

Ngày : 19/01/2012

Giá đóng cửa	31,600
P/E 2012	1.6x
Giá mục tiêu	

Thông tin cơ bản

Sản phẩm chính	Cao su
Vốn điều lệ (tỷ VND)	300
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	980
Sở hữu nước ngoài	33%
Sở hữu nhà nước	60%
Tỷ lệ HĐQT và BKS	%

Khuyến nghị gần nhất

Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày khuyến nghị	Khuyến nghị

Cơ cấu doanh thu

■ 9.97%	■ 9.73%	■ 69.36%
---------	---------	----------

■ Latex ■ SVR 3L ■ SVR 20 ■ Các loại khác

So sánh cổ phiếu với thị trường

**Tên công ty**
**CTCP CAO SU TÂY NINH**
**Khuyến nghị**
**QUAN SÁT**

### Khuyến nghị đầu tư:

Khép lại năm 2010 thành công rực rỡ, ngành cao su Việt Nam bước sang năm 2011 với những diễn biến thăng trầm cùng với những khó khăn liên tiếp của nền kinh tế thế giới. Giá cao su tại các thị trường lớn trên thế giới đã đạt mức cao kỷ lục vào giữa tháng 2/2011 và sau đó đã đổ dốc vì thiên tai tại Nhật và nhu cầu tiêu thụ sụt giảm do kinh tế thế giới đi xuống. Dự kiến trong năm 2012, tình hình kinh tế càng ảm đạm hơn, tuy nhiên, trong mùa khô từ tháng 2 đến tháng 4/2012, sản lượng mưa giảm, thêm vào đó là giá dầu thô có thể leo thang do những bất ổn chính trị tại Iran, do đó, giá cao su có thể đi ngang dao động quanh mức 93 đến 95 triệu/tấn.

Cao Su Tây Ninh TRC là doanh nghiệp đứng thứ 3 về qui mô sản xuất trong 5 doanh nghiệp cùng ngành niêm yết trên sàn chứng khoán. Năm 2011, ước tính công ty đạt 523 tỷ lợi nhuận ròng, tăng 90.47%, dự phóng năm 2012, TRC đạt 585.6 tỷ lợi nhuận ròng, tăng 12%. Với mức tăng trưởng thấp trong năm 2012, thêm vào đó là tính thanh khoản kém hấp dẫn, nên chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên quan sát thêm với cổ phiếu TRC.

### Những điểm chú ý:

- Tại thời điểm cuối tháng 12/2011, giá cao su thế giới đã giảm 39% so với đầu tháng 1/2011.
- TRC là doanh nghiệp có năng suất khai thác cao, hoạt động hiệu quả, hướng đầu tư dài hạn đều tập trung vào cây cao su.
- Kinh tế khu vực Châu Âu năm 2012 tiếp tục khó khăn, đây là thị trường xuất khẩu chính của TRC nên dự đoán năm 2012, kết quả kinh doanh của TRC sẽ tăng chậm lại.
- Ước tính năm 2011, EPS đạt 17,670 đồng, tăng 90.47%, dự phóng năm 2012, EPS tăng 11.97%, đạt 19,785 đồng.

Chỉ tiêu	Q4 2011E	Q1 2012F	Q2 2012F	Q3 2012F	Q4 2012F	2011E	2012F
Doanh thu (triệu đồng)	384,305	357,872	149,360	438,615	461,332	1,227,409	1,407,179
Tăng trưởng	23.32%	5.70%	17.46%	16.23%	20.04%	61.93%	14.65%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	47.67%	25.83%	45.98%	48.04%	44.40%	43.01%	40.98%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	46.40%	22.63%	64.04%	48.85%	43.57%	43.63%	42.06%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	179,585	89,466	130,058	240,986	202,781	590,724	663,291
Lợi nhuận ròng (triệu đồng)	160,967	78,993	114,833	212,776	179,043	523,046	585,645
Tăng trưởng	33.72%	12.58%	17.00%	9.81%	11.23%	90.47%	11.97%
<b>EPS (Đồng)</b>	<b>5,438</b>	<b>2,669</b>	<b>3,879</b>	<b>7,188</b>	<b>6,049</b>	<b>17,670</b>	<b>19,785</b>

\* EPS 2011, 2012 được tính trên 29.6 triệu CPLH

## THÔNG TIN CHÍNH



### 1. Giới thiệu công ty

**Tên công ty** : Công ty Cổ phần Cao Su Tây Ninh.  
**Mã giao dịch** : TRC **Sàn GD:** HOSE  
**Địa chỉ** : Xã Hiệp Thạnh, Huyện Gò Dầu, Tỉnh Tây Ninh.  
**Điện thoại** : (66) 3853 606.  
**Website** : [www.taniruco.com](http://www.taniruco.com).

Công ty Cổ Phần Cao Su Tây Ninh tiền thân là đồn điền cao su của Pháp, tháng 4 năm 1945 được Cách Mạng tiếp quản lấy tên là Nông Trường Quốc doanh Cao Su Tây Ninh. Năm 1981, Nông trường được nâng cấp lên thành công ty với tên gọi là Công ty Cao Su Tây Ninh. Công ty bắt đầu niêm yết với mã chứng khoán TRC ngày 24/07/2007 trên sàn giao dịch chứng khoán TP Hồ Chí Minh. Số lượng cổ phiếu đang niêm yết hiện nay là 30,000,000.

Về cơ cấu vốn: cổ đông nhà nước chiếm 60%, cổ đông nước ngoài chiếm 33%.

### 2. Tổng quan ngành cao su

Cao su gồm 2 loại là cao su tự nhiên và cao su nhân tạo, trong đó cao su nhân tạo được sản xuất từ dầu mỏ. Tại Việt Nam, cao su tự nhiên là sản phẩm chính trong ngành, được chiết xuất từ cây cao su. 85%-90% sản lượng cao su sản xuất trong nước được xuất khẩu ra thế giới với thị trường chính là Trung Quốc và đây cũng là quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới. Do đó, giá cao su trong nước biến động cùng với giá thế giới. Mặc dù xếp thứ 5 về sản lượng sản xuất và thứ 4 về sản lượng xuất khẩu trên thế giới nhưng Việt Nam không có khả năng điều tiết giá trên thị trường thế giới do khoảng cách về sản lượng và chất lượng của cao su Việt Nam so với các nước dẫn đầu như Thái Lan, Malaysia, Indonesia là khá xa.

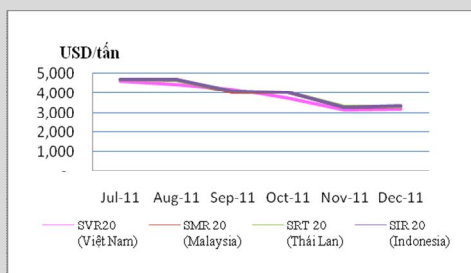
Giá cao su thế giới chịu tác động bởi sự phát triển kinh tế thế giới, cụ thể là ngành công nghiệp ô tô, do sầm lộng của xe hơi là sản phẩm tiêu thụ chính của cao su. Ngoài ra, giá cao su còn biến động theo giá dầu mỏ, vốn là nguồn nguyên liệu chủ đạo của cao su nhân tạo, sản phẩm thay thế duy nhất của cao su tự nhiên.

Năm 2010, giá cao su tăng mạnh do chênh lệch cung cầu. Sau cuộc khủng hoảng kinh tế, nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh trong khi lượng cung sản xuất không đáp ứng đủ. Giá cao su lên tới đỉnh cao nhất trong lịch sử vào giữa tháng 2/2011, đạt gần 6,400 USD/tấn tại thị trường kỳ hạn Tocom, loại cao su RSS3 và sau đó đã sụt giảm mạnh do nhiều nguyên nhân, khởi điểm là đợt thiên tai nặng nề tại Nhật Bản – nước sản xuất linh kiện ô tô lớn nhất thế giới, tiếp sau đó là hàng loạt những khó khăn của nền kinh tế thế giới như Trung Quốc giảm tốc độ tăng trưởng nhằm kiềm chế lạm phát, nguy cơ vỡ nợ của các nước châu Âu và sự trì trệ của nền kinh tế Mỹ. Tại cuối năm 2011, giá cao su đã giảm 39% so với thời điểm đầu tháng 1/2011. Tính đến 30/12/2011, giá cao su tại Thái Lan, Malaysia, Indonesia và Việt Nam dao động quanh từ 3,178 đến 3,360 USD/tấn.

85%-90% sản lượng cao su sản xuất trong nước được xuất khẩu ra thế giới

Việt Nam không có khả năng điều tiết giá trên thị trường thế giới.

Giá cao su tại các thị trường lớn từ tháng 7 đến tháng 12/2011.



Nguồn: PNS tổng hợp.

Cuối năm 2011, giá cao su đã giảm 39% so với thời điểm đầu tháng 1/2011.



### 3. Lĩnh vực kinh doanh

#### 3.1 Sản phẩm

TRC hoạt động trong lĩnh vực trồng trọt, khai thác và chế biến cao su. Các chủng loại cao su TRC khai thác gồm có SVR 60, SVR 3L, SVR 5, SVR 10, SVR 20, Latex. Trong đó, nhóm sản phẩm Latex (dạng mủ nước với hàm lượng cao su khoảng 60%) dùng để chế biến các dạng sản phẩm cao su dạng nhúng, đồ khuôn... chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 67%. Loại mủ này được dùng để sản xuất găng tay, đồ khuôn cho các sản phẩm gia dụng. Do đó, TRC không phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc, do thị trường này có nhu cầu mạnh với loại cao su SVR 3L. Đây cũng là thế mạnh của TRC so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hầu hết, sản phẩm cao su tự nhiên của Việt Nam có thị trường tiêu thụ chủ yếu là Trung Quốc. Riêng đối với Cao su Tây Ninh, sản phẩm chủ yếu được xuất khẩu sang Châu Âu, tỷ trọng xuất khẩu bình quân từ 50-60%.

#### 3.2 Năng lực

Vườn cây công ty có diện tích trồng trọt là 7,220 ha, trong đó diện tích khai thác là 5,400ha, xét về qui mô trồng trọt thì TRC đứng thứ 3 trong 5 công ty niêm yết trên sàn, sau công ty cao su Phước Hòa và Đồng Phú.

So với các công ty khác, vườn cây của TRC khá trẻ, độ tuổi từ 14 đến 21 tuổi chiếm đến 52%, đây là độ tuổi cho mủ tốt nhất trong vòng đời của cây cao su. Ngoài ra, diện tích cây dưới 14 tuổi chiếm đến 32%, do đó, trong tương lai dài hạn, công ty không chịu áp lực trồng tái canh như các công ty khác.

**Cơ cấu độ tuổi vườn cây**

Độ tuổi vườn cây	Tỷ trọng
Dưới 14 tuổi	32%
Từ 14 đến 21 tuổi	52%
Trên 21 tuổi	16%

**Nguồn :TRC**

Với vườn cây trẻ, năng suất khai thác của công ty cao nhất trong số 5 công ty đang niêm yết hiện nay, đạt 2.25 tấn/ha, kế sau đó là công ty cao su Đồng Phú với năng suất 2.23 tấn/ha.

### 4. Tình hình hoạt động kinh doanh:

#### a. Doanh thu và lợi nhuận

##### Năm 2010:

Năm 2010 được xem là năm tăng trưởng mạnh trong lịch sử ngành và TRC cũng không ngoại lệ. Trong năm 2010, giá cao su thế giới trung bình tăng 80% so với năm 2009, giá cao su xuất khẩu trong nước bình quân tăng 79%, bình quân đạt 3,000 USD/tấn.

Với tình hình thuận lợi như trên nên lợi nhuận của TRC đạt mức tăng trưởng khá cao. Mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 72% và 79%. Giá bán mủ bình quân trong năm 2010 là 63.3 triệu/tấn, tăng 68.8% so với bình quân năm 2009. Sự tăng giá mạnh là nguyên nhân dẫn đến sự tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2010.

*Nhóm sản phẩm Latex chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 67%.*

*Sản phẩm chủ yếu được xuất khẩu sang Châu Âu, tỷ trọng xuất khẩu bình quân từ 50-60%.*

*TRC đứng thứ 3 trong 5 công ty niêm yết trên sàn về qui mô, sau công ty cao su Phước Hòa và Đồng Phú.*

*Với vườn cây trẻ, năng suất khai thác của công ty cao nhất.*

*Mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận năm 2010 lần lượt là 72% và 79%.*



**Diễn biến giá mủ cao su TRC từ đầu 2010.**



Nguồn : PNS tổng hợp

*Tổng kết 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 843 tỷ, tăng 88.9%, lợi nhuận ròng đạt 362 tỷ, tăng 47%, giá bán bình quân trong 9 tháng đạt 94.75 triệu đồng.*

*Cơ cấu nợ của công ty trong mức an toàn.*

**Năm 2011:**

Trong khi 55% sản lượng cao su trong nước xuất khẩu sang Trung Quốc thì sản phẩm cao su của TRC lại chủ yếu xuất sang thị trường Châu Âu. Với tình hình nợ căng thẳng và kinh tế trì trệ tại khu vực này đã ảnh hưởng đến giá cao su của TRC. Cụ thể, giá cao su trung bình trong quý 3/2011 ở mức 95.01 triệu/tấn, giảm nhẹ so với mức 97.2 triệu/tấn của trung bình quý 2/2011, tuy nhiên so với mức giá 57.44 triệu/tấn của quý 3/2010, giá cao su của TRC vẫn tăng mạnh. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2011, giá cao su của TRC đạt trung bình 94.75 triệu/tấn.

So với 9 tháng đầu năm 2011, sản lượng và giá trị xuất khẩu cao su sang Trung Quốc đều tăng trưởng so với năm 2010. Cụ thể, sản lượng tăng nhẹ 8% nhưng giá trị tăng đến 72%. Tuy nhiên, trong tháng 9/2011, Trung Quốc chỉ cho nhập khẩu cao su qua đường chính ngạch, sản lượng xuất khẩu qua đường tiểu ngạch giảm đáng kể. Giá cao su SVR 3L bình quân trong tháng 9 là 4,452 USD/tấn, giảm 2.6% so với tháng trước. Riêng thị trường châu Âu, sản lượng xuất khẩu giảm nhẹ gần 8%, sự sụt giảm đến từ thị trường Nga, các thị trường còn lại như Đức và Thổ Nhĩ Kỳ đều tăng. Giá trị xuất khẩu sang châu Âu trong 9 tháng đầu năm tăng 46% so với cùng kỳ.

Về sản lượng tiêu thụ, sản lượng tiêu thụ liên tục giảm trong quý 2 và 3 năm 2011 so với cùng kỳ. Cụ thể, trong quý 3/2011 đạt 3,972 tấn, giảm nhẹ so với mức 4,327 tấn so với cùng kỳ. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ trong quý 1 lại tăng mạnh gần 80%, đạt 3,618 tấn.

Tổng kết 9 tháng đầu năm, doanh thu đạt 843 tỷ, tăng 88.9%, lợi nhuận ròng đạt 362 tỷ, tăng 47%, giá bán bình quân trong 9 tháng đạt 94.75 triệu đồng, trong khi cùng kỳ đạt 56.11 triệu/tấn.

Trong quý 4/2011, giá cao su trên các thị trường lớn liên tục đổ dốc do nhu cầu tiêu thụ giảm và triển vọng phục hồi kinh tế thế giới mờ nhạt. chúng tôi ước đoán giá bán mủ trung bình của TRC trong quý 4 này đạt 93.21 triệu/tấn, tăng 23% so với cùng kỳ năm 2010 nhưng giảm so với mức 95.01 triệu/tấn của quý 3/2011.

Chúng tôi ước tính năm 2011, công ty đạt 1,227 tỷ doanh thu và 523 tỷ lợi nhuận sau thuế. So với năm 2010, doanh thu tăng 62% , lợi nhuận ròng tăng 90%, vượt 74% kế hoạch năm 2011.

**b. Cơ cấu nợ**

Trong vòng 4 năm qua, TRC có hệ số nợ an toàn, nợ chiếm dao động quanh mức 25% trong tổng tài sản và khoảng 35% vốn chủ sở hữu. Với cơ cấu nợ thấp, công ty không chịu gánh nặng chi phí tài chính. Khi các doanh nghiệp khác đang chịu áp lực lãi vay cao làm giảm lợi nhuận kinh doanh thì chi phí tài chính cũng như chi phí lãi vay của TRC đã giảm liên tục từ năm 2007, góp phần làm tăng lợi nhuận của công ty hàng năm.

**5. Triển vọng kinh doanh**

Về dài hạn, ngành cao su tự nhiên luôn đối diện với tình trạng thiếu hụt lượng cung, đây là yếu tố chủ chốt duy trì giá cao su ở mức cao. Trong năm 2012, Hiệp Hội Các Nước Sản Xuất Cao Su Thế Giới (ANRPC) dự đoán lượng cung cao su tự nhiên của các nước trong hiệp hội tăng 6%, đạt 10.3 triệu tấn và lượng sản xuất của cả thế giới khoảng 10.8 triệu tấn, trong khi đó Tổ Chức



*Dự đoán trong năm 2012, lượng cung cao su thiếu hụt khoảng 0.8 triệu tấn.*

*Đầu năm 2012, giá cao su không thể tăng trưởng do những diễn biến căng thẳng của nền kinh tế thế giới.*

*Dự đoán giá cao su có thể tăng trong 2 quý cuối năm 2012, quý 4/2012 giá có thể lên cao nhất là 97 triệu/tấn.*

*Năm 2012, dự phóng, TRC đạt lợi nhuận ròng 585 tỷ đồng, tăng 14.9%.*

*Các dự án đầu tư dài hạn đều tập trung vào lĩnh vực trồng trọt và chế biến cao su, trong đó, lớn nhất là 7,600 ha tại Campuchia.*

*Mã TRC có tính thanh khoản kém hấp dẫn trên thị trường.*

Nghiên Cứu Cao Su Thế Giới (IRSG) dự đoán nhu cầu tiêu thụ tăng 5.4%, đạt 11.6 triệu tấn. Như vậy trong năm 2012, lượng cung thiếu hụt cả thế giới khoảng 0.8 triệu tấn.

Tuy nhiên, trước mắt trong những tháng đầu năm 2012, giá cao su sẽ không thể tăng trưởng do những diễn biến căng thẳng của nền kinh tế thế giới. Việc cảnh khôi phục kinh tế khu vực Châu Âu quá xa vời. Nền kinh tế Trung Quốc cũng bị ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng nợ châu Âu nên lượng cao su nhập khẩu của quốc gia này đã liên tục giảm từ nửa cuối năm 2011, do đó hình thành nên sự bi quan về thị trường cao su trong đầu năm 2012. Tuy nhiên, những bất ổn chính trị tại Iran có thể sẽ khiến giá dầu lên cao, mặt khác, bước vào mùa khô từ tháng 2 đến tháng 4/2012, sản lượng mủ giảm nên giá cao su tự nhiên vẫn có thể cầm cự ở mức cao.

Tóm lại với những dự đoán trên, chúng tôi dự đoán giá cao su trung bình trong năm 2012 của TRC đạt 95.35 triệu/tấn, tăng nhẹ so với mức 94 triệu/tấn của năm 2011. Mức tăng giá cao su theo chúng tôi chỉ bắt đầu từ nửa sau năm 2012 với hy vọng tình hình kinh tế thế giới sáng sủa hơn, quý 4/2012, giá có thể lên 97 triệu/tấn, riêng trong 2 quý đầu năm, giá cao su sẽ cầm cự ở mức 93 triệu/tấn.

Năm 2012, dự phóng công ty TRC đạt 1,407 tỷ doanh thu và 585.6 tỷ lợi nhuận ròng. So với năm 2010, doanh thu và lợi nhuận tăng lần lượt là 11.6% và 14.9%.

Với tương lai dài hạn, TRC đang trong giai đoạn đầu tư nhiều vào các dự án trồng và khai thác cao su. Tương tự như công ty cao su Phước Hòa và Đồng Phú, Tây Ninh là công ty thứ 3 đưa cây cao su sang đầu tư tại Campuchia, với diện tích 7,600 ha khởi công dự án vào đầu tháng 1/2012 sẽ cho khai thác những tấn mủ đầu tiên vào năm 2017. Ngoài ra, công ty còn đầu tư vào các dự án trồng cao su trong nước như góp 10% (60 tỷ) vào công ty cao su Việt Lào, góp 15% (15 tỷ) vào công ty cao su Nghệ An, 15% (60 tỷ) vào Công ty cao su Dầu Tiếng – Lào Cai. Các công ty cao su liên kết này còn đang trong giai đoạn xây dựng. Riêng vườn cây của công ty cao su Việt Lào được trồng vào năm 2005, dự kiến đưa vào khai thác trong năm nay. Vườn cây có diện tích trồng là 10,000ha. Theo TRC, công ty cao su Việt Lào có thể sẽ khai thác 4,000 ha trong 10,000ha đang được trồng trong năm 2011. Tuy nhiên, do là năm đầu tiên khai thác, suất sinh lời chỉ khoảng bằng một nửa so với vườn cây đã đi vào khai thác ổn định. Do đó, TRC sẽ không nhận được khoản lợi nhuận góp vốn liên kết từ công ty cao su Việt Lào do công ty này cần khoảng thời gian hoàn một phần vốn cho vườn cây.

#### **6. Rủi ro đầu tư**

Nhìn chung, hoạt động sản xuất kinh doanh của TRC khá ổn định, tình hình tài chính lành mạnh, các dự án đầu tư dài hạn đều tập trung vào lĩnh vực chính là trồng cao su. Do đó, TRC rất có tiềm năng tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, tính thanh khoản của cổ phiếu này trên thị trường không hấp dẫn, giá trị giao dịch trung bình trong 10 ngày đạt gần 500 triệu/ngày.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

*Đơn vị tính: triệu đồng*

Kết quả kinh doanh	2008	2009	2010	2011E	2012F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>549,115</b>	<b>440,353</b>	<b>757,981</b>	<b>1,227,409</b>	<b>1,407,179</b>
Giá vốn hàng bán	342,616	289,795	432,480	699,560	830,479
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>206,499</b>	<b>150,558</b>	<b>325,500</b>	<b>527,849</b>	<b>576,699</b>
Chi phí bán hàng	6,434	4,219	7,451	9,675	11,073
Chi phí quản lý	25,907	21,105	57,139	50,557	58,747
Lợi nhuận tài chính	<b>17,928</b>	<b>11,979</b>	<b>29,989</b>	<b>67,936</b>	<b>84,999</b>
<b>Lợi nhuận thuần HĐKD</b>	<b>192,627</b>	<b>137,213</b>	<b>290,895</b>	<b>535,552</b>	<b>591,879</b>
Lợi nhuận khác	5,593	25,297	14,097	55,171	71,412
Lợi nhuận trước thuế	<b>198,220</b>	<b>162,510</b>	<b>304,992</b>	<b>590,724</b>	<b>663,291</b>
Thuế thu nhập	-	9,220	30,386	67,678	77,645
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>198,220</b>	<b>153,290</b>	<b>274,606</b>	<b>523,046</b>	<b>585,645</b>
<b>EPS</b>	<b>6,697</b>	<b>5,200</b>	<b>9,277</b>	<b>17,670</b>	<b>19,785</b>

Bảng cân đối kế toán	2008	2009	2010	2011E	2012F
<b>Tổng tài sản</b>	<b>660,673</b>	<b>790,847</b>	<b>1,054,948</b>	<b>1,570,525</b>	<b>2,409,541</b>
Tài sản ngắn hạn	209,649	304,843	578,169	860,733	1,391,063
Tiền	255,931	146,354	350,692	522,083	830,135
Khoản phải thu	22,854	10,025	34,682	51,632	74,086
Hàng tồn kho	27,175	38,863	85,584	127,411	257,821
Đầu tư dài hạn	102,032	129,410	138,286	205,870	295,401
Tài sản cố định	316,922	323,607	335,411	499,334	716,492
<b>Tổng nợ</b>	<b>156,206</b>	<b>162,638</b>	<b>287,548</b>	<b>428,079</b>	<b>770,249</b>
Nợ ngắn hạn	127,093	120,636	263,788	392,707	713,494
Khoản phải trả	114,704	109,042	248,744	370,311	531,358
Nợ dài hạn	29,112	42,002	23,759	35,371	56,753
Nợ khác	0	0	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>504,468</b>	<b>628,209</b>	<b>767,400</b>	<b>1,142,446</b>	<b>1,639,291</b>
Vốn điều lệ	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Lợi nhuận giữ lại	69,482	115,424	204,006	375,046	496,845
<b>Nguồn vốn</b>	<b>660,673</b>	<b>790,847</b>	<b>1,054,948</b>	<b>1,570,525</b>	<b>2,409,541</b>

Lưu chuyển tiền tệ	2008	2009	2010	2011E	2012F
<b><u>Dòng tiền từ HĐKD</u></b>	<b>38,600</b>	<b>123,222</b>	<b>349,819</b>	<b>53,752</b>	<b>133,431</b>
Lợi nhuận sau thuế	198,220	153,290	274,606	523,046	585,645
Khấu hao	-165,054	-174,590	-186,143	-277,115	-397,632
Thay đổi về vốn kinh doanh	-176,405	63,412	169,348	-341,168	-225,394
Tiền mặt kinh doanh khác	181,839	81,110	92,008	148,990	170,811
<b><u>Dòng tiền đầu tư</u></b>	<b>(27,756)</b>	<b>(22,907)</b>	<b>-49,949</b>	<b>92,008</b>	<b>148,990</b>
Chi vốn đầu tư	(39,534)	(29,970)	-67,860	-224,929	-331,506
FCF	-56,350	-423,216	281,959	-250,560	-357,137
Đầu tư bằng nguồn tiền khác	173,446	658,380	-264,048	-196,808	-223,705
<b><u>Dòng tiền hoạt động tài chính</u></b>	<b>-54,588</b>	<b>-209,892</b>	<b>-95,532</b>	<b>25,631</b>	<b>25,631</b>
Chi cổ tức	-124,119	-56,312	-60,000	150,000	90,000
Chi quản lý tài chính khác	69,531	-153,580	-35,532	-67,678	-75,778
<b>Phát sinh tiền mặt trong kỳ</b>	<b>-43,744</b>	<b>-109,577</b>	<b>204,338</b>	<b>171,391</b>	<b>308,052</b>
<b>Tiền mặt đầu kỳ</b>	<b>299,675</b>	<b>255,931</b>	<b>146,354</b>	<b>350,692</b>	<b>522,083</b>
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>255,931</b>	<b>146,354</b>	<b>350,692</b>	<b>522,083</b>	<b>830,135</b>

Phân tích tỷ lệ	2008	2009	2010	2011E	2012F
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	11.63%	-19.81%	72.13%	61.93%	14.65%
Lợi nhuận gộp	2.68%	-27.09%	116.20%	62.17%	9.25%
Lợi nhuận kinh doanh	9.06%	-28.77%	112.00%	84.10%	10.52%
Lợi nhuận ròng	11.71%	-22.67%	79.14%	90.47%	11.97%
<b>Khả năng sinh lợi</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp biên	37.61%	34.19%	42.94%	43.01%	40.98%
Tỷ lệ LN HĐKD/doanh thu	35.08%	31.16%	38.38%	43.63%	42.06%
Tỷ lệ lãi sau thuế/doanh thu	36.10%	34.81%	36.23%	42.61%	41.62%
ROA	30.00%	19.38%	17.77%	33.30%	25.99%
ROE	39.29%	24.40%	24.04%	45.78%	35.73%
<b>Cơ cấu nguồn vốn</b>					
Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu	23.64%	20.57%	27.26%	37.47%	46.99%
Tỷ lệ Nợ/ Tổng tài sản	30.96%	25.89%	37.47%	27.26%	31.97%
Tỷ lệ Nợ NH/Tổng nợ	81.36%	74.17%	91.74%	91.74%	92.63%
<b>Phân tích tỷ lệ khác</b>					
Số ngày tồn kho	24	41	70	81	83
Số ngày phải thu	23	13	11	16	16
Số ngày phải trả	214	139	149	197	195



**KHUYẾN CÁO:**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Phương Nam (PNS) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng PNS không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào.

Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phương Nam (PNS). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của PNS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

**PNS RESEARCH**

Trưởng phòng : Tô Bình Quyền  
Chuyên viên phân tích : Lưu Niệm Dân  
: Huỳnh Thị Diệu Linh  
: Lê Thị Thạch Thảo

[quyen.to@ chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:quyen.to@chungkhoanphuongnam.com.vn)  
[dan.luu@ chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:dan.luu@ chungkhoanphuongnam.com.vn)  
[linh.huynh@ chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:linh.huynh@ chungkhoanphuongnam.com.vn)  
[thao.le@ chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:thao.le@ chungkhoanphuongnam.com.vn)

**LIÊN HỆ**

**Phòng Phân tích – Công ty cổ phần chứng khoán Phương Nam**

Địa chỉ: 28 – 30 – 32 Nguyễn Thị Nghĩa, P. Bến Thành, Q.1, Tp.HCM.

Tel: (848) 62556518 – Fax: (848) 62556519

Email: [info@chungkhoanphuongnam.com.vn](mailto:info@chungkhoanphuongnam.com.vn)

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