

Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng Chín, 2014

Chuyên viên phân tích

Trương Sỹ Phú

(84 8) 3914 6888 ext 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngành săm lốp: Triển vọng lạc quan trong năm 2014-2015

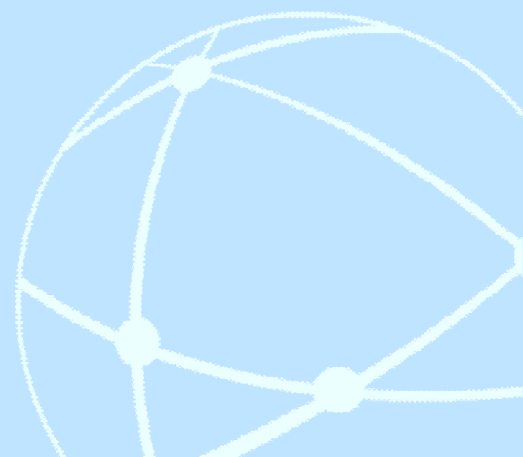
Phần 1. Điểm nhấn ngành săm lốp Việt Nam trong 6 tháng đầu năm 2014

- ☐ Thuế nhập khẩu ô tô giảm tạo cơ hội cho các nhà sản xuất lốp xe
- ☐ Nhà máy Radial của Bridgestone đi vào hoạt động kể từ tháng 4/2014
- ☐ Kiểm soát tải trọng có thể làm tăng nhu cầu lốp xe tải trong tương lai
- ☐ Các doanh nghiệp săm lốp tiếp tục hưởng lợi từ xu hướng giá cao su tự nhiên giảm

Phần 2. Cập nhật KQKD 6T 2014, triển vọng Q3 và cả năm 2014 của một số doanh nghiệp săm lốp niêm yết

Phần 3. Tổng quan Ngành Săm Lốp thế giới

Phần 4. Tổng quan Ngành Săm Lốp Việt Nam

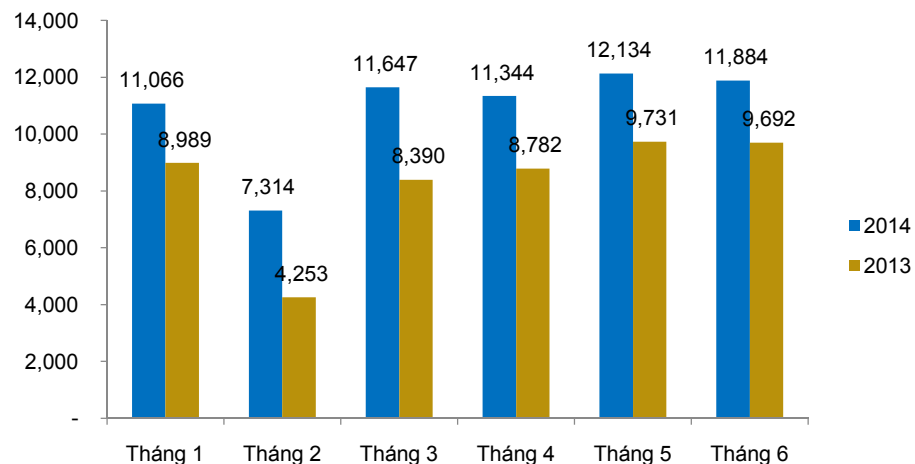


ĐIỂM NHẤN NGÀNH SĂM LỐP VIỆT NAM TRONG 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2014

Việc áp dụng lộ trình giảm thuế nhập khẩu ô tô đã mở ra cơ hội mới cho các nhà sản xuất lốp xe cỡ nhỏ: Thuế nhập khẩu là một trong những chướng ngại to lớn nhất đối với triển vọng tăng trưởng của ngành ô tô và phụ tùng trong nước. Mức thuế suất nhập khẩu ô tô hiện hành có thể lên đến 70%, chưa bao gồm mức thuế VAT 5-10% và thuế tiêu thụ đặc biệt 15-70% tùy loại. Tuy nhiên, nhằm đáp ứng các thỏa thuận đa phương trong AFTA, Chính phủ đã giảm thuế suất áp dụng cho các nước ASEAN xuống còn 50% trong năm 2014 và tiến tới xóa bỏ hoàn toàn thuế nhập khẩu vào năm 2018. Động thái này ngay lập tức tạo nên một sự gia tăng trưởng mạnh về doanh số bán ô tô trong nửa đầu năm 2014, ở mức 31% theo ước tính của VAMA:

- Doanh số ô tô cỡ nhỏ tăng 36% trong khi doanh số xe tải tăng 24% so với năm trước, do việc cắt giảm thuế suất nhập khẩu và sự gia tăng nhu cầu chuyên chở hàng hóa và nguyên vật liệu.
- Theo nguồn gốc sản xuất thì trong khi doanh số ô tô lắp ráp trong nước tăng 24%, doanh số ô tô nhập khẩu tăng trưởng ấn tượng ở mức 60%.

Bảng 1: Doanh số hàng tháng của VAMA năm 2013-2014



Nguồn: VAMA

So sánh về tỷ lệ ô tô trên 1.000 người, tỷ lệ này của Việt Nam vào khoảng 53 vào năm 2013 trong khi tỷ lệ này lại cao hơn đáng kể ở các nước lân cận, chỉ vào khoảng 172 tại Thái Lan, 69 tại Indonesia và 379 tại Malaysia. Do đó, theo quan điểm của chúng tôi, ngành công nghiệp phụ tùng và ô tô cỡ nhỏ sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ việc cắt giảm thuế suất nhập khẩu xe hơi. Có nghĩa là phân khúc lốp dành cho loại xe cỡ nhỏ mà chủ yếu sử dụng lốp Radial bán thép sẽ trở thành phân khúc sinh lợi nhiều nhất trong ngành công nghiệp lốp xe Việt Nam. Tuy nhiên, trong số 3 nhà sản xuất nội địa nổi trội là CSM, DRC và SRC, chỉ có CSM là có thể sản xuất loại sản phẩm này nhưng với công nghệ đã tương tối cũ và công suất hạn chế (300,000 sản phẩm/năm trong năm 2013).

Nhà máy lốp Radial lớn của Bridgestone đã đi vào hoạt động từ tháng 3 năm 2014: Vào cuối năm 2013, nhà sản xuất lốp xe lớn nhất thế giới đã tăng vốn đầu tư đăng ký từ 575 triệu USD lên 1,200 triệu

USD để tăng gấp đôi công suất kế hoạch tại Việt Nam. Nhà máy lớn này được đặt tại khu công nghiệp Đình Vũ, Hải Phòng và có công suất 24,700 lốp/ngày; công ty còn có kế hoạch mở rộng sản xuất lên 49,000 lốp/ngày trước năm 2017. Trong ngắn hạn, sự kiện này sẽ không có ảnh hưởng đáng kể đến vị thế của các nhà sản xuất trong nước do nhà máy này sẽ sản xuất lốp xe Radial bán thép cho ô tô cỡ nhỏ và xe khách. Tuy nhiên, do ô tô cỡ nhỏ được xem là phân khúc có tiềm năng tăng trưởng cao nhất nên động thái này của Bridgestone sẽ có ảnh hưởng tiêu cực đến khả năng giành thị phần ở phân khúc này trong tương lai của các nhà sản xuất trong nước như CSM và DRC.

Kiểm soát về giới hạn tải trọng có thể làm tăng lượng cầu lốp xe tải nặng: Vào tháng 4 năm 2014, Bộ Giao thông Vận tải đã ban hành Công văn 3703/BGTVT-VT hướng dẫn cụ thể để các đơn vị trực thuộc đưa ra quy trình kiểm soát bổ sung đối với xe có tải trọng vượt quá tải trọng cho phép. Theo dự báo của chúng tôi thì để duy trì công suất hoạt động ổn định, các công ty vận tải sẽ phải mua thêm xe tải vì lượng xe hiện tại có thể không thể đáp ứng được sự gia tăng đáng kể trong cường độ vận tải. Theo ước tính, số lượng xe tải nhẹ và xe tải nặng hiện đang được sử dụng là 732.000 xe. Về lý thuyết, chính sách này sẽ đòi hỏi một sự gia tăng trong số lượng xe tải lên gấp 1.5 hoặc thậm chí gấp 2 lần, làm nhu cầu lốp xe tải thay thế cũng tăng lên thêm hơn 2 triệu đơn vị. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tác động thực sự của chính sách này có thể sẽ không đáng kể như trên và ảnh hưởng đến cầu lốp xe nội địa trong ngắn hạn vẫn khó có thể xác định tại thời điểm hiện tại:

- Cần thêm nhiều nguồn vốn hơn để mua xe tải mới
- Công suất lắp ráp xe tải nội địa có thể không đủ để hỗ trợ cho sự gia tăng bất ngờ trong đơn hàng mua mới
- Nhu cầu lốp xe thay thế có thể không bị ảnh hưởng ngay lập tức
- Các công ty có thể chuyển sang các loại hình vận tải thay thế trực tiếp cho vận tải đường bộ như là xe lửa hoặc vận tải biển
- Quy trình kiểm soát giới hạn tải trọng sẽ cần một khoảng thời gian để được áp dụng triệt để và hiệu quả

Theo Bộ Giao thông Vận tải, sau khi áp dụng giới hạn tải trọng tại 27/63 tỉnh thành, 18,7% ô tô lưu thông được phát hiện đã vượt quá tải trọng. Theo ý kiến của chúng tôi, một khi chính sách này được áp dụng rộng rãi trên toàn quốc thì tỷ lệ vi phạm có thể lên đến 40% và do đó số lượng xe tải có thể cũng sẽ tăng tối đa 40% trong trung hạn.

Nhu cầu lốp Bias xe tải nặng có thể sẽ giảm đi do xu hướng Radial hóa: Theo ước tính của chúng tôi thì nhu cầu lốp xe tải nặng đạt xấp xỉ 1,6 triệu lốp trong năm 2013, trong đó 775,000 lốp là lốp Bias và 800,000 lốp là lốp Radial, tương ứng với một tỷ lệ sử dụng lốp Radial là 51%. Quá trình Radial hóa còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố bao gồm tình hình kinh tế chung và mức độ nhìn nhận của thị trường về ưu thế của lốp Radial so với lốp Bias. Giả định rằng tỷ lệ sử dụng lốp Radial tăng lên đến 80% trong 5 năm tới thì nhu cầu lốp Radial cho xe tải nặng sẽ tăng trưởng ở mức 20% trong khi nhu cầu lốp Bias có thể sẽ giảm trung bình 8%.

Bảng 2: Dự báo tốc độ Radial hóa

Đơn vị: Triệu	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	CAGR (%)
Lốp xe tải nặng	1.57	1.74	1.93	2.15	2.32	2.48	
<i>Radial</i>	0.80	0.98	1.21	1.47	1.72	2.00	
<i>Bias</i>	0.78	0.76	0.72	0.68	0.60	0.48	
Tốc độ tăng của lốp Radial		23%	23%	22%	17%	16%	20%
Tốc độ giảm của lốp Bias		-3%	-4%	-6%	-12%	-17%	-8%

Nguồn: BVSC

Các nhà sản xuất nội địa như DRC và CSM có thể cạnh tranh với lốp Radial xe tải nhập khẩu: Dễ dàng nhận thấy rằng các sản phẩm nhập khẩu như Bridgestone và Michelin thường được bán với giá cao hơn từ 40 đến 50% so với các sản phẩm nội địa, qua đó thể hiện chiến lược của các nhà sản xuất nước ngoài là chú trọng vào chất lượng và nhận diện thương hiệu chứ không phải vào giá. Nếu CSM và DRC có thể tận dụng triệt để lợi thế về nguồn lao động rẻ và nguồn cung cao su tự nhiên dồi dào trong nước thì họ hoàn toàn có thể cạnh tranh với các sản phẩm nhập này bằng cách nhắm vào các phân khúc thấp hơn. Ngoài ra, do tên tuổi của 2 nhà sản xuất nội địa này đã sớm trở nên quen thuộc với dòng lốp Bias có mức giá cạnh tranh và chất lượng đảm bảo, đó chỉ là vấn đề thời gian trước khi thị trường nội địa bắt đầu tiếp nhận dòng sản phẩm Radial mới cho xe tải của 2 nhà sản xuất này. Cụ thể, chỉ trong quý 2 năm 2014, DRC đã tiêu thụ được gần 30.000 lốp tại thị trường nội địa, cao gấp 2 lần doanh số lốp Radial trong cả nửa sau của năm ngoái. Sau cùng, cả DRC và CSM đều đang dự định xây dựng hệ thống phân phối độc quyền riêng nhằm tăng khả năng tiếp cận thị trường chứ không tiếp tục phụ thuộc vào các đại lý bán lẻ như trong quá khứ. Theo chúng tôi thì mặc dù chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của 2 công ty này có thể sẽ tăng đáng kể, việc xây dựng hệ thống phân phối độc quyền sẽ giúp các công ty này củng cố được vị thế vốn có và giảm tối thiểu tác động việc sụt giảm doanh thu từ lốp Radial bằng cách chiếm thị phần của các nhà sản xuất lốp Bias khác.

Bảng 3: So sánh giá lốp Radial

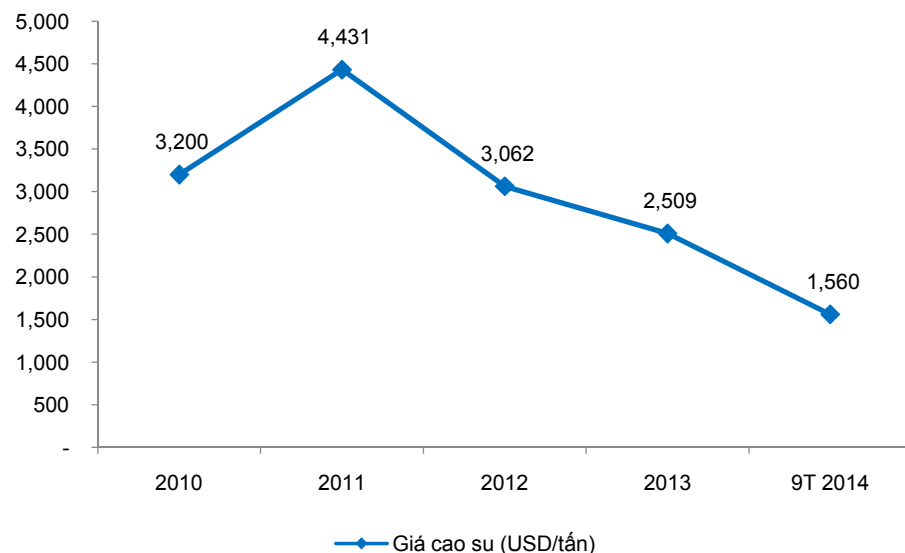
Đơn vị: Ngàn VND	CSM	DRC	Bridgestone	Michelin	Siam	Otani	Maxxis
1100R20	5,000	5,350	8,290	7,550	7,150	6,000	7,950
295/80R22.5	5,000	5,350	8,510	8,863			8,700

(Nguồn: BVSC)

- **1100R20:** Lốp Radial của CSM và DRC được bán tại thị trường nội địa
- **295/80R22.5:** Lốp Radial không sản xuất khẩu của CSM và DRC

Các nhà sản xuất lốp xe hưởng lợi từ sự sụt giảm giá cao su: Theo dự báo của IRSG thì cung cao su thế giới sẽ tiếp tục dư thừa trong 3 năm tới, ở mức 652.000 tấn vào cuối năm 2014, 483.000 tấn và 316.000 tấn trong năm 2015 và 2016. Dựa trên tương quan trong quá khứ giữa giá cao su, thừa (thiếu) cung và tăng trưởng GDP thế giới, chúng tôi dự đoán giá cao su sẽ giảm trung bình 30% trong năm nay và tiếp tục đi ngang trong năm 2015. Tình hình dư thừa cung trên toàn thế giới đã có ảnh hưởng đáng kể đến ngành cao su Việt Nam. Thực tế, các số liệu thống kê của VRG cho thấy giá cao su tự nhiên SVR10 trung bình 9 tháng đầu năm đã giảm trên 30% so với năm trước. Trong 7 tháng đầu năm 2014, xuất khẩu cao su quốc gia đã giảm 10% về lượng và 32% về giá trị. Do đó, các ngành công nghiệp sử dụng cao su tự nhiên làm nguyên liệu đầu vào như ngành sản xuất lốp xe sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá này.

Bảng 4: Diễn biến giá cao su SVR10 trong nước



Nguồn: VRG

Các nhà xuất khẩu lốp xe sẽ được hưởng lợi từ Hiệp định TTP: Một khi tiến trình đàm phán TTP được hoàn tất vào đầu 2015, các nhà xuất khẩu lốp xe trong nước sẽ có thể hưởng một sự gia tăng nhỏ trong biên lợi nhuận xuất khẩu khi mức thuế quan nhập khẩu hiện hành 5% của Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam) sẽ được xóa bỏ. Mặt khác, mức thuế suất của Việt Nam đối với lốp nhập khẩu cũng sẽ giảm từ mức trung bình 25% về 0%. Theo ý kiến của chúng tôi thì việc xóa bỏ thuế suất nhập khẩu này sẽ không gây quá nhiều bất lợi cho các nhà sản xuất trong nước do: (1) các nhãn hiệu nội địa như CSM, DRC và SRC có phân khúc nhận diện riêng với mức giá bán khá cạnh tranh; (2) các sản phẩm lốp ngoại nhập như Michelin và Bridgestone có lẽ không thể hưởng lợi đáng kể từ việc cắt giảm thuế suất do hầu hết các sản phẩm này được nhập khẩu từ các nước ASEAN như Thái Lan và Indonesia nên vốn đã được hưởng mức thuế nhập khẩu thấp là 5%; (3) đối thủ chính của ngành công nghiệp lốp nội địa là Trung Quốc không phải là một đối tác tham gia hiệp định TTP.

CẬP NHẬT KQKD 6T 2014, TRIỂN VỌNG Q3 VÀ CẢ NĂM 2014 CỦA MỘT SỐ DOANH NGHIỆP SĂM LỐP NIÊM YẾT

1. Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam (Casumina) – CSM: HOSE

Kết quả hoạt động 6 tháng đầu năm không có nhiều đột biến so với cùng kỳ năm trước: Doanh thu lũy kế 6 tháng đầu năm đạt 1.470 tỷ đồng, sụt giảm 3,8% do CSM đã giảm giá bán trung bình 7% trong khi sản lượng chỉ tăng 3,4%. Về cơ cấu doanh số, sản phẩm lốp xe máy chiếm 46%, lốp xe đạp chiếm 39% và phần còn lại chủ yếu là lốp xe hơi và các sản phẩm lốp công nghiệp khác. Do giá cao su tự nhiên đã giảm đáng kể từ năm ngoái, CSM phải tăng mức chiết khấu và khuyến mãi cho các đại lý phân phối. Theo đó, chi phí bán hàng của công ty đã tăng 44%, làm tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu tăng lên 4,4% so với mức 2,9% năm ngoái. Tuy nhiên, sự sụt giảm trong chi phí nguyên vật liệu đầu vào cũng mang lại nhiều lợi ích cho CSM, giúp biên lợi nhuận gộp đạt đến 27,3%, tăng 1,3% so với cùng kỳ năm trước. Công ty đạt được mức lợi nhuận sau thuế là 169 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với năm trước bất chấp sự gia tăng đáng kể trong chi phí bán hàng. Theo ý kiến của chúng tôi, kết quả trên đã phản ánh nỗ lực của Ban Điều Hành trong việc duy trì hoạt động ổn định khi công ty không có khoản bất thường nào trong nửa đầu năm 2014 trong khi cùng kỳ 2013 đã ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường trên 11 tỷ VND từ thoái vốn khỏi liên doanh Yokohama.

Lợi nhuận ròng Quý 3 năm 2014 được dự đoán sụt giảm 12% so với năm trước: Theo CSM, giai đoạn 1 của dự án Radial đã hoàn thành và nhà máy đã bắt đầu đi vào hoạt động vào đầu tháng 6 năm 2014. Theo ước tính của chúng tôi, công ty chỉ có thể tiêu thụ 15,000 lốp Radial trong quý 3 năm 2014 do dòng sản phẩm mới này vẫn cần một khoảng thời gian để tiếp cận thị trường. Doanh thu của CSM được dự báo ở mức khoảng 883 tỷ VND (+9,6%), trong đó 808 tỷ VND (+0,4%) là doanh thu từ sản phẩm truyền thống và chỉ có 75 tỷ VND là doanh thu từ nhà máy Radial mới. Ngoài ra, do công ty sẽ bắt đầu sử dụng nguồn dự trữ cao su tự nhiên tồn kho giá thấp trong quý 3 năm 2014, biên lợi nhuận của các sản phẩm truyền thống của công ty được dự báo tăng 2% lên 29,5%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận chung được dự báo sẽ giảm 2,4% xuống còn 25% do khấu hao tăng thêm từ nhà máy Radial. Cuối cùng, chi phí tài chính cũng có thể tăng gấp 1,9 lần do lãi vay liên quan đến giai đoạn 1 của dự án đã không còn được vốn hóa. Trên những cơ sở đó, chúng tôi dự báo CSM sẽ đạt được lợi nhuận ròng 78 tỷ đồng trong Q3/2014, giảm 12,4% so với cùng kỳ năm trước.

(Đơn vị: Tỷ)	1H 2014	1H 2013	Q3 2014F	Q3 2013	Yoy (%)
Doanh thu	1,468	1,528	883	805	+9.6%
LNTT	217	223	100	118	-15.3%
LNST	169	169	78	89	-12.4%

Lợi nhuận thuần cả năm 2014 được ước tính tăng nhẹ 4.4%, đạt 376 tỷ đồng: Trong dự báo lần này, BVSC điều chỉnh mức chi phí sản xuất khả biến của nhà máy Radial từ 4.5 triệu lên 4.7 triệu đồng/lốp mà chúng tôi cho rằng hợp lý hơn khi so sánh với DRC và giảm chi phí cao su đầu vào dự

kiến thêm 5%. Như vậy, lợi nhuận ròng cả năm 2014 của CSM được dự báo ở mức 376 tỷ đồng (+4.4% yoy), trong đó lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính là 321 tỷ đồng và 55 tỷ còn lại là phần lợi nhuận dự kiến từ việc chuyển nhượng dự án số 9 Nguyễn Khoái.

Khuyến nghị đầu tư

Với vị thế là nhà sản xuất lốp nội địa hàng đầu với lịch sử hoạt động lâu đời, tiềm năng tăng trưởng tốt từ dự án Radial mới cùng với các khoản lợi nhuận bất thường có thể ghi nhận từ thanh lý đất sở hữu trước cổ phần hóa, CSM được xem là một cổ phiếu cơ bản tốt cho đầu tư dài hạn. Sau khi điều chỉnh theo triển vọng lạc quan hơn của ngành và giảm giá cao su đầu vào dự kiến năm 2014 thêm 5%, chúng tôi nâng giá mục tiêu CSM từ 53.200 lên **55.000 đồng/cp**. CSM đóng cửa ở mức giá 45.000 đồng vào ngày 22/09/2014, tương đương với mức lợi nhuận kỳ vọng là 22,2%. Do đó, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CSM do cả mức đích đầu tư ngắn và dài hạn. Cuối cùng, do kết quả quý 3 sắp tới dự kiến sẽ không khả quan do ảnh hưởng từ chi phí cố định của nhà máy Radial, BVSC cho rằng thời điểm báo cáo tài chính được công bố có thể sẽ là cơ hội tốt để tích lũy thêm cổ phiếu CSM.

2. Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng – DRC: HOSE

Doanh thu nửa đầu năm 2014 tăng 12% nhờ vào doanh số tiêu thụ lốp Radial cao; lợi nhuận thuần sụt giảm nhẹ: Trong quý 2 năm 2014, doanh số bán lốp Radial đã tăng đáng kể lên gần 30.000 lốp so với mức kế hoạch khoảng 18.000 lốp. Sau 6 tháng đầu năm, DRC đã bán 42.000 lốp Radial, chủ yếu tại thị trường nội địa, đạt mức tăng trưởng mạnh 180% so với nửa sau năm 2013. Mức tăng trưởng này mặc dù có thể chủ yếu bắt nguồn từ sự gia tăng đáng kể số lượng xe tải theo như công bố của VAMA, nó cũng cho thấy DRC đã phần nào thành công trong việc tạo dựng tên tuổi cho sản phẩm Radial mới của mình. Theo đó, công ty đã nỗ lực để đạt đến mức doanh thu là 1.546 tỷ đồng (+12% yoy) trong nửa đầu năm 2014, một kết quả khá ấn tượng khi doanh thu của công ty dường như đã chững lại trong những năm gần đây. Ngoài ra, chúng tôi cũng ước tính sự sụt giảm liên tục trong giá cao su tự nhiên đã giúp biên lợi nhuận gộp của sản phẩm truyền thống của DRC tăng 3,5% so với cùng kỳ năm trước lên trên 29%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận chung được dự báo đã giảm nhẹ từ 24,9% xuống còn 24,3% do phần khấu hao phát sinh thêm khoảng 46 tỷ đồng từ nhà máy Radial. Cuối cùng, chi phí tài chính cũng có thể tăng gấp 2,1 lần do lãi vay liên quan đến dự án Radial. Do đó, mặc dù có sự tăng trưởng tốt về mặt doanh thu, DRC chỉ có thể đạt được một khoản lợi nhuận ròng là 185 tỷ đồng (-2% yoy).

Lợi nhuận quý 3 được dự báo giảm 8% so với cùng kỳ năm trước: Theo dự báo của chúng tôi thì trong quý 3 công ty đạt 807 tỷ đồng doanh thu (+31% yoy), trong đó 621 tỷ đồng là doanh thu sản phẩm truyền thống và 186 tỷ đồng là doanh thu lốp Radial, tương đương với 35.000 lốp. Qua đó, lợi nhuận ròng được dự đoán ở mức 83 tỷ đồng, giảm 8% phần lớn là do các chi phí lãi vay và khấu hao đều tăng đáng kể so với cùng kỳ.

(Đơn vị: Tỷ VNĐ)	1H 2014	1H 2013	Q3 2014F	Q3 2013	Yoy (%)
Doanh thu	1,546	1,378	807	630	+28.1%
LNTT	233	251	106	120	-11.7%
LNST	185	189	83	90	-7.8%

Lợi nhuận thuần cả năm 2014 được ước tính ở mức 356 tỷ đồng, giảm nhẹ 5.1%: Dựa trên tăng trưởng doanh số thuần lợi từ sản phẩm Radial mới, chúng tôi dự đoán tiêu thụ Radial cả năm vào khoảng 112.000 đơn vị (+650%), tương đương với mức doanh thu là 594 tỷ đồng (+607%). Doanh thu sản phẩm truyền thống được dự báo ở mức 2.225 tỷ đồng, giảm 2,5% chủ yếu do sự sụt giảm giá bán trung bình trong khi doanh số được dự báo không thay đổi so với năm trước. Theo đó, công ty có thể đạt được mức doanh thu cả năm là 3.245 tỷ đồng (+16%), hoàn thành 96% kế hoạch tài chính năm. Mặc dù có sự cải thiện đáng kể về doanh thu, chúng tôi cho rằng công ty chỉ có thể đạt được mức lợi nhuận thuần là 356 tỷ đồng, giảm 5.1% so với năm trước. Cần phải nhấn mạnh rằng nếu không có sự hỗ trợ đáng kể từ xu hướng giảm giá cao su tự nhiên và sự tăng trưởng tốt trong doanh số lốp Radial thì chi phí khấu hao và lãi vay hằng năm khoảng 150 tỷ đồng từ nhà máy Radial sẽ có tác động tiêu cực hơn nhiều đến kết quả hoạt động dự kiến của DRC trong năm 2014. Do đó, BVSC cho rằng việc có thể duy trì được mức lợi nhuận ổn định đã là một kết quả tương đối khả quan.

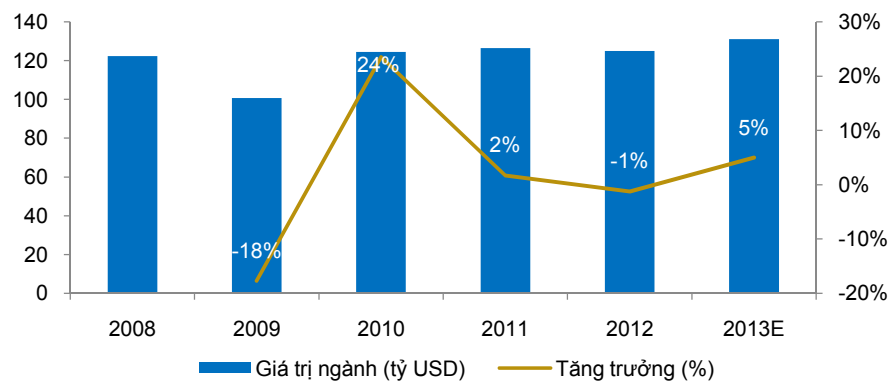
Khuyến nghị đầu tư

Là một nhà sản xuất nội địa hàng đầu với thương hiệu mạnh, cơ cấu khách hàng tổ chức vững chắc và tiềm năng tăng trưởng lớn từ nhà máy Radial, DRC vẫn là khoản đầu tư tốt cho nhà đầu tư theo đuổi chiến lược đầu tư lâu dài. Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu cho DRC từ 50.400 đồng lên **60.000 đồng/cp** sau khi nâng triển vọng bán hàng Radial và điều chỉnh giá cao su đầu vào dự kiến. Cổ phiếu DRC đóng cửa ở mức giá 59.500 đồng vào ngày 22/09/2014, gần như đã tương đương với giá mục tiêu của chúng tôi. Do đó, BVSC thay đổi khuyến nghị đầu tư đối với cổ phiếu DRC từ **OUTPERFORM** thành **NEUTRAL**.

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH SẴM LỚP THẾ GIỚI

Tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp lốp xe toàn cầu thay đổi theo chu kỳ kinh tế thế giới: Trong giai đoạn 2008-2013, tốc độ tăng trưởng của ngành công nghiệp này đã biến động mạnh và thậm chí đã từng âm trong năm 2009 và 2012, phản ánh điều kiện kinh tế khó khăn chung trên toàn thế giới. Theo đó, sau 5 năm kể từ năm 2008, giá trị thị trường lốp xe toàn cầu chỉ tăng trưởng ở mức 7%. Tuy nhiên, khi các nền kinh tế lớn nhất thế giới như Mỹ, Trung Quốc và EU đã có những dấu hiệu hồi phục tích cực thì mức tăng trưởng thị trường lốp xe toàn cầu, theo dự đoán của MarketLine, sẽ ổn định ở mức khoảng 5%/năm cho đến năm 2017.

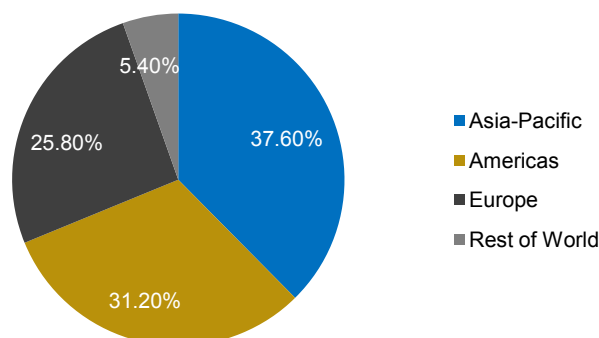
Bảng 1: Giá trị thị trường lốp xe toàn cầu



Nguồn: MarketLine

Châu Á – Thái Bình Dương là thị trường lớn nhất, chiếm 38% tổng giá trị sản phẩm lốp xe toàn cầu trong năm 2013: Do khu vực này có được những nhân tố chủ yếu trong sản xuất lốp xe là nguồn cung cao su tự nhiên dồi dào và nguồn lao động rẻ nên rất nhiều nhà sản xuất lốp ô tô bao gồm những công ty hàng đầu như Bridgestone, Michelin và Goodyear cũng đã đặt một lượng lớn nhà máy tại Trung Quốc, Ấn Độ và Thái Lan để tận dụng những đặc điểm vùng miền quan trọng này. Điều này giải thích tại sao khu vực Châu Á – Thái Bình Dương lại chiếm đến 60% sản lượng lốp xe toàn thế giới. Ngoài ra, khu vực này cũng là thị trường lốp xe phát triển nhanh nhất do: (1) Châu Á – Thái Bình Dương bao gồm nhiều nước đang phát triển, nơi mà ô tô đang dần thay thế các phương tiện lưu thông khác khi thu nhập bình quân đầu người và cơ sở hạ tầng được cải thiện; (2) các thị trường khác như Bắc Mỹ và Châu Âu đã tương đối bão hòa và khó có thể tăng trưởng đột biến trong tương lai.

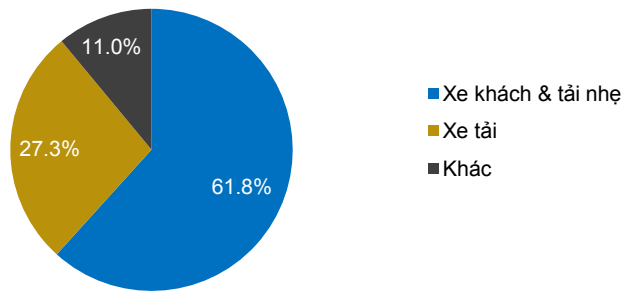
Bảng 2: Giá trị thị trường lốp xe toàn cầu theo khu vực, 2013E



Nguồn: MarketLine

Xe khách và xe tải nhẹ là phân khúc lốp xe lớn nhất: Trong năm 2013, giá trị phân khúc xe khách và xe tải nhẹ là 81 tỷ đô la, chiếm 61,8% tổng giá trị thị trường. Phân khúc lớn thứ 2 là xe tải hạng trung và xe tải nặng đóng góp gần 36 tỷ đô về giá trị, tương ứng với 27,3% tổng giá trị thị trường; phần còn lại thuộc về các loại xe chuyên dụng khác.

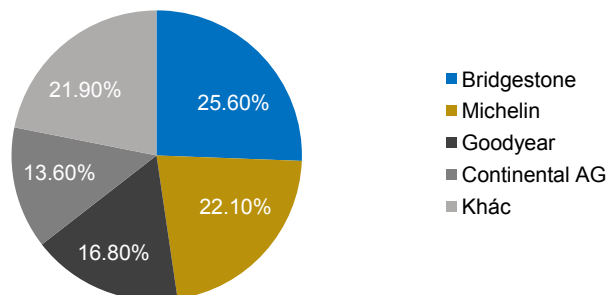
Bảng 3: Giá trị thị trường lốp xe toàn cầu theo loại xe



Nguồn: MarketLine

Ngành công nghiệp lốp xe toàn cầu có độ tập trung cao: Trong năm 2012, 4 nhà sản xuất hàng đầu là Bridgestone, Michelin, Goodyear và Continental AG tổng cộng đã chiếm gần 78% giá trị thị trường toàn cầu trong khi các công ty khác chỉ chiếm 22% còn lại. Trong khi các nhà sản xuất lớn này tiếp tục tìm kiếm cơ hội mở rộng, đặc biệt tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, bằng cách sử dụng các ưu thế vốn có của mình là thương hiệu mạnh và chất lượng tốt thì các công ty quy mô nhỏ hơn như Maxxis, Hancook, Yokohama và Kumho có vẻ theo đuổi các chiến lược khác nhau bao gồm cạnh tranh về giá hoặc nhắm đến thị trường ngách và thị trường khu vực.

Bảng 4: Thị phần lốp xe toàn cầu trong năm 2012



Nguồn: MarketLine

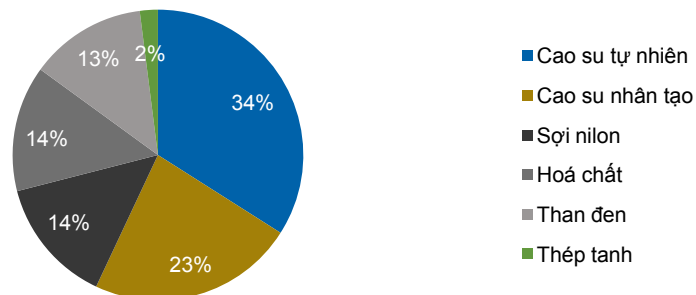
Radial hóa là một xu hướng có thể đoán trước được: Nhờ một số ưu điểm như tiết kiệm nhiên liệu, tạo ra ít nhiệt năng, bền hơn và có độ bám dính tốt hơn nên lốp Radial được người tiêu dùng yêu thích hơn là lốp Bias. Theo Xerfi Global, 80 – 95% lốp xe tại các khu vực phát triển như Bắc Mỹ và Châu Âu là lốp Radial, trong khi con số ước tính cho các khu vực kém phát triển hơn như Châu Á – Thái Bình Dương thấp hơn đáng kể chỉ ở mức 52%. Do đó, cả các nhà sản xuất lốp xe trong và ngoài nước đều đầu tư mạnh để tăng công suất sản xuất lốp Radial tại các khu vực này nhằm bắt kịp xu hướng Radial hóa này. Ví dụ tốt nhất và gần đây nhất là Bridgestone, Casumina và Công ty Cổ phần Cao Su Đà Nẵng, các công ty mà đã đầu tư vào các dự án Radial khác nhau tại Việt Nam với tổng công suất đạt gần 19 triệu lốp/năm.

TỔNG QUAN NGÀNH SĂM LỐP VIỆT NAM

1. Nguyên liệu đầu vào

Cao su là nguyên liệu đầu vào chính cho sản xuất lốp xe: Nguyên liệu sử dụng trong quá trình sản xuất lốp xe rất đa dạng bao gồm cao su, than đen, sợi nilon, thép tanh và các hóa chất khác. Cao su là nguyên liệu quan trọng nhất, chiếm 57% chi phí nguyên vật liệu, trong đó 34% là cao su tự nhiên và 23% là cao su tổng hợp. Trong khi cao su tự nhiên được mua từ các nhà cung ứng trong nước thì hầu hết các nguyên liệu khác đều phải nhập khẩu.

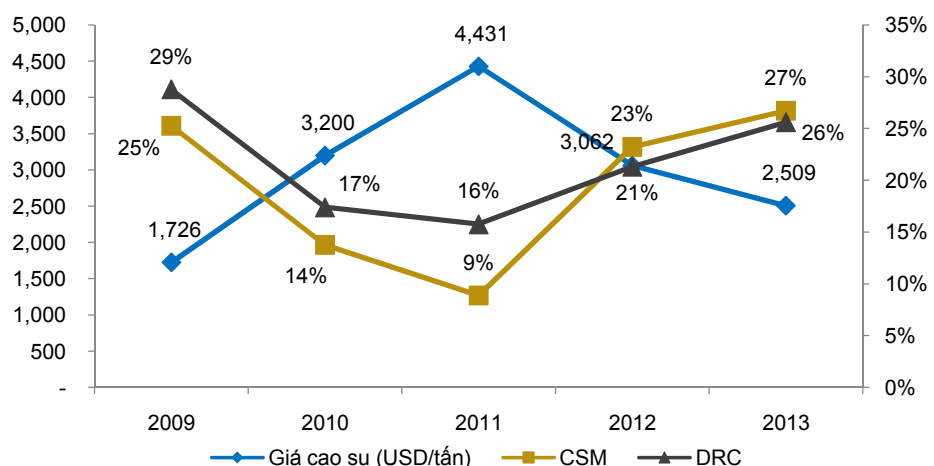
Bảng 1: Thành phần chi phí nguyên vật liệu sản xuất lốp xe



Nguồn: CSM, DRC, BVSC

Biên lợi nhuận gộp sản xuất lốp xe phụ thuộc chủ yếu vào giá cao su: Trong giai đoạn suy thoái kinh tế thế giới, nhu cầu lốp xe thấp thường dẫn đến các đợt giảm giá cao su do gần 70% sản lượng cao su thế giới được sử dụng bởi ngành sản xuất lốp. Bên cạnh đó, do cao su tự nhiên và cao su nhân tạo có thể thay thế cho nhau đến một mức độ nhất định, xu hướng giá của hai loại nguyên liệu này có mối tương quan dễ nhận thấy. Do đó, trong điều kiện kinh tế khó khăn thì mức tăng trưởng doanh số thấp mà các nhà sản xuất lốp xe phải chịu thường được bù đắp bằng biên lợi nhuận tăng lên. Mặt khác, trong giai đoạn khan hiếm cao su tự nhiên, biên lợi nhuận của các nhà sản xuất lốp xe thường có xu hướng giảm mạnh do tương quan chặt chẽ trong giá của các loại nguyên liệu đầu vào. Do đó, các nhà sản xuất trong nước như CSM thường dự trữ cao su tự nhiên cho sản xuất trong 4-5 tháng kế tiếp vào thời điểm quý 3 hoặc quý 4 hằng năm khi nguồn cung cao su dồi dào nhất.

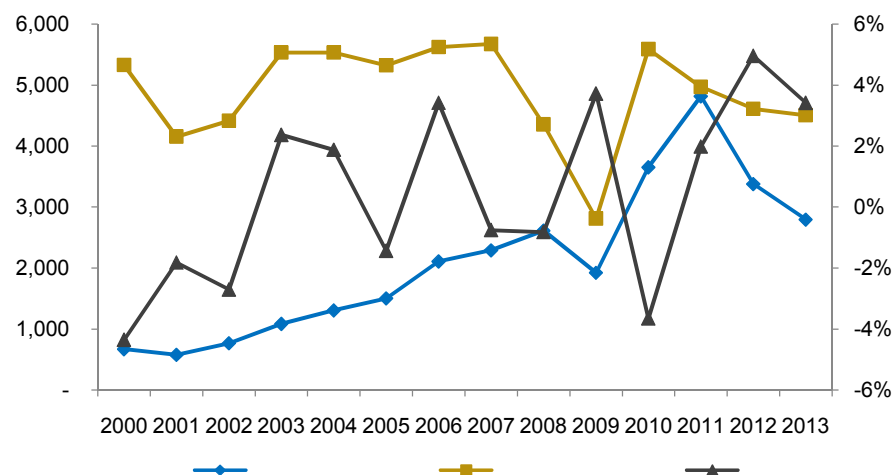
Bảng 2: Tương quan giữa giá cao su và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: BVSC

Giá cao su thế giới được dự đoán sẽ tiếp tục giảm do thặng dư kéo dài: Theo dự báo của IRSG thì cung cao su thế giới sẽ tiếp tục dư thừa trong 3 năm tới, ở mức 652.000 tấn vào cuối năm 2014, 483.000 tấn và 316.000 tấn trong năm 2015 và 2016. Dựa trên tương quan trong quá khứ giữa giá cao su, thừa (thiếu) cung và tăng trưởng GDP thế giới, chúng tôi dự đoán giá cao su sẽ giảm trung bình 30% trong năm nay và tiếp tục đi ngang trong năm 2015. Thực tế, các số liệu thống kê của Bloomberg cho thấy giá cao su tự nhiên thế giới (RSS3) đã giảm đáng kể đến 26% trong 6 tháng vừa qua. Tình hình dư thừa cung trên toàn thế giới đã có ảnh hưởng đáng kể đến ngành cao su Việt Nam. Trong 7 tháng đầu năm 2014, xuất khẩu cao su quốc gia đã giảm 10% về lượng và 32% về giá trị. Do đó, các ngành công nghiệp sử dụng cao su tự nhiên làm nguyên liệu đầu vào như ngành sản xuất lốp xe sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ xu hướng giảm giá này.

Bảng 3: Tương quan giữa giá cao su, tăng trưởng GDP thế giới và cung/cầu



Nguồn: BVSC

2. Sản xuất lốp xe

Sản xuất lốp xe được phân chia theo nhà sản xuất trong nước và FDI: Trong phân khúc sản xuất lốp xe đạp và xe máy, các nhà sản xuất nội địa như CSM, DRC và SRC thường tập trung vào lốp thay thế trong khi các công ty FDI như Cheng Shin, Kenda và Inoue thì mạnh hơn trong phân khúc OEM. Trong phân khúc lốp ô tô, các nhà sản xuất nội địa chuyên sản xuất lốp Bias dành cho xe tải và các loại xe công nghiệp tiêu thụ trong nước trong khi các nhà sản xuất FDI như Kumho, Yokohama và Bridgestone hầu hết đều sản xuất lốp Radial cho xe tải và lốp Radial bán thép cho xe cỡ nhỏ và xe khách, và chủ yếu nhằm mục đích xuất khẩu. Theo VRG, sản lượng sản xuất nội địa trong năm 2013 là 23,3 triệu lốp xe đạp, trên 30 triệu lốp xe máy và khoảng 5,3 triệu lốp ô tô.

Bảng 4: Danh mục một số nhà sản xuất lốp xe nội địa và FDI

	CSM	DRC	SRC	Kumho	Bridgestone	Inoue	Kenda	Yokohama
Theo công nghệ:								
Bias	X	X	X	-	-	-	-	X
Radial	X	X	-	X	X	-	-	X
Theo phân loại:								
Xe hơi	X	X	X	X	X	-	-	-
Xe tải	X	X	X	-	-	-	-	X
Công nghiệp	X	X	X	-	-	-	-	-
Máy bay	-	-	X	-	-	-	-	-
Lốp đắp lại	X	X	-	-	-	-	-	-
Xe máy	X	X	X	-	-	X	X	X
Xe đạp	X	X	X	-	-	-	X	-

(Nguồn: BVSC)

Thuyết minh: "X" có sản xuất; "-" không sản xuất

3. Nhu cầu trong nước

3.1. Nhu cầu lốp xe đạp và xe máy

Không có cơ hội tăng trưởng trong phân khúc xe đạp: Theo Bộ Công thương, trong giai đoạn 2005-2011, sản xuất lốp và xăm xe đạp hầu như không thay đổi với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm lần lượt là 0,7% và 1,3%. Theo ước tính của chúng tôi thì tổng cầu trong năm 2013 là 21,8 triệu lốp và 28,3 triệu xăm xe đạp.

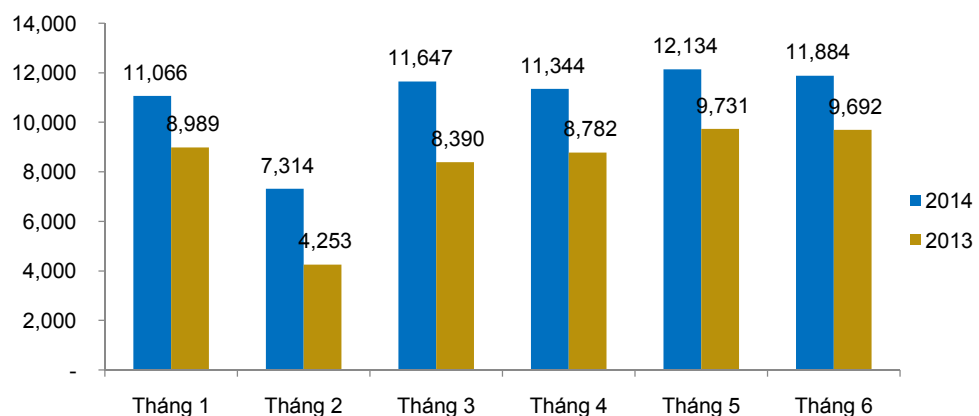
Nhu cầu lốp xe máy tăng trưởng ổn định: Tổng số lượng xe máy đang lưu thông vào cuối năm 2013 vào khoảng 39 triệu xe, nghĩa là sẽ có một lượng cầu khoảng 33 triệu lốp xe thay thế. Ngoài ra, số lượng xe máy theo ghi nhận đã tăng trung bình 3 triệu xe mỗi năm, tức là cần thêm khoảng 6 triệu lốp xe gốc mỗi năm. Nhìn chung, do khó có bất cứ phương tiện nào có thể thay thế xe gắn máy trong ngắn hạn nên chúng tôi dự đoán là phân khúc này sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định ở mức 4% năm trong giai đoạn 2013-2018.

3.2. Nhu cầu lốp xe ô tô

Nhu cầu lốp xe ô tô chiếm phần lớn giá trị thị trường dù số lượng khiêm tốn: Theo Bộ Giao thông Vận tải, tổng số lượng xe ô tô đang sử dụng đã vượt quá 1,6 triệu xe vào cuối năm 2013, nghĩa là sẽ cần khoảng 4,8 triệu lốp xe hàng năm và chiếm khoảng 31% giá trị của ngành công nghiệp lốp xe nội địa. Số lượng lốp xe thay hàng năm cũng thay đổi theo từng loại xe, ví dụ như xe khách và xe tải cần thay khoảng 4 bánh một năm do các loại xe này phải chịu áp lực tải trọng lớn và chuyên chạy đường dài trong khi các loại xe nhỏ hơn thì thường chỉ sử dụng 2 bánh xe thay thế mỗi năm.

Nhu cầu lốp xe ô tô trong nước được dự đoán sẽ tăng đáng kể trong trung hạn do việc cắt giảm thuế nhập khẩu ô tô: Thuế nhập khẩu là một trong những chương ngại to lớn nhất đối với triển vọng tăng trưởng của ngành ô tô và phụ tùng trong nước. Mức thuế nhập khẩu ô tô hiện hành có thể lên đến 70%, chưa bao gồm mức thuế VAT 5-10% và thuế tiêu thụ đặc biệt 15-70% tùy loại. Tuy nhiên, nhằm đáp ứng các thỏa thuận đa phương trong AFTA, Chính phủ đã giảm thuế suất áp dụng cho các nước ASEAN xuống còn 50% trong năm 2014 và tiến tới hoàn toàn xóa bỏ vào năm 2018. Động thái giảm thuế nhập khẩu này ngay lập tức tạo nên mức tăng trưởng mạnh về doanh số ô tô trong nửa đầu năm 2014, ở mức 31% theo ước tính của VAMA, trong đó doanh số ô tô cỡ nhỏ tăng 36% và doanh số xe tải tăng 24%. Theo nguồn gốc thì doanh số ô tô lắp ráp trong nước tăng 24%, doanh số ô tô nhập khẩu tăng trưởng ấn tượng ở mức 60% so với cùng kỳ năm trước.

Bảng 5: Doanh số hàng tháng của VAMA trong giai đoạn 2013-2014



Nguồn: VAMA

Kiểm soát về giới hạn tải trọng có thể sẽ làm tăng lượng cầu lốp xe tải nặng: Vào tháng 4 năm 2014, Bộ Giao thông Vận tải đã ban hành Công văn 3703/BGTVT-VT hướng dẫn cụ thể để các đơn vị trực thuộc đưa ra quy trình kiểm soát bổ sung đối với xe có tải trọng vượt quá tải trọng cho phép. Theo dự báo của chúng tôi thì để duy trì công suất hoạt động ổn định, các công ty vận tải sẽ phải mua thêm xe tải vì lượng xe hiện tại khó có thể đáp ứng được sự gia tăng đáng kể trong cường độ vận tải. Theo ước tính, số lượng xe tải nhẹ và xe tải nặng hiện đang được sử dụng là 732.000 xe. Về lý thuyết, chính sách này sẽ đòi hỏi một sự gia tăng trong số lượng xe tải lên gấp 1.5 hoặc gấp 2 lần, làm nhu cầu lốp xe tải thay thế cũng tăng lên thêm hơn 2 triệu đơn vị. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng tác động thực sự của chính sách này có thể sẽ không đáng kể như trên và ảnh hưởng đến cầu lốp xe nội địa trong ngắn hạn vẫn khó có thể xác định tại thời điểm hiện tại. Theo Bộ Giao thông Vận tải, sau khi áp dụng giới hạn tải trọng tại 27/63 tỉnh thành, 18,7% ô tô lưu thông được phát hiện đã vượt quá tải trọng. Theo ý kiến của chúng tôi, một khi chính sách này được áp dụng rộng rãi trên toàn quốc thì tỷ lệ vi phạm có thể lên đến 40% và do đó số lượng xe tải có thể cũng sẽ tăng tối đa 40% trong trung hạn.

Nhu cầu lốp Bias xe tải nặng có thể sẽ giảm đi lên do xu hướng Radial hóa: Theo ước tính của chúng tôi thì nhu cầu lốp xe tải nặng đạt xấp xỉ 1,6 triệu lốp trong năm 2013, trong đó 775,000 lốp là lốp Bias và 800,000 lốp là lốp Radial, tương ứng với một tỷ lệ sử dụng lốp Radial là 51%. Quá trình Radial

Cập nhật Ngành Săm Lốp

hóa còn phụ thuộc vào nhiều yếu tố bao gồm tình hình kinh tế chung và mức độ nhìn nhận của thị trường về ưu thế của lốp Radial so với lốp Bias. Giả định rằng tỷ lệ sử dụng lốp Radial tăng lên đến 80% trong 5 năm tới thì nhu cầu lốp Radial cho xe tải nặng sẽ tăng trưởng ở mức 20% trong khi nhu cầu lốp Bias có thể sẽ giảm trung bình 8%.

Bảng 6: Dự báo tốc độ Radial hóa

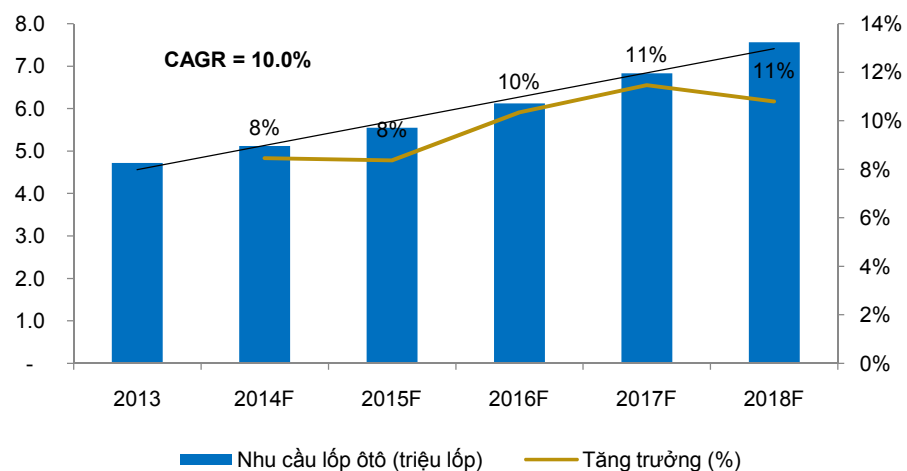
Đơn vị: Triệu	2013	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	CAGR (%)
Lốp xe tải nặng	1.57	1.74	1.93	2.15	2.32	2.48	
Radial	0.80	0.98	1.21	1.47	1.72	2.00	
Bias	0.78	0.76	0.72	0.68	0.60	0.48	
Tốc độ tăng của lốp Radial		23%	23%	22%	17%	16%	20%
Tốc độ giảm của lốp Bias		-3%	-4%	-6%	-12%	-17%	-8%

Nguồn: BVSC

Con số dự báo về tốc độ tăng trưởng nhu cầu lốp xe đã được điều chỉnh lên một mức cao hơn:

Do một số yếu tố thuận lợi nêu trên, BVSC ước tính tổng số lượng ô tô lưu hành sẽ lên đến con số 2,2 triệu xe vào năm 2018 và tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của cầu lốp xe ở mức khoảng 10% trong giai đoạn 2013-2018. Ước tính gần đây nhất của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng của nhu cầu lốp ô tô chỉ vào khoảng 5,7% trong giai đoạn 2013-2016.

Bảng 7: Dự báo nhu cầu lốp ô tô trong giai đoạn 2013-2018F

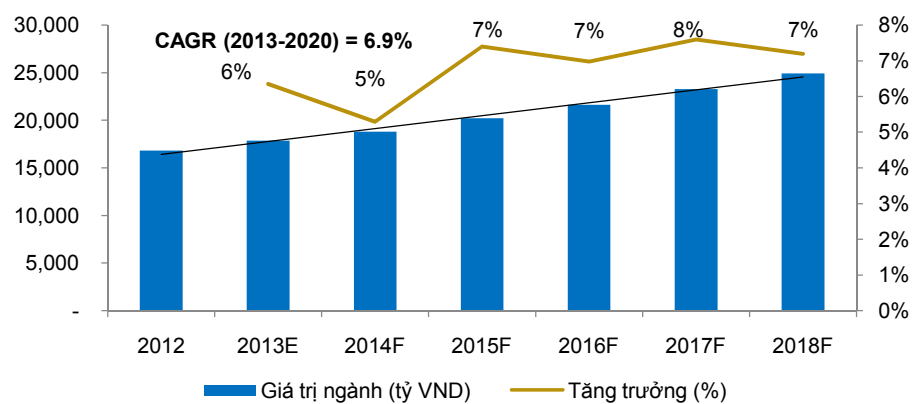


(Nguồn: BVSC)

3.3 Dự báo mức tăng trưởng chung của ngành công nghiệp lốp xe nội địa

Nhu cầu sắm lốp nội địa được dự báo tăng trưởng ổn định: Theo ước tính của chúng tôi vào cuối năm 2013, giá trị thị trường sắm lốp nội địa vào khoảng 17.890 tỷ đồng hoặc tương đương 852 triệu đô, tăng 7% so với mức ước tính gần nhất của chúng tôi trong năm 2012. Theo báo cáo của MarketLine thì so với quy mô của thị trường lốp xe toàn cầu, Việt Nam chỉ chiếm một thị phần nhỏ là 0,7%. Sau khi xác định tiềm năng tăng trưởng của từng phân khúc lốp xe đạp, xe máy và xe ô tô, chúng tôi đã dự báo một tỉ lệ tăng trưởng 40% từ năm 2013 đến 2018, tương đương với một tốc độ tăng trưởng kép hàng năm ở mức 6,9%*, trong đó phân khúc lốp ô tô được dự báo sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính.

Bảng 8: Dự báo giá trị thị trường lốp xe Việt Nam (2012-2018F)

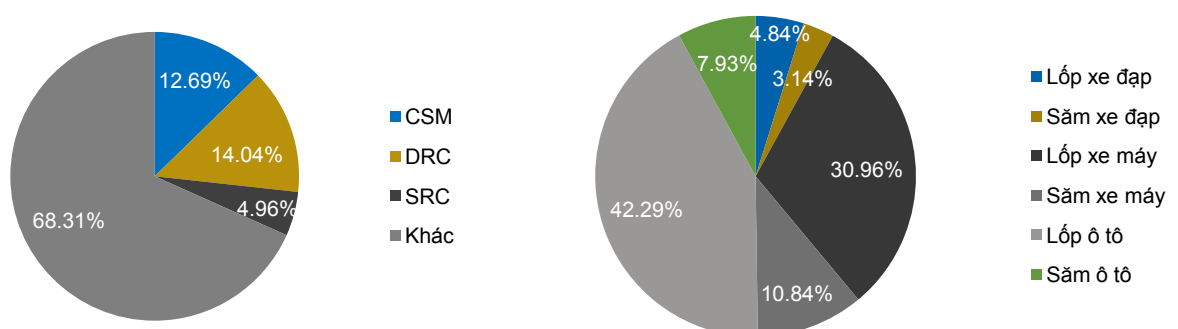


Nguồn: BVSC

4. Thị phần và cạnh tranh

Các nhà sản xuất nội địa CSM, DRC và SRC chiếm 32% tổng thị phần và dẫn đầu trong một số phân khúc cụ thể: Dựa trên tỷ lệ doanh số hàng năm trên tổng giá trị thị trường trong năm 2013, thị phần của Casumina (CSM) khoảng 12,7% trong khi thị phần của Cao su Đà Nẵng (DRC) và của Cao su Sao Vàng (SRC) lần lượt là 14,1% và 4,9%. Xét về các phân khúc riêng, CSM chiếm ưu thế trong phân khúc lốp xe máy với 14% thị phần trong khi DRC lại chuyên về phân khúc lốp Bias cho xe tải nặng hoặc lốp OTR với thị phần lần lượt là 13% và 90%. Các số liệu này cho thấy do CSM, DRC và SRC không có thế mạnh đến phân khúc lốp dành cho xe cỡ nhỏ và xe khách (phân khúc mà chủ yếu sử dụng lốp Radial) nên mỗi công ty chỉ chiếm một thị phần chung khá khiêm tốn mặc dù được xem là các nhà sản xuất có sức ảnh hưởng trong các phân khúc riêng.

Bảng 9: Giá trị thị trường theo công ty/theo sản phẩm



Nguồn: BVSC

Phân khúc lốp Radial bán thép cho ô tô cỡ nhỏ được thống trị bởi các nhà sản xuất nước ngoài:

Trong khi các nhà sản xuất nội địa chiếm vị trí quan trọng trong phân khúc lốp xe máy, Bias và OTR, các công ty FDI lại thống trị phân khúc lốp ô tô cỡ nhỏ, phân khúc sử dụng chủ yếu lốp Radial. Chỉ có CSM có thể sản xuất loại lốp Radial bán thép này nhưng công nghệ sản xuất của công ty khá lỗi thời và công suất năm ở mức 300.000 lốp thì tương đối khiêm tốn nếu so với mức công suất năm 5 triệu lốp của Kumho và 17 triệu lốp của Bridgestone. Theo ước tính của chúng tôi thì tổng giá trị của phân khúc này vào khoảng 2.700 tỷ đồng, chiếm 15% giá trị ngành trong năm 2013.

Các nhà sản xuất nội địa như DRC và CSM có thể cạnh tranh với lốp Radial xe tải nhập khẩu: Dễ dàng nhận thấy rằng các sản phẩm nhập khẩu như Bridgestone và Michelin thường được bán với giá cao hơn từ 40 đến 50% so với các sản phẩm nội địa, qua đó thể hiện chiến lược của các nhà sản xuất nước ngoài là chú trọng vào chất lượng và nhận diện thương hiệu chứ không phải vào giá. Nếu CSM và DRC có thể tận dụng triệt để lợi thế về nguồn lao động rẻ và nguồn cung cao su tự nhiên dồi dào trong nước thì họ hoàn toàn có thể cạnh tranh với các sản phẩm nhập này bằng cách nhắm vào các phân khúc thấp hơn. Ngoài ra, do tên tuổi của 2 nhà sản xuất nội địa này đã sớm trở nên quen thuộc với dòng lốp Bias có mức giá cạnh tranh và chất lượng đảm bảo, đó chỉ là vấn đề thời gian trước khi thị trường nội địa bắt đầu tiếp nhận dòng sản phẩm Radial mới cho xe tải của 2 nhà sản xuất này. Cụ thể, chỉ trong quý 2 năm 2014, DRC đã tiêu thụ được gần 30.000 lốp tại thị trường nội địa, cao gấp 2 lần doanh số lốp Radial trong cả nửa sau của năm ngoái. Sau cùng, cả DRC và CSM đều đang dự định xây dựng hệ thống phân phối độc quyền riêng nhằm tăng khả năng tiếp cận thị trường chứ không tiếp tục phụ thuộc vào các đại lý bán lẻ như trong quá khứ. Theo chúng tôi thì mặc dù chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của 2 công ty này có thể sẽ tăng đáng kể, việc xây dựng hệ thống phân phối độc quyền sẽ giúp các công ty này củng cố được vị thế vốn có và giảm tối thiểu tác động việc sụt giảm doanh thu từ lốp Radial bằng cách chiếm thị phần của các nhà sản xuất lốp Bias khác.

Bảng 10: So sánh giá lốp Radial

Đơn vị: Ngàn VND	CSM	DRC	Bridgestone	Michelin	Siam	Otani	Maxxis
1100R20	5,000	5,350	8,290	7,550	7,150	6,000	7,950
295/80R22.5	5,000	5,350	8,510	8,863			8,700

(Nguồn: BVSC)

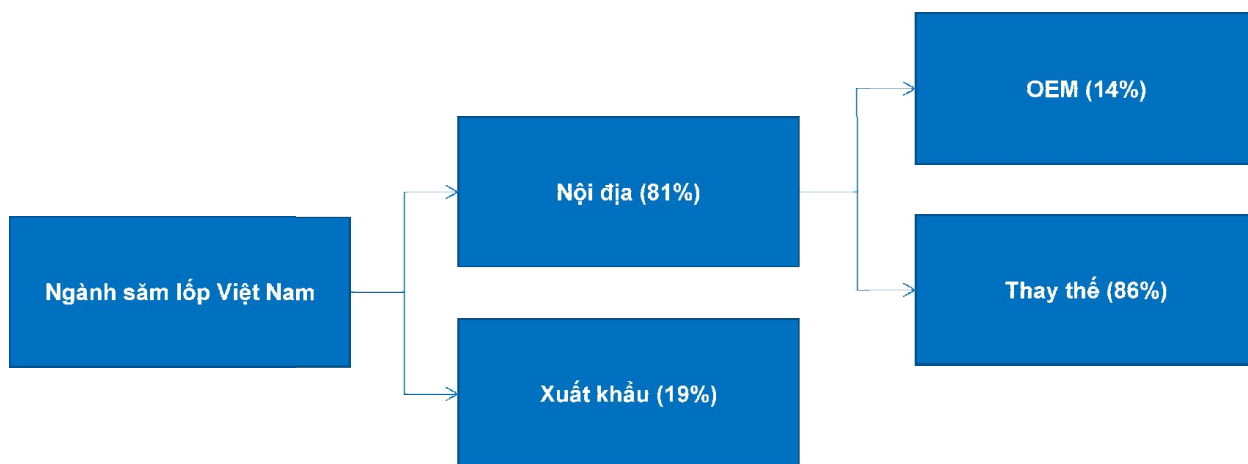
- **1100R20:** Lốp Radial của CSM và DRC được bán tại thị trường nội địa
- **295/80R22.5:** Lốp Radial không sản xuất khẩu của CSM và DRC

5. Hệ thống phân phối của CSM, DRC và SRC

Lốp thay thế chiếm 86% nhu cầu lốp nội địa: Kênh tiêu thụ chính của CSM, DRC và SRC là thị trường nội địa, ước tính chiếm 81% doanh thu trong khi doanh thu xuất khẩu chiếm khoảng 19%. Trong thị trường nội địa, nhu cầu lốp thay thế chiếm tỷ trọng lớn gần 86% nhu cầu lốp nội địa hàng năm trong khi nhu cầu lốp OEM chỉ ở mức 14%. Điều này đã giúp thị trường lốp xe Việt Nam vẫn có một mức cầu

Cập nhật Ngành Săm Lốp

tương đối ổn định trong thời kỳ suy thoái kinh tế, thời kỳ mà thu cầu lốp OEM thường sụt giảm do tâm lý tiêu dùng kém lạc quan và lực mua yếu.



Trong 3 thành viên của Vinachem, CSM là nhà xuất khẩu lốp xe lớn nhất: Dựa trên số liệu doanh thu 2013, xuất khẩu của CSM chiếm 29% tổng doanh thu trong khi của DRC và SRC chỉ chiếm lần lượt 11% và 10%. Theo kế hoạch hoạt động năm 2014, CSM đang nhắm tới một mức tỷ trọng xuất khẩu cao hơn là 33% trong khi DRC đang nhắm đến mức tỷ trọng 25% trong tổng doanh thu hàng năm. Theo chúng tôi thì những tỷ trọng mục tiêu này được xem là khả thi khi các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ và Châu Âu bắt đầu chấp nhận lốp xe Radial mới dành cho xe tải nặng và xe khách của các công ty này.

CSM, DRC và SRC có lợi thế địa lý riêng: Trong khi thương hiệu SRC được biết đến rộng rãi tại các tỉnh miền Nam, DRC lại là thương hiệu quen thuộc tại các tỉnh miền Trung Việt Nam với danh mục khách hàng tổ chức vững chắc (các công ty khai thác than và khoáng sản) và CSM có vị thế đáng kể tại thị trường miền Nam khi có được sự đón nhận cao từ thị trường đối với dòng sản phẩm lốp xe máy và lốp Bias cho xe tải nhẹ.

Bảng 11: Hệ thống phân phối của các nhà sản xuất lốp xe thuộc Vinachem

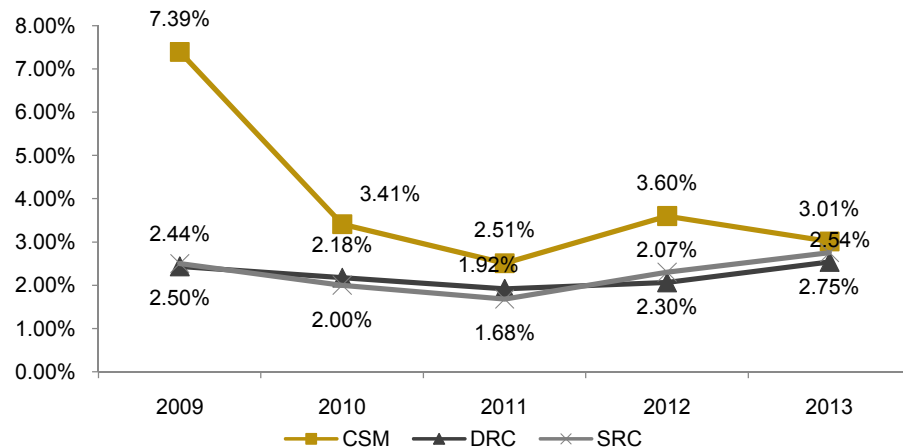
Các nhà phân phối tiêu biểu	
CSM	200
DRC	100
SRC	130

Nguồn: BVSC

CSM có khả năng tiếp cận thị trường rộng hơn trong khi DRC thì tiếp cận hiệu quả hơn nhờ vào kênh OEM: Khác biệt về nền tảng khách hàng đã tạo ra những mức độ tiếp cận thị trường và kết cấu chi phí bán hàng khác nhau giữa CSM và DRC. Cụ thể, do hầu hết các khách hàng của CSM là khách hàng cá nhân nên công ty đã xây dựng một hệ thống phân phối rộng khắp nhằm đạt được độ bao phủ

thị trường hiệu quả. Mặt khác DRC có thể mạnh trong kênh OEM với các khách hàng tổ chức như Tổng Công ty Công nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor và các công ty công nghiệp khác bao gồm các công ty khai khoáng và các công ty sản xuất vật liệu xây dựng. Kênh OEM này ngoài đảm bảo một mức cầu ổn định còn có thể giúp DRC tiết kiệm chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Trong 3 công ty trên thì DRC có tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu thấp nhất.

Bảng 12: Chi phí bán hàng trên doanh thu

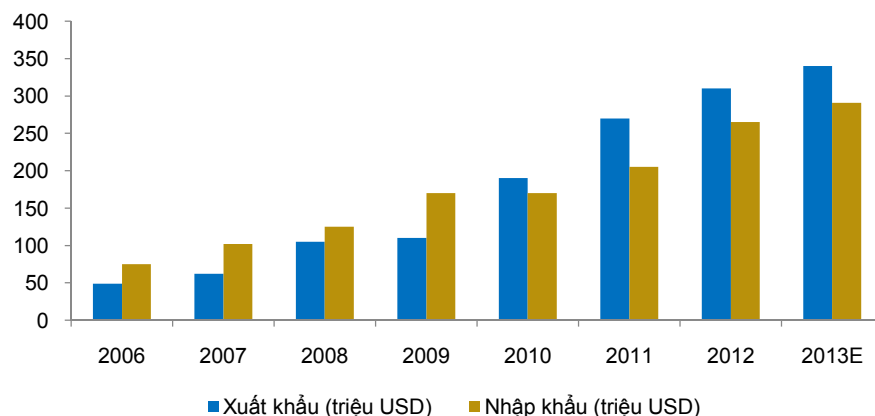


Nguồn: BVSC

6. Xuất khẩu

Cán cân mậu dịch lốp xe chuyển từ thâm hụt sang thặng dư: Theo VRG, năm 2010 là một mốc lịch sử quan trọng của ngành công nghiệp lốp xe Việt Nam khi xuất khẩu lốp cả nước lần đầu tiên vượt mức nhập khẩu, tương đương với một khoảng thặng dư trên 20 triệu đô. Vào cuối năm 2013, xuất khẩu lốp xe đã đạt 340 triệu đô với một danh mục thị trường xuất khẩu đa dạng gồm 137 quốc gia. Về giá trị xuất khẩu, Mỹ hiện là thị trường xuất khẩu lốp xe lớn nhất của Việt Nam với giá trị xuất khẩu là 78,1 triệu đô, chủ yếu xuất khẩu lốp xe hơi và xe tải. Brazil là thị trường xuất khẩu lớn thứ 2 khi có khối lượng xuất khẩu trên 2,3 triệu lốp, phần lớn là lốp xe đạp và xe máy. Theo nhóm sản phẩm xuất khẩu thì Việt Nam đã xuất khẩu 9,6 triệu lốp xe đạp, 8 triệu lốp xe máy và khoảng 3,6 triệu lốp ô tô.

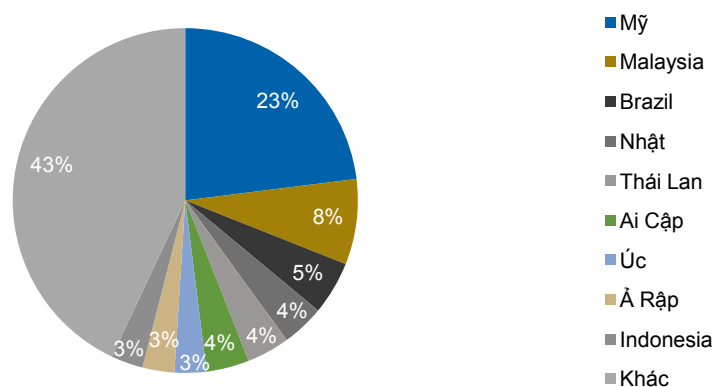
Bảng 13: Giá trị nhập/xuất khẩu lốp xe của Việt Nam 2006-2013E



Nguồn: VRG

Các nhà xuất khẩu lốp xe sẽ được hưởng lợi từ Hiệp định TTP: Một khi tiến trình đàm phán TTP được hoàn tất vào đầu 2015, các nhà xuất khẩu lốp xe trong nước sẽ có thể hưởng một sự gia tăng nhỏ trong biên lợi nhuận xuất khẩu khi mức thuế quan nhập khẩu hiện hành 5% của Mỹ sẽ được xóa bỏ. Mặt khác, mức thuế suất của Việt Nam đối với lốp nhập khẩu cũng sẽ giảm từ mức trung bình 25% về 0%. Theo ý kiến của chúng tôi thì việc xóa bỏ thuế suất nhập khẩu này sẽ không gây quá nhiều bất lợi cho các nhà sản xuất trong nước do: (1) các thương hiệu nội địa như CSM, DRC và SRC có phân khúc nhận diện riêng và đưa ra mức giá bán khá cạnh tranh; (2) các sản phẩm lốp ngoại nhập như Michelin và Bridgestone có lẽ không thể hưởng lợi đáng kể từ việc cắt giảm thuế suất do hầu hết các sản phẩm này được nhập khẩu từ các nước Châu Á như Thái Lan và Indonesia nên vốn đã được hưởng mức thuế nhập khẩu thấp là 5%; (3) đối thủ chính của ngành công nghiệp lốp nội địa - Trung Quốc không phải là một đối tác tham gia hiệp định TTP.

Bảng 14: Thị trường xuất khẩu lốp xe chính của Việt Nam trong năm 2012



Nguồn: VRG

Các nhà sản xuất nội địa chưa khai thác triệt để các thị trường xuất khẩu: Vào cuối năm 2013, 3 công ty sản xuất lốp xe nội địa chỉ chiếm 12,8% trong tổng doanh thu xuất khẩu trong khi các công ty FDI như Kumho, Kenda và Chính Tân đã chiếm phần lớn tổng doanh thu, khoảng 70%. Tuy nhiên, sau khi nhận ra tiềm năng xuất khẩu của các thị trường này, các nhà sản xuất nội địa đã bắt đầu chú trọng hơn vào việc đạt được các chứng nhận chất lượng quốc tế để thâm nhập vào các thị trường tiên tiến như Mỹ và Châu Âu. Ví dụ gần đây nhất là việc DRC nhận được chứng nhận DOT và EMARK cho dòng sản phẩm Radial mới.



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, khuyến 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