

Ngành Đường – Báo cáo cập nhật

7 tháng 9 2010

Điểm tin ngành trong Q3:

Thị trường thế giới:

- Đầu tháng 9, Ấn Độ, nước tiêu thụ đường lớn nhất thế giới công bố sản lượng cho vụ mùa năm nay (bắt đầu từ 1/10) sẽ tăng khoảng 17% giúp cho nước này không còn phải nhập khẩu đường cho vụ tới. Ngược lại, Ấn Độ dự kiến sẽ xuất khẩu đường trở lại trong vòng 3 tháng tới.
- Nguồn cung trên thế giới đang ở mức ổn định vì thời tiết thuận lợi trong vụ thu hoạch tại Brazil, kéo dài từ tháng 4 đến tháng 11.
- Giá đường trắng giao ngay tăng liên tục kể từ đầu tháng 7, từ 604USD lên giá hiện tại USD755/tấn. Các giá đường hợp đồng kỳ hạn khác đều tăng đều và liên tục kể từ khi đạt đáy trong tháng 5, với xu hướng giá giảm dần cho các kỳ hạn xa hơn. Cụ thể, giá đường kỳ hạn T12/2010: USD544/tấn, T3/2011: USD537/tấn, T5/2011: USD520/tấn, T8/2011: USD503/tấn.

Thị trường nội địa:

- Tiêu thụ đường trong nước trong tháng 8 (giai đoạn 15/7 đến 15/8) chỉ đạt 46,100 tấn, giảm 50% so với cùng kỳ. Lượng tồn kho đường còn lại là 127,000 tấn. Giá đường trong nước từ giữa tháng 8 tăng mạnh, với giá bán tại nhà máy khoảng VND18,000 - 19,000/kg và giá bán lẻ khoảng VND20,000 - 23,000/kg.
- Giá mía tại một số vùng khu vực miền Tây bắt đầu ép sớm đã tăng cao hơn từ VND250 - 350/kg so với năm ngoái (~ ước tính khoảng VND1,100 - 1,200/kg mía) do nông dân sợ rớt giá trong chính vụ và tránh bão và lũ lụt trong tháng 9, tháng 10.

Triển vọng ngành cho 2011:

Thế giới: Con số giá đường 2009 & 2010 chủ yếu xuất phát từ sản lượng sụt giảm từ Ấn Độ, nước tiêu dùng 15% sản lượng thế giới. Vụ mùa 2008/2009, Ấn Độ thiếu hụt 6 - 7 triệu tấn đường trên tổng thiếu hụt toàn cầu là 10 triệu tấn. Trong vụ 2009/2010, Ấn Độ thiếu hụt khoảng 4 triệu tấn trên tổng thiếu hụt toàn cầu là 6 triệu tấn. Như vậy, những thông tin thế giới gần đây rằng Ấn Độ có thể xuất khẩu khoảng 2 triệu tấn đường trong vụ 2010/2011 cho thấy một triển vọng về cung lớn hơn cầu trong năm tới, khi các thông tin sản lượng về các nước xuất khẩu đường chủ đạo trên thế giới như Brazil, Thái Lan, Úc không có triển vọng giảm.

Tại Việt Nam, sản lượng nội địa các năm gần đây chỉ dao động quanh mức 900,000 tấn - 1.1 triệu tấn/năm trong khi nhu cầu khoảng 1.4 - 1.5 triệu tấn. Loại trừ các khoản nhập khẩu lậu qua biên giới, mỗi năm Việt Nam cần phải nhập khẩu trong hạn ngạch khoảng 300,000 tấn đường.

Quota chỉ còn là yếu tố quản lý: Kể từ năm 2010, khi thuế nhập khẩu các loại đường theo lộ trình AFTA giảm về mức thấp nhất còn 5%, có thể thấy rằng nhà nước đã hầu như không còn bảo hộ ngành đường. Thay vì áp dụng mức quota cố định hàng năm hoặc thu mua tích trữ (trong trường hợp dư thừa) để giá nội địa ở mức cao và khuyến khích nông dân sản xuất, Bộ Công Thương liên tục điều chỉnh mức quota nhập khẩu theo hướng tăng lên tùy thuộc vào nhu cầu nội địa. Cụ thể, quota nhập khẩu cho năm 2010 ở mức 300,000 tấn, đủ

Địa chỉ liên lạc:

Khối Phân tích và Tư vấn
đầu tư
8F,CTCP Chứng khoán
Ngân hàng Sài Gòn Thương
Tín.
278 Nam Ky Khoi Nghia
Quận 3, TP. Hồ Chí Minh.
Email: sbs.research.com.vn
Website: www.sbsc.com.vn

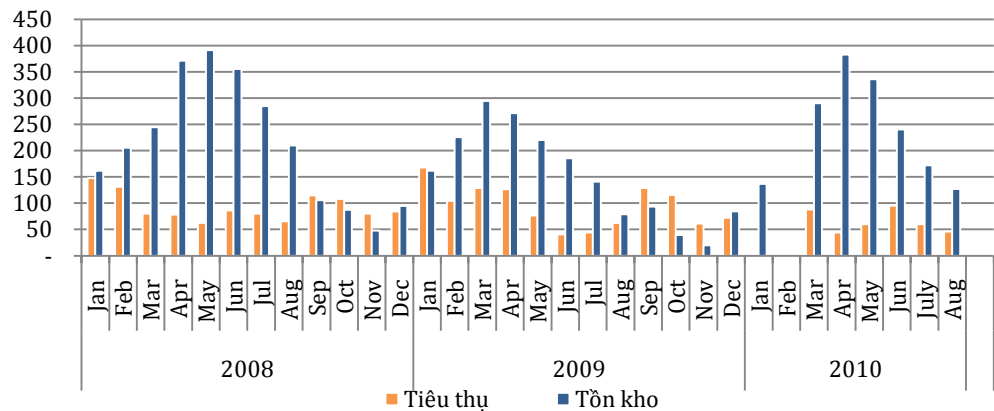
Trưởng nhóm ngành:

Ngô Thị Minh Huyền
huyen.ntm@sbsc.com.vn

đáp ứng cho phần thiếu hụt (đến tháng 7/2010 đã nhập khẩu khoảng 150,000 tấn). Do vậy, giá đường nội địa ngày càng biến động sát với giá đường thế giới. Với triển vọng cung lớn hơn cầu như phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng giá đường năm 2011 sẽ giảm mạnh so với mức hiện tại.

Triển vọng ngành từ đây đến cuối 2010:

Tiêu thụ và tồn kho đường hàng tháng 2008 - 2010 (nghìn tấn)



Ngành Đường có yếu tố chu kỳ rất rõ ràng: lượng tiêu thụ lớn nhất trong T1, T2 (~ 150,000 tấn/tháng), giảm mạnh và ở mức thấp từ T3 đến T8 (50,000 – 60,000 tấn/tháng), tăng mạnh mẽ T9, T10 (~120,000 – 130,000 tấn/tháng) và giảm về mức trung bình trong T11, T12 (80,000 – 90,000 tấn/tháng). Ngược lại với chu kỳ tiêu thụ, chu kỳ tồn kho tăng liên tục từ khoảng tháng 12 đến tháng 4 năm sau, là nguyên nhân khiến giá đường ổn định trong Q1, giảm mạnh trong Q2, và tăng trở lại trong Q3. Do vậy, sản lượng bán ra của các nhà máy đường thường cao nhất trong Q1 nhưng lợi nhuận từ kinh doanh thường cao nhất trong Q3.

Chu kỳ của hàng tồn kho: Trong tháng 8/2010, lượng đường bán ra từ các nhà máy đường chỉ ở mức 46,000 tấn, thấp hơn khoảng 30% so với mức 65,000 tấn trong cùng kỳ năm 2008 và 2009. Nguyên nhân chính do quota năm nay cao hơn năm trước, các doanh nghiệp sản xuất tự do hơn trong vấn đề chủ động nguyên liệu (quota năm 2009 là 100,000 tấn so với quota trước 30/7/2010 là 200,000 tấn, hiện tại đã tăng quota lên 300,000 tấn). Lượng hàng tồn kho tại nhà máy nội địa đến 15/8 là 127,000 tấn, tăng 62% (~ 50,000 tấn) so với cùng kỳ năm ngoái. Một cách kỹ thuật, với mức tiêu thụ đột biến trong T9, lượng này chỉ có thể đáp ứng được cho đến thời điểm 15/9. Tuy nhiên, theo chu kỳ các năm trước, đây là thời điểm các công ty sản xuất tăng nhập khẩu và có thêm nguồn cung từ các nhà máy đường khu vực ĐBSCL vào vụ từ đầu tháng 9. Lượng tồn kho sẽ tiếp tục giảm cho tới tháng 11 và sẽ tăng lên sau đó khi hầu hết các nhà máy đường miền Bắc hoạt động từ tháng 12.

Nguồn cung trong 3 tháng tới: Mặc dù quota cho nhập khẩu đường còn khá lớn (ước tính còn trên 100,000 tấn), chúng tôi cho rằng nguồn cung trong T9, T10, T11 chủ yếu phụ thuộc vào các nhà máy đường nội địa vào vụ mới (khu vực miền Trung và miền Nam) và lượng tồn kho. Nguyên nhân chính do: Nguồn cung từ các nước trong khu vực ASEAN đang ở mức thấp do chưa vào vụ mới (thuế nhập khẩu chỉ 5%). Do vậy, nếu Việt Nam muốn nhập khẩu thì phải nhập khẩu từ các nước với thuế suất trong hạn ngạch theo lộ trình WTO là 30%. Mặt khác, chi phí chuyên chở cao hơn cũng là yếu tố trở ngại lớn.

Vì vậy, chúng tôi cho rằng giá đường sẽ tăng trong thời gian tới, và giữ ở mức cao cho tới T11/2010.

Nhận định các công ty và cổ phiếu trong ngành:

Theo quan sát của chúng tôi trong 2 năm 2008 và 2009, sóng cổ phiếu ngành đường thường diễn ra trong Q3, bắt đầu từ tháng 7 và kết thúc trong T9, T10 với sự hỗ trợ của hai yếu tố: i) kỳ vọng vào kết quả kinh doanh trong Q3 tốt; ii) thị trường chung đang ở trong xu hướng tăng.

Kể từ đầu năm 2010, cổ phiếu ngành đường hầu như giảm và đứng giá, cho dù thông tin giá đường tăng hay giảm, kết quả kinh doanh tốt hay xấu, kể cả trong Q3, là thời điểm kì vọng sóng của ngành này. Có thể nói nguyên nhân chính là thiếu sự hỗ trợ của thị trường chung. Mặt khác, các nhà đầu tư e ngại tham gia đầu tư cổ phiếu ngành này khi thời điểm đỉnh cao của ngành trong 2009 và 2010 đã qua.

TỔNG HỢP DỰ PHÓNG CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

VND'tỷ	SBT	LSS	BHS	NHS
LNST 6M2010 (VND'tỷ)	116.8	150.7	50.7	39.2
LNST 2010 (SBS dự phóng)	233	210	81	68
EPS 2010	1,643	5,222	4,369	8,405
EPS 2011 (SBS dự phóng)	1,292	3,230	3,049	6,000
Giá hiện tại (VND)	11,000	32,400	34,000	32,500
P/E 2010	6.7	6.2	7.8	3.9
P/E 2011	8.5	10.0	11.2	5.4
Điểm mạnh	Sản phẩm có thương hiệu cao/ biên lợi nhuận cao./Cổ phiếu có thanh khoản tốt	Vùng nguyên liệu tốt, hoạt động hết công suất trong mùa./Là công ty đứng đầu ngành	Được tham gia xuất nhập khẩu nên có cả lợi nhuận từ sản xuất và kinh doanh.	Vùng nguyên liệu tốt, hoạt động hết công suất trong mùa./Biên lợi nhuận cao
Điểm yếu	Công suất quá lớn nên thiếu nguyên liệu	Kế hoạch phát hành riêng lẻ làm pha loãng EPS	Thiếu nguyên liệu	Quy mô nhỏ, thanh khoản thấp

Nguồn: SBS dự phóng và tổng hợp; EPS của LSS đã tính đến 10 triệu cp phát hành riêng lẻ.

Ngắn hạn: Mặc dù triển vọng giá đường sẽ ở mức cao cho đến tháng 11, chúng tôi không khuyến khích nhà đầu tư ngắn hạn đầu tư vào ngành này khi thị trường chứng khoán chưa có dấu hiệu tăng bền vững. Do vậy, mức lợi nhuận thu lại có thể không tương xứng với rủi ro và chi phí cơ hội.

Dài hạn: Trong các cổ phiếu trên, chúng tôi nhận thấy SBT và NHS thích hợp cho các nhà đầu tư giá trị do các yếu tố cơ bản tốt và mức P/E hấp dẫn. Cổ phiếu BHS khá rủi ro do tham gia vào xuất nhập khẩu trong triển vọng giá đường giảm trong dài hạn nên không khuyến khích đầu tư. Cổ phiếu LSS có hoạt động cơ bản tốt nhưng chúng tôi e ngại áp lực từ cổ phiếu giá rẻ (nếu phát hành riêng lẻ thành công) nên chưa kiến nghị đầu tư tại thời điểm hiện tại.