

CTCP CAO SU MIỀN NAM (CSM)



Ngày 16/09/2009

CTCP CAO SU MIỀN NAM (CSM)

GIỚI THIỆU

Casumina là công ty hàng đầu trong ngành sản xuất sảm lốp tại Việt Nam, có bề dày kinh nghiệm hoạt động trên 32 năm, sở hữu một hệ thống phân phối với 200 đại lý cấp 1 trên khắp cả nước. Hiện nay có 98% tiệm bán vỏ và ruột xe trong cả nước có trưng bày và bán sản phẩm của công ty. Năm 2008, Casumina là công ty duy nhất của Việt Nam nằm trong danh sách các công ty sản xuất lốp xe hàng đầu thế giới do tạp chí Rubber & Plastic News bình chọn và được xếp hạng thứ 60 trên 75

THÔNG TIN CHUNG

Ngành	Consumer
Niêm yết	HOSE
Mã CK	CSM
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	250
Giá cao nhất trong 52 tuần	95.500
Giá thấp nhất trong 52 tuần	50.000
KLGDBQ trong 10 ngày	233.980

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

Giá (16/09/2009)	95.000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.375
Trailing EPS	4.200
Trailing P/E	22.3x
P/E (2009)	7.9x
P/B (2009)	3.9x

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH 1H2009

Doanh thu (tỷ đồng)	1.107
LN sau thuế (tỷ đồng)	105
Tỷ suất LN gộp (%)	24
Tỷ suất LN ròng (%)	9.4
EBIT margin (%)	13
Nợ/Vốn (%)	125

TIÊU ĐIỂM CÔNG TY:

Casumina (CSM) vừa công bố báo cáo hoạt động sơ bộ của công ty trong quý 3 với kết quả rất ấn tượng. Theo đó, doanh thu tăng trưởng khoảng 7% và lợi nhuận trước thuế tăng hơn 20%, tương ứng đạt 686 tỷ đồng và 121 tỷ đồng. Tổng cộng ba quý doanh thu ước đạt 1.794 tỷ và lợi nhuận trước thuế đạt 241 tỷ. Mặc dù công ty chưa chính thức công bố báo cáo tài chính đầu đủ của quý 3, nhưng những phân tích của chúng tôi sau đây sẽ giúp cho nhà đầu tư có cái nhìn rõ hơn về những gì đang diễn ra đằng sau những con số.

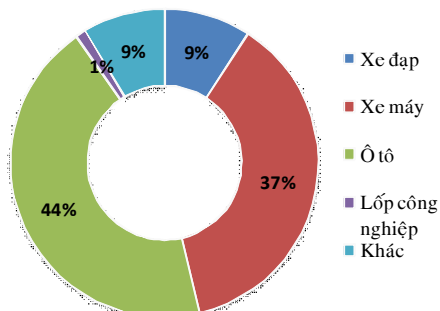
Tiếp tục đà tăng trưởng trong quý 2, doanh thu quý 3 tăng 7% từ 640 tỷ đồng lên 686 tỷ đồng dù đây thường là thời gian thấp điểm trong năm.

Dù mức tăng trưởng không cao, nhưng kết quả ấn tượng trên là tổng hợp của nhiều yếu tố cả chủ quan và khách quan. Thứ nhất, sự hồi phục kinh tế thể hiện rõ nét trong quý 3 chắc chắn đã có tác động tích cực đến tiêu dùng nội địa, từ đó tác động làm tăng sức mua của người dân và cụ thể là chi tiêu cho phương tiện đi lại. Ngoài ra, việc nhà máy Bình Lợi đi vào hoạt động trở lại sau một thời gian bị gián đoạn cũng là nguyên nhân khiến cho doanh thu tăng lên.

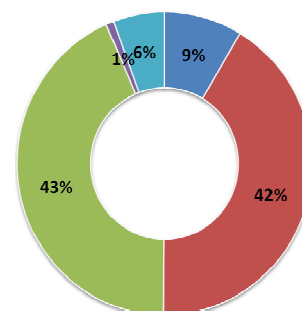
Bên cạnh lợi nhuận tăng do doanh thu tiếp tục tăng trưởng, việc lợi nhuận nhảy vọt hơn 20% một phần là nhờ đóng góp từ hoạt động tài chính. Theo dự đoán của chúng tôi, với lượng tiền gửi cao tại ngân hàng, doanh thu tài chính của CSM nhiều khả năng sẽ tăng so với quý 2. Trong khi đó, chi phí tài chính chắc chắn giảm vì công ty sẽ không tiếp tục trích dự phòng tài chính như trong quý 2 (10 tỷ đồng) nữa. Thực tế, dự phòng mà công ty trích cho khoản đầu tư vào Cao su Phước Hòa (PHR) đã đảm bảo mức thận trọng cần thiết. Hiện tại giá vốn đầu tư của công ty sau khi trích lập dự phòng đã thấp hơn khoảng 25% so với giá thị trường của PHR. Do đó, lợi nhuận tài chính sẽ tăng nhờ doanh thu tài chính cao hơn và chi phí tài chính thấp hơn. Cho nên chúng tôi tin rằng lợi nhuận tài chính sẽ đóng góp khoảng 10 tỷ đồng vào lợi nhuận sau thuế.

Trong sáu tháng đầu năm 2009, biên lợi nhuận gộp đã tăng trưởng gấp đôi từ 12% lên 24% phần lớn là nhờ vào yếu tố nguyên vật liệu. Tuy nhiên, sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu cũng góp phần tạo nên bước chuyển này. Đồ thị bên dưới cho thấy tỉ trọng đóng góp của sảm lốp xe máy, vốn có tỉ lệ lợi nhuận gộp lớn hơn đang tăng dần từ khoảng 37% năm 2008 lên đến 41.5% trong 1H2009. Đối với quý 3, chúng tôi đã thử so sánh biên lợi nhuận của quý 2 và quý 3, trong đó chúng tôi loại bỏ yếu tố dự phòng tài chính trong quý 2. Kết quả là biên lợi nhuận trước thuế của quý 3 là 17.6%, tăng nhẹ so với quý 2.

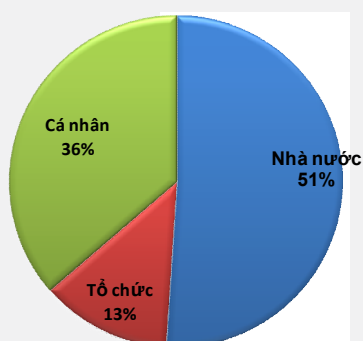
Cơ cấu doanh thu 2008



Cơ cấu doanh thu 1H2009



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



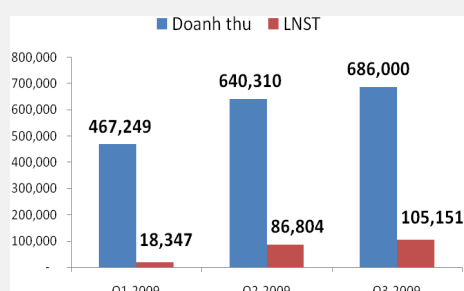
Nguồn: Báo cáo công ty

LỢI NHUẬN GỘP CÁC SẢN PHẨM

LN gộp	2008	1H2009
Xe đạp	16%	27%
Xe máy	16%	29%
Ô tô	6%	19%
SP khác	8%	14%

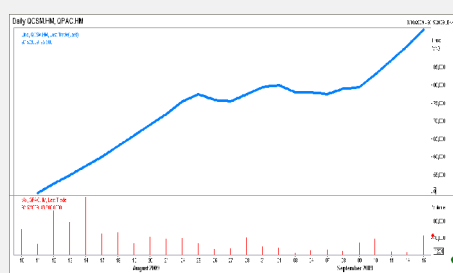
Nguồn: Bản cáo bạch Casumina

DOANH THU – LỢI NHUẬN 3Q2009



Nguồn: Báo cáo công ty

BIỂU ĐỒ GIÁ CSM



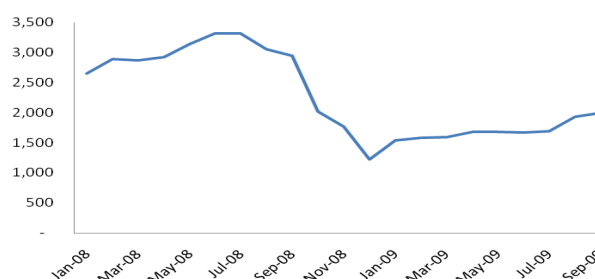
Nguồn: Reuters

Việc chính phủ Mỹ quyết định áp thuế bán phá giá 35% đối với lốp xe sản xuất từ Trung Quốc sẽ mang lại nhiều cơ hội cho ngành sản xuất lốp xe Việt Nam. Với chất lượng tốt và mức giá cạnh tranh, các sản phẩm sảm lốp của Việt Nam hoàn toàn có thể thay thế hàng Trung Quốc tại thị trường Mỹ. Với vị trí đầu ngành, Casumina hoàn toàn có thể nắm bắt cơ hội này để tăng doanh thu của mình.

Dự báo hoạt động trong quý 4

Chúng tôi tin rằng doanh thu duy trì mức như quý 3 và dự báo lợi nhuận sẽ không có nhiều thay đổi. Tuy giá nguyên vật liệu đang có chiều hướng tăng dần lên, diễn hình là giá cao su thiên nhiên đã tăng hơn 18% trong giai đoạn từ tháng 7 đến tháng 9 năm nay, công ty cũng đã có sự chuẩn bị nhằm đối phó với các biến động này. Hiện nay công ty đang dự trữ một lượng tồn kho nguyên vật liệu tương đối đủ để sản xuất đến cuối năm nên và vì thế nhiều khả năng biên lợi nhuận cũng sẽ được đảm bảo trong quý 4. Chúng tôi dự đoán công ty sẽ đạt được mức lợi nhuận sau thuế vào khoảng 298 tỉ trong năm nay. Nếu công ty hoàn nhập dự phòng tài chính thì khả năng mức lợi nhuận này còn có thể cao hơn.

DIỄN BIẾN GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN 01/2008-09/2009



Nguồn: Hiệp hội cao su

Dự án sắp triển khai

Dự án lốp xe radial toàn thép sẽ bắt đầu khởi động vào năm 2010 khi công ty đã chuẩn bị đầy đủ các yếu tố cần thiết về vốn và nhân lực. Kế hoạch tài trợ vốn có thể có sự thay đổi khi công ty sẽ không phát hành thêm 50 tỉ đồng để gọi vốn từ bên ngoài mà sẽ dùng lợi nhuận giữ lại và vay ngân hàng là 2 nguồn tài trợ chính. Dự án có tổng đầu tư hơn 880 tỉ đồng và sẽ được triển khai theo từng giai đoạn.

Định giá

Ở mức giá hiện tại, CSM đang được giao dịch ở mức giá cao hơn so với Cao su Đà Nẵng (DRC) nếu xét trên góc độ PE, dù rằng giá tuyệt đối trên mỗi cổ phần của DRC cao hơn CSM. Tại mức giá 95,000 đồng, CSM đang được định giá ở mức 8 lần lợi nhuận 2009, trong khi đối với DRC là 6.7 lần (128,000 đồng /cổ phần). Mức chênh lệch 20% này thể hiện kì vọng của nhà đầu tư vào triển vọng CSM, những giá trị bền vững của công ty như giá trị thương hiệu, hệ thống phân phối, bán hàng hiệu quả, và thị phần chi phối của công ty. Trên cơ sở xem xét hiệu quả hoạt động của công ty một cách tổng thể, cũng như phân tích và dự báo dòng tiền trong tương lai, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu CSM ở mức giá 110,000 đồng mỗi cổ phiếu. Chúng tôi tin rằng mức giá này phản ánh đầy đủ các lợi thế cạnh tranh của công ty trong mối tương quan với mức sinh lợi 15% hàng năm cho nhà đầu tư nắm giữ dài hạn.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH QUÁ KHỨ VÀ DỰ PHÒNG

KẾT QUẢ KINH DOANH (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Doanh thu	1,240,781	1,948,973	2,148,871	2,473,000
Giá vốn hàng bán	1,068,054	1,665,924	1,899,661	1,847,236
Lợi nhuận gộp	172,727	283,050	249,209	625,764
LN từ hoạt động kinh doanh	82,340	115,800	128,087	366,099
LN trước thuế	45,379	80,151	10,200	341,331
LN sau thuế	45,379	80,151	8,969	298,665

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (Triệu đồng)	2006A	2007A	2008A	2009F
Tiền	99,514	110,693	93,164	202,275
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	38,480	11,669	20,000
Các khoản phải thu ngắn hạn	77,088	127,803	104,686	135,507
Tồn kho	312,653	429,419	491,055	481,507
Tài sản lưu động khác	4,181	17,861	23,942	24,730
Tài sản cố định	235,354	226,598	329,382	326,804
Đầu tư tài chính dài hạn	8,912	13,791	63,459	41,459
Tài sản dài hạn khác	0	9,859	13,399	14,838
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	737,702	974,503	1,130,755	1,216,474
Nợ ngắn hạn	456,341	589,162	722,986	492,594
Nợ dài hạn	103,026	127,683	155,756	155,601
Vốn điều lệ	120,000	150,000	200,000	250,000
Vốn chủ sở hữu	186,950	265,919	272,468	568,734
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	746,317	982,185	1,151,209	1,216,474

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH CHỦ YẾU	2006A	2007A	2008A	2009F
Tăng trưởng doanh thu (%)	N/A	57.1	10.3	15.1
Tỷ suất LN gộp (%)	13.9	14.5	11.6	25.2
Tỷ suất LN ròng (%)	3.7	4.1	0.4	12.0
ROA (%)	6.2	8.2	0.8	25.1
ROE (%)	24.3	30.1	3.3	49.5
EPS cơ bản (VND)	3,782	5,343	448	11,850
Tăng trưởng EPS (%)	N/A	41.3	(91.6)	26.4

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.

Trịnh Thanh Cần	can.trinh@vcsc.com.vn
Hoàng Thị Hoa	hoa.hoang@vcsc.com.vn
Ông Thị Thanh Thảo	thao.ong@vcsc.com.vn
Đinh Thị Như Hoa	hoa.dinh@vcsc.com.vn
Trương Vĩnh An	an.truong@vcsc.com.vn
Nguyễn Ngọc Ý Nhi	nhi.nguyen@vcsc.com.vn
Võ Phúc Nguyên	nguyen.vo@vcsc.com.vn
Võ Xuân Quỳnh	quynh.vo@vcsc.com.vn
Lê Chí Hiếu	hieu.le@vcsc.com.vn
Vũ Thanh Tú	tu.vu@vcsc.com.vn

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU & PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TP.HCM, Việt Nam

ĐT: (84 8) 3914 3588 Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>