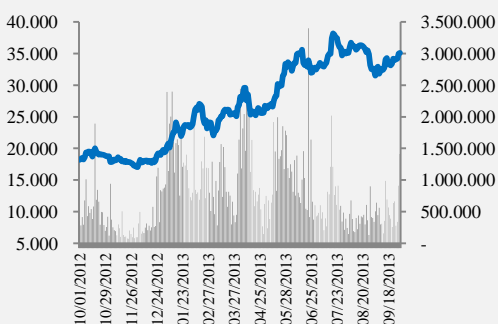


CSM [HSX]
NEUTRAL
Giá mục tiêu*
36.100 VNĐ/CP
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (01/10/2013)	VND	35.100
Chênh lệch **	%	2,8%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	2.362
Số cp lưu hành	Triệu cp	67,3
Free-float	Triệu cp	29,3
Giá trị công ty	Tỷ đồng	2.715
Diễn biến (30 ngày)	%	11,43%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	542.737
Lĩnh vực	Săm lốp	

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	11,43%	6,54%	87,76%
Vs VN- index	7,02%	5,15%	62,05%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3 9146888

leduykhanh@baoviet.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị “**NEUTRAL**” cổ phiếu CSM, với giá mục tiêu 36.100 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE, tương ứng với P/E forward năm 2013 là 7,5 lần. Với giá nguyên liệu liên tục giảm cùng với lãi suất giảm và việc tái cơ cấu trong sản xuất thì dự báo CSM có thể đạt được kết quả kinh doanh khá ấn tượng trong năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng triển vọng năm 2013 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại. Nhà đầu tư có thể đợi những thông tin tích cực hơn từ dự án Radial và xu thế diễn biến giá cao su thế giới trong Q1&Q2 2014 cho các quyết định đầu tư dài hạn.

Trong tháng 7&8, CSM chỉ giảm giá bán trung bình 3~5% tùy từng mặt hàng, trong khi đó giá cao su đầu vào giảm 19% so với cùng kỳ, giúp cải thiện đáng kể biên lợi nhuận gộp so với cùng kỳ.

Trong **8 tháng**, với sản lượng tiêu thụ tăng, giá bán giảm, biên lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ, **công ty đã hoàn thành 67% kế hoạch doanh thu năm và vượt 18% kế hoạch lợi nhuận 2013.**

Nhà máy lốp radial vận hành trễ hơn dự kiến, sẽ chạy thử vào cuối năm 2013 và có sản phẩm thương mại Q114. Hiện CSM đang đàm phán với đối tác để ký hợp đồng gia công bán thành phẩm. Dự kiến sẽ cung cấp 1.000 tấn/tháng trong năm 2014 với doanh thu khoảng 40 tỷ đồng/ngàn tấn.

Triển vọng quý và 2013: Lợi nhuận gộp biên 2H13 dự báo giảm nhẹ so với 1H13, tuy nhiên vẫn ở mức cao. Với các chi phí khác không thay đổi nhiều cùng với không có những khoản lợi nhuận đột biến khác thì chúng tôi dự báo Q313 CSM đạt 827,2 tỷ doanh thu thuần, LNTT đạt 105,5 tỷ đồng. Cả năm 2013 ước đạt 3.182 tỷ đồng doanh thu thuần và 434,4 tỷ đồng LNTT, vượt 2,6% kế hoạch doanh thu và vượt 73,7% kế hoạch LNTT. EPS 2013 dự phóng đạt 4.841 đồng/cp. Với giá CSM ngày 01/10/13 là 35.100 đồng/cp thì P/E 2013 tương ứng 7,3 lần.

Year end 31 Dec		2009	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	Bil VND	2.496	2.700	2.924	3.044	3.182
EBIT	Bil VND	350	199	129	437	483
EBITDA	Bil VND	433	259	183	499	552
LNST	Bil VND	291	141	39	254	326
EPS	VND	11.626	3.335	929	4.339	4.841
Tăng trưởng EPS	%	2492,4%	-71,3%	-72,1%	366,9%	11,6%
P/E	x	3,02	10,53	37,77	8,09	7,25
Suất cổ tức	x	0,0%	6,0%	0,0%	4,5%	0,0%
P/B	%	1,58	2,20	2,40	2,12	2,06
ROE	%	70,5%	22,9%	6,1%	32,0%	30,8%
Nợ vay/VCSH	%	1,09	0,75	1,46	0,91	1,47

(Nguồn: BCTC CSM)

Stt.	Chỉ tiêu	TH 2012	KH 2013	TH 6T13	TH 6T12	yoy	% KH	TH 8T13	% KH	2013F	yoy	%KH
1	DTT	3.044	3.100	1.528	1.521	0,4%	49,3%	2.079	67%	3.182	4,5%	102,6%
2	LNTT	337	250	223	145	53,6%	89,3%	295	118%	434	28,8%	173,7%
3	LNST	254	188	169	109	54,1%	89,9%	223	119%	326	28,3%	173,7%

KẾT QUẢ KINH DOANH 1H13

Sản lượng tiêu thụ tăng tuy nhiên giá bán giảm tương ứng, do đó doanh thu tương đương cùng kỳ. Trong kỳ, giá bán của CSM giảm khoảng từ 3-5% yoy tùy mặt hàng. CSM đạt 1.528 tỷ đồng doanh thu thuần, hoàn thành 49,3% kế hoạch.

Kết thúc 1H13 CSM đạt 168,6 tỷ đồng LNST, hoàn thành 89,9% kế hoạch 2013. LNST tăng mạnh 54,1% yoy nhờ một số yếu tố sau:

- Lợi nhuận gộp biên được cải thiện đáng kể, tăng từ 21,18% (1H12) lên 26,03% (1H13) nhờ hầu hết các nguyên liệu đầu vào đã giảm mạnh so với cùng kỳ. Trong đó, nguyên liệu chính là cao su tự nhiên và tổng hợp giảm đáng kể 19% so với cùng kỳ.
- Thu nhập bất thường khác bao gồm:
 - Thoái 619.460 cổ phiếu PHR, ghi nhận 1,9 tỷ đồng lợi nhuận.
 - Giải thể liên doanh Yokohama, ghi nhận 14,6 tỷ đồng lợi nhuận.
- Chi phí lãi vay giảm 53% yoy từ 45,4 tỷ (1H12) còn 21,3 tỷ (1H13). Nhờ hoạt động kinh doanh thuận lợi nên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khá tốt, từ đó CSM có thể giảm đáng kể các khoản vay ngắn hạn kể từ cuối năm 2012 và giữ ở mức thấp suốt 1H13 dù hàng tồn kho luôn ở mức cao. Mặt khác lãi suất trong 1H13 giảm so với cùng kỳ và chi phí lãi vay liên quan đến dự án Radial được vốn hòa toàn bộ cũng góp phần làm giảm lãi vay của CSM trong kỳ.
- Chi phí quản lý trong kỳ tăng mạnh 49,5% yoy do 2 yếu tố chính: i, trích quỹ Phát Triển Khoa Học Công Nghệ 16 tỷ đồng trong Q213. ii, một số chi phí quản lý chung liên quan đến dự án Radial được ghi nhận vào chi phí quản lý trong kỳ.

KẾT QUẢ KINH DOANH 8T13

CSM công bố 8 tháng đầu năm 2013 công ty đạt 2.079 tỷ đồng doanh thu thuần, tương đương so với cùng kỳ, hoàn thành 67% kế hoạch năm 2013. Trong tháng 7, 8, CSM tiếp tục giảm giá bán các sản phẩm từ 3-5% tùy mặt hàng so với 6 tháng đầu năm 2013, tuy nhiên doanh thu trong 8 tháng đầu năm 2013 vẫn duy trì nhờ sản lượng tiêu thụ khá tích cực. Sản lượng lốp xe đạp đã tăng 6%, săm xe đạp tăng 1%, lốp xe máy tăng 1%, săm xe máy tăng 10%, lốp ô tô tăng 2%, săm ô tô tăng 32%, yếm ô tô tăng 31% so với cùng kỳ.

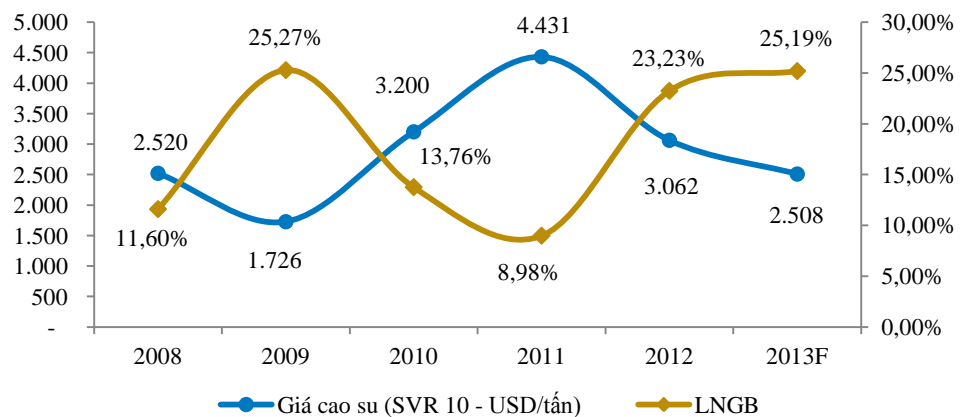
Doanh thu xuất khẩu khá tốt, đạt 581 tỷ đồng, tăng khoảng 8% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận trước thuế đạt 295 tỷ đồng, vượt 18% kế hoạch 2013.

TRIỂN VỌNG 2H13 và 2013

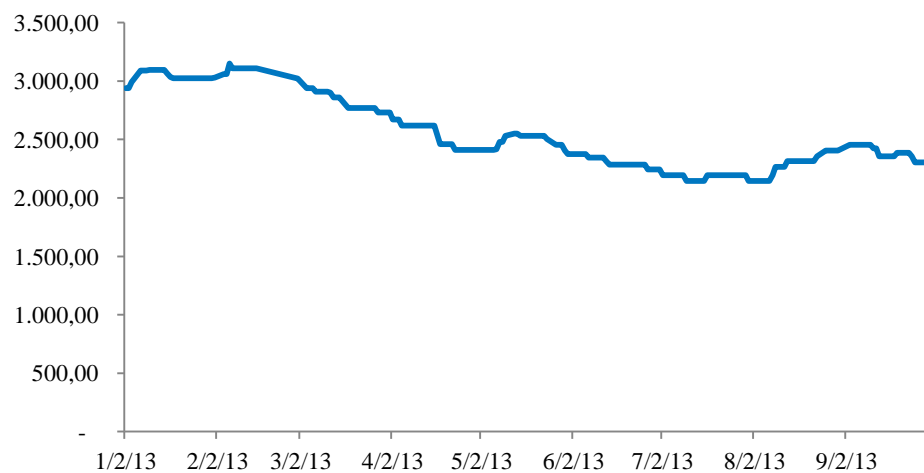
Lợi nhuận gộp biên 2H13 dự báo giảm so với 1H13, tuy nhiên vẫn ở mức cao. Giá cao su tự nhiên SVR10 liên tục giảm kể từ mức 3000 USD/tấn đầu năm 2013 và tạo đáy ở mức 2145 USD/tấn vào đầu tháng 8 trước khi tăng trở lại trong tháng 8 và tháng 9 do lo ngại về chiến tranh ở Syria. Giá cao su SVR10 trung bình Q313 đạt 2286 USD/tấn, giảm nhẹ 6,6% so với quý trước và giảm 15,5% so với cùng kỳ. Với áp lực nguồn cung cao su tự nhiên khá lớn vào quý 4 do vào mùa thu hoạch thì giá cao su dự báo sẽ giảm trở lại. Tuy nhiên, với việc chủ động giảm giá bán kể từ đầu Q313 khoảng từ 3%-5% tùy mặt hàng nhằm tăng tính cạnh tranh và đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ thì LNGB 2H13 dự báo đạt 24,4%, giảm so với mức 26% trong 1H13.

Biến động giá cao su và LNGB của CSM



(Nguồn: CSM, VRA, BVSC tổng hợp)

Giá cao su SVR 10



(Nguồn: VRA)

Với các chi phí khác không thay đổi nhiều cùng với không có những khoản lợi nhuận đột biến khác thì chúng tôi dự báo Q313 CSM đạt 827,2 tỷ doanh thu thuần, LNTT đạt 105,5 tỷ đồng. Cả năm 2013 ước đạt 3.182 tỷ đồng doanh thu thuần và 434,4 tỷ đồng LNTT, vượt 2,6% kế hoạch doanh thu và vượt 73,7% kế hoạch LNTT. EPS 2013 dự phóng đạt 4.841 đồng/cp. Với giá CSM ngày 01/10/2013 là 35.100 đồng/cp thì P/E 2013 tương ứng 7,3 lần.

CẬP NHẬT TIẾN ĐỘ DỰ ÁN RADIAL

Tính đến cuối tháng 8, CSM giải ngân được khoảng 1.250 tỷ/tổng vốn đầu tư cho giai đoạn 1 là 1.500 tỷ đồng.

Dự kiến nhà máy sẽ được chạy thử vào cuối năm 2013 và có sản phẩm thương mại trong quý 1 năm 2014. Công suất vận hành trong năm 2014 khoảng 50% công suất thiết kế giai đoạn 1, tương ứng với 175.000 lốp/năm.

Chiến lược cạnh tranh đối với sản phẩm lốp Radial CSM định hướng là: sản phẩm đặc thù với thị trường Việt Nam, chất lượng, chế độ hậu mãi tốt và giá hợp lý.

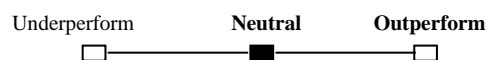
Hiện CSM đang đàm phán với đối tác để ký hợp đồng gia công bán thành phẩm. Dự kiến sẽ cung cấp 1.000 tấn/tháng trong năm 2014 với doanh thu khoảng 40 tỷ đồng/ngàn tấn. Hoạt động này có thể giảm phần nào gánh nặng chi phí lãi vay và khấu hao cho CSM trong những năm đầu chưa hoạt động hết công suất.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị “**NEUTRAL**” cổ phiếu CSM, với giá mục tiêu 36.100 đồng/cổ phiếu theo phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE, tương ứng với P/E forward năm 2013 là 7,5 lần. Với giá nguyên liệu liên tục giảm cùng với lãi suất giảm và việc tái cơ cấu trong sản xuất thì dự báo CSM có thể đạt được kết quả kinh doanh khá ấn tượng trong năm 2013. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng triển vọng năm 2013 đã được phản ánh vào giá cổ phiếu hiện tại. Nhà đầu tư có thể đợi những thông tin tích cực hơn từ dự án Radial và xu thế diễn biến giá cao su thế giới trong Q1&Q2 2014 cho các quyết định đầu tư dài hạn.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	7/2012	15.900	NEUTRAL
Báo cáo cập nhật	4/2013	38.600	OUTPERFORM
Báo cáo cập nhật	10/2013	36.100	NEUTRAL

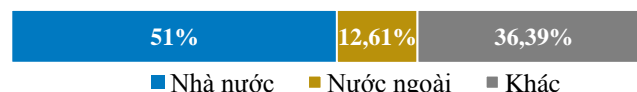
BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	2.699.653	2.923.837	3.043.815
Lợi nhuận gộp	371.448	262.627	707.116
EBITDA	298.047	194.002	484.141
Khấu hao	75.098	66.846	69.343
EBIT	222.949	127.156	414.798
Lợi nhuận trước thuế	185.319	51.236	337.434
Chi phí thuế	44.422	11.972	83.550
Cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận ròng	140.897	39.264	253.884
EPS	3.335	929	4.339

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	63.239	42.504	30.416
Khoản phải thu	280.042	284.904	420.782
Hàng tồn kho	451.968	707.032	836.647
Khác	4.308	25.185	24.295
Tài sản ngắn hạn	829.556	1.059.626	1.314.039
Tài sản cố định	294.032	415.022	482.162
Đầu tư dài hạn	55.782	45.966	47.783
Khác	1.917	2.271	3.067
Tổng tài sản	1.181.287	1.522.885	1.847.051
Nợ phải trả	505.809	903.956	880.293
Vay ngắn hạn	288.705	597.029	381.135
Khoản phải trả	53.283	61.086	93.503
Khác	96.029	72.179	190.012
Nợ ngắn hạn	455.724	751.193	675.170
Nợ dài hạn	45.967	150.588	201.342
Nợ khác	4.118	2.176	3.780
Tổng nợ	505.809	903.956	880.293
Nguồn vốn chủ sở hữu	675.478	618.929	966.758
Lợi nhuận cổ đông tối thiểu	-	-	-

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ	Tính đến ngày
Vinachem	34.321.980	51%	17/07/2013
Deutsche Bank AG London	2.673.867	3,97%	09/09/2013
Quỹ Tầm nhìn SSI	2.610.015	3,88%	17/07/2013

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(32.577)	(291.156)	(132.902)
Dòng tiền từ HĐKD	145.336	(208.255)	169.139
Tiền chi mua sắm, xây dựng	(32.330)	(191.030)	(189.465)
Dòng tiền tự do	177.666	(17.225)	358.604
Thay đổi trong VCSH	172.498	0	162.679
Thay đổi trong nợ	1.724.635	2.558.366	2.034.691
Cổ tức phải trả	(172.498)	(84.500)	(62.679)
Dòng tiền ròng	16.749	(21.694)	(12.094)
Tiền mặt đầu kỳ	46.047	63.239	42.504
Tiền mặt cuối kỳ	63.239	42.504	30.416

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	11,0%	6,6%	15,9%
Biên lợi nhuận hoạt động	6,5%	1,4%	11,0%
Biên lợi nhuận ròng	5,2%	1,3%	8,3%
ROAA	12,0%	2,9%	15,1%
ROEA	22,9%	6,1%	32,0%
Tăng trưởng doanh thu	8,1%	8,3%	4,1%
Tăng trưởng LNST	-44,4%	-72,4%	558,6%
Tăng trưởng doanh thu /cp	-36,0%	8,3%	-24,8%
Tăng trưởng EPS	-71,3%	-72,1%	366,9%
Tăng trưởng tổng tài sản	1,6%	28,9%	21,3%
Tỷ số thanh toán lãi vay	3,92	(0,33)	3,36
Nợ trên tổng tài sản	0,43	0,59	0,48
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0,75	1,46	0,91
Doanh thu/tài sản	2,29	1,92	1,65
Capex/Doanh thu	0,03	0,02	0,02
EPS cơ bản (VND)	3.335	929	4.339
EBITDA mỗi cp (VND)	5.273	998	5.629
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	4.083	2.000	1.071
Giá trị sổ sách (VND)	15.988	14.649	16.521

CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999

