

CTCP CN Cao su Miền Nam (CSM) NĂM GIỮ



Nguyễn Xuân Huy

Chuyên viên cao cấp

huy.nguyen@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 139

Cập nhật công ty

Hạ khuyến nghị từ MUA xuống NĂM GIỮ
Hạ giá MT từ 35.200VND xuống VND36.500

Giá hiện tại 35.500 VND
Giá mục tiêu 36.500 VND
TL tăng 2,8%
Tỷ suất cổ tức 0%

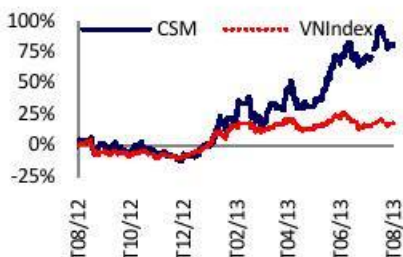
Phụ tùng ô-tô

Giá trị vốn hóa 112 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành 67 triệu
Mức cao nhất 12 tháng 17.017 VND
Mức thấp nhất 12 tháng 38.200 VND

GTGD bình quân hàng ngày trong 30 ngày qua 0,7 triệu USD
Sở hữu của nước ngoài 36,0 triệu USD
TL sở hữu của nước ngoài/room tối đa cho nước 17%/49%

Cơ cấu cổ đông

Vinachem 51%



Biên lợi nhuận đạt đỉnh, giá cổ phiếu hợp lý

Theo báo cáo của CSM, lợi nhuận ròng Quý 2 tăng 41% so với cùng kỳ năm ngoái, với biên lợi nhuận gộp tăng 3,6% lên 26,5%. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp của CSM đã đạt đỉnh do giá cao su đã chạm đáy và khó có thể tăng trong ngắn hạn. Kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA vào ngày 10/05, giá cổ phiếu CSM đã tăng 32%, đạt giá mục tiêu chúng tôi đưa ra. Chúng tôi giữ nguyên PER mục tiêu tại mức 8 lần vì các chỉ số cơ bản không đổi, nhưng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng 2013 từ 296 tỷ VND lên 323 tỷ VND do chi phí lãi vay giảm. Do đó, giá mục tiêu được điều chỉnh tăng lên 36.500VND. KN NĂM GIỮ.

Biên lợi nhuận đạt đỉnh do giá cao su chạm đáy

Do giá cao su Quý 2 giảm 16,8% so với Quý 1, lợi nhuận gộp của công ty tăng 3,6% lên 26,5%. Chúng tôi cho rằng giá cao su đã chạm đáy và có xu hướng ở mức thấp trước do tình hình cầu thế giới hiện nay, nhưng khả năng biên lợi nhuận gộp của CSM giảm vẫn lớn hơn so với khả năng tăng.

Nhà máy lốp radial sẽ đi vào hoạt động muộn hơn một quý

Nhà máy lốp radial sẽ đi vào hoạt động trong Quý 1/2014, muộn hơn một quý so với dự báo trước đây của chúng tôi. Tuy nhiên, tất cả các chi phí liên quan đến nhà máy này (chi phí khấu hao, chi phí lãi vay) sẽ tiếp tục được vốn hóa trong năm nay, qua đó giúp biên lợi nhuận ròng tăng 1%. Do nhà máy đi vào hoạt động muộn nên chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu một chút, từ 3.283 tỷ VND xuống 3.232 tỷ VND, và tăng dự báo lợi nhuận ròng từ 296 tỷ VND lên 323 tỷ VND.

Tác động tiêu cực từ việc hoạt động chậm là công ty sẽ không có đủ tăng trưởng doanh thu cho năm nay. Chúng tôi không kỳ vọng nhà máy lốp radial sẽ góp phần giúp cổ phiếu CSM tăng giá trong năm đầu tiên hoạt động (2014) do công ty có thể sẽ chỉ thu được lợi nhuận không đáng kể với sản lượng 200.000 lốp (so với điểm hòa vốn là 157.000 lốp) trong năm đầu hoạt động và chi phí tài chính khá lớn.

Giá cổ phiếu hợp lý

Giá cổ phiếu hiện tại có thể xem là hợp lý với PER là 8 lần. Đợt tăng giá từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA nhờ biên lợi nhuận gộp tăng và quỹ ETF mua vào đã được phản ánh hoàn toàn vào giá cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng từ nay trở đi, giá cổ phiếu dự báo sẽ diễn biến theo xu hướng của thị trường.

	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	2.924	3.044	3.232	4.436	5.035
Biên LN gộp	9,0%	23,2%	25,0%	23,2%	23,3%
Biên LN hoạt động (%)	4,4%	14,4%	15,7%	13,9%	14,0%
Biên LN ròng	1,3%	8,3%	10,0%	8,0%	8,6%
LN ròng chia cổ đông (tỷ VND)	39	254	323	355	432
EPS (đồng)	684	3.894	4.796	5.272	6.421
Tăng trưởng EPS (%)	-72,1%	469,7%	23,2%	9,9%	21,8%
Cổ tức/CP (đồng)	1.471	961	1.264	0	0
Tỷ suất cổ tức (%)	19,5%	4,1%	3,5%	0,0%	0,0%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	10.774	14.828	17.898	23.171	29.592
PER (x)	6,0	7,4	6,7	5,5	5,3
PBR (x)	1,6	2,0	1,5	1,2	1,0
ROA (%)	2,9%	15,1%	13,4%	11,4%	12,5%
ROE (%)	6,1%	32,0%	29,7%	25,7%	24,3%
Nợ/CSH (%)	120,8%	60,3%	123,1%	82,2%	59,4%

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Viet Capital Securities | 1

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%	
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%																	

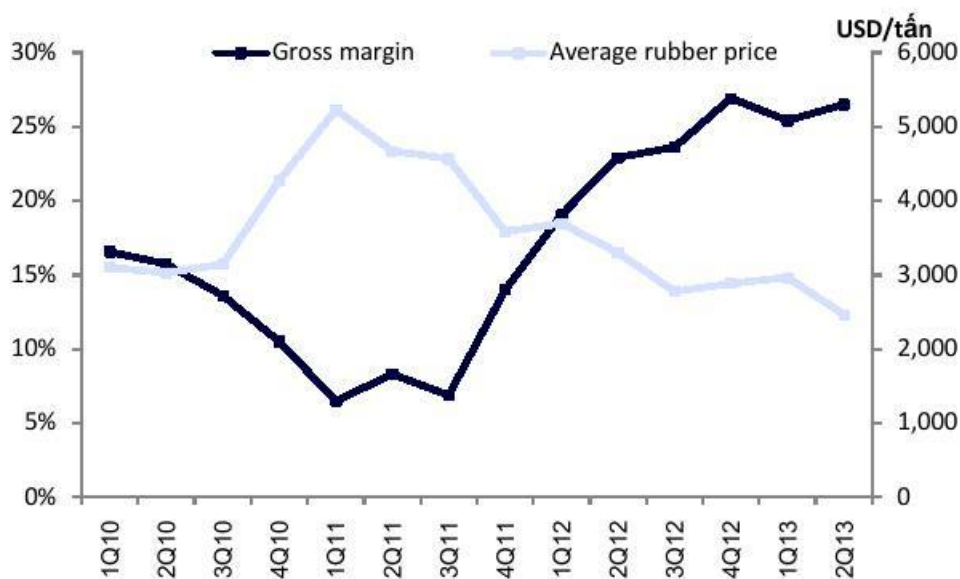
Nguồn: CSM và ước tính của VCSC

Biên lợi nhuận đạt đỉnh do giá cao su chạm đáy

Do giá cao su trung bình Quý 2 giảm 16% so với Quý 1 xuống 2.463USD/tấn và giá các nguyên liệu sản xuất khác cũng giảm, biên lợi nhuận gộp của công ty tăng 3,6% lên 26,5% trong Quý 2/2013. Chúng tôi dự báo giá cao su sẽ tiếp tục ở mức thấp nhưng đã chạm đáy. Chúng tôi cho rằng giá cao su đã phản ánh tình hình khó khăn của nền kinh tế thế giới cũng như của Trung Quốc, nước tiêu thụ 1/3 cao su tự nhiên của thế giới.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của công ty đã đạt đỉnh trong Quý 2/2013. Dù biên lợi nhuận của công ty có thể tăng khi giá các nguyên liệu sản xuất khác giảm, chúng tôi tin rằng giá cao su là yếu tố quan trọng nhất và đã chạm đáy.

Hình 1: So sánh diễn biến biên lợi nhuận gộp của CSM và giá cao su



Nguồn: Bloomberg, CSM, VCSC

KQLN 6 tháng đầu năm phù hợp với dự báo

Trong 6 tháng đầu năm 2013, công ty đã đạt 1.527 tỷ đồng doanh thu (không đổi so với cùng kỳ), tương đương 46% dự báo cả năm của chúng tôi và 168 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 54% so với cùng kỳ), tương đương 56% dự báo cả năm ban đầu của chúng tôi. Nhà máy lốp radial sẽ đi vào hoạt động trong năm 2014, muộn hơn một quý so với kế hoạch. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng công ty chỉ đạt 50 tỷ đồng doanh thu từ lốp radial trong năm 2013. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo doanh thu một chút. Do nhà máy lốp radial sẽ đi vào hoạt động trong năm 2014, chi phí lãi vay từ nhà máy này trong năm 2013 vẫn được vốn hóa. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo chi phí lãi vay do chi phí lãi vay được vốn hóa và lãi suất giảm. Cộng gộp biên lợi nhuận gộp giảm và chi phí lãi vay giảm, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận ròng từ 296 tỷ VND lên 323 tỷ VND.

Hình 2: KQLN 6 tháng đầu năm của CSM và dự báo cả năm của VCSC

	Dự báo trước đây	Dự báo hiện nay	KQ 6T đầu 2013	Tăng trưởng so với cùng kỳ không đổi	6T đầu 2013/Dự báo VCSC
Doanh thu	3,283	3,232	1,527		47%
LN gộp	814	808	397	23%	49%
LN từ hoạt động	523	508	244	31%	48%
LN ròng	296	323	168	54%	52%

Nguồn: CSM, VCSC

Định giá

Phương pháp định giá	PER có trọng số
PER mục tiêu	8 lần
EPS dự phóng 2013	4,563VND
Giá mục tiêu	36,500

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu một chút từ 35.200VND lên 36.500VND sau khi điều chỉnh tăng dự báo EPS lên 4.563VND với doanh thu giảm nhưng bù lại chi phí lãi vay cũng giảm. Chúng tôi giữ nguyên PER mục tiêu là 8 lần đối với cổ phiếu CSM, thấp hơn so với PER của DRC do chúng tôi cho rằng DRC có một số lợi thế cạnh tranh so với CSM từ việc sản xuất các sản phẩm OTR có biên lợi nhuận cao hơn và do cơ cấu sản phẩm của hai doanh nghiệp này có sự khác biệt. Giá mục tiêu của chúng tôi là 36.500VND.

Chúng tôi xin lưu ý rằng giá cổ phiếu CSM đã tăng trong thời gian qua vì hai lý do chính: KQLN Quý 2 ở mức cao như chúng tôi đã dự báo, và CSM được đưa vào chỉ số FTSE. Nhưng do biên lợi nhuận gộp đã đạt đỉnh, và trong 6 tháng cuối năm sẽ không còn yếu tố nào giúp cổ phiếu CSM tăng giá, chúng tôi cho rằng khuyến nghị **NẮM GIỮ** là hợp lý.

Hình 4: Các công ty sản lốp khác trong khu vực

	Quốc gia	GTVH (USD)	PER	P/B	Biên LN gộp 2012	Biên LN ròng 2012	Biên EBITDA 2012	ROE 2012	Biên LN gộp Q1/2013	Biên EBITDA Q1/2013
Aeolus Tyre Co Ltd-A	TQ	500,8	11,7	1,3	17,5	3,1	9,6	12,9	16,2	N/A
Shandong Xingmin Wheel Co-A	TQ	929,0	72,5	3,0	16,8	5,6	13,7	4,1	16,3	N/A
Sailun Co Ltd -A	TQ	604,9	23,3	1,9	9,5	2,3	7,1	8,4	N/A	N/A
Qingdao Doublestar Co Ltd-A	TQ	288,3	80,5	1,1	8,5	0,4	6,4	1,4	9,1	N/A
Guizhou Tyre Co Ltd-A	TQ	402,8	13,9	1,1	14,9	2,0	8,9	5,9	17,4	N/A
Giti Tire Corp-A	TQ	725,3	22,8	5,3	18,6	4,3	17,8	26,4	22,9	N/A
Double Coin Holdings Ltd-A	TQ	1.054,5	26,3	3,5	18,3	2,4	9,0	12,3	13,1	N/A
Trung bình			35,9	2,5	14,9	2,8	10,4	10,2	15,8	N/A
Tvs Srichakra Ltd	Ấn Độ	20,2	4,8	0,9	N/A	2,7	8,9	30,7	N/A	8,0
Mrf Ltd	Ấn Độ	873,5	9,7	2,0	N/A	4,8	10,9	22,5	N/A	N/A
Modi Rubber Ltd	Ấn Độ	8,6	N/A	0,6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Krypton Industries Ltd	Ấn Độ	3,4	163,7	0,4	N/A	0,2	5,7	N/A	N/A	N/A
Jk Tyre & Industries Ltd	Ấn Độ	57,2	1,8	0,4	N/A	-0,5	5,5	-4,0	N/A	9,4
Govind Rubber Ltd	Ấn Độ	4,1	N/A	0,9	N/A	2,8	5,2	N/A	N/A	4,7
Goodyear India Ltd	Ấn Độ	110,1	12,5	2,0	N/A	3,8	N/A	16,8	N/A	N/A
Falcon Tyres Ltd	Ấn Độ	4,8	N/A	0,3	N/A	-5,8	7,6	-22,6	N/A	N/A
Eastern Treads Ltd	Ấn Độ	0,9	5,2	0,4	N/A	1,2	2,7	8,7	N/A	4,1
Dunlop India Ltd	Ấn Độ	4,9	N/A	0,0	N/A	-60,1	-4,7	-1,1	N/A	N/A
Ceat Ltd	Ấn Độ	64,1	21,6	0,6	N/A	0,4	6,1	2,7	N/A	N/A
Balkrishna Industries Ltd	Ấn Độ	325,2	6,0	1,4	N/A	8,9	17,0	27,3	N/A	19,8
Apollo Tyres Ltd	Ấn Độ	487,9	5,1	0,9	N/A	3,4	9,7	15,6	N/A	11,4
Trung bình			25,6	0,8	N/A	-3,2	6,8	9,7	N/A	9,6
Multistrada Arah Sarana Tbk	Indonesia	301,6	N/A	0,8	14,9	0,1	10,8	0,1	14,3	N/A
Goodyear Indonesia Pt	Indonesia	83,9	11,1	1,5	11,3	3,3	17,0	13,4	14,2	19,2
Gajah Tunggal Tbk Pt	Indonesia	635,0	6,6	1,2	19,4	9,0	16,8	22,7	20,9	17,3
Trung bình			8,9	1,2	15,2	4,1	14,9	12,1	16,5	18,2
Nan Kang Rubber Tire Co Ltd	Đài Loan	1.008,0	101,0	2,7	16,5	3,9	7,6	2,0	N/A	N/A
Kenda Rubber Industrial Co	Đài Loan	1.530,9	17,2	3,2	24,1	40,9	14,9	19,1	N/A	N/A
Hwa Fong Rubber Co Ltd	Đài Loan	130,8	N/A	1,5	21,5	-5,9	7,0	-5,3	N/A	N/A
Fu-Chian Tire Co Ltd	Đài Loan	31,2	14,9	1,1	8,5	4,4	6,5	7,4	N/A	N/A
Federal Corporation	Đài Loan	313,0	21,3	1,1	17,3	7,8	11,6	5,0	N/A	N/A
Cheng Shin Rubber Ind Co Ltd	Đài Loan	8.126,9	15,1	3,9	19,6	63,3	11,1	27,7	N/A	N/A
Trung bình			33,9	2,2	17,9	19,1	9,8	9,3	N/A	N/A
Inoue Rubber (Thailand) Pcl	Thái Lan	92,7	7,7	1,7	5,5	1,6	5,3	5,0	12,6	8,3
Goodyear Thailand Pcl	Thái Lan	100,6	N/A	1,0	14,4	25,6	-2,1	28,5	N/A	N/A
Trung bình			7,7	1,4	10,0	13,6	1,6	16,8	12,6	8,3
Cao su Miền Nam	Việt Nam	112,1	7,6	2,1	23,2	8,3	16,6	32,0	N/A	11,6
Cao su Sao Vàng	Việt Nam	16,0	5,4	1,3	15,5	4,4	13,2	20,5	N/A	17,0
Cao su Đà Nẵng	Việt Nam	155,3	9,2	2,7	21,3	11,2	18,0	30,5	24,0	19,7
Trung bình			7,4	2,0	20,0	8,0	15,9	27,7	24,0	16,1

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	701	826	na	na	1527
LN gộp	178	219	na	na	397
Biên LN gộp (%)	25,4%	26,5%	na	na	26,0%
LN từ hoạt động	110	134	na	na	244
Biên LN hoạt động (%)	15,6%	16,3%	na	na	16,0%
LN ròng	68	99	na	na	168
Biên LN ròng (%)	9,7%	12,1%	na	na	11,0%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	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	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	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%

Tham khảo

Hình 5: Sản lượng bán ra hàng tháng của Hiệp Hội Các Nhà Sản Xuất Ô tô Việt Nam (VAMA)

	01/2013	02/2013	03/2013	04/2013	05/2013	YTD
PC	3.282	1.286	2.111	2.578	2.591	11.848
<i>So với cùng kỳ</i>	84%	-28%	-5%	48%	62%	30%
MPV	512	250	627	599	667	2.655
<i>So với cùng kỳ</i>	61%	-45%	61%	58%	86%	140%
SUV	1.051	533	1.165	1.270	1.344	5.363
<i>So với cùng kỳ</i>	72%	-27%	46%	77%	94%	51%
Minibus, bus	567	290	442	412	340	2.051
<i>So với cùng kỳ</i>	103%	-3%	16%	20%	-4%	24%
Truck, pick up & Van	1.818	1.229	3.191	3.041	3.156	12.435
<i>So với cùng kỳ</i>	50%	-55%	-15%	12%	23%	-4%
Khác	133	91	112	101	112	549
<i>So với cùng kỳ</i>	87%	-31%	-40%	1%	-21%	-13%
Tổng cộng	7.363	3.679	7.648	8.001	8.210	34.901
<i>So với cùng kỳ</i>	72%	-40%	-1%	33%	44%	17%

Nguồn: VAMA

Báo cáo tài chính

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
KQLN				
Doanh thu thuần	3.044	3.232	4.436	5.035
- Giá vốn hàng bán	(2.337)	(2.424)	(3.409)	(3.862)
Lợi nhuận gộp	707	808	1.027	1.173
- Chi phí bán hàng	(109)	(97)	(133)	(151)
- Chi phí quản lí DN	(161)	(203)	(279)	(316)
LN thuần HĐKD	437	508	615	705
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	(0)	(16)	(18)	(18)
- Lợi nhuận khác	(22)	0	0	0
Lợi nhuận khác	415	492	597	687
- Chi phí lãi vay	(77)	(62)	(124)	(111)
Lợi nhuận trước thuế	337	430	473	576
- Thuế TNDN	(84)	(108)	(118)	(144)
LNST	254	323	355	432
- Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST cổ đông CT Mẹ	254	323	355	432
EBITDA	485	581	752	842
Số CP lưu hành (triệu)	65	67	67	67
EPS	3.894	4.796	5.272	6.421

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	4,1%	6,2%	37,2%	13,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	237,8%	16,1%	21,1%	14,7%
Tăng trưởng EBIT	226,2%	18,7%	21,4%	15,0%
Tăng trưởng EPS	469,7%	23,2%	9,9%	21,8%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,2%	25,0%	23,2%	23,3%
Tỷ suất LNST	8,3%	10,0%	8,0%	8,6%
ROE %	32,0%	29,7%	25,7%	24,3%
ROA %	15,1%	13,4%	11,4%	12,5%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	120,6	123,3	103,2	113,5
Số ngày phải thu	34,7	35,9	30,0	32,6
Số ngày phải trả	12,1	13,1	10,3	11,4
TG luân chuyển tiền	143,2	146,1	122,8	134,8

Chỉ số TK/dồn bẫy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,9	1,8	2,0	2,1
CS thanh toán nhanh	0,7	0,8	0,8	0,9
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,3	0,2	0,2
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	1,2	0,8	0,6
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	5,4	7,9	4,8	6,2

Tỷ đồng	Thực tế 2012	2013	Dự báo 2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	30	263	235	252
+ Đầu tư TC ngắn hạn	2	2	2	2
+ Các khoản phải thu	329	307	422	479
+ Hàng tồn kho	837	801	1.126	1.276
+ Tài sản ngắn hạn khác	116	166	166	166
Tổng tài sản ngắn hạn	1.314	1.540	1.951	2.175
+ 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	2.984	3.251	3.637
+ Phải trả ngắn hạn	94	80	113	128
+ Vay và nợ ngắn hạn	381	581	581	581
+ Phải trả ngắn hạn khác	201	213	292	332
Nợ ngắn hạn	675	874	986	1.041
+ 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	1.779	1.691	1.646
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	585	673	673	673
+ LN chưa phân phối	382	532	886	1.318
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	967	1.204	1.559	1.991
Tổng cộng nguồn vốn	1.847	2.984	3.251	3.637

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	43	30	263	235
Lợi nhuận sau thuế	254	323	355	432
+ Khấu hao lũy kế	69	89	154	155
+ Điều chỉnh	(16)	0	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	(133)	7	(328)	(152)
Tiền từ hoạt động KD	174	418	181	435
+ 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)	233	(29)	17
Tiền cuối năm	30	263	235	252

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

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

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Trưởng phòng cao cấp
Tôn Minh Phương, ext 146
phuong.ton@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Ngô Bích Vân, ext 130

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

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

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Chuyên viên, Đặng Văn Pháp, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Tri Định, ext 149

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 Huy Quang
+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
26/08/2013	NĂM GIỮ	35.500	36.500
10/05/2013	MUA	26.800	33.800
06/11/2012	MUA	17.900	21.800