẽ sở hữu 4 tầng và sau 49 năm của vòng đời dự án, toàn bộ toà nhà sẽ thuộc về quyền sở hữu của CSM.

Các dự án khả thi khác trong tương lai: Hiện CSM cũng còn một số xí nghiệp trong thành phố nằm trong diện phải di dời vì lý do môi trường trong đó có các nhà máy nằm ở Quận 12, Quận Thủ Đức, Quận Tân Bình và văn phòng cũ tại Quận 5. Việc chuyển giao quyền sử dụng những tài sản đất đai này sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của CSM trong những năm tới.

TPP – CƠ HỘI ÍT, NGUY CƠ NHIỀU

Thị trường nội địa cạnh tranh khốc liệt. Nếu TPP được thông qua và rào cản thuế quan mặt hàng sản phẩm lốp bị dỡ bỏ, chúng tôi hơi quan ngại về khả năng cạnh tranh của ngành ngay tại thị trường nội địa. NĐT cần lưu ý là với mức thuế nhập khẩu lốp xe vào Việt Nam hiện dao động khoảng 15-30% tùy mặt hàng, nếu đưa các mức thuế này về 0% thì đây sẽ là một thách thức lớn đối với khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp sản xuất lốp tại thị trường trong nước.

Tiềm năng xuất khẩu không lớn. Hiện thuế nhập khẩu mà Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của mặt hàng sản phẩm lốp Việt Nam) áp dụng đối với mặt hàng sản phẩm lốp từ Việt Nam là 4%, là mức không cao lắm để có thể làm gia tăng mạnh sức cạnh tranh của sản phẩm sản phẩm lốp Việt Nam nếu gỡ bỏ mức thuế này.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá CSM là một cổ phiếu có nền tảng hoạt động và tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ vào kỳ vọng đầy mạnh xuất khẩu các sản phẩm từ dự án Radial. Bên cạnh đó, xu hướng giá cao su thuận lợi cùng khả năng ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển giao dự án bất động sản kỳ vọng sẽ là động lực để giá cổ phiếu CSM tiếp tục tăng. Trên cơ sở đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu là 53.200 đồng/cổ phiếu cao hơn 19,5% so với giá hiện tại ngày 17/03/2014 là 44.000 đồng/cổ phiếu. Tuy nhiên, NĐT cũng cần lưu ý về rủi ro biến động giá cao su và ảnh hưởng không thuận lợi từ Hiệp định TPP.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA, etc.). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999