

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR)



(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 27.400)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu GVR với **giá mục tiêu điều chỉnh VND27.400**, thấp hơn mức VND35.400 trong báo cáo gần nhất do mức định giá EV/EBITDA đối với mảng kinh doanh cao su và gỗ trong khu vực giảm xuống & áp dụng chiết khấu 18% đối với NAV của DN nhằm phản ánh chính xác hơn mức độ rủi ro thị trường (biến động giá cổ phiếu, biến động thị trường chứng khoán, các sự kiện chính trị, thay đổi lãi suất...).

VRG ước tính lợi nhuận 7T2022 đạt 2.830 tỷ đồng, tương ứng 53% kế hoạch. Sản lượng mủ cao su khai thác đạt ~186.560 tấn, hoàn thành 47,1% kế hoạch.

Thông tin cập nhật

- **Chi phí sản xuất tăng khiến biên LN gộp bị ảnh hưởng đáng kể trong Q2 2022.** Trong bối cảnh gia tăng chi phí NVL & chi phí nhân công, biên LN gộp của VRG giảm từ 30% trong Q1 2022 xuống còn 26,9% trong Q2 2022, thấp hơn so với mức 28,6% cùng kỳ năm ngoái, khiến LN gộp giảm 8,2% n/n mặc dù doanh thu thuần chỉ giảm nhẹ 2,3% n/n.
- **LNST 1H2022 tăng 6% n/n nhờ khoản thu từ bồi thường trong Q1 2022 & quản lý chi phí QLDN hiệu quả.** Hoạt động sản xuất & kinh doanh mủ cao su tiếp tục duy trì tích cực trong nửa đầu năm với sản lượng cao su khai thác tăng 11,9% n/n, biên LN gộp đạt 32,8%, cao hơn cùng kỳ năm ngoái với 25,1% nhờ mặt bằng giá cao hơn so với cùng kỳ.
- **Giá bán cao su biến động trái chiều trong Q2 2022, tiếp tục giảm trong tháng 7 sau khi phục hồi trở lại trong tháng 6/2022.** Trong tháng 7/2022, xuất khẩu cao su Việt Nam giảm 4% n/n về lượng và 6% n/n về giá trị, do (i) lo ngại về sự bùng phát dịch Covid-19 tại Trung Quốc & Nhật Bản, và (ii) rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu trong bối cảnh lạm phát gia tăng. Mặc dù vậy, lũy kế 7T2022, kim ngạch xuất khẩu cao su cả nước đạt ~1,7 tỷ USD, tăng 9,1% n/n về trị giá và 7,2% n/n về lượng.
- **Nguồn cung cao su toàn cầu tiếp tục thiếu hụt so với nhu cầu khiến giá cao su khó giảm sâu trong tương lai,** trong đó nhu cầu gia tăng đến từ lĩnh vực chăm sóc sức khỏe & sản xuất ô tô.



Ngày báo cáo	09/08/2022
Giá hiện tại	VND 25.250
Giá mục tiêu	VND 27.400
Upside	8,5%
Vốn hóa thị trường	101.000 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 20.800
	VND 42.100
KLGD bình quân (CP)	1.751.832 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	49,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	0,47%

Đơn vị: Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	19.804	21.116	26.190	26.504
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>0,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>24,0%</i>	<i>1,2%</i>
Biên LN gộp	23,3%	21,8%	28,9%	27,6%
LNTT	4.655	5.911	6.213	6.652
Lãi ròng	3.250	3.771	4.158	4.860
<i>Tăng trưởng n/n</i>	<i>25,2%</i>	<i>16,0%</i>	<i>10,3%</i>	<i>16,9%</i>
EPS (basic) (VND)	813	943	1.040	1.215
P/E	13,0x	31,8x	35,5x	20,8x

(Nguồn: MBS Research)

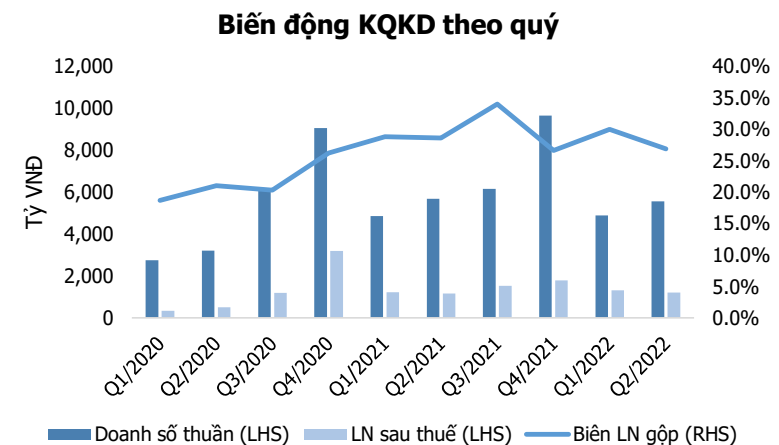
(**NẦM GIỮ**; Giá mục tiêu: VND 27.400)

Khoản thu từ bồi thường trở thành động lực tăng trưởng chính đối với lợi nhuận trong 1H2022...

- Chi phí sản xuất tăng khiến biên LN gộp bị ảnh hưởng đáng kể trong Q2 2022.** Tập đoàn ghi nhận 5.559 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm nhẹ 2,3% n/n, trong đó sản xuất và kinh doanh mủ cao su và chế biến gỗ tiếp tục là 2 hoạt động chính đóng góp phần lớn trong tổng doanh thu, đạt lần lượt 3.230 tỷ đồng và 1.179 tỷ đồng, tương ứng 98% và 109% kết quả đạt được trong Q2 2021. Tuy nhiên, trong bối cảnh gia tăng chi phí NVL & chi phí nhân công, biên LN gộp của VRG giảm từ 30% trong Q1 2022 xuống còn 26,9% trong Q2 2022, thấp hơn so với mức 28,6% cùng kỳ năm ngoái, kéo theo mức giảm 8,2% với LN gộp.

Mặc dù vậy, nhờ khoản lãi lớn từ chênh lệch tỷ giá (49 tỷ đồng) & tiết giảm chi phí QLDN (-31% n/n), cuối kỳ VRG vẫn đạt mức tăng trưởng 3,4% đối với LNST, đạt ~1.200 tỷ đồng.

- LNST 1H2022 tăng 6% n/n nhờ khoản thu từ bồi thường trong Q1 2022 & quản lý chi phí QLDN hiệu quả.** Lũy kế 6T2022, doanh thu thuần giảm nhẹ 0,8% n/n chủ yếu do hoạt động kém hiệu quả hơn của hoạt động sản xuất & kinh doanh các SP từ cao su. Biên LN gộp giảm nhẹ so với cùng kỳ, đạt 28,4%.
- Hoạt động sản xuất & kinh doanh mủ cao su tiếp tục duy trì tích cực trong nửa đầu năm** với sản lượng cao su khai thác tăng 11,9% n/n, doanh thu thuần tăng 3,5% n/n lên 6.226 tỷ đồng nhờ giá bán cao trong quý đầu năm. Biên LN gộp đạt 32,8%, cao hơn cùng kỳ năm ngoái với 25,1%.



TỶ VND	Q2 2022	Tăng trưởng Q2 2022/Q2 2021	1H2022	1H2021	Tăng trưởng 1H2022/1H2021
Doanh thu thuần	5.559	-2,3%	10.452	10.537	-0,8%
Sản xuất & kinh doanh mủ cao su	3.230	-2,0%	6.226	6.014	3,5%
Chế biến gỗ	1.179	8,7%	2.144	1.967	9,0%
SX & kinh doanh các SP từ cao su	442	-49,8%	917	1.680	-45,4%
Xây dựng – KCN	198	64,3%	356	262	35,7%
Biên LN gộp	26,9%		28,4%	28,7%	
Lợi nhuận khác	308	15,3%	710	324	118,9%
Lợi nhuận sau thuế	1.199	3,4%	2.515	2.376	5,8%

(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 27.400)

...trước diễn biến không thuận lợi từ thị trường cao su trong 1H2022

- **Giá bán cao su biến động trái chiều trong Q2 2022, tiếp tục giảm trong tháng 7 sau khi phục hồi trở lại trong tháng 6/2022.** Thị trường cao su trong Q2 2022 bị tác động mạnh bởi tình hình dịch bệnh, khủng hoảng địa chính trị, tình trạng thiếu container, chi phí vận tải cao, giá nhiên liệu tăng mạnh và thông quan chậm ảnh hưởng đến chuỗi cung ứng toàn cầu.
- **Xuất khẩu cao su Việt Nam 7T2022 tăng 7,2% n/n.** Theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan Việt Nam, sản lượng cao su xuất khẩu trong tháng 7/2022 giảm 4% n/n, giá cao su nhìn chung giảm kéo theo kim ngạch xuất khẩu trong tháng 7 cũng giảm tương ứng, khoảng 6% n/n. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân đến từ (i) lo ngại về sự bùng phát dịch Covid-19 tại Trung Quốc & Nhật Bản, và (ii) rủi ro suy thoái kinh tế toàn cầu trong bối cảnh lạm phát gia tăng.

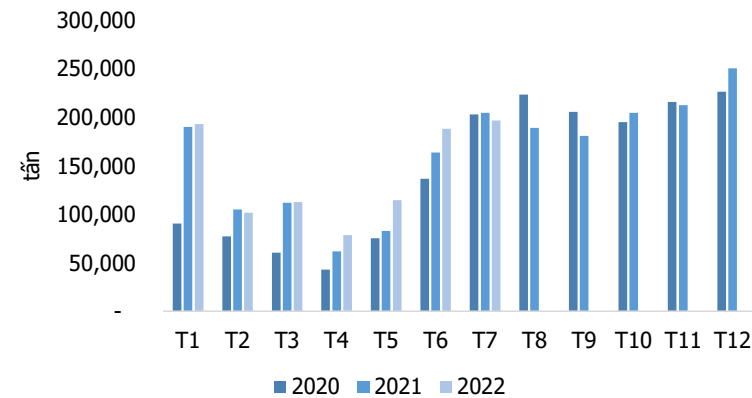
Lũy kế 7 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu cao su cả nước đạt ~1,7 tỷ USD, tăng 9,1% n/n về trị giá và 7,2% n/n về lượng. Trung Quốc vẫn là thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất trong cơ cấu xuất khẩu cao su.

- **Nguồn cung cao su toàn cầu tiếp tục thiếu hụt so với nhu cầu khiến giá cao su khó giảm sâu trong tương lai.** Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC), sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu đạt 1,1 triệu tấn trong tháng 6/2022, tăng 3,8% n/n trong khi tiêu thụ đạt 1,2 triệu tấn, tăng 5,8% n/n, dẫn đến thiếu hụt nguồn cung khoảng 93.000 tấn. Tổ chức này dự báo triển vọng ngành cao su toàn cầu trong nửa cuối năm vẫn tương đối khả quan, giá bán sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong bối cảnh (i) thâm hụt nguồn cung, và (ii) giá dầu neo cao kéo theo giá cao su tổng hợp tăng, trong khi (iii) nhu cầu gia tăng đến từ lĩnh vực chăm sóc sức khỏe & sản xuất ô tô.

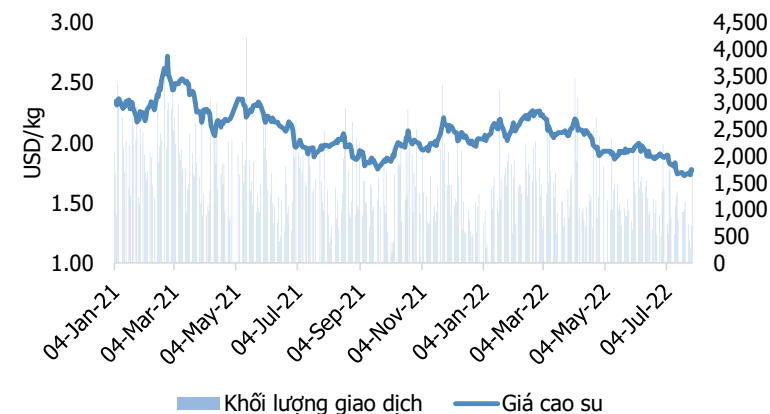
Tương tự, **Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam cũng đưa ra dự báo nguồn cung cao su toàn cầu sẽ gia tăng thiếu hụt trong những năm tiếp theo cho đến năm 2028, thậm chí có thể kéo dài đến năm 2031** do khoảng cách cung và cầu ngày càng lớn. Hoạt động xuất khẩu cao su của Việt Nam nhờ đó tiếp tục được hưởng lợi trong thời gian tới.

Chúng tôi cũng lưu ý tới các rủi ro tác động tiêu cực tới thị trường, bao gồm xung đột địa chính trị (Nga – Ukraine, Mỹ - Trung...), chính sách zero-Covid tại Trung Quốc, và thiếu hụt chất bán dẫn ô tô.

Xuất khẩu cao su Việt Nam



Biến động giá cao su



(Nguồn: Tổng cục Hải quan, Bloomberg)

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HOSE: GVR)



(NĂM GIỮ; Giá mục tiêu: VND 27.400)

Mô hình dự phóng

Năm 2022, chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng doanh thu & lãi ròng trong bối cảnh lo ngại về suy thoái kinh tế diễn ra trên diện rộng. Theo đó, doanh thu 2022 ước đạt 26.504 tỷ đồng & lãi ròng 4.860 tỷ đồng

Sản lượng mủ cao su tiêu thụ ước tăng 3% n/n trong khi giá bán bình quân tăng nhẹ 2% n/n trong bối cảnh giá cao su được dự báo vẫn ở mức cao. Trong khi đó, doanh thu từ hoạt động kinh doanh BĐS CN sẽ đóng góp tích cực hơn với mức tăng kỳ vọng 5% n/n.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu 12 tháng** của cổ phiếu GVR **VND27.400** đồng, thấp hơn mức từ VND35.400 trong báo cáo gần nhất do mức định giá EV/EBITDA đối với mảng kinh doanh cao su và gỗ trong khu vực giảm xuống & áp dụng chiết khấu 18,8% đối với NAV của DN nhằm phản ánh chính xác hơn mức độ rủi ro thị trường (biến động giá cổ phiếu, biến động thị trường chứng khoán, các sự kiện chính trị, thay đổi lãi suất...).

Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng ~22,6 lần (theo EPS 2022F khoảng VND 1.215).

	PP định giá	Đóng góp giá trị VCSH cho GVR (tỷ VND)
Cao su	EV/EBITDA	20.656
Gỗ	EV/EBITDA	3.232
KCN	RNAV	108.081
(+) Tiền & tương đương tiền		15.972
(-) Nợ vay		(8.492)
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số		(4.235)
NAV		135.215
Chiết khấu		18,8%
<i>Beta</i>		1,54
<i>Phần bù rủi ro thị trường</i>		7,8%
<i>Phần bù rủi ro quốc gia</i>		3,56%
Số CP lưu hành		4.000
NAV/share (VND)		27.400

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**