

Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **37.000**

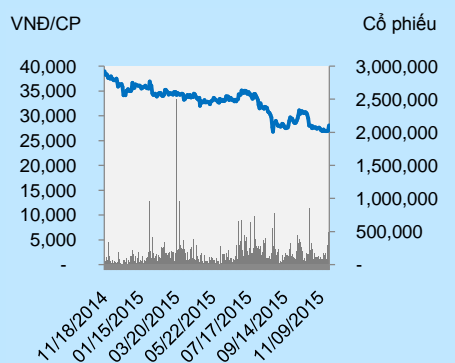
Giá thị trường (20/11/2015) 28.100

Lợi nhuận kỳ vọng 32%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	26.800-38.900
Vốn hóa	2.080 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	74.019.291
KLGD bình quân 10 ngày	193.222
Sở hữu nước ngoài	14,7%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	≥1.200 VNĐ/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	≥4,3%
Beta	0,7

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
CSM	-27,9%	2,2%	-3,1%	-14,8%
VN-Index	1,7%	1,0%	5,9%	4,6%

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

Chỉ số định giá hấp dẫn. Kém khả quan trong ngắn hạn.

Kết quả kinh doanh Q3 2015 kém khả quan: tổng doanh thu thuần đạt 834 tỷ đồng, chỉ tăng trưởng 4% bất chấp sự đóng góp đáng kể hơn từ lớp Radial; lợi nhuận sau thuế đạt 53 tỷ đồng, giảm mạnh 32% so với cùng kỳ. Chúng tôi muốn nhấn mạnh một số điểm chính trong kết quả kinh doanh Q3 2015 như sau: (i) giá bán bình quân giảm 8%; (ii) sản lượng Radial chỉ đạt 18.300 lớp khá thấp so với kỳ vọng; (iii) ghi nhận khoản lỗ tỷ giá 17 tỷ đồng; (iv) thị trường xuất khẩu có vẻ khả quan hơn với doanh thu tăng 9,5%.

Dự báo lợi nhuận Q4 2015 tiếp tục giảm nhẹ: tổng doanh thu dự báo đạt 841 tỷ đồng (-7,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 78 tỷ đồng (-7,1% yoy). Như vậy cả năm 2015, CSM có thể đạt tổng doanh thu 3.620 tỷ đồng (+14% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 297 tỷ đồng (-10,3% yoy). EPS dự phóng 4.017 đồng/cp tương ứng với **P/E forward 2015 7 lần**.

Hưởng lợi từ sự bùng nổ của thị trường xe tải: (i) cơ hội để mở rộng thị trường cho lớp Radial; (ii) hạn chế sự thay thế của lớp Radial đối với sản phẩm lớp Bias truyền thống trong ngắn hạn.

BVSC lạc quan hơn về triển vọng KQKD năm 2016: Chúng tôi dự báo tổng doanh thu đạt 3.580 tỷ đồng (-1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 327 tỷ đồng (+10% yoy), tăng trưởng lần lượt 12% và 34% sau khi loại trừ yếu tố đột biến trong năm 2015. **EPS dự phóng 4.416 đồng/cp tương ứng với P/E forward 2016 6,4 lần.** Cơ sở dự báo: (i) giá đầu vào bình quân thấp hơn 6%; (ii) sản lượng Radial đạt 150.000 lớp với giá bình quân 4,2 triệu đồng/lớp; (iii) khoản hỗ trợ di dời 7,5 tỷ còn lại sẽ được ghi nhận trong năm 2016.

Tạm ứng cổ tức 2015: Nghị quyết HĐQT ngày 19/11/2015 thông qua việc tạm ứng 15% cổ tức tiền mặt. Ngày đăng ký cuối cùng là 9/12/2015.

Khuyến nghị đầu tư: Với vị thế là một trong những doanh nghiệp đầu ngành săm lốp với thương hiệu, hệ thống phân phối mạnh và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, BVSC cho rằng P/E forward 2016 ở mức 6,4x là chưa hợp lý đối với một blue-chip như CSM. Ngoài ra, cần phải nhấn mạnh lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn 20-25% tương ứng với suất cổ tức 7-9%/năm.

Sau khi điều chỉnh triển vọng sản lượng và giá bán của lớp Radial toàn thép trong năm 2015 – 2016, BVSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu CSM ở mức **37.000 đồng/cp**, cao hơn 32% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CSM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng: (i) hiệu quả của dự án Radial bán thép chưa được phản ánh trong lần cập nhật này, (ii) dù triển vọng dài hạn khả quan, trong ngắn hạn có lẽ chưa có thông tin nổi bật để tạo tác động tích cực lên giá cổ phiếu CSM.

Một số chỉ số tài chính của CSM

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	3.044	3.134	3.178	3.620
EBITDA	Tỷ VND	499	569	605	632
EBIT	Tỷ VND	437	530	474	464
LNST	Tỷ VND	254	361	331	297
EPS	VND	4.339	5.359	4.918	4.017
P/E	x	10,07	8,15	7,9	7,0
P/B	x	2,65	2,41	1,92	1,26
ROA	%	15,1%	15,1%	10,4%	8,4%
ROE	%	32%	33%	25,6%	21,2%

Báo cáo cập nhật CSM
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	51,0%
Sở hữu nước ngoài	14,7%
Sở hữu khác	34,3%

CƠ ĐỒNG LỚN

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	51,0%
----------------------------	-------

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	3.620
Giá vốn	2.336	2.296	2.352	2.820
Lợi nhuận gộp	707	837	826	800
Doanh thu tài chính	6,5	45,3	16,3	16,2
Chi phí tài chính	110,5	102	75	107
Lợi nhuận sau thuế	254	361	331	297

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	30	35	40	69
Các khoản phải thu ngắn hạn	420	398	458	461
Hàng tồn kho	836	894	1.074	1.114
Tài sản cố định hữu hình	482	1.440	1.478	1.814
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	1,9	11,4	9,6	9,6
Tổng tài sản	1.847	2.919	3.431	3.771
Nợ ngắn hạn	675	823	1.118	1.288
Nợ dài hạn	205	857	948	1.045
Vốn chủ sở hữu	966	1.218	1.365	1.437
Tổng nguồn vốn	1.846	2.919	3.431	3.771

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	4,1%	3%	1,4%	+14%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	546,6%	42%	-8,3%	-10,3%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	23,2%	26,7%	26%	22%
ROA (%)	15,1%	15,1%	10,4%	8,4%
ROE (%)	32%	33%	25,6%	21,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	48%	58%	60%	62%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	91%	140%	151%	162%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.339	5.359	4.918	4.416
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.521	18.107	20.279	21.358

Cập nhật KQKD Q3 2015

Kết quả kinh doanh Q3 2015 kém khả quan: tổng doanh thu thuần đạt 834 tỷ đồng, chỉ tăng trưởng 4% bất chấp sự đóng góp đáng kể hơn từ lớp Radial; lợi nhuận sau thuế đạt 53 tỷ đồng, giảm mạnh 32% so với cùng kỳ. Chúng tôi muốn nhấn mạnh một số điểm chính trong kết quả kinh doanh Q3 2015 như sau:

- ❖ **Cạnh tranh khốc liệt với lớp Trung Quốc:** CSM cho biết kể từ sự kiện phá giá đồng CNY, cùng với thực trạng Trung Quốc cố tìm hướng xuất khẩu các sản phẩm xăm lốp để giải quyết vấn đề cung vượt cầu của hơn 200 nhà máy sản xuất trong nước, giá các loại lốp nhập khẩu từ thị trường này đã giảm ít nhất 10%. Như vậy áp lực lên các nhà sản xuất nội địa như CSM là rất lớn, mà bằng chứng là giá bán bình quân trong nước đã giảm khoảng 8% trong Q3 2015, trong đó 2 mặt hàng chủ lực là lốp Bias và lốp xe máy giảm lần lượt 9% và 10%. Chúng tôi cho rằng doanh thu nội địa đã giảm khoảng 4,7%.
- ❖ **Sản lượng tiêu thụ Radial không đạt kỳ vọng:** trong Q3 CSM chỉ bán được 18.300 lốp, trong đó có 3.300 lốp là xuất khẩu, thấp hơn đáng kể so với dự kiến 29.000 lốp trước đây do (i) cạnh tranh về giá với lốp Trung Quốc, và (ii) cung cấp hàng OEM cho các nhà lắp ráp xe tải vẫn còn tương đối chậm. BVSC cũng muốn nhấn mạnh rằng CSM đang chiết khấu rất cao cho sản phẩm Radial và qua đó thể hiện quyết tâm của công ty trong việc thâm nhập thị trường nội địa. Giá bán ròng của lốp Radial hiện tại là 3,8 triệu đồng/lốp thấp hơn nhiều so với giá 5 triệu đồng/lốp kỳ vọng lúc nhà máy vừa đi vào vận hành. Biên lợi nhuận gộp của dự án đang ở mức -20%.
- ❖ **Điểm sáng từ thị trường xuất khẩu:** doanh thu xuất khẩu Q3 đạt 138 tỷ đồng, tăng 9,5% so với cùng kỳ 2014. Loại bỏ yếu tố giảm giá 6%, sản lượng xuất khẩu bình quân đã tăng khoảng 16,5%. CSM cho biết mặt hàng lốp xe máy không xăm đang tiêu thụ khá tốt, bên cạnh đó thì xuất khẩu lốp Bias sang thị trường Yemen đã trở lại bình thường sau 2 quý bị ảnh hưởng vì tình hình chính trị bất ổn trong khu vực.
- ❖ **Chi phí tài chính tăng mạnh vì lỗ tỷ giá:** tổng nợ vay USD của CSM ước tính trên 700 tỷ đồng và phát sinh khoản lỗ tỷ giá gần 37 tỷ đồng lũy kế 9 tháng đầu năm, tính trên mức phá giá 5% của tiền đồng. Điều này cũng góp phần làm cho lợi nhuận của doanh nghiệp giảm mạnh trong Q3 2015.

Như vậy, nếu chỉ tính trên hoạt động kinh doanh cốt lõi, 9 tháng đầu 2015 CSM đạt doanh thu 2.360 tỷ đồng (+4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 160 tỷ đồng (-35,5% yoy).

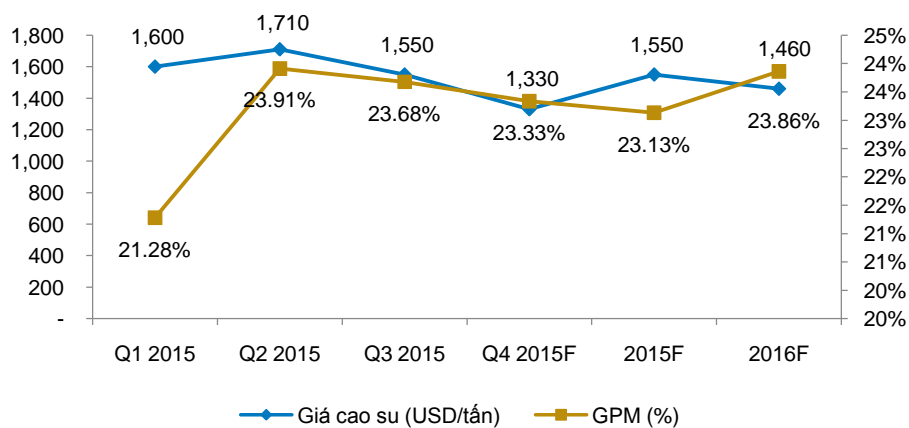
Triển vọng Q4 và cả năm 2015

Dự báo lợi nhuận Q4 2015 tiếp tục giảm nhẹ: tổng doanh thu dự báo đạt 841 tỷ đồng (-7,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế 78 tỷ đồng (-7,1% yoy) dựa trên các cơ sở như sau:

- ❖ Giá bán các sản phẩm truyền thống vẫn ở mức thấp như Q3
- ❖ Sản lượng Radial đạt 20.000 lốp và giá bán bình quân 3,8 triệu đồng/lốp
- ❖ Giá cao su bình quân 1.330 USD/tấn
- ❖ Tỷ giá VND/USD ổn định trong thời gian còn lại của năm 2015

Như vậy cả năm 2015, CSM có thể đạt tổng doanh thu 3.620 tỷ đồng (+14% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 297 tỷ đồng (-10,3% yoy). EPS dự phóng 4.017 đồng/cp tương ứng với **P/E forward 2015 7 lần**.

Diễn biến giá cao su và biên lợi nhuận của CSM



(Nguồn: Bloomberg, BVSC dự báo)

Dự báo KQKD năm 2016

Kế hoạch kinh doanh 2016: CSM chia sẻ kế hoạch doanh thu 3.700 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 296 tỷ đồng. P/E forward 2016 tính trên kế hoạch ở mức 7 lần.

BVSC lạc quan hơn về triển vọng KQKD năm 2016: Chúng tôi dự báo tổng doanh thu đạt 3.580 tỷ đồng (-1% yoy) và lợi nhuận sau thuế 327 tỷ đồng (+10% yoy). Sau khi loại trừ yếu tố đột biến trong năm 2015 thì tăng trưởng năm 2016 lần lượt là 12% và 34%. **EPS dự phóng 4.416 đồng/cp tương ứng với P/E forward 2016 6,4 lần**.

- ❖ **Giả định giá đầu vào bình quân tiếp tục giảm nhẹ 6%:** Khó có thể dự đoán chính xác xu hướng của giá cao su tự nhiên sắp tới khi diễn biến cung – cầu đang có những sự thay đổi trái ngược: (i) sự kiện El Nino có thể làm giảm nguồn cung trong năm 2016; (ii) tuy nhiên ở mặt khác nền kinh tế Trung Quốc giảm tốc làm giảm đi đáng kể nhu cầu sử dụng cao su nguyên liệu. **Do đó, BVSC thận trọng giả định giá cao su bình quân trong năm 2016 sẽ**

cao hơn 10% so với mức hiện tại, tức là khoảng 1.460 USD/tấn. Ở trường hợp đó, giá đầu vào bình quân của CSM trong năm tới sẽ thấp hơn năm nay khoảng 6%.

- ❖ **Hưởng lợi từ sự bùng nổ của thị trường xe tải:** Theo thống kê của VAMA trong 10 tháng 2015, toàn thị trường Việt Nam đã tiêu thụ 77.825 chiếc xe tải và xe chuyên dụng các loại, duy trì mức tăng trưởng ấn tượng 75%. BVSC cho rằng tác động của chính sách quản lý tải trọng, cùng với kỳ vọng hoạt động logistics trở nên nhộn nhịp hơn khi Việt Nam tham gia các hiệp định thương mại, nhu cầu xe tải sẽ được nâng lên và duy trì ở mức cao mới từ 90.000 – 100.000 chiếc/năm so với mức bình quân 60.000 chiếc/năm trong giai đoạn 2010 – 2014. Điều này có nghĩa nhu cầu lốp xe tải thay thế sẽ tăng thêm bình quân 360.000 lốp/năm. Đây là yếu tố có lợi cho các doanh nghiệp sản xuất lốp nói chung, đặc biệt là những đơn vị vốn đã có hệ thống phân phối mạnh và độ phủ thị trường rộng khắp. Riêng đối với CSM, lợi ích cụ thể đó là: (i) cơ hội để mở rộng thị trường cho lốp Radial; (ii) hạn chế sự thay thế của lốp Radial đối với sản phẩm lốp Bias truyền thống trong ngắn hạn.
- ❖ **Kỳ vọng sản lượng Radial sẽ cải thiện:** BVSC giả định công ty có thể bán được 150.000 lốp, tức gấp đôi so với mức dự kiến năm nay. Chúng tôi cũng kỳ vọng với việc tiêu thụ tốt hơn, áp lực chiết khấu cũng giảm bớt. Giả định giá bán ròng bình quân 4,2 triệu đồng/lốp.
- ❖ Khoản hỗ trợ di dời dự án 504 Nguyễn Tất Thành còn lại 7,5 tỷ đồng giả định được ghi nhận trong năm 2016.
- ❖ Tỷ giá VND/USD tăng thêm 2%.

Một số thông tin khác tại buổi gặp gỡ nhà đầu tư Q3 2015:

Cập nhật tình hình đầu tư dự án Radial bán thép: CSM sẽ tận dụng phần đất bên cạnh và một số cơ sở hạ tầng & nhà xưởng của dự án Radial toàn thép để di dời dây chuyền bán thép hiện tại về khu vực này và sau đó tiến hành nâng công suất. Chi phí di dời dự kiến ở mức 7-8 triệu USD và công ty sẽ tìm một đối tác chuyển giao công nghệ từ Bắc Mỹ để đảm bảo sản phẩm bán thép trong tương lai đủ tiêu chuẩn xuất khẩu. Dự kiến đến cuối năm 2016 nhà máy này sẽ có công suất 1,5 triệu lốp/năm.

Theo chúng tôi được biết, sản phẩm lốp bán thép của CSM đang có mức tiêu thụ khá khiêm tốn 2.000 – 2.500 lốp/tháng, giá bán bình quân 1 triệu đồng/lốp và chủ yếu bán cho các hãng taxi trong nước.

Bảng dự báo KQKD 2015 – 2016

Chỉ tiêu	Q4 2015F	Yoy (%)	2015F	Yoy (%)	2016F	Yoy (%)
Doanh thu	841	-7,4%	3.200	+0,69%	3.580	+12%
Lợi nhuận ròng	78	-7,1%	244	-26,3%	327	+34%
EPS (VND/cp)*				3.300		4.416
P/E*				8,5x		6,4x
SL Radial	20.000	+33%	80.300	+221%	150.000	+87%
Giá cao su (USD/tấn)	1.330		1.550		1.460	

*Bảng này đã loại trừ các yếu tố bất thường

(Nguồn: BVSC dự báo)

Khuyến nghị đầu tư

Với vị thế là một trong những doanh nghiệp đầu ngành sản phẩm lốp với thương hiệu, hệ thống phân phối mạnh và còn nhiều tiềm năng tăng trưởng, BVSC cho rằng P/E forward 2016 ở mức 6,4x là chưa hợp lý đối với một blue-chip như CSM. Ngoài ra, cần phải nhấn mạnh lịch sử trả cổ tức tiền mặt đều đặn 20-25% tương ứng với suất cổ tức 7-9%/năm.

Sau khi điều chỉnh triển vọng sản lượng và giá bán của lốp Radial toàn thép trong năm 2015 – 2016, BVSC xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu CSM ở mức **37.000 đồng/cp**, cao hơn 32% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu CSM cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn. Nhà đầu tư cũng cần lưu ý rằng: (i) hiệu quả của dự án Radial bán thép chưa được phản ánh trong lần cập nhật này, (ii) dù triển vọng dài hạn khả quan, trong ngắn hạn có lẽ chưa có thông tin nổi bật để tạo tác động tích cực lên giá cổ phiếu CSM.

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.

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