MCK: CSM (HSX) — CÔNG TY CỔ PHẦN CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM

NẮM GIỮ — **TRUNG HẠN**

ĐỊNH GIÁ 22.300

Chuyên viên: Đặng Thảo Nguyên
Email: nguyen.dt@vdsc.com.vn
ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344

HÀNG TIÊU DÙNG – SĂM LỐP

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu CSM tại thời điểm này xoay quanh mức 22.300 đồng (tương đương mức vốn hóa 1.458 tỷ đồng) thấp hơn 7,5% so với giá tham chiếu ngày 28/6/2012. Người viết khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu CSM và mua vào khi giá có sự điều chỉnh cho mục tiêu đầu tư **TRUNG HẠN.**

Khuyến nghị này dựa trên những luận điểm đầu tư như sau:

Giá cao su giảm là một điểm sáng cho kết quả hoạt động kinh doanh năm nay của các doanh nghiệp xăm lốp nói chung và CSM nói riêng. Kết quả kinh doanh của CSM phụ thuộc lớn vào biến động giá nguyên liệu cao su. Sau khoảng thời gian tăng giá liên tục trong năm 2011, từ Q4/2011 giá cao su đã giảm mạnh và tiếp tục xu hướng đi ngang trong 6T2012. Giá cao su bình quân năm 2012 dự báo vào khoảng 3,2 USD/kg, giảm 27% so với mức 4,4 USD/kg năm 2011. Giá nguyên liệu giảm, giá bán không đổi là điều kiện giúp CSM tăng chiết khấu thương mại cho các đại lý và thực hiện nhiều hơn chính sách khuyến mãi nhằm cải thiện sản lượng tiêu thụ cũng như tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012.

Từ 6/2012, lãi suất đi vay hạ nhiệt đã giúp CSM giảm một phần gánh nặng tài chính. Cơ cấu nợ vay/TTS của CSM tương đối lớn, khoảng 58% năm 2011. Năm 2012, CSM dự kiến giải ngân 1.200 tỷ đồng cho dự án lốp Radian, trong đó 70% tương ứng là 840 tỷ đồng là nợ vay. Với cấu trúc vốn như này, chi phí lãi vay đã và đang là gánh nặng cho CSM. Song theo thông tin cập nhật từ CSM từ đầu tháng 6/2012 lãi suất đi vay đã hạ nhiệt còn 12,6% đối với vay VNĐ so với 18% năm 2011 và 5,6% đối với vay USD so với 8,2%. Bên cạnh đó, phần lãi vay năm nay của dự án radian sẽ được vốn hóa nên chưa ảnh hưởng đến chi phí tài chính. Điều này phần nào sẽ giúp lợi nhuận 2 quý cuối năm được cải thiện hơn.

Tuy nhiên, kinh tế suy thoái và cạnh tranh gay gắt khiến khả năng gia tăng sản lượng của CSM gặp nhiều khó khăn. Những năm gần đây, kinh tế suy thoái đã ảnh hưởng đáng kể đến ngành công nghiệp ô tô nói chung và mảng xăm lốp nói riêng. Bên cạnh đó, 2 nhóm sản phẩm đóng góp chính vào doanh thu của CSM là xăm lốp ô tô tải nhẹ và xăm lốp xe máy là phân khúc cạnh tranh mạnh giữa các nhà sản xuất trong nước và nước ngoài. Do đó, trong những năm qua tăng trưởng của CSM chủ yếu dựa vào việc tăng giá bán, sản lượng không có nhiều thay đổi, thậm chí sụt giảm.

Dự án sản xuất lốp Radial toàn thép mang lại tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn cho CSM nhưng cũng tiềm ẩn nhiều yếu tố rủi ro. Một mặt, do xu hướng tiêu dùng trong lĩnh vực lốp xe đang có sự thay đổi theo hướng "Radial hóa", hơn nữa hiện nay lốp Radial tiêu thụ tại Việt Nam chủ yếu là nhập khẩu, do vậy thị trường lốp Radian là cơ hội mang lại tăng trưởng trong tương lai của CSM.

Mặt khác, do dự án có tổng mức đầu tư là 3.500 tỷ đồng, được tài trợ bằng 30% vốn tự có và 70% vốn vay khiến chi phí tài chính lớn, ảnh hưởng mạnh đến kết quả kinh doanh của công ty trong trung và dài hạn.

Triển vọng 2012

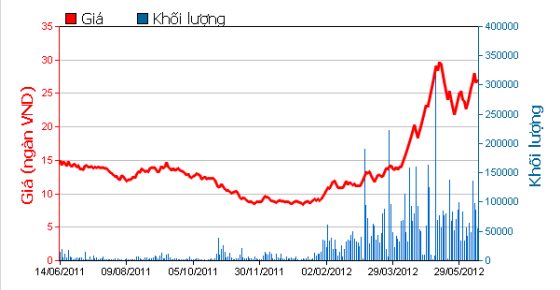
Doanh thu ước đạt khoảng 3.002 tỷ đồng, tăng khoảng 2,6% so với năm trước, chủ yếu nhờ vào khả năng cải thiện sản lượng tiêu thụ do tăng chiết khấu.

Tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện tốt ở mức 20%, tăng 11% so với năm 2011 dựa trên giả định giá cao su bình quân năm 2012 ở mức 3,2 USD/kg. Tỷ lệ CPBH/DT và CPQLDN/DT tăng gấp 2 so với năm ngoái do tăng chiết khấu cho đại lý cũng như tăng lương cho nhân viên. Chi phí lãi vay giảm nhẹ do lãi suất đi vay hạ nhiệt. Theo đó, LNST ước tính đạt 171,5 tỷ đồng, tăng mạnh 336% . EPS tương ứng đạt 2.992 đồng/cp, P/E forward 8,1x.

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 27/06/12) (VND)	24.100
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	29.700
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	8.400
Số CP đang lưu hành	52.249.295
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	307.240
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.259
Trailing P/E (x)	15,2
Forward P/E (x)	8,1
P/BV (BV 31/12/11) (x)	2,0

Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HSX

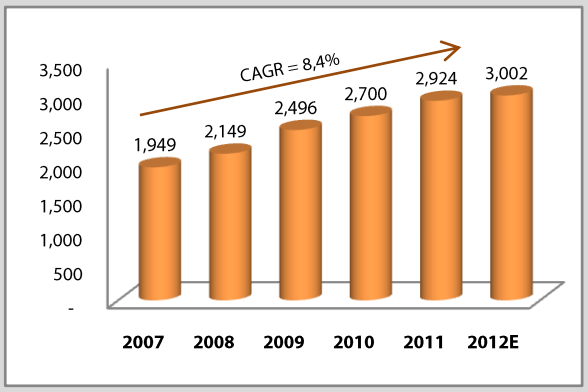
Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2010	2011	KH12	2012E
DT	2.699,7	2.923,8	3.000	3.001,9
LNTT	185,3	51,2	150	228,7
LNST	140,9	39,3	-	171,5
VĐL	422,5	422,5	-	573,2
VCSH	675,5	617,9	-	879,5
TTS	1.181,3	1.522,9	-	2.455,5
ROE (%)	20,3%	6,1%	-	19,2%
ROA (%)	11,9%	2,6%	-	7,0%
EPS (VND)	929	0	-	2,992
GTSS (VND)	15.988	14.626	-	15.344
Cổ tức	10%	0%(*)	-	0%

(*) Trả cổ tức bằng cổ phiếu 12%.

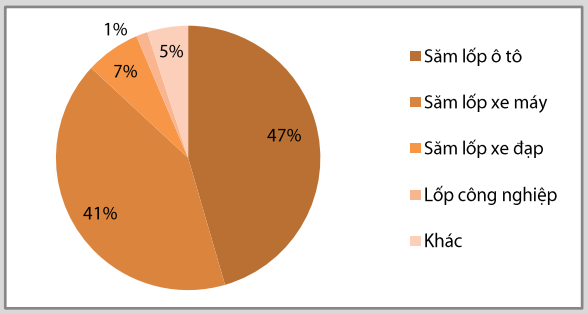
Nguồn: BCTC CSM, RongViet Securities tổng hợp

Doanh thu giai đoạn 2007-2012 *(tỷ đồng)*



Nguồn: CSM, RongViet Securities tổng hợp

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm năm 2011



Nguồn: CSM, RongViet Securities tổng hợp

PHÂN TÍCH VÀ DỰ PHÓNG

Dự phóng doanh thu

CSM là một trong những doanh nghiệp có thương hiệu tại thị trường săm lốp Việt Nam. Tốc độ tăng trưởng bình quân gộp CAGR khoảng 8,4% giai đoạn 2007-2011. Doanh thu công ty đến chủ yếu từ 4 nhóm sản phẩm là săm lốp ô tô, săm lốp xe máy, săm lốp xe đạp và lốp công nghiệp. Trong đó, săm lốp ô tô và săm lốp xe máy là 2 nhóm sản phẩm chủ lực chiếm lần lượt khoảng 46% và 41% cơ cấu doanh thu của CSM (năm 2011). Các nhóm sản phẩm khác là săm lốp xe đạp và lốp công nghiệp lần lượt chiếm 7% và 1% trong cơ cấu doanh thu.

Năm 2011, CSM đạt 2.924 tỷ đồng doanh thu, tăng 8,3% so với năm 2010 và chỉ hoàn thành 89% so với kế hoạch. Đây là một năm khó khăn cho hoạt động kinh doanh của CSM do giá cao su tăng mạnh trong 9T2011, khiến việc tăng giá bán ảnh hưởng mạnh đến sức mua. Doanh thu tăng dựa chủ yếu trên việc tăng giá, sản lượng tiêu thụ ước tính giảm 10%.

3T2012, CSM đạt 701,5 tỷ đồng doanh thu, tăng 5,8% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ vào giá bán 3T2012 vẫn giữ ở mức cao của năm 2011, cao hơn so với cùng kỳ khoảng 10% đối với xăm lốp xe đạp, xe máy và 20% đối với xăm lốp ô tô.

Sản lượng tiêu thụ giảm do nền kinh tế nhìn chung vẫn còn nhiều khó khăn. 3T2012, tiêu thụ xăm lốp xe máy và xăm lốp xe đạp giảm so với cùng kỳ, chỉ đạt khoảng 90-95%. Tiêu thụ xăm lốp ô tô giữ ở mức tương đương năm trước.

Triển vọng cho cả năm 2012, ước tính doanh thu CSM đạt khoảng 3.002 tỷ đồng, tăng nhẹ 2,6%, dựa trên khả năng sản lượng được cải thiện nhờ áp dụng nhiều chính sách bán hàng linh hoạt và tăng chiếu khấu cho các đại lý.

Trong tình hình giá cao su đầu vào giảm mạnh hơn so với cùng kỳ và CSM không giảm giá bán thì việc thực hiện các chính sách tăng chiết khấu, đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi nhằm kích cầu tiêu dùng là việc làm cần thiết nhằm đạt được tăng trưởng doanh thu.

Từ năm 2013-2016, việc mở rộng năng lực sản xuất trong phân khúc săm lốp ô tô với dự án sản xuất lốp toàn thép radial là yếu tố chủ đạo thúc đẩy tăng trưởng của công ty. Nếu theo đúng kế hoạch, nhà máy sản xuất lốp radial (công suất 1 triệu lốp/năm) sẽ bắt đầu đi vào sản xuất giai đoạn 1 từ Q3/2013 với tổng công suất giai đoạn 1 dự kiến là 35% ~ 350.000 lốp/năm. Hiệu suất sẽ được nâng dần trong 3 năm từ 2013-2015 lần lượt là 17,5%, 24,5% và 35%. Năm 2016, dự án bước vào giai đoạn 2 với công suất năm 2016 dự kiến là 48%.

Tuy nhiên, dự án sản xuất lốp radial tiềm ẩn khá nhiều rủi ro ảnh hưởng đến tiến độ dự án cũng như hiệu suất đạt được từng năm, do vậy trên nguyên tắc thận trọng người viết ước tính hiệu suất đạt được là 15%, 20%, 25% và 35% tương ứng với giai đoạn 2013-2016.

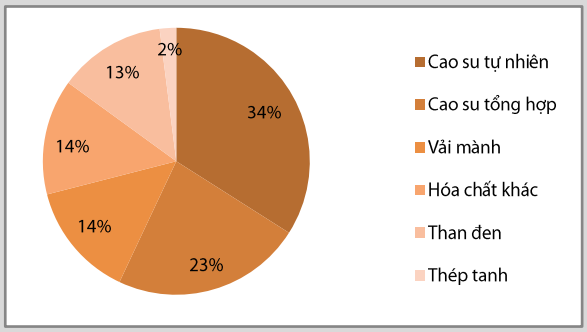
Dự phóng doanh thu theo sản phẩm

(Đvt: tỷ đồng)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Săm lốp xe máy	1.254	1.362	1.502	1.656	1.827
Săm lốp ô tô	1.384	1.525	1.681	1.889	2.125
Săm lốp xe đạp	180	175	173	170	168
Săm lốp công nghiệp	41	46	52	59	67
Khác	143	147	151	156	161
Tổng doanh thu	**3.002**	**3.255**	**3.559**	**3.930**	**4.347**

Dự phóng khả năng sinh lời

Cao su tự nhiên và cao su tổng hợp là hai nguyên liệu ảnh hưởng lớn đến chi phí sản xuất của CSM do chiếm tỷ lệ cao, lần lượt 34% và 23% trong cơ cấu chi phí

Cơ cấu chi phí nguyên vật liệu



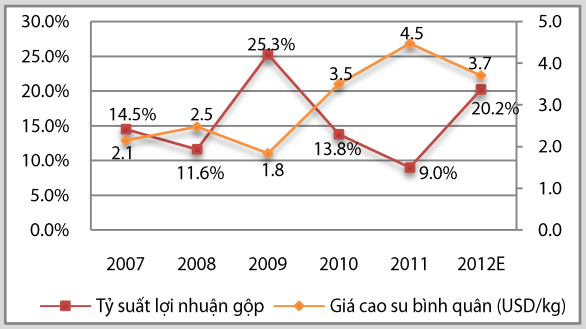
Nguồn: BCTC CSM, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời

Đvt: %	2008	2009	2010	2011	2012E
LN Gộp/DT	11,6	25,3	13,8	9,0	20,2
LN HĐKD/DT	6,0	14,0	7,4	4,4	11,0
LNST/DT	0,4	11,7	5,2	1,3	6,1
ROE	1,4	52,5	20,3	6,1	20,4
ROA	1,2	25,1	11,9	2,6	8,8

Nguồn: BCTC CSM, RongViet Securities tổng hợp

Tương quan giữa giá cao su tự nhiên bình quân và tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2007-2012



Nguồn: BCTC CSM, Bloomberg, RongViet Securities tổng hợp

Khả năng sinh lời các doanh nghiệp trong ngành

Năm 2011	DRC	CSM	SRC
LN Gộp/DT	15,7%	9,0%	8,5%
LNST/DT	7,5%	1,3%	0,2%
ROE	11,6%	2,6%	0,4%
ROA	22,5%	6,3%	1,3%

Nguồn: BCTC CSM, CSM, SRC, RongViet Securities tổng hợp

nguyên vật liệu. Do giá cao su biến động tăng giảm thất thường nên hiệu quả hoạt động kinh doanh của CSM không ổn định. Theo đó, các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời như tỷ suất lợi nhuận gộp, tỷ suất lợi nhuận biên, lợi nhuận trên tổng tài sản (ROA) và lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) biến động mạnh qua từng năm.

9 tháng đầu năm 2011 giá cao su tăng đột biến gần gấp đôi so với cùng kỳ, bình quân đạt 5,0 USD/kg. Theo đó, CSM cũng có mức tăng giá mạnh trong năm 2011 khoảng 15-20%. Song mức tăng này chỉ đủ bù đắp một phần chi phí tăng thêm, tỷ suất lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng giảm đáng kể.

Năm 2012, dự báo lợi nhuận biên của CSM sẽ được cải thiện nhờ giá cao su giảm từ Q4/2011. Với mức giá tồn kho bình quân Q4/2011 của CSM vào khoảng 3,2 USD/kg, tỷ suất lợi nhuận gộp Q1/2012 của CSM cải thiện đáng kể đạt khoảng 19% so với 6,5% Q1/2011. Trong Q2/2012, giá cao su vẫn tiếp tục xu hướng giảm nhẹ và theo dự báo có khả năng sẽ duy trì ở mức 3,1-3,2 USD/kg. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2012 sẽ được cải thiện đạt khoảng 20%, gấp 2,2 lần so với năm trước.

Trong những năm tiếp theo, giá cao su dự báo sẽ có xu hướng tăng trở lại do khả năng phục hồi của nền kinh tế và các ngành công nghiệp, ảnh hưởng giảm đến lợi nhuận biên. Tuy nhiên, hiện CSM đang đầu tư xây dựng nhà máy sản xuất lốp toàn thép Radialdự kiến đi vào hoạt động từ Q3/2013. Dự án được đánh giá sẽ mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn khoảng 5% so với lốp bias. Vì vậy, người viết cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ dao động quanh mức 19-21%, với giả định ảnh hưởng giảm lợi nhuận biên do giá nguyên liệu tăng sẽ được bù đắp từ hiệu quả dự án lốp radian.

So với doanh nghiệp cùng ngành là DRC, có thể thấy tỷ suất sinh lời của CSM kém hấp dẫn hơn. Điều này có thể được giải thích là do sự khác nhau trong phân khúc thị trường. CSM là doanh nghiệp chuyên về lốp xe máy, ô tô và tải nhẹ là phân khúc bị cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm nước ngoài nên tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Trong khi đó, DRC tập trung vào phân khúc săn lốp ô tô trọng tải lớn, lốp siêu trường, siêu trọng phục vụ công trường và mỏ, là phân khúc ít bị cạnh tranh và có tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Dự phóng lợi nhuận gộp					
Đvt: tỷ đồng	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu thuần	3.002	3.255	3.559	3.930	4.347
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	20,2	19,5	19,9	20,9	20,9
Lợi nhuận gộp	607	634	707	819	908

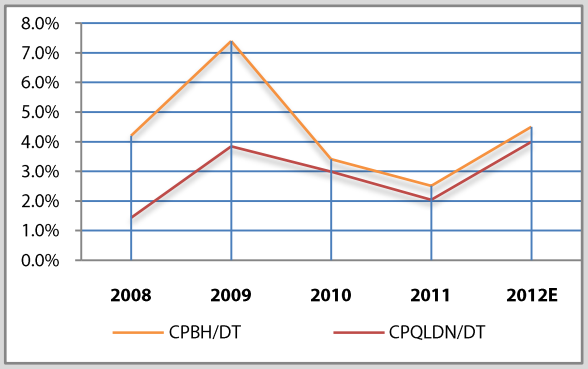
Dự phóng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí bán hàng - Do đặc thù sản phẩm nên hệ thống phân phối của CSM khá gọn, sản phẩm thường được bán trực tiếp cho các đại lý cấp 1 hoặc cho các tổ chức là đơn vị lắp ráp, vận tải. Các đại lý của CSM mua hàng theo phương thức mua đứt bán đoạn và hưởng các chiết khấu thương mại dựa trên doanh số bán hàng. Mức chiết khấu của CSM áp dụng cho các đại lý tăng dần theo doanh số và tối đa là 9%. Ngoài ra, các đại lý cũng được hưởng các hình thức khuyến mãi thanh toán nhằm khuyến khích việc thanh toán nhanh.

Chính sách bán hàng của CSM khá linh hoạt tăng/giảm phụ thuộc vào tình hình hoạt động kinh doanh từng giai đoạn. 5T2012, do tình hình tiêu thụ vẫn gặp nhiều khó khăn bởi ảnh hưởng chung của nền kinh tế bên cạnh việc giá nguyên liệu cao su giảm nên CSM thay vì giảm giá bán đã tăng chiết khấu cho các đại lý và thực hiện nhiều hơn các chương trình khuyến mãi cho người tiêu dùng.

Cụ thể, Q1/2012 tỷ lệ CPBH/DT đạt ~4%, tăng mạnh so với 1,6% Q1/2011. Năm 2012, khả năng tỷ lệ CPBH/DT vẫn giữ ở mức cao và tăng nhẹ so với Q1/2012 đạt

CPBH/DT và CPQLDN/DT giai đoạn 2006-2011



Nguồn: BCTC CSM, RongViet Securities tổng hợp

khoảng 4,5% dựa trên dự báo nửa cuối năm giá cao su có xu hướng giảm nhẹ và tiêu thụ chưa thật sự khả quan.

Chi phí quản lý doanh nghiệp - 3T2012, tỷ lệ CPQLDN/DT tăng mạnh đạt ~4,2% so với 0,74% cùng kỳ. Giải thích cho sự tăng mạnh này, CSM cho biết do tình hình hoạt động nửa đầu năm 2012 khả quan nên đã thực hiện việc tăng lương cho người lao động. Bên cạnh đó còn có những khoản thưởng khuyến khích người lao động sáng tạo nhằm cải tiến quá trình sản xuất giúp tiết kiệm chi phí.

Năm 2012, ước tính tỷ lệ CPQLDN/DT khoảng 4,0%. Trong những năm tới, khi dự án sản xuất lốp Radialđi vào hoạt động, dự kiến tỷ lệ CPQLDN/DT sẽ tăng nhẹ, dao động ở mức 4,0 - 4,5% do dự án đòi hỏi số lượng lớn hơn lao động có kỹ thuật để vận hành.

Dự phóng doanh thu tài chính và chi phí tài chính

Lợi nhuận từ hoạt động tài chính của CSM thường âm do chi phí tài chính, chủ yếu là chi phí lãi vay, lớn hơn nhiều lần so với doanh thu tài chính. Đối với nhu cầu vay tài trợ vốn lưu động, theo thông tin cập nhật từ CSM hiện tại lãi suất vay ngân hàng đã giảm đáng kể còn khoảng 12,6% đối với vay VNĐ và 5,6% đối với vay USD, phần nào giảm áp lực lãi vay cho CSM. Tuy nhiên trong những năm tới, chi phí lãi vay của CSM sẽ tăng mạnh do nhu cầu vay vốn tài trợ dự án sản xuất lốp Radian. Dự án có tổng mức đầu tư 3 giai đoạn là 3.500 tỷ đồng, được tài trợ bằng 30% vốn tự có và 70% vốn vay.

Dự kiến năm 2012, CSM sẽ giải ngân khoảng 1.200 tỷ đồng cho dự án trên, trong đó vốn vay vào khoảng 840 tỷ đồng. Tuy nhiên, do dự án đang trong giai đoạn xây dựng và lắp đặt máy móc thiết bị, nên chi phí lãi vay của dự án trong năm nay (khoảng 100 tỷ đồng) sẽ được vốn hóa và được hạch toán đưa vào tài sản công ty thay vì chi phí lãi vay. Do vậy, năm 2012 mặc dù nợ vay tăng đáng kể, song chi phí lãi vay sẽ không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của CSM. Chi phí lãi vay năm 2012 dự kiến vào khoảng 99 tỷ đồng.

Trong những năm sau, dự kiến chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh do Q3/2013 dự án đã bắt đầu đi vào hoạt động.

Dự phóng lợi nhuận

Theo các thông tin dự phóng ở trên, lợi nhuận sau thuế năm 2012 đạt khoảng 172 tỷ đồng, tăng gấp 4,3 lần so với năm 2011, tương ứng với mức EPS 2012 vào khoảng 2.992 đồng/cp.

Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh					
Đvt: tỷ đồng	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**
Doanh thu thuần	3.002	3.255	3.559	3.930	4.347
Lợi nhuận trước thuế	229	230	273	351	400
Lợi nhuận sau thuế	172	173	204	263	300
EPS (đồng/cp)	2.992	3.010	3.566	4.591	5.237

Dự phóng bảng cân đối kế toán

Tài sản cố định - CSM đang ở giai đoạn phát triển về năng lực sản xuất nên nhà xưởng, máy móc đều được đầu tư thêm mỗi năm. Đặc biệt trong năm 2012, CSM dự kiến sẽ giải ngân khoảng 1.200 tỷ đồng cho dự án lốp radian sẽ tạo ra thay đổi lớn trong cấu trúc tài sản CSM. Nếu dự án được giải ngân theo đúng tiến độ, nguyên giá tài sản cố định năm nay dự kiến sẽ tăng gấp 2,5 lần, đạt khoảng 1.740 tỷ đồng, chiếm 48,5% cơ cấu tài sản.

Năm 2013, dự kiến CSM sẽ giải ngân thêm 800 tỷ đồng của giai đoạn 1 và trong những năm sau TSCĐ sẽ tiếp tục tăng đều theo tiến độ đầu tư giai đoạn 2 của dự án với mức giải ngân 1.200 tỷ cho 4 năm từ 2014-2017.

Hàng tồn kho - Trong những năm gần đây do giá nguyên liệu biến động mạnh

Cấu trúc tài chính

Đvt: %	2009	2010	2011	2012E
Cấu trúc tài sản				
Tiền/TTS	8,3	7,9	2,8	0,6
Phải thu/TTS	15,2	23,7	18,7	13,4
HTK/TTS	42,2	38,3	46,4	26,3
TSCĐ/TTS	27,9	24,0	16,7	48,8
Cấu trúc vốn				
Nợ ngắn hạn/TTS	44,0	37,1	48,0	24,8
Tổng nợ/TTS	52,2	41,3	58,0	63,6
Vay ngắn hạn/TTS	33,2	24,4	39,2	18,9
Vay dài hạn/TTS	7,6	3,9	9,9	38,7

Nguồn: BCTC CSM, RongViet Securities tổng hợp

Tổng hợp P/E, P/B một số DN trong ngành

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 31/12/11
DRC	1.862	8,7	2,0
SRC	318	28,3	1,4
Bình quân		**11,6**	**1,9**

Nguồn: RongViet Securities tổng hợp

theo xu hướng tăng do đó hàng tồn kho chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu tài sản của CSM. Năm 2011, giá cao su tăng đột biến bình quân đạt 4,4 USD/kg đã khiến giá trị hàng tồn kho tăng mạnh, chiếm gần 47% tổng tài sản công ty. Tuy nhiên, từ Q4/2011 giá cao su đã giảm mạnh và tiếp tục xu hướng đi ngang trong 2 quý đầu năm 2012.

Giá cao su bình quân năm 2012 dự báo vào khoảng 3,2 USD/kg, giảm 27% so với mức 4,4 USD/kg năm 2011. Nguyên nhân giá giảm là do: (1) Nhu cầu cao su giảm do tác động tiêu cực từ suy thoái kinh tế thế giới. (2) Tâm lý đầu cơ không còn như năm trước do lo ngại về việc giảm nhu cầu. Do vậy, dự báo giá trị hàng tồn kho năm nay sẽ giảm hơn so với năm trước, chiếm khoảng 26% tổng tài sản CSM.

Cấu trúc vốn - Xét về cấu trúc vốn, do nhu cầu đầu tư xây dựng nhà máy và tài trợ hàng tồn kho lớn trong khi nguồn tiền mặt và lợi nhuận giữ lại của CSM không nhiều, khiến tỷ lệ sử dụng nợ vay khá cao, chiếm 58% tổng tài sản CSM năm 2011.

Dự báo trong những năm tới, tỷ lệ nợ vay của CSM sẽ còn tiếp tục tăng do tài trợ dự án lốp Radian. Năm 2012, CSM dự kiến giải ngân 1.200 tỷ đồng cho dự án, trong đó 70% tương ứng khoảng 840 tỷ là nợ vay. Dư nợ năm nay dự kiến vào khoảng 1.430 tỷ đồng. Theo thông tin cập nhật từ CSM, mặc dù lãi suất đi vay hiện nay của công ty đã hạ nhiệt giảm còn 12,6% đối với vay VNĐ so với 18% năm 2011 và 5,6% đối với vay USD so với 8,2%, song với cấu trúc vốn có tỷ lệ nợ vay cao như hiện nay thì gánh nặng tài chính vẫn là một áp lực lớn cho CSM.

ĐỊNH GIÁ

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E; P/B) để định giá cổ phiếu CSM.

Phương pháp FCFF được sử dụng với tỷ suất chiết khấu (WACC) giai đoạn 2012 – 2016 là 15,7% và từ 2016 trở đi là 13,5%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 6,3%.

Dự phóng dòng tiền	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận sau thuế	**171,5**	**172,5**	**204,4**	**263,2**	**300,2**
+ Khấu hao	123,7	132,4	171,2	206,4	242,9
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	98,8	109,6	114,3	117,8	122,2
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	**393,9**	**414,5**	**489,9**	**587,3**	**665,3**
Thay đổi vốn lưu động	28,2	-100,0	-81,6	-134,4	-258,1
Chi phí đầu tư thuần	-1.076,0	-399,5	-206,8	-108,8	-97,9
DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY (FCFF)	**-653,8**	**-85,0**	**201,5**	**344,1**	**309,3**

Hiện có 3 doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong lĩnh vực này là CSM, DRC, SRC. Tuy nhiên do khác nhau về phân khúc thị trường nên kết quả hoạt động kinh doanh của 3 doanh nghiệp không thật sự tương quan so sánh. Trong đó, DRC là doanh nghiệp có nhiều đặc điểm về phân khúc và sản phẩm giống CSM hơn. Tuy nhiên, xét về tốc độ tăng trưởng cũng như các chỉ số phản ánh khả năng sinh lời thì CSM kém hấp dẫn hơn nhiều so với DRC. Người viết cho rằng P/E và P/B hợp lý của CSM vào khoảng 6,0x và 1,5x.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	22.865	60%	13.719
P/E	19.668	20%	3.934
P/B	23.016	20%	4.603
Giá bình quân		**100%**	**22.256**

CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam

146 Nguyễn Biểu, P2 – Q5 – TP.HCM

ĐT: (84 – 8) 38 362 369

Fax: (84 – 8) 38 362 376

Website: www.casumina.com.vn

Thành lập: Năm 1976

Cổ phần hóa: Năm 2006

Niêm yết: Năm 2009

Quản trị - Điều hành

- Nguyễn Ngọc Tuấn, CT. HĐQT
- Phạm Hồng Phú, TV. HĐQT, TGĐ
- Lê Văn Trí, TV. HĐQT, P. TGĐ
- Bùi Thế Chuyên, TV. HĐQT
- Trần Văn Trí, TV. HĐQT

TỔNG QUAN CÔNG TY

CSM được thành lập từ năm 1976, cổ phần hóa năm 2006 và niêm yết trên HSX vào 08/2009. Sau nhiều lần tăng vốn, hiện CASUMINA đang hoạt động với VĐL 422,5 tỷ đồng. Các cổ đông lớn gồm có: Tập đoàn hóa chất Việt Nam 51%; Quỹ Tầm nhìn SSI 3,88%; FTIF 3,75%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm chính

CSM là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm công nghiệp cao su với các nhóm sản phẩm chính là săm lốp xe ôtô, săm lốp xe đạp, săm lốp xe máy. Trong đó, sản phẩm thế mạnh của CSM là săm lốp ô tô tải nhẹ và săm lốp xe máy. Ngoài ra, CSM còn sản xuất một số sản phẩm phụ trợ như ống cao su kỹ thuật, găng tay…

Sản phẩm của CSM ngoài tiêu thụ ở thị trường nội địa, còn xuất khẩu sang các nước đang phát triển như ASEAN, châu Phi, Nam Mỹ với tỷ lệ 23,3% năm 2011.

Năng lực sản xuất

CSM là doanh nghiệp có năng lực sản xuất lớn nhất trong ngành. Công suất thiết kế đối với từng nhóm sản phẩm như sau:

Sản phẩm	Công suất/năm
Lốp ô tô	1.200.000
Xăm ô tô	800.000
Lốp xe máy	6.000.000
Xăm xe máy	22.000.000
Lốp xe đạp	5.000.000
Xăm xe đạp	8.000.000

Ngoài ra, dự án sản xuất lốp radial toàn thép công suất 1 triệu lốp/năm đang được triển khai. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào Q3/2013 với công suất đạt được 350.000 lốp/năm và đến năm 2020 hoàn tất dự án, sản xuất ổn định và đạt công suất thiết kế 1 triệu lốp/năm.

Nguyên vật liệu

Hầu hết các nguyên liệu chính sử dụng như cao su thiên nhiên, vải mành, than đen, thép tanh, chất độn và hóa chất các loại được mua từ các nhà cung cấp trong nước. Riêng cao su tổng hợp CSM phải nhập khẩu từ nước ngoài. Trong các loại nguyên vật liệu trên, cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp chiếm tỷ lệ cao và có giá biến động mạnh do phụ thuộc vào giá cao su thế giới.

Đa số các nhà cung ứng nguyên vật liệu cho CSM là đối tác truyền thống, uy tín đã có mối quan hệ làm ăn lâu dài. Chính vì vậy CSM luôn đảm bảo và chủ động được về nguồn nguyên liệu đầu vào phục vụ cho sản xuất.

Hệ thống phân phối

Hệ thống phân phối của CSM ngày càng được mở rộng ở cả 3 miền Bắc, Trung, Nam với hơn 200 đại lý cấp 1, đồng thời cũng không ngừng phát triển xuất khẩu ra nước ngoài. Với những thị trường khắt khe như châu Âu, Casumina đã liên kết sản xuất các sản phẩm mang thương hiệu của tập đoàn Continental (Đức) và JK (Ấn Độ) để xuất khẩu lốp ôtô và lốp scooter.

Vị thế công ty

Với hơn 35 năm hoạt động, CSM là một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất các sản phẩm công nghiệp cao su. Hiện CSM chiếm khoảng 25% thị phần đối với săm lốp xe máy và 20% thị phần đối với săm ô tô.

Hiện nay trong nước có 3 công ty săm lốp lớn là CSM, CSM, SRC đều thuộc tổng công ty hóa chất Việt Nam (Vinachem). Dưới sự định hướng và điều phối của

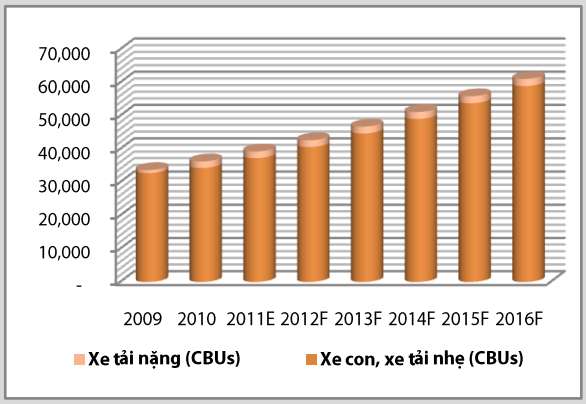
Vinachem thì phân khúc thị trường giữa các công ty khá rõ ràng. Trong đó, CSM chuyên về lốp xe máy, ôtô và tải nhẹ - DRC chuyên về săm lốp ôtô tải, lốp công nghiệp, lốp đặc chủng - SRC chuyên về săm lốp xe đạp, máy bay. Do vậy, sự cạnh tranh giữa các công ty trong nước không lớn mà chủ yếu cạnh tranh với hàng nhập khẩu.

Tiềm năng tăng trưởng

Tăng trưởng ngành săm lốp Việt Nam trong trung và dài hạn dự báo chủ yếu tập trung vào phân khúc ôtô nhờ sự phát triển về cơ sở hạ tầng và nhu cầu sử dụng ôtô tăng. Đây là yếu tố quan trọng đảm bảo khả năng tăng trưởng ổn định trong dài hạn của CSM với dự án sản xuất lốp radian công suất 1 triệu lốp/năm.

Dự án giúp công ty mở rộng hoạt động kinh doanh về cả quy mô và giá trị, đón đầu xu hướng tiêu dùng mới trong tương lai và củng cố vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực săm lốp ôtô khi xu hướng tiêu dùng trong lĩnh vực lốp xe đang thay đổi theo hướng "Radial hóa". Đầu ra cho dự án được CSM xác định là 70% sản lượng tiêu thụ trong nước và 30% sản lượng xuất khẩu.

Sản lượng ô tô sản xuất tại Việt Nam, 2009 - 2016



Nguồn: Vietnam Autos Report, BMI

Rongviet Securities tổng hợp

Nhu cầu lốp Radialtiêu thụ tại Việt Nam

Đvt: 1.000 chiếc

Phương tiện	2007	2008	2009	2010	2020E
Xe con, xe tải nhẹ(cỡ vành ≤16" - lốp PCR)	1.105	1.380	1.775	2.347	4.580
Xe tốc độ cao (cỡ vành ≥20" - lốp TBR)	325	400	510	663	1.270
Tổng cộng	**1.430**	**1.780**	**2.285**	**3.010**	**5.850**

Nguồn: CSM, Rongviet Securities tổng hợp

SƠ LƯỢC NGÀNH SĂM LỐP

Ngành săm lốp thế giới, đặc biệt là phân khúc săm lốp ô tô, có nhiều tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai. Theo đánh giá của công ty Michelin thì lượng ô tô sản xuất ra trên thế giới có giá trị khoảng 90 tỷ USD, tương đương với nhu cầu lốp xe trên thế giới là 1,3 tỷ lốp/năm. Ước tính đến năm 2015, giá trị ô tô sản xuất là 95 tỷ USD và 2020 là khoảng 90 tỷ USD. Hiện nhu cầu lốp thế giới bình quân tăng 2,5%/năm.

Tăng trưởng ngành săm lốp Việt Nam trong trung và dài hạn tập trung ở phân khúc ô tô. Thị trường tiêu thụ xe ô tô ở Việt Nam vẫn còn trong giai đoạn đầu phát triển và còn có nhiều tiềm năng tăng trưởng. Nguyên nhân là do: (1) Tỷ lệ sở hữu ô tô ở Việt Nam còn thấp và thu nhập bình quân đầu người đang có xu hướng tăng; (2) Nhu cầu vận tải gia tăng cùng với tăng trưởng kinh tế; (3) Lộ trình giảm thuế nhập khẩu xe làm giá ô tô trở nên rẻ hơn. (4) Hệ thống cơ sở hạ tầng được quan tâm đầu tư. Theo thống kê của cục đăng kiểm năm 2010 Việt Nam có khoảng hơn 1,2 triệu xe ô tô đang lưu hành. Dự kiến đến năm 2020 có 2,8-3 triệu ô tô, trong đó xe con chiếm 50%, xe khách 17%, xe tải 33%.

Theo đó, phân khúc săm lốp ô tô là phân khúc có nhiều tiềm năng phát triển trong trung và dài hạn và cũng là phân khúc cạnh tranh gay gắt nhất giữa các nhà sản xuất trong nước và nước ngoài. Có thể thấy, nhu cầu tiêu thụ lốp xe tăng trưởng tốt và ổn định ngay trong điều kiện nhu cầu tiêu thụ ô tô trong nước có dấu hiệu chững lại do nhu cầu thay thế lốp xe của các xe đang lưu hành với yêu cầu về đảm bảo an toàn trong lưu thông. Ngoài ra lốp xe sẽ tăng trưởng mạnh trong điều kiện ngành công nghiệp ô tô khởi sắc, đây chính là nhu cầu tiêu thụ lốp xe cho mục đích lắp mới.

Năm 2012, thuế nhập khẩu đối với nhiều loại xe sẽ được giảm theo cam kết. Đối với nhóm xe chở người, gồm có: (1) Xe ô tô chở người trên 10 chỗ, thuế suất dự kiến bằng mức thuế hiện hành 70% (cam kết 2012 là 78%); (2) Xe ô tô chở người loại dưới 10 chỗ, thuế suất dự kiến giảm từ 82%, 77%, 72% xuống 78%, 74%, 68% (bằng cam kết WTO 2012); (3) Các loại xe chở người như xe cứu thương, xe tang lễ, xe chở tù tiếp tục duy trì mức thuế suất hiện hành là 15% (cam kết 2012 là 25%).

Đối với nhóm xe chở hàng, mức thuế hiện hành cho xe không quá 5 tấn là 68%, dự kiến điều chỉnh giảm bằng mức trần cam kết 2012 là 65%; Các loại xe chở hàng khác, dự kiến duy trì mức thuế hiện hành, cụ thể: đối với xe trên 5 tấn đến 10 tấn là 50%, xe trên 10 tấn đến 20 tấn là 30%, xe từ trên 20 tấn đến 24 tấn là 20%, xe trên 24 tấn đến 45 tấn là 15% và xe trên 45 tấn là 0%.

Các loại xe có đặc thù riêng như xe chở xi măng kiểu bồn, xe thiết kế để chở bùn, xe đông lạnh, xe chở tiền… được quy định các mức thuế suất thấp từ 10% đến 15%. Các loại xe chuyên dùng được quy định các mức thuế suất 0%, 5%, 15%.

Xu hướng tiêu dùng trong lĩnh vực lốp xe đang có sự thay đổi theo hướng "Radialhóa". Với ưu điểm bền, nhẹ, độ an toàn cao khi chạy với tốc độ nhanh và ít sinh nhiệt trên đường, lốp Radialđang dần thay thế các sản phẩm lốp Bias. Với sự phát triển hệ thống hạ tầng, đặc biệt là các dự án đường cao tốc được đồng loạt triển khai gần đây cho thấy trong 5-10 năm tới nhu cầu sử dụng lốp Radialsẽ tăng lên là xu thế tất yếu. Hiện thị phần lốp Radialtại Việt Nam hầu như do các công ty nước ngoài nắm giữ.

PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2009A	2010A	2011	2012E
Doanh thu thuần	2.496,3	2.699,7	2.923,8	3.001,9
Giá vốn	1.865,4	2.328,2	2.661,2	2.395,1
Lãi gộp	**630,9**	**371,4**	**262,6**	**606,8**
Chi phí bán hàng	184,6	92,1	73,4	132,1
Chi phí quản lý	96,1	80,7	59,7	120,1
Lợi nhuận từ HĐKD	**350,2**	**198,6**	**129,5**	**354,6**
Lợi nhuận từ HĐTC	(22,3)	(23,4)	(88,9)	(136,6)
Lợi nhuận khác	5,6	10,0	10,6	10,6
EBIT	**379,2**	**222,8**	**127,2**	**360,3**
Lợi nhuận trước thuế	**333,5**	**185,3**	**51,2**	**228,7**
Thuế TNDN	41,7	44,4	12,0	57,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	**291,8**	**140,9**	**39,3**	**171,5**

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2009A	2010A	2011	2012E
Tăng trưởng				
Doanh thu	16,2	8,1	8,3	2,7
Lợi nhuận HĐKD	173,2	-43,3	-34,8	173,9
EBIT	3.617,7	-41,2	-42,9	183,4
Lợi nhuận trước thuế	3.169,7	-44,4	-72,4	346,3
Lợi nhuận sau thuế	3.153,4	-51,7	-72,1	336,8
Tổng tài sản	52,3	1,6	28,9	61,2
Vốn chủ sở hữu	-13,1	24,7	-7,8	39,8
Tốc độ tăng trưởng nội tại	52,5	20,3	6,1	19,2
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	25,3	13,8	9,0	20,2
LN HĐKD / Doanh thu	14,0	7,4	4,4	11,8
EBIT/ Doanh thu	15,2	8,3	4,3	12,0
LNTT/ Doanh thu	13,4	6,9	1,8	7,6
LNST/ Doanh thu	11,7	5,2	1,3	5,7
ROA	25,1	11,9	2,6	7,0
ROIC or RONA	44,8	19,0	5,0	9,3
ROE	52,5	20,3	6,1	19,2
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	14,1	9,6	10,3	9,1
Vòng quay hàng tồn kho	3,8	5,2	3,8	3,7
Vòng quay khoản phải trả	14,9	15,6	20,0	16,6
Vòng quay TSCĐ	7,7	9,5	11,5	2,5
Vòng quay Tổng tài sản	2,1	2,3	1,9	1,2
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,5	1,9	1,5	1,7
Nhanh	0,5	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,2	0,2	0,1	0,0
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	109,1	70,4	138,2	174,9
Tổng nợ / Tổng tài sản	52,2	41,3	58,0	63,6
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	69,5	41,6	93,5	52,1
Vay dài hạn/ Vốn CSH	15,8	6,6	23,6	106,4

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2009A	2010A	2011	2012E
Tiền	46,0	63,2	42,5	13,6
Đầu tư tài chính ngắn hạn	50,0	30,0	-	-
Các khoản phải thu	176,5	280,0	284,9	330,2
Tồn kho	491,0	452,0	707,0	646,7
Tài sản ngắn hạn khác	7,8	4,3	25,2	22,7
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	**771,4**	**829,6**	**1.059,6**	**1.013,1**
Tài sản cố định hữu hình	292,5	266,2	239,1	1.184,8
Nguyên giá	607,5	679,2	703,7	1.741,1
Khấu hao	(315,0)	(413,0)	(464,6)	(556,3)
Tài sản cố định vô hình	11,6	10,6	9,6	8,7
Nguyên giá	17,2	17,2	17,2	17,2
Khấu hao	(5,6)	(6,6)	(7,6)	(8,6)
Xây dựng cơ bản dở dang	14,4	11,0	161,2	200,0
Bất động sản đầu tư	0,0	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	47,6	55,8	46,0	41,4
Tài sản dài hạn khác	5,0	1,9	2,3	2,4
TSCĐ và đầu tư dài hạn	**390,9**	**351,7**	**463,3**	**1,442,3**
TỔNG TÀI SẢN	**1.162,4**	**1.181,3**	**1.522,9**	**2.455,5**
Các khoản phải trả ngắn hạn	**511,6**	**438,0**	**730,3**	**609,2**
Tiền hàng phải trả và ứng trước	42,6	55,8	64,1	59,9
Khoản phải trả ngắn hạn khác	82,8	93,5	69,2	84,1
Vay và nợ ngắn hạn	386,3	288,7	597,0	465,3
Các khoản phải trong dài hạn	**94,7**	**50,1**	**152,8**	**953,0**
Vay và nợ dài hạn	87,9	46,0	150,6	950,6
Khoản phải trả dài hạn khác	6,8	4,1	2,2	2,4
Tổng nợ	**606,3**	**488,1**	**883,1**	**1,562,2**
Vốn chủ sở hữu	**554,9**	**675,5**	**617,9**	**879,5**
Vốn đầu tư của CSH	250,0	422,5	422,5	573,2
Thặng dư vốn	-	-	-	-
Cổ phiếu ngân quỹ	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Lợi nhuận giữ lại	287,9	169,9	98,3	199,4
Quỹ đầu tư và phát triển	12,1	65,4	71,5	78,6
Quỹ dự phòng tài chính	4,9	17,3	24,3	26,7
Khác	(0,0)	0,4	1,4	1,5
Nguồn kinh phí và quỹ khác	**1,1**	**17,7**	**20,9**	**13,7**
Nguồn vốn chủ sở hữu	**556,0**	**693,2**	**638,8**	**893,3**
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	**1.162,4**	**1.181,3**	**1.521,9**	**2.455,5**

CHỈ SỐ CƠ BẢN	2009A	2010A	2011	2012E
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	25,0	42,2	42,2	57,3
Giá thị trường cuối năm(VND)	46.200	26.100	8.400	22.200
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	12.652	4.149	4.972	2.992
Giá trị sổ sách (VND)	22.196	15.988	14.626	15.344
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.500	1.000	0	0
P/E (x)	3,7	6,3	1,7	7,4
P/B (x)	2,1	1,6	0,6	1,4
Dividend Yield (%)	3,2%	3,8%	0,0%	0,0%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Người phân tích đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của người phân tích.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính
Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội
2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang
50Bis Yersin – TP. Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ
8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.
Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.
Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà người phân tích cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, người phân tích không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của người phân tích có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2012.**