

# VIET THANH SECURITIES

## BÁO CÁO PHÂN TÍCH - CSM



KHUYẾN NGHỊ	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ MỤC TIÊU	PHƯƠNG THỨC ĐẦU TƯ
MUA	12,300	16,800	TRUNG - DÀI HẠN (trên 6 tháng)

**NGÀNH: SẮM LỚP**  
**SÀN: HOSE**

*CSM là doanh nghiệp sản xuất sắt thép hàng đầu Việt Nam. Sản phẩm của công ty không chỉ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ đa dạng trong nước mà còn xuất khẩu tới hơn 30 quốc gia và vùng lãnh thổ trên thế giới.*

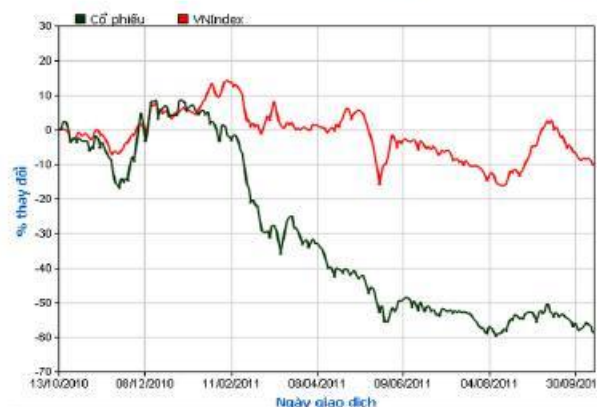
### THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Biên độ giá 52 tuần	<b>11,600 – 32,900</b>	EPS*	<b>2,004</b>	ROA*	<b>6.37%</b>	Sở hữu nhà nước	<b>51%</b>
Ngày GD đầu tiên	<b>04/08/2009</b>	BV*	<b>14,028</b>	ROE*	<b>13.10%</b>	Sở hữu nước ngoài	<b>17.44%</b>
Số CP lưu hành	<b>42,249,837</b>	P/E*	<b>7.92</b>	Cổ tức 2010	<b>20%<sup>TM</sup></b>	KL GD BQ**	<b>35,642</b>
Vốn hóa thị trường	<b>519.7 Tỷ đồng</b>	P/B*	<b>2.18</b>	Beta:	<b>1.25</b>	GD ròng NN**	<b>208,730</b>

### TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Công ty cổ phần cao su Miền Nam (Casumina – CSM) là nhà sản xuất sắt thép lớn nhất Việt Nam với 32 năm kinh nghiệm trong ngành sắt thép. Thị phần của công ty chiếm vị trí cao trên hầu hết các dòng sản phẩm: sắt thép ô tô (16%), sắt thép xe máy (35%) và sắt thép xe đạp (25%).
- Công nghệ sản xuất hiện đại đạt tiêu chuẩn quốc tế với thiết bị nhập khẩu từ Đức, Nhật, Nga, Ấn Độ. Hệ thống phân phối rộng với hơn 200 đại lý cấp cùng với quy mô sản xuất lớn, nhà máy có công suất khoảng 5 triệu tấn thép và 900 ngàn tấn thép ô tô một năm là những lợi thế cạnh tranh của công ty.
- Dự án nhà máy sản xuất sắt thép Radian toàn thép công suất 1 triệu tấn/năm đưa quy trình công nghệ sản xuất của Casumina lên một tầm cao mới theo kịp công nghệ thế giới và hứa hẹn mang lại sự gia tăng doanh thu nhanh chóng cho công ty khi dự án này hoàn thành vào năm 2012.
- Kết quả hoạt động kinh doanh của Casumina trong năm 2010 và 6 tháng đầu 2011 không mấy khả quan. Nguyên nhân chủ yếu do giá nguyên vật liệu (cao su, thép...) tăng cao do lạm phát giá hàng hóa trên thế giới. Tuy nhiên, do chủ động cắt giảm nợ và chi phí liên quan đến hoạt động bán hàng, quản lý nên công ty vẫn hoàn thành vượt 3% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của năm 2010.
- Trong năm 2011, công ty vẫn gặp phải khó khăn trong việc đảm bảo kế hoạch kinh doanh do giá nguyên liệu đầu vào vẫn duy trì ở mức cao. Môi trường lãi suất cao làm suy giảm nhu cầu và gia tăng chi phí đối với công ty, dự báo việc đạt được kế hoạch lợi nhuận sau thuế 120 tỷ đồng của công ty là tương đối khó.
- Bước sang năm 2012, khi chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ phát huy tác dụng kiềm chế lạm phát và giá cả hàng hóa thế giới đi vào ổn định sẽ là tiền đề để Casumina đạt được kết quả kinh doanh khả quan hơn.

### DIỄN BIẾN GIÁ (trong 1 năm)



### THÔNG TIN TÀI CHÍNH

TỶ VNĐ	2009	2010	6T/2011
Doanh thu thuần	2,496.31	2,699.65	1,394.67
Lợi nhuận gộp	630.90	371.45	104.07
Lợi nhuận thuần HĐKD	327.88	175.29	15.59
Lợi nhuận sau thuế	290.64	140.90	14.40
EPS (VNĐ)	11,626	3,335	341
Tổng tài sản	1,162.36	1,181.29	1,491.18
Nợ phải trả	606.35	505.81	898,51
Vốn chủ sở hữu	556.01	675.48	592,67
Cổ tức	40% <sup>CP</sup>	20% <sup>TM</sup>	-
Giá trị sổ sách	22,241	16,407	14,028

\*Lũy kế tới Quý 2/2011; \*\*3 tháng gần nhất.



## TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### **Ngành nghề kinh doanh chính:**

- Sản xuất, kinh doanh các sản phẩm cao su công nghiệp, cao su tiêu dùng.
- Kinh doanh, xuất nhập khẩu nguyên liệu, hóa chất, thiết bị ngành cao su.
- Kinh doanh thương mại, dịch vụ.
- Kinh doanh các ngành nghề khác phù hợp pháp luật.

### **Sản phẩm kinh doanh:**

- **Săm lốp xe gắn máy:** gần 200 sản phẩm khác nhau về quy cách, kích thước, độ bơm hơi tối đa, tốc độ, mức vận chuyển. Nổi bật là dòng sản phẩm lốp xe tay ga cao cấp mang thương hiệu Euromina.
- **Săm lốp xe đạp:** trên 80 loại sản phẩm
- **Săm lốp xe công nghiệp:** trên 90 loại sản phẩm
- **Săm lốp ô tô (xe du lịch và ô tô tải):** trên 120 loại sản phẩm. Gồm lốp ô tô mảnh chéo (Bias) và lốp ô tô Radian.
- **Săm lốp xe nông nghiệp:** trên 10 loại sản phẩm (lốp máy cày, xe công nông...).
- **Sản phẩm khác:** công ty còn sản xuất 1 số sản phẩm phụ trợ như: ống cao su kỹ thuật (dùng để truyền dẫn nước, xăng, dầu, khí trong ô tô), găng tay...

### **Công nghệ máy móc đạt tiêu chuẩn thế giới**

Hiện tại, Casumina đang sử dụng công nghệ và tiêu chuẩn chất lượng Nhật Bản JIS K6366, K6367, D4230 trong sản xuất và kiểm tra chất lượng sản phẩm.

Với công nghệ hiện đại, Casumina đã đáp ứng được các tiêu chuẩn khắt khe từ các đối tác Mỹ và Châu Âu. Sản phẩm của công ty đã đạt tiêu chuẩn DOT của Bộ Giao Thông Vận Tải Mỹ và E-mark của Châu Âu.

Bên cạnh đó, công ty đã xây dựng Hệ thống quản lý môi trường đạt tiêu chuẩn ISO 14001:2004 và là công ty đầu tiên trong ngành cao su có chứng chỉ này.

### **Hệ thống phân phối phủ khắp cả nước.**

Casumina có hệ thống phân phối khắp cả nước với 200 đại lý cấp 1 và độ phủ của sản phẩm Casumina rất lớn, có đến 98% tiệm bán lẻ vỏ ruột xe có trưng bày và bán sản phẩm của công ty.

Ngoài ra, thông qua liên kết với các đối tác nước ngoài như Continental (Đức), JK (Ấn Độ)..., Casumina có cơ hội mở rộng thị trường tiêu thụ ra nước ngoài. Công ty đã xây dựng hệ thống phân phối tại 36 quốc gia và vùng lãnh thổ.

### **Những điểm mới trong hoạt động kinh doanh năm 2010**

Casumina tiếp tục thiết kế và đưa ra thị trường thêm 30 sản phẩm mới. Cải tiến công nghệ sản xuất thân thiện với môi trường để sản xuất lốp xe tay ga nhằm đáp ứng yêu cầu khắt khe của khách hàng Continental (Đức) khi tiêu thụ tại Châu Âu.

Tiếp tục đầu tư dự án Nhà máy sản xuất lốp Radian toàn thép có công suất 1 triệu lốp/năm và Liên doanh sản xuất than đen phục vụ hoạt động sản xuất săm lốp. Chuẩn bị hồ sơ và thủ tục để tiến hành đầu tư vào các dự án bất động sản.

## THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

### **CÔNG TY CP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM**

Địa chỉ: 180 Nguyễn Thị Minh Khai, Q.3, TP.HCM

Điện thoại: 08 39 303 122 Fax: 08 39 303 205

Website: [www.casumina.com.vn](http://www.casumina.com.vn)

*Danh sách cổ đông cập nhật ngày 04/03/2011*

<b>CƠ CẤU SỞ HỮU</b>	<b>Số CP nắm giữ</b>	<b>Tỷ lệ</b>
Trong nước	34,882,136	82.56%
- Tổ chức	24,561,478	58.13%
- Cá nhân	10,320,658	24.43%
Nước ngoài	7,367,701	17.44%
- Tổ chức	7,207,431	17.06%
- Cá nhân	160,270	0.38%
<b>Tổng</b>	<b>42,249,837</b>	<b>100%</b>

### **CHI TIẾT CỔ ĐÔNG**

#### **HĐQT/Ban Giám đốc**

Nguyễn Ngọc Tuấn – Chủ tịch HĐQT	70,188	0.17%
Nguyễn Quốc Anh – Thành viên	43,599	0.10%
Lê Văn Trí – Thành viên	98,807	0.23%
Phạm Hồng Phú – Thành viên	84,500	0.20%
Trần Văn Trí – Thành viên	54,223	0.13%
Nguyễn Song Thao – Phó TGĐ	49,218	0.12%

#### **Cổ đông lớn (>5%)**

Tổng Cty Hóa chất Việt Nam (Vinachem)	21,547,500	51%
---------------------------------------	------------	-----

### **ĐƠN VỊ THÀNH VIÊN**

- 1 Xí nghiệp cao su Hóc Môn
- 2 Xí nghiệp cao su Đồng Nai
- 3 Xí nghiệp cao su Điện Biên
- 4 Xí nghiệp cao su Bình Lợi
- 5 Xí nghiệp cao su Tân Bình
- 6 Xí nghiệp găng tay cao su Việt Hưng
- 7 Xí nghiệp Bình Dương

### **QUÁ TRÌNH TĂNG VỐN**

<b>STT</b>	<b>Thời gian</b>	<b>Vốn điều lệ (tỷ đồng)</b>
1	01/03/2006	90
2	11/2006	120
3	03/2007	150
4	12/2009	250
5	04/2010	325
6	09/2010	422.5
7 dự kiến	2011	522.5

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Năm 2010, tình hình hoạt động kinh doanh của Casumina không có nhiều thuận lợi. Lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 140.9 tỷ đồng, giảm tới 51.5% so với năm 2009. Trong khi đó, doanh thu thuần đạt gần 2,700 tỷ đồng, chỉ tăng ở mức khiêm tốn 7.88% so với năm 2009 do sự cạnh tranh mạnh mẽ từ các công ty sản xuất sẫm lớp Đài Loan và hàng nhập lậu từ Trung Quốc. Giá vốn hàng bán tăng mạnh (tăng gần 25% so với năm 2009) do giá cả nguyên vật liệu đầu vào như cao su tự nhiên, thép, cao su tổng hợp... tăng cao. Bên cạnh đó, trong năm 2010, gói hỗ trợ lãi suất 4% không còn nữa nên mặc dù công ty đã giảm nợ vay phải trả 29.4% so với năm 2009 nhưng lãi vay phải trả chỉ giảm gần 18%. Tuy nhiên, điểm sáng trong hoạt động kinh doanh năm 2010 của Casumina là kim ngạch xuất khẩu (lớp ô tô) đã tăng 20% so với năm 2009 và chi phí tài chính, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp đã giảm khá mạnh so với năm 2009 với mức giảm lần lượt là 44%, 50% và 16%.

6 tháng đầu năm 2011, CSM đạt gần 1,400 tỷ đồng, đạt 42% kế hoạch và tăng 15% so với cùng kỳ. Chúng tôi dự báo công ty khó có thể đạt được kế hoạch doanh thu 2011 do tình hình kinh tế trong nước và thế giới vẫn tồn tại nhiều khó khăn.

## CƠ CẤU DOANH THU

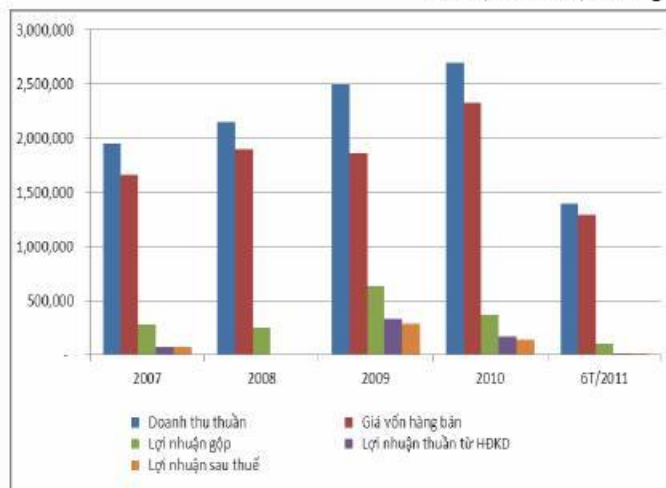
Trong cơ cấu doanh thu từ hoạt động kinh doanh của công ty, doanh thu từ việc bán các sản phẩm sẫm lớp, cao su luôn chiếm tỷ trọng cao nhất trên 74%, tiếp theo là doanh thu từ xuất khẩu chiếm trên 14%, doanh thu từ hoạt động kinh doanh khác chiếm tỷ trọng không đáng kể, giao động từ 1-4%.

Năm 2010, doanh thu từ nội địa giảm nhẹ 1%, đạt 2,024 tỷ đồng, chiếm 74.44% tổng doanh thu từ hoạt động kinh doanh, hoàn thành 84.91% kế hoạch và tỷ trọng đóng góp của doanh thu nội địa đã giảm đáng kể so với mức 80.47% của năm 2009.

Doanh thu từ xuất khẩu tăng mạnh tới 42% so với năm 2009, đạt gần 570 tỷ đồng một phần do tỷ giá năm 2010 tăng cao và công ty có chính sách hỗ trợ xuất khẩu và phát triển thương hiệu ra các nước trong khu vực. Màng xuất khẩu đóng góp tới 20.95% vào tổng doanh thu kinh doanh của CSM, vượt xa so với mức 15.79% trong năm 2009 vượt gần 70% so với kế hoạch mà công ty đề ra.

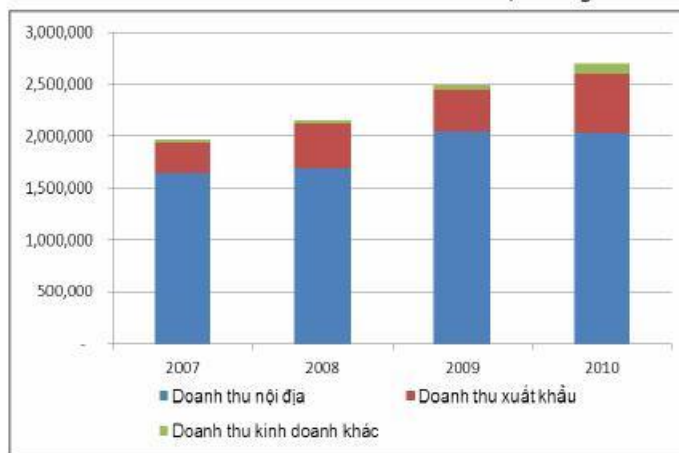
Ngoài ra, doanh thu kinh doanh khác (cung cấp dịch vụ, bán hàng hóa...) đạt gần 107 tỷ đồng, tăng 151% so với năm 2009 và vượt 3.5 lần kế hoạch, đóng góp khoảng 3.93% tổng doanh thu kinh doanh của CSM.

Đơn vị tính: triệu đồng

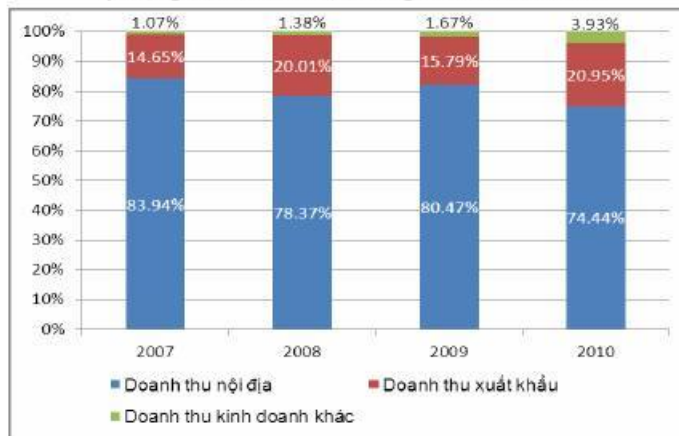


Nguồn: BCTC kiểm toán, soát xét CSM

Biểu đồ Cơ cấu Doanh thu thuần – triệu đồng



Tỷ trọng các khoản mục trong doanh thu thuần



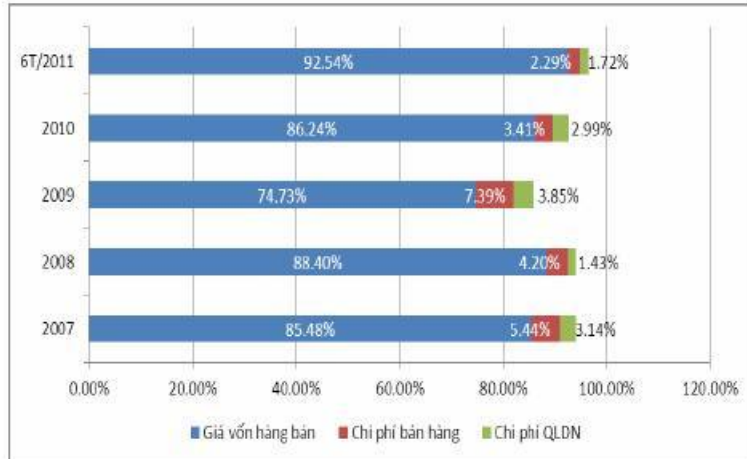
Nguồn: BCTC đã kiểm toán CSM

**CƠ CẤU CHI PHÍ**

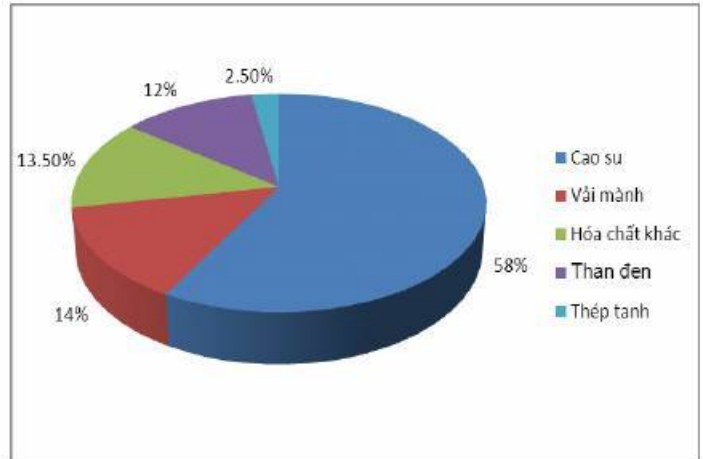
**GIÁ VỐN HÀNG BÁN**

Giá vốn hàng bán là khoản mục chiếm tỷ trọng cao nhất so với doanh thu thuần. Ngoại trừ năm 2009, giá vốn hàng bán giảm mạnh so với năm trước do kinh tế nước ta suy giảm mạnh kéo theo sự sụt giảm của các loại hàng hóa và lạm phát trong nước dưới 2 con số nên giá vốn hàng bán chỉ tăng có 1.8% so với năm 2008 và chiếm gần 75% so với doanh thu thuần. Ngoài ra, trong các năm 2007, 2008 và 2010, khi lạm phát nước ta đạt mức 2 con số thì chi phí giá vốn hàng bán tăng khá cao và đều chiếm trên 85% doanh thu thuần của công ty.

*Tỷ trọng các chi phí kinh doanh so với doanh thu thuần*



*Cơ cấu nguyên vật liệu sản xuất*



*Nguồn: VTS tổng hợp từ BCTC kiểm toán, soát xét và Bản cáo bạch của CSM*

Theo thông tin trong Bản cáo bạch của Casumina, chi phí mua nguyên vật liệu chiếm tới 60% – 65% giá vốn hàng bán, còn lại là chi phí nhân công và chi phí khác, do đó, sự biến động của giá nguyên vật liệu đầu vào ảnh hưởng trực tiếp tới lợi nhuận của công ty.

Nguồn nguyên liệu chính của công ty bao gồm: cao su tự thiên, cao su tổng hợp, vải mảnh, than đen, thép tanh và hóa chất các loại. Giá cả 1 số mặt hàng này đã tăng khá cao trong năm 2010 và kéo theo giá vốn hàng bán của công ty tăng tới gần 25% so với cùng kỳ.

Ngoài cao su tự nhiên được cung cấp bởi các công ty trong nước, các nguyên liệu còn lại công ty đều phải nhập khẩu nên biến động của tỷ giá USD/VND chắc chắn sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến chi phí thu mua của công ty. Giai đoạn 1/2007 – 2/2011, VND đã mất giá trên danh nghĩa tới gần 30% so với USD và đây là một trong những nhân tố khiến chi phí giá vốn hàng bán của công ty đội lên khá cao bên cạnh vấn đề tăng giá nguyên vật liệu do lạm phát. Cụ thể là chi phí giá vốn hàng bán trong 6 tháng đầu năm 2011 đã tăng tới 27% so với cùng kỳ, chiếm 92.54% doanh thu thuần, tỷ lệ cao nhất kể từ năm 2007.

**CHI PHÍ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

Năm 2010, ngoài yếu tố giá vốn hàng bán tăng cao do các nguyên nhân khách quan như giá cao su tự nhiên tăng mạnh, lạm phát trong nước tăng tới 11.75% so với cuối năm 2009 và giá cả hàng hóa thế giới tăng cao, các chi phí khác gồm chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp đều giảm khá mạnh; cụ thể chi phí bán hàng giảm 50%, chi phí quản lý doanh nghiệp giảm 16% và chi phí lãi vay giảm 17.86%. Nguyên nhân là do công ty đã cơ cấu lại nguồn vốn theo hướng gia tăng tỷ lệ vốn chủ sở hữu từ mức chiếm gần 49% tổng nguồn vốn năm 2009 lên chiếm hơn 58% tổng nguồn vốn trong năm 2010 và giảm nợ vay phải trả 29% so với năm 2009. Bên cạnh đó, mô hình quản lý tiên tiến ERP được ứng dụng trong toàn bộ quy trình quản lý, điều hành và sản xuất áp dụng từ năm 2008 đã giúp công ty kiểm soát hiệu quả nguồn lực.

6 tháng đầu năm 2011, do chính sách tài khóa và tiền tệ chặt chẽ đẩy lãi vay lên thị trường lên tới hơn 20% đã kéo theo chi phí lãi vay của CSM tăng vọt lên gần 47 tỷ đồng, bằng 88% chi phí lãi vay trong cả năm 2010.

Triệu đồng	2008		2009		2010		6T/2011	
	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT
<b>GVHB</b>	1,899,661	88.40%	1,865,414	74.73%	2,328,205	86.24%	1,290,601	92.54%
<b>CP bán hàng</b>	90,342	4.20%	184,599	7.39%	92,125	3.41%	31,968	2.29%
<b>CP QLDN</b>	30,781	1.43%	96,091	3.85%	80,678	2.99%	23,989	1.72%
<b>CP Tài chính</b>	128,716	5.99%	74,931	3.00%	41,940	1.55%	46,949	3.37%
CP Lãi vay	-	0.00%	45,691	1.83%	37,530	1.39%	33,044	2.37%
<b>CP Khác</b>	247	0.01%	148	0.01%	1,488	0.06%	750	0.05%
<b>Tổng cộng</b>	<b>2,149,747</b>	<b>100.04%</b>	<b>2,221,183</b>	<b>90.81%</b>	<b>2,544,436</b>	<b>95.64%</b>	<b>1,394,257</b>	<b>99.97%</b>

**ĐÁNH GIÁ HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

**LỢI NHUẬN**

Chỉ tiêu ROA và ROE năm 2010 vẫn duy trì ở mức khá, lần lượt đạt 22.56% và 12.02% nhưng đã giảm mạnh so với năm 2009 do tỷ suất lợi nhuận ròng đã giảm hơn 6% xuống còn 5.22% so với 11.64% năm 2009 và công ty đã giảm đòn bẩy tài chính (hệ số tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu giảm từ 2.09 xuống 1.7 lần)

Các chỉ số biên lợi nhuận năm 2010 đều giảm so với năm 2009, chủ yếu là do giá vốn hàng bán tăng cao tới 24.81% và đây là thực trạng chung của ngành sản xuất sảm lốp bởi giá vốn của DRC và SRC, hai công ty khác trong ngành đang niêm yết trên HOSE cũng tăng lần lượt là 38% và 17% so với năm 2009.

6 tháng đầu năm 2011, lợi nhuận sau thuế của CSM chỉ đạt 14.4 tỷ đồng, bằng 1/10 so với cùng kỳ năm 2010 và hoàn thành 12% kế hoạch năm 2011.

**KHẢ NĂNG THANH TOÁN**

CSM vẫn duy trì khả năng thanh toán ở mức độ khá an toàn, với chỉ số thanh toán hiện hành năm 2010 đạt 1.89, tuy nhiên khả năng thanh toán nhanh vẫn duy trì ở mức dưới 1 và khả năng thanh toán mặt khá thấp, chỉ đạt 0.14 lần.

**HỆ SỐ ĐÒN BẨY**

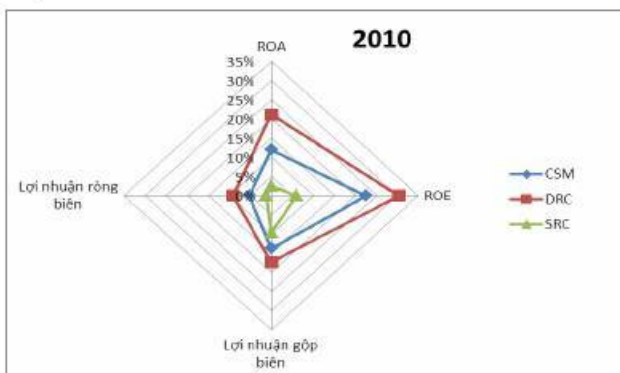
Hệ số đòn bẩy tài chính liên tục giảm trong 3 năm qua từ mức 4.23 lần năm 2008 xuống 1.7 lần năm 2010, chứng tỏ CSM ngày càng giảm sự phụ thuộc vào nợ vay và đưa cấu trúc vốn của công ty theo hướng an toàn hơn.

**SO SÁNH**

Trong 3 doanh nghiệp sản xuất sảm lốp niêm yết trên sàn thì CSM có kết quả kinh doanh xếp thứ 2 sau DRC và đứng trên SRC.

Về khả năng sinh lời: các chỉ số ROA, ROE và EPS của CSM thấp hơn hẳn so với DRC nhưng vượt trội so với SRC. Về hiệu quả quản lý, CSM vượt trội so với 2 DN còn lại ở chỉ số vòng quay tồn kho nhưng kém hơn ở vòng quay khoản phải thu. Hiệu quả sử dụng tài sản gần như tương đồng giữa 3 doanh nghiệp.

Quan sát biểu đồ trực quan ở phía dưới, phần diện tích hình tứ giác được bao bọc bởi đường màu càng lớn thì hiệu quả hoạt động càng cao. CSM có hiệu quả kinh doanh không tốt bằng DRC nhưng lại nổi bật hơn so với SRC.



CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH	2008	2009	2010
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	1.00	1.51	1.89
Thanh toán nhanh	0.29	0.53	0.85
Thanh toán tiền mặt	0.13	0.09	0.14
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	0.84%	25.13%	12.02%
ROE	3.33%	70.16%	22.56%
Lợi nhuận gộp/DT	11.60%	25.27%	13.76%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	0.22%	13.13%	6.49%
Lợi nhuận trước thuế/DT	0.47%	13.36%	6.86%
Lợi nhuận ròng/DT	0.42%	11.64%	5.22%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay phải thu	18.49	17.75	11.83
<i>Số ngày thu tiền bình quân</i>	<i>19.74</i>	<i>20.56</i>	<i>30.86</i>
Vòng quay hàng tồn kho	4.13	3.80	4.94
<i>Số ngày tồn kho</i>	<i>88.43</i>	<i>96.08</i>	<i>73.92</i>
Vòng quay tài sản cố định	7.36	7.26	8.54
Vòng quay tổng tài sản	2.01	2.16	2.30
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	4.23	2.09	1.70
Lợi nhuận ròng biên	0.42%	11.64%	5.22%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Tổng tài sản	13.53%	8.15%	4.24%
Tổng nợ/Tổng tài sản	76.33%	52.17%	41.32%

**SO SÁNH VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH**

Năm 2010	CSM	DRC	SRC
<b>Chỉ tiêu tài chính</b>			
ROA	12.02%	21.22%	2.51%
ROE	22.56%	30.38%	5.99%
EPS (VNĐ)	3,335	6,376	894
BPS (VNĐ)	16,407	23,829	14,976
Lợi nhuận gộp/DT	13.76%	17.4%	9.56%
Lợi nhuận ròng/DT	5.22%	9.08%	1.26%
Vòng quay khoản phải thu	11.83	12.85	16.77
Vòng quay hàng tồn kho	4.94	4.55	4.12
Vòng quay tổng tài sản	2.30	2.34	2.00
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	422.50	307.7	162
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Tổng tài sản	4.24%	3.99%	4.48%
Tổng nợ/Tổng tài sản	41.32%	31.10%	57.49%

**TỔNG QUAN NGÀNH SẴM LỐP**

Thị trường sẵm lốp Việt Nam bao gồm các phân khúc: sẵm lốp xe máy, xe đạp, ô tô, xe tải..., trong đó phổ biến là 2 sản phẩm sẵm lốp xe máy và xe đạp.

Nguồn nguyên liệu để sản xuất sẵm lốp bao gồm: cao su thiên nhiên, cao su nhân tạo, vải mành, thép tanh, than đen, hóa chất và phụ gia. Trong số này, ngoại trừ cao su thiên nhiên được cung cấp bởi các doanh nghiệp trong nước, các nguyên liệu còn lại đều phải nhập khẩu từ nước ngoài: Trung Quốc, Đài Loan, Hàn Quốc, Ấn Độ, Đức...

Sản phẩm của ngành sẵm lốp chủ yếu được tiêu thụ trong nước và một phần xuất khẩu. Kể từ năm 2000, kim ngạch xuất khẩu sẵm lốp của Việt Nam liên tục tăng, bình quân 23%/năm, nhưng đang có dấu hiệu chững lại do giá nguyên liệu đầu vào tăng cao trong năm 2010, nguy cơ khủng hoảng nợ công tại Châu Âu và suy giảm nhu cầu do các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển phải đối diện với lạm phát giá cả hàng hóa cơ bản.

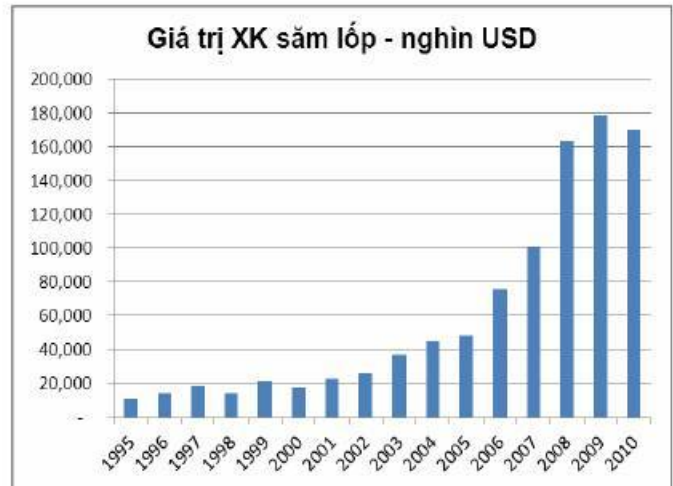
Các doanh nghiệp xuất khẩu sẵm lốp lớn nhất gồm: Kumho Việt Nam, Cao su Miền Nam, Cao su Kenda Việt Nam, Cao su Đà Nẵng... Mỹ là thị trường xuất khẩu sẵm lốp lớn nhất của Việt Nam, tiếp theo là Ai Cập, Malaysia...

Năm 2010 và dự báo đến hết năm 2011, ngành sẵm lốp trong nước gặp rất nhiều khó khăn. Một mặt, phải cạnh tranh với sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan; mặt khác phải chịu chi phí sản xuất kinh doanh cao như chi phí mua cao su, thép và phụ liệu khác. Bên cạnh đó, chính sách tiền tệ và tài khóa chặt chẽ để kiềm chế lạm phát đã đẩy chi phí vay nợ của các công ty lên cao và kéo lợi nhuận xuống mức thấp.

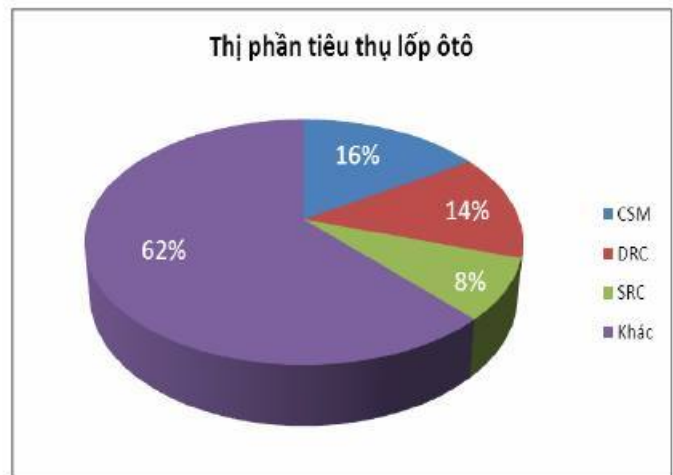
6 tháng đầu năm 2011, 2 trong 3 doanh nghiệp ngành sẵm lốp niêm yết trên Sở GDCK TPHCM (HOSE) có kết quả kinh doanh đạt mức thấp so với cùng kỳ năm 2010.

Cụ thể:

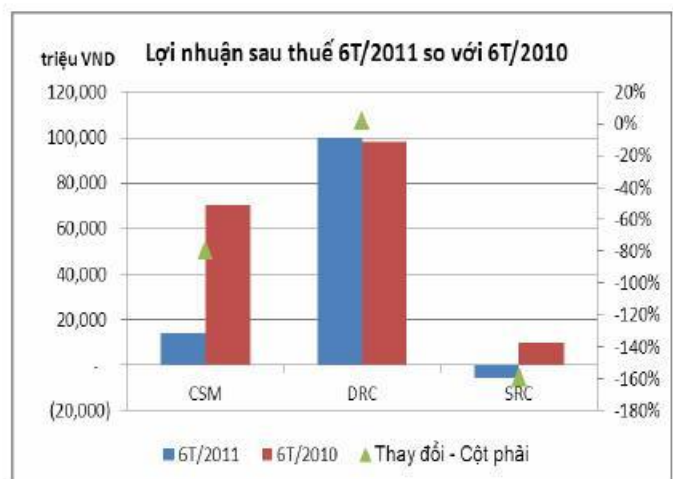
- Đối với CSM, lợi nhuận sau thuế chỉ đạt 14.4 tỷ đồng, giảm tới 79.6% so với cùng kỳ, mặc dù doanh thu thuần của CSM tăng tới 15.3% so với 6 tháng đầu năm 2010.
- Tình hình kinh doanh của SRC còn xấu hơn cả CSM khi công ty lỗ gần 6 tỷ trong 2 quý đầu 2011, cùng kỳ năm ngoái, SRC lãi gần 10 tỷ.
- Kết quả kinh doanh tốt nhất thuộc về DRC, 6 tháng đầu năm 2011 công ty lãi đến hơn 100 tỷ đồng tăng nhẹ 1.9%, nhưng rất khả quan nếu so với mức giảm tới 44% của cùng kỳ năm ngoái.



Nguồn: UNCTAD



Nguồn: Bộ Công thương



Nguồn: Tổng hợp

**TRIỂN VỌNG PHÁT TRIỂN**

Xét về dài hạn, ngành sản lốp vẫn là ngành công nghiệp sản xuất quan trọng đối với nước ta. Cơ sở cho nhận định này là:

- Theo Quyết định số 002/2007/QĐ – BCT ngày 29/08/2007 của Bộ Công Thương về việc phê duyệt phát triển ngành công nghiệp xe máy Việt Nam đến năm 2015 có xét đến năm 2020, dự báo nhu cầu thị trường xe máy trong nước đến năm 2015 có khoảng 31 triệu chiếc, tăng bình quân hàng năm khoảng 2 triệu chiếc.
- Trong “Chiến lược phát triển giao thông vận tải đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2030” của Bộ GTVT: đến năm 2020, toàn quốc có khoảng 2.8 – 3 triệu chiếc xe ô tô các loại...Theo ước tính của Bộ công thương, vào năm 2020, nhu cầu về ô tô các loại cả nước sẽ từ 400.000-600.000 xe/năm và đến 2030 sẽ từ 1-1,8 triệu xe/năm, trong đó chiếm trên 60% là xe con, xe tải, xe khách, xe chuyên dụng... chỉ chiếm khoảng 36%. Đây thực sự là thị trường có tiềm năng cho sự phát triển của ngành sản lốp.
- Theo 1 nghiên cứu thực hiện vào năm 2005 giữa Bộ Giao Thông Vận Tải và tổ chức JICA về quy hoạch đô thị của HN và TPHCM,. Với 62.7% xe máy đáp ứng nhu cầu đi lại tại Hà Nội và 77.9% nhu cầu đi lại tại TPHCM cho thấy xe máy là phương tiện giao thông chính của người dân đô thị.

Đối với Casumina, triển vọng trong dài hạn của công ty là tương đối khả quan do sản phẩm của công ty có chất lượng tốt, thị phần cao ở hầu hết các dòng sản phẩm và có hệ thống phân phối rộng khắp cả nước. Bên cạnh đó, hiện tại công ty đang triển khai nhiều dự án nhằm gia tăng năng lực sản xuất và đa dạng hóa hoạt động kinh doanh.

- Liên doanh sản xuất than đen Phillip Carbon Black Việt Nam, phục vụ nhu cầu nguyên liệu sản xuất sản phẩm giúp công ty chủ động hơn trong quá trình sản xuất, tiết giảm chi phí nhập khẩu. Dự án thực hiện với tổng đầu tư là 48 triệu USD, trong đó vốn điều lệ là 16 triệu USD, Casumina góp 8% vốn điều lệ.
- Dự án xây dựng nhà máy sản xuất lốp Radian toàn thép với công suất lên tới 1 triệu lốp/năm đánh dấu sự hòa nhập của công ty với ngành công nghiệp sản xuất sản phẩm thế giới. Hiện tại, lốp Radian được sử dụng rất phổ biến trên thế giới, 92% xe khách và xe tải nhẹ sử dụng loại lốp này. Dự báo trong tương lai, lốp Radian sẽ được sử dụng đối với toàn bộ các loại xe ô tô.

Tại Việt Nam, tỷ lệ sử dụng lốp Radian chỉ chiếm 10%, nhưng có xu hướng tăng dần lên. Năm 2010, thị trường có nhu cầu khoảng 2 triệu lốp xe, trong đó ô tô con, ô tô tải nhẹ, ô tô du lịch chiếm 75%.

- Các dự án bất động sản. Năm 2011, Casumina dự định triển khai 3 dự án bất động sản: dự án số 9 Nguyễn Khoái, Q.4, dự án số 504 Nguyễn Tất Thành và dự án tòa nhà văn phòng công ty tại số 180 Nguyễn Thị Minh Khai, tất cả đều tọa lạc tại những vị trí khá đắc địa.

Thông tin bất động sản được Chính Phủ đưa ra khỏi danh mục ngành phi sản xuất sẽ tác động tích cực tới thị trường bất động sản trong thời gian tới. Bên cạnh đó, khi lạm phát hạ nhiệt và chính sách tiền tệ, tài khóa dần được nới lỏng sẽ là điều kiện tốt để ngành bất động sản phát triển trở lại sau 1 thời gian khá dài rơi vào tình trạng trầm lắng.

*Kế hoạch đầu tư 2011 – Đơn vị: triệu VND*

STT	Tên dự án	Vốn đầu tư			Thực hiện	Kế hoạch		Tiến độ
		Tổng	Vốn tự có	Vốn vay	2010	2011	2012	
1	Đầu tư chiều sâu và thiết bị lẻ	80,000	40,000	40,000		30,000	30,000	n/a
2	Liên doanh than đen Phillip Việt Nam	31,080	31,080	-		10,360	10,360	Đang xin GPĐT
3	Dự án số 9 Nguyễn Khoái, Q.4	29,800	29,800	-		n/a	-	Đang lập hồ sơ cơ sở và GPXD
4	Dự án số 504 Nguyễn Tất Thành, Q.4	19,645	19,645	-		19,645	-	Đang tiến hành khoan thăm dò địa chất
5	Dự án tòa nhà văn phòng công ty	104,000	32,240	71,760		47,000	47,000	Đang xin GPXD
6	Dự án mua đất di dời nhà máy	140,000	140,000	-	70,000	70,000	-	n/a
7	Dự án lốp Radian toàn thép (giai đoạn 1)	2,021,406	606,422	1,414,984	638,864	1,382,542	-	Đang tổ chức đấu thầu, chuyển giao công nghệ

*Nguồn: Báo cáo thường niên 2010 - CSM*

**RỦI RO KINH DOANH**

Bên cạnh những rủi ro do sự phát triển của nền kinh tế và rủi ro về mặt luật phát. Đặc thù của ngành sản lốp có thể mang đến cho Casumina những rủi ro sau:

- Rủi ro về giá nguyên vật liệu. Sự biến động của giá nguyên liệu đầu vào gồm cao su thiên nhiên, cao su nhân tạo đều chịu ảnh hưởng bởi giá dầu thô. Bên cạnh đó, các nguyên liệu đầu vào khác như than đen, sợi mảnh nylon và hóa chất khác đều là những chế phẩm từ dầu mỏ nên cũng chịu tác động không nhỏ từ giá dầu thô. Giá dầu thô tăng lên sẽ kéo theo giá nguyên liệu đầu vào của công ty tăng theo do cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp có quan hệ khá đồng nhất về giá.

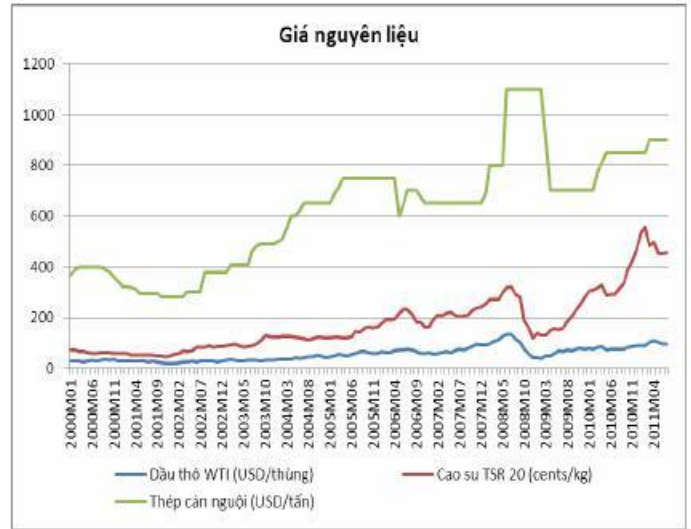
Ngoài ra, biến động thất thường của giá sắt thép trong thời gian qua cũng ảnh hưởng không nhỏ tới giá thép tanh dùng trong sản xuất sản phẩm.

- Rủi ro về tỷ giá: do đa phần nguyên vật liệu của công ty đều phải nhập khẩu nên tỷ giá cũng có ảnh hưởng tới giá cả nguyên liệu. Nhưng hiện nay, công ty có xuất khẩu sản phẩm ra các nước trong khu vực và thế giới nên ảnh hưởng của tỷ giá tới chi phí đầu vào sẽ được trung hòa 1 phần.

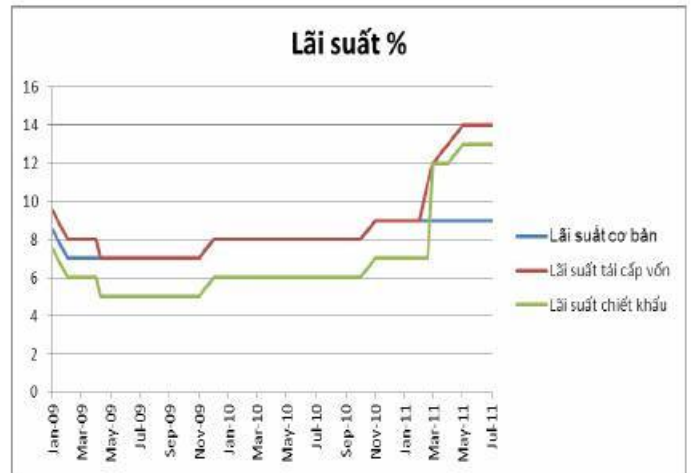
- Rủi ro về lãi suất: lãi suất ảnh hưởng tới chi phí lãi vay qua đó tác động đến hiệu quả kinh doanh của công ty. Trong môi trường lãi suất cao hiện nay, chi phí lãi vay đã bào mòn phần lớn lợi nhuận của các doanh nghiệp. Casumina đã chủ động giảm nợ vay nhằm hạn chế ảnh hưởng của rủi ro lãi suất tác động tới hoạt động của công ty.

- Rủi ro về việc di dời nhà máy: trong 2 – 4 năm tới, Casumina sẽ thực hiện chủ trương của TPHCM về việc di dời nhà máy ra ngoài trung tâm thành phố. Tuy công ty đã chủ động chuẩn bị mặt bằng tại nhà máy Casumina Bình Dương nhưng việc di dời sẽ tốn kém chi phí và làm gián đoạn hoạt động sản xuất của công ty.

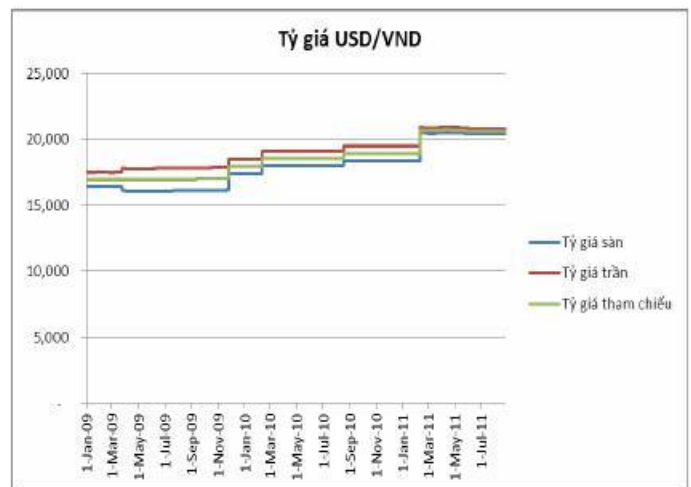
- Rủi ro về cạnh tranh: mặc dù đang nắm giữ thị phần hàng đầu tại các phân khúc sản phẩm nhưng hiện tại, công ty đang đứng trước sự cạnh tranh không nhỏ từ các công ty trong nước và cả hàng nhập khẩu từ Trung Quốc, Đài Loan, tạo áp lực giảm thị phần của công ty trong thời gian tới.



Nguồn: Worldbank



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước





**ĐỊNH GIÁ**

- WACC	18%
- Tốc độ tăng trưởng (g)	4%
➤ Theo phương pháp FCFF:	<b>16,800 VND</b>
➤ Theo phương pháp FCFE:	<b>16,700 VND</b>
➤ Theo P/E ước tính 2011 (P/E = 4):	<b>17,800 VND</b>
➤ Theo P/B ước tính 2011 (P/B = 1):	<b>15,800 VND</b>
➤ <b>Bình quân với tỷ trọng 25% mỗi phương pháp:</b>	<b>16,775 VND</b>

Chúng tôi định giá theo các yếu tố được dự báo và giả định như sau:

Chỉ tiêu	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Tốc độ tăng trưởng doanh thu (%)*	10%	10%	15%	15%	15%
Giá vốn hàng bán (%)	92.5%	87%	87%	87%	87%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	522	522	522	522	522
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%/Mệnh giá)	10%	n/a	n/a	n/a	n/a

\*Tốc độ tăng trưởng doanh thu 15% từ 2013 nhờ vào việc công ty hoàn thành giai đoạn 1 nhà máy sản xuất lốp Radian toàn thếp.

đơn vị tính: triệu đồng

Chỉ tiêu	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu thuần	2,699,653	<b>2,969,618</b>	<b>3,415,061</b>	<b>3,927,320</b>	<b>4,516,418</b>	<b>5,193,881</b>
Lợi nhuận gộp	371,448	<b>222,721</b>	<b>443,958</b>	<b>510,552</b>	<b>587,134</b>	<b>675,205</b>
Lợi nhuận trước thuế	185,320	<b>39,842</b>	<b>230,960</b>	<b>273,288</b>	<b>323,117</b>	<b>381,747</b>
Lợi nhuận sau thuế	140,898	<b>29,882</b>	<b>173,220</b>	<b>204,966</b>	<b>242,338</b>	<b>286,310</b>
Vốn điều lệ	522,498	<b>522,498</b>	<b>522,498</b>	<b>522,498</b>	<b>522,498</b>	<b>522,498</b>
EPS (đồng)	2,697	<b>572</b>	<b>3,315</b>	<b>3,923</b>	<b>4,638</b>	<b>5,480</b>

**KHUYẾN NGHỊ:**

Với kết quả định giá cổ phiếu CSM vào khoảng 16,775 VND, CSM hiện đang giao dịch thấp hơn giá trị thực khoảng 36%. Chúng tôi khuyến nghị mua & nắm giữ đối với cổ phiếu CSM cho mục đích đầu tư trung và dài hạn trên cơ sở CSM là doanh nghiệp hàng đầu trong ngành sản lốp và dự án lốp Radian dự báo sẽ mang lại sự tăng trưởng ổn định của doanh thu khi đi vào khai thác.



**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (triệu VND)**

	2008	2009	2010
<b>Tài sản</b>	<b>1,151,210</b>	<b>1,162,358</b>	<b>1,181,288</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>724,516</b>	<b>771,414</b>	<b>829,557</b>
Tiền và tương đương tiền	93,164	46,047	63,239
Đầu tư ngắn hạn	11,669	50,000	30,000
Phải thu ngắn hạn	104,686	176,526	280,042
Hàng tồn kho	491,055	491,042	451,968
Tài sản ngắn hạn khác	23,942	7,799	4,308
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>426,694</b>	<b>390,944</b>	<b>351,731</b>
Phải thu dài hạn	-	-	-
Tài sản cố định	349,836	338,310	294,032
Bất động sản đầu tư	296	34	-
Đầu tư tài chính dài hạn	63,459	47,559	55,782
Tài sản dài hạn khác	13,103	5,041	1,917
<b>Nguồn vốn</b>	<b>1,151,209</b>	<b>1,162,358</b>	<b>1,181,287</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>878,742</b>	<b>606,345</b>	<b>488,103</b>
Nợ ngắn hạn	722,986	511,627	438,018
Nợ dài hạn	155,756	94,718	50,085
Nợ khác	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>269,505</b>	<b>554,902</b>	<b>675,478</b>
Vốn điều lệ	200,000	250,000	422,498
Thặng dư vốn và các quỹ	69,505	304,902	252,980
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>2,962</b>	<b>1,111</b>	<b>17,706</b>
Vốn cổ đông thiểu số	-	-	-

**BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

	2008	2009	2010
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2,148,871</b>	<b>2,496,309</b>	<b>2,699,653</b>
Giá vốn hàng bán	1,899,661	1,865,414	2,328,205
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>249,210</b>	<b>630,895</b>	<b>371,448</b>
Thu nhập hoạt động tài chính	-123,428	-22,322	-23,360
Doanh thu tài chính	5,288	52,609	18,580
Chi phí tài chính	128,716	74,931	41,940
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>0</i>	<i>45,691</i>	<i>37,530</i>
Chi phí bán hàng	90,342	184,599	92,125
Chi phí quản lý doanh nghiệp	30,781	96,091	80,678
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>4,659</b>	<b>327,883</b>	<b>175,285</b>
Thu nhập khác	5,541	5,630	10,035
Doanh thu khác	5,788	5,778	11,523
Chi phí khác	247	148	1,488
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>10,200</b>	<b>333,513</b>	<b>185,320</b>
Thuế TNDN phải nộp	1,808	42,293	44,422
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>8,969</b>	<b>290,643</b>	<b>140,898</b>
Phần hùn thiểu số	-	-	-
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8,969</b>	<b>290,643</b>	<b>140,898</b>

**CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH**

	2008	2009	2010
<b>Chỉ số giá trị</b>			
EPS (VND)	448	11,626	3,335
Book Value (VND)	13,623	22,241	16,407
Doanh thu/CP	107,444	99,852	63,897
Tỷ lệ cổ tức/MG	N/A	40% <sup>CP</sup>	20% <sup>TM</sup>
<b>Tốc độ tăng trưởng</b>			
Tăng trưởng doanh thu	9.90%	16.40%	7.88%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-11.96%	153.16%	-41.12%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	-88.81%	3140.53%	-51.52%
Tăng trưởng tổng tài sản	17.14%	0.97%	1.63%
Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	2.03%	105.90%	21.73%
<b>Chỉ số thanh toán</b>			
Thanh toán hiện hành	1.00	1.51	1.89
Thanh toán nhanh	0.29	0.53	0.85
Thanh toán tiền mặt	0.13	0.09	0.14
<b>Chỉ số hiệu quả HĐKD</b>			
ROA	0.84%	25.13%	12.02%
ROE	3.33%	70.16%	22.56%
Lợi nhuận gộp/DT	11.60%	25.27%	13.76%
Lợi nhuận kinh doanh/DT	0.22%	13.13%	6.49%
Lợi nhuận trước thuế/DT	0.47%	13.36%	6.86%
Lợi nhuận ròng/DT	0.42%	11.64%	5.22%
<b>Chỉ số hiệu quả quản lý</b>			
Vòng quay khoản phải thu	18.49	17.75	11.83
<i>Số ngày thu tiền bình quân</i>	<i>19.74</i>	<i>20.56</i>	<i>30.86</i>
Vòng quay hàng tồn kho	4.13	3.80	4.94
<i>Số ngày tồn kho</i>	<i>88.43</i>	<i>96.08</i>	<i>73.92</i>
Vòng quay tài sản cố định	7.36	7.26	8.54
Vòng quay tổng tài sản	2.01	2.16	2.30
<b>Phân tích Dupont</b>			
Tổng tài sản/Vốn chủ sở hữu	4.23	2.09	1.70
Lợi nhuận ròng biên	0.42%	11.64%	5.22%
<b>Cơ cấu vốn (hệ số đòn bẩy)</b>			
Nợ dài hạn/Vốn+Nợ dài hạn	36.63%	14.58%	6.90%
Tổng nợ/Tổng tài sản	76.33%	52.17%	41.32%



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN VIỆT THÀNH VIETTHANH SECURITIES COMPANY – VTS

Địa chỉ : 82-84 Calmette, phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại : (84-8) 3821 8686 - (84-8) 3914 7799 FAX: (84-8) 39144511

Website : [www.vts.com.vn](http://www.vts.com.vn) Email: [vts@vts.com.vn](mailto:vts@vts.com.vn)

**Người thực hiện:** **Lê Đăng Quang**  
[quang.le@vts.com.vn](mailto:quang.le@vts.com.vn)

**Bản quyền:** Báo cáo này được bảo vệ bản quyền Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành bởi luật pháp Việt Nam và các luật lệ, công ước khác. Mọi hình thức sao chép, tái bản, sử dụng trên các phương tiện truyền thông đối với Báo cáo này cần được sự đồng thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Việt Thành..

**Tuyên bố trách nhiệm:** Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản tin này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của Báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem Báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VTS tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của Báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong Báo cáo này được VTS thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính của chúng tôi có giá trị đến ngày phát hành Báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo trước.