

14.08.2012  
HOSE – Vietnam

## Overweight

**Giá (2012/08/14): VND 27,000**  
**Giá mục tiêu: VND 29,000**

Pham Nhat Bich  
(+84-8) 5413-5479  
bichpham@phs.vn

### Dữ liệu chính

Vốn điều lệ (tỷ VND)	522
CP đang lưu hành (triệu cổ)	52.2
Biên độ giá trong 52 tuần (VND)	29,700 – 8,400
Mức vốn hóa (tỷ VND)	1,353
Tổng tài sản (Q2/12) (tỷ VND)	1,587
Giá trị ròng (Q2/12) (tỷ VND)	723
(QFIL) Tổng Room (triệu cổ)	25.5
(QFIL) Room hiện tại (triệu cổ)	17.2
Sở hữu nước ngoài (%)	16%
EPS 2012E (VND)	4,453
P/E	5.8
P/B	1.5
% Cổ tức tiền mặt (Mệnh giá)	10%
Lợi suất cổ tức (%)	3.8%
(Cổ tức/Giá thị trường)	
ROE 2012E (%)	26%
ROA 2012E (%)	13%

\* Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%.

### Thay đổi giá trong 3 tháng



Thay đổi giá	3 tháng	6 tháng	12 tháng
Tuyệt đối ('000VND)	+1.8	+15	+13.8
Phần trăm (%)	+7.5	+137	+114

**Trong quý II 2012, giá cao su tự nhiên tiếp tục giảm; biên lợi nhuận gộp tăng ở mức ấn tượng**

- KQKD quý II** Casumina vừa công bố báo cáo kết quả kinh doanh hợp nhất Q2/12. Theo đó, lợi nhuận ròng của công ty tăng 9.3x YoY và doanh thu tăng 13% YoY. Lũy kế 6 tháng đầu năm, doanh thu của công ty đạt 1,536 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 6.7x lên 109 tỷ đồng. Với kết quả như trên, công ty đã vượt 23% kế hoạch năm. Biên lợi nhuận gộp của quý II tăng 4ppt QoQ lên mức 23% do sự ảnh hưởng tích cực của giá cao su tự nhiên đã giảm 13% từ cuối năm 2011 cùng với công ty áp dụng phương pháp quản lý hàng tồn kho mới.

- Giá tăng chi phí lãi vay là mối quan ngại chủ yếu** Trong 6T đầu năm 2012, biên lợi nhuận gộp đạt 21% trong khi biên lợi nhuận ròng chỉ có 7%. Điều này có thể lý giải một phần là do chi phí lãi vay gia tăng, lên đến 37% YoY từ 33 tỷ 6 tháng đầu năm 2011 lên 45.3 tỷ đồng 6 tháng đầu năm 2012, chủ yếu đến từ khoản vay cho dự án lớp Radian. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ hồi phục ở mức tương đương 12% sau khi nhà máy sản xuất lớp Radian bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2014. Một lý do khác về việc biên lợi nhuận ròng thấp là do chi phí quản lý doanh nghiệp cao. Tỷ số chi phí quản lý/Doanh thu đã tăng từ 4% trong 6 tháng đầu năm 2011 lên 9% trong 6 tháng đầu năm 2012. PHS ước tính CSM có thể đạt được mức biên lợi nhuận ròng trung bình khoảng 9% nếu công ty kiểm soát tốt chi phí này.

- Triển vọng 2012:** Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm cho thấy CSM có thể đạt 7% YoY tăng trưởng doanh thu và 126% YoY lợi nhuận ròng theo kế hoạch ĐHCĐ đề ra. Dự báo trên giá cao su tự nhiên có xu hướng giảm (hiện đang chiếm 58% nguyên liệu sản xuất), PHS dự phóng CSM có khả năng tiết giảm các chi phí (quản lý doanh nghiệp; lãi vay) và đạt mức lợi nhuận ấn tượng cho cả năm. Hơn nữa, nhu cầu sản phẩm xăm lốp tại thị trường nội địa sẽ tăng trưởng bình quân 10-20% mỗi năm, trong đó, CSM hiện đang dẫn đầu về thị phần xăm lốp xe máy, ô tô con và xe tải nhẹ. Chúng tôi ước tính CSM sẽ đạt 231 tỷ đồng lợi nhuận, tăng 4.2x YoY tương ứng mức EPS 4,430 đồng.

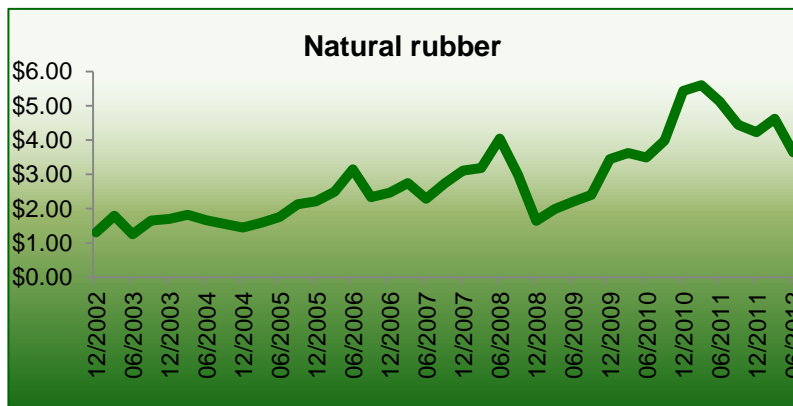
- Cập nhật dự án lớp Radian:** Nhà máy đã hoàn tất xây dựng cơ bản; việc lắp đặt máy móc và thiết bị dự kiến sẽ hoàn tất trong 2 tháng cuối năm. Do đó, nhiều khả năng nhà máy sẽ đưa vào hoạt động trong tháng 03/2013 như kế hoạch đề ra. Chúng tôi kỳ vọng CSM sẽ đạt tốc độ tăng doanh số kỷ lục khi nhà máy mới đi vào hoạt động. Tuy nhiên, với gánh nặng chi trả lãi vay, công ty khó đạt mức lợi nhuận cao trong 2 năm đầu. Trong năm nay, khoảng 1,000 tỷ đồng sẽ được phân bổ cho dự án này, trong đó 100 tỷ đến từ việc phát hành thêm cổ phần, 102 tỷ VND lấy từ vốn chủ sở hữu và 706 tỷ từ vốn vay ngân hàng.

- Định giá:** Chúng tôi điều chỉnh lại dự báo thu nhập FY2012 dựa trên kỳ vọng vào mức tăng trưởng lãi biên và giảm lãi suất vay. Giá mục tiêu chúng tôi đặt ra tăng lên 29,000 đồng dựa theo phương pháp P/E và P/B. Sự điều chỉnh trong dự báo thu nhập và giá mục tiêu này cũng một phần ảnh hưởng bởi yếu tố thị trường. Kể từ khi công bố báo cáo vào ngày 25/11/2011 đến nay, VN-Index đã tăng 8%, từ 383 lên 415 điểm.

(tỷ VND)									
Năm	Doanh thu (tỷ đồng)	(%)	LN ròng (tỷ đồng)	(%)	CP đang lưu hành	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2010	2,700	8%	141	-52%	42,249,837	3,335	7.8	21%	12%
2011	2,924	8%	39	-72%	42,249,837	929	27.9	6%	3%
2012E	3,231	10%	233	493%	52,249,837	4,453	5.8	26%	13%
2013E	4,174	29%	255	10%	52,249,837	4,889	5.3	23%	10%

## Báo cáo tài chính (tỷ đồng)

KQ hoạt động kinh doanh	2010	2011	2012E	2013E	Chỉ số cơ bản	2010	2011	2012E	2013E
Doanh thu thuần	2,700	2,924	3,231	4,174	<b>Tỷ lệ tăng trưởng</b>				
Giá vốn hàng bán	2,328	2,662	2,586	3,383	Tăng trưởng doanh thu	8%	8%	10%	29%
Lợi nhuận gộp	371	263	645	791	Tăng trưởng LN gộp	-41%	-29%	146%	23%
Chi phí bán hàng	92	73	129	167	Tăng trưởng LN ròng	-52%	-72%	493%	10%
Chi phí quản lý	81	60	162	209	Tăng trưởng tài sản	2%	29%	20%	39%
Lợi nhuận gộp	199	130	354	415	Tăng trưởng vốn	21.5%	-8.4%	45.3%	22.6%
Lợi nhuận phi kinh doanh	38	76	60	92	<b>Tỷ suất sinh lợi</b>				
Chi phí lãi vay	38	76	60	92	Biên LN gộp	13.8%	9.0%	20.0%	19.0%
Lợi nhuận trước thuế	185	51	310	341	Biên LN trước thuế	6.9%	1.8%	9.6%	8.2%
Thuế thu nhập DN	44	12	78	85	Biên LN ròng	5.2%	1.3%	7.2%	6.1%
Lợi nhuận sau thuế	141	39	233	255	ROE	20.9%	6.3%	25.9%	23.2%
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>Phân tích DuPont</b>				
Tổng tài sản	1,181	1,522	1,829	2,541	Biên LN ròng (1)	5.2%	1.3%	7.2%	6.1%
Tài sản ngắn hạn	830	1,059	1,181	1,515	Vòng quay tổng tài sản (2)	2.29	1.92	1.77	1.64
Hàng tồn kho	452	707	638	834	Số nhân vốn (3)	1.75	2.46	2.03	2.30
Tài sản dài hạn	352	463	648	1,026	LN/ VCSH = (1)x(2)x(3)	20.9%	6.3%	25.9%	23.2%
Tài sản cố định	294	415	600	977	<b>Tính hiệu quả</b>				
Nguồn vốn	1,181	1,522	1,829	2,541	Số ngày khoản phải thu	38	35	50	50
Tổng nợ	506	903	930	1,438	Số ngày hàng tồn kho	71	97	90	90
Nợ ngắn hạn	289	597	323	417	Số ngày khoản phải trả	8	8	13	13
Nợ dài hạn	46	151	255	551	Vòng quay tổng tài sản	2	2	2	2
VCSH	675	619	899	1,103	Vòng quay tài sản dài hạn	9.18	7.05	5.39	4.27
Vốn đầu tư của CSH	422	422	522	522	Vòng quay tài sản cố định	0.11	0.14	0.19	0.23
LNGL	170	98	279	482	<b>Khả năng thanh khoản</b>				
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	Chỉ số thanh toán hiện hành	1.82	1.41	1.76	1.72
LCTT từ hoạt động kinh doanh	145	2,036	422	138	Chỉ số thanh toán nhanh	0.83	0.47	0.81	0.77
Lợi nhuận sau thuế	141	39	233	255	Chỉ số tiền mặt	0.14	0.06	0.07	0.05
Khấu hao	75	67	74	95	<b>Cơ cấu nguồn vốn</b>				
LCTT từ hoạt động đầu tư	11	10	(299)	(472)	Tổng nợ/ tổng vốn	0.50	1.21	0.64	0.88
LCTT từ hoạt động tài chính	(140)	(2,067)	(121)	338	Tổng nợ/ tổng tài sản	0.28	0.49	0.32	0.38
LCTT trong kỳ	17	(21)	2	4	Tổng tài sản/ tổng vốn	1.75	2.46	2.03	2.30
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	63	43	45	48	<b>Chỉ số cổ phiếu</b>				
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	46	63	43	45	PE	7.77	27.88	5.82	5.30
					PBV	1.62	1.77	1.50	1.23
					PS	0.41	0.37	0.42	0.32
					EPS	3,335	929	4,453	4,889
					Tiền mặt/cổ phiếu	5,112	2,511	5,860	6,707
					Giá trị sổ sách/ cổ phiếu	15,988	14,649	17,212	21,101



Nguồn: CSM và PHS dự báo

Bảng báo cáo này chỉ cung cấp thông tin mang tính chất tham khảo. Khách hàng phải chịu trách nhiệm với quyết định đầu tư của mình.

### Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

### Định nghĩa xếp loại

**Overweight (OW)** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Neutral (N)** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Underweight (UW)** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Not Rated (NR)** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

### Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.