

Ngành cao su tự nhiên - Vượt kế hoạch kinh doanh nhờ giá cao su diễn biến tích cực

Triển vọng ngành - giá cao su đã qua vùng đáy? Mặt bằng giá cao su thế giới tại thời điểm cuối tháng 9/2016 cao hơn khoảng 32% so với thời điểm đầu năm 2016. Trong nước, giá cao su cũng diễn biến tích cực hơn dự báo khi đạt mức trung bình khoảng 30 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với mức 26 triệu đồng/tấn (theo như kế hoạch) trong 6 tháng đầu năm 2016. Các yếu tố kỳ vọng sẽ góp phần vào việc giá cao su tiếp tục khả quan trong thời gian tới bao gồm:

- ❑ **Giá cao su đang được hỗ trợ bởi giá dầu.** Tương quan giữa giá dầu và giá cao su bắt đầu quay trở lại trong thời gian khoảng hơn 1 năm trở lại đây do mối quan hệ cung cầu ngành cao su tự nhiên trở nên cân bằng hơn. Trong khi đó triển vọng giá dầu cũng trở nên lạc quan hơn khi các nước OPEC đi đến một thỏa thuận sơ bộ về việc cắt giảm khoảng 2% sản lượng, tương đương khoảng 750.000 thùng/ngày.
- ❑ **Giá cao su còn được hỗ trợ bởi yếu tố thời tiết El Nino và La Nina.** Hiện tượng La Nina nối tiếp El Nino sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới sản lượng cao su tự nhiên trong ngắn hạn. Dữ liệu lịch sử cho thấy tình trạng mưa kéo dài sẽ ảnh hưởng một phần tới năng suất khai thác mủ cao su, qua đó sẽ tác động tích cực tới giá cao su tự nhiên.
- ❑ **Nhu cầu cao su tự nhiên của Trung Quốc tích cực hơn dự báo bất chấp tăng trưởng kinh tế hạ nhiệt.** Các số liệu cho thấy không có bất kỳ một sự sụt giảm đột biến nào từ ngành sản xuất sắt thép và xe hơi Trung Quốc. Giá trị nhập khẩu cao su Trung Quốc giảm chủ yếu do giá cao su thấp hơn trong quá khứ, trong khi đó sản lượng nhập khẩu 5 tháng đầu năm 2016 cao hơn khoảng 4% so với cùng kỳ.

Dự báo 2016 – Doanh nghiệp cao su vượt kế hoạch kinh doanh nhờ giá cao su diễn biến tích cực. Với những diễn biến tích cực từ giá cao su, chúng tôi ước tính các doanh nghiệp cao su sẽ vượt kế hoạch đề ra trong năm 2016. Cụ thể:

- ❑ **Cao su Đồng Phú.** BVSC dự phóng KQKD 2016 của cao su Đồng Phú với triển vọng doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt lần lượt khoảng 629 tỷ đồng và 116 tỷ đồng, vượt 65% so với kế hoạch lợi nhuận.
- ❑ **Cao su Phước Hòa.** Doanh thu và lợi nhuận trước thuế cao su Phước Hòa được dự phóng đạt lần lượt 1.073 tỷ đồng và 178 tỷ đồng, dự báo vượt 42% so với kế hoạch lợi nhuận đề ra.

Khuyến nghị đầu tư. Giá cao su đã diễn biến tích cực hơn dự báo khi đạt mức trung bình 6 tháng đầu năm khoảng 30 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với mức 26 triệu đồng/tấn theo như kế hoạch. Với diễn biến tích cực giá cao su như vậy, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu cao su sẽ có bước tăng trưởng kết quả kinh doanh vượt kế hoạch đã đề ra. Kết quả định giá cổ phiếu DPR và cổ phiếu PHR tương ứng lần lượt **42.450 đồng/cp** và **25.700 đồng/cp**, cao hơn 26,7% và 42,8% so với các mức giá hiện tại, do đó BVSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ngành cao su.

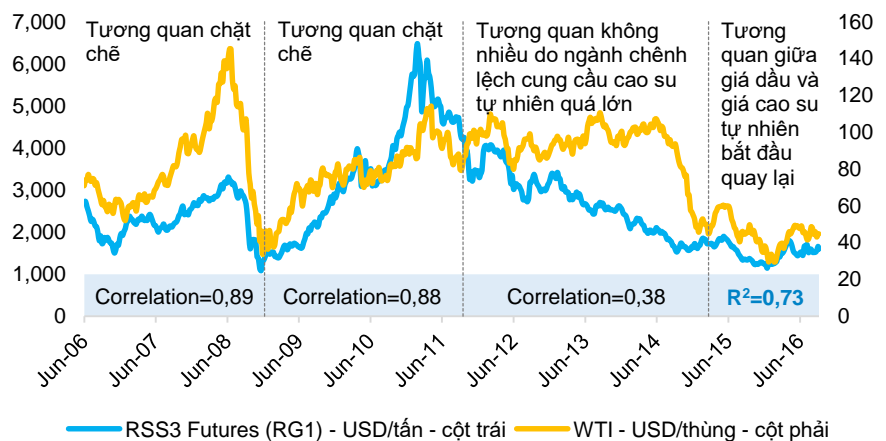
Xu hướng Ngành – Giá cao su đã qua vùng đáy?

Giá cao su đang được hỗ trợ bởi giá dầu.

Trong lịch sử 10 năm trở lại đây, giá dầu và giá cao su tự nhiên có quan hệ cùng chiều, ngoại trừ giai đoạn từ tháng 10/2011 tới tháng 3/2015 mối tương quan không còn lớn do ngành cao su bước vào thời kỳ khó khăn trước tình trạng cung vượt quá cầu. Tương quan giữa giá dầu và giá cao su bắt đầu quay trở lại trong thời gian khoảng hơn 1 năm trở lại đây do mối quan hệ cung cầu ngành cao su tự nhiên trở nên cân bằng hơn.

Dầu thô vẫn là nhân tố chính ảnh hưởng tới giá cao su

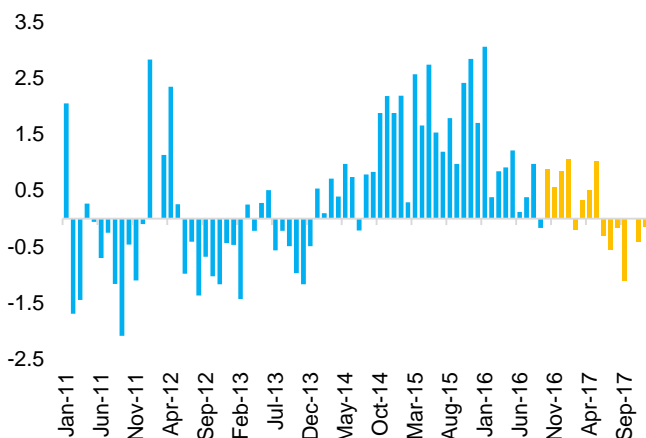
Nguồn: Bloomberg



Triển vọng giá dầu cũng trở nên lạc quan hơn khi các nước OPEC đi đến một thỏa thuận sơ bộ về việc cắt giảm khoảng 2% sản lượng, tương đương khoảng 750.000 thùng/ngày. Việc OPEC cắt giảm sản lượng sẽ khiến cho cung cầu dầu thô thế giới trở nên cân bằng hơn, giá dầu thô cũng được các tổ chức dự báo sẽ có cú hích mới trong phần cuối của năm 2016 và 2017.

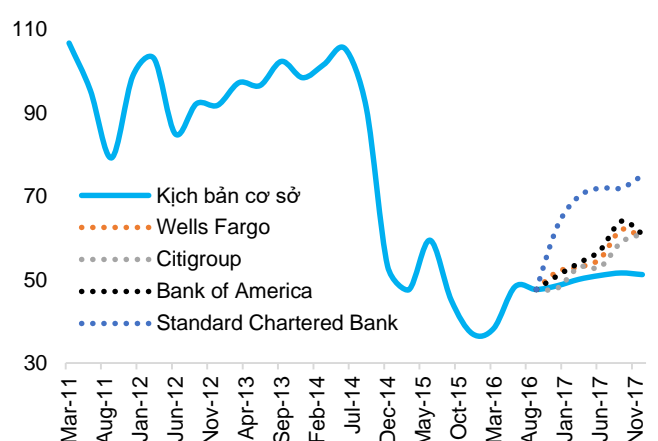
Dự báo chênh lệch cung cầu dầu thô

Nguồn: Bloomberg - Đơn vị: triệu thùng/ngày



Dự báo giá dầu WTI của các tổ chức

Nguồn: Bloomberg - Đơn vị: USD/thùng

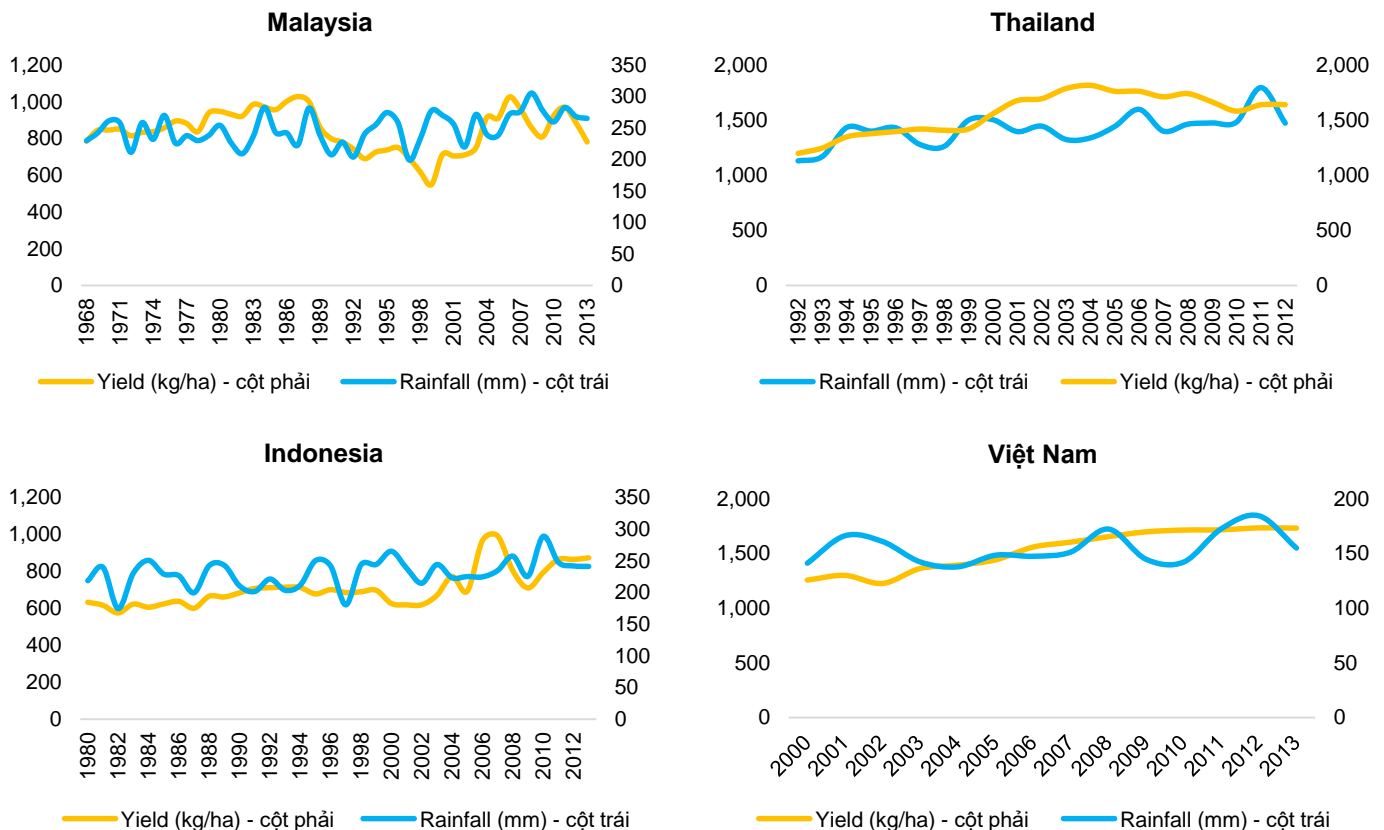


Giá cao su còn được hỗ trợ bởi yếu tố thời tiết El nino và La nina

Hiện tượng El Nino sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực tới năng suất cây cao su nhiều hơn La Nina bởi gây ra hạn hán và chênh lệch nhiệt độ cao. Nhưng nếu La Nina tiếp nối ngay sau El Nino không chỉ ảnh hưởng tới năng suất mà còn khiến cho việc khai thác cao su gặp khó khăn hơn. Cây cao su chỉ phù hợp với lượng mưa trung bình, nếu tình trạng mưa kéo dài sẽ làm giảm năng suất. Mối quan hệ này được thể hiện trong hàm $Yield (g/tap/tree) = f(\text{độ ẩm đất} (\%), \text{max temp} (^\circ C), \text{min temp} (^\circ C))$. Biểu đồ dưới đây cho thấy mối quan hệ giữa năng suất và lượng mưa (trường hợp La Nina xảy ra) tại các nước xuất khẩu cao su chính mặc dù không lớn nhưng vẫn có ảnh hưởng nhất định tới năng suất cây cao su.

Mối quan hệ giữa lượng mưa và năng suất cao su tại một số quốc gia sản xuất cao su lớn trên thế giới

Nguồn: FAO, Worldbank

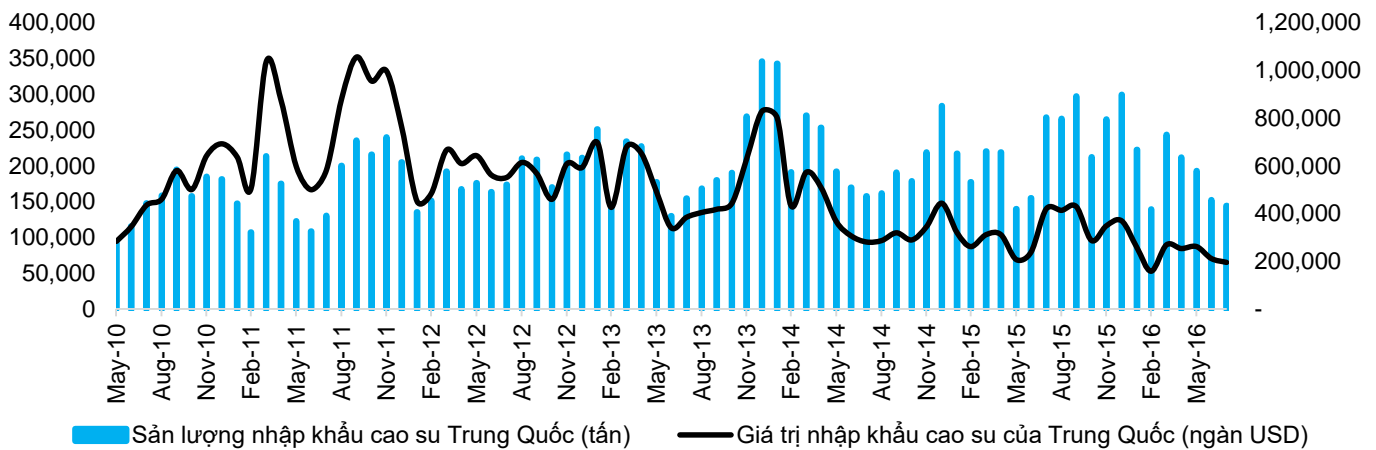


Nhu cầu cao su tự nhiên của Trung Quốc tích cực hơn dự báo bất chấp tăng trưởng kinh tế hạ nhiệt.

Các số liệu cho thấy không có bất kỳ một sự sụt giảm lớn nào của ngành sản xuất lốp và xe hơi Trung Quốc. Giá trị nhập khẩu cao su Trung Quốc giảm chủ yếu do giá cao su thấp hơn trong quá khứ, trong khi đó sản lượng nhập khẩu 5 tháng đầu năm 2016 cao hơn khoảng 4% so với cùng kỳ. Giá cao su tự nhiên đã tăng khoảng 27% trong quý do nhập khẩu cao su của Trung Quốc ghi nhận tích cực hơn dự báo. Các số liệu về tăng trưởng xuất khẩu lốp xe sang Hoa Kỳ cũng ghi nhận tăng trưởng tốt tương đương.

Sản lượng nhập khẩu cao su từ Trung Quốc

Nguồn: Bloomberg

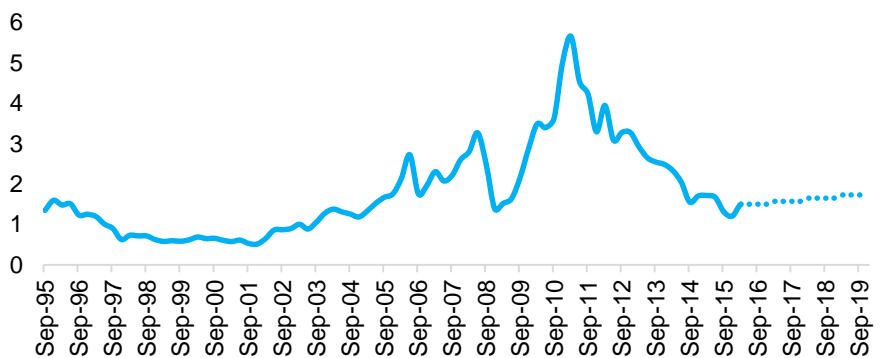


Giá cao su được dự đoán trung bình ở mức 1.5 USD/kg trong năm 2016

Theo dự báo gần đây nhất của Worldbank, giá cao su tự nhiên trong năm 2016 sẽ ở mức khoảng 1,5 USD/kg thay vì 1,4 USD/kg theo số liệu trước đây.

Giá cao su tự nhiên dự báo tới 2019 (USD/kg)

Nguồn: World Bank



Doanh nghiệp cao su vượt kế hoạch kinh doanh nhờ giá cao su tích cực hơn dự báo

Tiêu chí	DPR	PHR
Hoạt động sản xuất cao su	Sản lượng khai thác & thu mua. BVSC dự báo sản lượng khai thác cao su sẽ giảm nhẹ 9%, tương ứng khoảng 13.910 tấn, trên cơ sở diện tích vườn cây khai thác khoảng 7.131 ha và năng suất khai thác đạt trung bình 2 tấn/ha. Sản lượng thu mua sẽ vào	Sản lượng khai thác & thu mua. Sản lượng chế biến dự báo đạt 28.945 tấn, trong đó sản lượng mủ quy khô là 19.366 tấn và sản lượng thu mua 10.000 tấn. Năng suất cao su giảm nhẹ xuống 1,93 tấn/ha

	<p>khoảng 3.900 tấn, giữ ổn định so với mặt bằng những năm quá khứ.</p> <p>Diện tích khai thác từ Campuchia. Năm 2016, một phần diện tích cao su tại Campuchia có thể đưa vào khai thác (2.400 ha). Tuy nhiên, do mới đưa vào khai thác, năng suất vườn cây chưa cao (chỉ có thể đạt từ 1 – 1,5 tấn/ha), cùng với diễn biến chưa thực sự thuận lợi về giá cao su, DPR mới chỉ đưa vào khai thác thử nghiệm một phần diện tích nhỏ với doanh thu chỉ đủ bù chi phí khai thác.</p> <p>Giá bán. Giá bán cao su 6 tháng đầu năm đạt trung bình khoảng 30 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với giá bán theo kế hoạch 26 triệu đồng/tấn. Với dự báo giá cao su của World Bank trong năm 2016 đạt trung bình 1,5 USD/kg, chúng tôi đặt giả định giá bán 30 triệu đồng/tấn là kịch bản cơ sở về giá cho DPR.</p> <p>Doanh thu ước tính đạt 539 tỷ đồng, giảm 14% so với năm ngoái.</p>	<p>so với 2,07 tấn/ha năm ngoái theo như số liệu 6 tháng đầu năm.</p> <p>Diện tích khai thác từ Campuchia. Năm 2016 cũng là năm bắt đầu có thể khai thác cao su trên diện tích 503 ha tại Campuchia. Tuy nhiên chúng tôi vẫn giả định PHR sẽ không khai thác cao su trên phần diện tích này do năng suất những năm đầu còn khá kém, không đủ bù chi phí cũng như diễn biến giá cao su trên thị trường chưa có xu hướng tăng mạnh.</p> <p>Giá bán. Giá bán cao su 6 tháng đầu năm đạt trung bình khoảng 29 triệu đồng/tấn, cao hơn 12% so với giá bán theo kế hoạch 26 triệu đồng/tấn, thấp hơn so với giá bán cao su Đồng Phú. Chúng tôi đặt giả định giá bán 29 triệu đồng/tấn là kịch bản cơ sở về giá cho PHR.</p> <p>Doanh thu ước tính đạt 845 tỷ đồng, giảm 6% so với năm ngoái.</p>
Hoạt động thanh lý vườn cây	<p>Doanh thu thanh lý vườn cây. Trong 6 tháng đầu năm, DPR đã thực hiện thanh lý toàn bộ 460 ha theo như kế hoạch với lợi nhuận thu về đạt 56 tỷ đồng. Năm nay vườn cây thanh lý cho sản lượng gỗ và chất lượng gỗ không được tốt như năm ngoái, tuy nhiên giá bán vẫn được đảm bảo, thu về 67 tỷ doanh thu thanh lý vườn cây, trong đó doanh thu nội bộ loại trừ với CTCP Gỗ Đồng Phú là 41,5 tỷ đồng.</p>	<p>Doanh thu thanh lý vườn cây. Tính đến hết 6 tháng, PHR chưa thanh lý hoàn toàn 1000 ha theo như kế hoạch với lợi nhuận từ hoạt động này đạt khoảng 54 tỷ đồng. Vườn cây của PHR với đặc điểm thoáng và không dày như vườn cây của DPR, do đó sẽ cho sản lượng gỗ thấp hơn. Tổng thu nhập từ thanh lý cây cao su ước đạt 97 tỷ đồng trên phần diện tích thanh lý khoảng 1.000 ha tính theo cả năm 2016.</p>
Hoạt động từ các công ty con	<p>Doanh thu kinh doanh đệm. Hoạt động kinh doanh sản xuất đệm tại CTCP Kỹ thuật cao su Đồng Phú tăng trưởng khả quan trong những năm qua. Công suất nhà máy sản xuất đệm Đồng Phú hiện sản xuất khoảng 300 đệm/ngày và khoảng 600 chiếc gối/ngày, tốc độ tăng trưởng khá tốt 32%/năm. Hàng năm mảng kinh doanh này đóng góp khoảng 5% lợi nhuận hợp nhất. Doanh thu và lợi nhuận ước tính năm 2016 đạt lần lượt khoảng 56 tỷ đồng và 13 tỷ đồng. Với tỷ lệ sở hữu 76,8%, lợi nhuận công ty mẹ ước tính vào khoảng 9,9 tỷ đồng.</p>	<p>CTCP Cao su Trường Phát. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận từ CTCP Cao su Trường Phát lần lượt 220 tỷ đồng và 8 tỷ đồng dựa trên tình hình kinh doanh 6 tháng đầu năm.</p>

Báo cáo cập nhật DPR, PHR

	<p>Doanh thu khu công nghiệp. Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú với tổng diện tích khoảng 189 ha. Trong năm 2016, DPR đã cho thuê thêm 20 ha nâng tổng số diện tích cho thuê lên khoảng 120 ha, chiếm 60% tổng diện tích khu công nghiệp. Giá cho thuê vẫn ở mức khoảng 20 USD/m²/50 năm, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận mảng kinh doanh này sẽ đem về cho DPR khoảng 10,5 tỷ doanh thu, tăng 20% so với năm ngoái và 3 tỷ lợi nhuận.</p>	<p>CTCP Khu công nghiệp Tân Bình. PHR hiện đã cho thuê thêm khoảng 26 ha, do đó chúng tôi ước đạt doanh thu và lợi nhuận lần lượt 10 tỷ đồng và 2,5 tỷ đồng.</p>
Tổng Doanh thu	Tổng doanh thu dự báo đạt 629 tỷ đồng, giảm 26,3% so với năm ngoái	Tổng doanh thu đạt 1.073 tỷ đồng, giảm 13% so với năm ngoái
Giá vốn	Giá vốn của DPR 6 tháng đầu năm khá cao, không đạt như kỳ vọng 25 triệu đồng/tấn, một phần do các chi phí nguyên vật liệu đều hạch toán vào 6 tháng trong khi sản lượng 6 tháng đầu năm ở mức thấp. Chúng tôi dự báo tổng chi phí giá vốn của DPR vào khoảng 485 tỷ đồng, giảm 25,6% so với năm ngoái.	Đối với hoạt động khai thác cao su, PHR có mức giảm chi phí giá vốn tốt hơn so với DPR khi so sánh tương quan hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm. Tuy nhiên vẫn không đạt như kế hoạch chi phí 25 triệu đồng/tấn. Chúng tôi dự báo tổng chi phí giá vốn của PHR vào khoảng 940 tỷ đồng, giảm 11% so với năm ngoái.
Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp đạt 144 tỷ đồng, giảm 28,7% so với năm ngoái	Lợi nhuận gộp đạt 133 tỷ đồng, giảm 21,5% so với năm ngoái
Chi phí tài chính	Chi phí lãi vay của DPR ước tính 3 tỷ đồng. Tổng chi phí tài chính dự báo 14 tỷ đồng, giảm 4% so với năm ngoái.	Chủ yếu là lãi vay, được ước tính trên cơ sở tham chiếu số dư nợ vay trung bình và lãi suất vay trung bình của năm 2015. Tổng chi phí tài chính dự báo 30 tỷ đồng, giảm 12,5% so với cùng kỳ.
Chi phí bán hàng & chi phí QLDN	Ngoài việc tiết giảm chi phí giá vốn, các hoạt động tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp cũng được doanh nghiệp tiến hành, tổng chi phí hoạt động dự báo đạt 64 tỷ đồng, giảm 20% so với 2015.	Ngoài việc tiết giảm chi phí giá vốn, các hoạt động tiết giảm chi phí quản lý doanh nghiệp cũng được doanh nghiệp tiến hành. Tổng chi phí hoạt động dự báo đạt 84 tỷ đồng, giảm 7,1% so với 2015.
Lợi nhuận sau thuế	LNST dự báo đạt 93 tỷ đồng, giảm 41% so với năm ngoái	Lợi nhuận sau thuế dự báo đạt 142 tỷ đồng, giảm 33,7% so với năm ngoái
EPS	Đạt 2.116 đồng/cp, giảm 41% so với 2015	Đạt 1.716, giảm 33,7% so với 2015
Định giá	Kết quả định giá cổ phiếu DPR tương ứng là 42.450 đồng/cổ phần , cao hơn 29% so với mức giá hiện tại. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá cao su ảnh hưởng tới doanh thu, lợi nhuận, mức giá kỳ vọng cổ phiếu DPR trong bảng dưới đây:	Kết quả định giá cổ phiếu PHR vào khoảng 25.700 đồng/cổ phần , cao hơn 40% so với mức giá hiện tại. Ngoài ra, chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy của giá cao su ảnh hưởng tới doanh thu, lợi nhuận, mức giá kỳ vọng cổ phiếu DPR trong bảng dưới đây:

Báo cáo cập nhật DPR, PHR

	Giá cao su (triệu VND/tấn)	Doanh thu (tỷ VND)	Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	Giá cổ phiếu DPR		Giá cao su (triệu VND/tấn)	Doanh thu (tỷ VND)	Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	Giá cổ phiếu DPR
	33,3	683	166	60.000		32,1	1.143	246	37.850
	31,8	656	141	51.750		30,8	1.108	212	31.800
	30,2	629	116	43.450		29,5	1.073	178	25.700
	28,8	602	92	35.250		28,5	1.041	147	20.150
	27,5	575	67	26.950		27,5	1.014	121	15.550

Khuyến nghị Giá cao su đã diễn biến tích cực hơn dự báo khi đạt mức trung bình 6 tháng đầu năm khoảng 30 triệu đồng/tấn, cao hơn 15% so với mức 26 triệu đồng/tấn theo như kế hoạch. Với diễn biến tích cực giá cao su như vậy, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu cao su sẽ có bước tăng trưởng kết quả kinh doanh vượt kế hoạch đã đề ra. Kết quả định giá cổ phiếu DPR và cổ phiếu PHR tương ứng lần lượt **42.450 đồng/cp** và **25.700 đồng/cp**, cao hơn 26,7% và 42,8% so với các mức giá hiện tại, do đó BVSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu ngành cao su.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Phan Thùy Trang** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Dương Đức Hiếu

Vật liệu xây dựng

duongduchieu@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh

Dầu khí

leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888