Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam

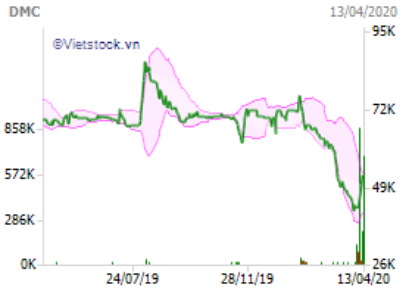
Sản xuất nhựa, cao su tổng hợp | Việt Nam | 16 tháng 04, 2020

Khuyến nghị	BÁN
Giá mục tiêu (VNĐ)	
Giá thị trường	
Lợi nhuận kỳ vọng	

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	8,300 – 16,600
Vốn hoá (tỷ đồng)	42,800
SL cổ phiếu lưu hành (cp)	4,000,000,000
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	779,637
Sở hữu nước ngoài	0.0%

Diễn biến giá (1 năm)



Cổ đông lớn (%)	
Ủy ban quản lý vốn Nhà Nước tại doanh nghiệp	96.77%

Tổng quan công ty

GVR được thành lập từ năm 1995, có trụ sở chính tại số 236 đường Nam Kỳ Khởi Nghĩa, TP Hồ Chí Minh. Công ty hoạt động chính trong các lĩnh vực như: (1) Trồng, chế biến, kinh doanh cao su, chế biến gỗ nhân tạo, công nghiệp cao su; (2) Đầu tư kinh doanh các khu công nghiệp trên đất trồng cao su được chính phủ giao; (3) Đầu tư tài chính, kinh doanh vốn nhà nước; (4) Tổ chức tư vấn, nghiên cứu và chuyển giao kỹ thuật công nghệ sản xuất, chế biến kinh doanh các sản phẩm từ cây cao su, cây rừng trồng

Chuyên viên phân tích

Hỏa Ngọc Chiến
+84966022411
chien.hoa@ecsc.com.vn

Vị thế doanh nghiệp

GVR hiện đang quản lý 407.800 ha cao su. Mỗi năm GVR chế biên trên 350.000 tấn mủ cao su. Tập đoàn đã phát triển sản phẩm lốp xe tải mang thương hiệu GVR đạt tiêu chuẩn SJC của Nhật bản, bên cạnh đó GVR còn sản xuất nệm, gối cao su, bóng thể thao, găng tay và các sản phẩm cao su khác

Tập đoàn hiện có 13 nhà máy chế biến gỗ với các sản phẩm gỗ gồm ván MDF, gỗ ép, gỗ tinh chế, gỗ cao su … GVR có thế mạnh lớn về đất đai để phát triển trồng rừng nguyên liệu. Ngoài ra với diện tích cao su thanh lý bình quân hơn 10.000 ha/năm.

GVR đang quản lý 12 khu công nghiệp với tổng diện tích 6.000 ha, trong đó diện tích đất thương phẩm là 4.013ha.

Doanh thu và lợi nhuận

Trong năm 2019, GVR công bố doanh thu đạt 19.824 tỷ đồng (+41.64% n/n) và LNST đạt 3,250 tỷ đồng (+ 65.23% n/n). Nhìn chung kết qủa kinh doanh năm 2019 của GVR tăng trưởng ấn tượng so với năm 2018, Sở dĩ công ty tăng trưởng ấn tượng như vậy vì trong năm 2018 chỉ là kết quả hoạt động kinh doanh của công ty trong 7 tháng (01/06/2018 – 31/21/2018) do công ty mẹ - tập đoàn chuyển sang mô hình Công ty Cổ phần kể từ 01/06/2018.

Trong năm 2020 chúng tôi cho rằng đây sẽ là năm khó khăn đối với tình hình hoạt động kinh doanh của công ty bởi giá dầu thế giới giảm đáng kể từ đầu năm 2020 ở mức 70$/thùng đầu năm và được giao dịch 23$/thùng vào ngày lập báo cáo này. Giá cao xu thế giới có mối tương quan lớn với giá dầu bởi cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp được chiết xuất từ dầu mỏ là 2 sản phẩm thay thế cho nhau trong các ngành công nghiệp. Hơn nữa doanh thu sản xuất mủ cao xu chiếm đến 65% tổng doanh thu của công ty năm 2019.

Doanh thu chế biến gỗ chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 trong tổng doanh thu của công ty, ở mức 18.5%, tuy nhiên do ảnh hưởng từ dịch Covid-19 khiến các nước nhập khẩu gỗ lớn từ Việt Nam cũng như thị trường nội địa sụt giảm đang kể, vì vậy chúng tôi cho rằng nguồn thu từ chế biến gỗ của công ty cũng sẽ giảm thiểu trong năm tới.

Định giá

Trong năm 2020, chúng tôi dự phóng doanh thu GVR đạt mức 16,833 tỷ đồng (-15.00% n/n) và lợi nhuận sau thuế là 2,793 tỷ đồng (-14.00% n/n). Sử dụng kết hợp các phương pháp P/E và EV/EBITDA , chúng tôi khuyến nghị BÁN cho GVR bởi vì chúng tôi cho rằng cổ phiếu đang được thi trường định giá cao.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Đánh giá tình hình tài sản

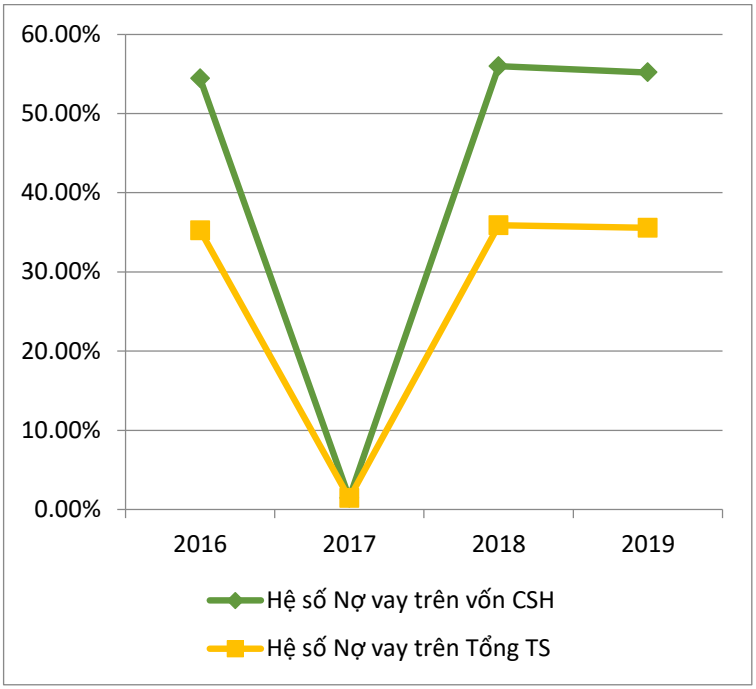
Cân đối kế toán	2018	2019	Tỷ trọng năm 2018	Tỷ trọng năm 2019	Tăng trưởng 2019/2018
TÀI SẢN					
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	**18,414,074**	**21,069,823**	**23.82%**	**26.83%**	**14.42%**
Tiền và các khoản tương đương tiền	5,159,740	7,114,788	6.67%	9.06%	37.89%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	5,474,766	6,559,664	7.08%	8.35%	19.82%
Các khoản phải thu ngắn hạn	3,525,376	2,899,977	4.56%	3.69%	-17.74%
Hàng tồn kho	3,285,411	3,506,816	4.25%	4.47%	6.74%
Tài sản ngắn hạn khác	968,781	988,578	1.25%	1.26%	2.04%
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	**58,894,129**	**57,447,217**	**76.18%**	**73.17%**	**-2.46%**
Các khoản phải thu dài hạn	880,799	741,052	1.14%	0.94%	-15.87%
Tài sản cố định	25,425,317	27,698,716	32.89%	35.28%	8.94%
Bất động sản đầu tư	1,183,253	1,345,307	1.53%	1.71%	13.70%
Tài sản dở dang dài hạn	25,383,534	21,744,568	32.83%	27.69%	-14.34%
Đầu tư tài chính dài hạn	3,610,366	3,430,614	4.67%	4.37%	-4.98%
Tài sản dài hạn khác	2,379,306	2,471,471	3.08%	3.15%	3.87%
Lợi thế thương mại	31,555	15,489	0.04%	0.02%	-50.91%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	**77,308,203**	**78,517,040**	**100.00%**	**100.00%**	**1.56%**

Tài sản ngắn hạn chỉ chiến khoảng ¼ tổng tài sản của công ty, tỷ lệ này là tương đối thấp, trong đó khoản mục Tiền và tương đương tiền chiếm tỷ trọng lớn nhất với 9.06% tổng TS bởi nguồn tiền bán hàng của công ty rất lớn và liên tục; đứng thứ 2 là Đầu tư tài chính ngắn hạn (8.35%). Hàng tồn kho chỉ chiếm 4.47% tổng TS là dấu hiệu tích cực, đồng thời hàng tồn kho chỉ tăng trưởng 6.74% trong khi doanh thu của công ty lại tăng hơn 40% đây là con số rất ấn tượng cho thấy hàng hóa của công ty được luân chuyển nhanh và đầu ra được đảm bảo. Phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng thấp và có dấu hiệu đi xuống cũng là điểm tích cực trong tình hình tài chính của công ty.

Tài sản dài hạn chiến tỷ trọng lớn với khoảng 75% tổng TS của công ty, trong đó khoản mục Tài sản và tài sản dở dang chiếm phần lớn tới 63% tổng TS. Sở dĩ tài sản cố định của công ty lớn như vậy bởi đất công ty điều hành tới 407,800 ha đất trồng cây cao xu cùng nhiều khu công nghiệp khác, bên cạnh đó công ty cũng đang thực hiện trồng lại một số rừng cao su được hạch toán tại tài sản dở dang dài hạn.

Cơ cấu vốn

Nhờ vào kết quả hoạt động kinh doanh ấn tượng, công ty hiện đang sử dụng cơ cấu nợ vay ở mức thấp chỉ là 35.56% nợ vay trên vốn chủ sở hữu trong năm 2019. Đây là một tỷ lệ nợ vay tương đối an toàn với công ty sản xuất kinh doanh.



Xu hướng vay nợ của GVR gần như không thay đổi trong 2 năm trở lại đây, cùng với kết quả hoạt động kinh doanh tốt công ty đang giữu vững được cấu trúc tài chính của mình. Để nhìn nhận rõ hơn về nguồn đảm bảo cho các khoản nợ chúng ta hãy nhìn vào dòng vốn NWC của công ty (Net Working Capital)

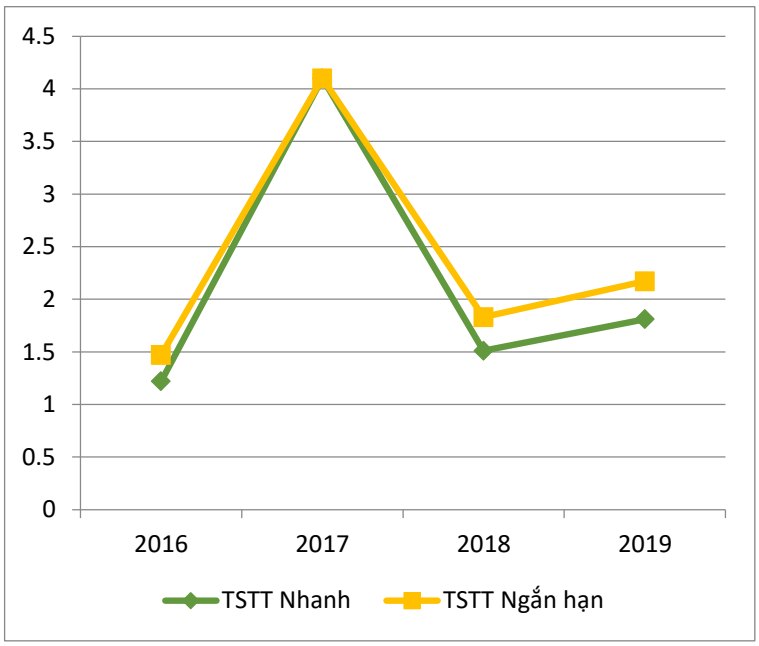
(triệu đồng)	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**
Tài sản ngắn hạn	14,945,190	1,373,987	18,414,074	21,069,823
Nợ ngắn hạn	10,156,711	335,274	10,046,581	9,728,620
NWC	4,788,479	1,038,713	8,367,493	11,341,203

Dòng vốn lưu động tăng đều qua từng năm và đạt mức lớn nhất trong giai đoạn kể trên vào năm 2019. Nhờ có kết quả hoạt động kinh doanh công ty đang có dòng vốn lưu động thuần tương đối cao và an toàn.

Nhìn chung với những công ty có dòng vốn lưu động cao như vậy đồng nghĩa với việc tăng trưởng không còn quá nhanh như thời mới tham gia thị trường, tuy nhiên đây lại là những công ty mang lại tỷ lệ an toàn cao cơ cấu tài chính vững chắc, lợi nhuận ổn định và nắm giữu được thị phần nhất định trên thị trường Việt Nam. Có thể nói GVR đang ở giai đoạn Phát triển bền vững trong vòng đời của mình.

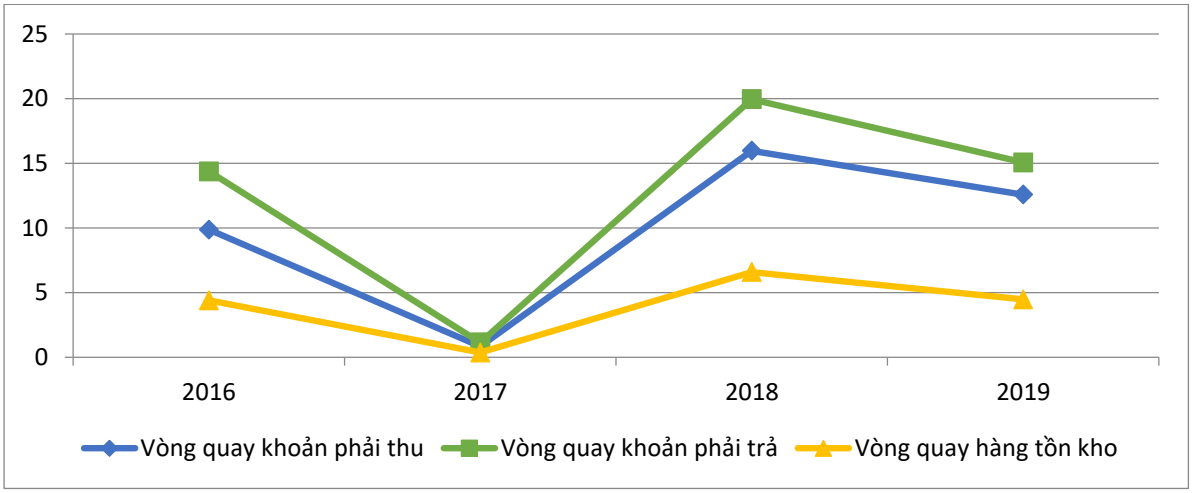
Khả năng thanh toán

Với tình hình tài chính tương đối tốt, vay nợ chiếm tỷ trọng thấp như tôi phân tích bên trên vì vậy công ty luôn có khả năng thanh toán an toàn, năm 2019 tỷ số thanh toán nhanh của công ty là 1.81 lần, với tỷ số thanh toán ngắn hạn con số này là 2.17 lần. Đây là tỷ lệ tương đối an toàn, công ty có thể hoàn trả các món nợ ngắn hạn của mình ngay lập tức.



Xu hướng chung của tỷ số thanh toán tăng trong giai đoạn 2017 – 2019 là dấu hiệu tích cực, và tôi cho rằng xu hướng này vẫn tiếp tục tiếp diễn trong thời gian tới.

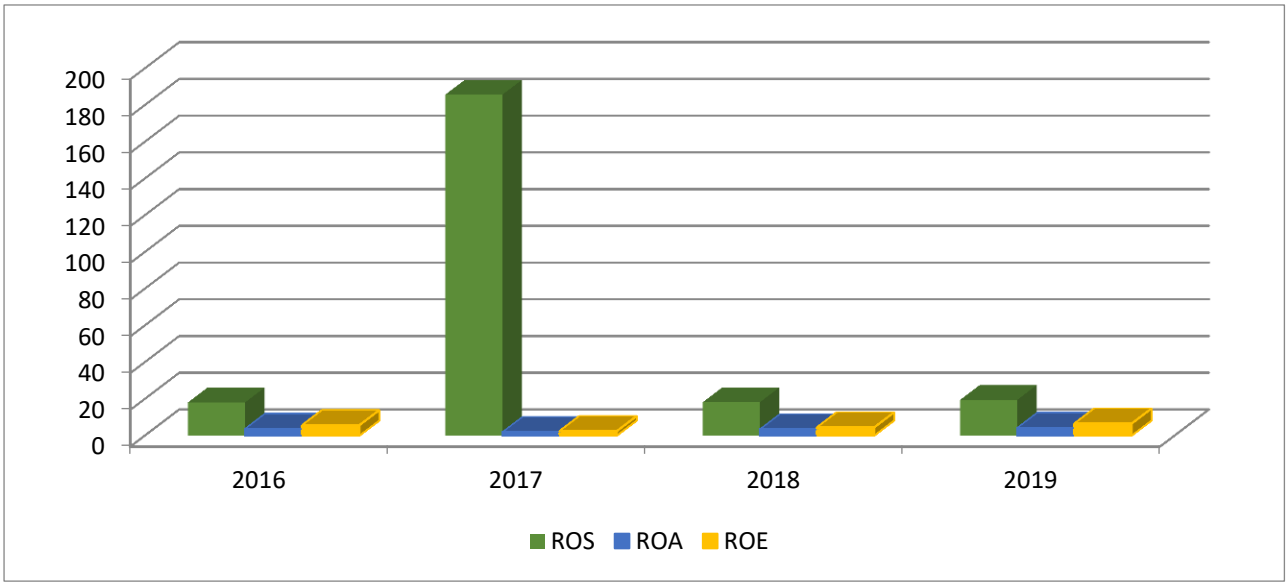
Năng lực hoạt động



Vòng quay khoản phải thu của công ty tăng trong giai đoạn kể trên dần cho thấy dấu hiệu tích cực từ việc thu hồi nợ của công ty, thời gian thu hồi nợ đang dần giảm đi. Từ năm 2016 vòng quay khoản phải thu là 9,87 lần đến năm 2019 tỷ lệ này tăng đáng kể xuống còn 12.57 lần trong năm. Tương đương với thời gian thu hồi nợ trong năm 2019 chỉ là 29 ngày.

Vòng quay khoản phải trả và hàng tồn kho biến động không đáng kể trong cả giai đoạn, công ty hiện vẫn giữ được tỷ lệ này trong khi tổng tài sản đã tăng lên đáng kể cũng là biểu tích cực, khi lượng hàng vẫn bán được cùng tỷ lệ với trước đây, công ty sẽ mang lại doanh thu cao hơn.

Khả năng sinh lời



Tỷ lệ lãi trên doanh thu (ROS) của công ty tương đối cao, đạt mức 19.36% tại năm 2019, trong cả giai đoạn ROS của GVR có xu hướng tăng khi đạt mức 17.99% lần vào đầu giai đoạn trên. ROA của công ty chững thấp trong giai đoạn kể trên với tỷ lệ đạt 3.65% trong năm 2016 và chỉ tăng nhẹ, đạt mức 4.17% trong năm 2019. Nguyên nhân được cho là công ty gần như không có động lực tăng trưởng mới, và luôn duy trì thị phần nắn giữu hiện tại với mức tăng trưởng cùng biên lợi nhuận được giữ ổn định.

Đối với ROE công ty có mức lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu ở mức cao so với mức trung bình toàn thị trường, con số này là 6.5% cho năm 2019. Tăng nhẹ qua từng năm, ROE của công ty có xu hướng cùng chiều với ROA bởi công ty chỉ sử dụng tỷ lệ nợ vay trên Tổng TS tương đối thấp và đang có xu hướng hoàn trả dần qua từng năm, nhằm đưa tỷ lệ này xuống mức thấp hơn nữa.

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh	2017	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	549,977	14,081,510	19,803,995	16,833,396	18,516,735
Tăng trưởng doanh thu	*-96.46%*	*2460.38%*	*40.64%*	*-15.00%*	*10.00%*
Giá vốn hàng bán	476,721	10,828,996	15,181,008	13,130,049	14,443,054
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	73,256	3,252,513	4,622,987	3,703,347	4,073,682
Biên lợi nhuận gộp	*13.32%*	*23.10%*	*23.34%*	*22.00%*	*22.00%*
Doanh thu hoạt động tài chính	1,240,289	475,562	731,503	804,653	885,119
Chi phí tài chính	103,782	507,158	791,941	727,200	799,920
Trong đó :Chi phí lãi vay	*24,158*	*380,379*	*661,091*	727,200	799,920
Phần lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết		233,591	413,725	455,098	500,607
Chi phí bán hàng	478	326,405	428,986	370,335	407,368
Tỷ lệ chi phí BH/ Doanh thu	*0.09%*	*2.32%*	*2.17%*	*2.20%*	*2.20%*
Chi phí quản lý doanh nghiệp	204,220	1,452,189	1,629,362	1,447,672	1,592,439
Tỷ lệ chi phí QLDN/ Doanh thu	*37.13%*	*10.31%*	*8.23%*	*8.60%*	*8.60%*
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	**1,005,064**	**1,675,914**	**2,917,926**	**2,417,891**	**2,659,680**
Lợi nhuận khác	7,277	1,577,197	1,737,385	1,824,254	1,915,467
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	**1,012,341**	**3,253,111**	**4,655,312**	**4,242,145**	**4,575,147**
Chi phí thuế TNDN hiện hành	-8,396	708,184	821,954	848,429	915,029
Tỷ lệ thuế	*-0.83%*	*21.77%*	*17.66%*	*20.00%*	*20.00%*
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	**1,020,737**	**2,544,927**	**3,833,358**	**3,393,716**	**3,660,118**
Lợi ích của cổ đông thiểu số		578,102	583,178	600,673	618,694
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty mẹ	**1,020,737**	**1,966,826**	**3,250,180**	**2,793,043**	**3,041,424**
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (*) (VNĐ)		492	813	698	760

Cân đối kế toán	2017	2018	2019	2020F	2021F
TÀI SẢN					
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	**1,373,987**	**18,414,074**	**21,069,823**	**22,402,471**	**23,479,868**
Tiền và các khoản tương đương tiền	351,216	5,159,740	7,114,788	7,276,702	7,077,531
Đầu tư tài chính ngắn hạn	53,281	5,474,766	6,559,664	7,215,630	7,937,193
Các khoản phải thu ngắn hạn	892,634	3,525,376	2,899,977	3,189,975	3,508,972
Hàng tồn kho	719	3,285,411	3,506,816	3,682,157	3,866,265
Tài sản ngắn hạn khác	76,137	968,781	988,578	1,038,007	1,089,907
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	**38,583,284**	**58,894,129**	**57,447,217**	**58,248,349**	**59,391,043**
Các khoản phải thu dài hạn	2,492,816	880,799	741,052	718,820	697,256
Tài sản cố định	151,745	25,425,317	27,698,716	38,529,677	49,685,568
Bất động sản đầu tư		1,183,253	1,345,307	1,385,666	1,427,236
Tài sản dở dang dài hạn		25,383,534	21,744,568	11,744,568	1,744,568
Đầu tư tài chính dài hạn	35,934,530	3,610,366	3,430,614	3,259,083	3,096,129
Tài sản dài hạn khác	4,193	2,379,306	2,471,471	2,595,045	2,724,797
Lợi thế thương mại		31,555	15,489	15,489	15,489
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	**39,957,272**	**77,308,203**	**78,517,040**	**80,650,820**	**82,870,911**
NGUỒN VỐN					
A. NỢ PHẢI TRẢ	**570,953**	**27,739,900**	**27,920,490**	**27,264,794**	**26,446,850**
Nợ ngắn hạn	335,274	10,046,581	9,728,620	9,436,761	9,153,659
Nợ dài hạn	235,679	17,693,318	18,191,870	17,828,033	17,293,192
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	**39,386,319**	**49,568,303**	**50,596,550**	**53,386,026**	**56,424,061**
Vốn chủ sở hữu	39,386,319	49,509,444	50,525,206	53,318,249	56,359,673
Nguồn kinh phí và quỹ khác		58,859	71,344	67,777	64,388
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	**39,957,272**	**77,308,203**	**78,517,040**	**80,650,820**	**82,870,911**

PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ

Định giá theo P/E	2017	2018	2019	2020F	2021F
P/E	4.30	2.69	13.05	13.05	13.05
EPS				698	760
Giá thị trường dự kiến				9,112	9,923

Định giá theo EV/EBITDA	2017	2018	2019	2020F	2021F
EV/EBITDA (lần)	1.61	10.51	6.61	10.20	10.20
EBITDA (triệu)				6,895,829	8,107,773
EV (triệu)				**70,337,458**	**82,699,289**
Nợ vay (triệu)				27,264,794	26,446,850
Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu)				600,673	618,694
Giá trị thị trường cổ phiếu ưu đãi (triệu)				0	0
Tiền và tương đương tiền (triệu)				7,276,702	7,077,531
Vốn hóa thị trường (triệu)				**50,950,040**	**63,948,663**
Cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)				4,000,000,000	4,000,000,000
Giá thị trường (đồng)				12,737.51	15,987.17

				2020	2021
P/E (50%)				4,556	4,961
EV/EBITDA (50%)				6,369	7,994
Giá trị hợp lý				10,925	12,955

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital (ECC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của ECC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital.

Công ty Cổ phần Chứng khoán Eurocapital

Tầng 5 – Tòa nhà Mặt Trời Sông Hồng – Sô 23, Phan Chu Trinh – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Điện thoại: +84 39 3218 1895

Website: www.ecsc.vn