

29 Tháng 7 năm 2009

CAO SU TỰ NHIÊN

Khối phân tích và TVĐT

Giám đốc khối:

Lê Lê Hằng
hanglel@ssi.com.vn

Chuyên viên

Ngành Cao su tự nhiên

Nguyễn Thu Huyền

huyennntf@ssi.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng
khoán Sài Gòn (SSI)

1C Ngô Quyền Hà Nội, Việt
Nam

Điện Thoại : 84-39366321

Fax : 84-39366319

Các công ty cao su tự nhiên (CSTN) niêm yết gồm Đồng Phú (DPR), Tây Ninh (TRC) và Hoà Bình (HRC) đều đã thông báo kết quả kinh doanh cho quý 2. Một bức tranh khá tương đồng trong các kết quả này là: tăng trưởng doanh thu, LNST âm so với cùng kỳ do giá bán thấp nhưng tình hình thị trường tiêu thụ đã khá quan hơn rất nhiều so với cuối năm 2008. Tăng trưởng âm là khó tránh khỏi cho cả năm 2009, nhưng khả năng cao là các công ty này sẽ vượt tương đối các kế hoạch doanh thu, lợi nhuận đặt ra. Tình hình năm sau được dự đoán sẽ khả quan hơn với việc nền kinh tế thế giới bước vào giai đoạn phục hồi, giúp thúc đẩy nhu cầu và giá cả mặt hàng nguyên vật liệu cơ bản như CSTN.

Hiện CP các công ty CSTN niêm yết đang giao dịch tại mức P/E 2009 trong khoảng 10-13x. Chúng tôi cho rằng các mức định giá này hiện không hấp dẫn để khuyến nghị đầu tư do khả năng KQKD sụt giảm mạnh trong năm nay, trong khi tiềm năng tăng trưởng vài năm tới sẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi xu hướng giá bán nên còn những yếu tố không chắc chắn. CP ngành CSTN sẽ trở nên hấp dẫn hơn khi giá điều chỉnh xuống một cách tương đối, hoặc giá bán CSTN của thế giới có dấu hiệu phục hồi vững chắc, và thời điểm này theo chúng tôi có thể là từ đầu năm sau.

Một điểm cũng đáng chú ý là KQKD của các công ty sẽ tốt hơn nhiều trong 2 quý tới do đây mới là mùa cao điểm của hoạt động khai thác mủ cao su, đóng góp đến 60-70% sản lượng tiêu thụ của cả năm. Điều này theo chúng tôi có thể sẽ là một yếu tố hỗ trợ nhưng cũng sẽ không ảnh hưởng quá mạnh tới giá CP do đặc điểm mùa vụ của ngành không phải là điều gì mới với thị trường. Ngoài ra, biến động giá CSTN cũng sẽ ảnh hưởng đến giá CP của các công ty niêm yết trong ngành. Chúng tôi cho rằng giá CSTN có thể giảm nhẹ khi nguồn cung tăng ổn định trở lại. Trong trường hợp giá dầu biến động tăng/giảm mạnh ngoài dự tính, giá CSTN cũng sẽ bị ảnh hưởng theo. Những yếu tố này có thể sẽ tạo ra những cơ hội đầu tư ngắn hạn đối với cổ phiếu ngành CSTN, do vậy nên được theo dõi sát sao.

Khái quát tình hình 6 tháng đầu năm 2009

- ❖ **Giá bán thấp khiến tăng trưởng âm so với cùng kỳ:** so với giá bán trung bình của cùng kỳ năm ngoái, mức giá bán trung bình trong 6 tháng đầu năm nay của các công ty nhìn chung vẫn thấp hơn đến 35-40%. Tuy nhiên, với lượng hàng tồn kho tương đối lớn từ cuối năm ngoái, các công ty (trừ Hoà Bình) đạt mức tiêu thụ tốt hơn cùng kỳ, khiến doanh thu sụt giảm ít hơn giá bán.
- ❖ **Ngoại trừ TRC duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận cao do các biện pháp cắt giảm chi phí mạnh mẽ, HRC và nhất là DPR đều đạt mức tỷ suất LNST thấp hơn nhiều so với cùng kỳ năm ngoái.** Điều này ngoài lý do giá bán thấp, lượng hàng tồn kho giá cao từ cuối năm ngoái, còn do các yếu tố chi phí như khấu hao, phân bón, công cụ dụng cụ... khó có thể cắt giảm mạnh theo giá bán. Ngoài ra, mức độ điều chỉnh chính sách tiền lương, yếu tố chi phí chính của ngành (chiếm 60-70% tổng COGS) trong từng công ty cũng ảnh hưởng đến mức tỷ suất lợi nhuận ghi nhận. Bình thường, các công ty sẽ trích khoảng 40% doanh thu cho quỹ lương công nhân mỗi năm. Theo tìm hiểu của chúng tôi, trong bối cảnh thị trường tiêu thụ khó khăn của năm nay, TRC đã điều chỉnh tỷ trọng này xuống khoảng trên 30% trong khi HRC vẫn duy trì mức tỷ trọng này.
- ❖ **Thu nhập từ các nguồn không phải hoạt động kinh doanh chính cũng góp phần cải thiện lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận cho các công ty trong 2 quý đầu năm, đặc biệt trong trường hợp của HRC.** Hết quý 2, cả 3 công ty đều gần như đã hoàn thành kế hoạch thanh lý cây cao su cho năm nay, và ghi nhận nguồn thu từ việc bán gỗ cao su thanh lý. Riêng HRC và DPR, do trong năm ngoái đã phải trích lập dự phòng đáng kể cho các khoản đầu tư tài chính nên cũng đã ghi nhận một khoản hoàn nhập dự phòng do thị trường chứng khoán trong quý 2 vừa rồi đã có những phục hồi nhất định.

Bảng 1: Cập nhật KQKD (Đơn vị doanh thu, LNST: triệu đồng)

1H09	DTT	YoY g	LNST	YoY g	Tỷ suất LNST 1H08	Tỷ suất LNST 1H09	Tỷ suất lợi nhuận HĐKD
DPR	174.928	-22%	50.805	-44%	40%	29%	18,8%
TRC	126.457	-27%	47.144	-28%	38%	37%	31,5%
HRC	60.291	-45%	22.451	-50%	41%	37%	9,0%

Bảng 2: Đóng góp của các nguồn lợi nhuận ngoài HĐKD chính (Đơn vị: triệu đồng)

1H09	Dự phòng giảm giá đầu tư tài chính trích năm 2008	Hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính trong 1H09	% LNTT	Lợi nhuận từ thanh lý cây cao su	% LNTT	Dự phòng giảm giá hàng tồn kho 2008	Hoàn nhập dự phòng giảm giá hàng tồn kho
DPR	18.798	3.000	6%	15.051	30%	8.267	8.267
TRC	487	-	0%	5.579	12%	1.220	1.220
HRC	26.701	5.566	23%	9.061	37%	4.312	4.312

- ❖ **Mức hoàn thành mục tiêu lợi nhuận cả năm sau 2 quý đầu tốt hơn nhiều so với kế hoạch.** Tuy kết quả kinh doanh của các công ty CSTN giảm tương đối mạnh so với cùng kỳ năm ngoái, tình hình thị trường tiêu thụ đã tốt hơn khá nhiều với việc giá bán CSTN đã hồi phục khá mạnh 60-65% từ mức đáy cuối năm 2008. Theo đó, mức giá bán trung bình của các công ty đều đạt từ hơn 25 đến hơn 27 triệu/tấn trong 2 quý đầu năm, cao hơn mức đặt kế hoạch 22 triệu/tấn. Nhờ vậy, đến nay các công ty đã hoàn thành hơn 50% kế hoạch LNST đặt ra, mặc dù sản lượng tiêu thụ mới đạt hơn 30% kế hoạch của cả năm. Theo đặc điểm mùa vụ, hoạt động khai thác mủ cao sẽ được đẩy mạnh trong 2 quý cuối năm, nên kết quả kinh doanh chắc chắn sẽ tốt lên rất nhiều trong quý 3 và quý 4 đối với các công ty CSTN. Chúng tôi không có nhiều lo ngại về khả năng đạt kế hoạch tiêu thụ của các công ty do các công ty đều có lượng khách hàng

ổn định và sản lượng cung cấp của các công ty đều nhỏ, đặc biệt nếu so với nguồn cung tại các nước lớn như Thái Lan, Indonesia và Malaysia.

Bảng 3: Mức hoàn thành kế hoạch của năm 2009

1H09	KH LNST	% hoàn thành	KH SLTT	% hoàn thành
DPR	94.300	53%	19.500	35,1%
TRC	90.046	52%	13.183	33,2%
HRC	37.576	55%	6.300	34,9%

Sơ bộ về KQKD của từng công ty

- ❖ **DPR:** quy mô lớn nhất trong số các công ty CSTN đang niêm yết, DPR ghi nhận mức doanh thu, LNST trong 6 tháng đầu năm 2009 tương ứng khoảng 175 tỷ và 51 tỷ đồng. Doanh thu giảm hơn 20% trong khi LNST giảm mạnh 44% so với cùng kỳ năm trước. Tỷ suất lợi nhuận cũng bị thu hẹp khá mạnh, mặc dù công ty ghi nhận thêm khoảng 3 tỷ hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính và 15 tỷ lợi nhuận từ bán cây cao su thanh lý. 2 khoản này đóng góp đến hơn 1/3 vào LNST của DPR trong 2 quý đầu năm. Trong 2 quý đầu năm, mức tỷ suất LNST của DPR là thấp nhất trong số 3 công ty, bên cạnh lý do giá bán trung bình của DPR thấp hơn một chút so với của TRC và HRC, còn vì công ty đã bán khá nhiều mù thu mua vốn có mức giá thành rất cao (hơn 1000 tấn, khoảng 16% tổng lượng tiêu thụ)
- ❖ **TRC:** là công ty có kết quả kinh doanh tốt nhất một cách tương đối trong 3 công ty. Sau 2 quý đầu năm 2009, TRC đạt 126 tỷ doanh thu và hơn 47 tỷ đồng LNST, gần bằng mức của DPR dù sản lượng tiêu thụ của TRC chỉ bằng khoảng 65% mức của DPR. Với những nỗ lực cắt giảm chi phí, TRC gần như duy trì được mức tỷ suất lợi nhuận của cùng kỳ năm ngoái ở mức cao 37%. Lĩnh vực kinh doanh chính của TRC tỏ ra có hiệu quả nhất, đạt mức tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD cao hơn rất nhiều DPR và HRC (31% so với 19% và 9%). Ngoài ra, lợi nhuận từ thanh lý cao su chỉ đóng góp 12% vào LNTT của TRC, so với mức 30% hoặc hơn của DPR và HRC, và công ty cũng không ghi nhận khoản nào từ hoàn nhập dự phòng đầu tư tài chính.
- ❖ **HRC:** lĩnh vực kinh doanh chính không thật sự tốt trong 2 quý đầu năm, với việc tỷ suất từ HĐKD chỉ đạt 9% so với mức 39% của cùng kỳ năm ngoái, do giá bán xuống thấp trong khi lượng tồn kho giá thành cao từ năm ngoái chiếm hơn 1/2 tổng lượng tiêu thụ, cộng với việc chi phí nhân công cũng không bị điều chỉnh xuống mạnh như ở TRC và DPR. Tuy nhiên, thu nhập tài chính (trong đó chủ yếu là hoàn nhập dự phòng và lãi tiền gửi) và thanh lý cây cao su (2 khoản này chiếm tới 78% LNTT của HRC trong 1H09) giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận sau thuế lên rất nhiều, đạt mức bằng với TRC.

Xu hướng giá CSTN và triển vọng tăng trưởng

- ❖ **Xu hướng giá CSTN:** phục hồi mạnh từ mức đáy của T12/08 nhưng khó tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới do sức phục hồi của nền kinh tế thế giới chưa đủ để hỗ trợ mức giá cao của các nguyên vật liệu cơ bản. Cụ thể hơn, do giá dầu hồi phục và thời tiết mưa trái mùa tại Thái Lan và Malaysia khiến nguồn cung bị thu hẹp hơn dự tính, giá CSTN tăng liên tục trong gần 2 tuần qua lên mức cao nhất của 8 tháng, ví dụ giá RSS3 của Thái Lan đóng cửa ngày 27/7 tại mức hơn 1,9 USD/tấn. Đây là một mức cao mới do kể từ khi chạm đáy vào gần giữa tháng 12/08, giá CSTN nói chung và RSS3 Thái nói riêng đã trải qua nhiều đợt tăng nhưng chưa từng vượt mức 1.8 USD/tấn trong bối cảnh thị trường tiêu thụ bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế. Tuy tình hình hiện đã khả quan hơn rất nhiều với nhiều tín hiệu tích cực từ các nền kinh tế lớn, giai đoạn phục hồi được dự đoán sẽ diễn ra chậm. Sắp tới, nếu không có biến động tăng mạnh của giá dầu, một khả năng theo chúng tôi hiện không cao, giá CSTN có thể sẽ giảm nhẹ khi

nguồn cung hồi phục trở lại. Chúng tôi cho rằng từ năm sau, khi nguồn cung CSTN của thế giới lại bắt đầu đi vào mùa thấp điểm và kinh tế thế giới bắt đầu có những bước phục hồi vững chắc hơn, giá CSTN sẽ có nhiều yếu tố hỗ trợ tốt để tăng vững hơn.

- ❖ **Tăng trưởng âm khó tránh trong 2009, nhưng khả năng sẽ vượt xa kế hoạch đặt ra và triển vọng tăng trưởng sẽ khả quan hơn nhiều từ đầu năm sau.** Hiện mức giá bán tuy đã hồi phục mạnh nhưng vẫn thấp hơn tương đối so với mức trung bình của năm ngoái (giá bán trung bình của các công ty từ đầu tháng 7 dao động trong 28-29 triệu/tấn, so với mức khoảng 40 triệu/tấn của 2008), nên tăng trưởng lợi nhuận âm là khó tránh khỏi trong năm nay. Tuy nhiên, với mức giá bán tốt hơn dự tính, các công ty nhiều khả năng sẽ vượt khá xa mức kế hoạch đã đặt ra trong năm nay. Theo ước tính của chúng tôi, tại mức giá bán trung bình khoảng 27-28 triệu/tấn, LNST của các công ty vẫn sẽ giảm 35-40% so với năm 2008, nhưng sẽ vượt 40-60% so với kế hoạch đặt ra. Với triển vọng kinh tế thế giới sẽ dần phục hồi, nhu cầu và giá cả các mặt hàng nguyên liệu cơ bản như CSTN sẽ có nhiều yếu tố hỗ trợ tốt, đặc biệt từ đầu năm sau, khi nguồn cung CSTN của thế giới lại bước vào giai đoạn thấp điểm theo mùa.

Bảng 4: Định giá

	Giá hiện tại	Số lượng CP	LNST 2009E	P/E 2009
DPR	44.500	40.000.000	140.771	12,64
TRC	50.000	30.000.000	126.686	11,84
HRC	35.100	17.160.970	59.432	10,14

Định giá và khuyến nghị

Giá CP của các công ty những phiên giao dịch gần đây được hỗ trợ bởi biến động giá tăng trở lại của CSTN trên thế giới và đợt tăng điểm của thị trường chứng khoán. Theo ước tính LNST của chúng tôi, tại mức giá đóng cửa ngày 29/7/09, DPR, TRC và HRC đang được giao dịch tại các mức P/E 2009 lần lượt là 12.6x, 11.8x và 10.1x. Việc HRC giao dịch tại mức P/E thấp hơn so với DPR và TRC có thể được giải thích do thị trường đánh giá quy mô, hiệu quả kinh doanh và tiềm năng tăng trưởng của HRC không tốt bằng của DPR và TRC.

Nhìn chung, mức định giá như trên theo chúng tôi không phải là rẻ, với việc KQKD của các công ty phụ thuộc rất lớn vào giá CSTN- tuy đã hồi phục đáng kể từ đầu năm đến giờ, nhưng vẫn còn ở mức thấp dẫn đến khả năng cao LNST bị sụt giảm nặng trong năm nay. Ngoài ra, việc tiềm năng tăng trưởng sẽ chủ yếu được dẫn dắt bởi xu hướng giá bán do sản lượng khai thác sẽ giảm hoặc không thay đổi đáng kể trong vài năm tới khiến KQKD của các công ty chệch xa khỏi mức kỳ vọng nếu giá bán biến động ngoài dự đoán. Chúng tôi cho rằng CP ngành CSTN sẽ chỉ trở nên hấp dẫn hơn khi giá điều chỉnh xuống một cách tương đối, hoặc giá bán CSTN của thế giới có dấu hiệu phục hồi vững chắc, và thời điểm này có thể là từ đầu năm sau, như chúng tôi đã thảo luận ở trên.

Một điểm cũng đáng chú ý là KQKD của các công ty sẽ tốt hơn nhiều trong các quý tới. Theo chúng tôi đây có thể sẽ là một yếu tố hỗ trợ nhưng cũng sẽ không ảnh hưởng quá mạnh tới giá CP do đặc điểm mùa vụ của ngành không phải là điều gì mới với thị trường. Ngoài ra, biến động giá CSTN cũng sẽ ảnh hưởng đến giá CP của các công ty niêm yết trong ngành. Chúng tôi cho rằng giá CSTN có thể giảm nhẹ khi nguồn cung ổn định trở lại. Trong trường hợp giá dầu biến động tăng/giảm mạnh ngoài dự tính, giá CSTN cũng sẽ bị ảnh hưởng theo. Những yếu tố này có thể sẽ tạo ra những cơ hội đầu tư ngắn hạn đối với cổ phiếu ngành CSTN, do vậy nên được theo dõi sát sao.



Sức Mạnh Của Nhà Đầu Tư

CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN (SSI)

KHOI PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

Trưởng Bộ Phận

Lê Lệ Hằng

hangltl@ssi.com.vn

Chuyên viên

Nguyễn Thu Huyền

huyenntt@ssi.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Toà nhà 1C Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm

Hà nội, Việt nam

Tel : 84-4-9366321 ; Fax : 84-4-9366319

Trụ sở chính

72 Nguyễn Huệ, Quận 1

Thành phố Hồ Chí Minh

Tel : 84-8-8242897 ; Fax : 84-8-8247409

© 2009 Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần Bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI