

NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN (ngày 14/2/2011)

Mã CK	Giá (ng. đ)	Q4 '10		2010				Hiệu quả 2010			Định giá			
		DT (tỷ đ)	LNST (tỷ đ)	DT (tỷ đ)	LNST (tỷ đ)	% DT '09	% LNST '09	ROA (%)	ROE (%)	EPS''10 (đ/cp)	P/E '10	P/B '10	P/E '11	P/B '11
TRC	66,5	312	121	758	267	172%	175%	25%	33%	8.900	7,47	2,50	9,72	1,99
DPR	67,0	355	176	1.028	395	159%	187%	25%	32%	9.186	7,29	2,30	8,96	1,83
PHR	37,5	596	153	1.981	471	185%	176%	20%	34%	5.793	6,47	2,19	8,24	1,73
HRC	64,0	161	22	417	98	206%	151%	20%	23%	5.678	11,27	2,64	19,36	2,33
TNC	16,6	60	21	181	52	105%	173%	17%	19%	2.695	6,16	1,17	na	na
Trung bình						165%	172%	21%	28%		7,73	2,16	11,57	1,97

Năm 2010 là một năm thành công của ngành cao su Việt Nam, doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh nhờ giá bán được cải thiện. Giá cổ phiếu ngành cao su theo đó cũng có diễn biến tích cực hơn so với thị trường chung.

Dự báo năm 2011, giá CSTN khó có thể duy trì tại mức cao như hiện nay do nhu cầu tại Trung Quốc bắt đầu tăng chậm lại. Trong dài hạn, giá có xu hướng giảm khi cung nhiều khả năng sẽ đuổi kịp cầu kể từ sau năm 2015. Giả định giá dầu thô TB là 100 USD/thùng, nhận định giá CSTN sẽ không thấp hơn 2.500 USD/tấn trong năm 2011.

Chúng tôi cho rằng còn quá sớm để nghĩ đến việc nắm giữ cổ phiếu ngành cao su vào lúc này. Triển vọng Ngành có thể được xem xét lại khi bức tranh về nguồn cung cao su rõ ràng hơn- vào khoảng Q3/2011.



Diễn biến 6 tháng cuối năm 2010

Đúng như dự báo của các chuyên gia, giá cao su tự nhiên (CSTN) tiếp tục tăng mạnh lên mức 5.000 USD/tấn, xác lập mức cao nhất kể từ trước tới nay. Giá trung bình năm 2010 đạt 3.000 USD/tấn tăng mạnh so với mức 1.600USD/tấn của năm 2009 (nguồn: DRC).

Nguyên nhân chính của sự tăng giá là sự bất ổn trong nguồn cung, sức cầu tăng mạnh cũng như

các yếu tố tích trữ, đầu cơ và tỷ giá hối đoái.

Nguồn cung bất ổn: Thời tiết khắc nghiệt kèm theo dịch bệnh vào Q4 đã ảnh hưởng nghiêm trọng tới sản lượng CSTN. Tại Thái Lan, sản lượng Q4 đã giảm 33% yoy (so với cùng kỳ 2009), mức sụt giảm này tại Ấn Độ và Việt Nam lần lượt là 5% và 3%. Tổng kết lại trong Q4, sản lượng CSTN của Hiệp Hội Các Nước Sản Xuất CSTN (ANRPC) giảm mạnh tới 6% yoy, kéo mức tăng sản lượng 2010 xuống 5,3%- thấp hơn nhiều so với con số ước tính tăng 6,3% mà tổ chức này đưa ra vào đầu năm. (nguồn ANRPC)

Sức cầu tăng mạnh: Nhu cầu tiêu thụ hàng hoá càng tăng cao khi nền kinh tế thế giới phục hồi sau cơn suy thoái, đặc biệt tại các quốc gia mới nổi. Các nền kinh tế tăng trưởng nhanh như Trung quốc, Ấn Độ và Malaysia

tiêu thụ khoảng 53% tổng sản lượng CSTN của thế giới. Trong năm 2010, lượng CSTN tiêu thụ bởi Trung Quốc tăng 8.6% so với năm 2009, chủ yếu phục vụ cho ngành công nghiệp xe hơi đang phát triển với tốc độ chóng mặt, hệ quả là nước này phải nhập khẩu nhiều hơn 10% so với năm ngoái. Đối với Ấn Độ, tăng trưởng trong tiêu thụ và nhập khẩu CSTN tương ứng là 5% và 14%. (Nguồn ANRPC). *Hoạt động đầu cơ, tích trữ và tỷ giá:* giá cả tăng mạnh sẽ khuyến khích hiện tượng găm hàng, tích trữ, điều này sẽ góp phần đẩy giá lên cao hơn song thị trường cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro và bất ổn hơn.

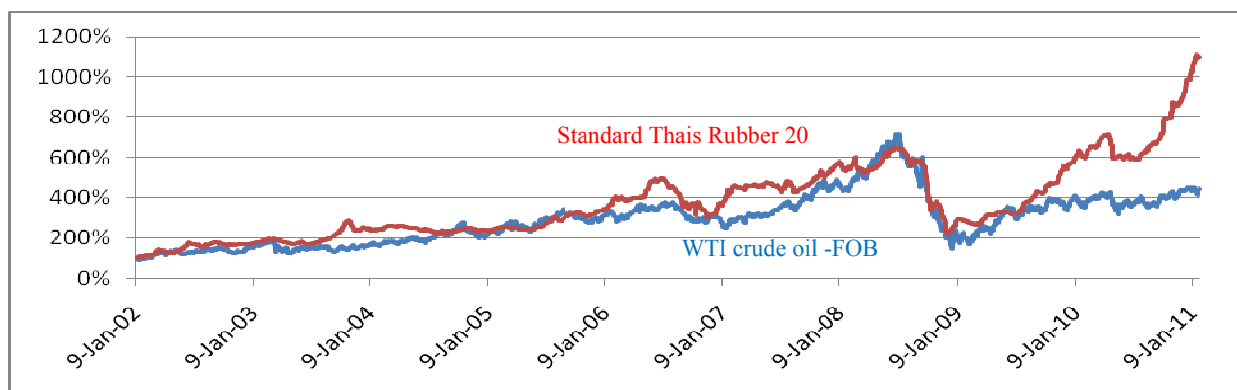
Đối với các công ty Cao su Việt Nam, sản lượng năm 2010 tuy giảm nhẹ (chủ yếu do tuổi vườn cây già), nhưng giá bán tăng mạnh giúp cho các Công ty đạt được kết quả kinh doanh hết sức ấn tượng. Hầu hết các công ty đều đạt 100% mục tiêu sản lượng khai thác, còn DT và LNST vượt xa so với kế hoạch. Tính trung bình, Doanh thu và LNST của Ngành tăng khoảng 70% so với năm 2009, mức tăng khá đều từ 51% (HRC) tới 87% (DPR) (chi tiết xem bảng số liệu trang 1). Đi kèm với DT và lợi nhuận đột biến là sự cải thiện trong cơ cấu vốn và dòng tiền: tiền mặt dư thừa giúp trả nợ vay và gửi ngân hàng. Chúng tôi đánh giá sự cải thiện này chỉ tồn tại trong ngắn hạn, do ngành cao su vẫn còn rất nhiều dự án mở rộng vườn cây trong thời gian tới.

Diễn biến giá: kết quả kinh doanh đột biến đã được phản ánh qua diễn biến giá năm 2010, giá của các công ty cao su đều có thể hiện tốt hơn thị trường chung: so với Vnindex không đổi so với đầu năm, cổ phiếu ngành cao su tăng giá trung bình 20%, tăng mạnh nhất là HRC với mức tăng khoảng 65%, PHR gần như không tăng giá so với đầu năm, là cổ phiếu ít tăng giá nhất trong Ngành. thanh khoản của cổ phiếu ngành cao su khá ảm đạm, trong số 5 mã niêm yết, chỉ có PHR và TNC có khối lượng trung bình 12 tháng lớn hơn 100 ngàn cp/ngày.

Dự báo 2011

Giá cao su tự nhiên và giá dầu thô có mối quan hệ chặt chẽ với nhau trong thời gian dài (2002-2009), do dầu mỏ là nguyên liệu chính giúp người ta làm ra cao su tổng hợp- sự lựa chọn thay thế cho CSTN. Tuy nhiên, cao su nhân tạo chỉ có thể thay thế *một phần* nhu cầu CSTN, vì thế nguồn cung CSTN suy giảm mạnh, kết hợp với tích trữ đầu cơ khiến đẩy giá CSTN tăng mạnh (2009-nay).

Hình 1: So sánh biến động giá dầu và giá cao su tự nhiên 2002-2011 (giá tại 9/1/2002 ~ 100%)



Nguồn: Bloomberg, US energy information administration.

Chúng tôi cho rằng trong 12 tháng tới, 2 yếu tố có tác động cơ bản tới giá cao su là tình hình thời tiết và nhu cầu từ Trung Quốc. Nguồn cung sẽ được cải thiện đáng kể nếu tình hình thời tiết khả quan hơn, nếu tình hình thời tiết vẫn diễn biến phức tạp như năm 2010 giá sẽ tiếp tục ở mức cao. Về phía Trung Quốc, đã thấy một vài

dầu hiệu hạn chế tăng trưởng gần đây như tăng lãi suất, tăng thuế ...các chính sách này sẽ kìm hãm sự phát triển của ngành công nghiệp ô tô của Trung Quốc, tạo áp lực giảm giá CSTN. (*)

Chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn (12 tháng), giá CSTN khó có thể duy trì tại mức cao như hiện nay do nhu cầu tại Trung Quốc bắt đầu tăng chậm lại. Trong dài hạn, giá có xu hướng giảm khi cung nhiều khả năng sẽ đuổi kịp cầu kể từ sau năm 2015. Theo đó, giả định giá dầu thô TB 2011 là 100 USD/thùng, giá CSTN sẽ không thấp hơn 2.500 USD/tấn. Đây là nền tảng cho các ước lượng DT và LN của chúng tôi đối với các công ty trong Ngành.

Triển vọng Ngành cao su Việt Nam năm 2011

Điểm đáng chú ý là sản lượng của các công ty CSTN sẽ tiếp tục giảm do cơ cấu tuổi vườn cây già (*bảng 1*), đây cũng là thực trạng chung của thế giới. Bất chấp nỗ lực mở rộng diện tích vườn cây diễn ra mạnh mẽ, sản lượng chỉ có thể được cải thiện sớm nhất vào năm 2014. Trên cơ sở giá cao su trung bình là 2.500 USD/tấn, dự báo kết quả kinh doanh 2011 của Ngành cao su chưa có nhiều triển vọng, các chỉ số định giá khá cao (PE'11~ 11,57 và PB'11~1,97) so với mặt bằng chung của thị trường (Vndirect50: PE~13,05 và PB~2,40)

Bảng 1: sản lượng mũ tự khai thác của các công ty trong năm 2011			
	Mũ thu hoạch 2010 (tấn)	Mũ thu hoạch 2011 (tấn)	%
TRC	12.000	11.103	93%
DPR	16.000	15.497	97%
PHR	21.600	20.000	93%
HRC	3.835	3.086	80%

Nguồn: VNDS tổng hợp

Đa số các công ty trong ngành đều đang tích cực đầu tư vào các vùng trồng cao su mới, nhưng phần lớn là dưới dạng các công ty liên kết (nắm giữ dưới 50%) nên không thể mở rộng diện tích canh tác của bản thân. Hiện có DPR và PHR là có thể mở rộng diện tích khai thác thông qua công ty con là dự án 4.000 ha cao su tại Đắc Nông (DPR) và 8.000 ha cao su tại Kampongthong (PHR). Việc đầu tư vườn cây mới là bài toán dài hạn, chỉ có thể đem lại kết quả sau từ 5-7 năm đầu tư, nên ngay cả khi là dự án 100% của công ty, đóng góp vào doanh thu và lợi nhuận cũng không thể đến trong trung hạn (dưới 5 năm). Trường hợp là các dự án đầu tư liên kết, thời điểm bắt đầu đóng góp lợi nhuận có khả năng còn kéo dài hơn nữa.

Tóm lại, Chúng tôi cho rằng còn quá sớm để nghĩ đến việc nắm giữ cổ phiếu ngành cao su vào lúc này. Khi bức tranh về nguồn cung cao su rõ ràng hơn- vào khoảng Q3- triển vọng Ngành có thể được xem xét lại.

(*)China's auto market to slow in 2011 http://www.china.org.cn/business/2010-12/31/content_21651717.htm

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

Phòng 602 Tòa nhà FIDECO, 81 – 85 Hàm

Nghi, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Tel: +84-38-9.146.925

Fax: +84-38-9.146.924