Báo cáo phân tích công ty

Ngày 28 tháng 12 năm 2009

VNDirect
CHỨNG KHOÁN TRỰC TUYẾN
Go online, go direct!

TRC: Công ty cổ phần Cao Su Tây Ninh

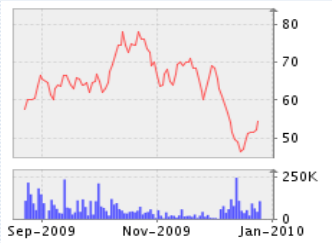
YoY	2008	2009E	2010E	QoQ	Q4/08	Q1/09	Q3/09
Doanh thu(tỷ đ)	549	430	509	Doanh thu(tỷ đ)	170	70	124
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	198	148	187	Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	55	28	45
EPS (VNĐ)	6.607	4.927	6.237	Lợi nhuận biên gộp	26,5%	37,6%	33,8%
Tăng trưởng EPS	12%	-25%	27%	Tổng tài sản (TTS)	663	587	658
P/E	8,55	11,5	9,1	Tài sản ngắn hạn	212	140	187
P/B	3,54	3,03	2,26	Nợ ngắn hạn	29	53	55
Cổ tức/thị giá (%)	5,3%	2,7%	2,7%	Tài sản ngắnhạn/TTS	31,9%	23,8%	28,5%
ROE (%)	39,3%	23,5%	23,4%	Nợ ngắn hạn/TTS	19,1%	9,0%	8,4%
ROA (%)	30%	19,3%	20,5%	Hệ số nợ	7,7%	7,5%	6,2%

Giới thiệu chung

Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh tiền thân là đồn điền của người Pháp , chính thức cổ phần hóa ngày 28/12/2006, niêm yết trên sàn HoSE vào ngày 24/07/2007, hiện nay vốn điều lệ đạt 300 tỷ đồng.

Hoạt động chính của công ty là trồng mới, chăm sóc, khai thác chế biến và xuất khẩu cao su tự nhiên

Thông tin cổ phiếu (28/12/09)



Giá cổ phiếu (VND)	56.500
Số CP đang lưu hành	30.000.000
Vốn hóa (tỷ đ)	1.695
% sở hữu nhà nước	60%
% sở hữu nhà ĐTNN	26,2%
KL trung bình 6 tháng	69.619

TANIRUCO
ISO 9001 : 2000

Thông tin doanh nghiệp:
Xã Hiệp Thành – Gò Dầu – Tây Ninh
Điện thoại: +84-(0)66-85.36.06
Website: www.taniruco.com

Chuyên viên phân tích:
Lê Trọng Tú
tu.le@ipa.com.vn

Trưởng bộ phận:
Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Quan điểm đầu tư:

Mặc dù TRC có quy mô tương đối nhỏ so với các công ty khác trong ngành cao su tự nhiên Việt Nam xét trên tổng tài sản lẫn diện tích vườn cây (chỉ chiếm 1,15% diện tích vườn cây cả nước), tuy nhiên công ty được quan tâm bởi hiệu quả hoạt động luôn đạt mức cao nhất trong ngành (ROA, ROE, và năng suất khai thác).

Cơ cấu vườn cây trẻ với hơn 50% diện tích vườn cây đang trong độ tuổi khai thác tốt nhất (từ 14 - 21 tuổi), giúp sản lượng khai thác mủ cao su của công ty ổn định và tương đối cao qua các năm (13.000 tấn/năm). TRC còn được chú ý bởi sản phẩm chủ lực là mủ cao su Latex (80% sản lượng tiêu thụ),- sử dụng trong các sản phẩm y tế, chăm sóc sức khỏe, có giá bán cạnh tranh và sức cầu ổn định, không bị ảnh hưởng bởi sự suy thoái của ngành công nghiệp ô tô thế giới.

Mười một tháng đầu năm 2009, TRC đạt 384 tỷ đồng doanh thu và 126 tỷ lợi nhuận sau thuế, tương ứng vượt 11,5% và 17,6% kế hoạch năm. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu thuần và lợi nhuận cả năm đạt 430 tỷ đồng và 148 tỷ đồng. Năm 2010, theo đà hồi phục của nền kinh tế thế giới, đồng thời nguồn cung bị hạn chế, giá cao su tự nhiên được kỳ vọng sẽ tăng 15-20% so với trung bình 2009 (tương đương với mức giá giao dịch trung bình của tháng 11). Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế 2010 của công ty ước đạt 509 tỷ và 187 tỷ (đã tính đến yếu tố tỷ giá tăng5% và lợi nhuận từ thanh lý 490 ha vườn cây già cỗi), tăng trưởng 27% so với năm 2009.

Tại mức giá 56.500 đồng/cổ phiếu, TRC đang được giao dịch với mức P/E2009~11,5x và P/B2009~3,0x. Định giá này chưa thực sự quá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành và so với thị trường chung. Tuy nhiên P/E 2010 ~ 9,1x và P/B 2010 ~ 2,3x, cho thấy sự cải thiện đáng kể về mặt định giá của cổ phiếu này.

Hoạt động:

TRC hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến mủ cao su tự nhiên. Hiện nay công ty đang quản lý 7.300 ha diện tích vườn cây, trong đó diện tích khai thác khoảng gần 6.000 ha, tương đối nhỏ so với các doanh nghiệp đang niêm yết khác trong ngành. Tuy nhiên năng suất khai thác của công ty luôn đạt mức rất cao, trung bình khoảng 2,2 tấn/ha nhờ cơ cấu vườn cây khá trẻ, công tác chọn giống và chăm sóc tốt.

2009	Diện tích trồng cây (ha)	Diện tích khai thác (ha)	Năng suất (tấn/ha)	Sản lượng khai thác (tấn)
TRC	7.300	5.902	2,2	13.000
DPR	10.430	7.862	2,18	16.500
HRC	5.031	3.900	1,28	5.000
PHR	17.000	12.173	1,9	23.000

Nguồn: BC thường niên các công ty

Xin vui lòng đọc khuyến cáo của chúng tôi ở trang cuối

Cơ cấu sản phẩm và thị trường tiêu thụ

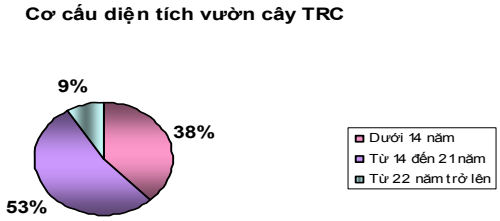
Sản phẩm của công ty bao gồm 2 nhóm chính:

- Mủ cao su khối (chiếm khoảng 20% sản lượng tiêu thụ) SVR CV60, SVR 3L, SVR 5, SVR 10, SVR 20, thường được dùng trong ngành công nghiệp sản xuất ôtô.
- Mủ cao su ly tâm (latex) – chiếm 80% sản lượng tiêu thụ. Đây là sản phẩm cung cấp nguyên liệu sản xuất cho các loại sản phẩm nhúng, chủ yếu dùng cho sản phẩm chăm sóc sức khỏe. Ưu điểm của sản phẩm này là có sức cầu ổn định và giá thành cap do đó mà doanh thu của công ty sẽ ổn định và không bị ảnh hưởng bởi sự suy thoái của nền công nghiệp ôtô trên thế giới.

Khoảng 60 % doanh thu của TRC đến từ hoạt động xuất khẩu và ủy thác xuất khẩu. TRC đã đi đầu trong việc nỗ lực đầu tư công nghệ và giảm dần sự phụ thuộc vào một thị trường (60% giá trị xuất khẩu cao su của Việt Nam là sang Trung Quốc). Thị trường chính của TRC bao gồm khối EU, Nga, Nhật, Mỹ, Hàn Quốc, Indonesia, Thổ Nhĩ Kỳ và Ấn Độ,. Bên cạnh đó giá xuất sang các thị trường trên cũng thường cao hơn so với thị trường Trung Quốc từ 3-5 triệu/tấn.

Cơ cấu vườn cây và khả năng khai thác

TRC có cơ cấu vườn cây trẻ với 38% diện tích có độ tuổi dưới 18 năm, 53% diện tích có độ tuổi từ 14 đến 21 năm và chỉ 9% diện tích vườn cây trên 22 năm. (Đặc điểm vòng đời khai thác của cây cao su là 20 năm, từ 7-8 tuổi đến 27.28 tuổi, trong đó khoảng thời gian khai thác từ 14 tuổi đến 21 tuổi cho năng suất cao nhất)



Nguồn: Bản cáo bạch

Sản lượng khai thác hằng năm ổn định ở mức 13.000 tấn và sẽ giảm dần trong giai đoạn 2009-2013: Hằng năm công ty phải thực hiện thanh lý khoảng 344 ha, trong khi diện tích mới đưa vào khai thác chỉ khoảng 233 ha/năm, cộng thêm khả năng mở rộng bị hạn chế do hiện nay quỹ đất của TRC đã hết. Do đó, sản lượng khai thác của công ty trong 5 năm tới sẽ giảm dần.

Năm	2009	2010	2011	2012	2013
Tổng diện tích (ha)	7.300	7.300	7.300	7.300	7.300
Diện tích khai thác (ha)	5.902	5.525	5.432	5.275	5.003
Thanh lý/trồng mới (ha)	240	490	310	410	271
Sản lượng khai thác (tấn)	13.000	12.155	11.950	11.605	11.006

Nguồn : VNDirect tổng hợp

Để giải quyết bài toán tăng trưởng cho tương lai, TRC đã thực hiện hợp tác, liên doanh trồng mới vườn cây với 2 dự án trọng điểm, cụ thể:

Tên dự án	Mục đích đầu tư	Diện tích trồng mới dự kiến	Vốn điều lệ (tỷ)	Tỉ lệ góp vốn	Tình trạng
Cty CP Cao su Việt Lào	Trồng cao su	10.000 ha	600	10%	Diện tích 10.000ha đã trồng từ năm 2004 dự kiến 2010 đưa vào khai thác
Thành lập Cty Cao su tại Nam Lào	Trồng cao su	7.300 ha	n/a	n/a	Đang lên kế hoạch

Nguồn: Báo cáo thường niên TRC

Từ 2013 trở đi, sản lượng khai thác sẽ có sự gia tăng đáng kể do TRC đã góp vốn 10% trong Công ty cổ phần Cao su Việt Lào để trồng cao su từ năm 2004. Đến năm 2010 sẽ tiến hành đưa vào khai thác và cao điểm sẽ vào năm 2013. Bên cạnh đó, Công ty cũng lên kế hoạch thành lập Cty tại Nam Lào để trồng bổ sung 7.300 ha diện tích vườn cây cao su và đến 2013 thì tổng diện tích vườn cây sẽ vào khoảng 14.000 ha.

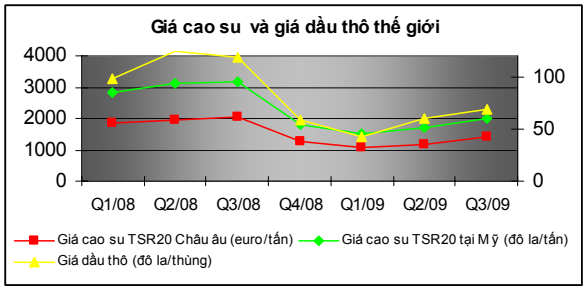
Kết quả kinh doanh 2008 và 11 tháng đầu năm 2009

Năm 2008, công ty đạt 549,1 tỷ đồng doanh thu thuần và 198,2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng tương ứng 11.6% và 11.7% so với năm 2007. Nguyên nhân chủ yếu do giá bán trung bình năm 2008 của TRC đạt 39 triệu đồng tấn cao hơn 17% so với năm 2007.

Kế hoạch 2009 (điều chỉnh) đặt ra 344,5 6 tỷ đồng doanh thu và 107 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế với giá bán bình quân 25 triệu đồng/tấn, thấp hơn 36% so với giá bán 2008. Thực tế đến hết tháng 11, giá bán bình quân đạt 30,2 triệu đồng/tấn, công ty đã đạt 384 tỷ đồng doanh thu và 126 tỷ lợi nhuận sau thuế tương ứng hoàn thành 111% và 117% kế hoạch năm.

Triển vọng phát triển quý 4/2009 và 2010

Quý 4 thông thường là mùa cao điểm của hoạt động khai thác mủ cao su (chiếm 35-40% sản lượng khai thác cả năm). Cùng với những diễn biến rất tích cực của giá cao su trong thời gian gần đây khi giá cao su tự nhiên trên thế giới đã tăng liên tục, tăng 41.3% từ tháng 7 đến tháng 11/2009 và hiện vẫn đang tiếp diễn xu thế tăng giá. Việc nâng biên độ tỷ giá USD/VND lên 5% trong thời gian vừa qua cũng là một yếu tố góp phần mang đến một kết quả kinh doanh rất khả quan cho TRC trong quý 4 năm nay và các năm tiếp theo khi 60 % doanh thu đến từ xuất khẩu.



Nguồn: IRSG

Theo đó, doanh thu thuần và lợi nhuận 2009 ước đạt 430 và 148 tỷ đồng, tương ứng EPS 2009 đạt 4.927 đồng/cổ phiếu.

Năm 2010 được tin tưởng là một năm có nhiều thuận lợi hơn đối với ngành cao su tự nhiên, khi nhu cầu cao su tự nhiên toàn thế giới được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhẹ 2,7% theo dự báo của IRSG. Bên cạnh đó, kế hoạch cơ cấu lại vườn cao su, chặt sớm, thanh lý các vườn cây già kém năng suất của các nước xuất khẩu cao su chính, cùng việc các vùng trồng cao su chính của Thái lan đang bị ngập trong lũ lụt sẽ làm giảm nguồn cung trong năm sau. Theo đó, giá bán cao su tự nhiên 2010 được kỳ vọng sẽ hồi phục 15-20% so với trung bình 2009. Với sản lượng tiêu thụ ước đạt 13.000 tấn, chúng tôi ước tính doanh thu từ bán mủ cao su năm 2010 đạt 509 tỷ, tăng trưởng 18% so với 2009. Ngoài ra, công ty cũng sẽ tiến hành thanh lý vườn cây cao su già cỗi (490 ha) để thu về một khoản lợi nhuận khoảng 49 tỷ đồng. Lượng tiền mặt hàng năm của công ty luôn ở mức cao (150-250 tỷ/năm) đã giúp cho công ty thu về 1 khoản lợi nhuận 7-10 tỷ/năm từ việc gửi tiết kiệm ngân hàng (công ty không thực hiện đầu tư tài chính nên rủi ro tại đây cũng ít đi). Theo đó, lợi nhuận sau thuế 2010 ước đạt **187 tỷ** đồng.

Định giá

Mã CK	Giá (nghìn đồng)	Quy mô			Định giá				Hiệu quả kinh doanh	
		Tổng tài sản (tỷ đồng)	Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	EPS 2009E (đồng)	P/E 2009E	BVS (đồng)	P/B	ROE (%)	ROA (%)
TRC	**56.500**	**658,4**	**629**	**300**	**4.927**	**11,5**	**20,980**	**3,0**	**23%**	**19%**
DPR	46.400	1137,2	797	400	4.547	10,4	19,993	3,0	29%	16%
HRC	31.900	429,4	422	172,61	4.080	8,0	24,441	1,5	19%	16,4%
PHR	31.900	1672,4	1083	813	2.635	10,8	13,315	2,8	26%	12,8%
TB ngành						**10,16**		**2,58**	**24,2%**	**16,1%**

Nguồn : VNDirect

Tại mức giá 56,500 đồng/cổ phiếu, TRC đang được giao dịch với mức P/E và P/B 2009 lần lượt là 11,5x và 3x. Định giá này chưa thực sự quá hấp dẫn so với các công ty cùng ngành và so với thị trường chung. Tuy nhiên P/E 2010 ~ 9,1x và P/B 2010 ~ 2,26x, cho thấy sự cải thiện rõ rệt về mặt định giá của cổ phiếu này

Rủi ro đầu tư:

(1) Thanh khoản thấp do tỉ lệ nắm giữ của nhà nước (60%) và các công ty nước ngoài (26.2%) là tương đối lớn.
(2) Tiềm năng phát triển của TRC trong những năm tới là tương đối thấp do quỹ đất hạn hẹp cộng thêm một số lượng vườn cây già cỗi đến tuổi thanh lý đã làm giảm sản lượng khai thác của công ty. Do vậy, tăng trưởng phần nhiều sẽ nhờ vào giá bán.
(3) Giá bán cao su tự nhiên thường không ổn định do có quan hệ đồng biến chặt chẽ với giá dầu thô trên thế giới
(4) Do đặc thù ngành, hoạt động chịu ảnh hưởng nhiều từ điều kiện tự nhiên : thời tiết, thổ nhưỡng

Xin vui lòng đọc khuyến cáo của chúng tôi ở trang cuối

Khuyến cáo :

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDirect và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDirect không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDirect không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDirect và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

Địa chỉ liên hệ:

Hà Nội
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng
Hà Nội – Việt Nam
Tel: +84-34-941 0510
Fax: +84-34-972 4600

TP. Hồ Chí Minh
51 Bến Chương Dương, Q1
TP.HCM – Việt Nam
Tel: +84-38-9.146.925
Fax: +84-38-9.146.922