

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Báo cáo Ngành

29/06/2017

“VÀNG TRẮNG” TRỞ LẠI?



■ **Nhu cầu tiêu thụ tăng cao tại Trung Quốc**, quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới. Theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Trung Quốc, doanh số bán xe của nước này đạt 2,9 triệu chiếc trong tháng 11 năm 2016, tăng 16,6% so với cùng kỳ năm trước. Đây là tháng thứ sáu liên tiếp Trung Quốc chứng kiến mức tăng trưởng hai con số. Chính sách giảm thuế đối với các loại xe du lịch được chính phủ Trung Quốc công bố năm nay đã thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ. Commerzbank nhận định “Nếu nhu cầu vẫn giữ được tăng trưởng, cao su sẽ được tiêu thụ nhiều hơn để đáp ứng hoạt động sản xuất lốp xe”. Chính phủ Mỹ mới đây cũng đã chính thức quyết định không áp đặt thuế chống bán phá giá đối với lốp xe tải và xe buýt có xuất xứ từ Trung Quốc, điều này sẽ kích thích thị trường sản phẩm lốp tại Trung Quốc và tác động tích cực tới triển vọng giá cao su trong thời gian tới.

■ **Nguồn cung chịu tác động bởi thời tiết**. Sản lượng cao su có dấu hiệu suy giảm tại một số quốc gia do nguyên nhân của hiện tượng La Nina ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su. Theo thông tin từ Hiệp hội Cao su Việt Nam, sản lượng cao su tại Thái Lan (quốc gia có sản lượng khai thác lớn nhất thế giới) có khả năng sẽ giảm mạnh do yếu tố thời tiết. Mưa lũ lớn đã diễn ra tại miền Nam Thái Lan - khu vực sản xuất cao su lớn nhất tại Thái Lan, gây ngập úng trên diện rộng. Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC) cho biết sản lượng dự kiến của các nước thành viên, vốn chiếm 90% nguồn cung toàn cầu, chỉ tăng 0,1% trong năm 2016, trong khi nhu cầu được dự báo tăng 4,1% so với cùng kỳ.

■ **Sự phục hồi của giá dầu** đến từ việc tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC và Nga đã đồng ý giảm sản lượng gần 1,8 triệu thùng mỗi ngày để chống lại dư cung toàn cầu. Trong đó, các nước trong OPEC cam kết cắt giảm 1,2 triệu thùng một ngày. Đây là thỏa thuận thành công đầu tiên của các nước xuất khẩu dầu trên thế giới, tạo bước ngoặt về triển vọng giá dầu trong các năm tới.

■ **Khả năng suy giảm của đồng Yên Nhật** do triển vọng tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017 của Cục Dự trữ Liên bang (FED). Giới đầu tư nhận định dòng vốn sẽ đổ mạnh vào USD, khiến đồng USD sẽ tiếp tục tăng mạnh so với đồng Yên Nhật chủ chốt.

■ Chúng tôi lựa chọn **TRC và DRI** là các cổ phiếu tiềm năng của ngành. Tiêu chí hàng đầu được lựa chọn trên cơ sở nội tại và triển vọng sắp tới của các doanh nghiệp. Đây đều là các doanh nghiệp này có tình hình tài chính lành mạnh, triển vọng năng suất và biên lợi nhuận ở mức cao nhất ngành.

Liên hệ

Chuyên viên phân tích

Trần Trọng Đức

Email: duc.trantrong@mbs.com.vn

Mobile: +84 949 910 675

MỤC LỤC

TỔNG QUAN CAO SU THIÊN NHIÊN	3
▪ Giới thiệu.....	3
▪ Đặc điểm sinh học và chu trình khai thác của cây cao su	3
▪ Đặc tính của cao su thiên nhiên.....	4
▪ Các sản phẩm từ cao su thiên nhiên	4
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN THẾ GIỚI	6
▪ Cơ cấu sản phẩm cao su.....	6
▪ Sản xuất và tiêu thụ cao su thiên nhiên thế giới	6
▪ Xuất khẩu và nhập khẩu cao su thiên nhiên thế giới.....	8
▪ Giá cao su thiên nhiên thế giới và các yếu tố ảnh hưởng	9
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN VIỆT NAM.....	11
▪ Diện tích cây cao su tại Việt Nam	11
▪ Sản lượng và năng suất cao su thiên nhiên tại Việt Nam	12
▪ Xuất khẩu cao su thiên nhiên	12
TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN	14
▪ Giá cao su thiên nhiên.....	14
▪ Diễn biến cung - cầu	15
CÁC DOANH NGHIỆP NIÊM YẾT TRONG NGÀNH	15
CƠ HỘI ĐẦU TƯ TRONG NGÀNH	16

TỔNG QUAN CAO SU THIÊN NHIÊN

➤ Giới thiệu



Cao su là loài cây công nghiệp thuộc chi *Hevea Brasiliensis* có nguồn gốc từ rừng Amazon Brasil. Cây có chất nhựa (mủ) là nguyên liệu chính trong sản xuất cao su thiên nhiên. Cây cao su từng được mệnh danh là vàng trắng (white gold) trong nửa đầu của thế kỷ 20 do nguồn lợi rất lớn của nó đem lại. Các ông chủ đồn điền cao su khi đó đã thúc đẩy trồng và phát triển cao su khắp các vùng đất nhiệt đới trên thế giới. Cũng chính vì nguồn lợi rất lớn khiến các nhà khoa học tìm cách chế tạo ra cao su nhân tạo (cao su tổng hợp) để cạnh tranh cao su thiên nhiên. Ngày nay, khuynh hướng của thế giới là tiết kiệm năng lượng hóa thạch bằng sản phẩm tái sinh thiên nhiên, thân thiện môi trường, các công nghệ sản xuất lốp xe tiên tiến của các nước như Trung Quốc, Ấn độ hiện tại cũng sử dụng nhiều cao su thiên nhiên do độ bền cao và tính chất cơ học tốt của nó.

➤ Đặc điểm sinh học và chu trình khai thác của cây cao su

Cây cao su phát triển tốt ở vùng nhiệt đới ẩm, có nhiệt độ trung bình từ 22°C đến 30°C (tốt nhất ở 26°C đến 28°C), cần mưa nhiều (tốt nhất là 2.000 mm) nhưng không chịu được ngập úng và gió. Cây cao su có thể chịu được nắng hạn khoảng 4 đến 5 tháng, tuy nhiên năng suất mủ sẽ giảm. Cây chỉ sinh trưởng bằng hạt, hạt đem ươm được cây non, khi cây được 5-7 tuổi có thể bắt đầu khai thác mủ và sẽ kéo dài trong khoảng 25 năm. Chu trình trồng trọt và kinh doanh cây cao su có thể chia thành 5 giai đoạn gồm: giai đoạn vườn ươm, giai đoạn kiến thiết cơ bản, giai đoạn khai thác cao su non, giai đoạn khai thác cao su trưởng thành và giai đoạn khai thác cao su già. Trong đó:

- **Giai đoạn vườn ươm:** Giai đoạn bắt đầu từ khi gieo hạt tới lúc xuất khỏi vườn ươm, có thể kéo dài từ 6 tháng tới 2 năm. Đặc điểm của giai đoạn này là cây con tăng trưởng theo chiều cao, sinh trưởng các tầng lá theo chu kỳ và mọc ra thân chính. Cây con trong giai đoạn này cần được chăm sóc cẩn thận với đầy đủ dinh dưỡng và nước để nhanh chóng đạt được đường kính lớn đủ kích thước để ghép và dự trữ dinh dưỡng trong thân nhằm sinh trưởng mạnh sau khi xuất vườn và trồng mới. Tốc độ phát triển tăng lá và đường kính thân được xem là hai chỉ tiêu quan trọng để xác định sức sinh trưởng của cây con trong thời kỳ này.
- **Giai đoạn kiến thiết cơ bản:** Giai đoạn được tính từ khi cây con được trồng đại trà cho đến lúc bắt đầu khai thác mủ. Giai đoạn này thường kéo dài từ 5-10 năm tùy thuộc vào giống cây, điều kiện đất đai, thời tiết, khí hậu và chế độ chăm sóc. Đây là giai đoạn khá dài mà doanh nghiệp chỉ đầu tư chứ không thể thu lợi từ cây cao su. Vì thế, việc tìm mọi cách để rút ngắn giai đoạn này là hướng đi quan trọng trong việc phát triển cao su tại nước ta. Những giải pháp về công nghệ, quy trình chăm sóc và giống cây là vấn đề then chốt có thể đáp ứng các nhu cầu trên. Tại Việt Nam, các giống cây có tốc độ tăng trưởng nhanh như PB235, RRIV2 (LH82/156), RRIV4 (LH82/182) có thể thu mủ chỉ sau 6 năm trồng. Ngược lại, các giống cây như GT1, PR261 hay RRIM600 có tốc độ tăng trưởng kém hơn.
- **Giai đoạn khai thác cao su non:** Giai đoạn cây tiếp tục sinh trưởng mạnh về số lượng cành nhánh, chu vi thân, độ dày vỏ, và cả sản lượng mủ. Thông thường, giai đoạn này kéo dài khoảng 10 năm. Do vỏ của thân thời kỳ này còn mỏng, đang tăng trưởng mạnh nên việc khai thác mủ cần có tay nghề cao để tránh phạm vào thân. Vườn cây trong giai đoạn này dễ bị các loại bệnh như Phấn Trắng, rụng lá mùa mưa (thường xuất hiện tại khu vực Bắc Miền Trung) có thể gây thiệt hại nặng nề đến sản lượng mủ.
- **Giai đoạn khai thác cao su trưởng thành:** Khi năng suất mủ đạt đến mức tối đa và giữ vững theo năm thì cây bắt đầu bước vào thời kỳ trưởng thành. Tùy theo giống, chế độ chăm sóc, khai thác trước đó mà thời kỳ này dài hay ngắn, trung bình khoảng 8-10 năm. Nếu vườn cây không được chăm bón tốt trong các giai đoạn trước thì cây chỉ duy trì năng suất cao trong khoảng thời gian ngắn và sau đó giảm năng suất.
- **Giai đoạn cao su già:** Khi vườn cây bước vào thời kỳ này khi có hiện tượng giảm năng suất trong nhiều năm liền. Vườn cây lúc này rất âm u, độ ẩm không khí cao dễ mắc cảm với bệnh rụng lá mùa mưa. Thời kỳ này, các doanh nghiệp khai thác cần tính toán hợp lý thời điểm chặt cây thanh lý cây.

Xét về yếu tố mùa vụ, cây cao su chỉ được thu hoạch mũ trong 9 tháng cuối năm, 3 tháng đầu năm không được thu hoạch hoặc thu hoạch ít vì đây là mùa khô, thời gian cây rụng lá, nếu thu hoạch nhiều vào thời gian này cây sẽ chết.

Hình ảnh: Cây cao su qua các giai đoạn



(Nguồn: Bảo vệ cây trồng)

➤ Đặc tính của cao su thiên nhiên

Các sản phẩm cao su thiên nhiên đều có tính chất cơ học tốt, đặc biệt bền, kéo xé tốt. Tính chất nổi bật của cao su thiên nhiên so với cao su tổng hợp là tính đàn hồi và tính phục hồi tốt của nó. Cao su thiên nhiên sau khi bị kéo giãn, phục hồi gần như hoàn toàn kích thước ban đầu khi được thả ra và sau đó từ từ phục hồi một phần biến dạng dư. Các sản phẩm làm từ cao su thiên nhiên có độ chịu mài rất cao, được dùng trong các ứng dụng chuyển động liên tục. Theo báo cáo của tổ chức nghiên cứu cao su quốc tế (IRSG), khoảng 60-65% sản lượng cao su thu thiên nhiên được sử dụng trong công nghiệp sản xuất lốp xe và ruột xe khí nén; 8% dùng cho các sản phẩm dây đai truyền năng lượng, dây đai băng tải, gaskets, phốt, ống; khoảng 6% dùng cho các sản phẩm găng tay y tế và 9% còn lại cho các nhu cầu khác.

➤ Các sản phẩm từ cao su thiên nhiên

Mủ cao su thiên nhiên có 2 loại sản phẩm chính là mủ nước (latex) và mủ khô (TSR):

Mủ nước (latex) là sản phẩm cao cấp, có hàm lượng cao su cao như găng tay y tế, cao su tiêu dùng. Sản phẩm này còn bao gồm các nhóm như mủ tờ xông khói (RSS), được phân loại cấp hạng theo tính sạch sẽ, màu sắc và tính không mang những khuyết tật như bọt khí mà có thể thấy bằng mắt thường, RSS được chế biến theo dạng khối theo tiêu chuẩn từng nước; cao su Crepe trắng (pale crepe) và crepe để giày (sole crepe) là những cao su cao cấp đáp ứng những tiêu chuẩn rất chặt chẽ của nhà sản xuất sản phẩm sau cùng về màu sắc, là nguyên liệu dùng để sản xuất các sản phẩm đặc biệt đòi hỏi độ tinh khiết cao; ngoài ra còn có các sản phẩm cao su kỹ thuật và cao su chuyên dụng khác...

Hình ảnh: Sản xuất mủ nước (latex) tại nhà máy



(Nguồn: TRC)

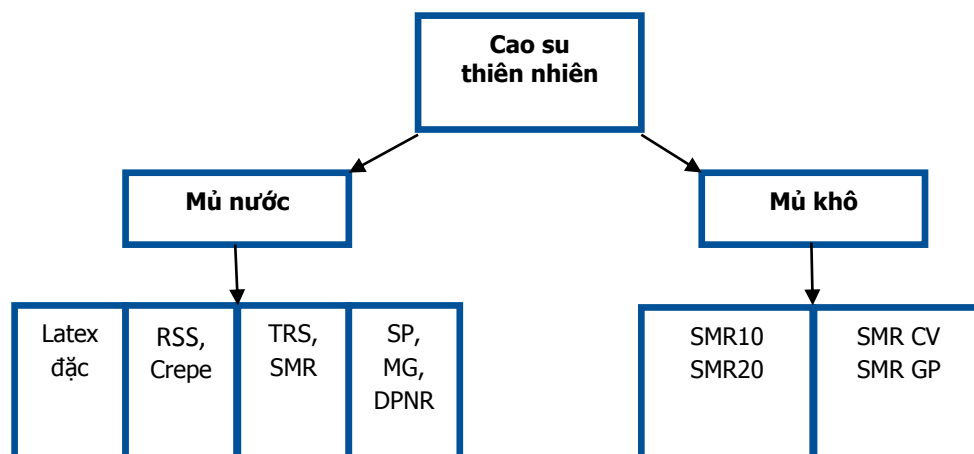
Mủ khô là mủ cao su dưới dạng khối, phát triển do nhu cầu cho cao su kỹ thuật. Sản xuất cao su khối cơ bản là sự chuyển hóa cao su thô ướt thành dạng hạt bởi các kỹ thuật chế biến nhanh và liên tục. Các mẫu hoặc hạt đã sấy khô được kết lại thành các khối cao su rắn. Các sản phẩm mủ khô thường được dùng chủ yếu để sản xuất tấm lốp, phụ tùng ô tô, băng tải...

Hình ảnh: Sản mủ khô tại nhà máy



(Nguồn: Tạp chí cao su)

Các loại mủ cao su thiên nhiên được tổng hợp minh họa như sau:



(Nguồn: caosuviet)

Ngoài ra, gỗ cao su cũng là một sản phẩm cao cấp mang lại giá trị cao. Cây cao su khi già không còn cho mủ sẽ được thanh lý và cưa xẻ thành thanh, ván phục vụ cho ngành công nghiệp chế biến gỗ. Do tính chất của cây cao su, gỗ cao su có đặc điểm nhẹ nhưng rất cứng, nhiều vân, đáp ứng được nhu cầu về trang trí, mỹ thuật cho sản phẩm. Gỗ cao su ngày càng được dùng rộng rãi và đáp ứng được những yêu cầu khắt khe của ngành gỗ công nghiệp chế biến, được sử dụng nhiều trong sản xuất đồ nội thất.

Hình ảnh: Các sản phẩm từ gỗ cao su



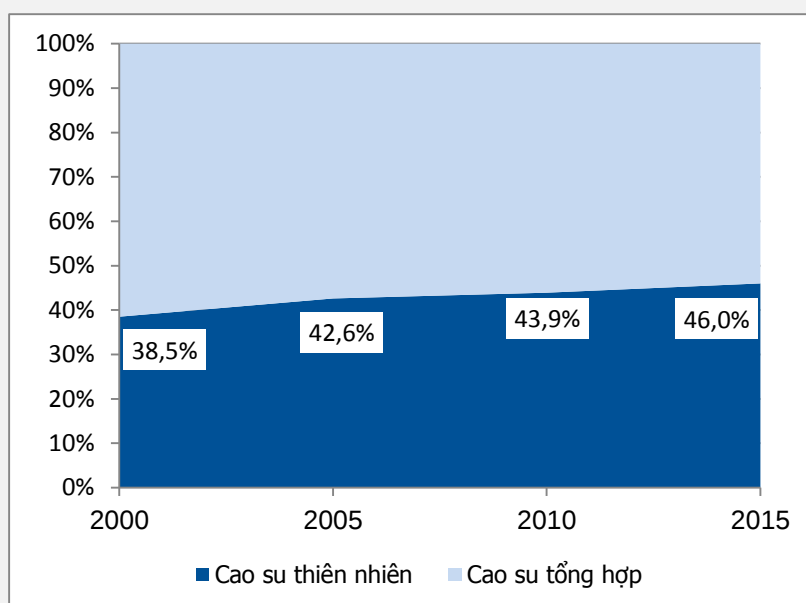
(Nguồn: Internet)

NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN THẾ GIỚI

➤ Cơ cấu sản phẩm cao su

Khuynh hướng của thế giới ngày nay là tiết kiệm năng lượng hóa thạch bằng sản phẩm tái sinh thiên nhiên, thân thiện môi trường. Vì vậy, cao su thiên nhiên có lợi thế do là sản phẩm thân thiện với môi trường. Ngoài ra, các công nghệ sản xuất lốp xe tiên tiến của các nước như Trung Quốc, Ấn độ hiện tại cũng sử dụng nhiều cao su thiên nhiên do tính chất cơ học tốt và độ bền cao. Tỷ trọng sản phẩm cao su thiên nhiên trong những năm gần đây có xu hướng tăng dần so với cao su tổng hợp. Tỷ trọng cao su thiên nhiên đã tăng từ mức 30% năm 1982 lên mức 38,5% năm 2000, tiếp tục tăng lên mức 46% trong năm 2015 và được dự báo sẽ tiếp tục tăng trong các năm tới.

Biểu 1: Cơ cấu sản phẩm cao su (Đơn vị: %)



(Nguồn: MBS tổng hợp)

➤ Sản xuất và tiêu thụ cao su thiên nhiên thế giới

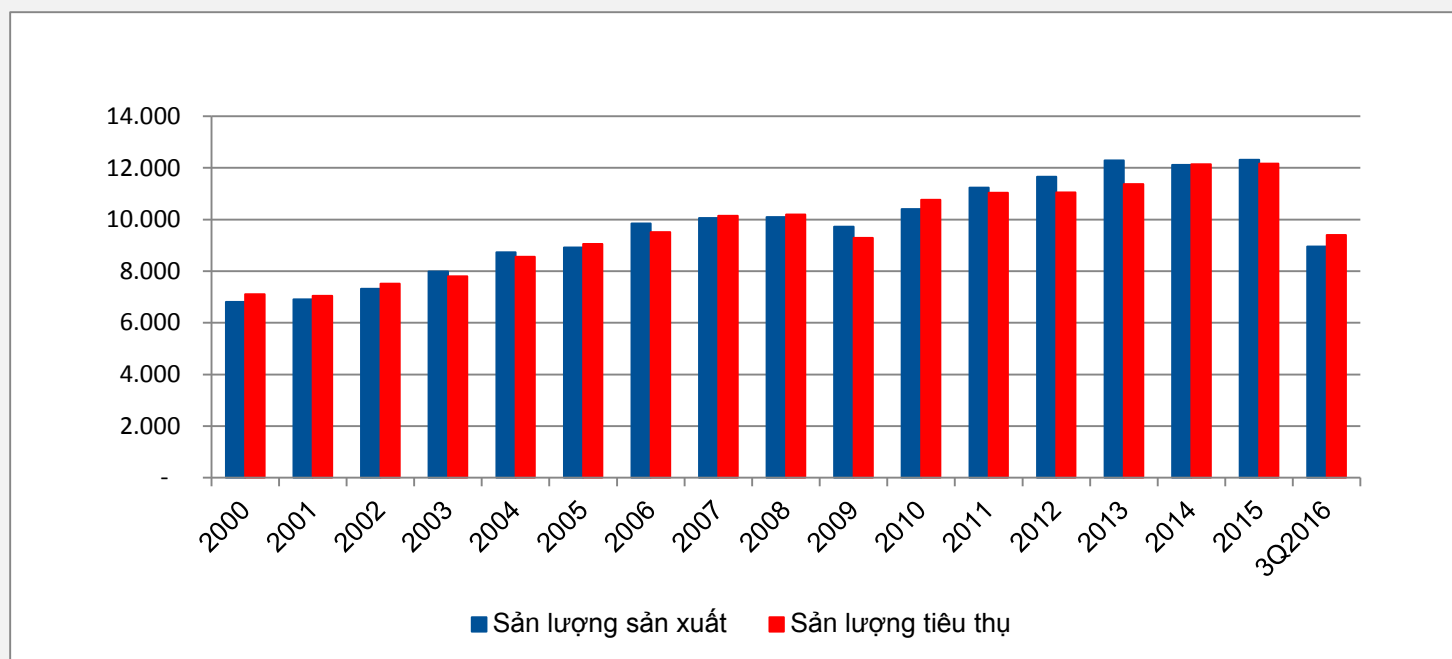
Cây cao su chịu ảnh hưởng lớn từ môi trường, thời tiết. Mặt hàng cao su thiên nhiên cũng chịu tác động của quy luật thị trường như các nông sản khác là khó điều tiết, nhất là khi doanh nghiệp, hộ nông dân và nguyên liệu cao su là cùng là một phần trong chuỗi cung ứng sản phẩm cao su toàn cầu.

Sản lượng sản xuất cũng như tiêu thụ cao su thiên nhiên thế giới đã có thời kỳ tăng trưởng ấn tượng gần gấp 2 lần trong vòng 15 năm qua. Sản lượng sản xuất có giai đoạn tăng trưởng tốt trong 6 năm liên tiếp từ 9,7 triệu tấn của năm 2009 lên mức 12,27 triệu tấn năm 2013 (tăng 26,3%). Kể từ năm 2014 tới năm 2016, đà tăng trưởng sản lượng bị chặn lại do hoạt động sản xuất mủ cao su gặp nhiều khó khăn. Ảnh hưởng của El Nino là mạnh nhất trong vòng 18 năm làm thay đổi mô hình thời tiết. Nhiều quốc gia như Indonesia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam phải trải qua thời tiết khô nóng bất thường, hạn hán xảy ra tại các khu vực sản xuất nông nghiệp trọng điểm trong đó có các vườn cây cao su đã làm giảm đáng kể năng suất mủ cao su. Ngoài ra, giá mủ cao su lại liên tục ở mức thấp khiến các doanh nghiệp và người nông dân không mặn mà với việc khai thác cũng là nguyên nhân cho sự suy giảm này. Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC), sản lượng cao su tự nhiên toàn cầu chỉ tăng 0,3% trong năm 2016 so với năm 2015 do năng suất suy giảm đáng kể. Lý do là Thái Lan – quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới đã đồn bỏ khoảng 160,000 ha diện tích trồng cao su làm giảm lượng cao su thiên nhiên của Thái Lan từ mức 4,4 triệu tấn xuống còn 3,9 triệu tấn năm 2015. Ngoài ra, Thái Lan cũng

chịu ảnh hưởng rất lớn từ hiện tượng thời tiết thời tiết La Nina gây mưa lũ lớn tại các tỉnh phía Nam – khu vực sản xuất cao su lớn nhất tại Thái, gây ra tình trạng ngập lụt trên diện rộng khiến nhiều vườn cây bị chết hoặc không thể tiến hành khai thác.

Sản lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên thế giới cũng chứng kiến mức tăng đều kể từ năm 2000 tuy nhiên bị chững lại trong năm 2015 do tăng trưởng kinh tế yếu kém của các quốc gia tiêu dùng cao su chủ chốt thế giới trong đó có Trung Quốc. Đối mặt với điều này, ANRPC trong năm 2016 đã ra lời kêu gọi các nước tăng nguồn cung cho thị trường nội địa, các nước sản xuất xuất khẩu cao su tự nhiên dần chuyển thành các nước tiêu thụ cao su lớn. Sản lượng tiêu thụ 3 quý đầu năm 2016 đã tăng trở lại đạt 9,40 triệu tấn, cao hơn sản lượng sản xuất 450,000 tấn. Tiêu thụ cao su toàn cầu tăng ít hơn 4% trong năm 2016 trong khi tăng 8,3% tại Thái Lan, 12,4% tại Indonesia và 17,6% tại Việt Nam.

Biểu 2: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ cao su thiên nhiên thế giới (Đv: 1,000 tấn)

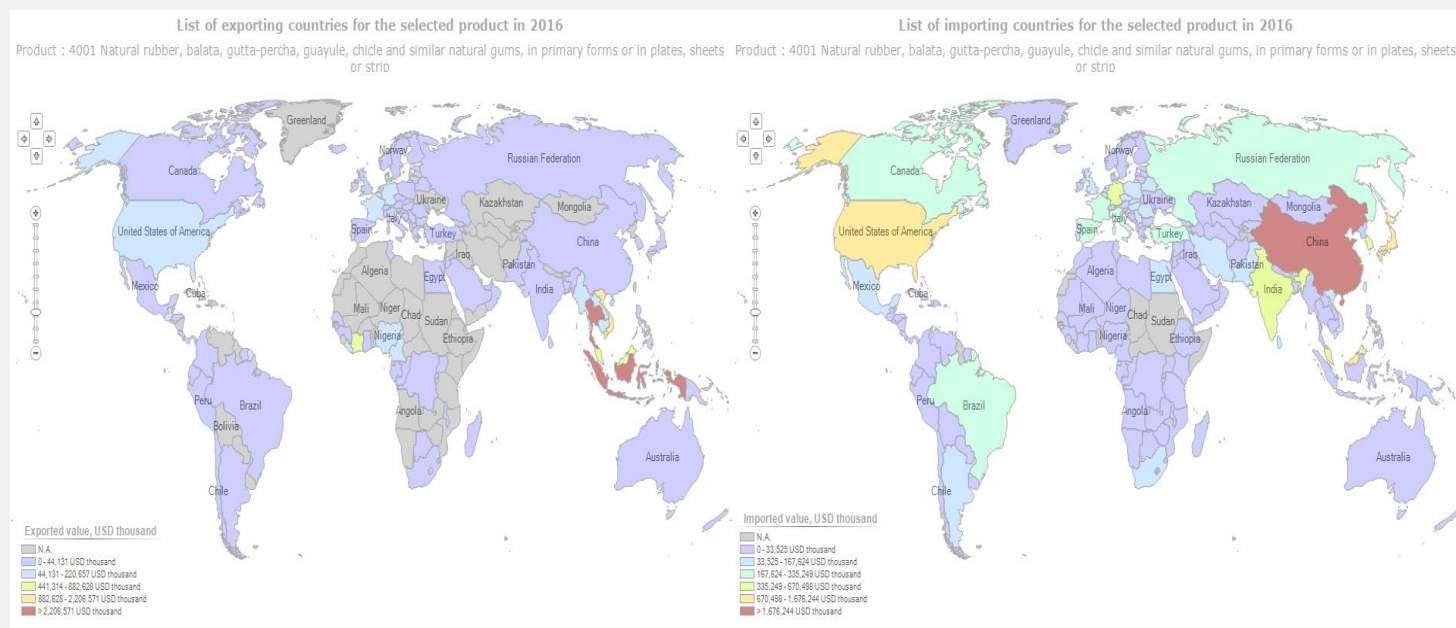


(Nguồn: IRSG)

Điểm nhấn về cung – cầu là trong các năm từ 2011-2013, sản lượng sản xuất luôn cao hơn sản lượng tiêu thụ và sự chênh lệch ngày càng gia tăng dẫn đến đỉnh điểm dư thừa nguồn cung lên tới 863 nghìn tấn trong năm 2013. Lý do đến từ việc sản xuất cao su ồ ạt, không có định hướng trong giai đoạn 2002-2005 khiến tồn kho cao su thế giới gia tăng mạnh và gây áp lực tới mặt bằng giá cao su. Hiện nay, tình trạng dư cung này không còn xảy ra khi các nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới đã nhóm họp để kiểm soát tốt hơn nguồn cung và nhu cầu tại các nước tiêu thụ lớn như Trung Quốc và Mỹ tăng mạnh.

➤ **Xuất khẩu và nhập khẩu cao su thiên nhiên thế giới**

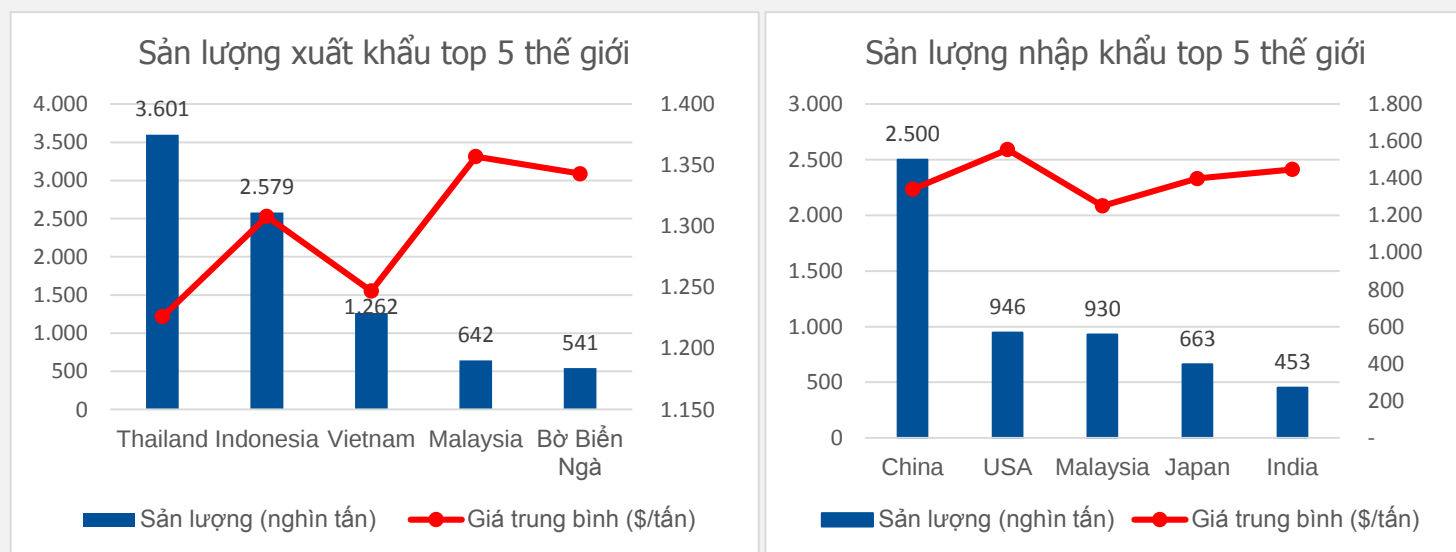
Biểu 3: Bản đồ kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu cao su thiên nhiên thế giới năm 2016 (Đơn: USD)



(Nguồn: ITC)

Năm 2016, kim ngạch xuất khẩu toàn cầu đạt 12,5 tỷ USD. Khu vực Đông Nam Á vẫn là khu vực sản xuất và xuất khẩu chính của cao su thiên nhiên. Top 5 các quốc gia có kim ngạch xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới bao gồm: Thái Lan, Indonesia, Việt Nam, Malaysia và Bồ Đào Nha. Trong đó, chỉ riêng Thái Lan và Indonesia đã đạt 7,7 tỷ USD, chiếm đến 65% tổng kim ngạch xuất khẩu thế giới. Về nhập khẩu, các quốc gia như Trung Quốc, Mỹ, Malaysia, Nhật Bản và Ấn Độ tiếp tục là các quốc gia hàng đầu nhập khẩu cao su thiên nhiên. Trung Quốc, quốc gia có ngành công nghiệp ô tô lớn nhất thế giới tiếp tục đứng đầu với 3,3 tỷ USD, chiếm 26,7% tổng kim ngạch nhập khẩu thế giới. Đứng thứ 2 và thứ 3 lần lượt là Mỹ (1,4 tỷ USD) và Malaysia (1,1 tỷ USD).

Biểu 4: Sản lượng xuất khẩu và nhập khẩu cao su thiên nhiên thế giới top 5 quốc gia đứng đầu năm 2016



(Nguồn: ITC, MBS tổng hợp)

4 trong 5 quốc gia có sản lượng xuất khẩu cao nhất đều thuộc khối Asean, bao gồm: Thái Lan, Indonesia, Việt Nam, Malaysia, đại diện còn lại là Bồ Đào Nha. Trong đó, Thái Lan là quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên đứng đầu với sản lượng chiếm khoảng 1/3 sản lượng cao su trên toàn thế giới. Về tiêu thụ, các quốc gia nhập khẩu cao su thiên nhiên hàng đầu là Trung Quốc, Mỹ, Malaysia, Nhật Bản, và Ấn Độ. Chiếm tới 73% tổng sản lượng nhập khẩu thế giới.

Với diễn biến cao su giảm mạnh trong những năm gần đây và diện tích cao su tiểu điền chiếm trên 90%, ba nước xuất khẩu cao su thiên nhiên hàng đầu gồm Thái Lan, Indonesia và Malaysia đã phải thành lập Hội đồng Cao su quốc tế ba bên (ITRC) nhằm bảo vệ giá cho dân trồng cao su và ngăn chặn giá giảm sâu bằng nguồn vốn từ Chính phủ để mua trữ cao su. Chính phủ của các nước ITRC đã thống nhất việc thực hiện thỏa thuận hạn mức xuất khẩu (AETS), cắt giảm 615.000 tấn cao su thiên nhiên xuất khẩu trong năm 2016. Các doanh nghiệp sản xuất cao su và lốp xe cũng đang được thúc đẩy phát triển tại Thái Lan, Indonesia, Việt Nam và Malaysia. Các chính sách công nghiệp tại Thái Lan, Indonesia, Malaysia và Việt Nam cũng đang tập trung vào thu hút đầu tư phát triển chế biến cao su ở để gia tăng chuỗi giá trị.

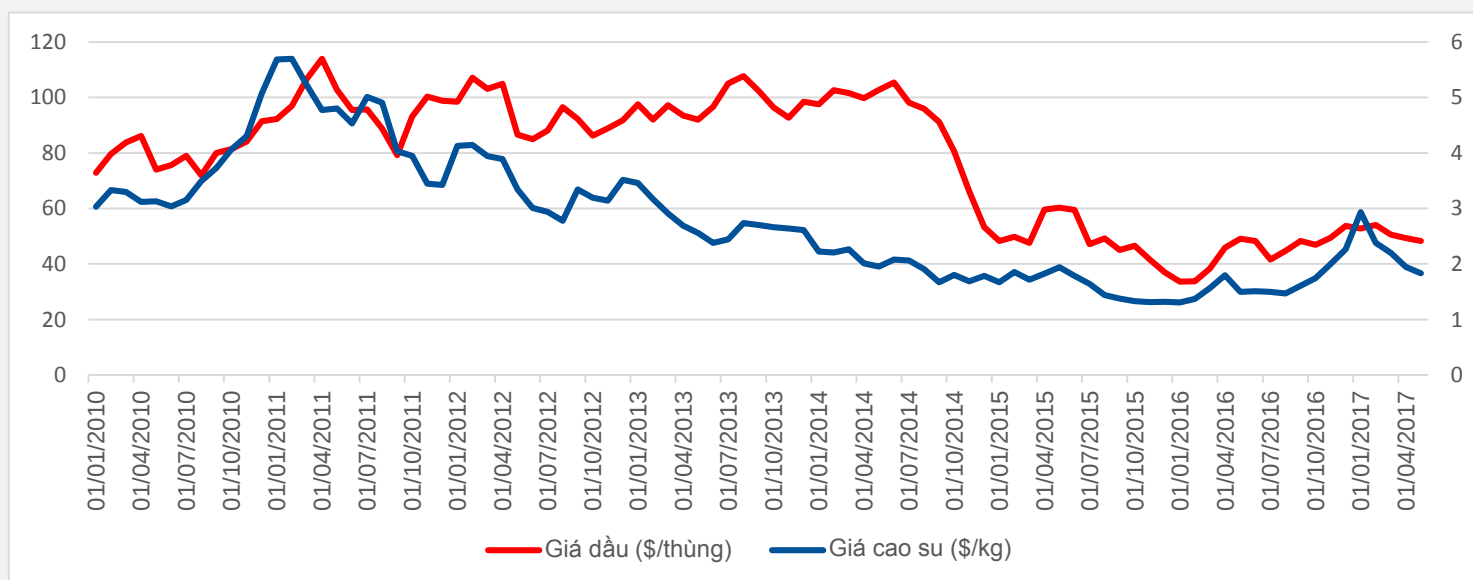
➤ Giá cao su thiên nhiên thế giới và các yếu tố ảnh hưởng

Giá cao su thiên nhiên thế giới đã giảm mạnh kể từ năm 2011 và chỉ mới phục hồi trở lại trong năm 2016. Nguyên nhân chính vẫn là hiện tượng cung vượt quá cầu, tồn kho cao su tại các quốc gia sản xuất lớn ở mức cao. Ngoài ra, kinh tế thế giới trong năm 2014, 2015 cũng có nhiều bất ổn như: Giá dầu giảm mạnh, bong bóng bất động sản và thị trường chứng khoán tại Trung Quốc... Tại sàn giao dịch hàng hóa Tokyo, Nhật Bản (TOCOM), giá cao su RSS3 đã có mức giảm 80% giá trị từ 6,1\$/kg xuống mức 1,2\$/kg chỉ trong vòng 5 năm.

Xu hướng giá cao su thiên nhiên chịu tác động bởi các yếu tố:

- **Ảnh hưởng bởi giá dầu:** Chúng tôi nhận định, giá cao su thiên nhiên có xu hướng đồng pha với giá dầu. Giá cao su tự nhiên bị ảnh hưởng lớn từ giá dầu thế giới giảm mạnh khiến giá cao su tổng hợp (một chế phẩm từ dầu) cũng giảm giá theo. Trong năm 2014 và 2015, cao su tự nhiên phải cạnh tranh với cao su tổng hợp cả về giá và sản phẩm thay thế, khi cao su tổng hợp được lựa chọn là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên trong phân khúc lốp xe cỡ nhỏ.

Biểu 5: Giá dầu và giá cao su thiên nhiên năm 2010-2017



(Nguồn: Bloomberg)

- **Ảnh hưởng của dao động tiền tệ:** Sự thay đổi của các tỷ giá hối đoái tại nước sản xuất hay tiêu thụ cao su lớn trên thế giới có thể ảnh hưởng trực tiếp hoặc gián tiếp đến giá cao su. Ảnh hưởng trực tiếp bắt nguồn từ thực tế cao su thiên nhiên thường được mua từ một quốc gia bằng đồng tiền xác định để sử dụng hoặc bán lại sang một quốc gia khác bằng một đồng tiền khác. Bất kỳ sự thay đổi về giá trị các tỷ giá hối đoái có thể ảnh hưởng đến giá cao su tại quốc gia mua mà không có sự thay đổi về giá ở các nước sản xuất. Ảnh hưởng gián tiếp bắt nguồn từ hoạt động giao dịch chênh lệch và nhu cầu đầu cơ mà có thể là đầu cơ về hàng hóa hoặc đầu cơ về giao dịch ngoại hối. Do cao su giao dịch bằng đồng Yên nên giá cao su cũng chịu áp lực từ đồng Yên trong giai đoạn đồng Yên tăng mạnh mẽ so với đồng đô la Mỹ. Đồng Yên tăng sẽ khiến tài sản mua bằng đồng Yên Nhật đắt hơn so với tiền tệ khác.
- **Ảnh hưởng bởi cung – cầu:** Khác với các yếu tố ảnh hưởng trên chỉ có tác động trong ngắn hạn, ảnh hưởng bởi cung cầu sẽ là yếu tố quyết định, chi phối giá cao su trong dài hạn. Giá cao su trong những năm qua giảm mạnh đến từ nguồn cung gia tăng mạnh và lặn át cầu tiêu thụ. Giá cao su trong thời gian tới có lên bền vững hay không sẽ phụ thuộc vào việc cắt giảm sản lượng khai thác của các nước xuất khẩu và đến từ nhu cầu sử dụng của Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới.

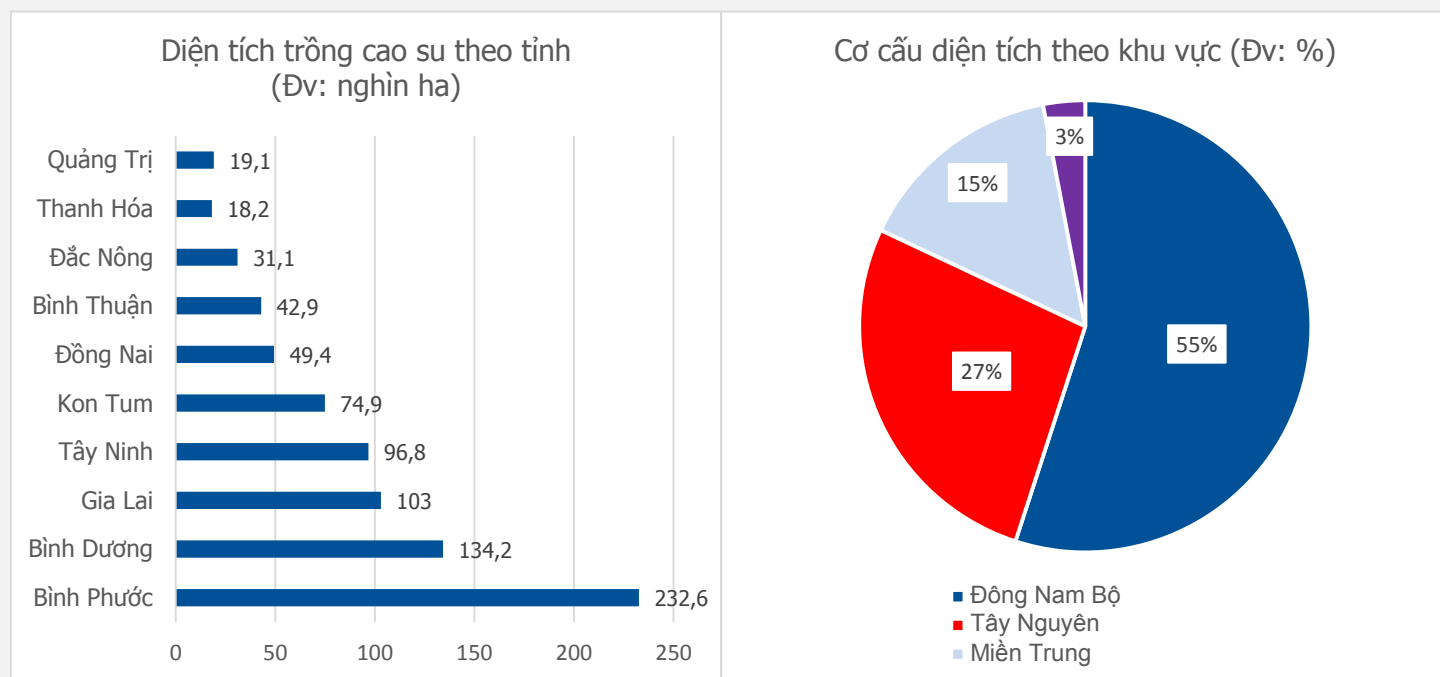
NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN VIỆT NAM

Cây cao su bắt đầu được trồng tại Việt Nam từ cuối thế kỷ 19 bởi những người Pháp, tập trung tại các tỉnh Đông Nam Bộ. Kể từ sau năm 1975, cao su được trồng với quy mô lớn, bao phủ khắp cả nước. Cây cao su nhanh chóng trở thành cây công nghiệp chủ lực và là một trong 3 ngành nông nghiệp đóng góp lớn nhất vào kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam. Bộ Nông Nghiệp và Phát triển Nông thôn (NN&PTNT) là cơ quan của Chính phủ chịu trách nhiệm quy hoạch các vùng trồng đồng thời xây dựng các cơ chế chính sách để hỗ trợ thực hiện.

➤ Diện tích cây cao su tại Việt Nam

Theo Bộ NN & PTNN, kể từ năm 2006 đến 2013, tổng diện tích cao su tăng đều qua các năm. Chỉ riêng năm 2014 và 2015 diện tích cao có xu hướng giảm khoảng 7% so với 2013. Điều này phản ánh tình trạng trồng cao su ồ ạt trong suốt thời gian dài và bắt đầu hạn chế trong những năm gần đây khi giá cao su xuống thấp. Năm 2016, tổng diện tích cao su tại Việt Nam năm 2016 đạt 976,4 nghìn ha, giảm gần 1% so với cùng kỳ. Diện tích cây cho mủ đạt mức 618 nghìn ha, tăng 3% so với năm 2015, tỷ trọng diện tích cây cho mủ ở mức 63,3%.

Biểu 6: Diện tích cây cao su năm 2014

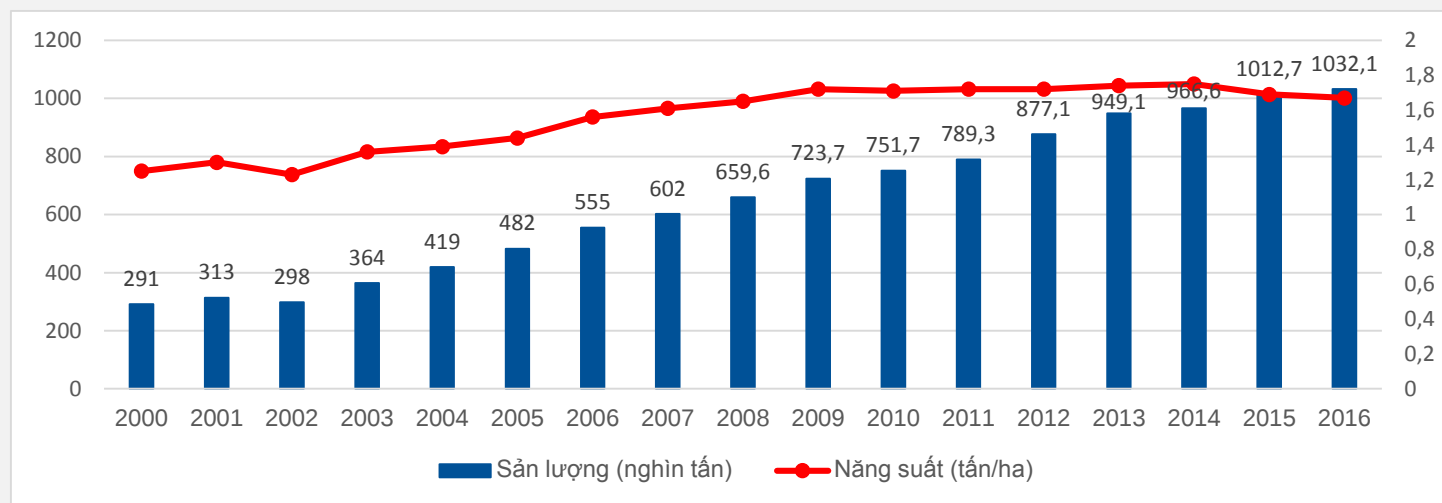


(Nguồn: Bộ NN&PTNT)

Cây cao su hiện vẫn được trồng chủ yếu tại khu vực Đông Nam Bộ với khoảng 540 ha, chiếm tới 55% diện tích cả nước. Khu vực Tây Nguyên đứng thứ 2 với 259 nghìn ha, chiếm 27%, các khu vực miền Trung và trung du miền núi phía Bắc chiếm tỷ trọng lần lượt 15% và 3%. 5 địa bàn có diện tích trồng cao su lớn nhất là Bình Phước (232,6 nghìn ha), Bình Dương (134,2 nghìn ha), Gia Lai (103 nghìn ha), Tây Ninh (96,8 nghìn ha) và Kon Tum (74,9 nghìn ha).

➤ Sản lượng và năng suất cao su thiên nhiên tại Việt Nam

Biểu 7: Sản lượng và năng suất cao su thiên nhiên Việt Nam từ 2000-2016



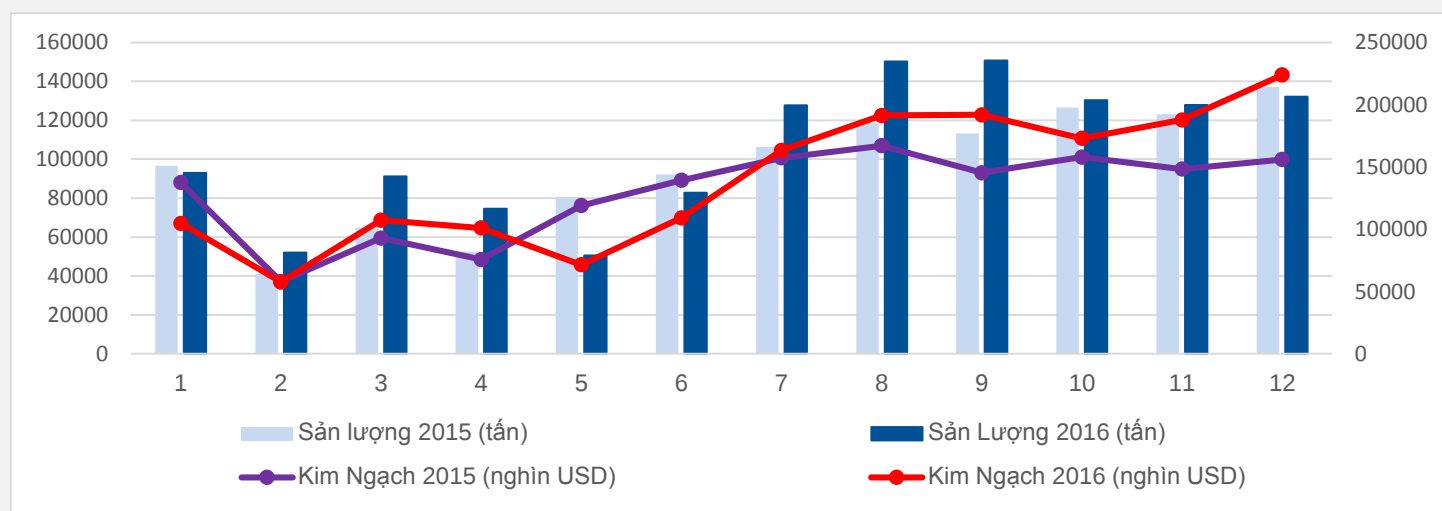
(Nguồn: Bộ NN&PTNT)

Sản lượng cao su tại Việt Nam có xu hướng tăng đều từ 298 nghìn tấn năm 2002 lên 1,03 triệu tấn trong năm 2016. Trong vòng 14 năm, sản lượng cao su Việt Nam đã tăng gấp 3,5 lần. Tính riêng giai đoạn 10 năm từ 2006-2016, tốc độ tăng trưởng bình quân mỗi năm đạt 6,45%. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đang có dấu hiệu chững lại thời gian gần đây. Năm 2016, sản lượng cao su chỉ tăng 1,9% so với cùng kỳ, thấp hơn rất nhiều mức bình quân 10 năm do sự suy giảm tỷ trọng diện tích cao su cho mủ.

Năng suất cao su của Việt Nam cũng có xu hướng tăng trong 15 năm qua kể từ mức 1,25 tấn/ha năm 2000 lên mức cao nhất đạt 1,75 tấn/ha năm 2014. Năng suất bắt đầu giảm trong 2 năm gần đây do thiên tai, dịch bệnh hoành hành và tỷ trọng cây già có xu hướng tăng lên. Năm 2016, năng suất đạt 1,67 tấn/ha, giảm 1,05% so với năm 2015. Mặc dù vậy, Việt Nam vẫn là quốc gia có mức năng suất cao su tốt nhất thế giới (năng suất trung bình thế giới ở mức 1,1 tấn/ha).

➤ Xuất khẩu cao su thiên nhiên

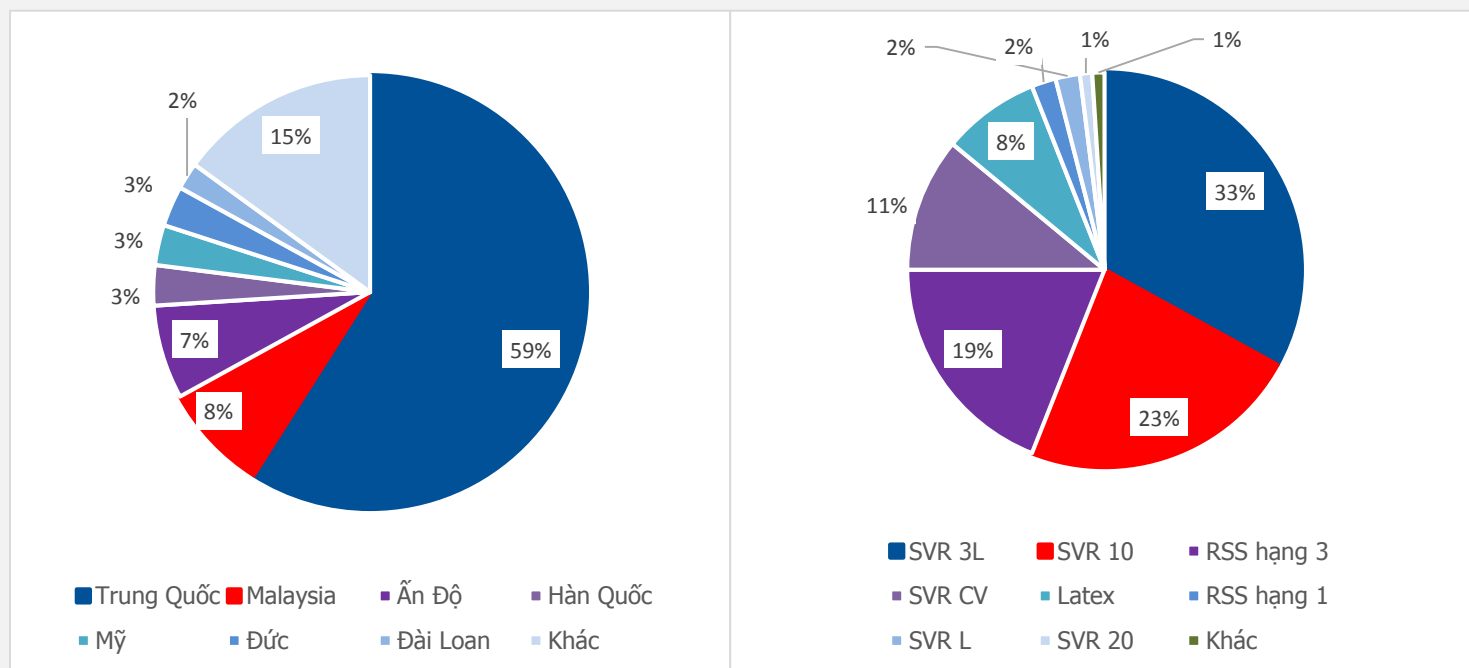
Biểu 8: Sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cao su thiên nhiên Việt Nam theo tháng



(Nguồn: Tổng cục Hải Quan)

Theo Tổng cục Hải Quan, xuất khẩu cao su thiên nhiên năm 2016 của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng, đạt 1,25 triệu tấn với giá trị 1,67 tỷ USD, tăng 10,3% về lượng và 9,2% về giá trị so với cùng kỳ. Tính mùa vụ được thể hiện khá rõ khi sản lượng và kim ngạch xuất khẩu từ tháng 2- tháng 5 luôn ở mức thấp. Đây là thời điểm cây cao su rụng lá, ít ra mủ vì vậy năng suất khai thác ở mức thấp. Mặc dù sản lượng xuất khẩu ở mức ổn định đi ngang nhưng kim ngạch xuất khẩu trong 2 tháng cuối năm 2016 tăng 30% do giá cao su cuối năm 2016 phục hồi tăng mạnh.

Biểu 9: Thị phần sản lượng xuất khẩu và tỷ trọng sản phẩm xuất khẩu cao su thiên nhiên Việt Nam năm 2016 (Đơn vị: %)



(Nguồn: Tổng cục Hải Quan)

Do thị trường tiêu thụ trong nước còn nhỏ, phần lớn cao su Việt Nam dùng để xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu của cao su Việt Nam đa dạng với hơn 70 thị trường. Trong đó, Trung Quốc là thị trường lớn nhất với 743 nghìn tấn chiếm 59,2%, đạt giá trị 994,1 triệu USD. Tiếp đến là các thị trường Malaysia (8%) và Ấn Độ (6,9%), các thị trường khác như Mỹ, Hàn Quốc, Đức chiếm tỷ trọng nhỏ ở mức 3%. Nhìn chung, cầu tiêu thụ cao su của Việt Nam vẫn chịu tác động rất lớn từ Trung Quốc. Trung Quốc là nhà nhập khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới, mặc dù Thái Lan cũng có tỷ trọng xuất khẩu lên tới 40% vào thị trường này tuy nhiên không chịu ảnh hưởng lớn như Việt Nam. Việt Nam hoàn toàn phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc do cơ cấu sản phẩm của cao su. Phần lớn, sản phẩm cao su của Việt Nam có chất lượng không cao do chủng loại sản phẩm phổ thông, chủ yếu là SVR 10, SVR 3L chiếm đến 55% sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam. Đây là những loại mủ sơ chế, không đòi hỏi kỹ thuật chế biến nhiều và được sử dụng để sản xuất sản phẩm lốp xe phổ thông. Thị trường xuất khẩu các sản phẩm này chủ yếu là Trung Quốc, vốn không đòi hỏi cao về chất lượng sản phẩm.

Việt Nam xếp thứ 3 thế giới về xuất khẩu mủ cao su thiên nhiên và đứng đầu về năng suất vườn cây. Vì vậy, ngành cao su Việt Nam cần có chiến lược giảm tỷ lệ xuất khẩu thô, tăng cường phục vụ thị trường nội địa, giảm nhập khẩu nguyên liệu trong lĩnh vực công nghiệp chế biến cao su, từng bước cơ cấu lại ngành cao su theo hướng chế biến sâu thông qua chuyển đổi chủng loại cao su thiên nhiên, phương thức sản xuất, tăng cường chế biến sâu, điều này sẽ giúp Việt Nam gia tăng giá trị xuất khẩu, giảm sự phụ thuộc vào Trung Quốc.

TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU THIÊN NHIÊN

Báo cáo Triển vọng kinh tế toàn cầu của IMF dự báo tiềm năng tăng trưởng cao của ngành sản xuất lắp ráp ô tô thế giới trong các năm tới. Trong đó, ngành công nghiệp ô tô Trung Quốc đang có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ, trong khi dự trữ cao su tại cảng Chengdu của Trung Quốc đã giảm đáng kể (cảng này chiếm khoảng 70% lượng cao su NK của Trung Quốc). Việc này sẽ đẩy nhu cầu NK cao su của Trung Quốc gia tăng. Bên cạnh đó, bản thân ngành cao su Việt Nam cũng đang có những thay đổi quan trọng. Năm 2016 đánh dấu cột mốc quan trọng của ngành cao su Việt Nam khi lần đầu tiên nhận hiệu chứng nhận "Cao su Việt Nam" (Viet Nam Rubber) được công bố chính thức (VRA là chủ sở hữu). Kể từ năm 2017, nhãn hiệu chứng nhận "Cao su Việt Nam" được sử dụng trên tất cả các sản phẩm cao su Việt Nam mà DN cam kết đạt quy chuẩn, tiêu chuẩn về chất lượng và các lĩnh vực khác liên quan đang áp dụng trong ngành cao su Việt Nam.

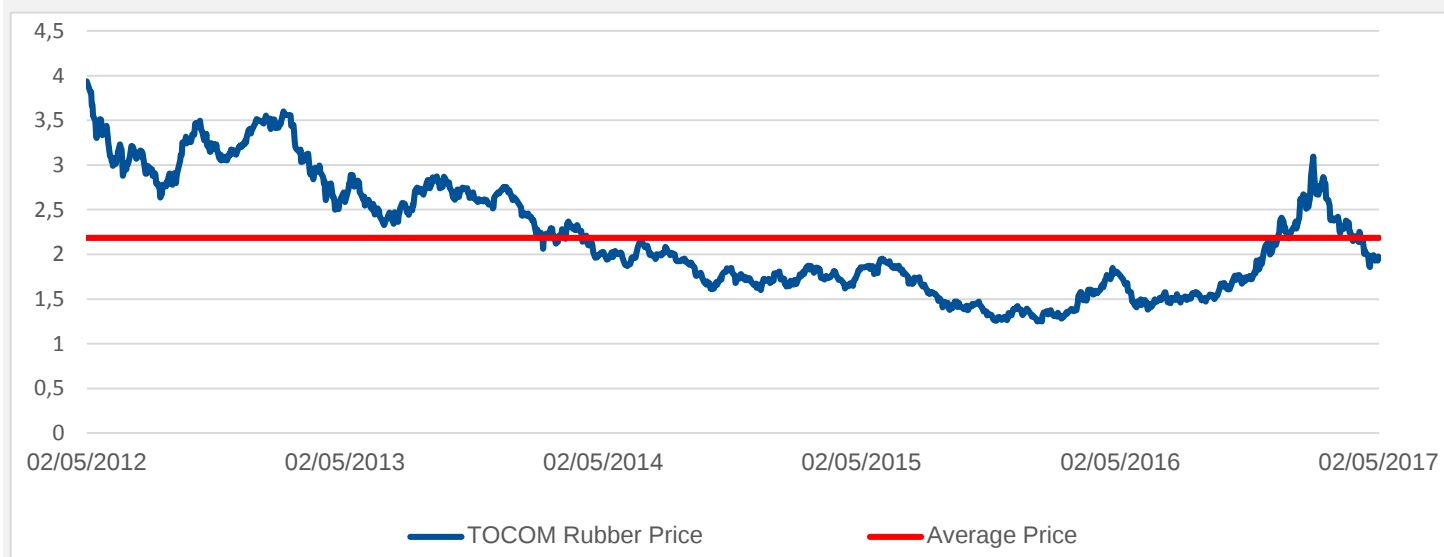
Ông Trần Ngọc Thuận - Tổng Giám đốc VRG, cho rằng: "Trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt, ngành cao su trong nước còn nhiều khó khăn do chất lượng sản phẩm chưa đồng đều, chưa có thương hiệu chung cho ngành, việc đưa vào sử dụng nhãn hiệu chứng nhận "Cao su Việt Nam" sẽ là "đòn bẩy" nâng cao năng lực cạnh tranh, uy tín của DN Việt Nam trên thị trường quốc tế.

Rõ ràng, cao su Việt Nam đang đứng trước cơ hội lớn trong năm 2017. Tuy nhiên, thực tế cho thấy giá trị xuất khẩu cao su Việt Nam vẫn còn ở mức thấp, thực tế này đòi hỏi các doanh nghiệp Việt Nam cần đầu tư mạnh hơn vào công nghiệp chế biến, mở rộng mối quan hệ khách hàng mới, tăng cường triển lãm quốc tế để gây dựng hình ảnh.

➤ Giá cao su thiên nhiên

Giá cao su thiên nhiên sau khi tạo đáy năm 2016 tại 1,1 \$/kg đã tăng nóng vượt mức 3\$/kg trong thời gian qua. Hiện nay giá cao su đã hạ nhiệt và đang dao động quanh đường trung vị 5 năm tại 2,18 \$/kg. Chúng tôi dự báo, giá cao su ít có khả năng giảm trong thời gian tới do tình hình thời tiết khắc nghiệt, năng suất suy giảm. Nhu cầu tiêu thụ đang tăng lên khi Mỹ đã gỡ bỏ lệnh chống bán phá giá với lốp xe tải của Trung Quốc. Doanh số ô tô tại Trung Quốc cao hơn kỳ vọng khiến các nhà phân tích nhận định ngành ô tô của Trung Quốc sẽ lấy lại tốc độ tăng trưởng. Ngoài ra, những chính sách kích thích của tổng thống Mỹ Donald Trump và sự phục hồi của nền kinh tế châu Âu cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên tăng cao.

Biểu 10: Giá cao su thiên nhiên TOCOM 2012-2017 (\$/kg)



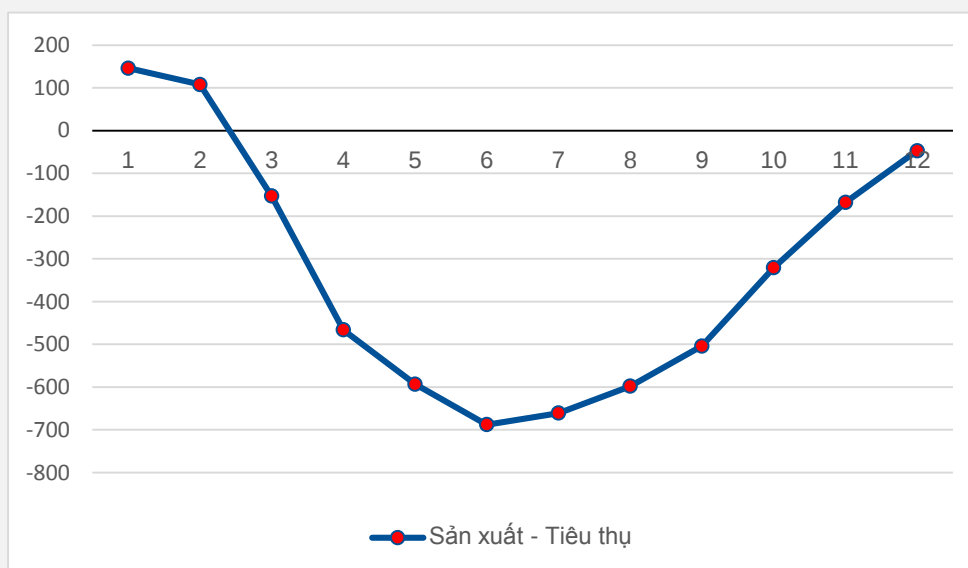
(Nguồn: Bloomberg)

➤ Diễn biến cung - cầu

Theo thông tin từ ANRPC (Hiệp hội các nước xuất khẩu cao su thiên nhiên thế giới), giá cao su thiên nhiên sẽ thiết lập một mặt bằng giá mới và khó có thể giảm lại trong thời gian tới do nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh. Số liệu dự phóng của ANRPC mới đây cho thấy, tình trạng dư cung đã chấm dứt kể từ tháng 3/2017 và thị trường sẽ bắt đầu rơi vào trạng thái hụt cung từ nay cho đến hết năm 2017. Lũy kế cả năm, ANRPC dự phóng sản lượng tiêu thụ sẽ ở mức 12,8 triệu tấn trong khi sản lượng sản xuất sẽ chỉ đạt 12,7 triệu tấn do sự suy giảm mạnh nguồn cung từ Thái Lan, quốc gia xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới.

Chúng tôi dự báo, giá cao su sẽ được giữ ở mức giá hiện tại và có khả năng tăng trở lại trong khoảng thời gian từ tháng 5 đến tháng 8 tới.

Biểu 11: Diễn biến Cung – Cầu cao su thiên nhiên TG năm 2017 (Đơn vị: nghìn tấn)



(Nguồn: ANRPC)

CÁC DOANH NGHIỆP NỔI TIẾNG TRONG NGÀNH

Biểu 12: Các chỉ tiêu cơ bản của các doanh nghiệp trong ngành

Chỉ tiêu tài chính	HRC	PHR	TNC	TRC	DPR	DRI
Vốn hóa (tỷ)	981,7	2.739,3	223,3	835,9	1.713,3	871
Doanh thu (tỷ)	85,4	1.179	58,7	350,3	855,5	401
Lợi nhuận trước thuế (tỷ)	11,4	253	23,6	82,1	190,2	28
Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	9,3	219,7	22,5	72,3	155,6	22
EPS (nghìn)	0,31	2,76	1,17	2,48	3,98	0,29
Book value (nghìn)	17,6	28,57	15,97	50	52,8	10,15
Gross margin	13,05	13,42	4,72	17,52	25,23	33,51
ROE	1,8	9,6	7,4	5,0	6,0	2,9
ROA	1,3	6,1	7,0	4,3	4,7	1,4
P/E	113,27	10,52	10,33	13	11,11	
P/B	1,98	1,01	0,76	0,65	0,67	

(Nguồn: MBS tổng hợp)

Xét về quy mô vốn hóa, PHR là doanh nghiệp lớn nhất trong ngành, tiếp theo là DPR, HRC, DRI và TRC. TNC có quy mô nhỏ so với các công ty còn lại.

DRI là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận biên cao nhất ngành. Biên lợi nhuận của các công ty khác nhau do cơ cấu sản phẩm và độ tuổi cây cao su khác nhau. TNC, HRC, PHR đều có tỷ lệ cây cao su già chiếm tỷ trọng cao trong khi cây của DPR và TRC vẫn đang trong độ tuổi có năng suất cao, riêng DRI có tỷ lệ cây trẻ bắt đầu bước vào giai đoạn năng suất cao nhất.

Các cổ phiếu cao su phần lớn có nền tảng cơ bản tốt, tuy nhiên mức định giá khá thấp so với thị trường chung. Mức định giá của các công ty cao su niêm yết đang ở mức PE 10.x và PB trong khoảng 0,6-1 (ngoại trừ HRC). Mức định giá thấp so với mặt bằng chung của thị trường (PE: 12,6x và PB: 1,8x) do rủi ro biến động giá cao su suy giảm liên tục trong những năm qua.

CƠ HỘI ĐẦU TƯ TRONG NGÀNH

Chúng tôi lựa chọn các cổ phiếu **TRC và DRI** là 2 cổ phiếu tiềm năng của ngành. Tiêu chí hàng đầu được lựa chọn trên cơ sở nội tại và triển vọng sắp tới của các doanh nghiệp. Đây đều là các doanh nghiệp này có tình hình tài chính lành mạnh, triển vọng năng suất và biên lợi nhuận cao nhất ngành.

CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC)

Báo cáo cập nhật 29/06/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	36.100
Tiềm năng tăng giá	25,8%
Cổ tức (VND)	1.500

Thông tin cổ phiếu 29/06/2017

Giá hiện tại (VND)	28.700
Số lượng CP niêm yết	30.000.000
Số lượng CP lưu hành	29.125.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	841,7
Khoảng giá 52 tuần	20.800-34.000
KLGD TB 13 tuần	168.267
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Biến động giá trong 6 tháng



Liên hệ

Trần Trọng Đức
Chuyên viên phân tích
Email: duc.trantrong@mbs.com.vn
Tel: +84 949 910 675

Triển vọng tăng trưởng mạnh nhờ giá cao su

- Mặc dù còn gặp nhiều khó khăn nhưng kết quả kinh doanh năm 2016 của TRC vẫn khả quan, vượt kế hoạch được giao.
- Bỏ phiếu thay đổi kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2016 từ 10% lên mức 15%
- Thông qua kế hoạch kinh doanh 2017 tăng trưởng tốt tuy nhiên vẫn chưa phản ánh hết triển vọng của doanh nghiệp

Chúng tôi đánh giá giai đoạn khó khăn nhất đối với TRC đã qua, cổ phiếu TRC xứng đáng được định giá lại ở mức hợp lý hơn. Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là 36.100 đồng/cp.

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	350,4	479,8	489,6	529,0	775,0
Lợi nhuận	69,6	118,6	120,5	128,0	161,2
EPS (VND)	2.484,0	4.071,4	4.136,3	4.395,8	5.534,0
P/E (lần)	12,5	7,0	6,9	6,5	5,2

Nguồn: BCTC TRC và MBS dự phóng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu TRC của CTCP Cao su Tây Ninh với mức giá mục tiêu 36.100 VND/cổ phiếu, cao hơn 25,8% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Giá cao su được dự báo tiếp tục khả quan trong năm 2017** do tình hình thời tiết khắc nghiệt, nguồn cung suy giảm. Nhu cầu tiêu thụ cũng đang tăng lên khi Mỹ đã gỡ bỏ lệnh cấm bán phá giá với lốp xe tải của Trung Quốc, ngành ô tô của Trung Quốc được kỳ vọng lấy lại tốc độ tăng trưởng, cùng những chính sách kích thích của tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng nhanh hơn trong thời gian tới.
- **TRC tập trung vào mảng sản phẩm cao cấp có biên lợi nhuận cao** như Latex, CV 50,60 chiếm 60% sản lượng
- **TRC được hưởng mức thuế ưu đãi nhất** trong các doanh nghiệp cùng ngành: 12.5% cho thuế TNDN từ trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác so với 18% của DPR và 17.7% của PHR.
- **Dự án vườn cây cao su tại Campuchia** là động lực cho sự tăng trưởng trong dài hạn của TRC. Dự án hiện vẫn đang trong giai đoạn kiến thiết nhưng sẽ giúp TRC tăng gấp đôi quy mô khi đi vào hoạt động kể từ năm 2019.
- **Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của TRC trong năm 2017 lần lượt là 479,8 tỷ đồng (+36,9% YoY) và 118,6 tỷ đồng (+70,4% YoY) với giá cao su năm 2017 giả định ở mức 50 triệu đồng/tấn.** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 4.071 VND/cp, tương đương với mức P/E 8,8 lần.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ Phần Cao Su Tây Ninh (TRC) tiền thân là đồn điền cao su của Pháp:

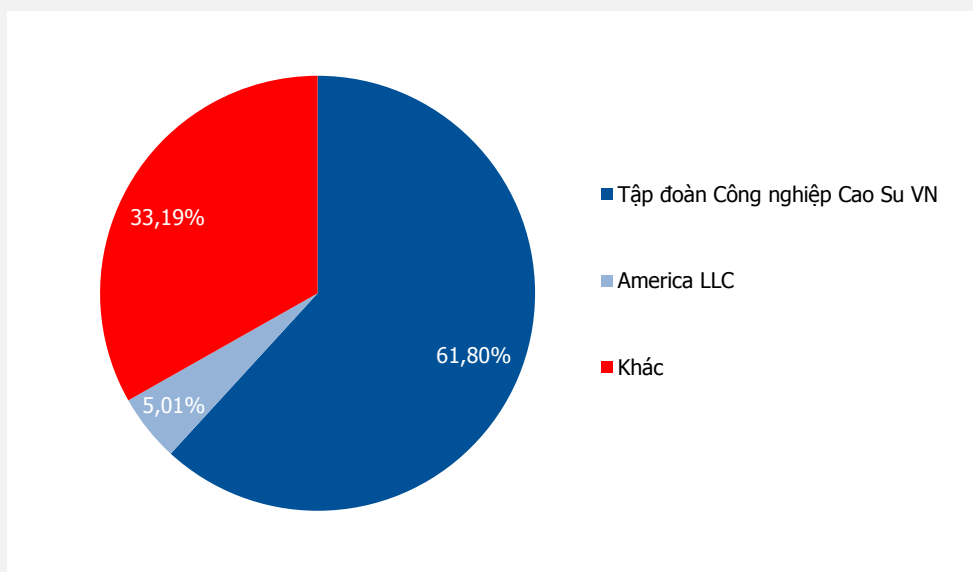
- Tháng 4 năm 1945 được cách mạng tiếp quản lấy tên là Nông Trường Quốc doanh Cao Su Tây Ninh.
- Năm 1981, Nông trường được nâng cấp lên thành Công ty lấy tên là Công ty Cao Su Tây Ninh.
- Ngày 27/03/1987, Tổng Cục Cao Su Việt Nam ký quyết định chuyển Công ty Cao Su Tây Ninh thành Xí Nghiệp Liên Hợp Cao Su Tây Ninh
- 04/03/1993 được Bộ Nông Nghiệp và Công Nghiệp Thực Phẩm ký quyết định chuyển Xí Nghiệp Liên Hợp Cao Su Tây Ninh thành Công ty Cao Su Tây Ninh.
- 27/05/2004: Công ty chuyển sang hoạt động theo hình thức TNHH một thành viên.
- 28/12/2006: Công ty chuyển sang mô hình cổ phần với vốn điều lệ 300 tỷ đồng.
- 24/07/2007: Cổ phiếu TRC của công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE.
- Năm 2012: Công ty triển khai dự án trồng cây cao su tại Campuchia.

Công ty hoạt động trong lĩnh vực khai thác, chế biến và kinh doanh cao su thiên nhiên. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của TRC là trồng và thu hoạch mủ cây cao su để chế biến và xuất khẩu. TRC là doanh nghiệp có diện tích trồng cao su ở mức trung bình, đứng thứ 3 trong các doanh nghiệp cao su niêm yết nhưng có năng suất và hiệu quả thuộc nhóm tốt nhất trong ngành.

Cơ cấu cổ đông

Số lượng cổ phiếu lưu hành của TRC hiện tại là 30 triệu cổ phiếu với cơ cấu cổ đông khá tập trung, tỷ lệ nắm giữ của các nhà đầu tư tổ chức lên tới 66.81%. Tập đoàn Công Nghiệp cao su Việt Nam (VRG) nắm giữ 61.8%. Các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chiếm khoảng 7.16%, trong đó Quỹ đầu tư America LLC là cổ đông lớn nắm giữ 5,01%.

Biểu 1 - Cơ cấu cổ đông



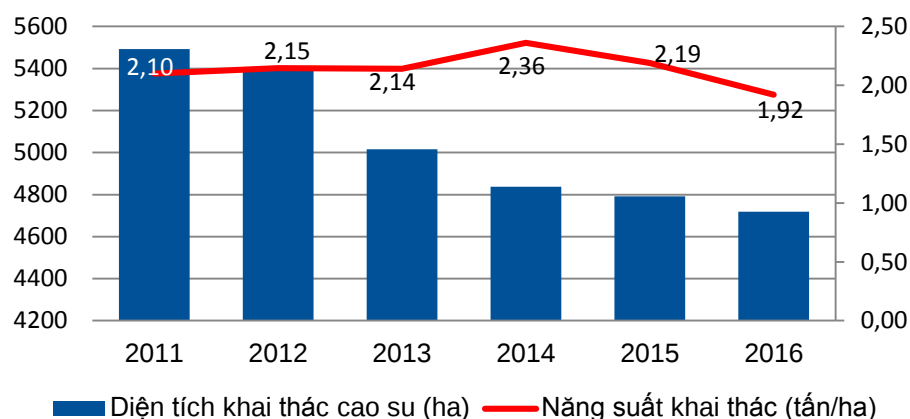
(Nguồn: TRC)

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA TRC

Năng suất thu hoạch cao nhờ vườn cây tối ưu

TRC hiện đang có 3 nông trường cao su trong giai đoạn khai thác là Gò Dầu, Bến Củi và Cầu Khởi với tổng diện tích đạt 7,300 ha, trong đó có 4,718.13 ha đang trong giai đoạn khai thác. So với các công ty thuộc Tập đoàn cao su Việt Nam (VRG) thì quy mô vườn cây của TRC khá khiêm tốn khi so với các Công ty lớn trong ngành nhưng nếu so sánh trong các doanh nghiệp niêm yết, TRC vẫn là doanh nghiệp có diện tích khai thác lớn thứ 3 chỉ sau PHR (14,900 ha) và DPR (10,050 ha).

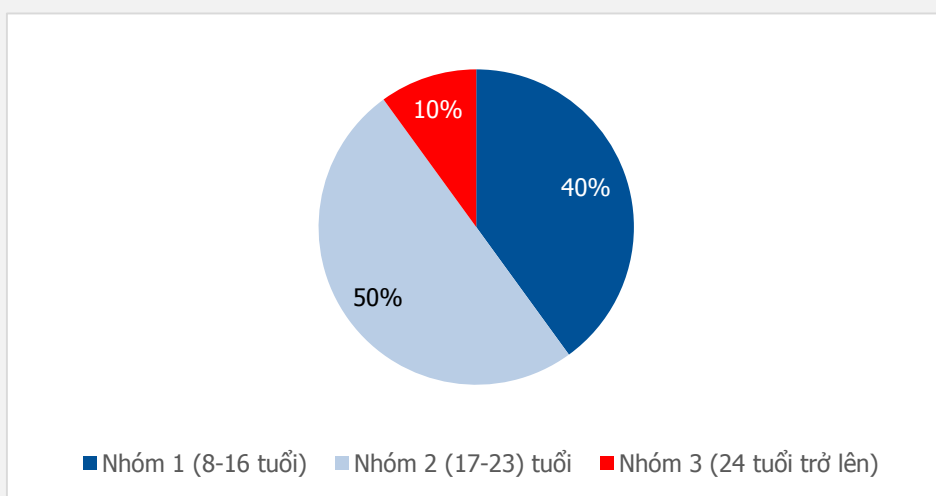
Biểu 2 - Tình hình khai thác cao su



(Nguồn: MBS tổng hợp)

Trong 5 năm qua, diện tích khai thác cao su giảm nhẹ do TRC đã tiến hành chặt bỏ cây già để trồng mới. Dự kiến, mỗi năm TRC sẽ thanh lý từ 200-300 ha để tái canh trồng mới, sau khoảng 5 năm sẽ khai thác trở lại. Diện tích khai thác sẽ giữ ở mức ổn định 4.500-5.000 ha trong năm 2017 và 2018 trước khi dự án vườn cây cao su tại Campuchia đi vào khai thác năm 2019. Năng suất thu hoạch cao su mặc dù đã có giảm từ 2,36 tấn/ha xuống 1,92 tấn/ha nhưng vẫn ở mức cao nhất ngành do giống cây tốt và cơ cấu vườn cây tối ưu. Mức năng suất thu hoạch giảm do thời gian qua TRC đã cắt giảm nhân công khi giá cao su giảm giá. Trong năm 2017, với kỳ vọng giá cao su tăng trở lại, TRC có thể dễ dàng đẩy năng suất thu hoạch trở lại mức 2 tấn/ha khi thay đổi chu kỳ cạo mủ và tăng nhân công.

Biểu 3 - Cơ cấu vườn cây theo nhóm tuổi



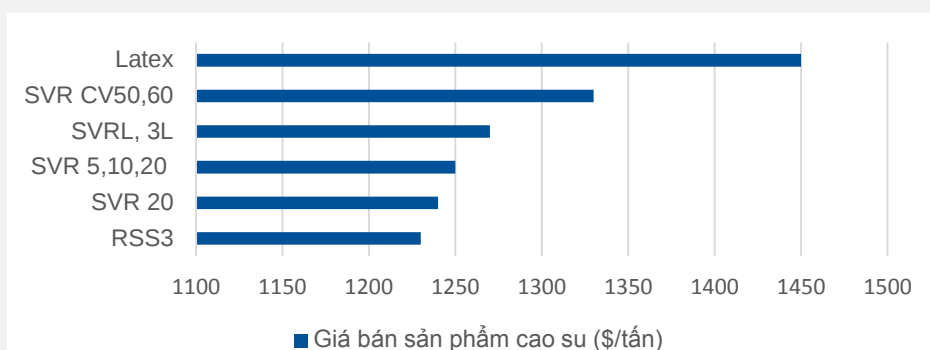
(MBS tổng hợp)

Vườn cây của TRC vẫn đang trong giai đoạn sung sức nhất với nhóm 1 (8-16 tuổi) và nhóm 2 (17-23) tuổi chiếm tỷ trọng lên tới 90% cơ cấu, đây là 2 nhóm tuổi cho năng suất cao. Trong 3 năm trở lại đây năng suất có dấu hiệu suy giảm, nguyên nhân do ảnh hưởng bởi thời tiết và giá cao su giảm mạnh. TRC buộc phải cắt giảm chi phí như giảm số lượng công nhân khai thác, nâng số ngày cạo mủ từ D3 lên D4 và cắt giảm bốn phần. Tuy nhiên, đây là vấn đề chung của các doanh nghiệp trong ngành, năng suất sẽ tăng trở lại khi giá cao su tăng trở lại.

Sản phẩm cao cấp và ít cạnh tranh

Sản phẩm của TRC bao gồm: Mủ nước latex, mủ khô cao cấp SVR CV50, SVR CV60 và các loại mủ khô SVR 3L, SVR10, SVR20 chuyên sử dụng làm nguyên liệu sản xuất lốp xe. Trong đó, mủ nước latex là sản phẩm thế mạnh của công ty, chiếm khoảng 50% sản lượng và 70% doanh thu. TRC có được vị thế trong sản phẩm này do công ty đã chủ động đầu tư công nghệ từ giai đoạn 1993-1994. Hiện nay, TRC đã xây dựng được hệ thống khách hàng lâu năm, thương hiệu mủ latex của TRC được đánh giá cao về chất lượng. Mủ latex có hàm lượng cao su cao, là sản phẩm cao cấp đáp ứng những tiêu chuẩn rất chặt chẽ của nhà sản xuất về chất lượng, màu sắc, là nguyên liệu dùng để sản xuất các sản phẩm đặc biệt đòi hỏi độ tinh khiết cao như găng tay y tế, nệm, bao cao su, cao su tiêu dùng.

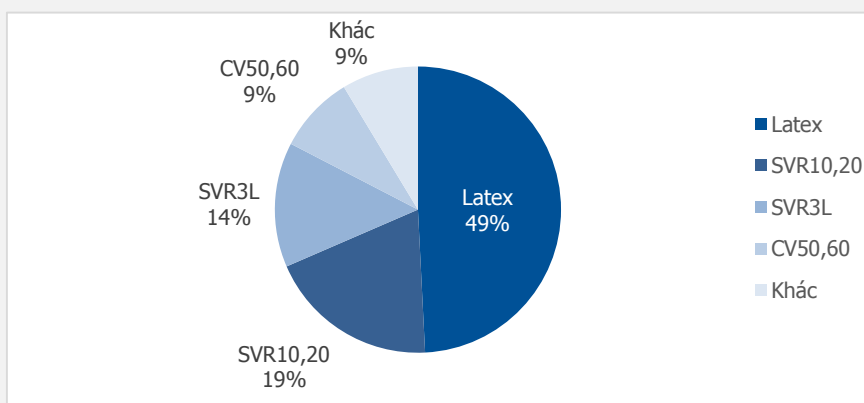
Biểu 4 - Giá bán các sản phẩm cao su



(Nguồn: Tập đoàn CN cao su VN 31/12/2015)

Trong ngành cao su Việt Nam, ngoài CTCP Cao su Dầu Tiếng (chưa niêm yết) thì TRC là một trong số ít các công ty tập trung sản xuất mủ latex. Các công ty trên sân như PHR (10%), DPR (35%) chỉ sản xuất latex với tỷ trọng khá thấp. Vì vậy, tính cạnh tranh đối với sản phẩm này tại Việt Nam vẫn còn thấp, nhu cầu có tính ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi nhu cầu của ngành công nghiệp ô tô. Hơn nữa, mủ latex chủ yếu yêu cầu về thiết bị, công nghệ, cần ít lao động trong khi chi phí sản xuất chỉ tương đương các sản phẩm còn lại và thường có giá bán cao hơn từ 10-15% giúp biên lợi nhuận của TRC tăng cao.

Biểu 5 - Cơ cấu sản phẩm theo sản lượng



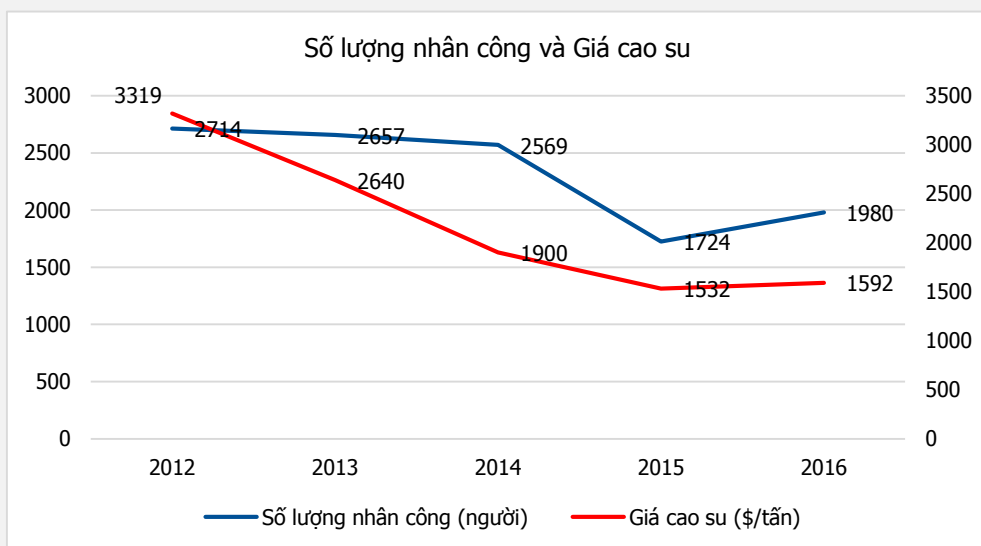
(Nguồn: TRC)

Các sản phẩm latex và CV50,60 có mức giá bán cao nhất trong số các sản phẩm cao su hiện nay trên thị trường. TRC là doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm cao cấp lớn nhất với 68% sản lượng sản xuất (latex 49% và CV50,60 9%), cao nhất trong các doanh nghiệp cao su đang niêm yết (DPR 32% và PHR 52%).

Quản lý chi phí hiệu quả và ưu đãi thuế

Ngành sản xuất cao su thiên nhiên sử dụng rất nhiều lao động, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá thành. Vì vậy, kiểm soát số lượng nhân công hiệu quả chính là yếu tố quan trọng để giúp doanh nghiệp kiểm soát được chi phí.

Biểu 6 - Số lượng nhân công của TRC



(Nguồn: TRC)

Trong 5 năm trở lại đây, số lượng nhân công của TRC có xu hướng suy giảm dần, riêng trong năm 2015 số lượng nhân công giảm mạnh 32,8% từ 2.569 xuống chỉ còn 1.724 người. Nguyên nhân chính là do giá cao su giảm mạnh, nguồn cung dồi dào khiến TRC phải thay đổi các chính sách về quỹ lương và cơ chế nghỉ hưu. Chế độ lương hưu thay đổi từ đầu năm 2016 với tỷ lệ giảm trừ lương hưu cho người nghỉ hưu trước tuổi tăng từ 1% lên 2%/năm khiến nhiều công nhân quyết định nghỉ hưu sớm để được hưởng cơ chế cũ có lợi hơn. Cuối năm 2016 khi giá cao su có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục, TRC đã nhanh chóng tuyển nhân sự trở để kịp thời gia tăng năng suất. Sự đồng pha giữa số lượng nhân công và giá cao su cho thấy TRC có chính sách sử dụng lao động linh hoạt, nhạy bén. Chi phí quản lý doanh nghiệp sau khi tăng 43% trong năm 2015 do chi phí trợ cấp thất nghiệp và khấu hao tài sản tăng lên đã giảm trở lại về mức 25,6 tỷ đồng trong năm 2016, giúp TRC tiếp kiệm 12,3 tỷ đồng.

TRC cũng là doanh nghiệp đang được hưởng thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi đến năm 2019 với mức thuế tốt nhất ngành: 12,5% cho hoạt động trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác. Mức thuế này thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành như PHR (17.7%) và DPR (18%). Mức thuế hiện tại giúp TRC có thêm 6 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2016 và sẽ tác động tích cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp trong thời gian tới khi triển vọng giá cao su sẽ tăng cao.

KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ KẾ HOẠCH KINH DOANH 2017

Năm 2016, TRC khai thác được 9.050 tấn mù, đạt 102% kế hoạch; năng suất bình quân 1,92 tấn/ha; chế biến 10.948 tấn mù (đạt 106% KH); tiêu thụ 10.638 tấn (101% KH); giá thành bình quân 27,8 triệu đồng/tấn; giá bán bình quân 31,06 triệu đồng/tấn, lợi nhuận trên sản phẩm hơn 3,1 triệu đồng; tổng doanh thu hơn 401 tỷ đồng (105% KH); lợi nhuận trước thuế trên 76 tỷ đồng (130% KH); tỷ suất lợi nhuận trước thuế/doanh thu 19% (đạt 124% KH); lợi nhuận trước thuế/vốn điều lệ 25% (130%); thu nhập bình quân hơn 6,9 triệu đồng/người/tháng (116% KH)

Năm 2016, thu nhập bình quân của Công ty là 6,7 triệu đồng/người/tháng, đạt 112% so kế hoạch. Với 4.718 ha cao su kinh doanh, TRC khai thác được 9.050 tấn mù, đạt 102% kế hoạch, về trước thời gian quy định 4 ngày. Năm qua, Công ty chế biến 11.102 tấn mù, đạt 107% kế hoạch, tiêu thụ 10.638 tấn. Tổng doanh thu 401 tỷ đồng, đạt 105% kế hoạch; lợi nhuận trước thuế hơn 76 tỷ đồng, đạt 130% kế hoạch; nộp ngân sách gần 35 tỷ đồng.

Tại đại hội cổ đông ngày 28/4/2017, các cổ đông đã biểu quyết thông qua kế hoạch SXKD năm 2017. Với 4.614 ha cao su kinh doanh, TRC sẽ khai thác sản lượng 8.800 tấn mù; năng suất vườn cây đạt 1,91 tấn/ha; thu mua mù cao su tiêu diễn 2.000 tấn; sản lượng tiêu thụ 10.960 tấn; tổng doanh thu hơn 463 tỷ đồng; lợi nhuận trước thuế 101 tỷ đồng; chia cổ tức 15% tiền mặt.

Chỉ trong 3 tháng đầu năm 2017, giá bán cao su bình quân của TRC đã đạt 49,23 triệu/tấn, trong đó riêng tháng 3 giá cao su đạt 52,8 triệu/tấn, tăng rất mạnh so với cùng kỳ năm ngoái. Hết quý 1 năm 2017, TRC đã đạt trên 41,6 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, hoàn thành 40,8% kế hoạch năm. Chúng tôi đánh giá TRC đặt kế hoạch giá bán mù ở mức 35,28 triệu đồng là quá thận trọng trong khi giá cao su hiện tại đã ở mức trên 50 triệu/tấn.

Biểu 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2017 của TRC

STT	Chỉ tiêu	Đơn vị	KH 2017	Q1 2016	Q1 2017
I Chỉ tiêu khối lượng					
1	Sản lượng khai thác	Tấn	8.800		
2	Năng suất	Tấn/ha	1,91		
3	Sản lượng tiêu thụ	Tấn	10,960		
II Chỉ tiêu giá trị					
1	Giá thành mù khai thác	Triệu/tấn	30,34	25,85	41,67
2	Giá bán mù khai thác	Triệu/tấn	35,28	25,95	49,23
3	Tổng doanh thu	Tỷ	463,6	52,23	85,81
4	Tổng chi phí	Tỷ	361,8	41,51	44,19
5	Tổng LNTT	Tỷ	101,8	10,72	41,62

(Nguồn: ĐHCĐ TRC)

MÔ HÌNH DỰ PHÓNG DOANH THU, LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

Các giả định trong mô hình lợi nhuận

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 của TRC là 479,8 tỷ đồng, tăng trưởng 36,9% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế ước đạt là 118,6 tỷ đồng, tăng 70,4% so với năm 2016.

Dự phóng dựa trên cơ sở giá cao su năm 2017 ở mức 50 triệu đồng/tấn.

Chi phí đầu tư CAPEX trong các năm 2017, 2018, 2019 ước tính 100 tỷ đồng mỗi năm.

Biểu 4: Dự phóng kết quả kinh doanh

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần	350,4	479,8	489,6	529,0
Lợi nhuận gộp	61,4	133,7	136,7	148,4
Chi phí bán hàng	2,9	3,8	3,9	4,2
Chi phí QLDN	24,1	33,6	34,3	37,0
LNST	69,6	118,6	120,5	128,0
EPS (VND)	2.484	4.071	4.136	4.396
P/E (lần)	12,5	7,0	6,9	6,5

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bằng phương pháp định giá FCFF và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC trong 12 tháng tới là 36,100 VND. Với mức EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,8 lần.

Định giá phương pháp P/E

Biểu 5: P/E trung bình các công ty ngành cao su

Mã CK	Công ty	P/E
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	8,24
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	8,07
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	8,51
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	9,64
P/E trung bình ngành		8,62

(Nguồn Bloomberg)

Từ những công ty hoạt động trong ngành sản xuất và kinh doanh cao su thiên nhiên, chúng tôi xác định giá trị P/E trung bình ngành ở mức 8,62 lần. Với EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình ngành là 35.092 VND.

Định giá phương pháp FCFF

Áp dụng mức beta 0,65, lãi suất trái phiếu 6% và tỷ suất sinh lời thị trường là 12%.

Biểu 6: Định giá phương pháp FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	480	490	529	775	1159	1159
EBIT	136	138	147	201	286	286
Thuế TNDN	13%	13%	13%	20%	20%	20%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-100	-100	-100	-100	-30	-30
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	-125	-6	-23	-142	-221	0
FCFF	-103	18	9	-75	-17	204
WACC	12,00%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51
Giá trị hiện tại của dòng tiền	-92	15	6	-48	-9	1054
Tổng PV (FCF)	728					
(+) Tiền và đầu tư	487					
(-) Nợ vay	-139					
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	1.098					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
Giá trị cổ phần (VND)	36.611					
					Tỷ suất chiết khấu	
					Beta	0,65
					Lãi suất trái phiếu	6%
					Tỷ suất sinh lời thị trường	12,00%
					WACC	12,00%

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bảng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRC là 36.611 VND.

Tổng hợp định giá**Biểu 7 – Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
P/E	30%	35,092 VND
FCFF	70%	36,611 VND
Tổng cộng		36,100 VND

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC. Chúng tôi phân phối tỷ trọng 70% cho phương pháp định giá FCFF và 30% cho phương pháp P/E. **Từ hai phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TRC là 36,100 VND. Với mức EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,8 lần.**

CTCP ĐẦU TƯ CAO SU ĐẮK LẮK (UPCOM: DRI)

Báo cáo lần đầu 29/06/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	17.800
Tiềm năng tăng giá	49,5%
Cổ tức (VND)	7%

Thông tin cổ phiếu 29/06/2017

Giá hiện tại (VND)	11.900
Số lượng CP niêm yết	73.200.000
Số lượng CP lưu hành	73.200.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	849,1
Khoảng giá	8,000-18.600
% sở hữu nước ngoài	0,08%

Biến động giá kể từ ngày lên sàn



Doanh nghiệp có giá thành sản xuất thấp nhất ngành

- Doanh nghiệp có giá thành sản xuất thấp nhất ngành và vườn cây bắt đầu vào giai đoạn khai thác năng suất cao
- Nhà nước sẽ giảm tỷ lệ sở hữu DRI xuống dưới 50% ngay trong năm nay
- Tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi sản xuất cao su
- Hưởng chính sách thuế ưu đãi với 1,6% trên doanh số bán mủ kéo dài trong 50 năm

Hành động: MUA

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu	401	693	763	839
LNTT	28	173	166	210
LNST	22	162	153	196
EPS (VND)	296	2.216	2.096	2.681
P/E (lần)		4,6	4,8	3,8

Nguồn: BCTC DRI và MBS dự phóng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đôi với cổ phiếu DRI của CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk với mức giá mục tiêu 17.800 VND/cổ phiếu, cao hơn 49,5% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Giá cao su được dự báo khả quan** trong năm 2017 do tình hình thời tiết khắc nghiệt, nguồn cung suy giảm. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng lên khi ngành ô tô Trung Quốc được kỳ vọng lấy lại tốc độ tăng trưởng từng có, cùng với dự đoán những chương trình kích thích của tân Tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng nhanh hơn trong thời gian tới.
- **DRI là doanh nghiệp có giá thành sản xuất mủ cao su thấp nhất ngành** ở mức 17-20 triệu đồng/tấn do hưởng lợi từ chi phí nhân công giá rẻ tại Lào.
- **DRI được hưởng mức thuế ưu đãi nhất** trong các doanh nghiệp cùng ngành do thỏa thuận với chính phủ Lào từ năm 2004. Dự án của DRI sẽ được hưởng chính sách thuế ưu đãi trong vòng 50 năm với 1,6% trên doanh số bán mủ cao su, bắt đầu tính sau 2 năm khai thác. Điều này sẽ giúp DRI tiết kiệm đáng kể chi phí thuế và gia tăng lợi nhuận sau thuế.
- **Dự án vườn cây cao su tại Lào** là động lực cho sự tăng trưởng của DRI. Dự án hiện đã bắt đầu vào giai đoạn thu hoạch năng suất cao, sẽ giúp DRI gia tăng sản lượng mỗi năm từ 10-15% đến năm 2020.
- **Thoái vốn các mảng kinh doanh không hiệu quả.** Năm 2016, DRI đã tiến hành thanh lý vườn cà phê 221ha và ghi nhận khoản lỗ 26,4 tỷ đồng trong BCTC. Dự kiến năm 2018, DRI sẽ tiếp tục thanh lý 499 ha vườn điều hoạt động không hiệu quả để tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi.
- **Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của DRI trong năm 2017 lần lượt là 693 tỷ đồng (+72,8% YoY) và 162 tỷ đồng (+636% YoY) với giá cao su trung bình năm 2017 giả định ở mức 40 triệu đồng/tấn.** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 2.216 VND/cp, tương ứng mức P/E là 4,6 lần, khá thấp so với trung bình ngành.

DRI

Liên hệ

Trần Trọng Đức
Chuyên viên phân tích
Email: duc.trantrong@mbs.com.vn
Tel: +84 949 910 675

RỦI RO

Rủi ro biến động giá cao su thiên nhiên

Hoạt động kinh doanh chính của DRI là sản xuất mủ cao su. Do đó, kết quả kinh doanh của DRI phụ thuộc hoàn toàn vào giá bán cao su tự nhiên. Mặc dù giá cao su đã tạo đáy và bắt đầu chu kỳ hồi phục rất tốt tuy nhiên vẫn còn rất nhiều tổ chức lớn nghi ngờ về triển vọng tăng giá của cao su thiên nhiên trong thời gian tới.

Rủi ro thời tiết, thiên tai ảnh hưởng đến năng suất thu hoạch

Từ năm 2014 tới năm 2016, ảnh hưởng của El Nino là mạnh nhất trong 18 năm làm thay đổi mô hình thời tiết. Nhiều quốc gia như Indonesia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam phải trải qua thời tiết khô nóng bất thường, hạn hán xảy ra tại các khu vực sản xuất nông nghiệp trọng điểm trong đó có các vườn cây cao su đã làm giảm đáng kể năng suất mủ cao su. Hiện tượng La Nina ngay sau mới đây tiếp tục gây ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su tại Thái Lan.

Một mối nguy khác cho vườn cây cao su đó là nạn dịch bệnh và nạn cháy rừng. Việc quản lý và kiểm soát tốt sẽ giúp bảo vệ vườn cây phát triển ổn định tạo năng suất khai thác cao, giúp nâng cao hiệu quả kinh doanh cho công ty.

Rủi ro tỷ giá

Do hoạt động của công ty tại Lào, khi DRI hợp nhất công ty con tại Lào sử dụng đồng tiền Kip nên biến động tỷ giá VND - KIP sẽ tác động đến lợi nhuận của DRI. Ngoài ra, công ty cũng xuất khẩu các sản phẩm ra nước ngoài, nhiều hoạt động kinh doanh được thực hiện bằng đơn vị tiền tệ khác với đồng Việt Nam nên sẽ chịu rủi ro về tỷ giá ngoại tệ mỗi khi có biến động mạnh.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

Năm 2012, Công ty Cổ phần đầu tư cao su Đắk Lắk (DRI) ra đời tiếp quản lại Công ty TNHH cao su Đắk Lắk tại Lào từ DAKRUCO. DRI tiếp tục đưa công ty ngày một đi lên, khẳng định thương hiệu cao su DAKLAORUCO trên thị trường thế giới.

Lĩnh vực kinh doanh chính của DRI là đầu tư trồng mới, chăm sóc, khai thác cây cao su, chế biến và xuất khẩu các sản phẩm từ cây cao su. Hiện DRI đầu tư và quản lý 01 công ty con tại nước ngoài là Công ty TNHH cao su Đắk Lắk tại nước Cộng hòa dân chủ nhân dân Lào, với tổng diện tích trên 9.500 ha cây trồng, trong đó diện tích vườn cây cao su trên 8.800 ha, còn lại là diện tích trồng cà phê, điều và bạch đàn. Vườn cây cao su tại Lào sinh trưởng phát triển tốt, công ty luôn chú trọng công tác cây giống, kỹ thuật trồng nên chất lượng vườn cây sinh trưởng phát triển tốt cho năng suất, sản lượng cao. Năng suất bình quân trong năm 2015 dự kiến là 1.600 kg/ha.

Các sản phẩm chính của DRI là cao su định chuẩn kỹ thuật SVR bao gồm SVR CV 60, SVR CV 50, SVR L, SVR 3L, SVR 5, SVR 10CV, SVR 10, SCR 20CV, SVR 20. Với các sản phẩm chủ lực hiện nay của công ty là cao su định chuẩn kỹ thuật SVR10, SVR20, SVR5, SVR3L.

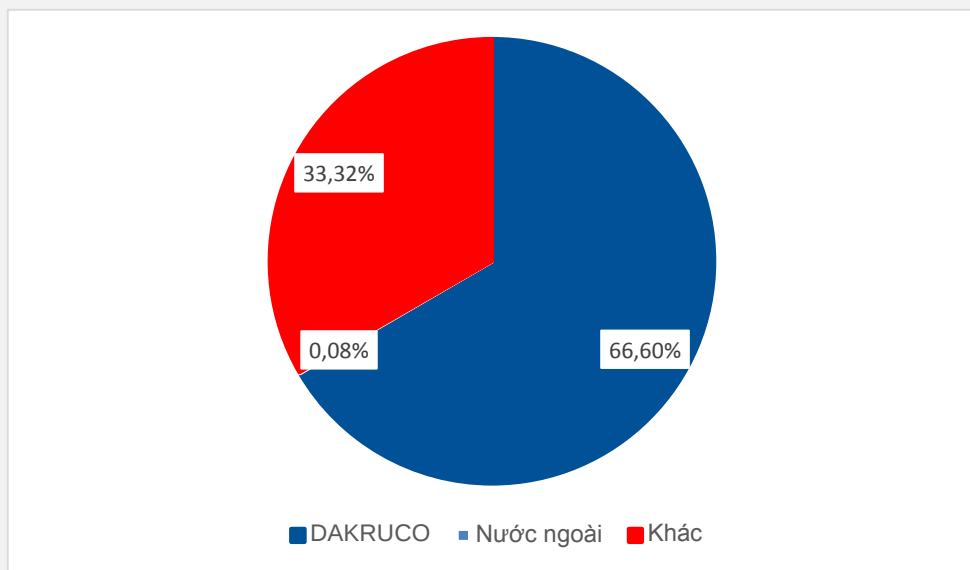
Công ty con tại Lào đã được cấp chứng nhận Hệ thống quản lý chất lượng theo tiêu chuẩn ISO 9001:2008. Sản xuất các loại sản phẩm cao su theo tiêu chuẩn Việt Nam ISO/IEC 17025 và đáp ứng nhu cầu xuất khẩu. Đây là một trong những yếu tố quan trọng, giúp Công ty khẳng định chất lượng sản phẩm và uy tín đối với khách hàng, mở rộng thị trường tiêu thụ sản phẩm.

Công ty cũng đã đầu tư xây dựng nhà máy chế biến mủ cao su tại Lào với công suất 10.000 tấn/năm và đã đưa vào hoạt động từ tháng 4/2012.

Cơ cấu cổ đông

Số lượng cổ phiếu lưu hành của DRI hiện tại là 73,2 triệu cổ phiếu với cơ cấu cổ đông khá tập trung. Trong đó, nhà đầu tư tổ chức có tỷ lệ chi phối lên tới 66.6% là công ty TNHH MTV Cao su Đắk Lắk (Dakruco) thuộc phạm vi quản lý của tỉnh ủy Đắk Lắk. Cổ đông nước ngoài hiện nắm giữ 0,08%, còn lại là CBCNV công ty và các cổ đông cá nhân khác.

Biểu 1 - Cơ cấu cổ đông



(Nguồn: DRI)

TRIỂN VỌNG TỪ DỰ ÁN CAO SU CHAMPASAK

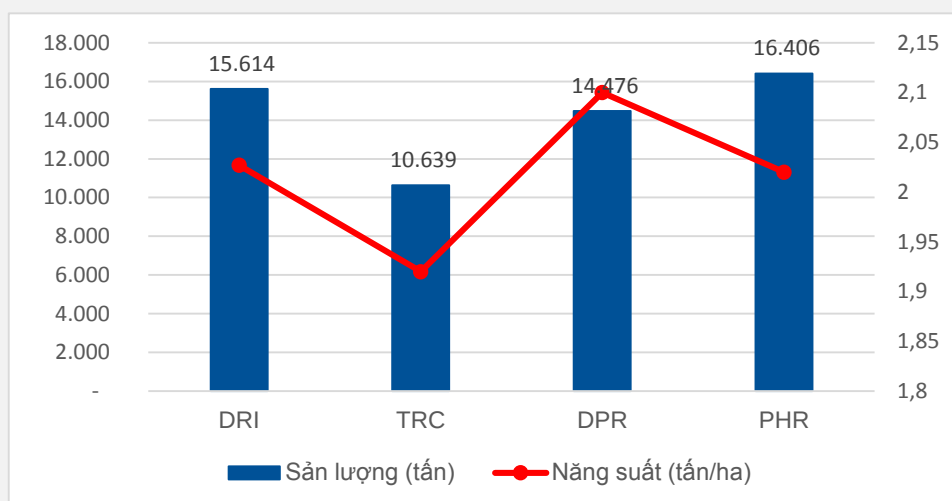
Dự án Cao su Champasak của DRI đầu tư có quy mô tổng diện tích hơn 8.800ha tại tỉnh Champasak, Lào thông qua công ty con quản lý (DakLaoruco).

Đơn vị: Tấn	2013	2014	2015	2016
Sản xuất	5,300	9,224	14,379	15,755
Tiêu thụ	5,051	9,228	15,457	14,973

Sản lượng sản xuất của DRI tăng trưởng hàng năm do vườn cây cao su của DRI đã bắt đầu bước vào độ tuổi cạo mủ năng suất cao. Hiện tại, năng suất vườn cây là 2.0 ha/tấn, trong đó vườn cây kinh doanh năm thứ 6 đạt đến 2.7 tấn/ ha.

Với sản lượng hiện tại, DRI có quy mô tương đương với 3 doanh nghiệp cao su lớn nhất trên sàn hiện tại là PHR, DPR và TRC. Ngoài ra, khác với 3 doanh nghiệp còn lại đang bị suy giảm năng suất do vườn cây già, DRI có triển vọng tiếp tục gia tăng năng suất khi nhóm cây trẻ bước vào độ tuổi thu hoạch sản lượng cao trong thời gian tới.

Biểu 4 – Sản lượng DRI so với các doanh nghiệp cùng ngành

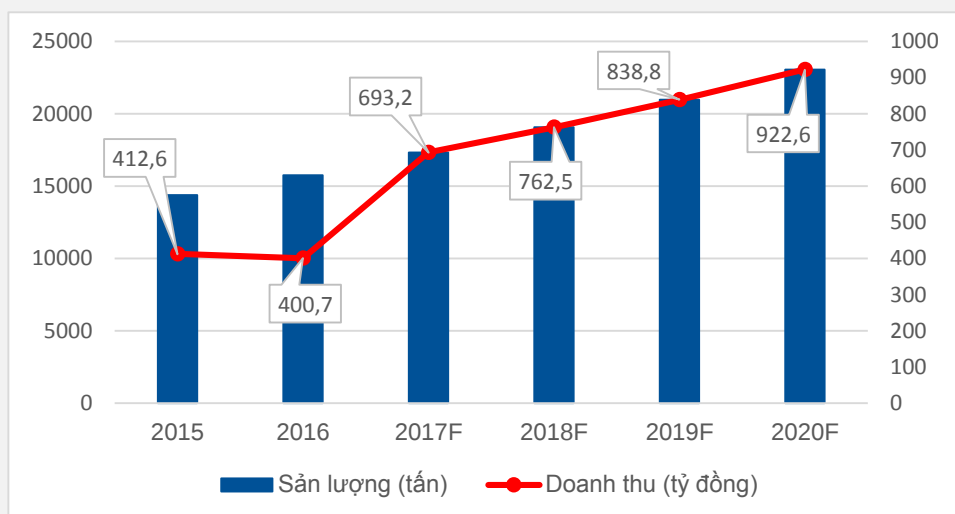


(Nguồn MBS tổng hợp)

KẾT QUẢ KINH DOANH CẢI THIẾN MẠNH

Với tổng diện tích vườn cây hiện có là 8.837 ha trong đó diện tích khai thác là 7.700 ha, quý 1 năm 2017, DRI đã khai thác được 1.600 tấn mủ khô đạt 10,32% kế hoạch năm, chế biến được hơn 1.600 tấn mủ thành phẩm các loại, tiêu thụ gần 1.800 tấn sản phẩm. Doanh thu đạt hơn 3,3 triệu USD tương đương khoảng 76 tỷ đồng, tăng 100% so với cùng kỳ và hoàn thành 11,96% kế hoạch năm 2017. Lợi nhuận sau thuế đạt 19,4 tỷ đồng so với khoản lỗ 13,5 tỷ đồng cùng kỳ, hoàn thành 11,62% kế hoạch năm. Mặc dù quý 1 là mùa thấp điểm của khai thác cao su tuy nhiên kết quả kinh doanh của DRI vẫn rất khả quan do giá cao su đang trong đà hồi phục.

Dự kiến sản lượng của DRI sẽ tiếp tục tăng trưởng 10-15% trong năm 2017 và có thể đạt mức 20.000 tấn trong vòng 3 năm tới. Kể từ năm 2020, sản lượng DRI sẽ ổn định ở mức 22.000-24.000 tấn.

Biểu 5 – Sản lượng và doanh thu dự kiến

(Nguồn MBS dự phóng)

DRI có lợi thế về thuế khi chỉ phải nộp thuế 1,6% trên tổng doanh thu cạo mù trong 50 năm. Đây là lợi thế rất lớn của DRI so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Trong năm 2016, DRI đã thanh lý 221,16 ha vườn café không hiệu quả và ghi nhận khoản lỗ 31 tỷ đồng dẫn đến kết quả kinh doanh kém. Theo kế hoạch, DRI sẽ tiếp tục thanh lý vườn điều trong năm 2018 để tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính là cao su, chúng tôi dự báo DRI sẽ ghi nhận khoản lỗ khoảng 25 tỷ đồng.

Biểu 6 – Dự phóng Kết quả kinh doanh

		2015	2016	2017	2018	2019
Sản lượng	Tấn	15.457	14.973	17.331	19.064	20.970
Giá bán	USD/tấn	1.177	1.272	1.800	1.800	1.800
Giá thành	USD/tấn	1.173	1.072	1.300	1.300	1.300
Doanh thu	Tỷ VND	413	401	693	763	839
LN HĐKD	Tỷ VND	88	134	173	191	210
LN khác	Tỷ VND	-	-31	-	-25	-
LNTT	Tỷ VND	5,1	28,1	173,3	165,6	209,7
Thuế TNDN	1.6% DT	6,6	6,4	11,1	12,2	13,4
LNST	Tỷ VND	(1,5)	21,6	162,2	153,4	196,3
EPS	VND		296	2.216	2.096	2.681

(Nguồn MBS dự phóng)

Với giả định giá bán của DRI ở mức 1.800 USD/tấn năm 2017 (mức giá hiện tại là 2.000 \$/tấn), chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của DRI trong năm 2017 lần lượt là 693 tỷ đồng (+72,8% YoY) và 162 tỷ đồng (+636% YoY), EPS đạt 2.216 VND. Trong trường hợp DRI phải trích lập toàn bộ 20 tỷ đồng theo ý kiến kiểm toán loại trừ, LNST của DRI sẽ vào khoảng 142 tỷ và EPS là 1.939 VND.

KẾ HOẠCH THOÁI VỐN NHÀ NƯỚC

Theo kế hoạch thoái vốn nhà nước, DRI được niêm yết trên sàn UPCOM chính là bước chuẩn bị để Dakruco – đại diện góp vốn của nhà nước chào bán cổ phần, loại bỏ quyền kiểm soát của nhà nước và các quy định liên quan lên công ty. Quá trình sẽ được hoàn tất trong năm nay và DRI có thể giữ lại phần LNST khi không phải trích lập các loại quỹ dự phòng theo Nghị quyết số 91/2015 áp dụng cho doanh nghiệp nhà nước. Ngoài ra, với triển vọng KQKD tốt trong thời gian tới, tỷ lệ cổ tức khả năng sẽ được tăng lên sau khi nhà nước giảm tỷ lệ sở hữu. Theo chúng tôi, tỷ lệ cổ tức của DRI có thể ở mức 10 – 15% trong 5 năm tới.

TỶ LỆ CỔ TỨC

Biểu 7 – Tỷ lệ cổ tức dự kiến

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Cổ tức dự kiến	7%	10%	12%	15%	15%

(Nguồn MBS dự phóng)

Kế hoạch cổ tức năm 2017 của doanh nghiệp là 7% nhưng thực tế có thể lên đến 9%. Các năm sau tỷ lệ cổ tức kế hoạch cao hơn. Chúng tôi cho rằng kế hoạch cổ tức là khả thi nhờ dòng tiền tốt của doanh nghiệp.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp P/E

DRI hiện đang giao dịch quanh mức 10.000 VND/CP. Kể từ ngày niêm yết trên sàn chứng khoán Upcom, giá cổ phiếu giảm sâu về 8.000 VND/CP so với giá chào sàn 13.000 VND/CP. Nguyên nhân là do cán bộ công nhân viên đã cầm cổ phiếu lâu năm bán ra.

Với mức giá hiện tại và EPS 2017 2.216 VND, mức PE forward của DRI chỉ 4,5 lần, thấp hơn nhiều so với các công ty cao su cùng ngành khác.

Biểu 8 - P/E trung bình các công ty ngành cao su

Mã CK	Công ty	P/E
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	10,30
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	8,45
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	8,51
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	9,64
P/E trung bình ngành		9,22

(Nguồn Bloomberg)

Từ những công ty hoạt động trong ngành sản xuất và kinh doanh cao su thiên nhiên, chúng tôi xác định giá trị P/E trung bình ngành ở mức 9,22 lần. Chúng tôi sử dụng mức P/E thận trọng 9 lần cho cổ phiếu DRI, mức giá xác định theo phương pháp P/E là 19,900 VND.

Trong trường hợp giá cao su vẫn được giữ ổn định ở mức 1.800\$/tấn, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu DRI còn cao hơn nhờ sản lượng, năng suất gia tăng và nợ vay giảm dần các năm sau đó.

Phương pháp FCFF

Áp dụng mức beta 0,65, lãi suất trái phiếu 6% và tỷ suất sinh lời thị trường là 12%.

Biểu 9: Định giá phương pháp FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	693	763	839	923	923	923
EBIT	222	207	245	261	256	252
Thuế TNDN	6%	7%	6%	6%	6%	6%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-10	-10	-10	-10	-10	-10
(+) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	11	1	1	1	0	0
FCFF	212	186	223	238	233	229
WACC	12,00%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51
Giá trị hiện tại của dòng tiền	189	149	159	151	132	1182
Tổng PV (FCF)	1.054					
(+) Tiền và đầu tư	34					
(-) Nợ vay	-523					
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	1.237					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
Giá trị cổ phần (VND)	16.902					

Bảng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu DRI là 16.902 VND.

Tổng hợp định giá**Biểu 10 – Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
P/E	30%	19.900 VND
FCFF	70%	16.902 VND
Tổng cộng		17.800 VND

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu DRI. Dựa vào tiềm năng tăng trưởng sản lượng của DRI trong tương lai, chúng tôi phân phối tỷ trọng 70% cho phương pháp định giá FCFF và 30% cho phương pháp P/E. **Từ hai phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu DRI là 17.800 VND. Với mức EPS forward 2017 là 2.216 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8 lần.**

Liên hệ**MBS Equity Research**Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận**Ngân hàng, Hàng không**Phạm Thiên Quang (Quang.PhamThien@mbs.com.vn)**Điện, Công nghiệp, Xây dựng**Nguyễn Ngọc Hoàng (Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)**Cao su, Săm lốp**Trần Trọng Đức (Duc.TranTrong@mbs.com.vn)**Hàng tiêu dùng, Công nghệ**Nguyễn Thạch Thảo (Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)Lâm Trần Tấn Sĩ (Si.LamTranTan@mbs.com.vn)**Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng**Phí Quốc Tuấn (Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)**Bất động sản, Bảo hiểm**Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)**MBS Institutional sales**Nguyễn Việt Dũng (Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn)Trương Hoa Minh (Minh.TruongHoa@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	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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.