CSM: CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU MIỀN NAM

Năm	2009A	2010E	2011E	Năm	2009A	9T2010A
Doanh thu (tỷ đ)	2.496	2.588	3.185	Tổng tài sản (tỷ đ)	1.162	1.092
TSLN HĐKD (%)	25%	15%	15%	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	556	636
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	291	135	178	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	771	745
EPS (đ)	11.626	3.198	4.218	Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	512	395
Tăng trưởng EPS (%)	2492%	-72%	32%	Hệ số nợ vay/Vốn CSH	77%	28%
P/E (lần)	2,37	8,60	6,52	Hệ số thanh toán hiện hành	151%	189%
P/B (lần)	2,09	1,31	1,12	Hệ số thanh toán nhanh	53%	75%
Cổ tức/giá (%)	0%	0%	0%	Số ngày phải thu	26	21
ROA (%)	25%	8%	8%	Số ngày tồn kho	96	70
ROE (%)	52%	15%	17%	Số ngày phải trả	7	12

Công ty

CSM- thành lập năm 1976- là công ty săm lốp hàng đầu tại Việt Nam với 35% thị phần. Công ty được cổ phần hóa vào ngày 01/03/2006. Vốn điều lệ hiện nay là 423 tỷ tương đương với vốn hoá thị trường 1.153 tỷ.

Các sản phẩm chủ lực của CSM gồm: săm lốp ô tô (chiếm 42% doanh thu) và săm lốp xe máy (chiếm 43% doanh thu). Ngoài ra, Công ty cũng sản xuất và kinh doanh các sản phẩm khác như săm lốp xe đạp và cao su kĩ thuật

Thông tin cổ phiếu
(12/11/2010)

Giá niêm yết (VND)	27.500
Số CP đang lưu hành	42.250.000
Vốn hóa (tỷ đ)	1.153
% sở hữu tổ chức	51%
% sở hữu nhà ĐTNN	13,6%



Thông tin doanh nghiệp:
Địa chỉ: 180 Nguyễn thị Minh Khai, Phường 6, Quận 3, Tp Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84-(0)8-3930.3122
Fax: +84-(0)8-3930.3205
http:// www.casumina.com.vn

Người được phỏng vấn
Ông: Nguyễn Minh Thiện
Kế toán trưởng

Chuyên viên phân tích:
Đặng Việt Hùng
hung.dangviet@vndirect.com.vn

Nền kinh tế Việt Nam đang thể hiện tốc độ tăng trưởng khá, GDP 2010 ước đạt 6.8% (ADB), công nghiệp tăng 14% so với cùng kì (GSO). Đây là tiền đề cho sự mở rộng của ngành vận tải nói chung và công nghiệp săm lốp nói riêng trong thời gian tới.

CSM hiện là công ty săm lốp hàng đầu tại Việt Nam với 35% thị phần. Sản phẩm chủ lực của Công ty là săm lốp xe máy, ô tô và xe tải. So với các công ty khác, lợi thế cạnh tranh của CSM nằm ở chất lượng, giá cả hợp lý, mạng lưới phân phối rộng và ưu thế về thuế nhập khẩu. Tuy nhiên, hạn chế của CSM là qui mô còn khiêm tốn so với các nước trong khu vực (Thái Lan, Malaysia...). Trong thời gian tới, áp lực cạnh tranh trong ngành săm lốp sẽ ngày càng lớn khi Việt Nam hội nhập sâu hơn vào nền kinh tế thế giới. Đây là thách thức đồng thời cũng là cơ hội để CSM đẩy mạnh quá trình cải tiến.

Sau giai đoạn lợi nhuận đột biến năm 2009 nhờ tồn kho giá rẻ, trong nửa đầu năm 2010 giá nguyên vật liệu tăng mạnh khiến biên lợi nhuận của CSM sụt giảm đáng kể. Chúng tôi cho rằng áp lực về giá nguyên vật liệu sẽ tiếp đè nặng lên biên lợi nhuận của Công ty trong nửa sau năm 2010, tuy nhiên CSM vẫn có thể hoàn thành kế hoạch lợi nhuận đề ra. Cho năm 2011, doanh thu và LNST của CSM ước đạt 3.185 tỷ và 178 tỷ, tăng tương ứng 23% và 32% so với cùng kì

Tại giá 28.000 đ/cp, CSM đang được giao dịch với mức PE2010~8,60, PB2010~1,31, không thực sự hấp dẫn so với mặt bằng chung của thị trường và trung bình ngành. Kết quả định giá 2011 khả quan hơn với PE~6,52 Và PB~1,12, theo chúng tôi đây là mức khá thấp so với thị trường chung nhưng là mức hợp lý đối với cổ phiếu CSM khi xét đến các rủi ro đầu tư.

Rủi ro đầu tư: rủi ro hoạt động, rủi ro lãi suất , rủi ro tỷ giá, rủi ro thanh khoản.

Hoạt động

60-70% thị phần săm lốp Việt Nam được chiếm lĩnh bởi các công ty trong nước với các tên tuổi như CSM, DRC và SRC. Trong đó, DRC và CSM hiện là 2 doanh nghiệp săm lốp hàng đầu tại Việt Nam. Sản phẩm chủ lực của DRC là lốp xe tải nặng, trong khi đó CSM dẫn đầu về thị phần săm lốp xe máy, ô tô con và xe tải nhẹ.

Nguyên liệu chính của ngành săm lốp là cao su tự nhiên (chiếm 40% chi phí nguyên vật liệu). Trong khi Việt Nam là nước sản xuất cao su tự nhiên lớn thứ 4 thế giới, đây là tiền đề quan trọng cho sự phát triển của ngành săm lốp Việt Nam. Lợi thế thứ 2 của Ngành là có thị trường tiêu thụ lớn và tiềm năng. Là một trong những nước sử dụng xe máy nhiều nhất thế giới (cứ 3 người thì có 1 xe máy), nhu cầu thay thế lốp xe máy của Việt Nam là rất lớn. Số lượng xe ô tô đăng kí mới cũng đang tăng với tốc độ khá nhanh *(12%/năm- cục CSGT)* khiến nhu săm lốp ô tô được dự báo sẽ tăng nhanh trong thời gian tới.

Săm lốp ô tô và xe máy cũng là 2 sản phẩm chủ lục của CSM, chiếm hơn 80% tổng doanh thu năm 2009 của Công ty, trong đó riêng lốp ô tô đóng góp tới 40% tổng doanh thu. Thời gian tới, CSM vẫn sẽ tập trung vào sản phẩm chủ lực bằng cách đầu tư công nghệ, thương hiệu và mạng lưới phân phối. Bên cạnh đó, nhóm săm lốp xe máy sẽ có sự điều chỉnh theo hướng chú trọng hơn vào các sản phẩm ở phân khúc trên (lốp dành cho xe tay ga). Vì vậy về cơ bản cơ cấu sản phẩm sẽ không có nhiều thay đổi trong vài năm tới, nhưng các sản phẩm cao cấp sẽ ngày càng đóng góp nhiều hơn trong cơ cấu doanh thu của Công ty.

Hơn 20% doanh thu của CSM đến từ hoạt động xuất khẩu. Sản phẩm chủ yếu là lốp xe máy cao cấp và lốp ô tô tải nhẹ cung cấp cho các công ty săm lốp đa quốc gia như JK, continental..., tiêu thụ tại các thị trường lớn nhứ Ấn Độ, châu Âu và Mỹ... Dự báo nhu cầu tiêu thụ săm lốp thế giới sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới, đây động lực giúp Công ty gia tăng doanh thu xuất khẩu trong tương lai.

Tại thị trường Việt Nam, thế mạnh lớn nhất của CSM so với các đối thủ khác nằm ở mạng lưới phân phối rộng và mức độ nhận dạng thương hiệu cao. Do trong những năm qua, CSM kiên trì theo đuổi chiến lược xây dựng thương hiệu thông qua việc phát triển mạng lưới bán lẻ, quảng cáo và khuyến mại. Kết quả là có 98% các cửa hàng bán lẻ vỏ xe trên toàn quốc trưng bày và bán sản phẩm Casumina *(CSM thống kê).* Công ty cũng phát triển mạng lưới phân phối lên 200 đại lý trên toàn quốc, đem lại 70% tổng doanh thu hàng năm. Trong bối cảnh áp lực cạnh tranh giữa các thương hiệu săm lốp trên thị trường ngày càng cao, việc phát triển mạng lưới phân phối và nâng cao giá trị thương hiệu ngày càng đóng vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển bền vững của CSM.

Kết quả kinh doanh 9T/2010

9 tháng đầu năm 2010, CSM đạt 1.868 tỷ DT, gần như không đổi so với cùng kì, tuy nhiên LNST chỉ đạt 102 tỷ, giảm tới 55%. Nguyên nhân do: giá nguyên vật liệu tăng mạnh trong khi giá bán sản phẩm có tăng nhưng không đáng kể. Trung bình 9 tháng đầu năm 2010, giá cao su tự nhiên, than đen và vải mành đã tăng 70-100% so với cùng kì, mức tăng này được giải thích là do kì vọng vào sự phục hồi kinh tế thế giới. Trong khi đó, giá bán chỉ tăng trung bình 10-15% do áp lực cạnh tranh. Áp lực này khiến cho biên lợi nhuận gộp của CSM giảm đáng kể (từ 26% cùng kì 2009 xuống còn 15%).

Bên cạnh đó, kết quả 9 tháng đầu năm cũng cho thấy sự chuyển biến tích cực trong cơ cấu nguồn vốn và thanh khoản ngắn hạn. Cụ thể, các chỉ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh, thể hiện mức độ an

toàn vốn lưu động của doanh nghiệp, đều được cải thiện đáng kể. Đáng chú ý, tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đã giảm liên tục từ 275% trong năm 2008 xuống còn 77% trong năm 2009 và 28% trong Q3/2010. Nguyên nhân do CSM đã có nguồn lợi nhuận giữ lại đủ lớn để tài trợ cho hoạt động sản xuất và đầu tư của mình mà không phải dựa quá nhiều vào nguồn vay nợ như năm 2008. Lập luận này càng được củng cố khi phân tích dòng tiền năm 2009 và 1H2010 cho thấy dòng tiền dương được sinh ra từ hoạt động sản xuất khá lớn, đủ để tài trợ cho hoạt động đầu tư và trả một khoản nợ vay đáng kể cho doanh nghiệp.

Triển vọng Q42010 và 2011

Trong tháng 10, các công ty săm lốp đã có một đợt tăng giá mới 5-10% trước dự báo giá cao su tự nhiên sẽ tiếp tục tăng trong Q4. Việc giá tăng sẽ ảnh hưởng ít nhiều tới sản lượng tiêu thụ và biên lợi nhuận của CSM trong Q4. Cũng chính vì thế mà chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tiếp tục được chi tiêu một cách tiết kiệm để đảm bảo mục tiêu lợi nhuận đề ra. Theo đó, ước tính DT và LNST năm 2010 của CSM tương ứng đạt 2.600 tỷ và 135 tỷ, cơ bản hoàn thành kế hoạch lợi nhuận.

Trong năm 2011, dự báo nền kinh tế Việt Nam vẫn tiếp tục quá trình phục hồi sau khủng hoảng với mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 7-7,5%. Do đó, nhu cầu vận tải được dự báo sẽ tăng trưởng khá và là tiền đề cho sự mở rộng của ngành công nghiệp săm lốp. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ săm lốp 2011 sẽ tăng khoảng 10% so với 2010. Kết hợp với yếu tố giá bán tăng khoảng 10% do tăng giá nguyên vật liệu đầu vào, DT và LNST 2011 của CSM ước đạt 3.185 tỷ và 178 tỷ, tương ứng 23% và 32% so với thực hiện 2010.

Các dự án nổi bật:

Dự án nhà máy 1 triệu lốp Radial: tổng vốn đầu tư 3.500 tỷ, trong đó 30% vốn tự có và 70% vốn vay ngân hàng. Dự án sẽ chia làm 3 giai đoạn và kéo dài trong 8 năm(2010-2017). Hiện tại CSM đã hoàn thành thu xếp vốn với ngân hàng và tiến hành kí hợp đồng tư vấn thiết kế, dự kiến sẽ hoàn thành lắp đặt và vận hành thử vào Q4/2011. Khi đó, công suất của nhà máy là 170 ngàn lốp/năm và sẽ tăng gấp đôi 2 năm sau đó. Việc thực hiện một dự án qui mô lớn và mới chỉ bắt đầu khâu tư vấn kĩ thuật tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro và bất định. Vì thế, trên cơ sở thận trọng, chúng tôi tạm thời chưa đưa ra đánh giá và ước tính tác động của dự án này tới tiềm năng và giá trị của CSM.

Góp vốn vào các dự án BĐS: CSM góp 40% bằng giá trị đất tại dự án căn hộ Nguyễn Khoái, hiện đang thi công phần móng và dự kiến ghi nhận 30 tỷ LNTT trong năm 2011, con số này cũng đã được chúng tôi đưa vào trong các ước tính năm 2011 ở trên.

Định giá:

Tại mức giá 27.500 đ/cp, CSM đang được giao dịch với mức định giá PE2010~8,60, PB2010~1,31, thấp hơn so với thị trường chung (PE~9,91 và PB~2,81). Cho triển vọng năm 2011 của CSM, định giá PE, PB tương ứng là 6,52 và 1,12.

Rủi ro đầu tư:

1. Rủi ro hoạt động: nguyên vật liệu đầu vào của ngành săm lốp rất nhạy cảm với những biến đông kinh tế thế giới và rất khó dự báo. Điều này khiến cho kết quả kinh doanh của Công ty có thể có những biến động mạnh và bất ngờ đối với nhà đầu tư. Thêm vào đó, việc đầu tư vào một dự án lớn trong một thời gian dài tiềm ẩn những rủi ro ảnh hưởng tới kết quả hoạt động kinh doanh của Công ty. Cho tới thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa có nhiều cơ sở để tự tin vào tiến độ cũng như

đóng góp kinh tế đáng kể của dự án này vào kết quả kinh doanh 1, 2 năm tới của CSM. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng xảy ra các tình huống như: chậm tiến độ, chi phí phát sinh ngoài kế hoạch, sản lượng tiêu thụ dưới công suất hiệu quả .v..v..

2. Rủi ro lãi suất: các dự án đầu tư của CSM đòi hỏi một lượng vốn vay khá lớn trong vài năm tới. Tổng số vốn vay nợ lên tới 2.500 tỷ. Những biến động về lãi suất có thể gây ra những bất lợi đối với kết quả hoạt động của Công ty trong ngắn và dài hạn.
3. Rủi ro tỷ giá: đa phần trang thiết bị của Công ty đều được nhập khẩu, điều này đặt ra cho CSM những rủi ro nhất định về tỷ giá trong điều kiện tỷ giá VND/USD liên tục tăng như hiện nay.
4. Rủi ro thanh khoản: khối lượng giao dịch bình quân 3 tháng ở mức khá thấp: 74.000 cp/ngày.

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh
51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922