

NỬA CUỐI 2012: NHIỀU YẾU TỐ THUẬN LỢI VẪN ĐƯỢC DUY TRÌ

6 tháng đầu năm 2012 lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm

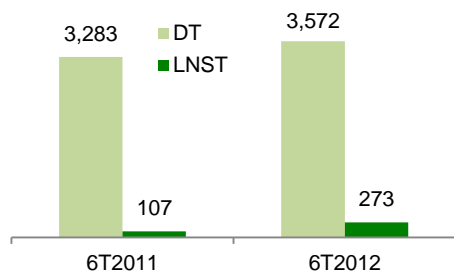
- Nhu cầu tiêu thụ sẵm lớp giảm nhưng không nhiều. Hai doanh nghiệp lớn nhất CSM và DRC vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu trong khi doanh thu của SRC giảm nhẹ. Chính sách bán hàng của các doanh nghiệp được nới lỏng.
- Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm là động lực lớn nhất tạo ra sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp. Đặc biệt là sự giảm giá cao su tự nhiên.
- Chi phí tài chính của các doanh nghiệp trong ngành giảm nhờ lãi suất giảm và tỷ giá ổn định. Tuy nhiên chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu lại tăng. Vay ngắn hạn có xu hướng giảm.
- 6 tháng đầu năm 2012 cả 3 doanh nghiệp lớn trong ngành đều có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch lợi nhuận trên 70%. Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch của CSM, DRC, SRC tương ứng là 97%, 84%, 73%.

6 tháng cuối năm 2012 nhiều yếu tố thuận lợi của ngành sẽ vẫn được duy trì

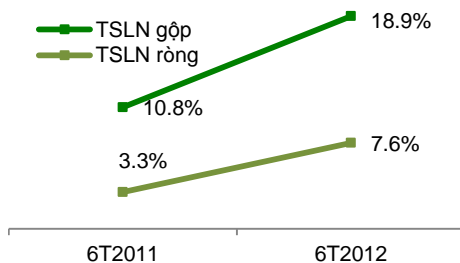
- Nhu cầu tiêu thụ sẵm lớp sẽ được duy trì ổn định bởi doanh thu bán ô tô có tín hiệu khả quan hơn và nửa cuối năm nhu cầu sẵm lớp sẽ lớn hơn theo chu kỳ hoạt động sản xuất kinh doanh của nền kinh tế.
- Lợi thế giá cao su tự nhiên giảm tiếp tục được duy trì trong thời gian tới do triển vọng kinh tế thế giới chưa khả quan và nguồn cung cao su tự nhiên dồi dào.
- Lãi suất có xu hướng giảm và tỷ giá ổn định tiếp tục góp phần gia tăng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp. Biến động lãi suất và tỷ giá sẽ ảnh hưởng lớn đến các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp trong thời gian tới bởi các doanh nghiệp đều có các dự án lớn phải sử dụng vốn vay cũng như nhập khẩu máy móc thiết bị.

Qua kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2012, chúng tôi nhận thấy DRC có tốc độ tăng trưởng cao nhất, chất lượng tăng trưởng tốt nhất nhờ lợi thế dẫn đầu thị phần sẵm lớp ô tô. Đây là một thị trường còn nhiều tiềm năng so với sẵm lớp xe máy và xe đạp. Mặc dù CSM là doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ giá nguyên liệu đầu vào giảm, DRC lại là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận ròng cao hơn nhờ chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp thấp. DRC và CSM đều đang triển khai dự án lắp ráp radial lớn. Việc đầu tư sớm sẽ khiến chi phí đầu tư của DRC cao hơn một chút so với CSM, tuy nhiên việc ra sản phẩm sớm vào năm 2013 sẽ giúp DRC mở rộng và chiếm lĩnh thị phần. Chúng tôi đánh giá cao DRC hơn so với các doanh nghiệp trong ngành.

Với kết quả kinh doanh đã đạt được và triển vọng ngành trong thời gian tới chúng tôi cho rằng CSM và DRC là 2 cổ phiếu tốt phù hợp đầu tư trong 6 tháng cuối năm ở vùng giá 20.000 - 22.000 đồng/CP.



Doanh thu và LNST 3 doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp (DRC, CSM, SRC). Đơn vị: tỷ đồng.



Tỷ suất lợi nhuận 3 doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp (DRC, CSM, SRC)

Nội dung:

Diễn biến ngành sẵm lớp Q2, Trang 2

Triển vọng ngành sẵm lớp Q3, Trang 5

Cập nhật một số sẵm lớp tiêu biểu, Trang 6

Lê Thị Ngọc Anh
+84 4 3936 6425 (ext. 116)
ltnanh@vcbs.com.vn

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 11

Thông kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại
www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại
www.vcbs.com.vn

DIỄN BIẾN NGÀNH SẴM LỚP Q2.2012

Nhu cầu tiêu thụ sẵm lớp giảm nhưng không nhiều

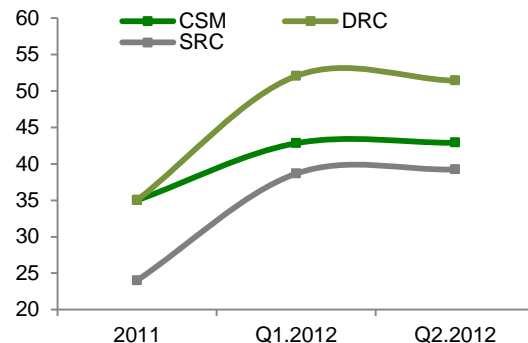
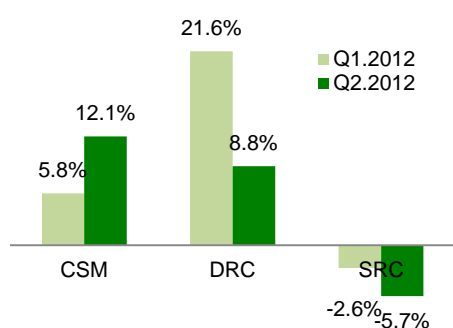
Hai doanh nghiệp lớn nhất CSM và DRC vẫn duy trì được tăng trưởng doanh thu trong khi doanh thu của SRC giảm nhẹ

Ngành sản xuất sẵm lớp có 3 doanh nghiệp lớn nhất là: DRC, CSM, SRC đều đang niêm yết trên sàn. Thị trường tiêu thụ của các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp chủ yếu là nội địa (tỷ lệ xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 10-15% doanh thu). Tốc độ tăng trưởng kinh tế chậm lại và doanh số bán ô tô giảm đã ảnh hưởng đến nhu cầu sẵm lớp. 7 tháng đầu năm 2012, sản lượng bán ô tô của Việt Nam giảm 39% so với 7 tháng đầu năm 2011. Tuy nhiên nhu cầu sẵm lớp thay thế chiếm đến 70-75%, còn lại là nhu cầu sẵm lớp lắp mới nên nhu cầu sẵm lớp giảm nhưng không nhiều. Điều này có thể thấy khi doanh thu của CSM và DRC vẫn duy trì được sự tăng trưởng.

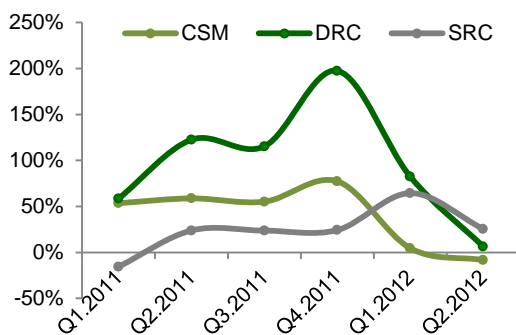
6 tháng đầu năm 2012, hai doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp lớn nhất DRC và CSM vẫn giữ được mức tăng trưởng doanh thu tốt còn doanh thu của SRC sụt giảm nhẹ. Doanh thu tăng trưởng trong khi hàng tồn kho giảm, số ngày các khoản phải thu tăng, đồng thời tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của CSM và SRC đều tăng cho thấy các doanh nghiệp sẵm lớp đã nói lòng chính sách bán hàng để tăng trưởng doanh thu. Do đó, chất lượng tăng trưởng doanh thu cần có thời gian để kiểm chứng lại. So sánh tổng quan, chúng tôi nhận thấy khả năng tiêu thụ của DRC, CSM vẫn tốt nhưng khả năng tiêu thụ của SRC giảm sút, trong đó khả năng tiêu thụ của DRC tốt hơn CSM.

Hàng tồn kho có xu hướng giảm: Hàng tồn kho của các doanh nghiệp sau khi tăng mạnh vào quý 4.2011 đã giảm xuống. Quý 2.2012 hàng tồn kho chỉ còn tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2011, thậm chí hàng tồn kho của CSM còn giảm. Hiện nay số ngày hàng tồn kho của SRC lớn nhất, số ngày hàng tồn kho của DRC và CSM giảm.

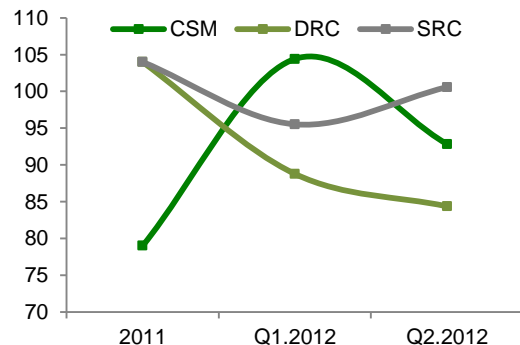
Các khoản phải thu có xu hướng tăng: Các khoản phải thu đều có xu hướng tăng, trong đó DRC có số ngày các khoản phải thu lớn nhất.



Tăng trưởng doanh thu (y-o-y)



Số ngày các khoản phải thu (đv: ngày)



Tốc độ tăng trưởng thành phẩm tồn kho (y-o-y)

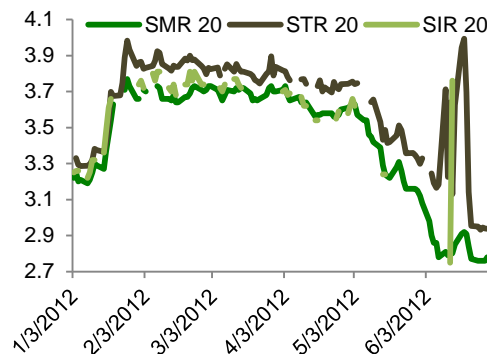
Số ngày hàng tồn kho (đv: ngày)

Giá nguyên vật liệu đầu vào giảm mạnh là động lực lớn nhất tạo ra sự tăng trưởng mạnh về lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp

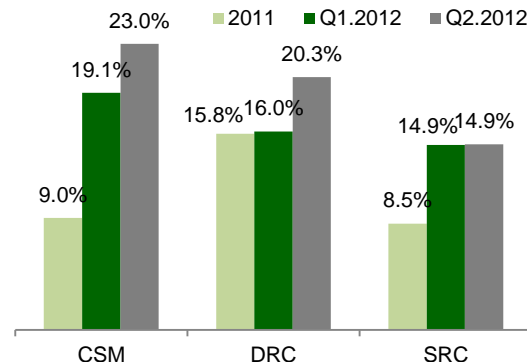
Hầu hết các nguyên liệu đầu vào đều giảm giá, đặc biệt là cao su tự nhiên.

Trong sản xuất sẵm lớp, chi phí nguyên liệu cao su tự nhiên chiếm tỷ trọng lớn nhất, gần 60% tổng chi phí, tiếp đó là vải mành (14%), than đen (12%)... Giá cao su tự nhiên giảm mạnh 25% trong quý 2.2012 so với thời điểm cuối quý 1.2012, đồng thời giá giao dịch bình quân quý 2.2012 giảm 30% so với cùng kỳ năm 2011. Đồng thời giá than đen, vải mành... cũng đã giảm. Do đó chi phí nguyên vật liệu đã giảm đáng kể.

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng trên 80% tổng chi phí nên chi phí nguyên liệu giảm là động lực lớn nhất tạo ra sự tăng trưởng mạnh lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành. Điều này biểu hiện thông qua tỷ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp lớn trong ngành đã tăng đáng kể trong 2 quý đầu năm 2012. Trước biến động giá nguyên liệu cao su thì chính sách hàng tồn kho có ý nghĩa rất lớn đối với doanh nghiệp sản xuất sẫm lốp. Qua biến động tỷ suất lợi nhuận gộp có thể thấy CSM được hưởng lợi từ việc giảm giá nguyên liệu đầu vào nhiều hơn so với DRC, SRC.



Giá cao su tự nhiên của Malaysia, Thái Lan, Indonesia (đơn vị: USD/kg. Nguồn: Bloomberg)

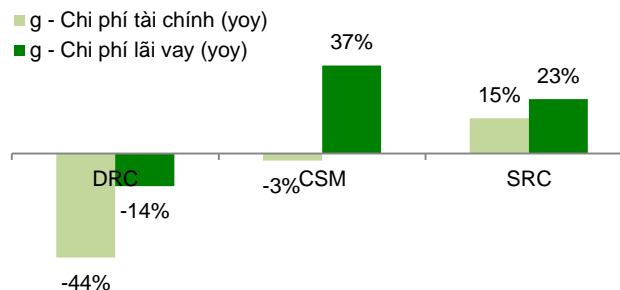


Tỷ suất lợi nhuận gộp

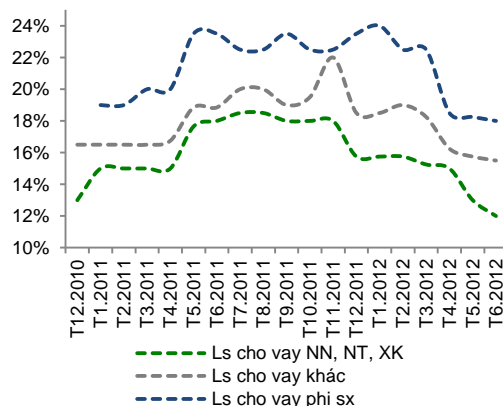
Chi phí tài chính giảm trong khi chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng

Chi phí tài chính giảm nhờ lãi suất giảm và tỷ giá ổn định. Vay ngắn hạn có xu hướng giảm.

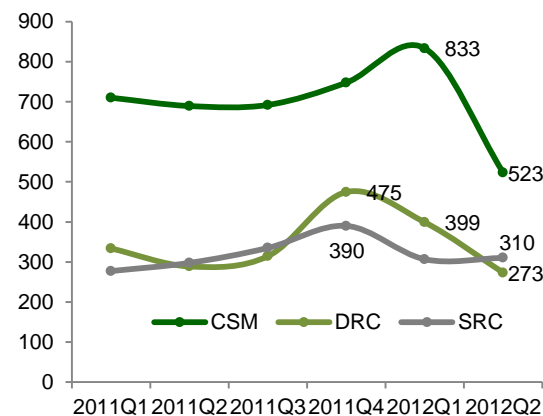
Ngoại trừ cao su tự nhiên, phần lớn các nguyên liệu khác đều phải nhập khẩu trong khi doanh thu xuất khẩu chưa cao nên biến động tỷ giá ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp. Tỷ giá ổn định kể từ đầu năm 2012 góp phần giảm chi phí tài chính cho các doanh nghiệp trong ngành. Điều này thể hiện thông qua tốc độ tăng trưởng chi phí tài chính thấp hơn tốc độ tăng trưởng chi phí lãi vay.



Tốc độ tăng trưởng chi phí tài chính và chi phí lãi vay trong 6 tháng đầu năm 2012



Lãi suất cho vay của các NHTM



Tổng vay ngắn hạn và vay dài hạn (đv: tỷ đồng)

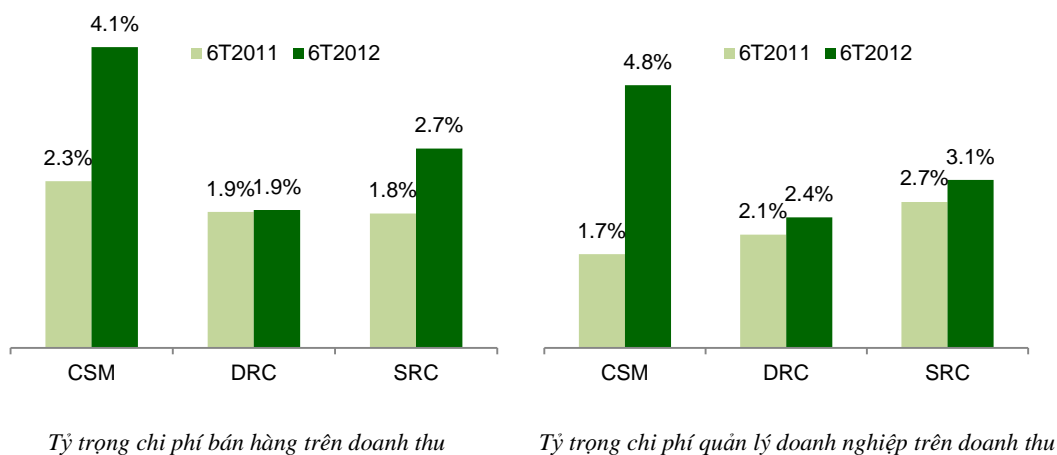
6 tháng đầu năm 2012, mặc dù lãi suất có xu hướng giảm và xuống mức thấp hơn so với cùng kỳ năm 2011 nhưng do một mặt là luôn có độ trễ, có sự khác biệt lãi suất vay niêm yết và lãi suất vay thực tế, mặt khác nợ vay tăng trong các quý trước nên chi phí lãi vay của CSM và SRC tăng, còn chi phí lãi vay của DRC giảm.

Như vậy lãi suất giảm và tỷ giá ổn định đã giúp giảm chi phí tài chính cho các doanh nghiệp trong ngành.

Lợi nhuận tăng và giá nguyên liệu có xu hướng giảm nên vay nợ ngắn hạn để dự trữ nguyên liệu giảm. Trong quý 2.2012, vay ngắn hạn của DRC giảm mạnh so với đầu quý từ 182 tỷ đồng xuống còn 17,5 tỷ đồng nhưng vay dài hạn tăng từ 217 tỷ đồng lên 257 tỷ đồng theo tiến độ các dự án. Tương tự, trong quý 2.2012, vay ngắn hạn CSM cũng giảm mạnh từ 694 tỷ đồng xuống còn 363 tỷ đồng và vay dài hạn tăng từ 139 tỷ đồng lên 160 tỷ đồng.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng.

Mặc dù giá nguyên liệu đã giảm nhưng các doanh nghiệp hầu như không điều chỉnh giảm giá bán. Thay vào đó là tăng chính sách hoa hồng khuyến mãi, chiết khấu cho đại lý nên chi phí bán hàng trên doanh thu tăng. Bên cạnh đó, chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu của các doanh nghiệp cũng tăng. Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu của CSM cao nhất, tiếp đến là SRC và cuối cùng là DRC.



6 tháng đầu năm 2012 cả 3 doanh nghiệp lớn trong ngành đều có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch trên 70%

Năm 2011 DRC có kết quả kinh doanh khá tốt trong khi lợi nhuận của SRC, CSM giảm mạnh. Do đó, trước tình hình giá nguyên liệu đầu vào giảm, CSM và SRC đã đặt kế hoạch lợi nhuận tăng trưởng mạnh trong năm 2012. 6 tháng đầu năm 2012, nhờ thuận lợi về giá nguyên liệu đầu vào giảm, cả 3 doanh nghiệp đều có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch cao, trên 70%. Trong đó CSM có tỷ lệ hoàn thành kế hoạch cao nhất với 97%.

Bảng 1: Kế hoạch sản xuất kinh doanh năm 2012 và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch sau 6 tháng đầu năm 2012

	Doanh thu KH	g- Doanh thu KH	%HT KH	LNTT KH	g-LNTT KH	%HT KH
DRC	2.950	+9%	52%	230	-12,5%	84%
CSM	3.000	+3%	51%	150	+293%	97%
SRC	1.300	+7%	45%	36	+1.092%	73%

Đơn vị: tỷ đồng. Nguồn: Thông tin CSM, DRC, SRC và VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH SẢN XUẤT SẴM LỚP Q3.2012

Nhu cầu tiêu thụ sẵm lớp sẽ vẫn được duy trì ổn định

Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ sẵm lớp sẽ vẫn duy trì ổn định mặc dù tình hình kinh tế trong nước chưa có nhiều điểm sáng. Sản lượng bán ô tô của thị trường phục hồi trong tháng 7.2012 tăng 13% so với tháng trước nhưng vẫn giảm 26% so với cùng kỳ năm 2011. Kết quả bán hàng của tháng 7.2012 dẫn đến dự báo doanh số bán hàng của thị trường năm 2012 sẽ khoảng 93.000 xe, tăng 16% so với dự báo 80.000 xe vào tháng 6.2012. Đồng thời hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp tập trung vào 6 tháng cuối năm làm tăng nhu cầu vận chuyển, qua đó làm tăng nhu cầu thay thế sẵm lớp.

Bảng 2: Sản lượng bán ô tô Việt Nam 7 tháng đầu năm 2012

Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Tháng 6	Tháng 7
4.274	6.116	7.732	6.982	6.870	6.555	7.433

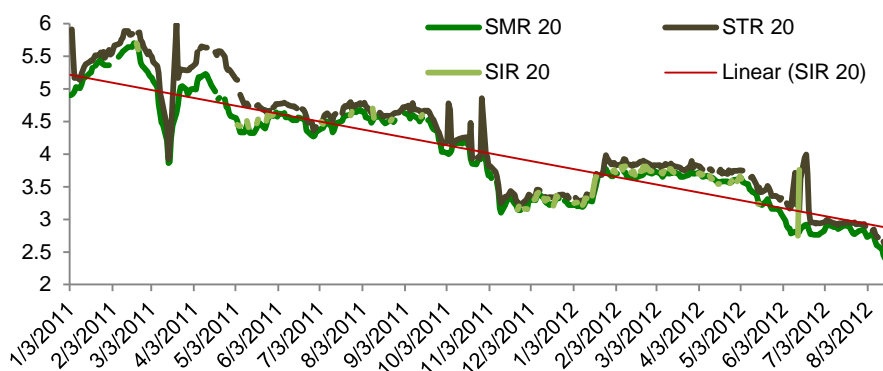
Đơn vị: xe. Nguồn: VAMA

Lợi thế giá nguyên liệu đầu vào giảm tiếp tục được duy trì trong thời gian tới

Giá cao su tự nhiên hiện đang trong xu hướng giảm và khó phục hồi tăng mạnh trong thời gian tới.

Giá cao su tự nhiên hiện đang trong xu hướng giảm và khó phục hồi trong thời gian tới. Mặc dù giá dầu đang tăng trở lại, các nước xuất khẩu cao su lớn nhất đã can thiệp kiểm soát nguồn cung nhưng giá cao su tự nhiên khó phục hồi tăng mạnh trở lại trong thời gian tới bởi:

- (1) Nhu cầu tiêu thụ cao su giảm do tình hình kinh tế thế giới chưa có tín hiệu khả quan: Trung Quốc, Mỹ và Ấn Độ tăng trưởng chậm lại, khủng hoảng nợ Châu Âu vẫn tiếp diễn.
- (2) Nguồn cung cao su tự nhiên dồi dào do cao su đang trong mùa thu hoạch.



Giá cao su tự nhiên của Malaysia, Thái Lan, Indonesia (đơn vị: USD/kg. Nguồn: Bloomberg)

Hiện nay giá dầu đã phục hồi tăng trở lại nên một số chi phí nguyên vật liệu đầu vào như cao su tổng hợp, vải mảnh... sẽ tăng lên. Tuy nhiên cao su tự nhiên vẫn là nguyên liệu chính nên lợi thế về giá nguyên liệu đầu vào giảm vẫn khá lớn.

Lãi suất có xu hướng giảm và tỷ giá ổn định tiếp tục góp phần gia tăng lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp

Lãi suất giảm và tỷ giá ổn định sẽ có nhiều ý nghĩa và tác động đáng kể đối với doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp

Tỷ giá ổn định, lãi suất giảm đã giúp tiết giảm chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất sẵm lớp trong 6 tháng đầu năm 2012. Chúng tôi cho rằng những thuận lợi này sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới. Đặc biệt DRC, CSM, SRC đang trong giai đoạn đầu tư các dự án lớn nên tác động của lãi suất và tỷ giá đến lợi nhuận của công ty sẽ lớn hơn:

- Các doanh nghiệp sẽ phải sử dụng nhiều nợ vay nên biến động lãi suất tác động khá lớn đến lợi nhuận của các doanh nghiệp.
- Các doanh nghiệp phải nhập khẩu các máy móc thiết bị ngoài nhập khẩu các nguyên vật liệu khác nên biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận của các doanh nghiệp.

CẬP NHẬT 3 DOANH NGHIỆP SẢN XUẤT SẴM LỚP LỚN NHẤT

DRC có quy mô lớn nhất trong ngành xét theo tổng tài sản, vốn chủ sở hữu, có hệ số nợ thấp nhất và khả năng sinh lời cao nhất. DRC có nhiều lợi thế khi dẫn đầu thị phần sản phẩm lốp ô tô, đây là một thị trường còn nhiều tiềm năng so với sản phẩm xe máy và xe đạp. Theo kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2012, CSM là doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ giá nguyên liệu đầu vào giảm, tuy nhiên DRC lại là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận ròng cao hơn nhờ chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp thấp. Thêm vào đó, DRC có tốc độ tăng trưởng cao nhất, chất lượng tăng trưởng tốt nhất. DRC và CSM đều đang triển khai dự án sản phẩm lốp radial lớn, việc đầu tư sớm sẽ khiến chi phí đầu tư của DRC cao hơn một chút so với CSM tuy nhiên việc ra sản phẩm sớm vào năm 2013 sẽ giúp DRC mở rộng và chiếm lĩnh thị phần. Chúng tôi đánh giá cao DRC hơn so với các doanh nghiệp còn lại trong ngành.

Bảng 3: Một số chỉ tiêu của các doanh nghiệp ngành sản xuất sản phẩm lốp

Mã	TTS (tỷ đ)	VCSH (tỷ đ)	Nợ/TTS	TSLNR ttm	ROA ttm	ROE ttm	EPS ttm (đ)	BV (đ)	PE
CSM	1.588	724	54%	4%	9%	21%	3.178	17.131	7,6
DRC	1.656	1.005	39%	9%	15%	27%	3.489	14.514	7,0
SRC	626	226	64%	2%	5%	13%	1.811	13.944	8,0

Nguồn: VCBS tổng hợp. Giá ngày 23.8.2012.

DRC – Doanh thu tăng trưởng 14% trong 6 tháng đầu năm 2012.

Sự kiện chính trong Q2.2012

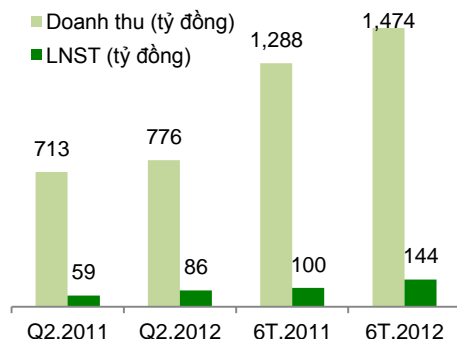
- (1) DRC đã công bố nghị quyết phê duyệt thiết kế bản vẽ thi công và dự toán công trình dự án Di dời xí nghiệp sản phẩm ô tô từ Bắc Mỹ An vào Khu công nghiệp Liên Chiểu. Theo đó, kinh phí dự toán khoảng 579 tỷ đồng, trong đó chi phí xây dựng chiếm 43,8%, chi phí thiết bị chiếm 37,6%, còn lại là các chi phí khác.
- (2) Sở cổ phiếu phát hành thưởng và trả cổ tức cho cổ đông hiện hữu (23.075.080 cổ phiếu) chính thức giao dịch vào ngày 22.6.2012.
- (3) DRC được đưa vào chỉ số VN30.
- (4) FTIF giảm tỷ lệ nắm giữ cổ phiếu từ 7,81% xuống 4,9%.
- (5) Một loạt cổ đông nội bán và đăng ký bán cổ phiếu kể từ cuối tháng 6.2012: Tổng giám đốc đã bán 90.000 cổ phiếu, đăng ký bán tiếp 160.000 cổ phiếu trên 680.911 cổ phiếu đang sở hữu; Thành viên HĐQT đăng ký bán 125.010 cổ phiếu trên 150.010 cổ phiếu đang sở hữu.

Kết quả kinh doanh 6T2012

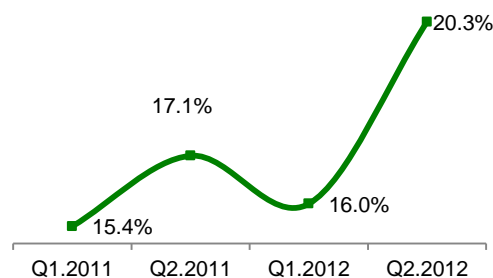
Lợi nhuận tăng trưởng 44%
trong khi doanh thu chỉ tăng 14%

6 tháng đầu năm 2012, doanh thu tăng (14% yoy) đạt 1.474 tỷ đồng và LNST tăng mạnh (+44% yoy) đạt 144 tỷ đồng. Trong đó, doanh thu và lợi nhuận quý 2.2012 cao hơn quý 1.2012 cũng như cùng kỳ năm 2011. Cụ thể, doanh thu đạt 776 tỷ đồng (+9% yoy) và LNST đạt 86,3 tỷ đồng (+45% yoy).

Tốc độ tăng trưởng doanh thu DRC trong 6 tháng đầu năm 2012 là 14% cao hơn so với các doanh nghiệp lớn trong ngành (CSM: +9%, SRC: - 4%). Chất lượng tăng trưởng của DRC tốt hơn so với các doanh nghiệp khác khi chi phí bán hàng trên doanh thu không tăng, sự sụt giảm hàng tồn kho lớn hơn nhiều so với sự tăng lên của các khoản phải thu xét về mặt tuyệt đối. Doanh thu tăng trưởng là do công ty đã đẩy mạnh công tác tiêu thụ.



Doanh thu và LNST



Tỷ suất lợi nhuận gộp

Nguyên nhân lợi nhuận DRC tăng trưởng mạnh trong 6 tháng đầu năm 2012 là do hai nguyên nhân chính. (1) Giá nguyên liệu đầu vào giảm, đặc biệt là giá cao su tự nhiên – nguyên liệu chính để sản xuất sản phẩm giảm nhiều so với cùng kỳ năm trước. Điều này có thể thấy thông qua sự cải thiện của tỷ suất lợi nhuận gộp đã tăng từ 16,3% trong 6 tháng 2011 lên 18,2% trong 6 tháng 2012. (2) Chi phí tài chính giảm nhờ tỷ giá ổn định, giảm dư nợ lãi vay và lãi suất có xu hướng giảm. Chi phí tài chính 6 tháng đầu năm 2012 chỉ còn 19 tỷ đồng, giảm 44% so với 34 tỷ đồng trong 6T2011.

So với đầu năm 2012, hàng tồn kho giảm 31% nhưng các khoản phải thu lại tăng 43% cho thấy có thể DRC nói lỏng chính sách bán hàng để tăng doanh thu. Đồng thời, sau khi kết quả kinh doanh tốt DRC đã giảm mạnh nợ ngắn hạn (-94%) để giảm bớt chi phí lãi vay.

Thông tin dự án đang triển khai

Hiện nay DRC đang triển khai 2 dự án lớn:

(1) Dự án di dời XN sản phẩm ô tô (vốn đầu tư: 580 tỷ đồng, thời gian: Q1.2012 đến cuối năm 2013);

(2) Dự án sản xuất lốp xe tải radial 600.000 lốp/năm với tổng đầu tư 2.993 tỷ đồng với 2 giai đoạn 2010-2015,

Năm 2012 DRC dự kiến sẽ đẩy mạnh giải ngân với 1.245 tỷ đồng (gần 6 lần vốn đã giải ngân năm 2011) để hoàn thành giai đoạn 1 vào cuối năm 2012, chạy thử và ra sản phẩm trong năm 2013. Theo tiến độ của các dự án thì nợ và chi phí lãi vay sẽ tăng mạnh kể từ năm 2013.

Dự báo 2012

Chúng tôi ước tính LNTT đạt khoảng 320-340 tỷ đồng cao hơn 39-48% so với kế hoạch DRC đã đặt ra.

Năm 2012, DRC đặt ra kế hoạch khá thận trọng với doanh thu 2.950 tỷ đồng (tăng 9%) nhưng LNTT đạt 230 tỷ đồng (giảm 12,5%). Trong 6T2012, DRC đã hoàn thành 52% kế hoạch doanh thu và hoàn thành 84% kế hoạch lợi nhuận. DRC có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao, tốc độ tăng trưởng hàng tồn kho so với cùng kỳ năm trước giảm dần cho thấy khả năng tiêu thụ sản phẩm của DRC khá tốt. Đồng thời những thuận lợi của 6T2012 vẫn còn: giá cao su tự nhiên sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp bởi cao su vào mùa thu hoạch trong khi triển vọng kinh tế thế giới không nhiều điểm sáng, tỷ giá ổn định, lãi vay tiếp tục có xu hướng giảm. Vì vậy, chúng tôi cho rằng DRC sẽ vượt xa kế hoạch lợi nhuận đã đặt ra. Chúng tôi điều chỉnh dự báo LNTT từ 250-280 tỷ đồng tại báo cáo cập nhật ngày 03.04.2012 lên 320-340 tỷ đồng (cao hơn 39-48% so với kế hoạch của DRC), EPS năm 2012 khoảng 3.467-3.683 đồng/cổ phiếu.

Quan điểm đầu tư

DRC là công ty đầu ngành với thị phần và năng lực sản xuất lớn, có các chỉ tiêu cơ bản rất tốt. Việc triển khai các dự án lớn sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của công ty. Tuy nhiên, năm 2012 DRC cũng như nhiều doanh nghiệp trong ngành sản xuất sản phẩm lốp có nhiều lợi thế khi giá nguyên liệu đầu vào giảm xuống thấp nên nhiều khả năng DRC sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận từ 39% - 48%. Theo đó, EPS đạt khoảng 3.467-3.683 đồng/cổ phiếu - đây là mức EPS khá cao trong tình hình kinh tế khó khăn và công ty đang trong giai đoạn đầu tư. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu DRC phù hợp để đầu tư trong thời gian còn lại của năm 2012, nhà đầu tư có thể xem xét tăng tỷ lệ đầu tư tại vùng giá khoảng 20.000-22.000 đồng/cổ phiếu.

CSM – 6 tháng đầu năm 2012 hoàn thành 97% kế hoạch lợi nhuận.

Sự kiện chính trong Q2.2012

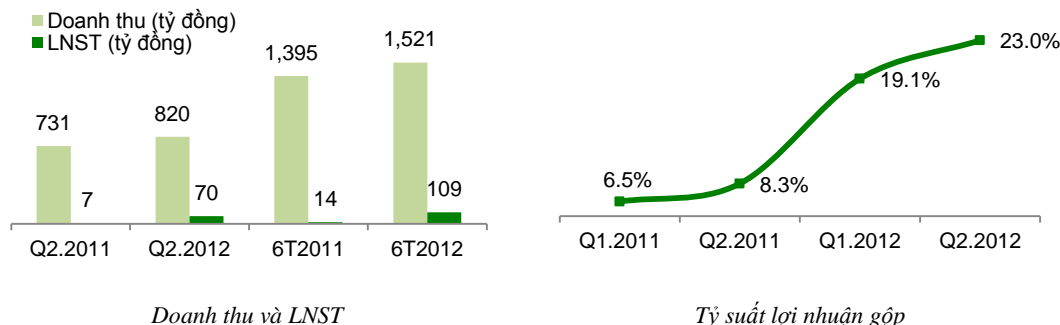
(1) Ngày 30.3.2012 CSM ký thỏa thuận hợp tác kinh doanh với TCT Công nghiệp ô tô Việt Nam (Vinamotor). Theo đó Vinamotor và CSM cùng hợp tác trong lĩnh vực cung cấp sản phẩm lốp xe các loại và các phụ tùng cao su dùng trong công nghiệp.

(2) Ngày 18.7.2012 chính thức giao dịch 10 triệu cổ phiếu phát hành thêm.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Lợi nhuận quý 2 tăng 9,4 lần so với cùng kỳ năm 2011 và tăng 81% so với quý 1.2012.

Quý 2.2012, doanh thu đạt 820 tỷ đồng (+12% yoy) nhưng lợi nhuận gộp tăng mạnh (+2,1 lần yoy) đạt 189 tỷ đồng, LNST đạt 70 tỷ đồng (+9,4 lần yoy). Theo đó, lũy kế 6 tháng đầu năm 2012, CSM đạt 1.521 tỷ đồng doanh thu (+9% yoy) trong khi đạt 109 tỷ đồng LNST (+6,6 lần yoy). Nguyên nhân chính dẫn đến lợi nhuận tăng vô cùng mạnh trong quý 2 cũng như 6 tháng đầu năm 2012 là do giá các nguyên liệu đầu vào sụt giảm. Điều này có thể thấy thông qua tỷ suất lợi nhuận gộp của CSM tăng vọt khoảng 3 lần.



Tỷ giá ổn định làm giảm doanh thu từ hoạt động tài chính và chi phí tài chính. Nhưng do nợ vay tăng từ giai đoạn trước đó khi lãi suất còn cao nên chi phí lãi vay tăng mạnh, khiến lỗ từ hoạt động tài chính tăng từ -32,5 tỷ đồng trong 6T2011 lên -42,6 tỷ đồng trong 6T2012. Thêm vào đó, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu tăng nên mặc dù CSM là doanh nghiệp được hưởng lợi nhiều nhất từ giá nguyên vật liệu đầu vào giảm nhưng tỷ suất lợi nhuận ròng của CSM (9,6%) vẫn thấp hơn so với DRC (13%).

Dòng tiền hoạt động kinh doanh tăng mạnh nên ngoài giúp CSM tăng đầu tư còn giúp doanh nghiệp cơ cấu lại nợ (nợ vay ngắn hạn giảm 234 tỷ đồng (tương đương -39%) so với đầu năm 2012).

Thông tin dự án đang triển khai

Hiện nay CSM đang triển khai dự án sản xuất lốp radial 1.000.000 lốp/năm với 3 giai đoạn. Đây là dự án rất lớn nên nhu cầu vốn và chi phí lãi vay sẽ ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong quá trình triển khai dự án. Trong đó:

- Giai đoạn 1: Công suất 350 nghìn lốp/năm, vốn đầu tư: 2.019 tỷ đồng, thời gian: tháng 2.2012 - 2013;
- Giai đoạn 2: Nâng công suất lên 600 nghìn lốp/năm, vốn đầu tư: 616 tỷ đồng, thời gian: 2013-2015;
- Giai đoạn 3: Nâng công suất lên 1 triệu lốp/năm, vốn đầu tư 873 tỷ đồng, thời gian: 2015-2017.

CSM dự kiến giải ngân 1.001 tỷ đồng trong năm 2012, thời gian giải ngân sẽ tập trung vào cuối năm.

Dự báo 2012

EPS ước tính năm 2012 khoảng 3.590 - 3.846 đồng/CP

Năm 2012, CSM đặt ra kế hoạch 3.000 tỷ đồng (tăng 3%) doanh thu và 150 tỷ đồng LNTT (tăng 2,93 lần). 6 tháng đầu năm 2012, CSM đã hoàn thành 51% kế hoạch doanh thu và 97% kế hoạch lợi nhuận. Với kết quả đã đạt được và triển vọng ngành sản phẩm lốp trong thời gian tới chúng tôi cho rằng CSM có thể đạt khoảng 280-300 tỷ đồng LNTT (vượt 87-100% kế hoạch). Năm 2012, CSM đã tăng vốn 100 tỷ đồng và dự kiến sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 12% nên vốn điều lệ tăng lên khoảng 585 tỷ đồng, theo đó EPS ước tính sau khi tăng vốn khoảng 3.590 - 3.846 đồng/CP.

Quan điểm đầu tư

CSM có kết quả kinh doanh khả quan trong 6 tháng đầu năm 2012, tăng mạnh so với cùng kỳ và hoàn thành 97% kế hoạch. Năm 2012, CSM chưa đầu tư mạnh, kết quả kinh doanh ước tính sẽ tiếp tục khả quan trong nửa cuối năm vì nhiều yếu tố thuận lợi sẽ còn duy trì, EPS ước tính trong năm 2012 khoảng 3.590 - 3.846 đồng/CP. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng cổ phiếu CSM có thể xem xét đầu tư trong thời gian còn lại của năm, tại vùng giá khoảng 20.000 - 22.000 đồng/CP.

SRC - Kết quả kinh doanh tốt trong 6 tháng đầu năm 2012, nhiều quyết định quan trọng chưa được thông qua.

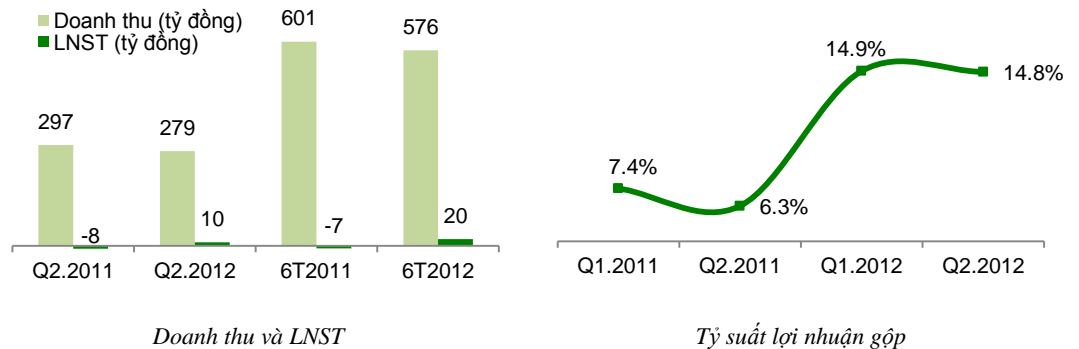
Sự kiện chính trong Q2.2012

- (1) Ngày 18.07.2012 là ngày GDKHQ nhận cổ tức năm 2011 bằng tiền với tỷ lệ 5%. Ngày chi trả cổ tức: 06.08.2012.
- (2) Ngày 25.06.2012 SRC thôi nhiệm Tổng Giám đốc Lê Công An. Đồng thời SRC bổ nhiệm ông Mai Chiến Thắng – Thành viên HĐQT, Phó Tổng giám đốc giữ chức Tổng Giám đốc Công ty.
- (3) Cử Ông Lê Văn Cường - thành viên HĐQT giữ chức Chủ tịch HĐQT nhiệm kỳ 2011-2015.
- (4) Cổ đông của SRC chưa thông qua 3 tờ trình về mức 720 tỷ đồng hỗ trợ di dời nhà máy khi chuyển đổi mục đích sử dụng tại 231 Nguyễn Trãi - Thanh Xuân - Hà Nội (58.202 m²); Báo cáo hợp tác đầu tư xây dựng khu đô thị trung tâm thương mại Sao Vàng; Báo cáo chọn địa điểm xây dựng nhà máy mới – KCN Châu Sơn Hà Nam, đầu tư xây dựng văn phòng công ty tại 233 Khương Trung- Thanh Xuân - Hà Nội.

Kết quả kinh doanh 6T2012

Quý 2.2012, doanh thu đạt 279 tỷ đồng (-6% yoy) và LNST là 10,2 tỷ đồng trong khi cùng kỳ năm trước lỗ 8,5 tỷ đồng. Theo đó, 6 tháng đầu năm 2012, SRC đạt 576 tỷ đồng doanh thu (-4% yoy) và 19,7 tỷ đồng LNST trong khi

cùng kỳ năm 2011 công ty lỗ 7,3 tỷ đồng. Hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và 73% kế hoạch lợi nhuận. Chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm là nguồn gốc của tăng trưởng lợi nhuận công ty.



Chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 6,8% trong 6T2011 lên 14,8% trong 6T2012. Nhưng ngoài chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm còn lại chi phí tài chính, chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp đều tăng khiến tỷ suất lợi nhuận ròng trong 6T2012 của SRC đạt 4,6%, mặc dù cao hơn so với mức -1,2% của 6T2011 nhưng thấp hơn nhiều so với mức 13% của DRC và mức 9,4% của CSM.

Tương tự như DRC và CSM, nhờ kết quả kinh doanh khả quan SRC đã cơ cấu giảm nợ. Nợ vay ngắn hạn của SRC đã giảm 81 tỷ đồng (-22%) từ 366 tỷ đồng vào đầu năm 2012 xuống còn 284 tỷ đồng.

Thông tin dự án đang triển khai

Hiện công ty có rất nhiều dự án:

- (1) Xây dựng nhà máy mới tại KCN Châu Sơn, Hà Nam. Và di dời khu vực sản xuất tại 231 Nguyễn Trãi – Thanh Xuân – Hà Nội đến địa điểm mới.
- (2) Xây dựng trụ sở văn phòng chính tại 233 Khương Trung – Thanh Xuân – Hà Nội (2.689 m2).
- (3) Hợp tác liên doanh thực hiện dự án đầu tư “ Khu đô thị và Trung tâm thương mại Sao Vàng” giữa CTCP Cao su Sao Vàng (SRC) với Công ty Việt Hưng và CTCP Tập đoàn Phú Mỹ.

Dự án (1) và (3) đã được Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam – Người đại diện phần vốn Nhà nước tại SRC (51%) chấp thuận về mặt chủ trương. Các dự án chưa có thông tin cụ thể chi tiết.

Dự báo 2012

Kế hoạch năm 2012 của SRC, doanh thu đạt 1.300 tỷ đồng (+7%) và LNTT đạt 36 tỷ đồng (+1.092%). 6 tháng đầu năm SRC hoàn thành 45% kế hoạch doanh thu và 73% kế hoạch lợi nhuận. Chúng tôi ước tính LNST của SRC sẽ đạt khoảng 38 tỷ đồng (vượt 40% kế hoạch). Theo đó EPS năm 2012 ước tính khoảng 2.346 đồng/CP.

Quan điểm đầu tư

Ban lãnh đạo mới được bổ nhiệm, nhiều dự án mang tính chiến lược và quan trọng của SRC chưa được thông quan, các chỉ tiêu cơ bản của SRC không tốt bằng CSM và DRC, lợi nhuận tăng trưởng cao nhờ lợi thế chung của ngành nên chúng tôi cho rằng nên tiếp tục theo dõi cổ phiếu SRC.

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

Các khoản mục quan trọng	CSM	DRC	SRC
Tổng tài sản	1.588	1.656	626
Vốn chủ sở hữu	724	1.005	226
Vốn điều lệ	422	692	162
Doanh thu (ttm)	3.050	2.823	1.187
Lợi nhuận trước thuế (ttm)	178	322	37
Lợi nhuận sau thuế (ttm)	134	242	29
Khả năng sinh lời			
Tỷ số thanh toán hiện thời	1,6	2,7	1,2
Tỷ số thanh toán nhanh	0,7	1,3	0,4
Tỷ số thanh toán tiền mặt	0,1	0,2	0,0
Cơ cấu vốn và tài sản			
Nợ phải trả/TTS	54%	39%	64%
Nợ dài hạn/TTS	10%	16%	4%
Nợ chịu lãi/Nợ phải trả	61%	42%	78%
TSNH/TTS	71%	65%	73%
Khả năng sinh lời			
Tỷ suất LN gộp (ttm)	16%	17%	12%
LN thuần từ HĐKD/DT thuần (ttm)	6%	11%	3%
Lợi nhuận trước thuế/DT thuần (ttm)	6%	11%	3%
Lợi nhuận sau thuế/DT thuần (ttm)	4%	9%	2%
ROA (ttm)	8%	15%	5%
ROE (ttm)	19%	24%	13%
EPS (ttm)	3.178	3.489	1.811
BV	17.131	14.514	13.944
Hiệu quả hoạt động			
Số ngày các khoản phải thu (ttm)	43	51	39
Số ngày các khoản phải trả (ttm)	14	10	12
Số ngày hàng tồn kho (ttm)	93	84	101
Vòng quay tổng tài sản (ttm)	2,0	1,9	2,0
Vòng quay tài sản cố định (ttm)	7,4	6,5	7,3
Vòng quay vốn chủ sở hữu (ttm)	4,6	3,0	5,5

Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu cập nhật đến quý 2.2012.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về doanh nghiệp và ngành.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn>