

Company Short Report

17 September 2009

TRC - Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh

Ngành cao su là ngành có tỷ suất lợi nhuận ròng cao, có khả năng kiểm soát được chi phí đầu vào. Sáu tháng đầu năm có kết quả kinh doanh khá khiêm tốn nhưng những tháng còn lại trong năm sẽ hứa hẹn tăng trưởng mạnh.

TRC là doanh nghiệp có cơ cấu vườn cây hợp lý cho năng suất cao, có cơ cấu sản phẩm mà nhiều doanh nghiệp trong ngành hướng tới. Khả năng sinh lời cao nhất so với các công ty khai thác cao su niêm yết trên sàn.

Cùng với tình hình chung của ngành khai thác cao su kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2009 của TRC sụt giảm mạnh so với cùng kỳ 2008

Sáu tháng đầu năm 2009 doanh thu của TRC đạt 126,46 tỷ giảm 27,26% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sụt giảm 28,25% còn 47,14 tỷ.

Theo chúng tôi trong thời gian tới doanh thu lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh nhưng tính chung cả năm có thể không bằng lợi nhuận của năm trước. Tuy nhiên lợi nhuận cũng có thể bứt phá mạnh nếu giá cao su tăng mạnh cùng với tốc độ phục hồi mạnh mẽ của nền kinh tế thế giới.

Cao su hiện đã vào mùa khai thác chính trong năm nên sản lượng khai thác sẽ tăng mạnh (mùa khai thác chiếm khoảng 70% sản lượng cả năm). Vừa qua, trong dây chuyền chế biến của TRC đã thay mới 8/14 máy cùng với đó là giá cao su đang trong đà phục hồi tăng trở lại nên doanh thu và lợi nhuận 6 tháng cuối năm sẽ hứa hẹn tăng trưởng mạnh.

Tình hình tài chính lành mạnh

TRC duy trì tỷ lệ nợ khá thấp, Nợ/VCSH tại thời điểm 30/6/2009 là 0,14. TRC được hưởng nhiều ưu đãi trong chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp nên lợi ích từ việc sử dụng đòn bẩy tài chính là không lớn đồng thời duy trì nợ thấp sẽ giúp giảm bớt chi phí và áp lực trả nợ cho doanh nghiệp.

Giao dịch với PE là 10,54

Giá đóng cửa của TRC ngày 17/09/2009 là 63.000, P/E (với EPS 4 quý gần nhất) hiện nay là 10,38. Đây là mức P/E thấp hơn cả so với các mã cùng ngành niêm yết. Từ đầu tháng 8 tới nay trung bình có 112.255 CP được giao dịch mỗi phiên.

Tổng quan và dự báo tình hình tài chính				
	2006	2007	2008	2009F
Tài sản (triệu VND)	1.456.056	817.171	660.673	-
Nợ/VCSH	303,15%	73,73%	30,96%	-
Doanh thu thuần (triệu VND)	464.320	491.894	549.115	344.585 (*)
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	139.921	177.445	198.220	107.345 (*)
Lợi nhuận gộp (%)	44,53	40,89	37,61	-
ROE (%)	38,74	37,73	39,29	-
EPS (VND)	4.664	5.915	6.067	5.500
Tăng trưởng EPS YoY (%)		26,82	11,71	-16,76
BVPS (VND)	10.007	15.364	15.961	-
PBV		7,94	1,52	-
Trailing PE		20,63	3,68	-
Giá CP cuối năm		122.000	24.300	> 70.000

Nguồn: Dữ liệu từ Bloomberg, VCBS ước tính
(*) Theo kế hoạch của TRC

Thông tin doanh nghiệp

BUY

Giá hiện tại ngày 17 September 2009 (VNĐ)	63.000
Mã niêm yết	TRC
Khoảng giá 52 tuần (VNĐ)	18.200 - 81.000

Lĩnh vực kinh doanh chính

- Trồng mới, chăm sóc, khai thác, chế biến và xuất khẩu cao su thiên nhiên.
- Sản xuất thùng phuy thép, chế biến XNK gỗ, sản phẩm cao su giống.
- Kinh doanh nhiên liệu, vật tư tổng hợp
- Xây dựng công trình dân dụng, công nghiệp và điện.

Biến động giá



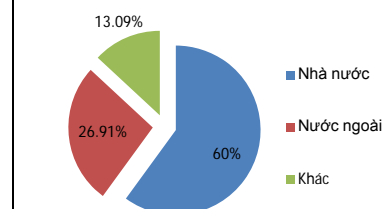
Nguồn: Cafef

Cổ phiếu

FYA

Tỷ trọng vốn hóa trên HOSE	0,42%
Vốn hóa thị trường	1.890 tỷ VND
KL lưu hành hiện tại	30.000.000 CP
KL giao dịch bình quân trong 1 năm	79.581CP
Room còn lại cho NĐTNN	6.518.670CP
Cổ đông lớn	
Tập đoàn Công nghiệp Cao su VN	60%

Cơ cấu vốn chủ sở hữu



Giá cao su (Latex - 60% FOB (R))



Cơ cấu sản phẩm và thị trường tiêu thụ

Diện tích vườn cây của 7.300ha cao su trong đó diện tích dự kiến khai thác năm 2009 là 5.902,97ha.

Cơ cấu vườn cây của TRC đang trong giai đoạn cho năng suất cao nhất

	Diện tích (ha)	NSBQ (tấn/ha)
Nhóm 1	2.380	2,3
Nhóm 2	2.298	2,4
Nhóm 3	1.225	1,9
Cả vườn (dự kiến)	5.903	2,256

Sản lượng dự kiến năm 2009 sẽ là 13.318 tấn (5.903ha x 2,256 tấn/ha) Sản phẩm latex là mặt hàng chiến lược mà tất cả các công ty cao su cao su thiên nhiên hướng tới bởi đây là loại sản phẩm cao su thô nhưng có hàm lượng kỹ thuật cao, giá bán cao và nhu cầu tiêu thụ rất ổn định. Trong cơ cấu sản phẩm của TRC latex chiếm 70% (so với ngành cao su thì khối lượng latex này chỉ chiếm 26%).

TRC có thị trường tiêu thụ nước ngoài chiếm 60% doanh thu, nội địa chiếm 40%. Thị trường xuất khẩu chính của công ty là các nước khối EU, Nga, Nhật, Mỹ, Hàn, Ấn độ và các nước Trung đông...

Các dự án

Công ty Cổ phần Cao su Việt Lào là dự án mà TRC góp vốn lớn nhất với 60 tỷ (chiếm 10% vốn điều lệ). Dự án này rất khả quan, hiện công ty đã trồng khoảng 10.000 ha (hiện diện tích khai thác của công ty khoảng 6.000 ha), thời gian trồng năm 2004. Dự kiến 2010 khi diện tích này được đưa vào khai thác, doanh thu và lợi nhuận của công ty sẽ tăng đáng kể.

Tiếp đó là dự án góp vốn vào Công ty TNHH XDKDCSHT Cao su Việt Nam, TRC góp 26,8 tỷ (chiếm 10% vốn điều lệ). Dự án này đã đi vào hoạt động, cổ tức được chia năm 2008 là 1,5 tỷ dự kiến sẽ hoạch toán vào kết quả SXKD 2009. Ngoài ra còn có một số dự án khác như CTCP TMDV và Du lịch Cao su (TRC góp 10 tỷ - chiếm 3,57% VDL); CTCP Nước khoáng Ninh Điền (TRC góp 1,5 tỷ chiếm 15% VDL); CTCP PT Đô thị và KCN Cao su Việt Nam (TRC góp 20 tỷ); CTCP Chế biến và XNK Gỗ Tây Ninh (TRC góp 9 tỷ chiếm 30% VDL).

Dự án mới sẽ được tiến hành từ năm 2009 trở đi được đại hội cổ đông thông qua là: Dự án lắp đặt mới dây chuyền 8 máy sản xuất ly tâm tại khu vực nhà máy trung tâm và dự án khu công nghiệp Hiệp Thạnh.

Kết quả kinh doanh quý 2/2009 và 6 tháng đầu năm 2009

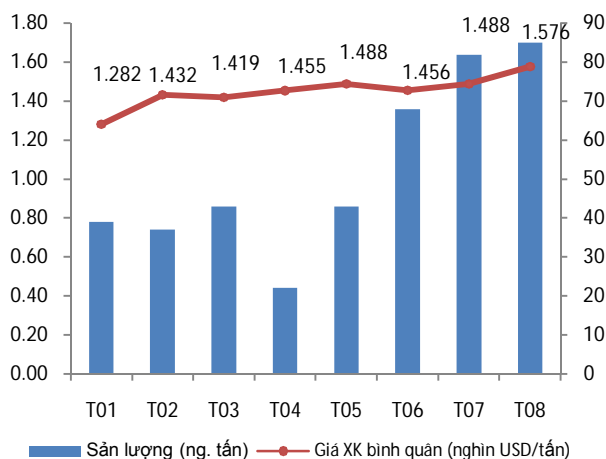
Đầu tháng 6/2009 Chủ tịch HĐQT TRC khẳng định đã tiêu thụ hết sản lượng tháng 7 nhưng hết quý 2 có 414 tấn hàng tồn kho, sản lượng tiêu thụ quý 2 của TRC giảm 34,92% so với quý 1 năm 2009. Qua cuộc trao đổi trao đổi ngắn với Ông Nguyễn Thái Bình phụ trách công bố thông tin của TRC, chúng tôi được biết lượng 414 tấn hàng tồn kho trên thực tế đã có chủ và sẽ được giao trong quý 3 do đặc điểm yếu tố kỹ thuật (sau mỗi quý luôn có 1 lượng hàng như vậy). Như vậy việc giảm sút sản lượng tiêu thụ bắt nguồn từ sụt giảm lượng khai thác khi cao su chưa bước vào mùa khai thác chính. Sản lượng tiêu thụ giảm nhưng giá cao su đã phục hồi tăng trở lại nên doanh thu quý 2/2009 của TRC là 56 tỷ giảm 20,5% so với quý 1/2009. Tuy nhiên lợi nhuận hoạt động và lợi nhuận tài chính giảm mạnh so với quý 1 nên lợi nhuận chỉ đạt 18,8 tỷ giảm 33,66% so với quý 1/2009.

Tính chung 6 tháng đầu năm 2009 doanh thu của TRC đạt 126,46 tỷ giảm 27,26% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sụt giảm 28,25% còn 47,14 tỷ.

Triển vọng những tháng cuối năm 2009

Triển vọng ngành

8 tháng đầu năm 2009 xuất khẩu của toàn ngành là 380.000 tấn cao su tăng 16,92% so với cùng kỳ năm 2008, giá trị xuất khẩu đạt 565 triệu USD giảm 37,43% so với cùng kỳ năm 2008 do giá cao su giảm mạnh (46,95%) so với cùng kỳ năm 2008. Hiện giá cao su xuất khẩu đã có xu hướng tăng dần kể từ thời điểm đáy tháng 1/2009 đồng thời sản lượng xuất khẩu cao su đã tăng mạnh kể từ tháng 6/2009.



Tình hình xuất khẩu 8 tháng đầu năm 2009

Những tháng cuối năm nền kinh tế thế giới sẽ khả quan hơn, ngành công nghiệp ô tô phục hồi và giao thương gia tăng khiến nhu cầu sản phẩm cao su thiên nhiên được dùng để sản xuất sản phẩm do đó cầu cao su sẽ tăng theo. Hiện nay giá dầu đang dao động quanh 70 USD/thùng và đang có xu hướng tăng khi kinh tế thế giới phục hồi khiến nhu cầu cao su tự nhiên tăng lên. Gần đây các chuyên gia còn dự báo tiêu thụ cao su toàn cầu sẽ tăng 8,8% vào năm 2010 và tăng 5,1% vào năm 2011.

Ba nước Thái Lan, Indonexia và Malaysia cung ứng khoảng 70% sản lượng cao su thiên nhiên cho toàn cầu vừa thông báo sẽ tiếp tục cắt giảm xuất khẩu để đảm bảo cắt giảm 915.000 tấn cao su mà nhóm đã thỏa thuận vào tháng 12/2008. Với sự cắt giảm sản lượng này sẽ hỗ trợ giá cao su trong thời gian tới.

Khi bước vào thời kỳ khai thác chính lượng cung tăng lên tuy nhiên vẫn trong tầm kiểm soát của nhóm cao su quốc tế (IRCO). Trong khi đó nhu cầu cao su cũng tăng lên bởi 1) Nhu cầu nhập khẩu cao su thế giới thường có chiều hướng tăng trong những tháng cuối năm để tăng cường phục vụ sản xuất, 2) Sự phục hồi của công nghiệp ô tô trên thế giới, 3) Lượng dự trữ cao su của Trung quốc - quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất đã giảm bởi gói kích cầu của chính phủ giúp doanh số bán xe và lắp xe ô tô tăng mạnh trong thời gian qua. Đồng thời cùng xu hướng tăng trở lại của dầu thô chúng tôi tin rằng giá cao su sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong những tháng còn lại. Giá cao su có thể sẽ tăng nhanh và mạnh hơn do hoạt động của những nhà đầu cơ dầu và cao su. Như vậy xuất khẩu cao su của Việt Nam sẽ tăng mạnh trong các tháng còn lại của năm 2009 nhờ sự tăng lên về sản lượng và sự ổn định trong xu hướng đi lên của giá.

Ngành chế biến sản phẩm cao su đang được nhà nước quan tâm chú trọng đầu tư phát triển do đó đầu ra của các doanh nghiệp khai thác cao su sẽ được mở rộng hơn trong thị trường nội địa.

Cao su là một trong những mặt hàng xuất khẩu quan trọng do đó các doanh nghiệp cao su được hưởng nhiều chính sách ưu đãi về thuế. TRC áp dụng mức thuế suất TNDN 15% trong 12 năm kể từ năm 2007 trong đó được miễn thuế TNDN trong 3 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế nộp cho 7 năm tiếp theo.

Riêng đối với Latex bởi đặc thù riêng của mình nên nhu cầu và giá của sản phẩm là tương đối ổn định.

Triển vọng công ty

Vừa qua TRC đã điều chỉnh kế hoạch lợi nhuận năm 2009 để phản ánh khả năng thực tế theo đó 6 tháng đầu năm 2009 doanh thu chỉ đạt 36,7% kế hoạch và lợi nhuận đạt 43,92%. Chúng tôi cho rằng TRC có phần thận trọng khi điều chỉnh lại kế hoạch bởi:

- Sản lượng khai thác sẽ tăng mạnh trong tháng còn lại khi cao su vào mùa thu hoạch.
- Hiện TRC có 14 máy trong đó có 8 máy vừa mới được thay thế do đó năng suất sẽ tăng lên đáng kể
- Giá cao su latex ngày 17/9/2009 là 1.380 USD/tấn (tính theo giá USD tại Vietcombank là 17.837 VND/USD thì giá cao su latex (100%) khoảng 41,03 triệu đồng/tấn) đã tăng 58,62% so với thời điểm đáy ngày 15/12/2008. Giá cao su hiện vẫn đang trong xu hướng tiếp tục tăng.
- Từ quý 2 đến nay sản lượng khai thác không đủ đáp ứng các đơn đặt hàng của khách.

Những yếu tố này góp phần làm doanh thu tăng trưởng mạnh trong những tháng còn lại. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng khai thác của công ty sẽ là 13.318 tấn, giá bán trung bình trong 6 tháng đầu năm là 26,94

triệu, ngày 31/7 ông Trương Văn Minh - Phó Tổng giám đốc công ty cho biết đã bán hết sản lượng tháng 9 với mức giá 31,6 triệu/tấn latex, trong cuộc trao đổi với ông Bình chúng tôi được biết giá latex giao hiện nay của công ty là 40 triệu đồng/tấn. Dựa trên những số liệu trên chúng tôi dự báo giá trung bình cao su của công ty trong 6 tháng cuối năm là 32 - 35 triệu đồng/tấn và với ước tính sản lượng khai thác cũng như sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng cuối năm là 8.939 tấn, cùng với các hoạt động khác như bán giống cây, vật tư chúng tôi ước tính doanh thu của công ty năm 2009 có thể dao động trong khoảng 430 - 460 tỷ đồng.

- Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới doanh thu sẽ tăng nhanh hơn giá vốn hàng bán bởi vậy chúng tôi chọn tỷ suất lợi nhuận gộp bằng với tỷ suất lợi nhuận gộp của quý 2/2008 (thời điểm giá cao su tăng mạnh) là 41,53%. Như vậy lợi nhuận gộp của công ty trong năm 2009 sẽ là 168 -179 tỷ đồng.
- Doanh nghiệp sử dụng nợ thấp và các khoản đầu tư tài chính chủ yếu là tiền gửi và cho vay, với chính sách tài chính tiền tệ ổn định như hiện nay chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ hoạt động tài chính của công ty 6 tháng cuối năm không biến động nhiều so với 6 tháng đầu năm 2009. Từ đó ước tính doanh thu từ hoạt động tài chính năm 2009 là 3,5 tỷ đồng.
- Chúng tôi sử dụng tỷ lệ (chi phí bán hàng+ chi phí quản lý doanh nghiệp)/doanh thu của 6 tháng đầu năm là 7% ước tính ra chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của TRC năm 2009 là 30-32 tỷ đồng.
- Lợi nhuận khác thu được từ việc thanh lý vườn cây cũng sẽ không biến động nhiều so với 6 tháng đầu năm 2009 từ đó chúng tôi ước tính lợi nhuận khác cả năm 2009 là 11 tỷ đồng.

Với những giả định trên, lợi nhuận sau thuế của TRC trong năm 2009 sẽ đạt khoảng khoảng 152 -162 tỷ đồng (tương đương EPS năm 2009 khoảng 5.100 - 5.600 đồng).

Rủi ro tiềm ẩn

Tốc độ phục hồi giá cao su phụ thuộc vào tốc độ phục hồi của kinh tế thế giới đặc biệt là sự phục hồi kinh tế của các nước có tỷ lệ nhập khẩu cao su lớn như Mỹ, EU, Nhật bản, Trung quốc... Đồng thời các quyết định cũng như yếu tố tác động đến sản lượng khai thác và sản lượng xuất khẩu của các nước xuất khẩu cao su lớn như Thái lan, Indonesia, Malaysia, Ấn độ sẽ ảnh hưởng đến giá cao su trên thế giới.

Cao su thiên nhiên có thể được thay thế bằng cao su tổng hợp nên ngành cao su có rủi ro tiềm ẩn đó là sự giảm giá của dầu. Trong thời kỳ giảm sút giá dầu vừa qua nhu cầu cao su thiên nhiên đã giảm mạnh. Hiện nay giá dầu đang có xu hướng tăng lên khi đó nhu cầu cao su tự nhiên sẽ tăng theo.

Một trong những rủi ro đặc trưng của ngành cao su là phụ thuộc nhiều vào điều kiện tự nhiên, nếu thời tiết thời tiết nắng hạn kéo dài và mưa bão xảy ra sẽ làm cho công tác khai thác gặp khó khăn và dịch bệnh lan rộng.

So sánh với các công ty trong ngành

Mã	Tỷ suất LN ròng (*)	P/E (*)	ROA 2008	ROE 2008	P/B (**)	Nợ/VCSH (**)	P_17/09/09
DPR	29.00%	12.00	22.48%	36.27%	3.54	0.44	59000
HRC	22.96%	10.98	22.71%	27.94%	2.28	0.15	42000
PHR	NA	N/A	15.54%	32.14%	4.00	0.88	45300
TNC	3.12%	58.19	3.15%	3.84%	1.45	0.14	16800
TRC	36.32%	10.38	30.00%	43.00%	3.70	0.14	63000

(*): Dữ liệu 4 quý liền kề

(**): Dữ liệu Quý 2/2009

Các doanh nghiệp ngành khai thác cao su có đặc điểm tỷ suất lợi nhuận ròng, ROA và ROE cao (ngoại trừ TNC). Tỷ lệ Nợ/VCSH của các doanh nghiệp trong ngành có xu hướng giảm dần qua các năm, tại ngày 30/6/2009 tỷ lệ này ở các doanh nghiệp nằm yết trên sản thấp hơn rất nhiều so với các năm trước.

Trong các doanh nghiệp trên sàn hiện nay TRC là doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm hợp lý nhất mà các doanh nghiệp khai thác cao su đều hướng tới, có cơ cấu vườn cây cho năng suất cao nhất trong ngành vào năm 2008. Và cũng là doanh nghiệp có các chỉ tiêu cơ bản tốt nhất so với các công ty trong ngành được niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Tp HCM với tỷ suất lợi nhuận ròng, ROA và ROE năm 2008 lần lượt là 36,32%, 30% và 43%. Điều này cũng đã được các nhà đầu tư nhìn nhận và đánh giá với mức thị giá luôn cao nhất trong các công ty cao su niêm yết trên sàn tuy nhiên mức P/E của TRC vẫn thấp nhất trong các công ty niêm yết do đó cùng với triển vọng tốt TRC sẽ còn tăng nhiều hơn so với các công ty khai thác cao su niêm yết trên sàn.

Với triển vọng ngành và kỳ vọng về lợi nhuận trong những tháng cuối năm các mã cao su sẽ được chú ý nhiều trong thời gian tới.

Khuyến nghị đầu tư

Ngành cao su là ngành có triển vọng phát triển dài hạn. TRC hội tụ nhiều điểm mạnh so với các công ty cùng ngành từ cơ cấu vườn cây cho đến quản lý hoạt động sản xuất. Doanh thu lợi nhuận kỳ vọng sẽ bứt phá mạnh mẽ với việc cao su vào mùa khai thác, dây truyền máy móc chế biến được thay mới cùng với đó là xu hướng phục hồi của giá cao su. Trong quan điểm thận trọng chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp cao su chỉ bằng 80 - 90% so với năm 2008 và theo EPS chúng tôi ước tính phía trên thì mức giá hiện nay là hợp lý. Tuy nhiên sự phục hồi giá cao su cũng như cầu về cao su phụ thuộc vào rất nhiều vào tốc độ phục hồi của nền kinh tế toàn cầu do đó các nhà đầu tư lạc quan có thể cân nhắc xem xét mua vào tại thời điểm này khi viễn cảnh phục hồi kinh tế toàn cầu và Việt Nam ngày càng rõ nét hơn.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi VCBS và chỉ nhằm mục đích tham khảo. Các thông tin trong báo cáo được VCBS xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan, ngoài những thông tin về chính Công ty, VCBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của VCBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. VCBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và VCBS không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Vì vậy VCBS không chịu trách nhiệm nào về những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS, không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của VCBS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

Công ty Chứng Khoán Ngân Hàng TMCP Ngoại Thương Việt Nam

Hội sở chính

Tầng 17, Tòa nhà Vietcombank, 198 đường Trần Quang Khải

Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Website: www.vCBS.com.vn

Điện thoại: 84-4-39366426

Fax: 84-4-39360262

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1, Tòa nhà Green Star, 70 đường Phạm Ngọc Thạch,

Phường 6, Quận 3, Thành phố Hồ Chí Minh

Điện thoại: 84-8-38208116

Fax: 84-8-38208117

Chi nhánh Đà Nẵng

Lầu 2, 10 đường Hải Phòng, Quận Hải Châu,

Thành phố Đà Nẵng

Điện thoại: 84-511-3888991

Fax: 84-511-3888881