

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU SAO VÀNG (Mã CK: SRC – HoSE)**Thông tin chung**

Tên công ty: Công ty Cổ phần Cao su Sao Vàng

Ngành nghề: Săm lốp

Trụ sở: Số 231 đường Nguyễn Trãi, phường
Thượng Đình, quận Thanh Xuân, Hà Nội

Điện thoại: 043.858 3656

Fax: 043 8583644

Vốn điều lệ: 108,000,000,000 đồng

Tên cổ phiếu: Cổ phiếu Công ty cổ phần Cao su
Sao Vàng

Loại cổ phiếu: Cổ phiếu phổ thông

Tổng khối lượng niêm yết: 10,800,000 cổ phiếu

Tổng giá trị niêm yết: 108,000,000,000 đồng

Giá chào sàn: 42,000 đồng/CP

Ngày niêm yết chính thức: 07/10/2009

Chỉ tiêu cơ bản

EPS trailing: 2,741 đồng/CP

EPS forward: 6,481 đồng/CP

Giá trị sổ sách (ngày 30/06/2009): 16,264 đồng

Tóm tắt những nét chính

- Là doanh nghiệp ra đời sớm nhất ngành công nghiệp cao su Việt Nam, sau gần 50 năm phát triển, thương hiệu Cao su Sao Vàng (SRC) đã và đang khẳng định được uy tín với người tiêu dùng khắp cả nước, SRC hiện là một trong 3 doanh nghiệp có thị phần lớn nhất trên thị trường cao su săm lốp nội địa.
- Sau năm 2008 nhiều khó khăn, 6 tháng đầu năm 2009, doanh thu của công ty đã có mức tăng trưởng khá, đạt hơn 52% kế hoạch cả năm, và dự kiến doanh thu cả năm 2009 sẽ tăng trưởng 16%, lợi nhuận sau thuế cả năm là 70 tỷ đồng tương ứng EPS kỳ vọng cuối năm 2009 là 6,481 đồng.
- Các chỉ tiêu tài chính của SRC thấp hơn so với trung bình ngành (*): các chỉ tiêu thanh toán của SRC đang dần cải thiện; cơ cấu nợ tương đối an toàn; các chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản lý tài sản ngắn hạn (hàng tồn kho, khoản phải thu...) ở mức khá song hiệu quả quản lý tài sản cố định và khả năng sinh lợi chưa cao. Trong tương lai, SRC cần tăng hiệu quả quản lý chi phí và quản lý tài sản cố định để tăng hiệu quả sinh lợi.
- Chiến lược phát triển trong tương lai của SRC được đánh giá là phù hợp với nhu cầu thị trường và triển vọng phát triển ngành.
- Phần lớn cổ phiếu SRC thuộc về Tổng Công ty Hóa chất Việt Nam – 51% vốn cổ phần), Cổ đông đặc biệt (HĐQT, BGD...) nắm giữ 2.43% vốn cổ phần.
- Mức giá kỳ vọng cuối năm 2009 của SRC theo phương pháp định giá P/E và P/B nằm trong khoảng từ 51,670 đồng đến 86,844 đồng, mức giá trung bình là 71,772 đồng.

Kết luận

Do quá trình chuyển đổi mô hình cũng như những tác động về khủng hoảng kinh tế trong năm 2008 nên các chỉ tiêu phân tích cơ bản của SRC ở mức trung bình so với ngành nhưng triển vọng trong thời gian tới của SRC được đánh giá là khá tốt. Mức chào sàn 42,000 đồng/cổ phiếu hiện tại là mức giá hấp dẫn và thấp hơn so với mức giá chúng tôi kỳ vọng.

Mọi chi tiết xin liên hệ**Phòng Nghiên cứu – Phân tích:**

212 Trần Quang Khải (1 Lê Phụng Hiểu)

Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Tel: 84.4.9367083 (Ext: 330 – 216)

Fax: 84.4.9367082

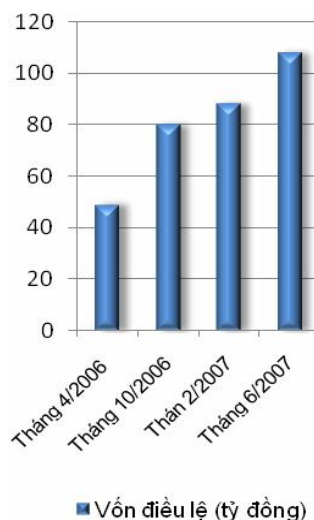
Website: www.wss.com.vn

Email: ppt@wss.com.vn

(*) Hiện tại có 3 DN thuộc lĩnh vực cao su săm lốp đang được niêm yết, chúng tôi nhận thấy đây đều là những doanh nghiệp có thị phần lớn trong ngành công nghiệp cao su săm lốp Việt Nam, do vậy, để so sánh với SRC, chúng tôi tính toán chỉ tiêu trung bình ngành theo hai công ty CSM và DRC.



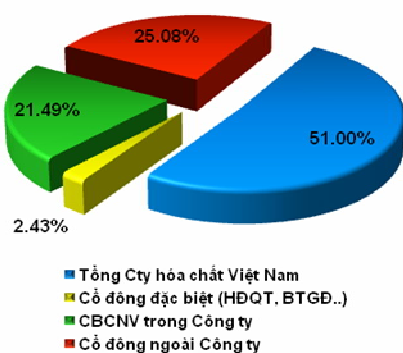
Quá trình tăng vốn điều lệ



(nguồn: SRC)

Cơ cấu cổ đông (tính đến ngày 01/07/2009)

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Tổng Cty hóa chất Việt Nam	51%
Cổ đông đặc biệt (HĐQT, BTGD..)	2.43%
CBCNV trong Công ty	21.49%
Cổ đông ngoài Công ty	25.08%



(nguồn: SRC)

Ban quản trị

Hội đồng quản trị, Ban giám đốc	
	Chức vụ
Ông Nguyễn Gia Tường	Chủ tịch HĐQT
Ông Lê Công An	Tổng Giám đốc
Ông Phạm Quang Rong	Phó Tổng Giám đốc
Ông La Văn Cường	Phó Tổng Giám đốc

(nguồn: SRC)

Lịch sử hình thành và phát triển

Ra đời sớm nhất ngành công nghiệp Việt Nam, Nhà máy Cao su Sao vàng được thành lập ngày 23/05/1960, và được đổi tên thành Công ty Cao su Sao Vàng ngày 27/08/1992.

Ngày 24/10/2005, công ty chính thức hoạt động dưới hình thức Công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 49,048,000,000 đồng. Công ty đã thực hiện tăng vốn điều lệ vào các năm 2006 (tăng lên 80,000,000,000 đồng) và năm 2007 (tăng lên 108,000,000,000).

Ngày 7/10/2009 Công ty Cao su Sao Vàng chính thức niêm yết cổ phiếu tại SGDCK TP Hồ Chí Minh với giá chào sàn là 42,000 đồng/CP.

Hoạt động chính

- Kinh doanh các sản phẩm cao su; Kinh doanh xuất nhập khẩu vật tư thiết bị máy móc, hóa chất phục vụ sản xuất ngành công nghiệp Cao su; chế tạo, mua bán máy móc thiết bị phục vụ ngành Cao su;
- Cho thuê cửa hàng, văn phòng, nhà xưởng kho bãi;
- Mua bán sửa chữa bảo dưỡng ô tô, xe máy và phụ tùng thay thế;
- Mua bán kính mắt thời trang, thiết bị quang học, mua bán hàng điện, điện tử, điện lạnh, điện gia dụng, đồ dùng cá nhân và gia đình;
- Đại lý vé máy bay và các phương tiện vận chuyển khác, vận chuyển hành khách, vận tải hàng hoá, đại lý bán lẻ xăng dầu, đại lý bán, ký gửi hàng hoá, kinh doanh các ngành nghề khác mà pháp luật không cấm.

Sản phẩm chính

- Săm lốp các loại: Lốp ô tô, Lốp xe máy, Lốp xe đạp.
- Cao su Kỹ thuật: Băng tải cao su, phụ tùng cao su kỹ thuật, ống cao su, đệm chống va tàu và trục lô cao su, các sản phẩm cao su kỹ thuật khác.
- Các sản phẩm khác

Chiến lược phát triển

- Công ty đã đặt ra mục tiêu "Luôn luôn là thương hiệu sản xuất lốp xe hàng đầu về chất lượng ở Việt Nam, phấn đấu trở thành thương hiệu mang tầm khu vực và quốc tế" làm mục tiêu phát triển chính.
- Với xu thế phát triển về công nghệ, chất lượng, Công ty cũng thực hiện nghiên cứu hợp tác với các đối tác nước ngoài để sản xuất các sản phẩm mới đạt chất lượng cao, phù hợp với điều kiện sử dụng ở Việt Nam như: Băng tải cường lực cao, lốp ô tô Radian...
- Đối với chiến lược phát triển trung và dài hạn, Công ty dự kiến di dời khu vực sản xuất hiện tại đến địa điểm khác để tận dụng lợi thế diện tích đất 6.3ha, chiều dài mặt tiền theo trục đường chính khoảng 250m tại 231 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội. Hợp tác đầu tư xây dựng thành khu trung tâm thương mại, văn phòng và nhà ở cao cấp sẽ mang lại hiệu quả cao hơn rất nhiều.



Điểm mạnh	Điểm yếu
<p>Ra đời sớm nhất ngành công nghiệp cao su Việt Nam, Cao su Sao Vàng đã trở thành một thương hiệu mạnh đặc biệt tại thị trường phía Bắc. Hiện SRC là một trong 3 Công ty có thị phần lớn nhất trên thị trường cao su sẫm lớp với một hệ thống chi nhánh, đại lý trải dọc đất nước.</p> <p>Sản phẩm đa dạng, có chất lượng cao và phù hợp với người tiêu dùng Việt Nam. Khởi đầu với việc sản xuất sẫm lớp xe đạp, Công ty đã dần mở rộng sản xuất các sản phẩm cao su phù hợp với yêu cầu thực tế và sự phát triển của đất nước như sẫm lớp ô tô, xe máy...</p> <p>Công ty có sản phẩm chuyên biệt, đạt chất lượng cao: SRC là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất sản xuất được lốp máy bay;</p> <p>Có khả năng cạnh tranh với các sản phẩm ngoại nhập bởi các sản phẩm của SRC có chất lượng tốt, mức giá khá cạnh tranh và phù hợp với điều kiện thời tiết Việt Nam.</p> <p>Nằm trong khu vực địa thế đẹp (gần 6,3 ha) của Quận Thanh Xuân, trong tương lai gần Công ty sẽ di dời khu vực sản xuất này tại địa điểm đã định trước và chuyển mục đích sử dụng khu vực này sang lĩnh vực kinh doanh Bất Động Sản dự kiến có lợi nhuận tốt.</p>	<p>Công ty chưa tận dụng được lợi thế sản phẩm chuyên biệt, doanh thu từ lốp máy bay chiếm một tỷ trọng rất nhỏ trong tổng doanh thu;</p> <p>Thị trường xuất khẩu hiện mới được chú trọng triển khai và chưa tạo ra sự tăng trưởng về doanh thu cho công ty.</p>
Cơ hội	Thách thức
<p>Ngành cao su sẫm lớp Việt Nam nói chung và CTCP Cao su Sao Vàng nói riêng có nhiều cơ hội phát triển và cạnh tranh về giá bởi có nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào (<i>Việt Nam có khí hậu thuận lợi để phát triển cây cao su, cao su tự nhiên không chỉ đáp ứng nhu cầu trong nước mà còn có khả năng xuất khẩu</i>) và nguồn lao động rẻ.</p> <p>Nền kinh tế đang trên đà phát triển, nhu cầu về phương tiện đi lại của người dân liên tục tăng, kéo theo nhu cầu về các sản phẩm sẫm lớp;</p> <p>Chính sách cho vay bù lãi suất của Chính phủ đã và đang tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất – đặc biệt là những doanh nghiệp tận dụng đòn bẩy tài chính như SRC.</p>	<p>Là một doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất – kinh doanh, do đó, biến động giá cả các nguyên vật liệu đầu vào đặc biệt là những nguyên liệu phải nhập khẩu sẽ ảnh hưởng đến việc thực hiện kế hoạch lợi nhuận của Công ty;</p>

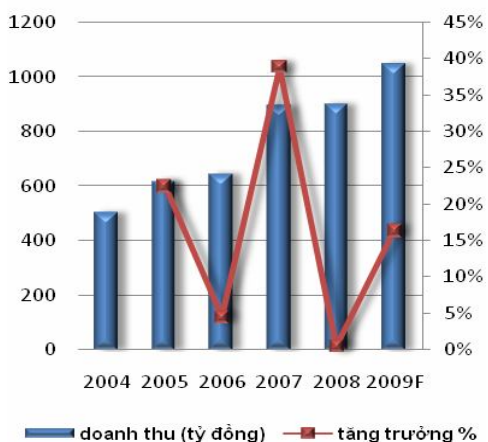


Thị phần CTCP Cao su sao vàng

Sản phẩm	Thị phần trên toàn quốc
Săm, yếm, lốp ô tô	khoảng 30%
Săm, lốp xe đạp	khoảng 40%
Săm, lốp xe máy	khoảng 25%

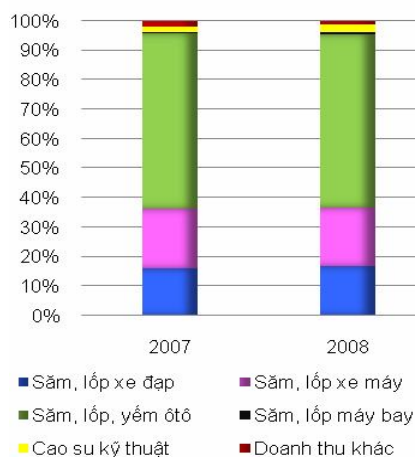
(nguồn: SRC)

Tăng trưởng doanh thu



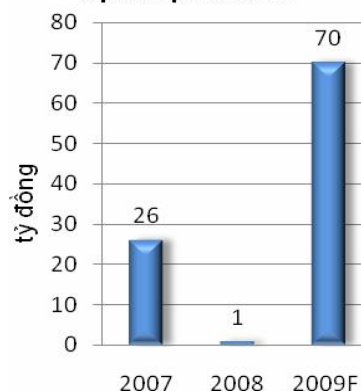
(nguồn: SRC)

Cơ cấu doanh thu



(nguồn: SRC)

Lợi nhuận sau thuế



(nguồn: SRC)

Hoạt động sản xuất – kinh doanh

Thị phần

Với ưu thế là doanh nghiệp ra đời đầu tiên trong ngành công nghiệp cao su Việt Nam, hiện tại, Công ty Cao su Sao vàng đã chiếm được thị phần lớn trong thị trường cao su sản phẩm với một thương hiệu mạnh. Ở thị trường nội địa, SRC hiện đang đứng đầu trong dòng sản phẩm sản phẩm lốp xe đạp, tính chung các sản phẩm sản phẩm lốp thì SRC là một trong 3 công ty chiếm thị phần lớn nhất.

Doanh thu

Cũng giống như hầu hết các Công ty Cao su khác, Công ty Cao su Sao Vàng tập trung vào hoạt động sản xuất – kinh doanh chính. Việc chiếm lĩnh thị phần lớn đã mang lại nguồn doanh thu ổn định và liên tục tăng trưởng cho Công ty. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng doanh thu của SRC không ổn định qua các năm. Năm 2008, doanh thu của Công ty chỉ đạt mức tăng khiêm tốn 0.56% thấp hơn rất nhiều so với mức tăng trưởng đỉnh cao gần 40% trong năm 2007 và cũng thấp hơn so với CSM (10.25%) và mức trung bình ngành (5.7%).

Tính đến hết tháng 6 năm 2009, SRC đã hoàn thành hơn 52% kế hoạch doanh thu cả năm. Trên cơ sở những hợp đồng đã ký kết, dự kiến doanh thu năm 2009 đạt khoảng 1050 tỷ đồng, tốc độ tăng trưởng doanh thu năm sẽ đạt mức 16% , bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình của SRC trong 5 năm qua.

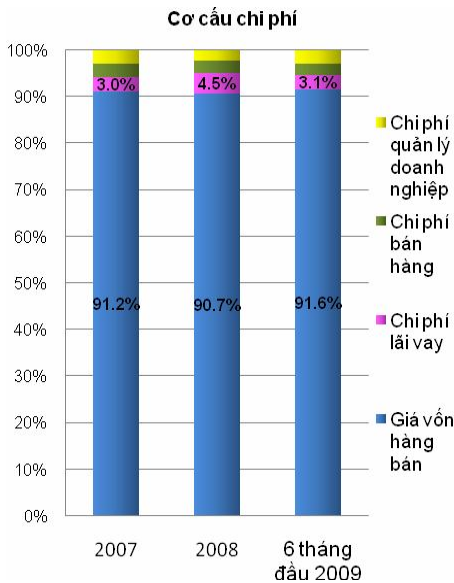
Cơ cấu doanh thu của SRC không có sự biến động giữa hai năm 2007 và 2008, chiếm phần lớn (trên 60% tổng doanh thu) là nguồn thu từ sản phẩm lốp, yếm ô tô. Như vậy, dù xuất phát điểm là doanh nghiệp chuyên sản xuất sản phẩm lốp xe đạp, tuy nhiên cùng với sự phát triển của nền kinh tế, SRC đã phát triển các sản phẩm phù hợp với yêu cầu thực tế đem lại nguồn doanh thu lớn cho Công ty. Trong chiến lược phát triển của mình, SRC có kế hoạch nghiên cứu, hợp tác với các đối tác nước ngoài để sản xuất các sản phẩm mới có chất lượng và phù hợp với điều kiện sử dụng ở Việt Nam như lốp ô tô Radian... Công ty cũng có định hướng thúc đẩy hoạt động xuất khẩu mà trọng tâm là vào cao su kỹ thuật.

Lợi nhuận

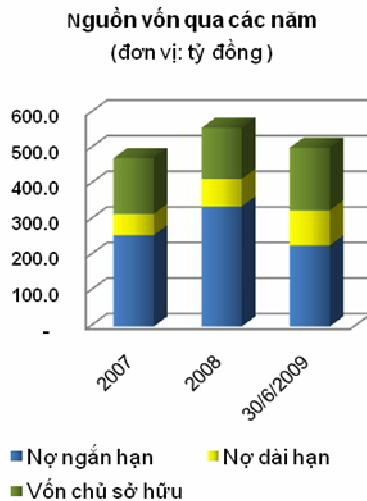
Do mức doanh thu trong năm 2008 thấp trong khi các khoản chi phí chủ yếu là giá vốn hàng bán và lãi vay gia tăng mạnh khiến lợi nhuận năm 2008 của SRC giảm rất nhiều so với năm 2007.

Đối với giá vốn hàng bán, đây là khoản chi phí lớn nhất – chiếm khoảng 90% tổng chi phí. Trong năm 2008, giá cả nguyên vật liệu ngành cao su sản phẩm (gồm cao su tự nhiên, cao su tổng hợp, vải mạnh, than đen, hóa chất...) tăng cao trong 3 quý đầu năm và chỉ giảm vào cuối năm. Do đó, tỷ lệ Giá vốn hàng bán/ doanh thu đã tăng từ hơn 88% năm 2007 lên gần 90% năm 2008 khiến tỷ lệ lợi nhuận gộp của công ty giảm từ 11% xuống còn 9.7%.

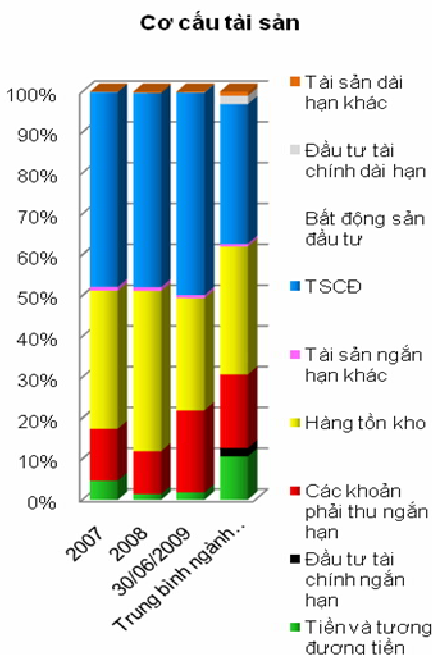
Đối với chi phí lãi vay, năm 2008 là năm mà thị trường tiền tệ có nhiều biến động, lãi suất ngân hàng tăng cao, việc vay vốn khó khăn. Cùng với đó, việc gia tăng tỷ lệ nợ ngắn hạn (tăng từ 54.25% năm 2007 lên 60.5% năm 2008) đẩy chi phí lãi vay của SRC tăng mạnh trong năm này. Nếu xét trong tổng chi phí thì khoản chi phí lãi vay từ chiếm 3% năm 2007 đã tăng lên 4.5% trong năm 2008.



(nguồn: SRC)



(nguồn: SRC)



(nguồn: SRC & WSS)

Năm 2009, lũy kế 6 tháng đầu năm, Công ty đã đạt hơn 35.5 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế - gấp 2 lần kế hoạch cả năm. Với giả định nền kinh tế không có những biến động lớn và tỷ lệ lợi nhuận biên tương đương với 6 tháng đầu năm thì đến hết năm dự kiến SRC sẽ đạt khoảng 70 tỷ lợi nhuận sau thuế. Mức lợi nhuận vượt kế hoạch này đạt được chủ yếu nhờ các yếu tố sau:

Thứ nhất: giá vốn hàng bán dự kiến sẽ khá ổn định hoặc chỉ tăng nhẹ: Kể từ khi giá nguyên vật liệu đầu vào ngành cao su sẫm lớp giảm xuống vào cuối năm 2008 thì cho đến hết quý 2/2009, giá của các yếu tố đầu vào này không có sự biến động tăng mạnh. Chiếm tỷ trọng lớn trong nguyên liệu đầu vào là cao su tự nhiên và cao su tổng hợp. Đối với cao su tự nhiên, khi mà hai quý cuối là mùa thu hoạch cao su, lượng cung sẽ tăng lên do đó chúng tôi dự báo giá cao su tự nhiên sẽ không biến động tăng mạnh; đối với cao su tổng hợp (được sản xuất từ dầu mỏ), giá biến động cùng chiều với giá dầu mỏ, do đó giá cao su tự nhiên hoàn toàn có khả năng tăng trong quý IV/2009.

Thứ hai: bên cạnh việc giảm tỷ lệ nợ ngắn hạn thì với chính sách ưu đãi cho vay hỗ trợ lãi suất của Chính phủ, SRC đã giảm được chi phí lãi vay.

Thứ ba: Nhu cầu tiêu dùng xăm lốp ô tô tăng mạnh do ngành ô tô đang dần dần thoát khỏi khủng hoảng khiến giá hàng bán có khả năng tăng.

Nếu như mức lợi nhuận kỳ vọng này có thể đạt được, EPS cả năm của SRC sẽ đạt 6,481 đồng/CP.

Cơ cấu vốn và tài sản

Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu vốn của SRC khá ổn định qua các năm với tỷ lệ nợ trung bình là trên 70%. Toàn bộ tài sản ngắn hạn và một phần tài sản dài hạn của SRC được tài trợ bởi nguồn vốn ngắn hạn khiến vốn lưu động thường xuyên của SRC bị âm, tạo cho cơ cấu vốn của Công ty không chắc chắn và dễ bị rủi ro khi có sự biến động mạnh của lãi suất trong ngắn hạn (như trong năm 2008).

Tính đến cuối quý 2/2009 cơ cấu tài sản của SRC không biến động lớn so với đầu năm 2008 (tỷ lệ nợ vẫn ở mức 65%), nhưng đã có sự thay đổi đáng kể trong cơ cấu nợ vay, nợ ngắn hạn giảm – chiếm 45% tổng nguồn vốn (thời điểm cuối 2008 là trên 54%), nợ dài hạn tăng – chiếm 19.6% tổng nguồn vốn (thời điểm cuối 2008 là trên 12%). Đây là một cơ cấu vốn hợp lý hơn cho SRC khi vừa tận dụng được đòn bẩy tài chính, ưu đãi lãi suất và vẫn đảm bảo được vốn lưu động thường xuyên dương cũng như chủ động trong khả năng thanh toán ngắn hạn.

Cơ cấu tài sản

Trong cơ cấu tài sản của SRC, chiếm phần lớn là Tài sản cố định (gần 50%), tiếp đến là hàng tồn kho (trung bình trên 33%) và các khoản phải thu (trung bình 14%) và không có sự biến động mạnh qua các năm 2007, 2008 và nửa đầu 2009.

Trong năm 2008, nền kinh tế gặp khó khăn, lạm phát cao sau đó là thiếu phát khiến cầu suy yếu đẩy hàng tồn kho của Công ty tăng cao. Tuy nhiên, việc hàng tồn kho giá rẻ cao cuối năm 2008 cũng đã tạo cho SRC có lợi thế gia tăng được lợi nhuận vào nửa đầu năm 2009 do nền kinh tế dần phục hồi, hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty đã cải thiện.

So với trung bình ngành, tỷ lệ tài sản cố định của SRC là khá lớn trong khi tỷ lệ tiền mặt chỉ duy trì ở mức nhỏ. Việc duy trì tỷ lệ tài sản cố định cao có thể làm tăng chi phí khấu hao/sản phẩm và đẩy giá vốn hàng bán của SRC cao, lợi thế Tài sản cố định lớn chỉ có thể thu được khi công ty thực hiện nâng cao năng suất, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.

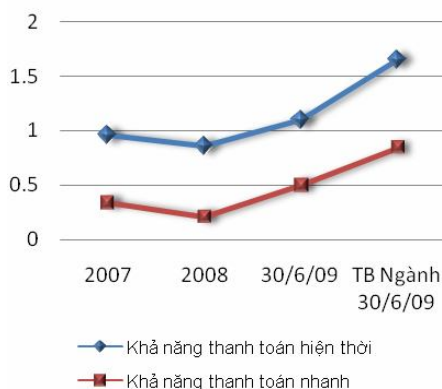


Các chỉ tiêu tài chính

Nội dung	2007	2008	30/6/09	TB Ngành 30/6/09
Khả năng thanh toán				
<i>Khả năng thanh toán hiện thời</i>	0.96	0.86	1.1	1.65
<i>Khả năng thanh toán nhanh</i>	0.34	0.21	0.5	0.84
Hiệu quả hoạt động				
<i>Vòng quay các khoản phải thu</i>	16.26	15.48	6.30	8.55
<i>Vòng quay hàng tồn kho</i>	5.07	4.37	2.36	2.40
<i>D.thu thuần/Tổng tài sản BQ</i>	1.89	1.65	0.95	1.23
Chỉ tiêu LN				
<i>Lợi nhuận sau thuế/ DTT</i>	2.90%	0.09%	7.06%	14.82%
ROA	5.50%	0.15%	6.70%	19.29%
ROE	21.66%	0.52%	22.50%	46.65%

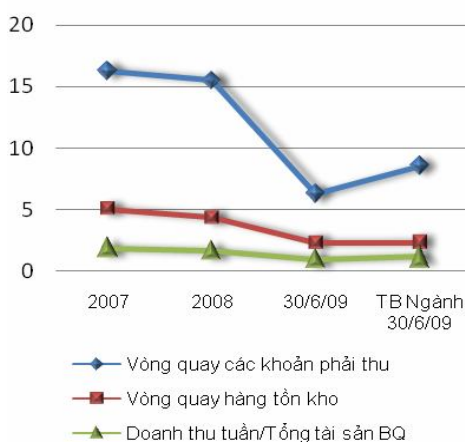
(nguồn: WSS tổng hợp từ BCTC các Cty)

Khả năng thanh toán



(nguồn: SRC & WSS)

Hiệu quả hoạt động



(nguồn: SRC & WSS)

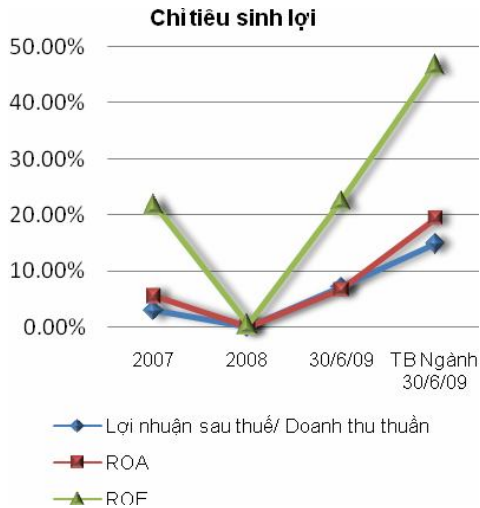
Khả năng thanh toán

Chỉ tiêu khả năng thanh toán hiện thời của SRC năm 2007, 2008 <1 cho thấy vào thời điểm cuối năm, tài sản ngắn hạn của SRC không đủ thanh toán cho nợ ngắn hạn. Tuy nhiên đây là một chỉ tiêu mang tính thời điểm. Tính đến hết quý 2/2009, các chỉ tiêu thanh toán đã được cải thiện hơn nhờ giảm các khoản nợ ngắn hạn nhưng vẫn thấp hơn so với trung bình ngành. Đặc biệt tỷ lệ tiền mặt của SRC thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành (tỷ lệ Tiền mặt/Tổng tài sản của SRC trung bình chiếm khoảng 2.6%; vào thời điểm cuối quý 2/2009, tỷ lệ này là 1.76% trong khi trung bình các công ty trong ngành đạt hơn 10%).

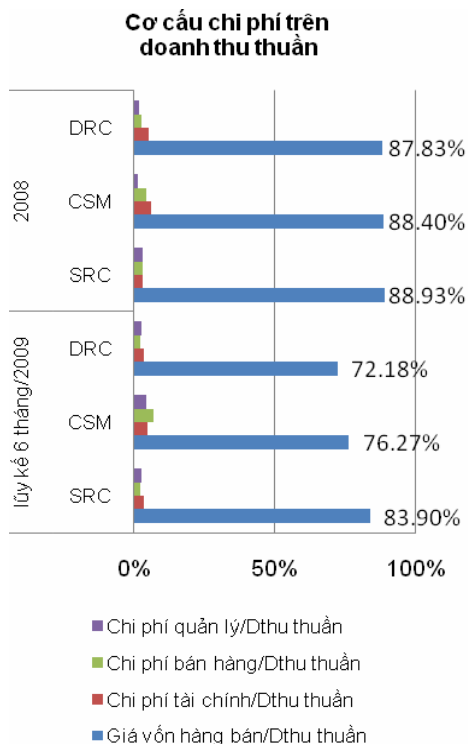
Hiệu quả hoạt động

So sánh giữa hai năm 2007, 2008 các chỉ tiêu đo lường hiệu quả hoạt động của SRC không biến động nhiều. Trước những khó khăn chung về nền kinh tế năm 2008, các chỉ tiêu này chỉ giảm sút đôi chút.

Tuy nhiên so với trung bình ngành (thời điểm quý 2/2009) thì hiệu quả hoạt động của SRC ở mức thấp đặc biệt là vòng quay các khoản phải thu. Tính trong 2 quý đầu năm 2009, số ngày phải thu của SRC là khoảng 28 – 29 ngày trong khi trung bình ngành là 21 ngày. Quay lại với cơ cấu tài sản của SRC, công ty đang duy trì tỷ lệ khoản phải thu cao hơn trung bình ngành (tỷ lệ khoản phải thu của SRC là hơn 20% trong khi trung bình ngành là 18%) và hàng tồn kho thấp hơn trung bình ngành (tỷ lệ hàng tồn kho của SRC là 31% trong khi trung bình ngành là 34%), như vậy, có thể SRC đang thực hiện chính sách bán hàng trả chậm nhằm tăng doanh thu.



(nguồn: SRC & WSS)



(nguồn: SRC & WSS)

(*) Vào quý IV/2008, giá các nguyên vật liệu đầu vào cho lĩnh vực cao su sẫm lớp giảm mạnh so với 3 quý đầu và chỉ tăng trở lại từ quý II/2009

Chỉ tiêu sinh lợi

Qua biểu đồ về chỉ tiêu sinh lợi có thể thấy những khó khăn về kinh tế năm 2008 đã ảnh hưởng nhiều nhất đến chỉ tiêu sinh lợi của SRC. So với 2007, các chỉ tiêu này giảm mạnh vào năm 2008. Và chỉ tính doanh thu, lợi nhuận mang lại trong nửa đầu năm 2009, các chỉ tiêu này đã tăng vượt năm 2008.

Mặc dù vậy, so với trung bình ngành thì khả năng sinh lợi của SRC rất thấp. So với CSM, các chỉ tiêu sinh lợi của SRC chỉ bằng khoảng 70% và so với DRC thì chỉ bằng 32%.

Nội dung	SRC	CSM	DRC	TB Ngành 30/6/09
Lợi nhuận sau thuế/ D.thu thuần	7.06%	9.49%	20.14%	14.82%
ROA	6.70%	9.76%	28.81%	19.29%
ROE	22.50%	32.53%	60.77%	46.65%

(nguồn: WSS tổng hợp từ BCTC các Cty – tính đến 30/6/2009)

Thực hiện phân tích Dupont cho chỉ tiêu sinh lợi quan trọng ROE có thể thấy ROE của Cao su Sao Vàng thấp hơn nhiều so với trung bình ngành là do tỷ lệ Doanh thu thuần/Tổng tài sản bình quân và LNST/Doanh thu thuần thấp hay việc quản lý tài sản và quản lý chi phí của SRC còn chưa hiệu quả.

Nội dung	SRC	CSM	DRC	TB Ngành 30/6/09
LNST/ Doanh thu thuần	7.06%	9.49%	20.14%	14.82%
D.thu thuần/Tổng tài sản BQ	0.95	1.03	1.43	1.23
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	3.36	3.33	2.11	2.72
ROE	22.50%	32.53%	60.77%	46.65%

(nguồn: WSS tổng hợp từ BCTC các Cty – tính đến 30/6/2009)

Về khả năng quản lý chi phí: Chi phí giá vốn hàng bán/Doanh thu thuần của SRC cao nhất trong số 3 công ty (tính lũy kế 6 tháng năm 2009) bởi với một tỷ lệ hàng tồn kho thấp hơn so với trung bình ngành (cuối năm 2008, tỷ lệ hàng tồn kho trên tổng tài sản của SRC là 39.7% trong khi trung bình ngành là 44.24%), SRC đã không tận dụng được khoản nguyên liệu, vật liệu tồn kho với giá rẻ để giảm được chi phí giá vốn hàng bán/doanh thu thuần (*).

Vậy nếu không tính đến khả năng tận dụng hàng tồn kho, liệu chi phí giá vốn hàng bán của SRC có tương đương với trung bình ngành? Quay lại năm 2008, các khoản chi phí này của SRC vẫn cao hơn hai công ty còn lại. Như vậy, để có thể tăng khả năng sinh lợi, SRC cần cải thiện khả năng quản lý chi phí, mà cụ thể là chi phí giá vốn hàng bán.

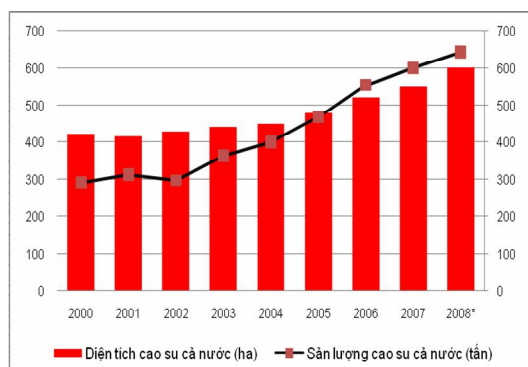
Về hiệu quả quản lý tài sản: có thể thấy tỷ lệ tài sản cố định của SRC lớn nhất trong số ba công ty. Trong khi đó, hiệu quả quản lý chưa cao, tính đến cuối tháng 6/2009, tỷ lệ Doanh thu thuần/TSCĐ bình quân của SRC chỉ đạt 1.96 lần, tức là bằng một nửa so với trung bình ngành (3.84 lần).

Có thể việc quản lý tài sản cố định không hiệu quả cũng là nguyên nhân đẩy chi phí cố định/sản phẩm của SRC tăng dẫn đến giá vốn hàng bán của SRC cao hơn trung bình ngành.

Kết luận

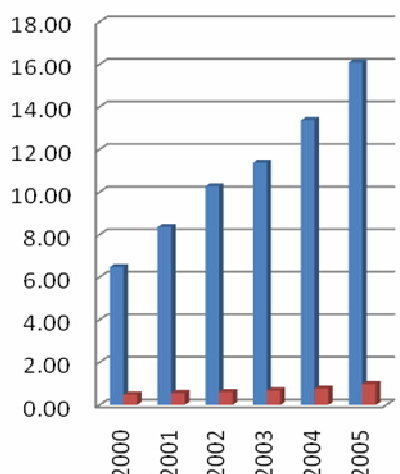
Tóm lại, hiệu quả hoạt động của SRC ở mức trung bình. Về tình hình tài chính, các chỉ tiêu thanh toán của SRC đang dần cải thiện, công ty tận dụng được đòn bẩy tài chính với cơ cấu nợ tương đối an toàn, các chỉ tiêu đo lường hiệu quả quản lý tài sản ngắn hạn (hàng tồn kho, khoản phải thu...) ở mức khá song hiệu quả quản lý tài sản cố định và khả năng sinh lợi chưa cao. Trong tương lai, SRC cần tăng hiệu quả quản lý chi phí và quản lý tài sản cố định để tăng các chỉ tiêu sinh lợi.

**Diện tích & sản lượng cao su cả nước
2000 – 2008**



(nguồn: AGROINFO, Tính toán theo số liệu của TCTK)

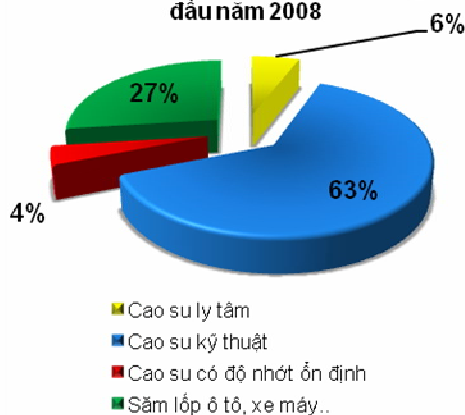
Lượng xe máy - ô tô lưu hành



■ Xe máy (triệu chiếc) ■ Ô tô (triệu chiếc)

(nguồn: WSS tổng hợp)

**Cơ cấu xuất khẩu cao su 6 tháng
đầu năm 2008**



(nguồn: WSS tổng hợp)

Ngành cao su sẫm lớp Việt Nam đang có nhiều điều kiện thuận lợi với nguồn nguyên liệu đầu vào, nguồn công giá rẻ và một thị trường đầu ra tiềm năng:

Thứ nhất, về nguồn nguyên liệu đầu vào: Việt Nam là một trong những nước sản xuất cao su tự nhiên lớn trên thế giới. Cao su tự nhiên Việt Nam không chỉ đáp ứng nhu cầu trong nước mà còn hướng tới thị trường xuất khẩu (về sản lượng xuất khẩu cao su, Việt Nam xếp thứ 4 sau Thái Lan, Indonesia và Malaysia). Tính đến năm 2008, diện tích cây cao su Việt Nam đạt hơn 618 nghìn ha nhưng diện tích khai thác chỉ khoảng 399 ha. Trong tương lai, tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam đang có kế hoạch mở rộng diện tích cao su, do đó, tiềm năng phát triển cao su tự nhiên là rất lớn.

Bên cạnh đó, với lợi thế về nguồn nhân công rẻ và dồi dào sẽ tạo lợi thế so sánh về giá cho các sản phẩm cao su Việt Nam.

Thứ hai, thị trường đầu ra hiện rất tiềm năng ở cả thị trường nội địa cũng như thị trường xuất khẩu.

Tại thị trường trong nước, Việt Nam cùng với nền kinh tế đang phát triển, nhu cầu về phương tiện đi lại ngày càng tăng đặc biệt là xe máy và ô tô; công nghiệp lắp ráp ô tô, xe máy cũng ngày càng phát triển kéo theo nhu cầu về các sản phẩm sẫm lớp gia tăng.

Đối với thị trường khu vực và thế giới, nhu cầu lốp ô tô được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong thời gian tới. So với các sản phẩm nước ngoài, các sản phẩm sẫm lớp Việt Nam sẽ có lợi thế so sánh về giá, tuy nhiên nhìn vào cơ cấu cao su xuất khẩu có thể thấy tỷ trọng lớn nhất thuộc về cao su kỹ thuật, sẫm lớp ô tô, xe máy chưa chiếm tỷ trọng lớn đó là bởi các sản phẩm Việt Nam chưa tạo dựng được một thương hiệu mạnh để cạnh tranh trên thị trường nước ngoài.

Chiến lược phát triển của SRC là phù hợp với định hướng phát triển ngành và nhu cầu thị trường:

Công ty có một chiến lược phát triển sản phẩm hợp lý, khởi đầu bằng sản phẩm chủ lực là sẫm lớp xe đạp, SRC đã dần mở rộng sản xuất các sản phẩm sẫm lớp xe máy, ô tô đáp ứng nhu cầu thực tế của người tiêu dùng. Hiện tại, công ty đã thực hiện nghiên cứu hợp tác với các đối tác nước ngoài để sản xuất các sản phẩm mới đạt chất lượng cao, phù hợp với điều kiện sử dụng ở Việt Nam như: Băng tải cường lực cao, lốp ô tô Radian... Đây là chiến lược phát triển hợp lý bởi trong tương lai, dự kiến nhu cầu lốp vành hướng tâm (Radian) sẽ tăng lên và gần như thay thế lốp vành chéo (Bias).

Bên cạnh việc chuyển đổi dần cơ cấu sản phẩm, Công ty cũng có định hướng nâng cao năng lực sản xuất các sản phẩm phục vụ cho các doanh nghiệp sản xuất và lắp ráp xe máy và ô tô tại thị trường Việt Nam.

Với một thị trường xuất khẩu nhiều tiềm năng, SRC đã và đang thực hiện liên kết để thúc đẩy xuất khẩu với chiến lược điều chỉnh sản phẩm đa dạng và trọng tâm vào cao su kỹ thuật, hướng ra thị trường nước ngoài bằng những sản phẩm cùng loại, tương đương về chất lượng và cạnh tranh về giá cả.

Sau khi đánh giá về triển vọng ngành và chiến lược của công ty, chúng tôi nhận định kế hoạch phát triển của SRC là phù hợp với sự phát triển của nền kinh tế, nhu cầu thị trường và triển vọng ngành sẫm lớp.

Trên cơ sở phân tích hiệu quả hoạt động sản xuất kinh doanh của SRC trong thời gian vừa qua và đánh giá triển vọng phát triển của ngành cũng như của doanh nghiệp trong thời gian tới, chúng tôi tiến hành xác định giá trị cổ phiếu của SRC.

Trước những biến động về kinh tế trong giai đoạn vừa qua, việc ước lượng dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp là khó chính xác, do đó, chúng tôi lựa chọn định giá theo phương pháp so sánh (P/E và P/B) xác định giá cổ phiếu SRC cho thời điểm cuối năm 2009.

Cách thức xác định P/E và P/B dựa trên mức bình quân có trọng số của thị trường, ngành cao su (cả cao su tự nhiên và cao su sẫm lốp) và cao su sẫm lốp tại thời điểm hiện tại (05/10/2009); trong đó tỷ trọng lớn nhất là ngành cao su sẫm lốp, tiếp đến là ngành cao su và thấp nhất là chỉ tiêu thị trường. EPS, giá trị sổ sách năm 2009 được tính toán dựa trên kế hoạch dự kiến của SRC (được công bố trong bản cáo bạch).

Để đảm bảo được những rủi ro trong việc dự kiến kế hoạch, chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy theo mức biến động của các yếu tố đầu vào EPS, giá trị sổ sách, P/E và P/B

Định giá theo phương pháp P/E

		Biến động về EPS (đvị: đồng)				
		5,185	5,833	6,481	6,805	7,129
Biến động về P/E	9.48	49,152	55,296	61,440	64,512	67,584
	10.67	55,296	62,208	69,120	72,576	76,032
	11.85	61,440	69,120	76,800	80,640	84,480
	12.44	64,512	72,576	80,640	84,672	88,704
	13.04	67,584	76,032	84,480	88,704	92,928

Định giá theo phương pháp P/B

		Biến động về giá trị sổ sách (đvị: đồng)				
		16,279	17,184	18,088	18,992	19,897
Biến động về P/B	3.32	54,063	57,067	60,070	63,074	66,077
	3.51	57,067	60,237	63,407	66,578	69,748
	3.69	60,070	63,407	66,745	70,082	73,419
	3.87	63,074	66,578	70,082	73,586	77,090
	4.06	66,077	69,748	73,419	77,090	80,761

Mức giá dự kiến kết hợp cả 2 phương pháp này là nằm trong khoảng 51,670 đồng đến 86,844 đồng, mức giá trung bình là 71,772 đồng



Khuyến cáo

Báo cáo phân tích này do Phòng Nghiên cứu - Phân tích, Công ty Cổ phần Chứng khoán Phố Wall (WSS) thực hiện trên cơ sở thu thập, tổng hợp, nghiên cứu từ các nguồn số liệu, thông tin đáng tin cậy và có tính chính xác cao tại thời điểm phát hành. Trong bản báo cáo có thể thể hiện quan điểm cá nhân của người phân tích, chứ không phải là quan điểm của WSS.

Báo cáo phân tích này chỉ mang tính chất tham khảo, do đó WSS không chịu trách nhiệm đối với bất cứ rủi ro nào phát sinh từ việc tham khảo hay sử dụng những thông tin trong bản báo cáo này. Chúng tôi khuyến cáo nhà đầu tư, ngoài việc tham khảo báo cáo phân tích của WSS thì nên kết hợp với việc tìm hiểu thêm các thông tin khác trước khi ra quyết định đầu tư.

Vũ Phương Thanh
Đỗ Mỹ Hạnh

Nhóm thực hiện
Trưởng nhóm Phân tích
Chuyên viên Phân tích

E-mail: Thanhvp@wss.com.vn
E-mail: Hanhdm@wss.com.vn