

CTCP CN Cao su Miền Nam (CSM)

MUA



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Cập nhật công ty

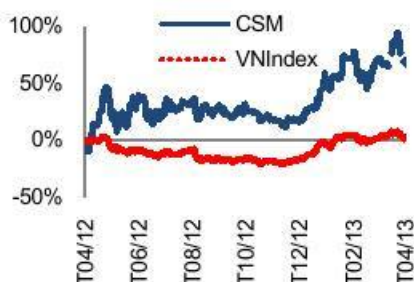
Giá hiện tại	32.000 đồng
Giá mục tiêu	40.400 đồng
TL tăng	26%
Tỷ suất cổ tức	4,8%

Hàng tiêu dùng

Giá trị vốn hóa	84,1 triệu
SL cổ phiếu lưu hành	58,5 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	35.900 đồng
Mức thấp nhất 12 tháng	16.428 đồng

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua	1,6 triệu USD
Sở hữu của nước ngoài	35,9 triệu USD
TL sở hữu của nước ngoài/room tối đa cho nước ngoài	7,1% / 49,0%

Cơ cấu cổ đông	
Vinachem	51%



Dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu tăng nhờ giá cao su giảm mạnh

Giá cao su tiếp tục rơi tự do, giảm 20% so với năm ngoái xuống 2.600USD/tấn. Đây là tin tức khá tích cực đối với Casumina. Với giá cao su tại mức này và chiếm 58% chi phí sản xuất của CSM, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp sẽ tăng lên 25% từ 23% (tại mức 3.000USD/tấn), theo đó lợi nhuận sẽ cao hơn 17% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Vì vậy, chúng tôi nâng dự báo EPS từ 4.332 đồng lên 5.060 đồng. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu 12 tháng lên 40.400 đồng.

Giá cao su thấp giúp biên lợi nhuận của công ty tăng, KQLN Quý 1/2013 cao
Cao su TSR20 hiện đang giao dịch xung quanh mức 2.600USD/tấn, tiếp tục giảm so với mức 3.000USD trong tháng một, nhờ vậy Công ty đạt KQLN cao trong Quý 1/2013. Lợi nhuận ròng tăng 76% so với cùng kỳ năm ngoái lên 68 tỷ đồng, dù doanh thu giữ nguyên ở mức 701 tỷ đồng trong Quý 1/2013. Lợi nhuận ròng tăng mạnh là nhờ biên lợi nhuận gộp tăng từ 19% trong Quý 1/2012 lên 25% trong Quý 1/2013. Casumina mua cao su trên thị trường trong nước, trong đó giá đang giảm theo giá thế giới nhưng chậm hơn 1-2 tháng. Chúng tôi cho rằng KQLN Quý 2 của Casumina cũng sẽ rất tích cực.

Giá cao su sẽ tiếp tục ở mức thấp trong ít nhất hai năm tới
Chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục ở mức thấp trong hai năm tới. Theo Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế, ngành cao su toàn cầu dự báo sẽ dư cung 179.000 tấn trong năm 2013 và 153.000 tấn năm 2014 (năm 2012 dư cung 460.000 tấn). Giá cao su tự nhiên TSR20 hiện đang giao dịch trên Sàn giao dịch Singapore tại mức 2.600USD/tấn, thấp hơn so với dự báo dài hạn của chúng tôi là 3.000USD/tấn.

Nhà máy lốp Radial sẽ đi vào hoạt động trong Quý 4
Đến cuối năm 2012, Công ty đã hoàn tất 60% việc xây dựng nhà máy lốp radial. Công ty dự kiến sẽ hoàn tất xây dựng nhà máy trong Quý 2/2013 và bắt đầu sản xuất thương mại trong Quý 4/2013. Công ty dự kiến sẽ bán được 5.000 lốp radial trong năm 2013 với doanh thu ước đạt 25 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng Công ty có thể bán được nhiều hơn thế nhưng không kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận từ phân khúc lốp radial sẽ đạt con số đáng kể trong năm nay.

	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	2.924	3.044	3.283	4.180	4.558
Biên LN gộp	9,0%	23,2%	24,8%	22,8%	22,9%
Biên LN hoạt động (%)	4,4%	14,4%	15,9%	0,0%	0,0%
Biên LN ròng	39	254	296	372	427
LNST (tỷ đồng)	39	254	296	372	427
EPS (đồng)	786	4.478	5.060	6.351	7.299
Tăng trưởng EPS (%)	-72,1%	469,7%	13,0%	25,5%	14,9%
Cổ tức/CP (đồng)	1.692	1.106	1.500	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	22,5%	4,8%	3,6%	0,0%	0,0%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	12.391	17.052	20.128	26.479	33.778
PER (x)	9,6	5,2	8,0	6,4	5,5
PBR (x)	0,6	1,4	2,0	1,5	1,2
ROA (%)	2,9%	15,1%	12,3%	12,0%	12,6%
ROE (%)	6,1%	32,0%	27,6%	27,3%	24,2%
Nợ/CSH (%)	120,8%	60,3%	125,9%	82,8%	59,8%

Sơ lược về công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Sản xuất sản phẩm cho xe đạp, xe máy và ô tô.
Doanh thu	145 triệu USD
Lợi nhuận ròng	12 triệu USD (2012)
Yếu tố doanh thu chính	Lốp ô tô
Yếu tố chi phí chính	Cao su
Yếu tố rủi ro chính	Biến động của giá cao su
Các đối thủ chính	Cao Su Đà Nẵng (DRC), Cao su Sao Vàng (SRC)
Các khách hàng chính	Ô tô Trường Hải, Yamaha
Lãnh đạo	Ông Phạm Hồng Phú (Tổng giám đốc)
Địa chỉ	146 Nguyễn Biểu Quận 5, TP. HCM
	Website www.casumina.com.vn Email casumina@casumina.com.vn Điện thoại +84-8-38362369

Thành phần doanh thu	Thành phần lợi nhuận gộp																																				
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>Đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr></thead><tbody><tr><td>Săm lốp xe máy</td><td>35%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp xe đạp</td><td>2%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp ô tô</td><td>54%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Các SP khác</td><td>9%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td>23%</td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Săm lốp xe máy	35%	na%	Săm lốp xe đạp	2%	na%	Săm lốp ô tô	54%	na%	Các SP khác	9%	na%	Tổng cộng	100%	23%																			
Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																																			
Săm lốp xe máy	35%	na%																																			
Săm lốp xe đạp	2%	na%																																			
Săm lốp ô tô	54%	na%																																			
Các SP khác	9%	na%																																			
Tổng cộng	100%	23%																																			
Thành phần chi phí	Thành phần vốn																																				
<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>Đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr></thead><tbody><tr><td>Săm lốp xe máy</td><td>35%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp xe đạp</td><td>2%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp ô tô</td><td>54%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Các SP khác</td><td>9%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td>23%</td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Săm lốp xe máy	35%	na%	Săm lốp xe đạp	2%	na%	Săm lốp ô tô	54%	na%	Các SP khác	9%	na%	Tổng cộng	100%	23%	<table><thead><tr><th>Sản phẩm</th><th>Đóng góp vào LN gộp</th><th>Biên LN gộp</th></tr></thead><tbody><tr><td>Săm lốp xe máy</td><td>35%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp xe đạp</td><td>2%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Săm lốp ô tô</td><td>54%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Các SP khác</td><td>9%</td><td>na%</td></tr><tr><td>Tổng cộng</td><td>100%</td><td>23%</td></tr></tbody></table>	Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp	Săm lốp xe máy	35%	na%	Săm lốp xe đạp	2%	na%	Săm lốp ô tô	54%	na%	Các SP khác	9%	na%	Tổng cộng	100%	23%
Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																																			
Săm lốp xe máy	35%	na%																																			
Săm lốp xe đạp	2%	na%																																			
Săm lốp ô tô	54%	na%																																			
Các SP khác	9%	na%																																			
Tổng cộng	100%	23%																																			
Sản phẩm	Đóng góp vào LN gộp	Biên LN gộp																																			
Săm lốp xe máy	35%	na%																																			
Săm lốp xe đạp	2%	na%																																			
Săm lốp ô tô	54%	na%																																			
Các SP khác	9%	na%																																			
Tổng cộng	100%	23%																																			

Nguồn: CSM và ước tính của VCSC

Nội dung cập nhật

- Kế hoạch 2013 của CSM
- Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2013
- Định giá cổ phiếu: điều chỉnh tăng

Kế hoạch 2013 của CSM

Hình 1: Kế hoạch 2013 của CSM

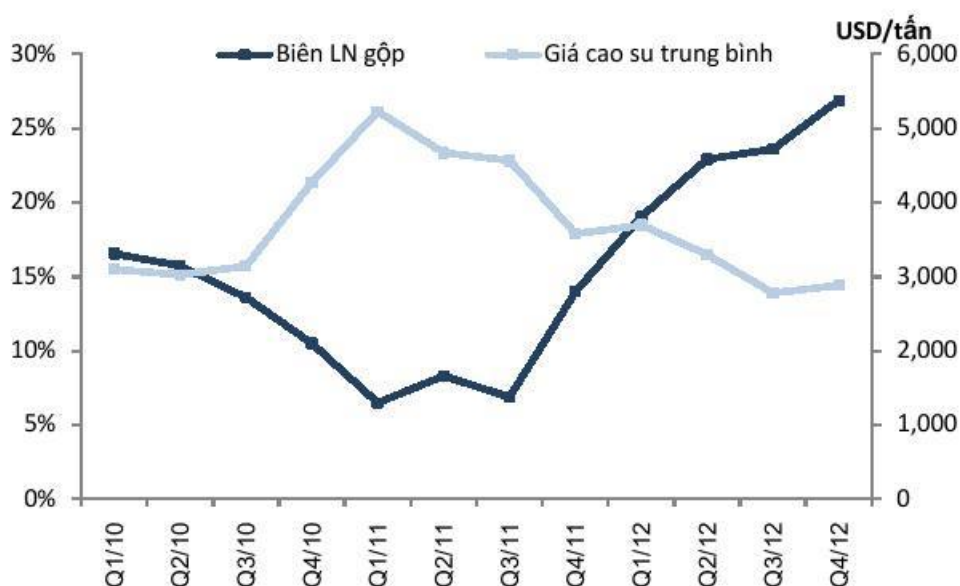
Mục tiêu tài chính		FY12	FY13	YoY
Doanh thu	tỷ đồng	3.044	3.063	2%
LN trước thuế	tỷ đồng	337	250	-26%
Mục tiêu sản lượng bán ra				
Lốp xe đạp	Đơn vị	3.149.000	3.375.000	7%
Săm xe đạp	Đơn vị	5.895.000	5.985.000	2%
Lốp xe máy	Đơn vị	3.922.000	4.450.000	13%
Săm xe máy	Đơn vị	19.467.000	20.000.000	3%
Lốp ô tô	Đơn vị	745.000	765.000	3%
Săm ô tô	Đơn vị	459.000	460.000	0%
Săm công nghiệp	Đơn vị	644.000	665.000	3%
Yếm ô tô	Đơn vị	268.000	270.000	0%
Găng tay	Đôi	6.735.000	6.800.000	0%
Ống nhựa	Tấn	217	220	1%

Nguồn: Tài liệu ĐHCĐ của CSM

Công ty đặt mục tiêu thấp

Đối với năm 2013, Công ty đặt mục tiêu 3.063 tỷ đồng doanh thu (tăng 2%) và 250 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (giảm 26%) với lý do giá cao su có thể biến động thất thường. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục ở mức thấp do ngành cao su bị dư cung và giá cao su trung bình năm 2013 sẽ còn thấp hơn so với năm 2012. Do đó, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ tăng 2%, nhờ vậy lợi nhuận ròng tăng 17%.

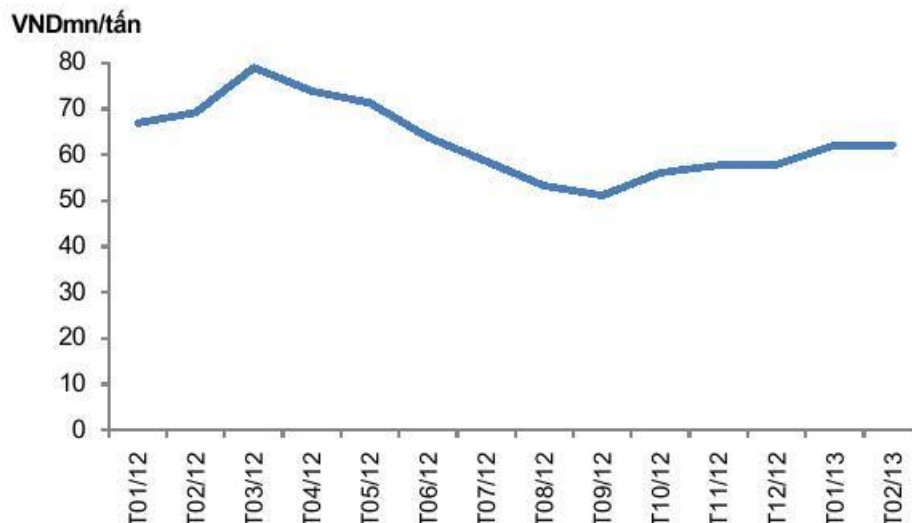
Hình 2: So sánh diễn biến biên lợi nhuận gộp của CSM và giá cao su TR 20



Source: Bloomberg (OR1 Comdty) và VCSC

Tại thị trường trong nước, nơi các nhà sản xuất lốp xe mua cao su, giá cao su đã và đang giảm theo giá thế giới. Giá cao su trong nước thay đổi chậm hơn so với giá thế giới một tháng. Vì vậy, chúng tôi dự báo giá cao su sẽ giảm trong tháng ba và tháng tư.

Hình 3: Giá bán trung bình hàng tháng của CTCP Cao Su Đồng Phú (mã DPR trên sàn HSX)



Nguồn: Cao Su Đồng Phú, VCSC

Dự báo lợi nhuận của VCSC

Hình 4: Dự báo lợi nhuận của VCSC

	2012A	2013	YoY %	Giải thích
Doanh thu	3.044	3.283	8%	Sản lượng tăng
LN gộp	707	814	15%	Biên LN gộp tăng từ 23% lên 25%
LN từ hoạt động	437	523	20%	
Lãi/lỗ ngoài hoạt động	(22)	(0)		
Chi phí lãi vay	(77)	(114)	48%	Nhà máy lốp radial được tài trợ bằng cách vay nợ. Năm 2013, chỉ một phần của chi phí lãi vay được vốn hóa.
LN trước thuế	337	395	17%	
LN sau thuế	254	296	17%	
LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số	254	296	17%	

Nguồn: dự báo của VCSC

Chúng tôi dự báo doanh thu 2013 của Công ty sẽ tăng 8% so với năm 2012, cao hơn so với mục tiêu 2% của Công ty. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận gộp của Công ty sẽ tăng 15% so với năm ngoái nhờ biên lợi nhuận gộp tăng từ 23% lên 25% trong năm 2013.

Dù cho rằng chi phí lãi vay tăng 48% so với năm ngoái lên 114 tỷ đồng và chi phí khấu hao tăng 26% lên 89 tỷ đồng, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của Công ty sẽ tăng 17% so với năm ngoái lên 296 tỷ đồng, trong khi mục tiêu của Công ty là 188 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng mục tiêu của Công ty là quá thấp, trong bối cảnh giá cao su đã giảm xuống 2.600USD/tấn và chi phí khấu hao sẽ chỉ được tính vào Quý 4. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng sẽ tăng trong Quý 2/2013 do giá cao su trung bình trong Quý 2/2013 sẽ thấp hơn so với cùng kỳ năm 2012.

Bất động sản – tạm ngưng

Theo chúng tôi được biết thì đối với các dự án BĐS, Công ty chỉ đóng góp đất, còn chi phí xây dựng sẽ do đối tác bỏ ra. Công ty không tập trung vào các dự án BĐS mà vào dự án lốp radial. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các dự án BĐS sẽ không ảnh hưởng đến dòng tiền của Công ty.

- Tòa nhà văn phòng của Công ty: đầu tư tích lũy là 4 tỷ đồng. Đối tác của Công ty hiện đang gặp khó khăn về tài chính, vì vậy tiến độ còn chậm. Công ty dự kiến sẽ đẩy nhanh tiến độ trong Quý 3/2013.
- Căn hộ Nguyễn Khoái: Công ty đã hoàn tất thiết kế cho căn hộ. Công ty hiện đang thương lượng với các đối tác chiến lược.
- Dự án 504 Nguyễn Tất Thành: Công ty đang chuyển nhượng quyền sử dụng đất.

Dự án nhà máy lốp radial

Tính đến cuối năm 2012, việc xây dựng đã hoàn tất 60%. CSM dự kiến hoàn tất việc xây dựng trong Quý 2 và việc lắp đặt thiết bị trong Quý 3. Công ty cũng dự kiến sẽ có sản phẩm trong Quý 3 và đi vào sản xuất thương mại trong Quý 4. Công ty lên kế hoạch bán 5.000 lốp radial trong năm 2013 với lý do chỉ bán trong một quý và đặt mục tiêu khiêm tốn. Chúng tôi cho rằng mục tiêu của công ty là khá thấp.

Định giá

Phương pháp định giá	PE
PER mục tiêu	8x
EPS dự phóng 2013	5.060 đồng
Giá mục tiêu	40.400 đồng

Hình 5: Cổ phiếu CSM giao dịch tại mức giá thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực dù biên lợi nhuận cao hơn

		MKT US\$ m	PE	PB	Biên LN gộp %		Biên LN hoạt động %		LN ròng %		ROE %	
Công ty	Quốc gia		TTM	TTM	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011
Giti Tire Corp-A	TQ	533	18,1	4,2	18,5	10,9	13,6	6,5	4,3	1,6	26,4	13,2
Guizhou Tire Co Ltd-A	TQ	400	18,9	1,1	14,9	11,6	5,4	3,8	2,0	1,3	5,9	5,1
Aeolus Tyre Co Ltd-A	TQ	550	12,5	1,5	17,5	14,7	6,3	5,7	3,0	2,3	12,9	12,3
Double Coin Holdings Ltd-A	TQ	996	29,0	3,4	18,3	11,7	5,9	3,0	2,4	1,6	12,3	7,8
Shangdong Xingmin Wheel Co-A	TQ	575	50,3	1,9	16,8	16,6	9,4	11,2	5,6	7,8	4,1	9,8
Balkrishna Industries	Ấn Độ	498	9,6	2,3	Na	Na	14,1	14,0	8,9	9,1	27,3	25,2
Goodyear India Ltd	Ấn Độ	103	9,9	1,6	Na	Na	4,8	6,1	3,8	4,3	16,8	22,0
Apollo Tyres Ltd	Ấn Độ	802	10,6	1,5	Na	Na	7,0	7,9	3,4	4,9	15,6	20,1
Balkrishna Industries Ltd	Ấn Độ	478	9,6	2,3	Na	Na	14,1	14,0	8,9	9,1	27,3	25,2
Goodyear Thailand	Thái Lan	118	12,7	1,0	Na	14,4	Na	-3,5	25,6	-2,9	Na	-4,0
Inoue Rubber	Thái Lan	130	13,4	1,9	5,5	6,5	1,1	2,4	1,6	2,5	5,0	7,5
Cao su Sao Vàng (SRC)	Việt Nam	13	13,4	1,1	15,8	8,5	9,3	4,2	4,2	0,2	19,5	1,0
Cao su Miền Nam (CSM)	Việt Nam	85	6,8	1,8	23,2	9,0	14,4	4,4	8,3	1,3	32,0	6,1
Cao su Đà Nẵng (DRC)	Việt Nam	128	8,5	2,3	21,3	15,8	16,2	12,0	11,2	7,5	30,5	24,6

Nguồn: Bloomberg

Chúng tôi định giá CSM dựa trên phương pháp so sánh. Chúng tôi áp dụng P/E là 8 lần. P/E mục tiêu của chúng tôi (8 lần) thấp hơn 40% so với mức bình quân toàn ngành (không tính những công ty đạt mức 50 lần do quá cao).

Rủi ro chính trong việc định giá của chúng tôi là việc giá cao su biến động thất thường trong khi nguyên liệu này chiếm đến 50% chi phí sản xuất. Tình trạng trên khiến biên lợi nhuận gộp lên tới 29% năm 2009 và xuống chỉ còn 11,8% năm 2008. Chúng tôi tin rằng giá cao su là chỉ báo tốt nhất đối với khả năng sinh lời của công ty.

Cổ tức

Lịch trả cổ tức	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối cùng	Ngày thanh toán	Tình trạng
Cổ tức bằng tiền mặt tại mức 1.500 đồng/cổ phiếu và cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 100:15	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Chưa quyết định	Đã được cổ đông thông qua

Nguồn: CSM

Tại ĐHCĐ tổ chức ngày 25/04/2013, các cổ đông đã thông qua việc trả cổ tức bằng tiền mặt tại mức 1.500 đồng/cổ phiếu (tỷ suất 5%) và bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 100:15. Các cổ đông cũng thông qua việc trả cổ tức năm 2013 tại mức trên 12%, nhưng hình thức cổ tức sẽ được quyết định sau, tùy theo kết quả kinh doanh của Công ty.

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	701	na	na	na	701
LN gộp	178	na	na	na	178
Biên LN gộp (%)	25,4%	na	na	na	25,4%
LN từ hoạt động	110	na	na	na	110
Biên LN hoạt động (%)	15,6%	na	na	na	15,6%
LN ròng	68	na	na	na	68
Biên LN ròng (%)	9,7%	na	na	na	9,7%

2012	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	701	820	760	762	3.044
LN gộp	134	189	180	205	707
Biên LN gộp (%)	19,1%	23,0%	23,6%	26,9%	23,2%
LN từ hoạt động	76	110	110	141	437
Biên LN hoạt động (%)	10,9%	13,4%	14,4%	18,6%	14,4%
LN ròng	39	70	77	68	254
Biên LN ròng (%)	5,6%	8,6%	10,1%	8,9%	8,3%

2011	1Q	2Q	3Q	4Q	YTD
Doanh thu	663	731	780	750	2.924
LN gộp	43	61	54	105	263
Biên LN gộp (%)	6,5%	8,3%	6,9%	14,0%	9,0%
LN từ hoạt động	28	20	24	57	130
Biên LN hoạt động (%)	4,2%	2,8%	3,1%	7,6%	4,4%
LN ròng	8	7	3	22	39
Biên LN ròng (%)	1,1%	0,9%	0,4%	2,9%	1,3%

Lịch công bố kết quả lợi nhuận

Quý	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/ 2013	Hợp nhất	20/04
Q2/ 2013	Hợp nhất	20/07
Q3/ 2013	Hợp nhất	20/10
Q4/ 2013	Hợp nhất	20/01

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	3.044	3.283	4.180	4.558
- Giá vốn hàng bán	(2.337)	(2.469)	(3.227)	(3.514)
Lợi nhuận gộp	707	814	953	1.044
- Chi phí bán hàng	(109)	(117)	(150)	(163)
- Chi phí quản lý DN	(161)	(173)	(167)	(182)
LN thuần HĐKD	437	523	636	699
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	(0)	(15)	(16)	(18)
- Lợi nhuận khác	(22)	0	0	0
Lợi nhuận khác	415	508	620	680
- Chi phí lãi vay	(77)	(114)	(124)	(111)
Lợi nhuận trước thuế	337	395	496	569
- Thuế TNDN	(84)	(99)	(124)	(142)
LNST	254	296	372	427
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	254	296	372	427
EBITDA	485	597	774	836
Số CP lưu hành (triệu)	59	59	59	59
EPS	4.478	5.060	6.351	7.299

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	4,1%	7,9%	27,3%	9,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	237,8%	19,6%	21,6%	9,8%
Tăng trưởng EBIT	226,2%	22,6%	21,9%	9,7%
Tăng trưởng EPS	469,7%	13,0%	25,5%	14,9%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,2%	24,8%	22,8%	22,9%
Tỷ suất LNST	8,3%	9,0%	8,9%	9,4%
ROE %	32,0%	27,6%	27,3%	24,2%
ROA %	15,1%	12,3%	12,0%	12,6%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	120,6	122,1	106,4	115,6
Số ngày phải thu	34,7	35,6	31,0	33,3
Số ngày phải trả	12,1	12,9	10,7	11,6
TG luân chuyển tiền	143,2	144,8	126,7	137,3

Chỉ số TK/đơn bầy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,9	1,7	2,0	2,1
CS thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,9	1,0
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,3	0,3	0,4
Nợ / Tài sản	0,3	0,5	0,4	0,3
Nợ / Vốn sử dụng	0,4	0,6	0,5	0,4
Nợ / Vốn CSH	0,6	1,3	0,8	0,6
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,2	0,2	0,2	0,2

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	30	222	287	355
+ Đầu tư TC ngắn hạn	2	2	2	2
+ Các khoản phải thu	329	312	397	433
+ Hàng tồn kho	837	816	1.066	1.161
+ Tài sản ngắn hạn khác	116	166	166	166
Tổng tài sản ngắn hạn	1.314	1.518	1.918	2.117
+ Tài sản dài hạn	1.010	2.010	2.020	2.338
+ Khấu hao lũy kế	-529	-618	-772	-927
+ Tài sản dài hạn	481	1.393	1.248	1.411
+ Đầu tư tài chính dài hạn	27	27	27	27
+ Tài sản dài hạn khác	25	25	25	25
Tổng tài sản dài hạn	533	1.444	1.300	1.463
Tổng Tài sản	1.847	2.962	3.218	3.579
+ Phải trả ngắn hạn	94	82	107	116
+ Vay và nợ ngắn hạn	381	581	581	581
+ Phải trả ngắn hạn khác	201	216	275	300
Nợ ngắn hạn	675	879	963	998
+ Vay và nợ dài hạn	201	901	701	601
+ Phải trả dài hạn	4	4	4	4
Nợ dài hạn	205	905	705	605
Tổng nợ	880	1.784	1.668	1.603
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	585	585	585	585
+ LN chưa phân phối	382	593	964	1.391
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	967	1.178	1.549	1.977
Tổng cộng nguồn vốn	1.847	2.962	3.218	3.579

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	43	30	222	287
Lợi nhuận sau thuế	254	296	372	427
+ Khấu hao lũy kế	69	89	154	155
+ Điều chỉnh	(16)	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	(133)	(8)	(252)	(96)
Tiền từ hoạt động KD	174	377	275	486
+ Chi mua sắm TSCĐ	(189)	(1.000)	(10)	(318)
+ Đầu tư khác	68	0	0	0
Tiền từ đầu tư	(121)	(1.000)	(10)	(318)
+ Cổ tức đã trả	(63)	(85)	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	163	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn / dài hạn	-165	900	-200	-100
Tiền từ hoạt động TC	(65)	815	(200)	(100)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(12)	192	65	68
Tiền cuối năm	30	222	287	355

Phụ lục

Phụ lục 1: Dự báo doanh số ô tô của Việt Nam (thành viên của VAMA)

	2010	2011	2012E	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Tổng sản lượng bán ra	112.224	110.938	80.487	85.849	90.429	96.176	99.944	103.715
Tăng trưởng (%)	-6,1%	-1,1%	-27,4%	6,7%	5,3%	6,4%	3,9%	3,8%
Sản lượng ô tô	57.778	64.620	44.959	47.657	49.563	50.041	53.602	55.210
Tăng trưởng (%)	-7,9%	11,8%	-30,4%	6,0%	4,0%	1,0%	7,1%	3,0%
Sản lượng xe khách	54.446	46.318	35.528	38.193	40.866	44.135	46.342	48.505
Tăng trưởng (%)	-4,0%	-14,9%	-23,3%	7,5%	7,0%	8,0%	5,0%	4,7%

Nguồn: Business Monitor (BMI)

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà nội

Nguyễn Quang Huy
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
10/05/2013	MUA	32.000	40.400
06/11/2012	MUA	21.400	26.000