

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bảo Hoàng Lê

lenbh@bsc.com.vn

Tel: +84 4 3935 2722, ext 108

KÌ VỌNG THOÁT ĐÁY TRONG QUÝ 4/2016

Giá cao su đang có diễn biến thuận lợi trong quý 3/2016. Giá cao su latex của Malaysia đạt mức trung bình \$1.1/kg trong quý 3, tăng 5.7% so với mức giá trung bình cùng kỳ năm ngoái. Việc giá cao su có xu hướng đi ngang, thậm chí tăng nhẹ trong quý 3 là điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp cao su, do nửa cuối 2016 là giai đoạn cao điểm cho mùa thu hoạch cao su.

Giá cao su bán ra của có độ trễ so với giá cao su thế giới. Khảo sát giá bán ra các doanh nghiệp cao su, giá cao su bán ra trong nước thường tạo đỉnh (hoặc đáy) khoảng 2-3 tháng trễ hơn so với diễn biến giá cao su trung bình của thế giới. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng diễn biến giá cao su trong nước ở quý 4, sẽ theo xu hướng giá thế giới trong quý 3 là đi ngang. Với việc giá đi ngang, giá cao su Q4 của các doanh nghiệp được kỳ vọng tăng 17% so với cùng kỳ năm ngoái.

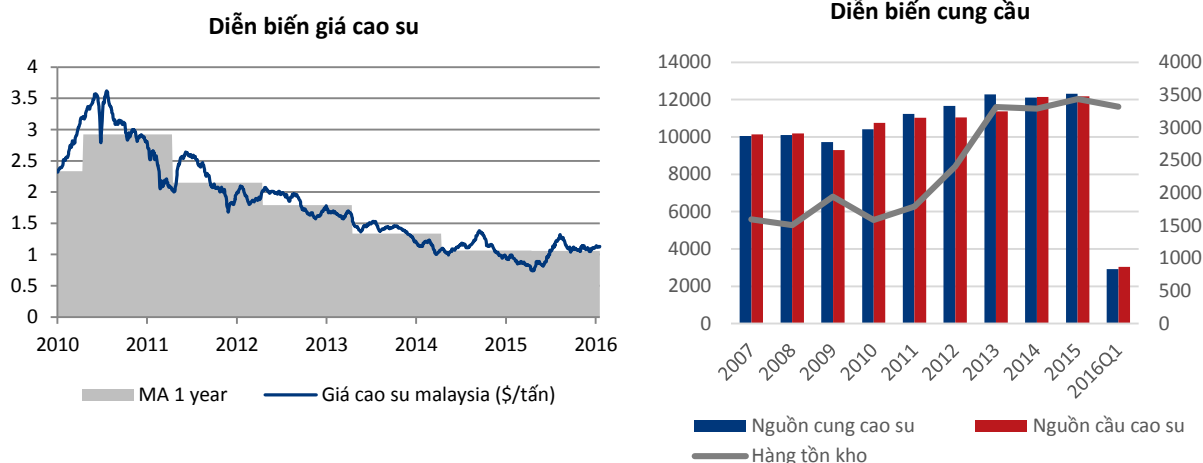
Riêng với năm 2016, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tốt ở hoạt động kinh doanh cốt lõi. Bên cạnh xu hướng cải thiện của giá cao su, các chi phí sản xuất đã được tiết giảm về mức tối thiểu, giúp biên lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su sẽ có mức tăng đáng kể so với cùng kỳ. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng các doanh nghiệp sẽ thoát đáy từ quý 3 và tiếp tục giữ mức ổn định về kết quả SXKD cao su trong quý 4/2016.

Trong 9T2016, cổ phiếu ngành cao su đã có những hồi phục đáng kể, bất chấp kết quả kinh doanh các doanh nghiệp đều sụt giảm trong 1H2016. Cổ phiếu ngành cao su hiện đang giao dịch ở mức P/E trung vị là 11.3x và P/B trung vị 0.55x. Với P/B ở mức thấp, chúng tôi cho rằng rủi ro về giá của cổ phiếu ngành cao su là không nhiều, cùng với kỳ vọng giá cao su hồi phục sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư trong thời gian tới.

Trong số 3 doanh nghiệp niêm yết đầu ngành, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với TRC và PHR, và nắm giữ với DPR. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đều sẽ ghi nhận kết quả tích cực trong nửa cuối năm nhờ diễn biến thuận lợi của giá cao su. Tuy nhiên, nhà đầu tư nên lưu ý DPR hiện đang có chế độ trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi rất cao, làm ảnh hưởng đến lợi nhuận để lại cho cổ đông.

Cập nhật diễn biến giá cao su

Sau 4 năm suy giảm liên tiếp, giá cao su trung bình đã đi ngang trong 9T2016. Trong 9T2016, giá cao su đạt mức trung bình \$1.06/tấn, ngang bằng với mức trung bình của năm 2015, sau 4 năm liên tiếp suy giảm với mức CAGR là 22.4%. Sự suy giảm của giá cao su là kết quả của việc dư cung trong thời gian dài, khiến lượng hàng tồn kho tăng lên gấp đôi trong vòng 5 năm. Hàng tồn kho đã có diễn biến đi ngang giai đoạn 2014-2016, và có giảm nhẹ trong quý 1/2016.



Diễn biến giá cao su có lợi trong Q3/2016

Diễn biến giá cao su thuận lợi so với cùng kỳ. Giá cao su latex của Malaysia đạt mức trung bình \$1.1/kg trong quý 3/2016, tăng 5.7% so với mức giá trung bình cùng kỳ năm ngoái. Giá cao su trong quý 3 có xu hướng đi lên, mặc dù không rõ rệt với mức tăng khoảng 3%. Tuy nhiên, nếu so sánh với sự sụt giảm mạnh 25% trong quý 3/2015, giá cao su 2016 đang có diễn biến khá thuận lợi cho các doanh nghiệp cao su. Thêm vào đó, do tính chu kỳ, giá cao su thường có xu hướng tăng mạnh trong nửa đầu năm và giảm trong nửa cuối năm. Do vậy, việc giá cao su có diễn biến đi ngang/tăng nhẹ trong quý 3/2016 được chúng tôi đánh giá là diễn biến tích cực cho ngành cao su năm nay.



Diễn biến thuận lợi của giá cao su là tác động từ cả nguồn cung và nguồn cầu:

- (1) Sản lượng cao su sản xuất hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su (ANRPC), tổ chức đóng góp tới 92% sản lượng cao su toàn cầu, đã sản xuất 7,952 triệu tấn cao su trong 9T2016, cân bằng với mức sản lượng cùng kỳ năm ngoái. Tổ chức này dự báo sản lượng sản xuất của cả năm 2016 sẽ đạt 11,092 triệu tấn, tăng 0.5% yoy.¹
- (2) Các chính sách cắt giảm nguồn cung của hiệp hội sản xuất cao su 3 bên, áp dụng từ 1/3/2016 – 1/8/2016 như đã đề cập trong [báo cáo ngành cao su](#) trước đây của chúng tôi.
- (3) Về phía cầu, các nước tiêu thụ cao su ghi nhận sức tăng tốt: Sức tiêu thụ của 11 nước thuộc khối ANRPC đã tăng tốt 3.5%yoy trong 9 tháng đầu năm. Thị trường Ấn Độ tăng trưởng 6.2% yoy²; Trung Quốc tăng tốt với sản lượng xe ô tô sản xuất 8 tháng đầu năm tăng trưởng 10.7% yoy; Thị trường Indonesia tăng 12.7% theo ước tính của ANRPC
- (4) Biến động của giá dầu.

Giá cao su trong Q4/2016 sẽ chịu ảnh hưởng của các vấn đề lớn như (1) thỏa thuận của ITRC trong việc có tiếp tục cắt giảm sản lượng sẽ được quyết định trong phiên họp tháng 11/2016. **(2)** Ảnh hưởng của Lanina lên sản lượng của các nước sản xuất lớn **(3)** Diễn biến các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Mỹ.

BSC kỳ vọng vào sự phục hồi tăng trưởng của các nền kinh tế lớn như Trung Quốc, Mỹ và Ấn Độ sẽ giúp giá cao su đạt được mức tăng bền vững, thay vì các biện pháp tiết giảm nguồn cung chỉ mang tính ngắn hạn. Với những bất ổn trên thị trường thế giới, về giá dầu, diễn biến tỷ giá, và sức hồi phục của các nền kinh tế lớn, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ biến động theo xu hướng đi ngang trong 2017.

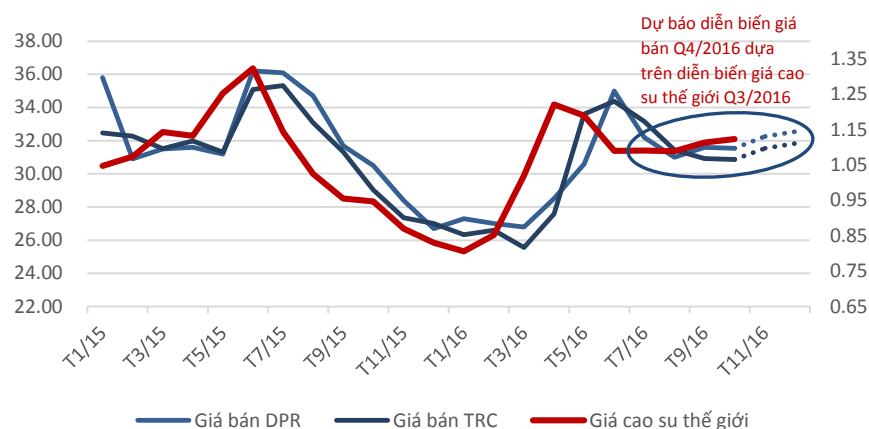
Giá cao su trong nước có độ trễ so với giá thế giới

Giá cao su bán ra của có độ trễ so với giá cao su thế giới. So sánh giá cao su bán ra của TRC và DPR với giá latex của Malaysia, giá cao su bán ra trung bình trong nước thường tạo đỉnh (hoặc đáy) khoảng 2-3 tháng trễ hơn so với diễn biến giá cao su trung bình của thế giới. Theo đó, BSC kỳ vọng giá cao su bán ra của các doanh nghiệp trong nước trong quý 4 sẽ giao động quanh mức hiện tại, khoảng 30 – 31 triệu/tấn. Đây là mức giá cao hơn đáng kể so với mức kế hoạch (26 triệu) và cao hơn 12% so với mức giá bán trung bình trong quý 4/2015 – 27.3 triệu/tấn.

¹ <http://www.rubbernews.com/article/20160928/NEWS/160929953/anrpc-natural-rubber-production-dips-slightly>

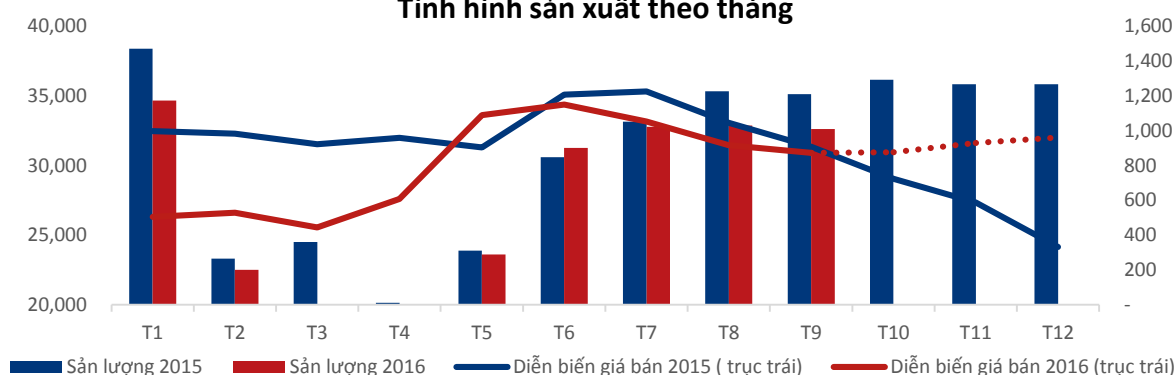
² <http://rubberboard.org.in/monstatsdisplay.asp>

So sánh giá bán trong nước vs. Giá cao su quốc tế

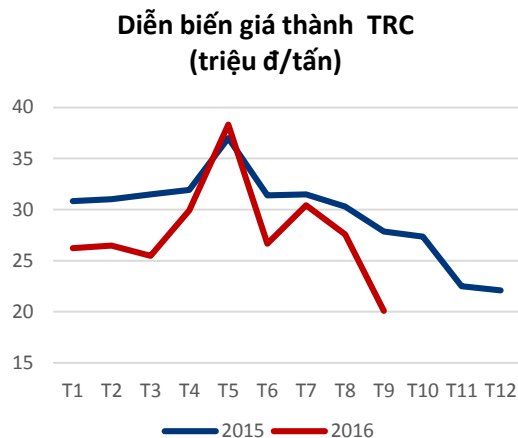
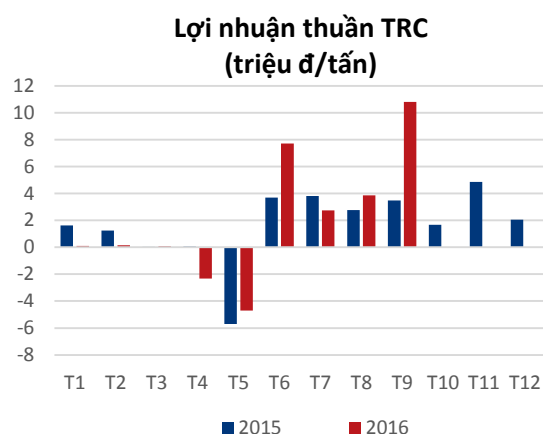


Việc giá cao su có diễn biến đi ngang, thậm chí tăng nhẹ trong Q3/2016 là cơ hội lớn cho các doanh nghiệp cao su. Tổng kết sản lượng theo tháng qua các năm, do theo tính chu kỳ, nửa cuối năm thường có mức sản lượng cao, với đóng góp khoảng 30% sản lượng từ quý 3 và 35-40% sản lượng đóng góp từ quý 4. Vì vậy, mặt bằng giá nửa cuối năm đóng vai trò quyết định đến tình hình lợi nhuận của các doanh nghiệp cao su. Trong năm 2016, sản lượng sản xuất các tháng đầu năm thấp hơn so với cùng kỳ năm ngoái, dưới ảnh hưởng của thời tiết bất lợi. Tuy nhiên, doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh khai thác vào các tháng cuối năm để hoàn thành sản lượng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su của các doanh nghiệp niêm yết sẽ tăng trưởng mạnh trong quý 4.

Tình hình sản xuất theo tháng



Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tốt ở hoạt động kinh doanh cốt lõi trong quý 4, nhờ vào (1) giá bán trung bình dự kiến tăng 17% so với Q4/2015. (2) giá thành sản xuất được tiết giảm về mức tối thiểu. (3) Sản lượng cao su tiêu thụ gia tăng. Theo báo cáo của TRC, giá thành sản xuất trung bình của tháng 9/2016 chỉ ở mức 20 triệu đồng/tấn, thấp hơn đáng kể so với mức chi phí sản xuất trung bình Q4/2015 là 23.9 triệu/tấn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý khả năng các doanh nghiệp gia tăng thu nhập cho công nhân trước diễn biến thuận lợi của giá cao su



Cập nhật các doanh nghiệp niêm yết

Các doanh nghiệp cao su đã có sự sụt giảm doanh thu, lợi nhuận liên tục từ năm 2011, cùng với sự đi xuống của giá cao su. Giá cổ phiếu ngành cao su có nhiều biến động trong những năm qua, cùng với những kỳ vọng về giá cao su hồi phục. Trong 9T2016, cổ phiếu ngành cao su đã có những hồi phục đáng kể, bất chấp kết quả kinh doanh các doanh nghiệp đều sụt giảm trong 1H2016. Cổ phiếu ngành cao su hiện đang giao dịch ở mức P/E trung vị là 11.3x và P/B trung vị 0.55x. Với P/B ở mức thấp, chúng tôi cho rằng rủi ro về giá của cổ phiếu ngành cao su là không nhiều, cùng với kỳ vọng giá cao su hồi phục sẽ thu hút nhiều nhà đầu tư trong thời gian tới.

TRC – Cổ phiếu hưởng lợi từ giá cao su phục hồi

Như đã đề cập trong báo cáo TRC ([link](#)), chúng tôi đánh giá cao những yếu tố cơ bản tốt của công ty, bao gồm năng suất thu hoạch dẫn đầu ngành, cơ cấu vườn cây tối ưu, và cơ cấu sản phẩm cao cấp ít cạnh tranh. So sánh với các doanh nghiệp đầu ngành khác như DPR và PHR, TRC cũng là doanh nghiệp có sự tập trung cao vào hoạt động sản xuất kinh doanh cao su, và do vậy kết quả kinh doanh của công ty chịu ảnh hưởng hoàn toàn bởi biến động giá cao su. Với kỳ vọng giá cao su đã tạo đáy thành công, chúng tôi cho rằng cổ phiếu TRC sẽ là cơ hội đầu tư tốt cho các nhà đầu tư cơ bản trong thời gian tới. Triển vọng lợi nhuận dự kiến khởi sắc trong quý 3 và quý 4.

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2016: Trong quý 3/2016, TRC ghi nhận 14.7 tỷ đồng LNTT (+25.8% yoy), nâng tổng LNTT 9 tháng 2016 lên 39.1 tỷ đồng (+ 7%yoy). Nếu tính riêng lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su, công ty ghi nhận mức tăng tương mạnh 51% yoy.

Kỳ vọng KQKD Quý 4/2016 khả quan: BSC kỳ vọng kết quả kinh doanh quý 4 của doanh nghiệp sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh, đặc biệt với hoạt động kinh doanh cốt lõi. Sản lượng tiêu thụ quý 4 ước tính khoảng

4,000 tấn (35% tổng sản lượng cả năm), mang về 43.3 tỷ đồng LNTT từ hoạt động cốt lõi (+48% yoy). LNST cả năm 2016 ước tính là 74.4 tỷ đồng (+30% yoy), tương đương với EPS 2016 là 2,046 VND/cp (đã loại trừ 20% trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi). Lưu ý rằng mức dự báo này cao hơn so với dự báo của chúng tôi trong [báo cáo TRC](#), nhờ diễn biến tốt hơn dự kiến của giá cao su. Tại ngày 12/10/2016, cổ phiếu TRC đang giao dịch với mức P/E forward là 11.7x, tương đối tốt so với mặt bằng thị trường hiện tại.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA cổ phiếu TRC với giá khuyến nghị là 27,800 VND/cp (upside 16%)

PHR – Lợi nhuận từ thanh lý cây cao su vẫn đang chiếm ưu thế

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2016: PHR ghi nhận 311 tỷ đồng doanh thu từ hoạt động cao su, tăng 23.3% so với cùng kỳ. Sản lượng thu hoạch của công ty 9T2016 thấp hơn khoảng 2000 tấn, tương đương với mức giảm 18% so với cùng kỳ dưới ảnh hưởng của thời tiết. Tuy nhiên doanh nghiệp đã đẩy mạnh thu mua từ bên ngoài để bù lượng sụt giảm sản lượng. Sản lượng tiêu thụ tăng tốt 18% giúp doanh nghiệp ghi nhận mức tăng trưởng tốt trong doanh thu.

Quý 3/2016, công ty mẹ PHR ghi nhận 79.8 tỷ đồng LNTT, tăng gấp 6 lần LNTT của quý 3/2015, đưa mức lợi nhuận 9T2016 đạt khoảng 135 tỷ đồng, tăng 50% so với cùng kỳ. Tuy vậy, chúng tôi lưu ý mức tăng lợi nhuận chủ yếu đến từ tiền đền bù liên quan đến khu công nghiệp Tân Bình khoảng 50 tỷ đồng.

Công ty dự kiến sản lượng tiêu thụ sẽ vượt kế hoạch và đạt khoảng 9,000 tấn trong quý 4/2016. Trong trường hợp giá cao su giữ vững ở mức hiện tại, BSC kỳ vọng lợi nhuận thu về từ hoạt động cao su trong quý 4/2016 đạt khoảng 20 tỷ đồng (lợi nhuận từ hoạt động cao su cho cả năm 2015 chỉ đạt 28.8 tỷ đồng). Chúng tôi ước tính LNTT của PHR có thể đạt 220 tỷ, giảm 15.7% so với cùng kỳ, chủ yếu do lợi nhuận từ cao su thanh lý chỉ đóng góp khoảng 120 tỷ trong 2016, so với mức 170 tỷ cùng kỳ. EPS 2016 của PHR có thể đạt 1,792 VND/cp, sau khi loại trừ 20% trích quỹ khen thưởng phúc lợi. Theo đó, cổ phiếu PHR tại ngày 12/10/2016 đang được giao dịch với mức P/E forward là 11.0x, hấp dẫn đối với ngành.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với PHR với giá khuyến nghị là 22,800 VND/cp, upside 15.2%

DPR – Trích lập cho quỹ khen thưởng phúc lợi quá cao

Cập nhật kết quả kinh doanh Q3/2016: Trong quý 3/2016, công ty mẹ DPR ghi nhận 177 tỷ đồng doanh thu (-18% yoy) và 35 tỷ đồng lợi nhuận thuần từ hoạt động SXKD (-11% yoy). Sự sụt giảm này chủ yếu do ảnh hưởng của hoạt động thanh lý cây cao su. Xét riêng lợi nhuận từ SXKD cao su, DPR đạt 5.4 tỷ trong quý 3 (trong tổng số 6 tỷ YTD), tăng mạnh so với mức 2.1 tỷ của Q3/2015. Doanh nghiệp cho biết công ty đã

hạch toán tất cả cây thanh lý vào KQKD 9T2016, và đạt 140% kế hoạch nhờ giá bán cây cao su cao hơn so với dự kiến.

Chúng tôi ước tính với giá cao su duy trì ở mặt bằng hiện tại, DPR có thể đạt khoảng 20.4 tỷ đồng lợi nhuận từ hoạt động sản xuất cao su trong Q4/2016, cao hơn rất nhiều so với mức 2 tỷ đồng của Q4/2015. LNTT trong 2H2016 ước tăng 75% và đạt 102.3 tỷ đồng, giúp cả năm 2016, công ty đạt 141.4 tỷ LNST (-9.2% yoy).

Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý trong 2016, công ty thay đổi phương thức trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi, từ mức 25% LNST thành 3 tháng lương thực trả, ước tính tăng lên 62 tỷ đồng từ mức 43 tỷ đồng theo phương thức trước đây. Do đó, lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ ước tính khoảng 79 tỷ đồng, tương ứng mức EPS 2016 là 1,977 VND/cp. Tại thời điểm 12/10/2016, cổ phiếu DPR đang giao dịch ở mức giá 34,900 VND/cp, tương ứng với P/E forward là 17.6x, cao so với các doanh nghiệp trong ngành. Do vậy, chúng tôi khuyến nghị **Nắm giữ** cho DPR.

PHỤ LỤC – BẢNG SO SÁNH CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	TRC	PHR	DPR
Cơ cấu tài sản			
% tài sản ngắn hạn	19.0%	27.0%	35.0%
% tài sản dài hạn	81.0%	73.0%	65.0%
Cơ cấu nguồn vốn			
% nợ	13.0%	32.9%	18.7%
% VCSH	87.0%	67.1%	81.3%
Khả năng sinh lời			
Biên LNTT	23.5%	21.3%	24.5%
ROA	3.4%	8.9400%	3.3%
ROE	4.8%	6.0%	4.1%
Khả năng thanh toán			
Hệ số thanh toán hiện thời	4.18	1.14	4.13
Hệ số thanh toán nhanh	2.98	0.91	3.57
tỷ lệ đòn bẩy (nợ vay / VCSH)	0.15	0.49	0.23
Định giá			
EPS	2,046	1,792	1,977
P/E forward	11.70	11.00	17.60
P/B	0.40	0.66	0.53

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình kinh tế vĩ mô cũng như diễn biến thị trường chứng khoán trong tuần. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

**BSC Trụ sở chính**

Tầng 10& 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

Website: <http://www.bsc.com.vn>

Facebook: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: BSCV <GO>