

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

Báo cáo cập nhật KQKD 31/10/2017

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu (VND)	16.000
Tiềm năng tăng giá	39,1%
Cổ tức (VND)	10%

Thông tin cổ phiếu 30/10/2017

Giá hiện tại (VND)	11.500
Số lượng CP niêm yết	73.200.000
Số lượng CP lưu hành	73.200.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	841,8
Khoảng giá	8.000-18.600
% sở hữu nước ngoài	0,17%

Biến động giá kể từ ngày lên sàn



DRI

Liên hệ

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

MBS đã có chuyến công tác tại Lào gặp gỡ doanh nghiệp, khảo sát 4 nông trường sản xuất và nhà máy chế biến cao su của DRI, ghi nhận những thông tin chính sau:

- Doanh nghiệp có vườn cây sinh trưởng ở mức tốt nhất ngành, giống cây tiên tiến hợp khí hậu, thổ nhưỡng tốt, tỷ lệ cây sống cao
- Các vườn cây bắt đầu vào giai đoạn khai thác năng suất cao, ghi nhận một số vườn cây tại Nông trường số 1 của DRI đã có năng suất vượt trội trên 3 tấn/ha
- Quản lý chi phí tốt giúp giá thành sản xuất thấp nhất ngành
- Công ty mẹ Dakruco sẽ thoái vốn giảm tỷ lệ sở hữu vào năm 2018
- Xử lý dứt điểm ngay trong năm nay khoản phải thu khó đòi 21,5 tỷ đồng kể từ khi thành lập dự án, lên kế hoạch chuyển sàn HOSE trong Quý 2 năm 2018
- Thay đổi KH mức trả cổ tức năm 2017 từ 7% lên 10%, nâng mức cổ tức năm 2018 từ 10% lên 15%
- Hành động: Lập lại khuyến nghị MUA**

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu	401	615	652	717
LNTT	28	152	184	202
LNST	22	129	156	172
EPS (VND)	296	1.763	2.133	2.347
P/E (lần)		6,5	5,4	4,9

Nguồn: BCTC DRI và MBS dự phóng

Luận điểm đầu tư

MBS tiếp tục tiến hành cập nhật định giá đối với cổ phiếu DRI với mức giá mục tiêu 16.000 VND/cổ phiếu, cao hơn 39,1% so với mức giá hiện tại, với các luận điểm:

- Giá cao su được dự báo tiếp tục duy trì 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** do hưởng lợi từ chi phí nhân công giá rẻ tại Lào.
- 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.
- Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của DRI** trong năm 2017 là 615 tỷ đồng (+53,3% YoY) và 129 tỷ đồng (+497% YoY). Năm 2018 doanh thu ước đạt 652 tỷ đồng và LNST đạt 156,2 tỷ đồng với giá cao su trung bình năm giả định ở mức 35,5 triệu đồng/tấn. Mức EPS forward năm 2018 ước đạt 2.133 VND/cp, tương ứng mức P/E là 5,4 lần, thấp hơn khá nhiều so với trung bình ngành.

CẬP NHẬT TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ DỰ PHÒNG

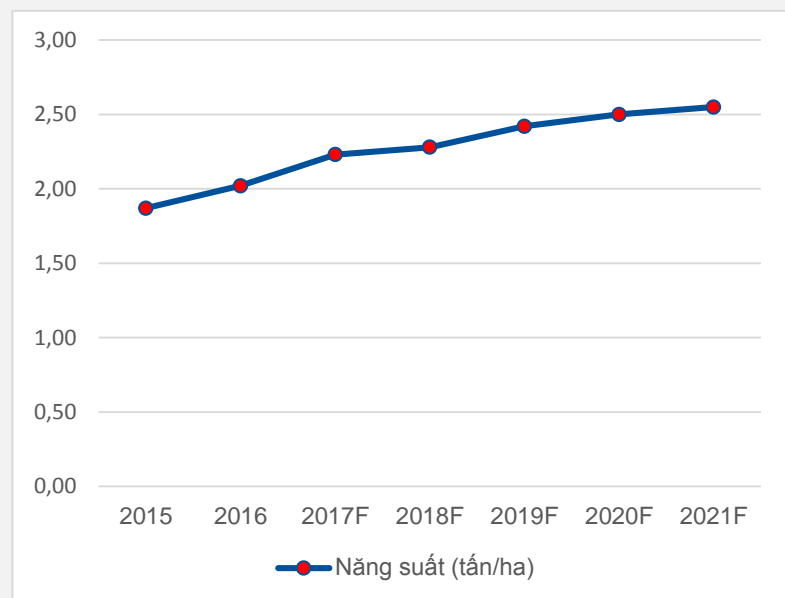
Hình ảnh 1: Vườn cây cao su phát triển tốt của DRI tại Champasak và Salavan, Lào



(Nguồn: MBS Research)

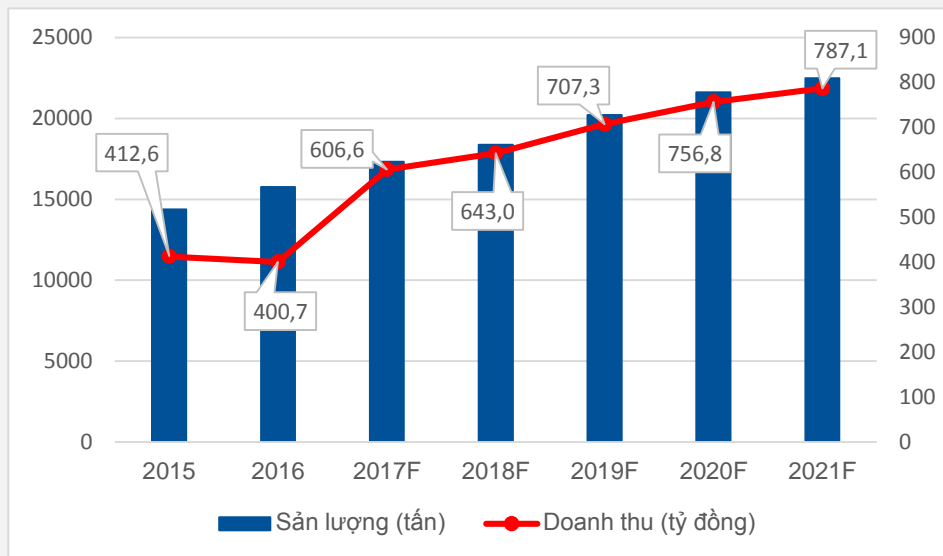
MBS mới đây đã có chuyến công tác khảo sát vườn cây 4 nông trường sản xuất và nhà máy chế biến cao su của DRI. Vườn cây của DRI có diện tích 8.837ha, là vườn cây trẻ nhất trong số những công ty cao su đang niêm yết, bắt đầu được trồng từ cuối 2006-2013. Hiện nay, diện tích khai thác là 7.700ha, phần lớn đã bắt đầu bước vào giai đoạn năng suất cao. Nhờ có điều kiện khí hậu, thổ nhưỡng thích hợp, sử dụng giống cây mới tiên tiến và kinh nghiệm chăm sóc quản lý chuyên nghiệp, vườn cây cao su của DRI hiện đang có năng suất trung bình ở mức 2 tấn/ha, tương đương với các doanh nghiệp cao su hàng đầu như TRC, DPR, PHR. Tuy nhiên, khác với các doanh nghiệp kể trên có tỷ lệ vườn cây già ngày càng gia tăng, năng suất sẽ bị suy giảm thì cơ cấu vườn cây của DRI còn rất trẻ, độ tuổi trung bình chỉ mới 7 tuổi nên năng suất của DRI sẽ còn tăng trưởng mạnh trong khoảng 4-5 năm tới. Đặc biệt, khảo sát thực tế vườn cây tại nông trường số 1 (trồng giai đoạn đầu vào cuối năm 2006-2007), DRI đã có những lô cao su đã cho năng suất vượt 3 tấn/ha, đây là mức năng suất cao vượt trội, rất hiếm có trong ngành.

Biểu 1 – Năng suất dự kiến của DRI



(Nguồn: MBS dự phóng)

Biểu 2 – Sản lượng và doanh thu dự kiến



(Nguồn: MBS dự phóng)

Chúng tôi giữ nguyên quan điểm dự phóng sản lượng năm 2017 như trong báo cáo trước. Năm 2018 dự phóng sản lượng thận trọng ở mức 18.371 tấn, tăng trưởng 6% so với năm. Dự kiến sản lượng của DRI sẽ tăng trưởng 10%/năm và có thể đạt vượt mức 20.000 tấn trong vòng 3 năm tới. Kể từ năm 2020, sản lượng DRI sẽ ổn định ở mức 21.000 - 22.000 tấn. Trong năm 2017, DRI cũng đã triển khai mở rộng nhà máy sản xuất chế biến mủ tại tỉnh Champasak để nâng sản lượng chế biến từ 16.000 tấn/năm lên mức 18.000 tấn/năm và sẽ tiếp tục nâng cấp mở rộng trong các năm tới.

Hình ảnh 2: Nhà máy chế biến và sản xuất mủ cao su của DRI



(Nguồn: MBS Research)

Kết quả kinh doanh quý 3 năm 2017 của DRI sản lượng 4.680 tấn, đạt 137,8 tỷ doanh thu (+26,5% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt mức 15,2 tỷ đồng (+21% YoY). Trong quý 3, lợi nhuận khác của DRI ghi nhận khoản lỗ 22,8 tỷ đến từ việc giải quyết khoản phải thu khó đòi kể từ thời điểm bắt đầu dự án. Đây là nỗ lực của công ty để giải quyết dứt điểm phần ngoại trừ của kiểm toán trước khi nộp hồ sơ niêm yết trên HOSE vào năm sau. Lũy kế 9 tháng đầu năm, DRI đạt 11.922 tấn sản lượng thu hoạch, 11.863 tấn sản lượng tiêu thụ, doanh thu đạt 414 tỷ đồng (+66,2% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 99 tỷ đồng so với khoản lỗ 27,59 tỷ đồng cùng kỳ 2016, EPS 3 quý đạt 1.354 đồng/CP.

Biểu 3 – Dự phóng Kết quả kinh doanh

		2015	2016	2017F	2018F	2019F
Sản lượng tiêu thụ	Tấn	15.457	14.973	17.331	18.371	20.208
Giá bán	Triệu/tấn	26,84	29,00	35,00	35,00	35,00
Giá thành	Triệu/tấn	26,74	24,44	25,00	25,00	25,00
Doanh thu	Tỷ VND	413	401	615	652	717
Lợi nhuận HĐKD	Tỷ VND	88,3	134,3	173,3	183,7	202,1
LNTT	Tỷ VND	5,1	28,1	151,8	183,7	202,1
Thuế TNDN Lào	Tỷ VND	6,6	6,4	6,2	6,5	7,2
Thuế TNDN VN	Tỷ VND			16,6	21,0	23,1
LNST	Tỷ VND	(1,5)	21,6	129,0	156,2	171,8
EPS	VND		296	1.763	2.133	2.347

(Nguồn MBS dự phóng)

Chúng tôi cập nhật giả định giá bán của DRI ở mức 35 triệu đồng/tấn, thấp hơn mức giá trong báo cáo lần trước 0,8 triệu đồng. Giá thành (đã bao gồm chi phí QL, chi phí DN và chi phí tài chính) cập nhật ở mức 25 triệu đồng/tấn, thấp hơn 1,3 triệu đồng/tấn do DRI quản lý chi phí rất tốt. Dự phóng trong năm 2017, sản lượng tiêu thụ của DRI sẽ đạt mức 17.330 tấn (+16% YoY), cao hơn 11,8% so với KH, doanh thu và lợi nhuận của DRI trong năm 2017 ở mức 615 tỷ đồng (+53,3% YoY) và 129 tỷ đồng (+497% YoY). Năm 2018 doanh thu ước đạt 652 tỷ đồng và LNST đạt 156,2 tỷ đồng, EPS ở mức 2.133 đồng.

Theo chính sách ưu đãi của chính phủ Lào đối với Daklaoruco – Công ty con của DRI tại Lào được miễn thuế TNDN trong năm 2 đầu cạo mỏ, sau đó sẽ nộp thuế lợi tức tính theo doanh thu với tỷ lệ 8%, thuế suất là 20% trong vòng 50 năm. Nếu tính trên doanh thu thì mức thuế tương đương 1.6%/năm doanh thu. Tuy nhiên tháng 9/2017, Chính phủ Lào đã có văn bản thay đổi tỷ lệ lợi tức tính theo doanh thu. Cụ thể là từ năm 2017, tỷ suất 8% sẽ được giảm xuống còn 5%, tương ứng với thuế suất tính trên doanh thu chỉ là 1%/năm. Do Việt Nam và Lào đã ký kết Hiệp định tránh đánh thuế hai lần nên khi Daklaoruco chuyển lợi tức về Việt Nam, DRI sẽ chỉ phải nộp cho cơ quan thuế tối đa 15% (mức thuế ngành sản xuất cao su) trên phần lợi tức chuyển về và khấu trừ phần thuế đã nộp tại Lào. DRI hiện đã có công văn gửi cơ quan thuế để xác định mức thuế chính xác phải nộp.

Biểu 4: Thay đổi dự phóng Kết quả kinh doanh

	Dự báo 2018 trước đây	Dự báo 2018 cập nhật	Thay đổi	Lý do thay đổi
Sản lượng tiêu thụ	19.064	18.371	Điều chỉnh giảm	Diện tích mở cạo mới năm 2018 thấp hơn dự kiến
Giá bán	36,4	35	Điều chỉnh giảm	Điều chỉnh theo giá cao su thế giới
Giá thành	27,3	25	Điều chỉnh giảm	DRI quản lý chi phí hiệu quả
Doanh thu	702	652	Điều chỉnh giảm	
LN khác	(25)	0	Điều chỉnh tăng	DRI sẽ không thanh lý vườn Điều trong năm 2018 mà sẽ giữ lại để làm nguyên liệu phục vụ cho dự án chế biến RSS mới.
LNTT	161,8	183,7	Điều chỉnh tăng	
Thuế TNDN Lào	11,2	6,5	Điều chỉnh giảm	T9/2017, chính phủ Lào đưa ra văn bản thay đổi tỷ lệ lợi tức tính theo doanh thu, giảm từ 8% xuống chỉ còn 5%, được áp dụng từ 1/1/2017.
Thuế TNDN VN	0	21	Điều chỉnh tăng	DRI sẽ phải nộp cho cơ quan thuế tối đa 15% (mức thuế ngành sản xuất cao su) trên phần lợi tức chuyển về và khấu trừ phần thuế đã nộp tại Lào. DRI hiện đã có công văn gửi cơ quan thuế để xác định mức thuế chính xác phải nộp.
LNST	150,6	156,2	Điều chỉnh tăng	
EPS	2.057	2.133	Điều chỉnh tăng	

(Nguồn MBS Research)

TỶ LỆ CỔ TỨC

Biểu 5 – Tỷ lệ cổ tức dự kiến

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

(Nguồn: DRI)

Kế hoạch cổ tức năm 2017 của doanh nghiệp là 7% tiền mặt nhưng thực tế có thể lên đến 10%. Theo trao đổi với doanh nghiệp, Ban lãnh đạo sẽ đề xuất nâng mức trả cổ tức lên 10% vào cuộc họp ĐHCĐ đầu năm 2018. Các năm sau tỷ lệ cổ tức sẽ được nâng lên duy trì ở mức 15% tiền mặt. Chúng tôi cho rằng kế hoạch cổ tức là khả thi nhờ dòng tiền tốt của doanh nghiệp.

CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ

Dựa vào tiềm năng tăng trưởng dài hạn của DRI trong tương lai, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) để định giá doanh nghiệp. 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	607	643	707	757	787	811	
EBIT	179	225	237	246	250	253	
Thuế TNDN	15%	15%	15%	15%	15%	15%	
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	0	-10	0	-10	0	0	
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	10	1	1	1	0	0	
FCFF	171	192	214	212	225	228	
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	153	153	152	135	128	1175	
Tổng PV (FCF)	1.009	Tỷ suất chiết khấu					
(+) Tiền và đầu tư	34	Beta					0,65
(-) Nợ vay	-523	Lãi suất trái phiếu					6%
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	1.171	Tỷ suất sinh lời thị trường					12 %
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	73,2	WACC					12%
Giá trị cổ phần (VND)	15.998						

(Nguồn: MBS Research)

Bằng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu DRI là **16.000 VND**. Với mức EPS forward 2018 là **2.133 VND**, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 7,5 lần.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Hoạt động kinh doanh chính của DRI là sản xuất mũ 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.

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY GIÁ CAO SU

Biểu 7 – Phân tích độ nhạy giá cao su của DRI

Giá bán cao su DRI (triệu đồng)	Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	EPS (VNĐ)
30	78,1	1.067
31	93,7	1.280
32	109,3	1.493
33	124,9	1.707
34	140,5	1.920
35	156,2	2.133
36	171,8	2.347
37	187,4	2.560
38	203,0	2.773
39	218,6	2.987
40	234,2	3.200

(Nguồn: MBS Research)

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Ngân hàng

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)

MBS Institutional sales

Nguyễn Thị Minh Phương (Phuong2.NguyenMinh@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 HỘ 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.