

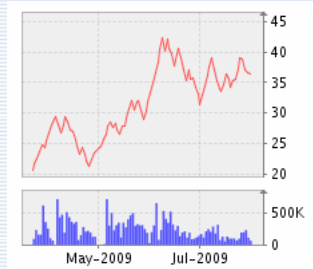
TAC : Công ty Cổ phần Dầu thực vật Tường An

Giới thiệu chung

Tiền thân là Xí nghiệp Công quản Dầu ăn Tường An Công ty, chính thức cổ phần hoá vào tháng 6/2004, niêm yết trên sàn HOSE vào tháng 12/2006. Hiện nay vốn điều lệ của TAC đạt gần 190 tỷ đồng.

TAC là công ty sản xuất dầu ăn tinh luyện lớn thứ hai ở Việt nam, chiếm 26% thị phần trong nước.

Thông tin cổ phiếu (30/07/09)



Giá cổ phiếu (đ)	36.300
Số CP đang lưu hành	18.980.200
Vốn hóa (tỷ đ)	689
% sở hữu Nhà Nước	51%
% sở hữu nhà ĐTNN	17,27%
% sở hữu khác	31,73%
KL trung bình 6 tháng	209.807

Thông tin doanh nghiệp:

Địa chỉ: 48/5 Phan Huy Ích,
Phường 15, Quận Tân Bình. TP.
Hồ Chí Minh.
ĐT: 083 8153972
Fax: 083 8153649
Website: www.tuongan.com.vn

Chuyên viên phân tích:

Đinh Thị Mai
mai.dinh@vndirect.com.vn

Trưởng bộ phận:

Vũ Đình Độ
do.vu@vndirect.com.vn

Năm	2007	2008	2009E	Quý	Q2/08	Q4/08	Q2/09
Doanh thu (tỷ đ)	2.254	2.959	2.720	Doanh thu (triệu đ)	828.589	576.109	685.240
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,3%	5,2%	9,6%	Tỷ suất lợi nhuận gộp	7,1%	-1,9%	12,2%
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	125,7	11,8	76,8	Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	13,9	-44,4	20,2
EPS (đ)	6.623	624	4.048	Tỷ suất lợi nhuận ròng	1,7%	-7,7%	3,0%
Tăng trưởng EPS	n/a	-91%	549%	Tổng tài sản (tỷ đ)	795.871	686.964	796.443
P/E (lần)	n/a	58,21	8,97	Tài sản ngắn hạn (tr đ)	534.017	405.552	518.846
P/B (lần)	n/a	2,25	1,99	Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	341.097	276.122	391.981
Cổ tức/giá	n/a	5,51%	4,41%	Chỉ số thanh toán hiện hành	157%	147%	132%
ROE	34,8%	3,8%	21,6%	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	353.797	306.855	301.190
ROA	15%	1,7%	12,5%	Hệ số vay/Vốn chủ sở hữu	27%	27%	33%

Quan điểm đầu tư:

Mức tiêu thụ dầu ăn bình quân trên đầu người của Việt Nam hiện nay mới chỉ bằng 37% so với mức trung bình của thế giới, sẽ là động lực cho ngành dầu ăn tăng trưởng tốt trong tương lai. TAC là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành, chiếm 25% thị phần cả nước. Tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ, và doanh thu giai đoạn 2004-2007 bình quân đạt 20% và 30%. Đây là mức tăng trưởng khá ấn tượng.

Năm 2008 là một năm khó khăn của công ty khi liên tục thay đổi đội ngũ ban lãnh đạo, di dời nhà máy, biến động giá nguyên liệu, tỷ giá bất thường dẫn đến tỷ suất lợi nhuận biên gộp giảm từ 8,3% xuống 5,3%, tỷ suất lợi nhuận biên ròng giảm mạnh từ 4,9% xuống 0,4%, sản lượng tiêu thụ sụt giảm 22%. Tuy nhiên, 6 tháng đầu năm 2009, TAC đã ghi nhận những cải thiện đáng kể, tỷ suất lợi nhuận biên gộp tăng từ mức 8% cùng kỳ lên 11,4%. Đạt 1.287 tỷ doanh thu thuần và 33,6 tỷ lợi nhuận sau thuế, hoàn thành 47% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch lợi nhuận năm.

Với giá thiết giá nguyên liệu trong 6 tháng cuối năm sẽ biến động ở mức thấp, tình hình tiêu thụ vẫn diễn ra tốt như hiện nay, thì doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2009 của TAC theo ước tính của chúng tôi sẽ tương ứng đạt mức 2.720 tỷ đồng và 76,8 tỷ đồng. Theo đó, TAC đang được định giá với mức P/E2009=8,97 và P/B2009 =1,99 là mức định giá khá hợp lý xét tới tiềm năng của công ty trong tương lai..

Ngoài ra, dự án xây dựng khu hỗn hợp chung cư và trung tâm thương mại cho thuê do TAC liên kết với một đối tác thực hiện trên diện tích khu đất trụ sở cũ (khoảng 22.000m2, mặt đường Phan Huy Ích) đã được nhà nước chấp thuận về mặt nguyên tắc, dự kiến 2011 sẽ khởi công.

Một số rủi ro cần lưu ý: (1): biến động giá nguyên liệu nhập khẩu và tỷ giá (95% nguyên liệu sản xuất nhập khẩu hoàn toàn) (2): hạn chế khả năng kiểm soát giá đầu vào khi TAC phải mua nguyên liệu qua công ty mẹ thay vì nhập khẩu trực tiếp.

Trong tuần qua, chúng tôi đã có cuộc trao đổi với ban lãnh đạo của doanh nghiệp về tình hình kinh doanh 2009 và kế hoạch kinh doanh trong những năm tới.

Hoạt động công ty:

Dầu thực vật với các lợi ích vượt trội về sức khỏe người tiêu dùng so với mỡ động vật, hứa hẹn là ngành sẽ có tốc độ tăng trưởng tốt trong tương lai khi mức tiêu thụ bình quân đầu người hiện nay chỉ bằng khoảng 37% so với mức trung bình của thế giới.

Hiện nay thị trường dầu thực vật tinh luyện Việt Nam do 4 doanh nghiệp lớn giữ thị phần chi phối với 90% thị phần: Cái Lân, Tường An, Golden Hope Nhà Bè và Tân Bình. Tất cả đều là công ty con và công ty liên doanh của công ty Mỹ phẩm và Hương liệu Việt Nam (Vocarimex).

Tên công ty	% sở hữu của Vocarimex	Thị phần (2009)	Nhãn hàng sản phẩm
Tường An	51%	25%	Cooking Oil, Vạn Thọ, Omax, Vio, Season
Cái Lân (Calofic)	32%	45%	Simply, Neptune, Cái Lân, Meizan
Golden Hope Nhà Bè	49%	10%	Marvela, Ông Táo
Tân Bình	51%	10%	Hương Mê, Soya, Vị Gia, Lạc Vị, Háo Vị

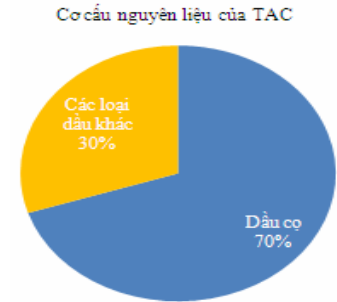
Nguồn: VNDirect tổng hợp

TAC là doanh nghiệp sản xuất dầu ăn tinh luyện lớn thứ hai Việt Nam, chiếm 25% thị phần (6/2009) với 4 nhóm sản phẩm chính: dầu chiên xào, dầu đặc, dầu salad và dầu dinh dưỡng, trong đó chủ yếu là nhóm dầu chiên xào chiếm gần 80% sản lượng tiêu thụ.

Cuối tháng 11/2008, nhà máy Phú Mỹ công suất 180.000 tấn/năm đi vào hoạt động, nâng tổng công suất của toàn công ty lên 300.000 tấn/năm, hiệu suất sử dụng khoảng 60%.

Nguyên liệu đầu vào cho TAC là các loại dầu thực vật thô như dầu cọ, dầu nành, dầu lạc, dầu mè, dầu phộng..., chiếm trên 90% giá thành, hầu hết phải nhập khẩu từ nước ngoài. Tuy nhiên, TAC không nhập khẩu nguyên liệu trực tiếp mà phải mua qua công ty mẹ (Vocarimex).

Thị trường tiêu thụ chủ yếu là thị trường trong nước, mạng lưới phân phối rộng khắp 64/64 tỉnh thành với hơn 200 nhà phân phối, 100 khách hàng sản xuất công nghiệp và 400 siêu thị.



Nguồn: VNDirect, TAC

Kết quả kinh doanh 2008:

Lợi nhuận sụt giảm mạnh: Năm 2008, TAC đạt 2.960 tỷ đồng tổng doanh thu, song chỉ đạt gần 12 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương ứng ghi nhận mức tăng trưởng 16% doanh thu và giảm 90% lợi nhuận so với năm 2007. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm từ 8,3% xuống còn 5,3%. Tỷ suất lợi nhuận ròng giảm từ 4,9% xuống 0,4%. Sản lượng tiêu thụ sụt giảm 22%.

Nguyên nhân chủ yếu do: (1) Biến động giá nguyên liệu bất thường: giá nguyên liệu biến động tăng và duy trì ở mức cao trong 6 tháng đầu năm rồi bất ngờ giảm mạnh 60% trong 6 tháng cuối năm. (2) Chi phí tài chính tăng đột biến do lỗ chênh lệch tỷ giá lớn: Lỗ chênh lệch tỷ giá 2008 là 48 tỷ so với 1,3 tỷ năm 2007, nguyên nhân lớn do TAC phải thanh toán tiền mua hàng cho Vocarimex theo tỷ giá mà Vocarimex đưa ra, nếu thanh toán theo tỷ giá của Ngân hàng Ngoại Thương Việt Nam thì khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chỉ còn khoảng 9,8 tỷ đồng. (3) Di dời nhà máy: trong năm, TAC đã di dời một số dây chuyền nhà máy cũ ra nhà máy dầu Phú Mỹ, đã làm ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất của công ty.

Chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp lớn: Công ty có luôn khoản phải trả nhà cung cấp khoảng 200-300 tỷ hằng năm, cho thấy TAC nhận được sự hỗ trợ vốn lưu động khá lớn từ công ty mẹ.

Dự phòng giảm giá hàng tồn kho: Cuối 12/2008, khi giá nguyên liệu thế giới xuống thấp, công ty đã phải ghi nhận gần 8 tỷ dự phòng giảm giá hàng tồn kho.

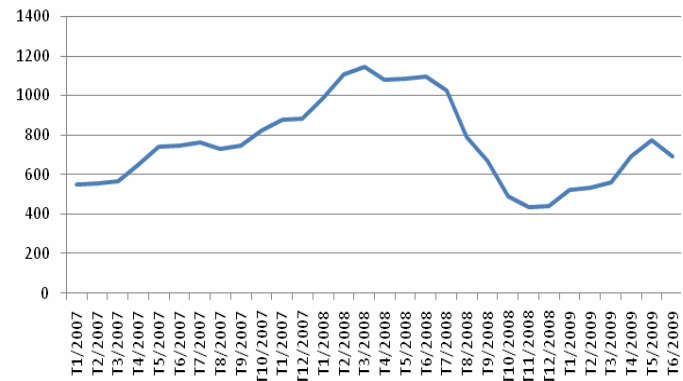
Cập nhật KQKD và Dự báo 2009:

2 quý đầu năm:

KQKD ấn tượng: Sáu tháng đầu 2009, TAC đạt 1.287 tỷ doanh thu thuần và 40,5 tỷ lợi nhuận trước thuế, tương ứng hoàn thành 47% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch lợi nhuận năm. Tỷ suất lợi nhuận biên gộp đạt 11,4% cải thiện đáng kể so với mức 8% cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chủ yếu do công ty được lợi từ lượng lớn hàng tồn kho giá thấp vào cuối năm ngoái và biến động tăng giá nguyên liệu năm nay ở mức thấp.

Chi phí bán hàng tăng mạnh: Tuy nhiên chi phí bán hàng lại tăng 88% so với cùng kỳ, do công ty thực hiện nhiều chính sách khuyến mại cho người tiêu dùng nhằm đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ. Mặc dù song song đó, công ty vẫn thực hiện tăng giá bán hàng để đảm bảo mức tỷ suất lợi nhuận gộp ổn định.

Diễn biến giá dầu cọ thế giới
(USD/tấn)



Nguồn: IMF

Dự báo 2009

Với việc các nguyên liệu chủ chốt như dầu cọ, dầu nành, dầu phộng ...đang có giá thấp hơn đáng kể so với năm ngoái, giá trung bình 2009 dự báo sẽ giảm trên dưới 30% so với 2008 (World Bank), hứa hẹn là một năm thuận lợi cho TAC. Doanh nghiệp cho biết lỗ tỷ giá năm nay sẽ được hạn chế tối đa, ước tính chỉ khoảng từ 25-30 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, với sản lượng tiêu thụ đạt theo kế hoạch của công ty là 160 nghìn tấn, doanh thu thuần ước đạt 2.720 tỷ đồng, tỷ suất lợi nhuận biên gộp tăng từ 5,2% lên 9,6%, theo đó, lợi nhuận sau thuế đạt 76,8 tỷ đồng, tăng 6,5 lần so với năm 2008 (đã tính đến yếu tố lỗ tỷ giá).

Rủi ro đầu tư:

Biến động giá nguyên liệu và tỷ giá: TAC nhập khẩu gần như hoàn toàn nguyên liệu, trong khi nguyên liệu chiếm hơn 90% giá thành sản xuất, do đó TAC có khả năng gặp rủi ro biến động giá nguyên liệu thế giới và rủi ro biến động tỷ giá.

Rủi ro hạn chế khả năng kiểm soát giá đầu vào: Việc phải mua nguyên liệu nhập khẩu qua công ty mẹ Vocarimex, làm hạn chế khả năng kiểm soát giá đầu vào của TAC. Điều này có thể ảnh hưởng lớn khi diễn biến giá nguyên liệu trên thế giới bất thường như năm 2008 vừa qua.

Cạnh tranh gay gắt trong ngành: Mặc dù là doanh nghiệp lớn thứ hai trong ngành nhưng TAC cũng không có nhiều sức mạnh định giá bán trên thị trường, cạnh tranh giữa nội bộ ngành khá gay gắt, thị phần của công ty liên tục bị sụt giảm, từ 31% năm 2007, xuống 26% năm 2008 và hiện nay là 25%, tuy nhiên chúng tôi tin rằng vẫn có một sự liên kết nhất định trong cạnh tranh giữa các doanh nghiệp lớn trong việc kiểm soát giá bán sản phẩm.

Định giá

Với giá giao dịch 36.300 đồng, TAC đang được giao dịch với mức P/E2008= 58,21, P/B2008=2,25, khá đắt so với thị trường chung và so với trung bình ngành sản xuất thực phẩm. Tuy nhiên, P/E2009 và P/B2009 ước tính chỉ khoảng 8,97 và 1,99 dựa trên dự báo của chúng tôi cho thấy sự cải thiện đáng kể về mức định giá của cổ phiếu này. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn quan ngại về việc TAC bị hạn chế khả năng kiểm soát giá đầu vào khi mua nguyên liệu thông qua công ty mẹ Vocarimex thay vì nhập khẩu trực tiếp.

Ngoài ra, một điểm đáng quan tâm nữa ở TAC là sau khi toàn bộ nhà máy cũ ở quận Tân Bình di dời về nhà máy Phú Mỹ thì khu đất hiện tại trên đường Phan Huy Ích (khoảng 22.000m²) sẽ được quy hoạch xây dựng khu hỗn hợp chung cư và trung tâm thương mại cho thuê. Dự án này đã được nhà nước chấp thuận về mặt nguyên tắc, dự kiến sang năm sẽ có giấy phép và 2011 sẽ khởi công. TAC góp vốn trong liên doanh xây dựng này bằng giá trị quyền sử dụng khu đất trên.

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