

## Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 5, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **47.500**

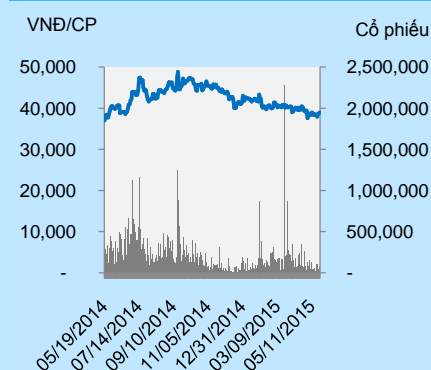
Giá thị trường (22/05/2015) 38.900

Lợi nhuận kỳ vọng 22,1%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	37.000-48.800 VNĐ/CP
Vốn hóa	2.618 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	67.292.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	68.174 CP
Sở hữu nước ngoài	19,31%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,1%
Beta	0,78

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CSM	5,1%	-2,5%	-4,2%	-13,4%
VN-Index	5,4%	-0,6%	-4,3%	-4,5%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

# CTCP Công nghiệp Cao Su Miền Nam

Mã giao dịch: CSM

Reuters: CSM.HM

Bloomberg: CSM VN

## Cơ hội tích lũy cổ phiếu cho trung và dài hạn

**Ghi nhận chi phí cố định từ nhà máy Radial, lợi nhuận Q1 giảm mạnh:** Kết thúc 3 tháng đầu năm 2015, CSM đạt mức tổng doanh thu 693 tỷ đồng (+0,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế 55 tỷ đồng (-30% yoy). Doanh thu từ mảng truyền thống ước tính đạt 613 tỷ đồng, giảm 10,5% so với năm trước do CSM đã giảm giá bán, trung bình 5% kể từ đầu năm. Ngoài ra, tiêu thụ lốp Radial vẫn còn thấp, khoảng 15 – 16.000 lốp tương ứng với mức doanh thu ước tính 78 tỷ đồng. BVSC cho rằng biên lợi nhuận gộp ở mức 26% cho mảng truyền thống và -8,4% cho lốp Radial.

**Lợi nhuận cả năm dự báo giảm nhẹ:** BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của CSM đạt lần lượt 3.485 tỷ đồng (+9,7% yoy) và 319 tỷ đồng (-3,6% yoy): (i) kỳ vọng sản lượng Radial đạt 100.000 lốp với tín hiệu tiêu thụ khởi sắc trong T4/2015; (ii) giá cao su tự nhiên đầu vào tương ứng giá RSS3 1.800 USD/tấn (tăng 6% so với lần cập nhật trước); (iii) giả định ghi nhận hoàn toàn khoản lợi nhuận đột biến 90 tỷ từ chuyển nhượng tài sản. EPS dự phóng đạt 4.741 đồng/cp và P/E forward 8,1 lần.

**Khuyến nghị đầu tư:** Kể từ lần cập nhật tháng 11/2014, giá cổ phiếu CSM đã giảm 13,6% từ 45.000 đồng/cp xuống còn 38.900 đồng/cp ngày 22/05/2015, thể hiện mức thặng dư 22,1% so với giá mục tiêu điều chỉnh **47.500 đồng/cp**. Xét về chỉ tiêu P/E, CSM đang giao dịch ở mức P/E 2015 và 2016 lần lượt là 8,1 và 7,1 lần – khá hấp dẫn so với mặt bằng cổ phiếu blue-chips hiện nay. Do đó, BVSC nâng khuyến nghị lên **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CSM với các điểm nhấn đầu tư chính trong năm 2015 bao gồm: (i) tình hình tiêu thụ lốp Radial đang khởi sắc; (ii) lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng tài sản; (iii) chia cổ tức ở tỷ lệ cao 25% tiền mặt và 10% cổ phiếu có thể trở thành động lực tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Về dài hạn, CSM vẫn là khoản đầu tư giá trị tốt với động lực tăng trưởng trong ít nhất 3-4 năm nữa từ dự án Radial. Các nhà đầu tư có thể tham khảo rủi ro biến động giá cao su ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận của công ty qua các kịch bản giá khác nhau ở phần phân tích tình huống cuối báo cáo.

### Một số chỉ số tài chính của CSM

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	3.044	3.134	3.178	3.485
EBITDA	Tỷ VNĐ	499	569	605	608
EBIT	Tỷ VNĐ	437	530	474	396
LNST	Tỷ VNĐ	254	361	331	319
EPS	VNĐ	4.339	5.359	4.918	4.741
P/E	x	10,07	8,15	7,9	8,1
P/B	x	2,65	2,41	1,92	1,67
ROA	%	15,1%	15,1%	10,4%	8,8%
ROE	%	32%	33%	25,6%	21,9%

**Báo cáo cập nhật**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	51,01%
Sở hữu nước ngoài	19,31%
Sở hữu khác	29,68%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	51,01%
----------------------------	--------

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	3.043	3.134	3.178	3.485
Giá vốn	2.336	2.296	2.352	2.768
Lợi nhuận gộp	707	837	826	717
Doanh thu tài chính	6,5	45,3	16,3	20
Chi phí tài chính	110,5	102	75	97
Lợi nhuận sau thuế	254	361	331	319

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	30	35	40	108
Các khoản phải thu ngắn hạn	420	398	458	406
Hàng tồn kho	836	894	1.074	1.253
Tài sản cố định hữu hình	482	1.440	1.478	1.770
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,9	11,4	1.900	48
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.847</b>	<b>2.919</b>	<b>3.431</b>	<b>3.852</b>
Nợ ngắn hạn	675	823	1.118	1.256
Nợ dài hạn	205	857	948	1.045
Vốn chủ sở hữu	966	1.218	1.365	1.551
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.846</b>	<b>2.919</b>	<b>3.431</b>	<b>3.852</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,1%	3%	1,4%	9,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	546,6%	42%	-8,3%	3,6%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,2%	26,7%	26%	20,6%
ROA (%)	15,1%	15,1%	10,4%	8,8%
ROE (%)	32%	33%	25,6%	21,9%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	48%	58%	60%	60%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	91%	140%	151%	148%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	4.339	5.359	4.918	4.741
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.521	18.107	20.279	23.050

## Cập nhật KQKD Q1 2015

Kết thúc 3 tháng đầu năm 2015, CSM đạt mức tổng doanh thu 693 tỷ đồng (+0,9% yoy) và lợi nhuận sau thuế 55 tỷ đồng (-30% yoy):

- ❖ Doanh thu từ mảng truyền thống ước tính đạt 613 tỷ đồng, giảm 10,5% so với năm trước do: (i) CSM đã giảm giá bán, trung bình 5% kể từ đầu năm; (ii) một số đơn hàng xuất khẩu lốp Bias chưa thể hoàn thành do tình hình chính trị phức tạp ở các nước bạn hàng như Yermen và Myanmar.
- ❖ Tiêu thụ lốp Radial vẫn còn thấp, khoảng 15.000 – 16.000 lốp tương ứng với mức doanh thu ước tính 78 tỷ đồng.
- ❖ Biên lợi nhuận gộp trong Q1 2015 chỉ đạt 21,2% giảm 5,6% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu là do ghi nhận chi phí khấu hao từ nhà máy lốp Radial toàn thép. BVSC ước tính biên lợi nhuận gộp ở mức 26% cho mảng truyền thống và -8,4% cho lốp Radial.
- ❖ Chi phí lãi vay tăng 73%, chủ yếu từ các khoản vay dài hạn cho dự án Radial không còn vốn hoá trong năm nay.
- ❖ Ghi nhận khoản thu nhập khác 8,2 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là khoản tiền hỗ trợ di dời dự án 504 Nguyễn Tất Thành.

## Triển vọng năm 2015

BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của CSM đạt lần lượt 3.485 tỷ đồng (+9,7% yoy) và 319 tỷ đồng (+3,6% yoy). EPS dự phóng đạt 4.741 đồng/cp và P/E forward 8,1 lần. Cơ sở dự báo của chúng tôi dựa trên các quan điểm như sau:

**Mảng sản lốp truyền thống:** Dự báo doanh thu từ mảng này đạt 2.995 tỷ đồng giảm nhẹ 2% do (i) giá bán trung bình cả năm giả định thấp hơn 5% so với năm 2014; (ii) sản lượng bình quân giả định tăng 3% với nhận định tiêu thụ nội địa khả quan hơn trong bối cảnh doanh số xe thương mại trên thị trường tiếp tục tăng đến 67% yoy trong Q1 2015.

**Tiêu thụ Radial cải thiện hơn trong các quý tiếp theo:** Trong riêng tháng 4/2015 CSM đã bán được khoảng 8.000 lốp ra thị trường, tăng 60% so với mức bình quân 5.000 lốp/tháng trong quý 1. Do đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch tiêu thụ 100.000 lốp mà CSM đề ra là tương đối khả thi. Biên lợi nhuận bình quân ước tính ở mức -8,4% và nếu bao gồm chi phí bán hàng/chi phí quản lý thì cả năm dự án có thể lỗ khoảng 70 tỷ đồng.

**Giá cao su có thể tăng vào nửa cuối 2015:** Theo thống kê của Tổng cục hải quan, xuất khẩu cao su Việt Nam trong Q1 2015 đạt 200.988 tấn (+35,1% yoy) tuy nhiên về giá trị chỉ đạt 286,4 triệu USD (-4,3% yoy), do giá bán bình quân thấp hơn 29% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng dự báo giá cao su có thể tăng trở lại vào 2 quý cuối năm dựa trên một số nguyên nhân sau: (i) Cục khí tượng học của Úc và Nhật đang cảnh báo sự hiện diện của hiện tượng thời tiết El Nino trong năm nay; nếu đợt El Nino lần này đi kèm với hạn hán trên diện rộng thì có khả năng giá các loại hàng hoá trong đó có cao su sẽ tăng trở lại do nguồn cung bị

ảnh hưởng; (ii) Hiệp hội các nước sản xuất cao su tại Đông Nam Á đang có những cam kết nhằm hỗ trợ giá cao su. Do đó, BVSC giả định đầu vào bình quân của CSM trong năm 2015 tương ứng với mức giá RSS3 1.800 USD/tấn, cao hơn 6% so với lần cập nhật trước.

**Biên lợi nhuận gộp giảm mạnh:** BVSC ước tính biên gộp cả năm của CSM đạt 20,6%, giảm 5,4% so với năm 2014. Nguyên nhân chủ yếu là chi phí khấu hao tăng mạnh từ mức bình quân 60 tỷ/năm lên 200 tỷ/năm, trong đó phần chênh lệch chính là chi phí cố định từ nhà máy Radial mới vừa đưa vào hoạt động từ Q2 2014.

**Áp lực chi phí tài chính:** Chúng tôi dự báo tổng chi phí tài chính của CSM năm 2015 ở mức 97,4 tỷ đồng (+30% yoy), trong đó riêng chi phí lãi vay là 76 tỷ đồng, tăng thêm đáng kể 36% từ các khoản vay để đầu tư giai đoạn 1 dự án Radial toàn thép.

**Ghi nhận lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng tài sản:** Tổng lợi nhuận từ hoạt động này có thể lên đến 90 tỷ đồng trước thuế, trong đó 70 tỷ đồng từ dự án số 9 Nguyễn Khoái (đã thu hơn 50% tiền cọc) và 20 tỷ đồng tiền hỗ trợ di dời và lợi thế thương mại từ kho thành phẩm cũ ở số 504 Nguyễn Tất Thành (đã ghi nhận một phần trong Q1 2015).

#### **Bảng phân tích tình hướng biến động giá cao su tự nhiên đầu vào và sản lượng Radial năm 2015**

		Giá cao su tự nhiên đầu vào RSS3 (USD/tấn)						
		1.565	1.636	1.714	1.800	1.900	1.980	2.070
Sản lượng tiêu thụ lốp Radial (lốp)	175.000	433,3	404,8	376,2	347,6	319,0	290,4	261,8
	150.000	419,0	392,0	365,1	338,1	311,1	284,1	257,1
	125.000	404,7	379,3	354,0	328,6	303,2	277,8	252,4
	100.000	390,4	366,6	342,8	319,1	295,3	271,5	247,7
	75.000	376,1	353,9	331,7	309,6	287,4	265,2	243,0
	50.000	361,8	341,2	320,6	300,1	279,5	258,9	238,3
	25.000	347,5	328,5	309,5	290,6	271,6	252,6	233,7

#### **Một số cập nhật khác tại ĐHCĐTN 2015:**

**Dự án Radial bán thép:** ĐHCĐTN 2015 CSM đã thông qua kế hoạch di dời và kết hợp đầu tư mở rộng dự án Radial bán thép lên 4.000.000 lốp/năm. Tổng vốn đầu tư lên đến 2.351 tỷ đồng, trong đó 30% vốn tự có và 70% vốn vay. Hiện tại do hạn chế về mặt thông tin, BVSC tạm thời chưa đưa dự án này vào quá trình định giá cũng như dự báo kết quả kinh doanh của CSM trong tương lai. Tuy đây có thể nói là bước đi táo bạo của CSM, chúng tôi có phần quan ngại về khả năng cạnh tranh của dự án khi sự hiện diện của các doanh nghiệp nước ngoài ở phân khúc Radial bán thép cho xe khách là rất lớn.

**Cổ tức năm 2014:** Tỷ lệ cổ tức 25% tiền mặt và 10% cổ phiếu trích từ nguồn lợi nhuận năm 2014. Chúng tôi cho rằng thời điểm thực hiện có thể rơi vào Q2 hoặc Q3 2015. Tỷ lệ cổ tức tiền mặt trên thị giá đạt 6,4%, khá hấp dẫn xét trên mặt bằng chung của các cổ phiếu blue-chips.

## Khuyến nghị đầu tư

Kể từ lần cập nhật tháng 11/2014, giá cổ phiếu CSM đã giảm 13,6% từ 45.000 đồng/cp xuống còn 38.900 đồng/cp ngày 22/05/2015, thể hiện mức thặng dư 22,1% so với giá mục tiêu điều chỉnh **47.500 đồng/cp**. Xét về chỉ tiêu P/E, CSM đang giao dịch ở mức P/E 2015 và 2016 lần lượt là 8,1 và 7,1 lần – khá hấp dẫn so với mặt bằng cổ phiếu blue-chips hiện nay. Do đó, BVSC nâng khuyến nghị lên **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CSM với các điểm nhấn đầu tư chính trong năm 2015 bao gồm: (i) tình hình tiêu thụ lốp Radial đang khởi sắc; (ii) lợi nhuận đột biến từ chuyển nhượng tài sản; (iii) chia cổ tức ở tỉ lệ cao 25% tiền mặt và 10% cổ phiếu có thể trở thành động lực tăng giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Về dài hạn, CSM vẫn là khoản đầu tư giá trị tốt với động lực tăng trưởng trong ít nhất 3-4 năm nữa từ dự án Radial. Các nhà đầu tư có thể tham khảo rủi ro biến động giá cao su ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận của công ty qua các kịch bản giá khác nhau ở phần phân tích tình huống phân trên.

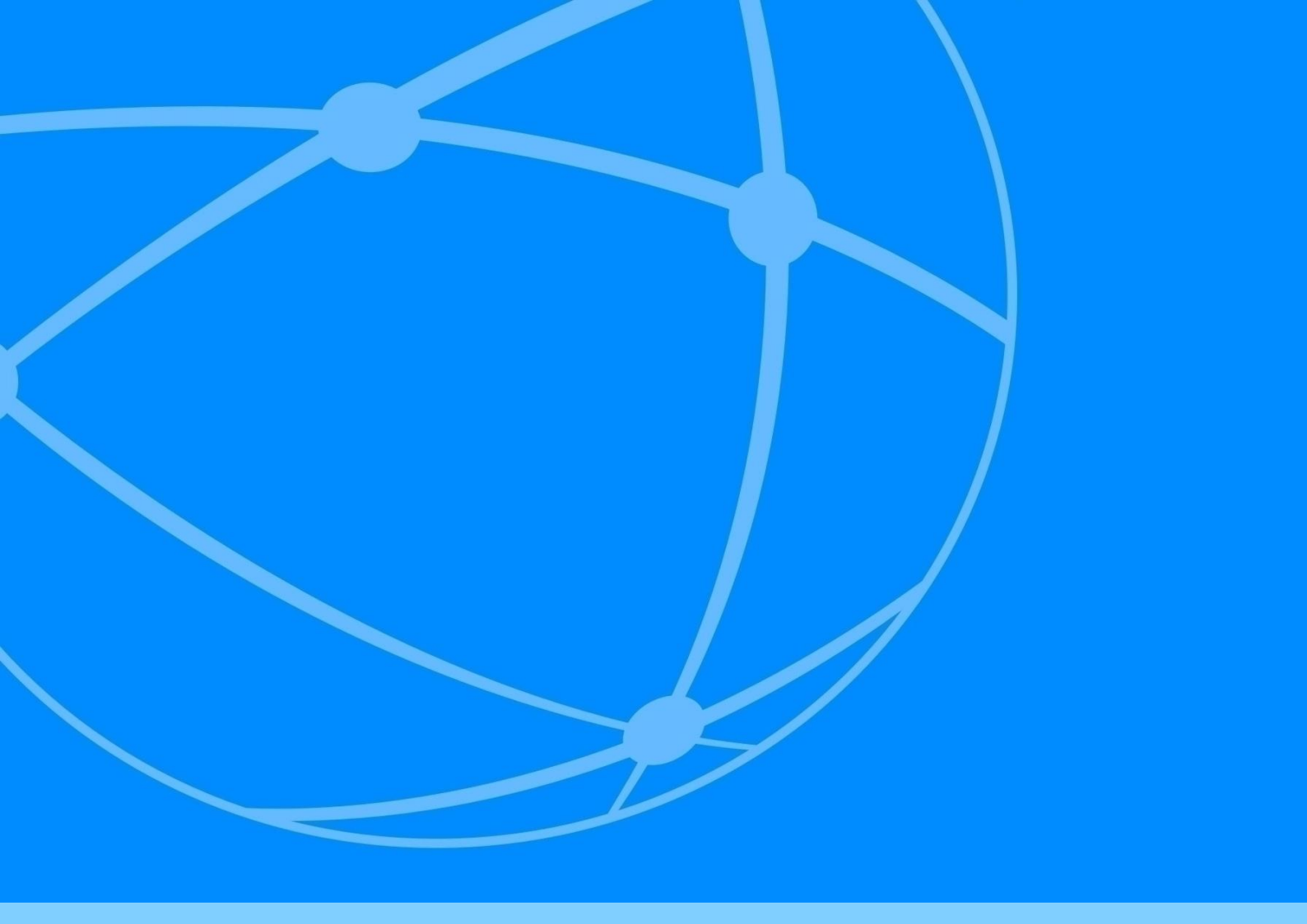
## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**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,...). 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 5 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.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
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