

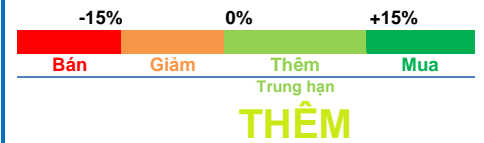
CÔNG TY CỔ PHẦN CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM (HSX: CSM)
Ngô Kinh Luân

Chuyên viên phân tích

Email: luannk@fpts.com.vn

Điện thoại: (84)-8 6290 8686 – Ext: 7595

Giá hiện tại	34.100
Giá mục tiêu	37.200
Tăng/giảm	9%
Tỷ suất cổ tức	3,5%


Diễn biến giá cổ phiếu CSM

Thông tin giao dịch 26/09/2013

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	38.200
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	17.000
Số lượng CP niêm yết (cp)	67.293.205
Số lượng CP lưu hành (cp)	67.292.000
KLGD bình quân 30 phiên(cp)	465.260
% sở hữu nước ngoài	13,25%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	672,93
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.301
Vốn hóa thị trường (USD)	109 triệu

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần công nghiệp Cao su Miền Nam
Địa chỉ	146 Nguyễn Biểu, Phường 2, Quận 5, Tp.HCM
Doanh thu chính	Kinh doanh xăm lốp
Chi phí chính	Sản xuất xăm lốp
Lợi thế cạnh tranh	Thương hiệu và chất lượng lốp xe máy, xe ô tô tải nhẹ

Rủi ro chính: Biến động giá cao su

Danh sách cổ đông Tỷ lệ (%)

Vinachem	51%
Quỹ tầm nhìn SSI	3,88%
FTIF- Templeton Frontier Markets Fund	3,75%
Deutsche Bank AG London	3,97%
Ban điều hành	1,06%
Khác	36,34%

Tóm tắt báo cáo

LNTT 8 tháng đạt 295 tỷ đồng, vượt 7,27% so với KH2013 (275 tỷ đồng). Theo đó, tỷ suất LNTT/doanh thu trong 8 tháng qua đạt mức 14%.

Tổng doanh thu ước tính cho cả năm khoảng 3.192-3.204 tỷ đồng, đạt 98% kế hoạch. LNTT năm nay sẽ đạt mức 404-415 tỷ đồng. EPS ước tính cho năm nay là 4.507-4.630 đồng.

Nhà máy Radial đang trong giai đoạn lắp ráp, tháng 10/2013 sẽ chạy thử, đến tháng 3/2014 sẽ cho ra sản phẩm. Dự án đưa vào hoạt động trễ khoảng 3 tháng do công đoạn lắp ráp bị chậm so với kế hoạch.

Sang năm 2014, nhà máy radial đi vào hoạt động công ty phải trích khấu hao lớn dẫn đến lợi nhuận gộp 2014 sẽ giảm mạnh, ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân giai đoạn 2014-2017 chỉ đạt mức 17% thấp hơn mức 23% của giai đoạn 2012-2013.

Trong 5 năm tới 2013-2017, nhờ đóng góp từ dự án radial, dự báo doanh thu tăng trưởng 17%/năm. Từ 2017 trở đi, khi giai đoạn 2 và 3 của dự án đi vào hoạt động, doanh thu ước tính đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 8%/năm. Tăng trưởng dài hạn chúng tôi ước tính cho CSM là 5%/năm.

Trong thời gian tới, nếu theo đúng kế hoạch đầu tư nhà máy radial toàn thép thì CSM phải thực hiện tăng vốn đối ứng phục vụ cho nhu cầu vay vốn đầu tư. Dự kiến mỗi năm tăng khoảng 15-20%.

Khuyến nghị:

Với giá hiện tại là 34.100 đồng, EPS forward 2013 ước tính là 4.507-4.630 đồng thì P/E forward vào khoảng 7,5x cho thấy mức giá hiện tại đã phản ánh khá sát với mức P/E chiết khấu so với khu vực (7,7x).

Nhờ chi phí đầu tư giai đoạn 1 giảm khoảng 200 tỷ đồng, chi phí lãi vay giảm, giá cao su giảm khoảng 19% so với báo cáo lần đầu (03/01/2013) giúp tăng tỷ suất lợi nhuận của dự án và của cả công ty. Vì vậy chúng tôi nâng mức giá mục tiêu theo FCFF từ 30.500 đồng lên **37.200 đồng** trong báo cáo định giá lần này. Xét theo mức giá này thì P/E sẽ ở mức 8,0x, cao hơn 9% so với giá thị trường hiện tại. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư có thể mua **THÊM** đối với cổ phiếu này.

Các chỉ tiêu dự phóng

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	Triệu đồng	3.043.814	3.192.488	4.227.462	4.891.059	5.358.820	5.929.624
LN gộp	Triệu đồng	707.173	753.430	748.226	813.833	878.832	1.054.900
LNST	Triệu đồng	253.080	303.272	218.890	237.314	269.156	367.344
EPS	Đồng	4.325	4.507	3.253	3.526	4.000	5.459
DPS	Đồng	1.071	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
DPS/EPS	%	25%	27%	37%	34%	30%	22%
Tăng trưởng doanh thu	%		5%	32%	16%	10%	11%
Tăng trưởng LN gộp	%		7%	-1%	9%	8%	20%
Tăng trưởng LNST	%		20%	-28%	8%	13%	36%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	23%	24%	18%	17%	16%	18%
ROE	%	32%	28%	18%	17%	17%	20%
ROA	%	15%	12%	7%	8%	9%	10%
P/E	Lần	5,8	7,7				
P/B	Lần	1,2	2,0				

Nguồn: FPTS dự báo

Kết quả định giá theo FCFF và P/E
FCFF

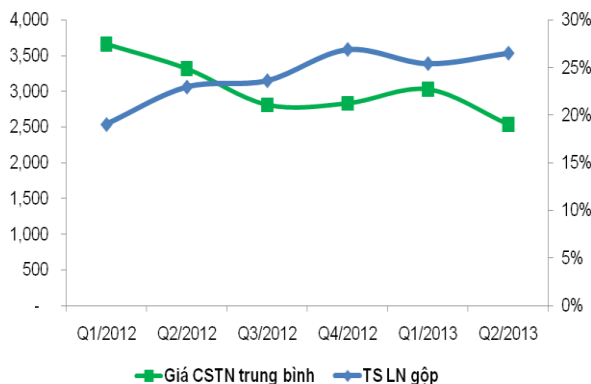
Cơ sở định giá	Diễn giải
Tăng trưởng 2013-2017	17%
Tăng trưởng 2017-2023	8%
Tăng trưởng dài hạn	5%
Phần bù rủi ro thị trường	11,63%
Rf: Lãi suất phi rủi ro	9,87%
β: Beta	1,34
WACC	14,6%
Giá	37.200

P/E

Phương pháp/mô hình	Cập nhật
P/E forward	7,7
EPS dự báo	4.507-4.630
Giá	34.700-35.650

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Tương quan giá CSTN và TS lợi nhuận gộp



Một số điểm nổi bật trong kết quả kinh doanh 8 tháng 2013

Chỉ tiêu	6T2013	8T2013	%KH2013
Doanh thu thuần	1.527	2.079	63,93%
LNTT	223	295	107,27%

Kết thúc 8 tháng công ty đạt doanh thu 2.079 tỷ đồng, đạt 63,93% KH2013 (3.252 tỷ đồng).

LNTT 8 tháng đạt 295 tỷ đồng, vượt 7,27% so với KH2013 (275 tỷ đồng). Theo đó, tỷ suất LNTT/doanh thu trong 8 tháng qua đạt mức 14%.

Các yếu tố giúp công ty đạt kết quả khả quan trên là: (1) Sản lượng xuất khẩu sầm lốp ô tô tăng 27%, sầm lốp xe máy tăng 42%; sản lượng tiêu thụ nội địa sầm lốp ô tô tăng 21%, sầm lốp xe máy tăng 11% so với cùng kỳ, (2) Giá cao su nguyên liệu trong 8 tháng đầu năm nay giảm 19% so với cùng kỳ 2012, giúp giảm giá thành sản xuất, (3) Chi phí lãi vay giảm cùng với việc cải thiện mạnh mẽ trong chính sách quản lý chi phí của công ty.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013

Chỉ tiêu	KH2013	2013E	% KH 2013	% so với 2012
Doanh thu thuần	3.252	3.192	98%	105%
LNTT	275	404	147%	120%

Trong 4 tháng còn lại của năm nay, chúng tôi ước tính công ty có khả năng đạt từ 278-280 tỷ đồng doanh thu mỗi tháng. Qua đó, tổng doanh thu ước tính cho cả năm vào khoảng 3.192-3.204 tỷ đồng, tương ứng sẽ đạt 98% kế hoạch. LNTT có khả năng sẽ tiếp tục tăng trưởng do giá thành cao su thấp, tỷ suất lợi nhuận gộp cao. Với mức tỷ suất LNTT/doanh thu như 8 tháng đầu năm (11-13%), chúng tôi ước tính LNTT năm nay sẽ đạt mức 404-415 tỷ đồng. Với mức lợi nhuận này EPS ước tính cho năm nay là 4.507-4.630 đồng.

Cập nhật dự án nhà máy Radial



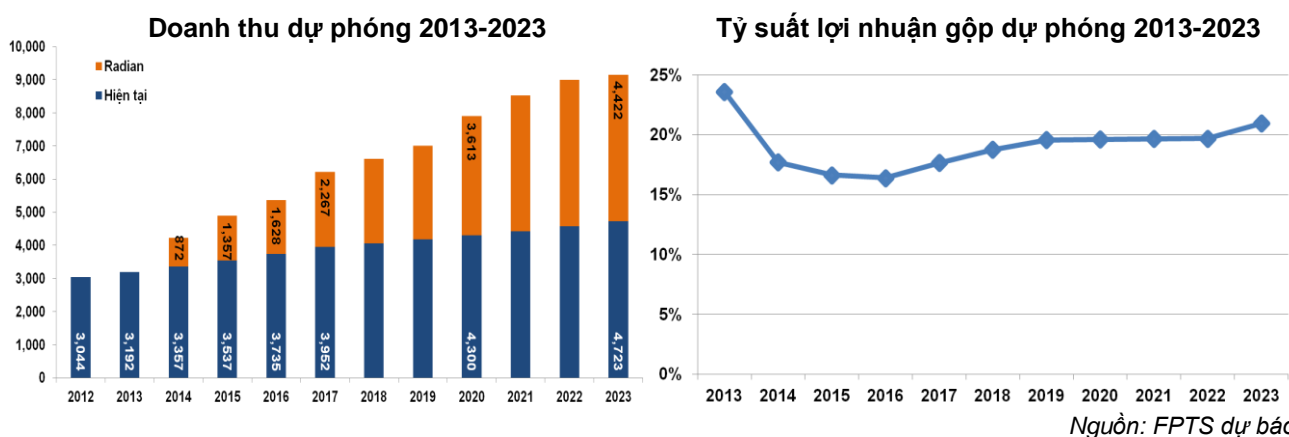
Nhà máy Radial đang trong giai đoạn lắp ráp, tháng 10/2013 sẽ chạy thử máy móc, đến tháng 3/2014 sẽ cho ra sản phẩm. Dự án bị chậm khoảng 3 tháng do công đoạn lắp ráp bị chậm so với kế hoạch.

Theo dự toán tổng đầu tư cho giai đoạn 1 (350.000 lốp radial) là 1.537 tỷ đồng. Đến nay đã ký hợp đồng với các gói thầu của nhà máy là 1.250 tỷ đồng. Đã giải ngân 900 tỷ đồng, trong đó vay ngân hàng là trên 550 tỷ đồng.

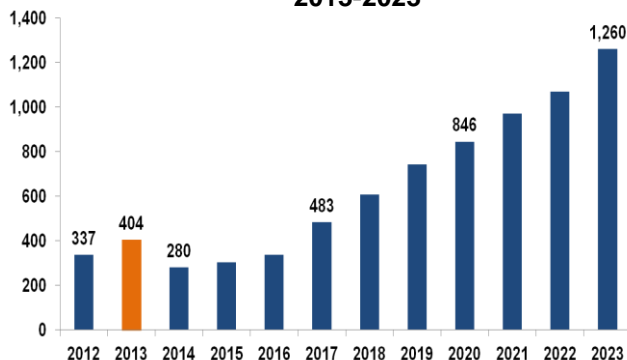
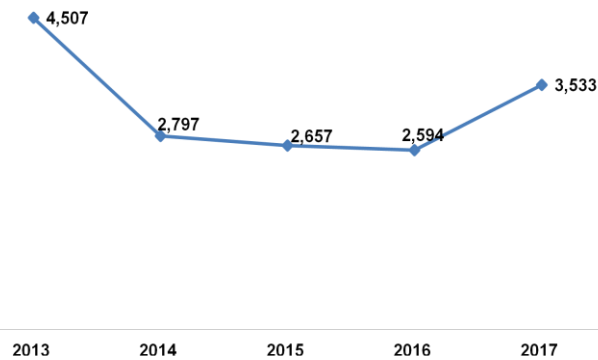
Công nghệ nhà máy: sử dụng máy móc, thiết bị từ Trung Quốc theo công nghệ của Ý. Về lâu dài CSM định hướng phát triển mạnh dòng lốp radial cho xe tải nặng do nhu cầu lớn và tỷ suất lợi nhuận cao.

Lốp do CSM sản xuất được thiết kế lại để phù hợp với điều kiện môi trường sử dụng và đặc thù đường giao thông tại Việt Nam vì vậy giá thành sẽ tăng. Tuy nhiên để cạnh tranh với hàng ngoại nhập, trong giai đoạn 1 công ty chấp nhận bán giá thấp, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ vào khoảng 10-15% và tăng dần theo công suất nhà máy trong từng giai đoạn tiếp sau đó. Với chất lượng đảm bảo, mức giá hợp lý và chế độ bảo hành riêng biệt và linh hoạt sẽ là các yếu tố tạo ra lợi thế cạnh tranh giữa CSM với những nhà sản xuất nước ngoài.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ



Chỉ tiêu	Báo cáo lần đầu	Cập nhật	Diễn giải
Tăng trưởng doanh thu			
2013-2017	13%	17%	Kế hoạch tiêu thụ và khai thác công suất giai đoạn 1 được đẩy nhanh từ 3,5-4 năm xuống còn 3 năm. Vì vậy làm tăng tốc độ tăng trưởng bình quân mỗi năm.
2017-2023	10%	8%	Doanh thu hiện tại dự kiến tăng chậm hơn do (1) Lốp bias sẽ bị thay thế một phần bởi lốp radial làm tăng trưởng giảm còn 3%/năm; (2) Công ty giảm sản lượng sản lốp xe đạp và xe máy, cụ thể: không tăng trưởng xe đạp, tăng trưởng xe máy giảm còn 2-3%/năm. Tập trung đẩy mạnh lốp radial, tăng trưởng bình quân giai đoạn 2017-2023 đạt 9,5%/năm. Nhìn chung làm giảm tăng trưởng chung của cả công ty từ 10%/năm xuống còn 8%/năm.
Tăng trưởng dài hạn	5%	5%	Dựa theo tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ trong nước và khu vực vì vậy giữ nguyên so với ban đầu.
Tỷ suất lãi gộp dài hạn	18%	19-20%	Chi phí đầu tư giai đoạn 1 giảm gần 200 tỷ đồng, làm giảm chi phí khấu hao. Ngoài ra giá nguyên liệu cao su giảm còn 2.700 USD/tấn so với mức 3.000 USD/tấn như dự báo trước đây. Chính 2 điều này làm tăng tỷ suất lãi gộp.

**Lợi nhuận trước thuế dự phóng
2013-2023**

Dự phóng EPS


Nguồn: FPT S dự báo

Chỉ tiêu	Báo cáo lần đầu	Cập nhật	Diễn giải
Tỷ suất LNTT dài hạn	7-9%	10-11%	Nhờ chi phí đầu tư giảm giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp tăng cùng với lãi suất vay của dự án giảm so với ban đầu, cụ thể: USD giảm từ 5,5%/năm về 3,5%/năm. VND giảm từ 15%/năm về mức 11-12%/năm. Đó là lý do chúng tôi tăng mức dự phóng tỷ suất LNTT dài hạn của công ty.
Thuế suất thuế TNDN	25%	25%: 2013 22%: 2014-2015 20% từ 2016 về sau	Theo quy định mới về thuế suất thuế TNDN

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Theo phương pháp FCFF

WACC	Ước tính
Rd: Chi phí nợ	6,8%
T: Thuế suất thuế TNDN (*)	25%
Rf: Lãi suất phi rủi ro	9,87%
β: Hệ số beta	1,34
Rm-Rf: Phần bù rủi ro thị trường	11,63%
Re: Chi phí vốn	25,4%
WACC	14,6%

(*) Thuế suất thuế TNDN là 25% cho năm 2013, 22% cho giai đoạn 2014-2015, 20% từ 2016 trở đi theo quy định mới về thuế TNDN.

Nguồn: FPT S

Chúng tôi sử dụng mô hình 2 giai đoạn: tăng trưởng nhanh và tăng trưởng đều để định giá Casumina. Trong đó giai đoạn tăng trưởng nhanh bao gồm các giai đoạn đầu tư nhà máy của Casumina: 2013-2017 (tăng trưởng 17%/năm) và 2017-2023 (tăng trưởng 8%/năm).

Chúng tôi vẫn giữ nguyên mức dự báo tăng trưởng dài hạn cho Casumina là $g_s = 5\%/năm$ như trong báo cáo lần đầu.

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Chỉ tiêu (triệu đồng)	2013E	2014F	2015F	2016F	2023F		
FCFF	-967.661	410.011	329.733	297.297	1.381.205		
Thời gian dự phóng	10						
Suất chiết khấu (WACC)	14,6						
Hiện giá của dòng tiền (10 năm)	1.535.331						
Giá trị công ty	4.079.550	Số liệu độ nhạy của phương pháp FCFF					
(+) Tiền và các CK ngắn hạn	72.450						
(-) Nợ	1.650.904	WACC / g	6%	5,5%	5%	4,5%	4%
Giá trị vốn chủ sở hữu	2.501.096	16,7%	39.742	38.072	36.519	35.070	33.716
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	15,7%	40.048	38.378	36.824	35.376	34.022
Giá trị vốn chủ sở hữu Công ty mẹ	2.501.096	14,7%	40.390	38.720	37.200	35.718	34.364
Số cổ phiếu LHBQ (CP)	67.294.204	13,7%	40.675	39.005	37.452	36.003	34.649
Giá cổ phiếu	37.200	12,7%	40.997	39.327	37.773	36.325	34.971

Theo phương pháp P/E

Xét các công ty trong khu vực Châu Á có hiệu quả kinh doanh ROE tương đương thì mức P/E bình quân vào khoảng 10x. Tuy nhiên xét về tính rủi ro quốc gia, rủi ro thị trường thì P/E dành cho CSM sẽ được chiết khấu về mức 7,7x. Trong thời gian qua giá CSM đã phản ánh phần nào sự tích cực trong kết quả kinh doanh dự kiến của năm nay. Vì vậy theo chúng tôi đây là mức P/E phù hợp cho CSM đến cuối năm nay.

Với giá hiện tại là 34.200 đồng, EPS forward 2013 ước tính là 4.507-4.630 đồng thì P/E forward vào khoảng 7,5x cho thấy mức giá hiện tại đã phản ánh khá sát với mức chiết khấu so với khu vực.

Tên công ty	Vốn hóa (USD)	PE forward	PE điều chỉnh	ROE 2012	ROE trung bình 5 năm
Trung Quốc					
Giti Tire Corp	722.848.645	18,6	14,0	26,30	17,90
Ấn Độ					
Goodyear India Ltd	107.996.085	8,1	5,9	20,92	24,83
MRF Ltd	844.188.333	6,7	3,7	20,02	31,99
Indonesia					
Gajah Tunggal Tbk PT	676.660.194	6,4	5,9	23,25	18,00
Thái Lan					
Sri Trang Agro Industry PCL	557.568.160	9,0	7,8	14,10	17,66
Inoue Rubber Thailand PCL	90.880.602	8,1	10,2	18,31	12,02
PE ước tính theo trọng số		10,0	7,7		

CẬP NHẬT CÁC DỰ ÁN BẤT ĐỘNG SẢN

Dự án	Hạng mục xây dựng	Tiến độ
180 Nguyễn Thị Minh Khai, Q1	Tòa nhà văn phòng 17 tầng	Xây xong móng cọc, chi phí đầu tư hiện tại là 4 tỷ đồng. Theo thiết kế dự án sẽ là tòa nhà văn phòng bao gồm: 2 hầm, 1 trệt, 14 tầng.
146 Nguyễn Biểu, Q5	Chung cư 20 tầng	Đã đóng tiền quyền sử dụng đất.
9 Nguyễn Khoái, Q4	Khu căn hộ, Trung tâm thương mại	Đã đóng 150 tỷ đồng tiền sử dụng đất. Sẽ tìm đối tác để chuyển nhượng toàn bộ dự án theo chỉ đạo của Tập đoàn Vinachem về thoái vốn đầu tư ngoài ngành.
504 Nguyễn Tất Thành, Q4	Khu căn hộ	Đang làm thủ tục chuyển đổi Quyền sử dụng đất.
2/3 Kha Vạng Cân, Q.Thủ Đức	Khu căn hộ	Đang lên kế hoạch.
384 Kha Vạng Cân, Q.Thủ Đức	Khu căn hộ	Đang lên kế hoạch.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Phương pháp	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
03/01/2013	FCFF&PE	MUA	23.100	28.200
24/09/2013	FCFF	THÊM	34.200	37.200

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ
Đánh giá về giá trị cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 15%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo tiếp theo nếu có thay đổi.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm giữ 111 cổ phiếu CSM và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888