May 31, 2017

MUA MẠNH

CTCP Đầu tư Cao su Dak Lak (DRI)

Báo cáo phân tích lần đầu

BSC

Khuyến nghị

Giá mục tiêu	15,700
Giá đóng cửa 31/5/2017	10,600
Upside	48.1%

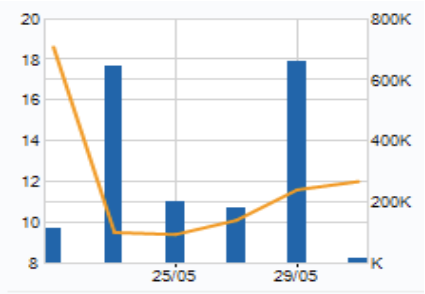
Dữ liệu thị trường

Số lượng CP lưu hành	732,000,000
Vốn hóa (tỷ đ)	849
KLGD TB	380,000

Cơ cấu cổ đông

Cty TNHH MTV Cao Su Dak Lak	66.6%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích
Nguyễn Bảo Hoàng lê
lenbh@bsc.com.vn

CTCP Đầu tư Cao su Dak Lak được thành lập năm 2012 với 2 cổ đông là Cty TNHH MTV Cao Su Dak Lak, Ông Võ Tiến Trung, và Bà Phan Thị Ngọc Hạnh. Hoạt động trồng và sản xuất cao su được tập trung ở công ty con – Cty TNHH Cao su Dak Lak tại Lào, sở hữu 100% bởi DRI. Diện tích vườn cao su tại Lào là 8,811 hecta. Mới bắt đầu khai thác từ năm 2012 và cho đến cuối 2016 đã khai thác gần 90% diện tích.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu DRI với giá mục tiêu **15,700 đồng/cp, upside 48.1%**, theo phương pháp P/E và FCFF

Điểm nhấn đầu tư

- Cổ phiếu lớn thứ 2 trong ngành cao su tự nhiên trên phương diện vốn điều lệ và diện tích vườn cây.
- Vườn cây trẻ (5 tuổi) với năng suất đang đà đi lên
- Giá cao su hồi phục giúp kết quả kinh doanh tạo đáy đi lên
- Lợi thế từ việc kinh doanh tại Lào giúp giá thành sản xuất ở mức thấp

Catalyst

- Cổ phiếu DRI được niêm yết trên sàn UPCOM vào ngày 23/5/2017
- Công ty TNHH MTV Cao su Dak Lak, là công ty mẹ của DRI có kế hoạch thoái vốn khỏi doanh nghiệp, giảm mức sở hữu về dưới 50%. Dự kiến sẽ hoàn thành trong 2017

Dự báo KQKD:

BSC ước tính DRI có thể đạt 154.5 lợi nhuận trước thuế, tương đương EPS 2017 đạt 1,410 VND/cp (đã loại trừ 20% quỹ khen thưởng phúc lợi).

Các chỉ tiêu tài chính	2015	2016	2017 (F)	2018 (F)
DTT (tỷ đ)	412.7	400.7	556.1	637.4
% tăng trưởng yoy		-3%	39%	15%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,579	1,418	1,546	1,617
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	773	743	808	927
Vốn điều lệ (tỷ đ)	732	732	732	732
LN sau thuế (tỷ đ)	-1	22	129	148
% tăng trưởng yoy			486%	15%
EPS (VND/cp)	0	296	1,410	1,617
ROE	0%	3%	16%	16%
ROA	0%	2%	8%	9%
ROS	0%	5%	23%	23%

Tổng quan ngành và doanh nghiệp

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu DRI với giá mục tiêu **15,700 đồng/cp, upside 48.1%**. BSC cho rằng DRI là một cổ phiếu có tính quy mô lớn, thanh khoản tốt, và kết quả kinh doanh đang tạo đáy đi lên:

Doanh nghiệp trẻ và quy mô thứ 2 trong ngành

- DRI là doanh nghiệp có quy mô vốn điều lệ và quy mô diện tích trồng cao su lớn thứ 2 trong ngành, với 732 tỷ vốn điều lệ và diện tích vườn cây khai thác đạt 7,775 hecta chỉ sau Phước Hòa
- Vườn cây trẻ với tuổi đời trung bình 5 năm – so với tuổi đời trung bình của ngành là 14 tuổi. Năng suất khai thác của vườn cây đạt 1.99 tấn/hecta trong 2016, thấp hơn không đáng kể so với các doanh nghiệp đã hoạt động lâu năm. Kỳ vọng năng suất ổn định từ 2020 ở mức 2.4 tấn/hecta
- Quy mô sản xuất sẽ được mở rộng trong 2017-2018 để đáp ứng kịp sự gia tăng sản lượng thu hoạch

Giá thành sản xuất thấp

- Giá thành sản xuất trung bình năm 2016 chỉ ở mức 22 triệu/tấn, so với trung bình ngành là 28 triệu.
- Giá thành được hưởng lợi nhờ giá nhân công rẻ, cạnh tranh thấp và các yêu cầu về bảo hiểm và phúc lợi xã hội thấp hơn chi phí tương đương tại Việt Nam
- BSC kỳ vọng giá thành sẽ tăng lên mức 25 triệu/tấn trong năm 2017 do chi phí nhân công được cải thiện cùng kỳ vọng về giá cao su. Mức giá thành này thấp hơn nhiều so với mức kế hoạch 30-31 triệu/tấn của các doanh nghiệp cao su tại Việt Nam

Giá cao su tăng cao

- BSC duy trì nhận định khả quan cho diễn biến giá cao su năm 2017. Giá cao su ước tính tăng 30% và đạt mức trung bình 40 triệu đồng/tấn
- Giá bán ra của DRI giả định ở mức 36 triệu /tấn do cơ cấu sản phẩm có giá bán thấp hơn. Trong năm 2016, giá bán trung bình của DRI chỉ đạt 26 triệu/tấn, so với mức 30 triệu của các doanh nghiệp trong ngành

Kết quả kinh doanh tạo đáy đi lên

- Doanh nghiệp chỉ mới thành lập được 5 năm, với nhiều khó khăn khi cao su bắt đầu cạo mủ là lúc giá cao su bắt đầu giảm sâu trong suốt 6 năm. Do đó, công ty liên tục ghi nhận thua lỗ qua các năm hoạt động. Đến 31/12/2016, doanh nghiệp còn 26.7 tỷ đồng lỗ lũy kế.
- KQKD Q1/2017 ghi nhận khoảng 19 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (bằng 87% tổng lợi nhuận 2016). Công ty đặt kế hoạch chia cổ tức 7% trong 2017 và 10% trong năm 2018

Cơ cấu cổ đông pha loãng với các kế hoạch thoái vốn

- Cổ phiếu DRI có 33% freeloat, với hơn 24.5 triệu cổ phiếu được sở hữu bởi 2843 cổ đông cá nhân. Thanh khoản cho 5 phiên giao dịch đầu tiên kể từ ngày lên sàn trung bình đạt 380,000 cổ phiếu.
- Công ty mẹ là Cty TNHH MTV Cao su Dak Lak đang có kế hoạch thoái vốn khỏi DRI, đưa tỷ lệ sở hữu về dưới 50%. Kế hoạch sẽ hoàn thành việc thoái vốn trong năm 2017

Định giá:

15,700 đồng/cp

- BSC ước tính DRI có thể đạt 154.5 lợi nhuận trước thuế, tương đương EPS 2017 đạt 1,410 VND/cp (đã loại trừ 20% quỹ khen thưởng phúc lợi).
- Cổ phiếu được định giá hợp lý 14,100 VND/cp theo phương pháp P/E và 17,400 VND cho phương pháp FCFF

Tổng quan doanh nghiệp – Giai đoạn khó khăn đã qua

CTCP Đầu tư Cao su Dak Lak được thành lập năm 2012 với 3 cổ đông lớn là Cty TNHH MTV Cao Su Dak Lak, Ông Võ Tiến Trung, và Bà Phan Thị Ngọc Hạnh. Hoạt động chính của doanh nghiệp là trồng, khai thác và sản xuất cao su, điều và cà phê, thông qua công ty con sở hữu 100% là Cty TNHH Cao su Dak Lak tại Lào. Đóng góp chính cho hoạt động kinh doanh hiện nay vẫn là cây cao su, trong khi điều và cà phê chịu thua lỗ. Năm 2016, công ty đã thực hiện thanh lý vườn cà phê và ghi nhận mức lỗ khoảng 26.4 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông của DRI đảm bảo được tính thanh khoản cho cổ phiếu. Cổ đông lớn nhất hiện nay là Cty TNHH MTV Cao Su Dak Lak, nắm giữ 66.6% vốn điều lệ. Hơn 33% còn lại được nắm giữ 2,827 cổ đông cá nhân trong nước, và 16 cổ đông cá nhân nước ngoài. Không có cổ đông nào nắm giữ trên 5% số lượng cổ phiếu. Tỷ lệ freeloat của DRI đang ở mức 33%, tương ứng với hơn 24.5 triệu cổ phiếu, đảm bảo cho tính thanh khoản của DRI.

Công ty TNHH MTV Cao su Dak Lak (Dakruco) được sở hữu 100% bởi Tỉnh Ủy Dak Lak. Doanh nghiệp đầu tư chủ yếu vào các hoạt động trông và khai thác cao su, với 9 chi nhánh, và 6 công ty con, trong đó có 1 công ty ở Lào và 1 công ty ở Campuchia. Hiện tại, Dakruco đang có chủ trương thoái vốn khỏi DRI, và việc DRI được niêm yết là một bước khởi đầu cho việc thoái vốn. Định hướng thoái vốn về mức sở hữu dưới 50%, qua hình thức thỏa thuận và sẽ hoàn thành trong năm 2017. Bên cạnh đó, Dakruco dự kiến cũng sẽ được IPO trong giai đoạn tới.

Toàn bộ hoạt động khai thác và cao su được thực hiện ở công ty con. Sản phẩm chủ lực của Dri là SVR 3L, SVR 10 và SVR 60 – chiếm khoảng 70% sản lượng khai thác, và được xuất khẩu sang các thị trường chủ chốt như Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan. Hiện tại 30% sản lượng được xuất khẩu trực tiếp qua các thị trường trong khu vực, và 70% sản phẩm được chuyển về Việt Nam trước khi xuất khẩu đi. Các sản phẩm chủ lực của DRI được dùng cho hoạt động sản xuất lốp xe, do vậy chịu tác động của tình hình tiêu thụ xe ô tô của Trung Quốc và khu vực nói chung.

Giai đoạn khó khăn đã qua - hết lỗ lũy kế trong 2017. Tình hình giá cao su khó khăn khiến doanh nghiệp liên tục thua lỗ, và lần đầu tiên có lợi nhuận trong 2016. Cho tới 31/12/2015, lỗ lũy kế của DRI ở mức 51.96 tỷ đồng. Với 21 tỷ đồng lợi nhuận năm 2016 và 19.4 tỷ đồng lợi nhuận trong quý 1/2017, mức lỗ lũy kế của doanh nghiệp hiện chỉ còn 7.3 tỷ đồng. Với những triển vọng khả quan, DRI sẽ hết lỗ lũy kế trong 2017 và đặt kế hoạch chia cổ tức 7% trong 2017.

Điểm nhấn đầu tư

Doanh nghiệp trẻ - với quy mô lớn thứ 2 trong ngành

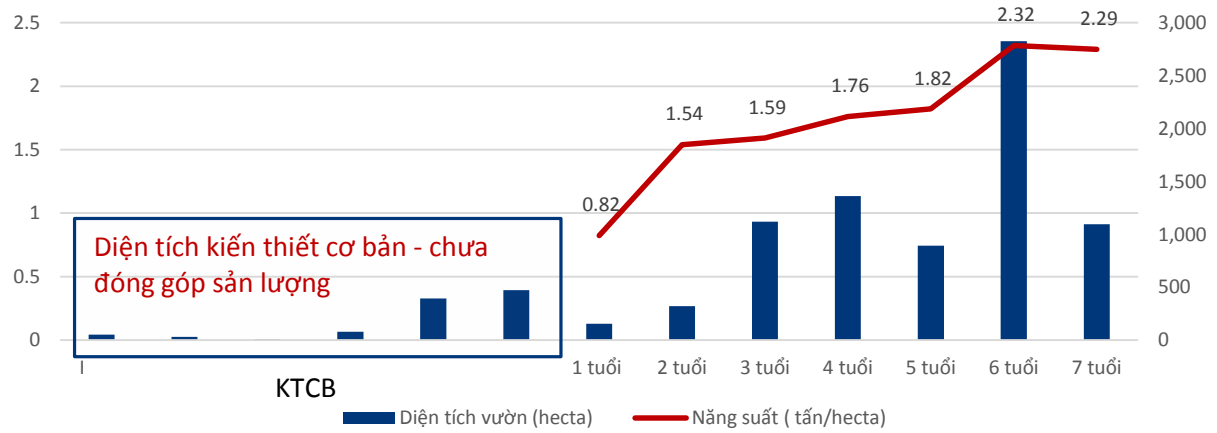
Doanh nghiệp hiện đang có quy mô lớn thứ 2 trong ngành, chỉ sau Phước Hòa trên phương diện vốn điều lệ và diện tích vườn cao su.

	PHR	DRI	DPR	TRC
Vốn điều lệ (tỷ đ)	813	732	430	300
Diện tích cao su đang khai thác	8,324	7,775	7,020	4,615
Năng suất khai thác	2.02	1.99	2.10	1.92
Độ tuổi cây trung bình	15.1	4.99	13-14	12.9
Sản lượng 2016	16,407	15,614	14,476	9,927
Công suất nhà máy	27,000	16,000	22,000	15,000

Vườn cây trẻ độ tuổi trung bình 5 năm. Vườn cây của DRI có khác biệt đáng kể so với các doanh nghiệp cao su đã hoạt động lâu năm tại Việt Nam. Độ tuổi cây trung bình của DRI vào khoảng 5 tuổi, so với độ tuổi khai thác trung bình của các doanh nghiệp trong ngành vào khoảng 14 tuổi. Độ tuổi cây trẻ đảm bảo yếu tố sản xuất cho doanh nghiệp khi vòng đời khai thác của cây cao su vào khoảng 20-25 năm.

Năng suất cao và đang tăng lên: Do bắt đầu trồng từ năm 2005, khi công nghệ về giống cây đã phát triển tốt hơn, nên năng suất khai thác của vườn cây DRI tốt hơn so với ngành. Mặc dù độ tuổi trung bình cây là 5 tuổi, năng suất thu hoạch của DRI cho năm 2017 đã đạt 1.99 tấn/hecta, chỉ thấp hơn không đáng kể với các doanh nghiệp Việt Nam đã sản xuất lâu năm. Mức năng suất khai thác cao nhất hiện nay của DRI là 2.3 tấn/hecta thuộc về các nhóm cây trên 6 tuổi khai thác, chiếm 50% tổng diện tích khai thác hiện nay. Doanh nghiệp kỳ vọng năng suất cao nhất có thể lên tới 2.5 tấn/hecta khi các nhóm cây đến độ tuổi 10 – 20 tuổi, theo đó kỳ vọng năng suất trung bình dự kiến sẽ ổn định ở mức 2.4 tấn/hecta vào năm 2021.

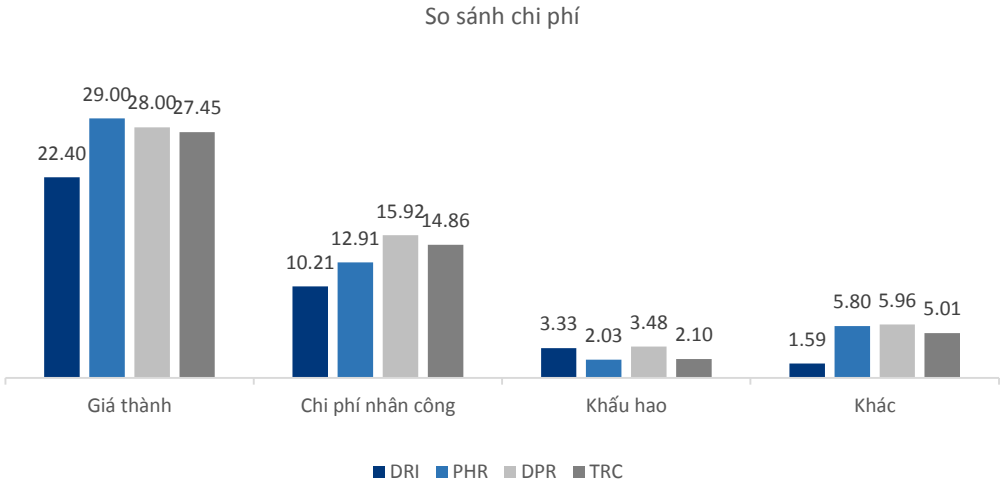
Cơ cấu vườn cây khai thác



Công suất nhà máy của DRI hiện đang ở mức thấp so với ngành. Năm 2016 doanh nghiệp đã sử dụng 95% công suất nhà máy, và dự kiến sẽ sử dụng 100% công suất vào năm 2017. Theo đó, để đáp ứng với tốc độ tăng dần của sản lượng thu hoạch khi năng suất và diện tích vườn cây được cải thiện, DRI dự định m đầu tư xây dựng mở rộng nhà máy chế biến, với công suất mở rộng 8,000 tấn và chi phí đầu tư khoảng 15 – 20 tỷ đồng. Doanh nghiệp đang dự kiến sẽ triển khai việc mở rộng trong 2017 và hoàn thành trong năm 2018 để đáp ứng sản lượng tăng lên. Với tổng công suất mới là 23,000 tấn, nhà máy của DRI sẽ đáp ứng được khả năng tăng trưởng dài hạn của doanh nghiệp.

Giá thành sản xuất thấp

Giá thành sản xuất trong 2016 của DRI chỉ ở mức 22.5 triệu đồng/tấn trong năm 2016, thấp hơn đáng kể so với giá thành của phần lớn các doanh nghiệp trong ngành trung bình vào khoảng 28 triệu trong năm 2016.



Sự tiết giảm chi phí thể hiện nổi bật ở chi phí nhân công. Chi phí nhân công cho mỗi tấn cao su sản xuất trung bình của ngành vào khoảng 14.5 triệu đồng, cao hơn đáng kể so với mức chi phí 10.2 triệu đồng của DRI trong năm 2016. Việc chi phí nhân công thấp có đóng góp từ việc chi phí nhân công thấp, đồng thời chi phí bảo hiểm xã hội và phúc lợi quy định ở Lào thấp hơn chi phí tương đương tại Việt Nam. Đây là lợi thế lớn của DRI đặc biệt trong bối cảnh các mức phí bảo hiểm đang tăng lên qua từng năm.

Cùng với giá thành nhân công rẻ, **áp lực cạnh tranh về nhân công ở Lào gần như không có** cũng là lợi thế lớn của DRI trong bối cảnh các doanh nghiệp cao su Việt Nam đang cạnh tranh nhân công với các khu công nghiệp liên tục mở rộng. Các quy định mới về hệ thống bảo hiểm của Việt Nam nhằm kéo dài tuổi làm việc cũng đã tạo động lực cho nhiều công nhân cao su nghỉ việc trong giai đoạn 2015-2016 để có chính sách lương hưu có lợi hơn.

Chúng tôi lưu ý lợi thế về thuế là không đáng kể. Thuế thu nhập doanh nghiệp tại Lào được xác định dựa trên doanh thu và lợi nhuận định mức 8%. Theo đó, bất kể có lãi hay không, doanh nghiệp vẫn chịu mức thuế 20% của phần lợi nhuận định mức, tương ứng

1.6% doanh thu. Ngược lại, với những năm có kết quả tốt, thuế nộp tại Lào sẽ thấp hơn so với các doanh nghiệp ở Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng hiệp định tránh đánh thuế 2 lần giữa Việt Nam và Lào **chỉ cho phép khấu trừ phần thuế thu nhập đã nộp tại Lào trừ vào trách nhiệm nộp thuế tại Việt Nam**, và vẫn phải khai báo thuế và nộp phần thuế chênh lệch ở Việt Nam. Như vậy mức thuế thu nhập doanh nghiệp của DRI sẽ vẫn tương đương các doanh nghiệp khác ở mức 20% lợi nhuận.

Sau giai đoạn giá cao su xuống thấp và các hoạt động đầu tư cơ bản bị thắt chặt để kiểm soát chi phí, DRI đã đặt kế hoạch giá thành sẽ tăng trong năm 2017 lên mức 28 triệu/tấn, cao hơn đáng kể mức giá 22 triệu của 2016 nhưng vẫn tốt hơn mức trung bình 30 – 31 triệu của ngành cao su. Chi phí tăng lên tập trung chủ yếu ở nhân công (2 triệu/tấn) và chi phí phân bón, chăm sóc cơ bản. BSC cho rằng chi phí sản xuất của DRI sẽ chỉ giao động ở mức 25-26 triệu/tấn, từ mức 22 triệu/tấn của năm 2016.

Giá cao su cải thiện giúp doanh nghiệp hết lỗ lũy kế và hồi phục mạnh mẽ

Kỳ vọng về sự cải thiện trong giá bán cao su đã được BSC phân tích ở nhiều bài báo cáo cao su trước đây của chúng tôi, nhà đầu tư có thể tham khảo ở đây

Do chỉ mới trồng cao su trong giai đoạn 2005-2012, DRI đã đối mặt với rất nhiều khó khăn trong những năm đầu khai thác. Nhóm cao su đầu tiên đi vào khai thác vào năm 2012, là lúc đang trên đà đi xuống cho đến tận mức đáy 6 năm vào T2/2016. Khác với các doanh nghiệp trên sàn, DRI không có diện tích cao su thanh lý để bù trừ phần lỗ từ hoạt động thuần, theo đó cho tới năm 2015, khi giá cao su tiệm cận mốc đáy 6 năm, DRI đã có mức lỗ lũy kế 51.9 tỷ đồng. Năm 2016, công ty thực hiện thanh lý vườn cà phê không mang lại hiệu quả, ghi nhận mức lỗ 24 tỷ đồng, làm giảm lợi nhuận ròng về mức 21.6 tỷ.

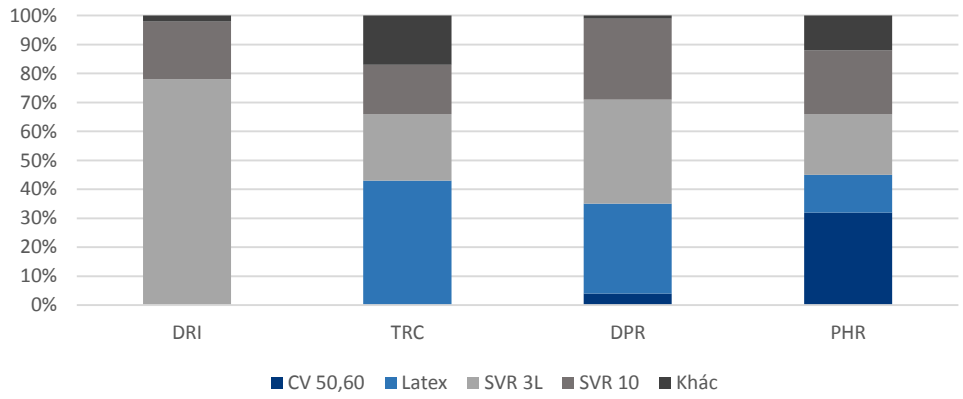
Diễn biến giá cao su

Hoạt động kinh doanh của DRI chỉ thuần túy là sản xuất cao su đã khiến công ty chịu thua lỗ nặng trong những năm giá cao su đi xuống, và cũng sẽ giúp doanh nghiệp cải thiện mạnh khi giá cao su theo đà hồi phục – như trong năm 2017.

Trong năm 2017, DRI đặt mục tiêu giá bán cao su khoảng $1800 /tấn, tương ứng khoảng 40 triệu vnd/tấn cao su, phù hợp với giá định của BSC cho giá cao su trung bình trong năm 2017. Chúng tôi lưu ý rằng do giá nhân công của DRI không biến đổi theo giá cao su, và đã được quyết định theo quỹ lương từ đầu năm, nên trường hợp giá cao su có diễn biến cao hơn so với kế hoạch, thì lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ tăng trưởng tương ứng.

Tuy vậy, trong năm 2016, giá bán trung bình của DRI chỉ đạt 26 triệu đồng/tấn, thấp hơn 15% so với mức giá bán trung bình các doanh nghiệp Việt Nam vào khoảng 30 triệu đồng/tấn. Việc giá bán thấp hơn là do đặc thù kinh doanh sản phẩm ở Lào, không có cảng biển và phải chuyển về Việt Nam để có thể xuất khẩu sang các quốc gia khác. Lượng sản phẩm xuất khẩu trực tiếp cũng được giảm giá để trừ cho phần chi phí tăng thêm. Bên cạnh đó, cơ cấu sản phẩm của DRI bao gồm chủ yếu là SVR 3L và SVR 10, có giá bán thấp hơn so với các dòng sản phẩm Latex, CV 50 và CV 60, cũng là một yếu tố khiến giá bán trung bình thấp hơn so với các doanh nghiệp đầu ngành khác. Theo đó, để tương đồng với giả định giá bán 40 triệu đồng/tấn ở các doanh nghiệp trên sàn, chúng tôi giả định giá bán trung bình của DRI chỉ đạt 36 triệu/ tấn trong năm 2017.

Cơ cấu sản phẩm 2016



Nguồn: BCTN DRI, DRC, DPR, PHR, BSC Research

Theo đó, với giả định giá cao su trung bình đạt 36 triệu đồng/ tấn, và giá thành giả định là 26 triệu/tấn, lợi nhuận ròng cho mỗi tấn cao su thu về của DRI vào khoảng 10 triệu đồng, và lợi nhuận thu về từ hoạt động cao su trong năm 2017 được ước tính vào khoảng 154.5 tỷ đồng, tăng gấp 4 lần so với số thực hiện năm 2016.

Rủi ro đầu tư

Có thể trích lập các quỹ khen thưởng phúc lợi cao, ảnh hưởng đến lợi ích cổ đông. Cho đến nay doanh nghiệp vẫn còn lỗ lũy kế, do vậy chưa từng thực hiên trích lập các quỹ đầu tư, quỹ khen thưởng phúc lợi. Kể từ năm 2017, doanh nghiệp có thể sẽ tăng cường việc trích lập khi lợi nhuận cải thiện đáng kể khi triển vọng trung hạn khả quan.

Chúng tôi giả định mức trích lập quỹ cho năm 2017 vào khoảng 20%, là mức trung bình của ngành cao su hiện nay. Lưu ý rằng mức trích lập giả định là tương đối cao, do công ty mẹ Dukruco hiện nay cũng chỉ trích lập 5% quỹ khen thưởng phúc lợi.

Rủi ro từ vườn điều khai thác không hiệu quả. DRI hiện đang khai thác 498 hecta vườn điều cũng ở Lào, nhưng khai thác không hiệu quả. Hiện tại doanh nghiệp chỉ đang ở mức hòa vốn cho vườn điều, và cũng không có các kế hoạch cụ thể để cải thiện tính hiệu quả của lĩnh vực này. BSC lưu ý trong năm 2016, DRI đã thực hiện thanh lý vườn cà phê Paksoong do chỉnh Chămpasắc –Lào thu hồi ghi nhận lỗ 26.4 tỷ đồng. Theo đó BSC lưu ý rủi ro của những động thái tương tự đối với vườn điều.

Ước tính KQKD và định giá

BSC ước tính DRI có thể đạt 154.5 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, tăng gấp 4 lần so với con số thực hiện năm 2016. Mức lợi nhuận được dựa trên các giả định

- Sản lượng thu hoạch 2017 đạt 15,448 tấn, với tổng diện tích khai thác là 7,800 hecta và năng suất bình quân là 1.99 tấn/hecta
- Giá bán bình quân được giả định thận trọng ở mức 36 triệu đồng/tấn
- Giá thành bình quân theo kế hoạch là giả định ở mức 26 triệu đồng/tấn
- Giả định vườn điều chỉ ở mức hòa vốn trong 2017
- Thuế suất 20% (cho cả Lào và Việt Nam)

Theo đó, EPS 2017 của DRI ước đạt 1,410 VND/cp, với giả định trích lập quỹ khen thưởng phúc lợi 20%, là mức cơ bản của ngành cao su hiện nay. Theo đó, doanh nghiệp chính thức hết lỗ lũy kế. Công ty đặt kế hoạch trả cổ tức 7% cho năm 2017

Triển vọng tăng trưởng cho giai đoạn 2018-2020 là khả quan, và chững lại từ 2022. Với giả định giá cao su chỉ tăng nhẹ 3%.năm, tăng trưởng lợi nhuận được dự báo ở mức 19.1%.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Doanh số	412.67	400.74	556.13	637.37	744.48	813.51	852.75
% yoy		-2.9%	38.8%	14.6%	16.8%	9.3%	4.8%
Lợi nhuận trước thuế	5.13	28.05	154.48	184.50	230.79	243.26	248.27
EPS	0	296	1,410	1,617	2,022	2,131	2,175
% yoy			376.4%	14.7%	25.0%	5.4%	2.1%

Định giá

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý cho mỗi cổ phiếu DRI là 15,700 VND/cp (upside 48.1%), bằng hai phương pháp định giá P/E và FCFF.

Phương pháp P/E – Giá hợp lý 14,100 VND/cp

EPS 2017 = 1,410 VND, và PE định giá là 10 – Khá thận trọng khi so sánh mức P/E trung bình của các doanh nghiệp trên sàn (với EPS đã trừ quỹ KTPL) là khoảng 15x. Theo đó, giá hợp lý theo phương pháp này là 14,100 VND/cp

Phương pháp FCFF – Giá hợp lý 17,200 VND/cp

Giai đoạn 1 từ 2017 – 2021: Vườn cây tăng trưởng lên mức năng suất ổn định.

Giai đoạn 2: Sau 2021: dòng tiền ước tính ổn định và tăng trưởng dài hạn ở mức 1.5%/năm

Mức chiết khấu dòng tiền WACC được ước tính ở mức 11.63% dựa trên các giả định

WACC	11.63%
Re	13%
We	65%
Rd	9%
Wd	35%

Giả định cho Re	
Beta: mức trung bình của ngành cao su	0.8
MRP[1] - lãi suất thị trường = phần bù rủi ro thị trường Việt nam + Lãi suất thị trường Mỹ	14.1 %
Rf – Trái phiếu chính phủ 5 năm	6.8%
Re	12.6%

Theo đó định giá FCFF như sau:

FCFF	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**
Lợi nhuận cho cổ đông	103	118	148	156	159
+ Khấu hao	53	54	58	58	58
+ Lãi vay (1-t)	45	43	43	41	37
- thay đổi trong vốn lưu động	10	10	2	9	23
- Thay đổi trong đầu tư TSCĐ	1	21	1	1	-
FCFF	**190**	**184**	**246**	**245**	**231**
Discounted FCFF	172	149	179	159	1,335
Total FCFF	1,994				
- Nợ vay hiện tại	738				
Dòng tiền cho chủ sở hữu	1,256				
Số lượng cổ phiếu	73.20				
Giá cp	**17.2**				

Tổng hợp 2 phương pháp

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng	Giá khuyến nghị
P/E	14,100	50%	15,700
FCFF	17,100	50%	

[1] http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

Phụ Lục – Tổng kết tài chính

KQKD (tỷ đồng)	FY16	FY17	FY18
Doanh số thuần	400.74	556.13	637.37
Giá vốn hàng bán	-266	-319	-369
Lãi gộp	134	237	268
Chi phí bán hàng & QLDN	-22	-31	-36
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	112	206	232
Thu nhập tài chính	5	5	5
Chi phí tài chính	-57	-57	-53
Thu nhập khác, ròng	0	0	0
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	59	154	184
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	22	129	148
EPS	296	1410	1617
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	33%	43%	42%
Biên lợi nhuận thuần	28%	37%	36%
Biên LNTT	15%	28%	29%
ROE	3%	16%	16%
ROA	2%	8%	9%
ROIC	2%	11%	12%
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay hàng tồn kho	10.35	12.94	12.94
Vòng quay khoản phải thu	30.47	29.74	29.74
Vòng quay khoản phải trả	5.3	6.05	6.05
Chỉ số thanh khoản			
Thanh toán hiện thời	0.33	0.50	0.96
Thanh toán nhanh	0.23	0.44	0.96
Khả năng thanh toán			
Nợ/ TTS	0.48	0.48	0.43
Nợ/VCSH	0.91	0.91	0.74

Cân đối kế toán (tỷ đ)	FY16	FY17	FY18
Tài sản			
Tài sản ngắn hạn	84	171	356
I. Tiền và tương đương tiền	34	111	296
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0	0	0
III. Các khoản phải thu	13	19	21
IV. Hàng tồn kho, ròng	26	25	21
V. Tài sản lưu động khác	11	16	18
I. Phải thu dài hạn	0	0	0
II. Tài sản cố định	1,122	1,189	1,141
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	0	0	0
IV. Đầu tư dài hạn	0	0	0
Nguồn vốn			
I. Nợ ngắn hạn	256	340	372
II. Nợ dài hạn	419	398	318
I. Vốn và các quỹ	743	808	927

Phụ Lục 2 – So sánh với ngành các chỉ số tài chính 2016

	DRI	PHR	DPR	TRC
Chỉ số hoạt động				
Diện tích khai thác (ha)	7775	8,324	7,020	4,615
Năng suất 2016 (tấn/ha)	1.99	1.95	1.92	1.91
Công suất sản xuất (tấn/năm)	16000	27,000	17,000	9,000
Giá thành trung bình	22.4	29.0		27.45
Giá bán trung bình	26.2	30.84	32.5	30.65
Chỉ số tài chính				
% tài sản ngắn hạn	5.9%	32.30%	34.30%	22.40%
% tài sản dài hạn	94.1%	67.70%	65.70%	77.60%
% nợ	48%	23.60%	9.30%	5.90%
% VCSH	52%	66.50%	90.70%	85.60%
Doanh thu (tỷ đ)	400.7	1,143	711.5	401.5
LNTT (tỷ đ)	21.6	314.2	174.2	126.2
Biên LNG	33%	13.4%	25.2%	17.5%
Biên LNTT	15%	20.90%	23%	23.40%
ROA	3%	6.10%	4.90%	4.30%
ROE	2%	9.80%	6.00%	5.00%
Hệ số thanh toán hiện thời	0.33	1.24	1.48	2.53
Hệ số thanh toán nhanh	0.23	1.01	1.34	2.51
tỷ lệ đòn bẩy (nợ vay / VCSH)	0.91	0.67	0.11	0.2
Định giá				
EPS 2016 (đã loại trừ KTPL)	296	2,125	2,550	1,930
EPS 2017 – dự báo	1,410	3,152	3,523	2,823
P/E forward	9.1	10.0	13.0	10.8
P/B	1.16	1.04	0.88	0.63

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 Vĩ mô, ngành và doanh nghiệp. 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

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: BSCV <GO>