



## PHÂN TÍCH CÔNG TY

03/08/2010

## Công ty cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam (Mã: CSM)

Ngành: Sản xuất sản phẩm lốp

## PHÒNG PHÂN TÍCH &amp; TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Trần Văn Đôn – Trưởng phòng  
[trandon@hasc.com.vn](mailto:trandon@hasc.com.vn)

## Chuyên viên phân tích:

Tô Thị Hường  
[huongtt@hasc.com.vn](mailto:huongtt@hasc.com.vn)

Hoàng Kiều Nga  
[ngahk@hasc.com.vn](mailto:ngahk@hasc.com.vn)

Nguyễn Thị Mươi  
[muoint@hasc.com.vn](mailto:muoint@hasc.com.vn)

## CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

180 Nguyễn thị Minh Khai, Phường 6, Quận  
 3, Tp Hồ Chí Minh  
[www.casumina.com.vn](http://www.casumina.com.vn)

## Lĩnh vực kinh doanh

- Sản xuất và mua bán sản phẩm cao su công nghiệp, cao su tiêu dùng.
- Mua bán nguyên vật liệu, hóa chất (trừ hóa chất có tính độc hại mạnh), thiết bị ngành công nghiệp cao su.
- Kinh doanh bất động sản.

## Thông tin cổ phiếu

CSM	03/08/2010
Giá (VND)	34.800
SLCP đang lưu hành	42.250.000
GT vốn hóa (Tỷ VND)	1.470
% sở hữu nhà nước	51%
% sở hữu nước ngoài	8,98%

## 1. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh đột biến năm 2009 của CSM được đánh giá chủ yếu dựa vào chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô của chính phủ như gói kích cầu kinh tế, hỗ trợ lãi suất cho các doanh nghiệp góp phần giảm chi phí hoạt động.

Năm 2010 là năm thách thức và khó khăn đối với CSM khi nguyên liệu, tỷ giá và lãi suất đều có xu hướng tăng lên. Tuy nhiên trong vài năm tới khi các dự án đầu tư hoàn thành cùng với dòng sản phẩm lốp Radial sẽ duy trì doanh thu và lợi nhuận cho CSM ở mức tăng trưởng ổn định.

Hiện nay EPS trailing đến quý 2/2010 là 2.170 đồng. EPS dự phóng 2010 đạt 6.750 đồng, với mức giá ngày 03/08/2010 là 34.800 đồng/cp P/E forward tương ứng là 5x cho thấy P/E hiện tại khá hấp dẫn và an toàn so với thị trường hiện nay.

HASC định giá cổ phiếu CSM trên cơ sở trung bình 3 phương pháp là 45.000 đồng cao hơn mức giá đóng cửa ngày 03/08/2010 là 27%

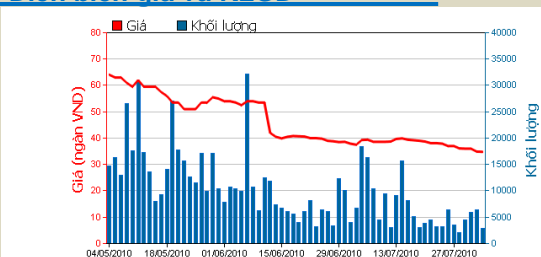
## NHỮNG ĐIỂM CHÚ Ý:

- ✓ Casumina là nhà sản xuất và tiêu thụ sản phẩm lốp lớn nhất Việt Nam
- ✓ Doanh thu tăng trung bình hàng năm khoảng 25%
- ✓ Kế hoạch năm 2010 CSM đạt 2.750 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 180 tỷ đồng

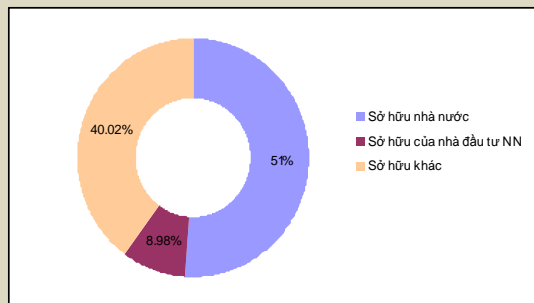
## 2. TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chỉ tiêu	Năm 2007	Năm 2008	Năm 2009	6 tháng 2010
Tổng tài sản (triệu đồng)	982.764	1.151.209	1.162.357	1.049.675
Doanh thu thuần (triệu đồng)	1.948.973	2.148.870	2.496.309	1.209.871
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	80.150	8.969	290.642	70.514
ROA	8,16%	0,89%	28,69%	8,82%
ROE	30,34%	3,78%	60,10%	15,32%
EPS (VNĐ)	5.343	448	12.651	2.170
BV (VNĐ)	17.610	13.475	22.196	18.605

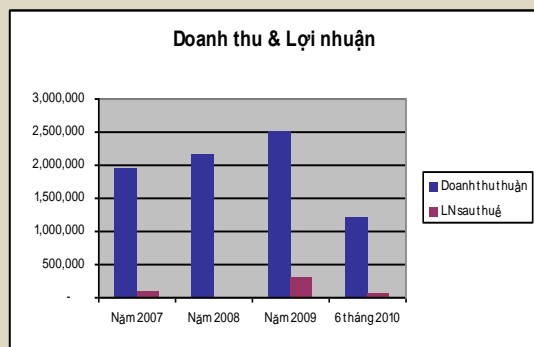
Kết quả hoạt động kinh doanh trong năm 2009 đạt được hiệu quả cao khi lợi nhuận vượt kỳ vọng. Mặc dù doanh thu năm 2009 tăng trưởng không nhiều

**Diễn biến giá và KLGD**

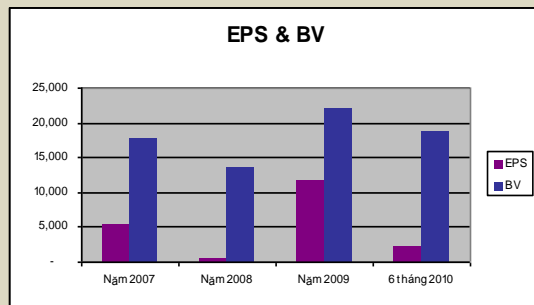
Nguồn: HSX

**Cơ cấu sở hữu cổ phần**

Nguồn: HASC tổng hợp

**Biểu đồ Doanh thu & Lợi nhuận**

Nguồn: HASC tổng hợp

**EPS & BV**

Nguồn: HASC tổng hợp

nhưng lợi nhuận lại tăng đột biến, đạt 290,6 tỷ đồng so với 8,9 tỷ đồng trong năm 2008. Năm 2009, Đại hội đồng cổ đông đưa ra lợi nhuận trước thuế dự kiến là 50 tỷ đồng. Kết quả lợi nhuận trước thuế năm 2009 đạt 667,02% kế hoạch. Thu nhập trên mỗi cổ phiếu của CSM năm 2009 đạt 12.651 đồng.

Bước sang năm 2009, do ảnh hưởng của khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu, giá cả nguyên vật liệu biến động thất thường tác động tiêu cực đến hoạt động của CSM. Tuy nhiên, để đạt được những kết quả như trên là nhờ chính sách điều tiết kinh tế vĩ mô của chính phủ như gói kích cầu kinh tế đã phát huy tác dụng và chính sách hỗ trợ lãi suất cho các doanh nghiệp góp phần giảm chi phí hoạt động doanh nghiệp. Hệ thống quản trị của CSM đã được nâng cấp lên một bước, giúp DN điều hành tốt hơn và kiểm soát chặt chẽ các chi phí. Chất lượng sản phẩm của DN được tăng cường.

Cùng với sự giảm giá của nguồn nguyên liệu đầu vào, CSM đã chủ động tích trữ nguyên vật liệu đầu vào đã giúp cho DN giảm được chi phí giá vốn vì thế dù doanh thu tăng không nhiều nhưng lợi nhuận trước thuế tăng mạnh.

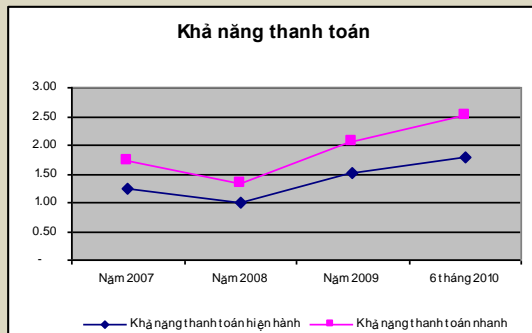
Tuy nhiên, với sự biến động giá cao su doanh thu thuần Q2 đạt 591,5 tỷ đồng, giảm 7,6% so với mức 640 tỷ cùng kỳ năm trước. Trong khi đó, giá vốn hàng bán lại tăng 5,5% làm cho lợi nhuận gộp giảm tới 44,5% từ 167,8 tỷ xuống 93,1 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp qua đó giảm mạnh từ 26,2% xuống 15,7%.

Trong quý 2-3 năm 2009, nhờ lợi thế về nguồn nguyên liệu giá thấp mà CSM cùng các doanh nghiệp sản xuất khác như DRC và SRC đã có được khoản lợi nhuận đột biến. Sang năm nay, lợi thế này không còn do giá nguyên liệu đã tăng mạnh so với cùng năm trước. Lợi nhuận sau thuế Q2/2010 đạt 38,9 tỷ đồng, giảm 47,9 tỷ, tương ứng giảm 55,1% so với Q2/2009. Lũy kế 6 tháng đầu năm 2010, CSM đạt 1.210 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng hơn 102 tỷ (9,2%) so với cùng kỳ năm trước; và bằng 44% so với kế hoạch năm là 2.750 tỷ đồng.

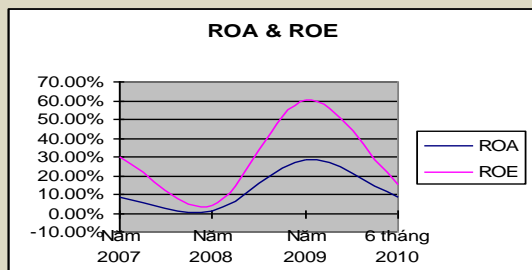
Lợi nhuận gộp giảm 67,4 tỷ (-25,6%) xuống 195,5 tỷ đồng; tương ứng biên lợi nhuận gộp giảm từ 23,7% xuống 16,2%. Đây là nguyên chính kéo lợi nhuận của nửa đầu năm nay giảm xuống so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận trước thuế 6 tháng đạt 92,6 tỷ đồng, bằng 51,4% so với kế hoạch năm là 180 tỷ đồng.

**Tình hình tài chính**

Việc dự trữ hàng tồn kho rất lớn chiếm khoảng 63% tổng tài sản ngắn hạn đã làm cho khả năng thanh toán nhanh của CSM rất thấp, nếu hoạt động kinh doanh của CSM có vấn đề thì khả năng mất thanh khoản của CSM là rất lớn.

**Khả năng thanh toán**

Nguồn: HASC tổng hợp

**ROA và ROE**

Nguồn: HASC tổng hợp

**Các sản phẩm:****Lốp xe máy****Lốp ô tô**

Việc duy trì tỷ lệ nợ khá cao đã giúp CSM tận dụng được đòn bẩy tài chính hiệu quả khuếch đại ROE lên rất cao và được duy trì liên tục. Tuy nhiên, CSM nên cơ cấu lại khoản nợ của mình khi nợ ngắn hạn của CSM chiếm tới 82% tổng nợ. Việc duy trì tỷ lệ nợ ngắn hạn cao như vậy sẽ làm cho CSM mất khả năng tự chủ về tài chính.

Trong 6 tháng đầu năm 2010 doanh thu tài chính của CSM giảm từ 20,6 tỷ xuống 8,8 tỷ đồng; tuy vậy, tổng chi phí tài chính và chi phí bán hàng cũng giảm gần 50 tỷ đồng.

Với việc quản lý tốt chính sách tín dụng thương mại cũng như hàng tồn kho nên các khoản phải thu cũng như hàng tồn kho của CSM có tính thanh khoản tương đối cao. Đồng thời chất lượng tài sản của CSM cũng khá tốt khi vòng quay tài sản cố định lên tới 7.84 lần năm 2009 so với 5.27 lần năm 2006.

**3. TRIỂN VỌNG VÀ TIỀM NĂNG CỦA CSM**

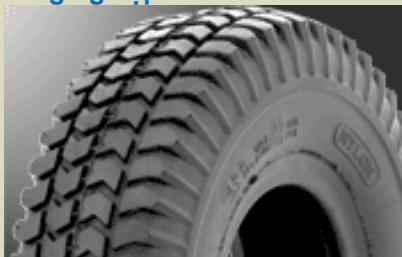
Trong thời gian tới, triển vọng ngành cao su là rất lớn. Kim ngạch xuất khẩu sản phẩm lốp 4T/2010 tăng 43.1% so với cùng kỳ. Theo số liệu thống kê của Hiệp hội Cao su Việt Nam, xuất khẩu sản phẩm lốp trong 4T/2010 rất khả quan, đạt 64.6 triệu USD, tăng 43.1 % so với cùng kỳ năm 2009. Ngoài yếu tố giá tăng 19.3% thì sản lượng cũng tăng 19.9% đã góp phần đưa kim ngạch tăng trưởng mạnh. Nền kinh tế và ngành công nghiệp ô tô đang trong giai đoạn hồi phục giúp nhu cầu sản phẩm lốp trên giới cải thiện. Đây là tín hiệu tăng trưởng tốt trong năm 2010 của ngành công nghiệp sản phẩm lốp Việt Nam.

Sản phẩm lốp xe tải chiếm tỷ trọng 62.5% trong tổng kim ngạch xuất khẩu. Đây là mặt hàng có ưu thế xuất khẩu lớn của ngành công nghiệp sản phẩm lốp Việt Nam hiện nay và trong cả thời gian tới. Xuất khẩu xe máy chiếm 20.2%, xe đạp 8.1% và sản phẩm lốp xe công nghiệp chỉ 6.3%. Vì vậy, những doanh nghiệp đã đầu tư vào sản xuất sản phẩm lốp xe tải nhiều khả năng sẽ có sự tăng trưởng tốt. Trong top 5 doanh nghiệp dẫn đầu kim ngạch xuất khẩu, CSM đứng vị trí thứ 2 với 11.9%, tương đương 7.68 triệu USD và DRC ở vị trí thứ 5 với 4.7%, tương đương 3 triệu USD.

Cùng với đó là sự hồi phục nền kinh tế trong nước, kéo theo nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh, thị trường sản phẩm lốp trong nước ngày càng có tiềm năng.

Hiện nay, Casumina là nhà sản xuất sản phẩm lốp lớn nhất Việt Nam, chiếm thị phần cao nhất trên hầu hết các dòng sản phẩm, trong đó sản phẩm lốp ô tô chiếm 25%, sản phẩm lốp xe máy chiếm 35% và sản phẩm lốp xe đạp chiếm 25%.

Trong nhiều năm qua, mặc dù chịu sự cạnh tranh của các sản phẩm sản phẩm lốp trong và ngoài nước, song bằng nhiều nỗ lực của mình Công ty Cổ phần

**Lốp xe công nghiệp****Lốp máy kéo**

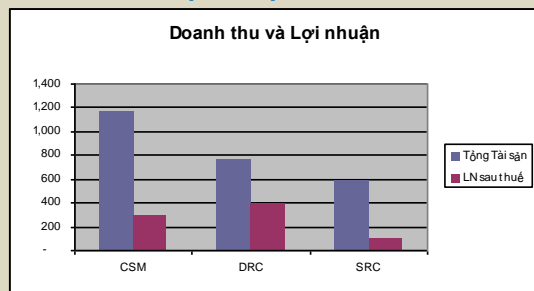
Công nghiệp Cao su miền Nam (Casumina) đã duy trì được vai trò hàng đầu của mình trên thị trường trong nước và cạnh tranh có hiệu quả với các nhãn hiệu xăm lốp của nước ngoài. Với doanh thu tăng trung bình hàng năm khoảng 25%,

Hiện tại, Công ty đang tiến hành đầu tư nhà máy sản xuất 300 nghìn lốp radian toàn thép/ năm với tổng vốn đầu tư là 884 tỉ đồng. Lốp ô tô radian toàn thép đang chiếm lĩnh đa số thị phần tại thị trường các nước phát triển, một phần lớn tại các nước đang phát triển, khoảng gần 10% thị trường Việt Nam và đang dần gia tăng. Việc đầu tư sản xuất lốp radian toàn thép theo tiêu chuẩn tiên tiến trên thế giới sẽ đảm bảo tăng năng lực sản xuất sản phẩm mới và là sự cần thiết cho quá trình phát triển của Công ty, tạo thế mạnh cạnh tranh so với các doanh nghiệp cùng ngành về năng lực sản xuất lốp radian toàn thép.

Mục tiêu của Casumina trong 3 năm tới là doanh thu xuất khẩu phải chiếm 25-30% trên tổng doanh thu so với mức hiện nay. Chiến lược sản phẩm cũng đã được điều chỉnh, như tăng mặt hàng có giá trị cao và giảm dần mặt hàng giá trị thấp. Ngoài phần dành cho xuất khẩu, thị trường nội địa vẫn là nơi mà Casumina nghiên cứu và đưa ra những sản phẩm phù hợp. Chẳng hạn, đối với vỏ ruột cho xe máy Công ty sẽ chú trọng đầu tư để phục vụ các loại xe máy cao cấp hiện đang được tiêu dùng ngày càng nhiều ở thị trường Việt Nam. Do đó, cơ cấu sản phẩm sẽ thay đổi theo xu hướng tăng hơn về vỏ ruột xe ô tô, xe máy cao cấp.

Bên cạnh việc tập trung phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh vỏ ruột xe, Công ty cũng thực hiện việc đa dạng hoạt động kinh doanh bằng cách đầu tư xây dựng cao ốc văn phòng, căn hộ trên cơ sở tận dụng lợi thế mặt bằng sẵn có trong nội thành, tham gia thành lập công ty liên doanh sản xuất nguyên vật liệu phục vụ ngành sản xuất xăm lốp và tham gia góp vốn, đầu tư chiến lược vào các công ty hoạt động trong lĩnh vực trồng cao su, khu công nghiệp.

Trong năm 2010, Công ty đầu tư một số dự án: Xây dựng nhà xưởng cho dự án lốp ô tô toàn thép, lựa chọn nhà thầu và đấu thầu mua sắm thiết bị của dự án; Hoàn tất các thủ tục của dự án Tòa nhà văn phòng Công ty; Tham gia cùng đối tác liên doanh điều hành các dự án Liên doanh sản xuất than đen tại Việt Nam, Liên doanh bất động sản khai thác 2 mặt bằng số 9 Nguyễn Khoái, Dự án phức hợp cao ốc căn hộ văn phòng tại 504 Nguyễn Tất Thành.

**Biểu đồ so sánh với các DN cùng ngành****Doanh thu & Lợi nhuận**

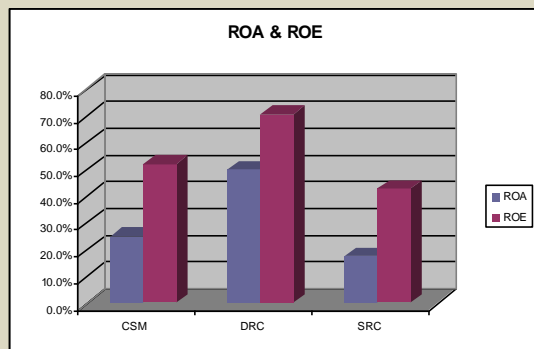
Nguồn: : HASC tổng hợp

**4. SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP CÙNG NGÀNH**

Hiện tại có 3 doanh nghiệp ngành xăm lốp đang niêm yết trên sàn gồm: CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC), CTCP Cao su Miền Nam (CSM) và CTCP Cao su Sao Vàng (SRC). So sánh với các doanh nghiệp khác trong cùng lĩnh vực

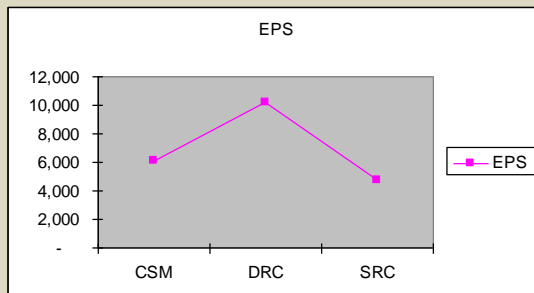


## ROA &amp; ROE



Nguồn: : HASC tổng hợp

## EPS



Nguồn: HASC tổng hợp

đang niêm yết thì trên quy mô tổng tài sản và vốn điều lệ đến ngày 31/03/2010 thì CSM lớn nhất. Xét về các chỉ tiêu tài chính thì DRC hấp dẫn hơn 2 cổ phiếu CSM và SRC với ROA và ROE lần lượt đạt 49%, 70,6%. Chỉ tiêu tài chính cơ bản không hấp dẫn bằng DRC nhưng CSM có thị phần tiêu thụ lớn hơn. Trong Top 5 doanh nghiệp dẫn đầu về kim ngạch xuất khẩu, CSM đứng vị trí thứ 2 và DRC ở vị trí thứ 5.

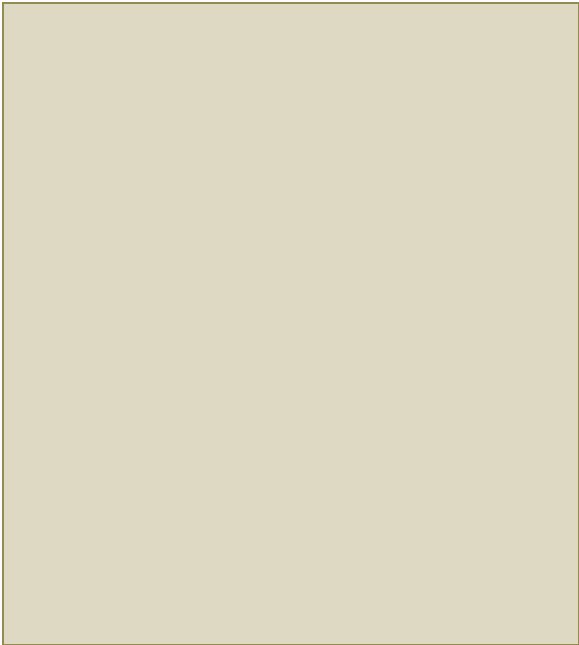
Mã CK	Tổng Tài sản (tỷ đồng)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	ROA 2009	ROE 2009	Trailing EPS (VNĐ)	Thị giá (03/08) (VNĐ)	P/E	P/B
CSM	1.187	422	25,0%	51,9%	6.058	34.800	6	2,6
DRC	752	307	49,9%	70,6%	10.198	46.000	5	2,3
SRC	618	162	17,6%	42,5%	4.755	37.000	8	2,6

## 5. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp để định giá là DCF và phương pháp chỉ số P/E và P/B

**Phương pháp DCF:** cao su là một ngành có tính chất khá ổn định. Ngành sản xuất ô tô, xe máy trong nước đang có chiều hướng gia tăng 1 cách nhanh chóng, cũng vì thế mà làm cho các sản phẩm tiêu thụ của CSM gia tăng. Theo chúng tôi dự tính trong giai đoạn từ 2010-2014 CSM tăng trưởng đều là 15% với WACC là 14,06%. Bên cạnh đó, CSM đang có kế hoạch triển khai, bổ sung một số dự án bất động sản tuy hiện nay chưa nhiều nhưng theo chúng tôi nhận thấy thì tiềm năng tăng trưởng 25% là hoàn toàn có thể và là mức tăng trưởng an toàn trong giai đoạn 2015-2016 với WACC là 16%. Sau đó với những gì đã triển khai thì tốc độ sẽ trở lại mức trung bình 15% với WACC cũng là 16% trong ba năm tiếp sau đó. **Như vậy, theo phương pháp này giá cổ phiếu CSM sẽ là 52.500 VNĐ.**

**Phương pháp P/E và P/B:** tiến hành so sánh với 2 doanh nghiệp cùng ngành sầm lopp là DRC và SRC chúng tôi tính toán được P/E và P/B trung bình lần lượt là 6x và 2x khá an toàn so với trung bình ngành hiện nay. EPS dự phóng trong năm 2010 đạt 6.750 VNĐ và BV tại thời điểm hiện tại là 18.605 VNĐ. **Vậy, theo phương pháp chỉ số thì giá CSM lần lượt đạt 40.500 VNĐ và 40.000 VNĐ.**



Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá (VNĐ)	Trọng số(%)
DCF	52.500	50
P/E	40.500	25
P/B	40.000	25
Trung bình	45.000	

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN HÀ THÀNH

69 Đinh Tiên Hoàng, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 04.39264639, Fax: 04.39429473

Web: [www.hasc.com.vn](http://www.hasc.com.vn)