

Một năm đầy thử thách

- **KQKD 1Q13:** Doanh thu thuần tương đương cùng kỳ năm trước (701 tỷ) nhưng lợi nhuận gộp, nhờ chi phí cao su tự nhiên đầu vào thấp, ghi nhận 178.5 tỷ (+33.5% yoy) và làm gia tăng biên lợi nhuận gộp lên 25.4%. Doanh thu tài chính tăng mạnh lên 19.6 tỷ (+672% yoy) từ việc bán 619,460 cổ phiếu PHR đồng thời giảm chi phí tài chính do lãi suất đi vay hạ. Cùng với chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chỉ tăng nhẹ trong kỳ đã góp phần giúp LNTT tăng mạnh lên 91.5 tỷ (+77.6% yoy) và LNST cũng tăng đến 68.6 tỷ (+76% yoy). Với kết quả đạt được, CSM đã lần lượt hoàn thành thành 21.6% và 33.3% kế hoạch doanh thu và LNTT.
- **Cập nhật ĐHCĐ 2013:** CSM đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận khá thận trọng so với khả năng của công ty. Trong năm 2013, chỉ tiêu doanh thu chỉ tăng nhẹ 7% lên 3,252 tỷ trong khi chỉ tiêu LNTT lại giảm đến 18% còn 275 tỷ. Mặc dù CSM có lợi thế chi phí cao su tự nhiên đầu vào thấp và trữ nguyên liệu đủ dùng đến quý hết II, việc đặt kế hoạch thận trọng như vậy nhằm giảm thiểu rủi ro giá cao su tăng mạnh vào 2 quý cuối sẽ tác động đến kết quả kinh doanh cả năm, theo như trả lời của đại diện công ty. Tại đại hội, CSM cũng công bố chia cổ tức 15% bằng tiền và 15% bằng cổ phiếu cho năm 2012. Bên cạnh đó, cổ tức dự kiến năm 2013 sẽ không thấp hơn 12%.
- **Triển vọng 2013:** Trong năm 2013, CSM sẽ tập trung nhân lực và tài chính cho dự án lốp radial tại tỉnh Bình Dương. Hiện nhà máy này đang trong giai đoạn lắp đặt thiết bị và tiến độ thực hiện đang chậm hơn so với một nhà máy tương tự của Cao su Đà Nẵng (DRC). Một số đối thủ lớn trong ngành khác như Michelin (Pháp) và Bridgestone (Nhật) đang có xu hướng mở rộng phân khúc lốp radial nên việc CSM tham gia thị trường trễ sẽ là một bất lợi khá lớn. Vì thế CSM cố gắng phấn đấu theo kịp tiến độ để có sản phẩm thử nghiệm vào cuối quý III và tiến hành sản xuất thương mại vào quý IV năm nay. Ngoài ra, CSM còn phải đối mặt với tình trạng hàng giả, hàng nhái thương hiệu Casumina và cạnh tranh gay gắt ở phân khúc lốp phổ thông với sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc. Có thể nói năm nay là một năm đầy thử thách với CSM khi phải chạy đua gấp rút để hoàn thành dự án lốp radial và chịu áp lực chỉ tiêu doanh thu, lợi nhuận trong bối cảnh nền kinh tế còn nhiều khó khăn. Tuy nhiên chúng tôi vẫn lạc quan vào triển vọng ngắn hạn của CSM vì phân khúc lốp xe phổ thông sẽ vẫn mang lại doanh thu và lợi nhuận ổn định trong 2 năm tới. Về kết quả kinh doanh năm 2013, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần cả năm (chưa tính doanh thu từ nhà máy mới) vào khoảng 3,257 tỷ (+7% yoy) trên cơ sở sản lượng tiêu thụ tăng 20% và giá bán giảm để tăng tính cạnh tranh. Bên cạnh đó, lợi nhuận gộp tiếp tục tăng trưởng 15% với tỷ trọng GVHB trên doanh thu giảm còn 75% so với mức 77% năm 2012 vì CSM tích trữ khá nhiều cao su tự nhiên giá thấp và dự báo giá cao su 3 quý tới sẽ tiếp tục ổn định. Lợi nhuận tài chính tiếp tục giảm trong năm 2013 do tăng chi phí lãi vay để tài trợ cho dự án lốp radial. LNTT tương ứng đạt 381 tỷ (+13% yoy) và vượt 39% kế hoạch.
- **Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG**, với giá mục tiêu là 36,000 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu CSM dựa trên nhiều phương pháp: FCFF (tỷ trọng 70%, lãi suất phi rủi ro 9.5%, beta 1.2 và lợi nhuận kỳ vọng 25%), P/E (tỷ trọng 20%, P/E kỳ vọng 7x và EPS dự phóng năm 2013) và P/B (tỷ trọng 10%, P/B kỳ vọng 2x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2013). Giá mục tiêu của CSM hiện đang cao hơn giá thị trường 13.6% nên chúng tôi đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu này.

TĂNG TỶ TRỌNG

Giá mục tiêu 36,000 VND
Giá hiện tại 31,700 VND

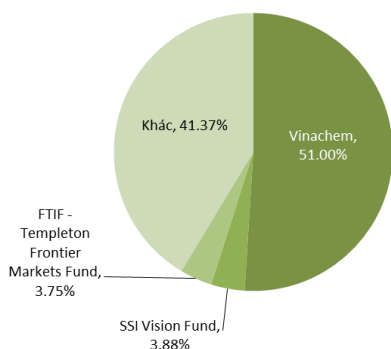
Le Minh Triet
(+84-8) 5413-5472
trietle@phs.vn

Sơ lược công ty

Mã CP	CSM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	585
CP đang lưu hành (triệu)	58.5
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,837
Biên độ 52 tuần (đồng)	6.9 – 35.9
KLGD trung bình 3 tháng	847,716
Beta	1.2
Sở hữu nước ngoài	7.3%
Ngày niêm yết đầu tiên	11/08/2009

Cổ đông lớn

Vinachem	51.00%
SSI Vision Fund	3.88%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	3.75%



Biến động giá



(tỷ đồng)	1Q13	2012	1Q12	2011	KH 2013	2013E
Doanh thu thuần	701	3,044	701	2,924	3,252	3,257
Biên LN gộp	25.4%	23.2%	19.1%	9%		25%
Biên LN HKKD	12.9%	14.4%	7.2%	4.4%		15.1%
LN trước thuế	92	337	52	51	275	379
LN sau thuế	69	254	39	39		284
Tăng trưởng so với cùng kỳ	76.9%	551.3%	80.7%	-72.1%		11.9%
EPS (TTM)	5,745	4,339	1,670	929		4,854
Giá trị sổ sách	12,565	16,521	15,539	14,649		20,220
P/E	5.5	7.2	18.8	33.8		7
P/B	2.5	1.9	2	2.1		2

Nguồn: PHS

Sơ lược công ty

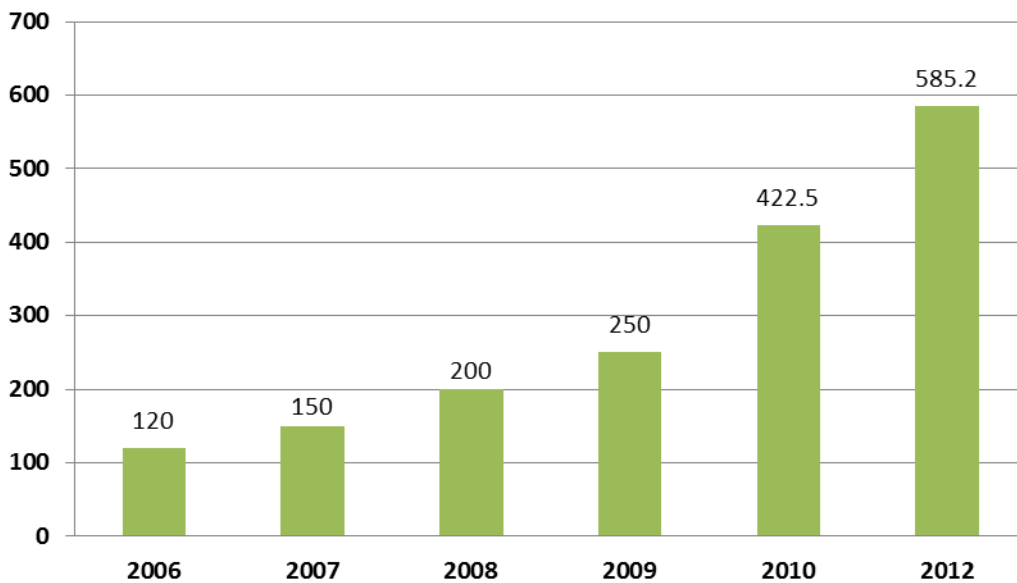
CSM là một trong những công ty sản xuất lốp xe hàng đầu tại Việt Nam cùng mạng lưới phân phối lớn với 200 đại lý bán hàng trong cả nước. Sản phẩm chủ lực của CSM là lốp xe ô tô với doanh thu chiếm gần 50% tổng doanh thu. Ngoài lốp xe ô tô ra, công ty còn có các sản phẩm khác như lốp xe máy, lốp xe đạp và được xuất khẩu sang 35 quốc gia khác nhau.



Lịch sử công ty

- Công ty Công nghiệp Cao su Miền Nam được thành lập theo quyết định số 427-HC/QĐ ngày 19/04/1976 của Nhà nước Việt Nam.
- Ngày 10/10/2005 Chuyển đổi thành Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam theo Quyết định số 3240/QĐ-BCN của Bộ Công nghiệp.
- Năm 2006, Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam chính thức đi vào hoạt động với vốn điều lệ ban đầu là 90 tỷ đồng.

Quá trình tăng vốn (tỷ đồng)



Nguồn: CSM

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2011	2012	2013E	Chỉ số tài chính	2011	2012	2013E
Doanh thu thuần	2,924	3,044	3,257	Chỉ tiêu tăng trưởng			
Giá vốn hàng bán	2,661	2,337	2,444	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	8.1%	8.3%	7.0%
Lợi nhuận gộp	263	707	813	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	-41.1%	-29.3%	15.0%
Chi phí quản lý DN	133	270	320	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	5.2%	1.3%	8.7%
Doanh thu tài chính	17	7	23	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	1.6%	28.9%	19.0%
Chi phí tài chính	106	110	143	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	21.7%	-8.4%	22.4%
Lợi nhuận tài chính	76	76	60	Chỉ tiêu hiệu quả			
LN hoạt động kinh doanh	129	437	493	Biên lợi nhuận gộp	13.8%	9.0%	25.0%
Lợi nhuận trước thuế	51	337	379	Biên LN trước thuế	6.9%	1.8%	11.6%
Lợi nhuận sau thuế	39	254	284	Lợi nhuận ròng biên	5.2%	1.3%	8.7%
Cân đối kế toán	2011	2012	2013E	ROA	12.0%	2.9%	14.0%
Tổng tài sản	1,523	1,847	2,198	ROE	22.9%	6.1%	26.4%
Tài sản ngắn hạn	1,060	1,314	1,522	Phân tích DuPont			
Tiền và tương đương tiền	43	30	46	Lợi nhuận ròng biên (1)	5.2%	1.3%	8.7%
Khoản phải thu	285	421	471	Vòng quay tổng tài sản (2)	2.30	2.16	1.75
Tồn kho	707	837	979	Đòn bẩy (3)	1.90	2.09	2.06
Tài sản dài hạn	463	533	676	ROE = (1)x(2)x(3)	22.9%	6.1%	31.5%
Phải thu dài hạn	-	-	-	Chỉ tiêu quản lý			
Tài sản cố định	415	482	640	Số ngày phải thu	37.84	35.38	52.81
Tổng nguồn vốn	1,523	1,847	2,198	Số ngày tồn kho	70.86	96.97	146.26
Nợ phải trả	904	880	1,015	Số ngày phải trả	8.50	7.65	14.67
Vay ngắn hạn	597	381	328	Vòng quay tổng tài sản	2.30	2.16	1.75
Khoản phải trả	61	93	103	Vòng quay tài sản dài hạn	9.18	7.05	5.09
Vay dài hạn	151	201	337	Vòng quay tài sản cố định	0.11	0.14	0.20
Vốn chủ sở hữu	619	967	1,183	Hệ số thanh toán			
Vốn điều lệ	422	585	585	Thanh toán hiện tại	1.82	1.41	2.26
Thặng dư vốn	-	-	-	Thanh toán nhanh	0.83	0.47	0.81
Quỹ đầu tư phát triển	72	74	74	Thanh toán tiền mặt	0.14	0.06	0.07
Lợi nhuận giữ lại	98	281	497	Cơ cấu vốn			
Dòng tiền	2011	2012	2013E	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.75	1.46	0.86
Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	(208)	169	218	Tổng nợ/tổng tài sản	0.43	0.59	0.46
Tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(142)	(116)	(215)	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.75	2.46	1.86
Tiền thuần từ hoạt động tài chính	328	(65)	13	Chỉ tiêu trên cổ phần			
Dòng tiền thuần trong kỳ	(22)	(12)	16	PE	9.42	33.79	7.65
Tiền đầu kỳ	63	43	30	PBV	1.96	2.14	2.01
Tiền cuối kỳ	43	30	46	PS	0.49	0.45	0.64
				EPS	3,335	929	4,339
				Tiền/cổ phiếu	5,112	2,512	5,524
				Giá trị sổ sách	15,988	14,649	16,521

Nguồn: PHS dự phóng

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

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỷ lệ từ +10% ~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = 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.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472

Website: www.phs.vn | **E-mail:** info@phs.vn