

20/08/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	14,100
Giá hiện tại	10,600
Tiềm năng tăng/giảm	38% (*)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	73.2
Free float (%)	37%
Vốn hóa (tỷ VND)	739
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	999,868
Sở hữu nước ngoài (%)	0.1%
Ngày niêm yết đầu tiên	23/05/2017

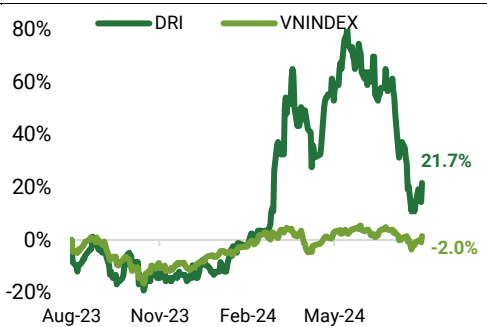
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

CTCP Cao su Đắk Lắk	60.8%
Cổ đông khác	39.2%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	997.3
BVPS (VND)	6,668
Nợ/VCSH (%)	8%
ROA (%)	12.02%
ROE (%)	14.46%
P/E	10.8
P/B	1.6
Tỷ suất cổ tức (%)	5.6%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

DRI hoạt động chính trong lĩnh vực khai thác, chế biến mủ cao su và cây ăn quả. Công ty hiện đang quản lý vườn cao su trồng tại 2 tỉnh ChămPaSăk và Salaval tại Lào thông qua công ty con, tổng diện tích cao su lên đến 8.810,5 ha. DRI chủ yếu sản xuất các sản phẩm SVR3L, SVR10 và SVR60.

KHỐI PHÂN TÍCH

Nguyễn Cửu Minh Danh
danhnguyen@phs.vn

KỶ VỌNG LỚN TRÊN NỀN RỦI RO THẤP

- Vườn cây trong thời kỳ trưởng thành tạo lợi thế trong bối cảnh ngành suy giảm nguồn cung. Kỳ vọng kết quả kinh doanh sẽ khả quan nhờ vào tệp sản phẩm có giá trị cao, hưởng lợi từ giá bán đang neo cao.
- Tham gia chứng chỉ bền vững giúp sản phẩm DRI gia tăng vị thế trên thị trường quốc tế, đây đang là thị trường trọng tâm của công ty.
- Sức khỏe tài chính ổn định và cổ tức bằng tiền mặt đều đặn.
- Chúng khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **38.0%**, bao gồm 6.6% tỷ suất cổ tức so với giá đóng cửa ngày 20/08/2024.

Cập nhật kết quả kinh doanh 6T24:

Trong 6T24, DRI ghi nhận doanh thu thuần đạt 180.2 tỷ VND (-11.0% YoY) và LNST ghi nhận 30.3 tỷ VND (-4.2% YoY), lần lượt hoàn thành 40%/50% kế hoạch của DRI đặt ra và 33%/24% dự phóng trước đó của PHS. Mặc dù giá bán bình quân 6T24 của DRI ghi nhận rất tích cực khi đạt 1.61 USD/kg (+13% YoY), doanh thu vẫn ghi nhận mức tăng trưởng âm đến từ:

- Sản lượng tiêu thụ trong 6T24 sụt giảm mạnh khi chỉ đạt 4.48 nghìn tấn (-27% YoY), thấp hơn đáng kể với bình quân 6 nghìn tấn giai đoạn 5 năm trước đó. Chúng tôi đánh giá rằng, i) giá trị hàng tồn kho đầu kỳ thấp (tại cuối thời điểm 4Q23 và 1Q24) cùng với ii) sự suy giảm khai thác trong kỳ với sản lượng khai thác trong 1H24 giảm mạnh 39% YoY đã làm ảnh hưởng đến công tác bán hàng của DRI trong nửa đầu 2024.
- Điểm tích cực đến từ xu hướng tăng giá bán và kỳ vọng mặt bằng giá tiếp tục được neo cao trong 2H24-FY25: Giá bán bình quân của DRI trong 2Q24 đã đạt 1.73 USD/kg (+19% YoY).

Luận điểm đầu tư:

1. Vườn cây trong thời kỳ trưởng thành tạo lợi thế trong bối cảnh suy giảm nguồn cung của ngành. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đã ước tính sản lượng khai thác bảo gồm tỷ lệ hao hụt là (-8%) so với sản lượng lý thuyết dựa vào năng suất mủ của cây cao su vì các lý do i) ảnh hưởng từ thời tiết; ii) thiếu hụt nhân công; iii) tỷ lệ thất thoát mủ tại nông trường, từ đó dự phóng sản lượng khai thác bình quân của DRI có thể sẽ đạt tốc độ CAGR là 2.0% trong giai đoạn 2024F-2028F.

Duy trì được năng suất khai thác sẽ giúp DRI có được cơ hội bán hàng trong bối cảnh nguồn cung toàn ngành bị ảnh hưởng với tốc độ tăng trưởng dự báo là chỉ khoảng 1% hàng năm.

2. Dự phóng KQKD khả quan nhờ vào tệp sản phẩm có giá trị cao và hưởng lợi từ giá bán đang neo ở mức cao. Doanh thu và lợi nhuận gộp của DRI đã được điều chỉnh giảm so với trước đó, dự phóng tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 24F-26F lần lượt là 5.1% và 8.2%, dựa vào các giả định sau:

- Sản lượng tiêu thụ giai đoạn 24F-26F ghi nhận 13.8/14.1/14.4 nghìn tấn (-5.6%/2.0%/2.0% YoY), giảm 14% so với dự phóng trước.
- Giá bán bình quân cả năm dự phóng sẽ đạt mức 1.69/1.74/1.79 USD/kg (+19.3%/3%/3% YoY), tăng 4.72% so với dự phóng trước.
- Biên lợi nhuận gộp ghi nhận ở mức cao là 39.3%/40.4%/41.7%.

3. Tham gia chứng chỉ bền vững giúp sản phẩm của DRI gia tăng vị thế trên thị trường quốc tế. Trong 1H24, tỷ lệ xuất khẩu đã tăng lên 66.7% (tăng 4.8% so với tỷ lệ 61.9% trong năm 2023), cho thấy đây đang là thị trường trọng tâm của DRI.

Kỳ vọng các chứng chỉ về quản lý rừng và sản phẩm bền vững được cấp trong 2H24 sẽ mang lại tấm thẻ Visa xuất khẩu dài hạn cho DRI khi đáp ứng được các tiêu chí cấp thiết của các đơn vị cung ứng trong thời kỳ phát triển bền vững đang là xu thế toàn cầu.

Trong dài hạn DRI còn có ý định tham gia thị trường trao đổi tín chỉ Carbon, hướng tới phát thải bằng 0 của thế giới, từ đó từng bước đưa DRI tham gia vào nền kinh tế xanh tuần hoàn toàn cầu, tạo thêm thu nhập cho công ty.

4. Sức khỏe tài chính ổn định và cổ tức tiền mặt đều đặn: Tại thời điểm 30/06/2024, khoản mục nợ phải trả chỉ chiếm 19% tổng tài sản (608 tỷ VND) của DRI và hoàn toàn đến từ khoản nợ phải trả ngắn hạn. Trong đó, nợ vay ngắn hạn hiện chỉ còn 37 tỷ VND chủ yếu để hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động.

Chúng tôi kỳ vọng rằng giai đoạn 24F-26F, DRI sẽ hoàn toàn có thể tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt là 700VND/cổ phiếu, mang lại lợi suất cổ tức là 6.9% so với giá đóng cửa ngày 16/08/24. Kỳ vọng này đến từ cơ sở sau **i)** lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn trong giai đoạn 2018-2023; **ii)** dòng tiền không còn bị áp lực nợ vay và chi phí tài chính và **iii)** kết quả kinh doanh được dự phóng khả quan mang về dòng tiền thuần ổn định cho DRI.

Định giá và khuyến nghị:

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, ước tính giá mục tiêu điều chỉnh là **14,100 VND/ cổ phiếu**, giảm 6.6% so với giá mục tiêu là 15,100 VND/cổ phiếu khi áp dụng phương pháp P/E trong báo cáo trước đó. Chúng tôi cho rằng phương pháp DCF sẽ phản ánh tốt hơn giá trị nội tại của DRI bằng cách loại bỏ đi các yếu tố chu kỳ của thị trường hàng hóa, vì đóng góp KQKD chủ yếu đến từ lĩnh vực cao su thiên nhiên giai đoạn 24F-26F. Trong mô hình định giá, chưa bao gồm các yếu tố tác động của 02 hoạt động **i)** thanh lý cây cao su và **ii)** tham gia thị trường trao đổi chứng chỉ carbon.

Trong bối cảnh DRI là doanh nghiệp có sức khỏe tài chính ổn định và triển vọng ngành tốt, chúng tôi kỳ vọng đây là một cổ phiếu có yếu tố cơ bản và tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ vào việc hưởng lợi từ giá bán cao su neo cao và vườn cây đang trong thời kỳ trưởng thành. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **38.0%**, bao gồm tỷ suất lợi tức là 6.6%, so sánh với giá đóng cửa ngày 20/08/2024.

Rủi ro giảm giá: **i)** Sản lượng khai thác tiếp tục bị suy giảm bởi thời tiết và thiếu hụt nhân công; **ii)** Giá cao su không duy trì được ở mức cao sẽ ảnh hưởng đến biên hoạt động của DRI; **iii)** Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh hơn dự phóng; **iv)** Biến động mạnh trong các nhịp điều chỉnh của thị trường với cổ phiếu có tỷ lệ beta cao.

Bảng 1: Chỉ tiêu tài chính của DRI giai đoạn 2022A-2026F

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	497	444	486	510	536
LNST (tỷ VND)	81	74	103	114	124
EPS (VND/ cổ phiếu)	1,092	1,013	1,401	1,554	1,700
Giá trị sổ sách (VND/cp)	7,803	7,345	7,840	8,489	9,284
ROE (%)	12.5%	13.4%	18.4%	19.0%	19.1%
ROA (%)	8.9%	10.5%	15.8%	16.8%	17.2%
P/E (x)	6.80x	10.70x	7.57x	6.82x	6.23x
Cổ tức bằng tiền (VND/cp)	300	600	700	700	700

NỘI DUNG

Tổng quan ngành cao su thiên nhiên 1H24 & triển vọng giai đoạn 2H24-FY25	4
Luận điểm đầu tư	6
1. Vườn cây trong thời kỳ trưởng thành tạo nên lợi thế rất lớn trong bối cảnh suy giảm nguồn cung toàn cầu.....	6
2. Biên lợi nhuận gộp tốt nhờ vào tệp sản phẩm giá trị cao	9
3. Tham gia chứng chỉ bền vững giúp sản phẩm của DRI gia tăng vị thế trên thị trường quốc tế.....	10
4. Kết quả kinh doanh khả quan nhờ kì vọng vào giá bán.....	11
5. Sức khỏe tài chính ổn định và cổ tức tiền mặt đều đặn	12
6. Những yếu tố khác.....	14
Tổng hợp điều chỉnh dự phóng giai đoạn 24F-26F	15
Tổng hợp định giá.....	15
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền.....	16
Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC.....	16
Phụ lục định giá theo hệ số P/E	17
Phụ lục phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo hệ số P/E	17
Báo cáo tài chính	18

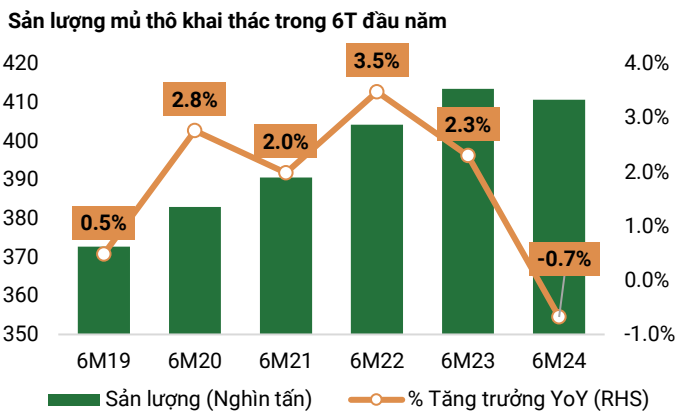
Tổng quan ngành cao su thiên nhiên 1H24 & triển vọng giai đoạn 2H24-FY25

Trong báo cáo tháng 05/2024 của Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), ANRPC đã điều chỉnh lại dự phóng cho thị trường cao su thiên nhiên năm 2024 với tổng sản lượng tiêu thụ toàn cầu tăng 3.1% YoY, nhanh hơn so với mức tăng 1.1% YoY của nguồn cung cao su toàn cầu. Nguồn cung hiện đang đối mặt với các yếu tố bất lợi như điều kiện thời tiết khắc nghiệt hơn; dịch bệnh lá; v.v. Đồng thời, nguồn cung tại các thị trường truyền thống như Indonesia, Thái Lan, Malaysia bị ảnh hưởng khi người nông dân từ bỏ khai thác cao su do lợi ích kinh tế thấp từ ngành này.

Đã có tín hiệu nguồn cung đang tăng trưởng chậm lại tại một vài nông trường cao su lớn của thế giới trong 6T24:

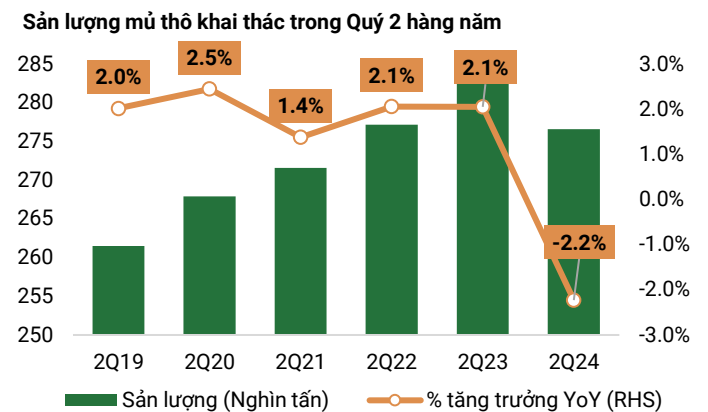
- Tại Việt Nam (chiếm từ 8-10% sản lượng mủ cao su toàn cầu), sản lượng mủ thô khai thác trong 6T24 là 410.7 nghìn tấn, giảm 0.7% so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, 2Q24 là quý đầu tiên ghi nhận mức tăng trưởng âm (-2.2% YoY) của sản lượng khai thác mủ thô so với mức tăng trưởng bình quân 2.0% trong quý 2 thuộc giai đoạn 19A-23A.
- Sản lượng khai thác tại Thái Lan (Quốc gia cung ứng trên 30% sản lượng cao su toàn cầu mỗi năm) trong 6T24 giảm còn 1.81 triệu tấn (-0.6% YoY), so với 1.82 triệu tấn cùng kỳ năm 2023.
- Sản lượng cao su sản xuất tại Malaysia (Đóng góp 2%-3% sản lượng toàn cầu) chỉ tăng nhẹ 1.7% YoY khi đạt 164.0 nghìn tấn trong 6T24.

Hình 1: Tốc độ tăng trưởng sản lượng khai thác tại Việt Nam đã ghi nhận sự chững lại



Nguồn: Bộ NN&PTNN Việt Nam, PHS tổng hợp

Hình 2: 2Q24 là quý đầu tiên sản lượng mủ khai thác ghi nhận tăng trưởng âm so với cùng kỳ của các năm trước đó



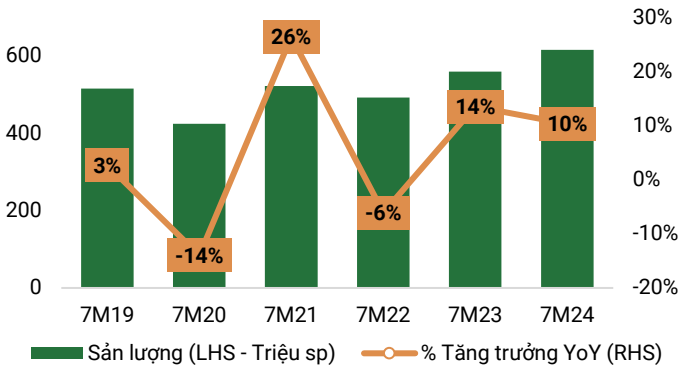
Nguồn: Bộ NN&PTNN Việt Nam, PHS tổng hợp

Trong khi đó lĩnh vực tiêu thụ trên 70% tổng sản lượng cao su thiên mỗi năm là ngành sẫm lớp lại duy trì được nhịp tăng trưởng:

- Theo dữ liệu thị trường toàn cầu từ Michelline, nhu cầu tiêu thụ các loại lốp xe trong 6T24 đã có sự phục hồi và bức phá mạnh mẽ tại thị trường châu Mỹ, và thị trường Trung Quốc duy trì nhu cầu ổn định.
- Tỷ lệ hoạt động tại các nhà máy lốp xe bán thép tại Trung Quốc hiện ở mức 79%, cao nhất trong vòng 05 năm trở lại đây. Và sản lượng sản xuất tại thị trường lốp xe lớn nhất thế giới trong 7M24 tiếp tục đạt mức tăng trưởng 2 chữ số so với cùng kỳ khi đạt 615.6 triệu sản phẩm (+10.3% YoY).

Hình 3: Sản lượng sản xuất lốp xe tại Trung Quốc duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số trong 7M24

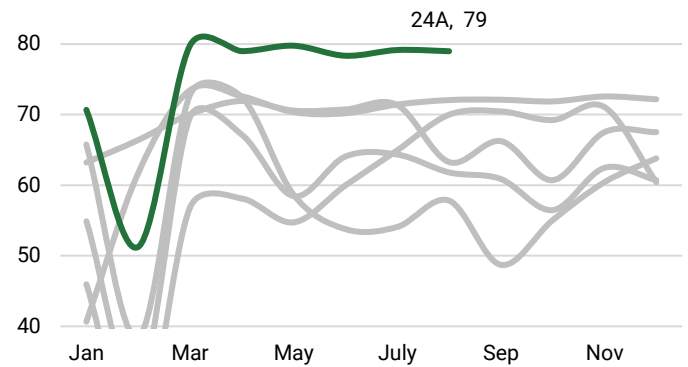
Sản lượng lốp xe sản xuất tại Trung Quốc (triệu sp)



Nguồn: Tổng cục thống kê Trung Quốc, PHS tổng hợp

Hình 4: Tỷ lệ hoạt động (%) nhà máy sản xuất lốp xe bán thép Trung Quốc đạt mức cao nhất trong 05 năm qua

Tỷ lệ hoạt động nhà máy lốp xe bán thép Trung Quốc

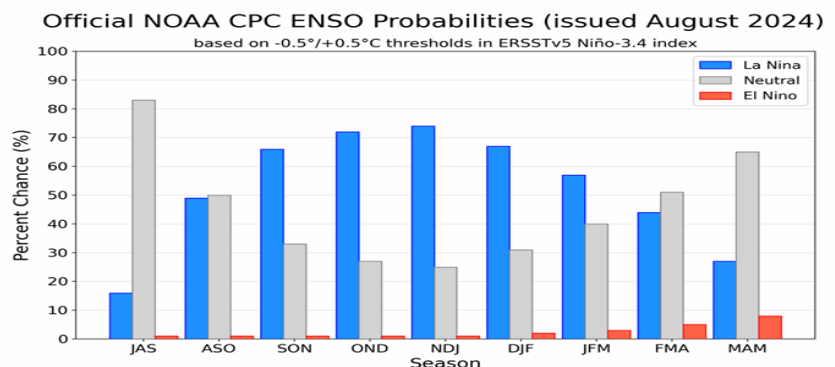


Nguồn: PHS tổng hợp

Lo ngại tốc độ tăng trưởng nguồn cung sẽ chậm hơn đáng kể so với nhu cầu tiêu thụ, giá bán các loại sản phẩm cao su vẫn đang trong xu hướng tăng và chúng tôi giữ nguyên nhận định giá TSR20 có thể duy trì ở mức 1.6-1.8 USD/kg trong giai đoạn 2H24-FY25, đến từ yếu tố sau:

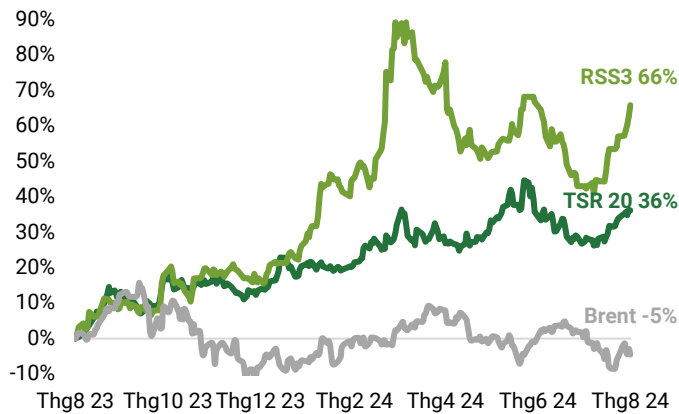
- **Mùa vụ khai thác cao điểm từ tháng 09-12 hàng năm có thể bị ảnh hưởng nặng nề do mưa lớn và hiện tượng bão tại các nông trường trọng yếu.** NOAA dự báo giai đoạn ENSO trung tính sẽ có thể chuyển sang La-nina trong tháng 9/24 – 11/24 (khả năng hình thành là 66%) và sau đó 74% là sẽ tiếp diễn từ tháng 11/24 đến tháng 1 năm sau.
- **Chúng tôi nhận thấy rủi ro bị thay thế bởi cao su nhân tạo giảm thiểu đi đáng kể trong điều kiện nguồn cung cao su thiên nhiên suy yếu.**
 - Thể hiện rõ qua diễn biến tương quan nghịch về giá các của các loại hàng hóa này trong 1 năm qua, trong khi giá dầu (nguyên liệu chính sản xuất và tác động đến giá bán cao su nhân tạo) có xu hướng giảm -5% YoY thì giá bán loại cao su TSR20, RSS3 lại tăng mạnh lần lượt là 36%/66% YoY.
 - Sử dụng các loại nguyên liệu tự nhiên, có thể tái chế được đang là xu hướng phát triển bền vững mà các đơn vị sản xuất toàn cầu hướng tới, vì vậy nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên được chúng tôi dự báo sẽ tiếp tục được duy trì trong thời gian tới.
- **Thị trường sẫm lốp vẫn giữ được nhịp tăng trưởng sẽ làm động lực thúc đẩy cho việc giữ giá cao su ở mức cao trong giai đoạn 2H24-FY25.**

Hình 5: Khả năng diễn ra các hiện tượng thời tiết trong nửa cuối năm 2024



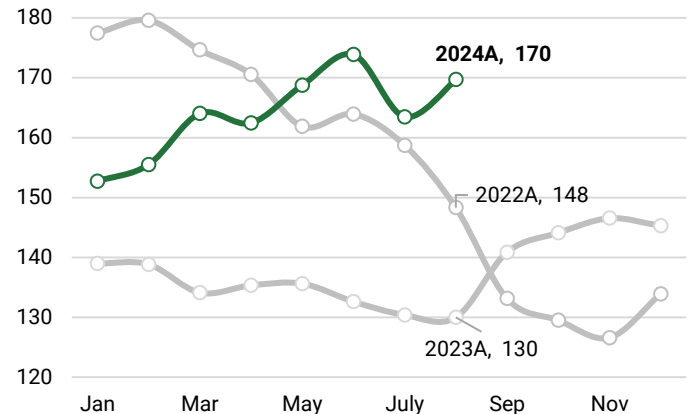
Nguồn: NOAA, PHS Tổng hợp

Hình 6: Diễn biến giá dầu Brent, cao su loại TSR20, và RSS3 trong vòng 1 năm qua (Chỉ số = 0% tại ngày 16/08/2023)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp (*)

Hình 7: Giá bán bình quân hàng tháng của loại cao su TSR20 vẫn tiếp tục xu hướng tăng kể từ đầu năm (USD/kg)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp (*)

(*) Dữ liệu được tổng hợp ngày 16/08/2024

Luận điểm đầu tư

1. Vườn cây trong thời kỳ trưởng thành tạo nên lợi thế rất lớn trong bối cảnh suy giảm nguồn cung toàn cầu

CTCP Đầu tư Cao su Đắk Lắk (UpCOM: DRI) thực hiện công tác kinh doanh lĩnh vực cao su thiên nhiên thông qua công ty con là Công ty TNHH Cao su Đắk Lắk (DAKLAORUCO), địa bàn hoạt động tại Lào (DRI sở hữu 100%).

DAKLAORUCO đang quản lý và khai thác 04 nông trường cao su tại 02 tỉnh Salavan và Champasak có tổng diện tích diện tích là 10,186.6ha, trong đó có 8,605.8 ha đất cao su; và 01 nhà máy chế biến các loại mủ thành phẩm với công suất 18,000 tấn sản phẩm/năm.

Trong chuỗi giá trị sản xuất cao su thiên nhiên, DRI hiện đang có lợi thế từ thượng nguồn đến hạ nguồn khi có thể làm chủ được nguồn nguyên liệu khai thác và sở hữu nhà máy chế biến đáp ứng được các tiêu chuẩn xuất khẩu tại các thị trường lớn.

Theo báo cáo phát triển rừng bền vững được Daklaoruco công bố, diện tích rừng cao su được quy hoạch sử dụng đất đến 2054, đảm bảo quỹ đất hoạt động dài hạn cho DRI:

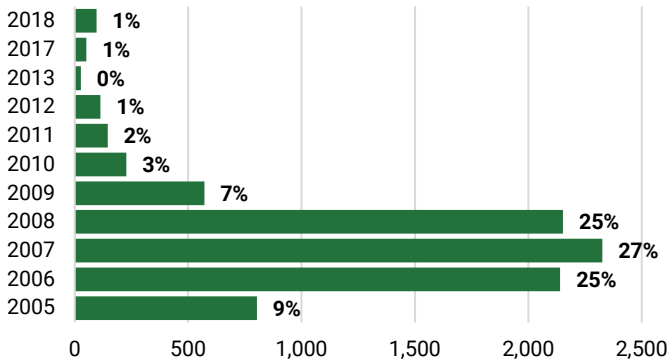
- 7,912.3 ha đất công ty thuê ổn định của Nhà nước CHDCND Lào.
- 2,274.3 ha đất tại vườn Quốc gia Dong Hủa Sao, công ty được phép quản lý và sử dụng đến năm 2054 và sẽ trả lại vườn Quốc gia theo thỏa thuận.

Vườn cây khai thác sẽ mang về năng suất tốt nhất trong giai đoạn 2024F-2028F khi các nông trường cao su đang phát triển đến chu kỳ trưởng thành của cây cao su.

- Với 86% diện tích vườn cây được trồng trong giai đoạn 2005-2008, sẽ bước vào thời kỳ trưởng thành trong 5 năm tiếp theo.
- Sản lượng khai thác trong 5 năm tiếp theo có thể tăng dần lên 2 tấn/ha so với bình quân là 1.7 tấn/ha trong giai đoạn hiện tại.

Hình 8: 86% diện tích vườn cây DRI được trồng năm 05A-08A, sẽ bước vào chu kỳ trưởng thành vào năm 24F-28F

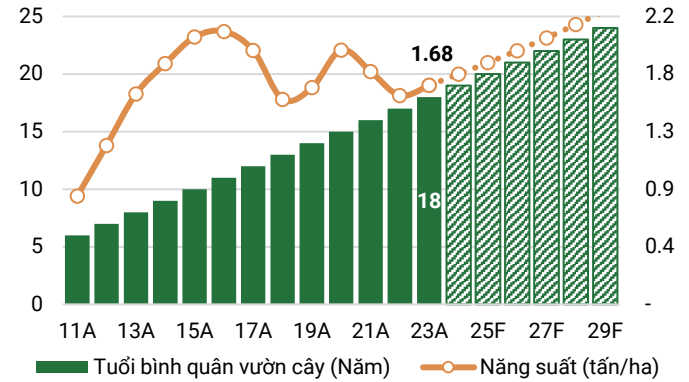
Diện tích vườn cây cao su theo năm trồng (ha)



Nguồn: Daklaoruco, PHS tổng hợp

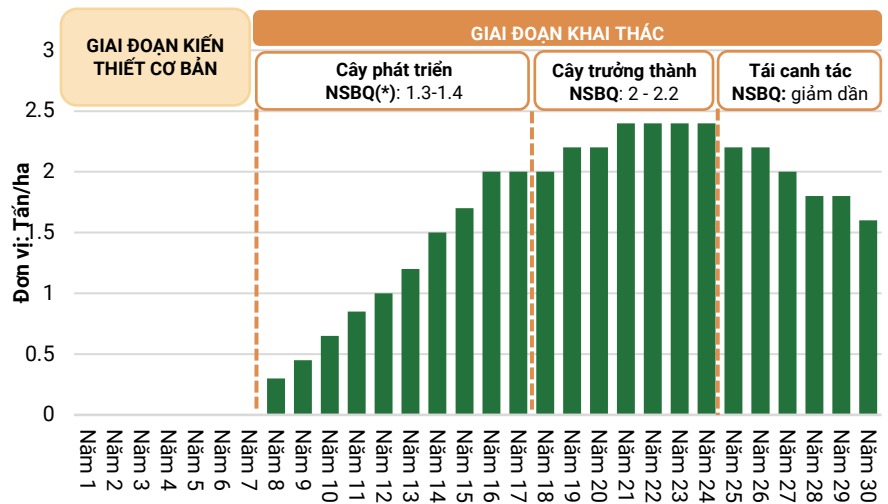
Hình 9: Năng suất khai thác của DRI sẽ đạt mức tối ưu là khoảng 2 tấn/ha khi vườn cây cao su từ 18 tuổi trở lên

Tuổi cây bình quân & Năng suất khai thác theo năm



Nguồn: Daklaoruco, PHS tổng hợp và dự phóng

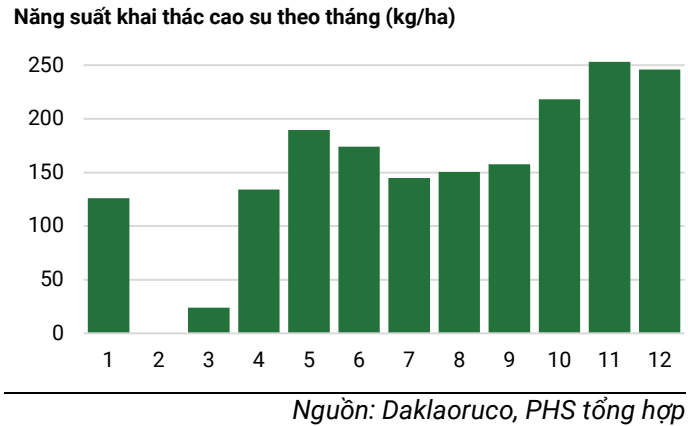
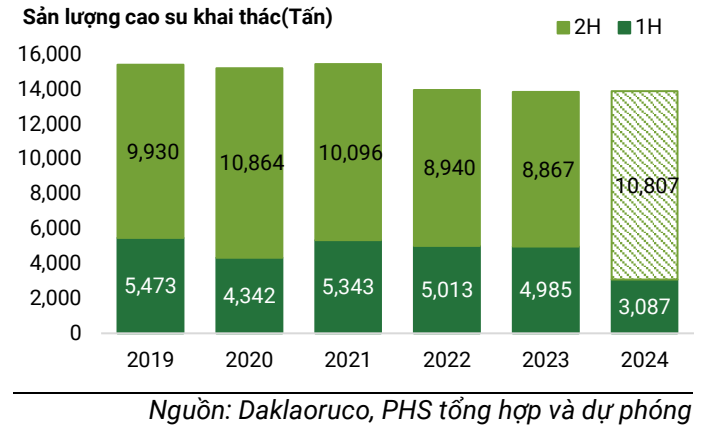
Hình 10: Phụ lục năng suất khai thác cây cao su qua từng giai đoạn



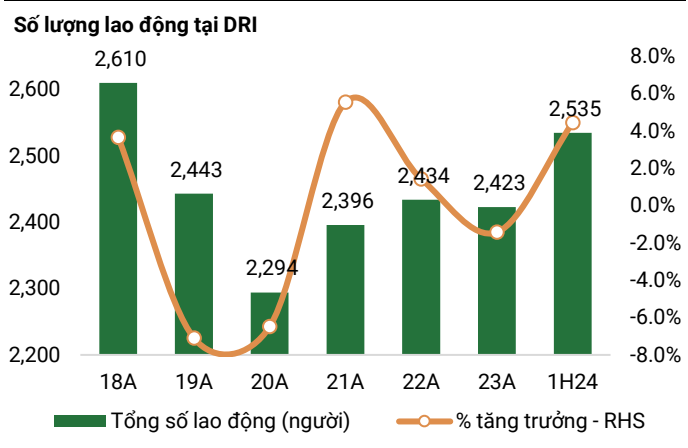
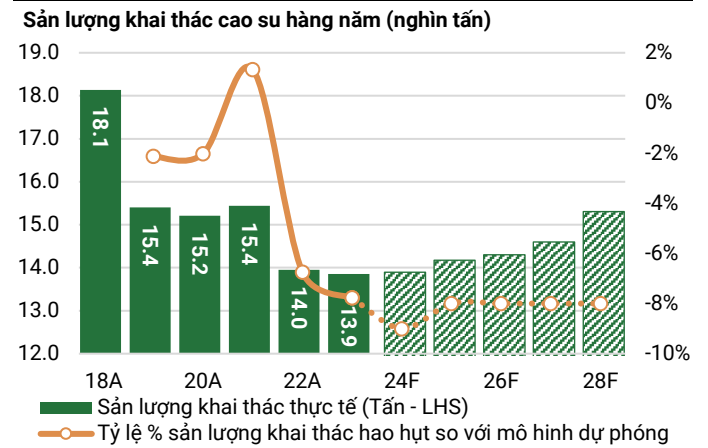
Nguồn: PHS tổng hợp, (*) NSBQ: Năng suất bình quân hàng năm (Tấn/ha)

Với yếu tố mùa vụ, sản lượng khai thác cao su sẽ tập trung vào thời gian nửa cuối năm (Hình 11&12):

- Theo dữ liệu từ báo cáo phát triển bền vững, thời gian khai thác mủ của DRI là 11 tháng, bắt đầu từ tháng 3 đến hết tháng 1 năm sau, và mùa khai thác cao điểm sẽ đến từ quý 3 & 4 hàng năm. Vì vậy, sản lượng trong nửa cuối năm đóng góp từ 65-70% tổng sản lượng cả năm.
- Trong 1H24, với tình trạng thiếu lao động, ảnh hưởng từ thời tiết khắc nghiệt, DRI chỉ khai thác được 3,087 tấn mủ cao su, giảm mạnh (-38.1%) so với cùng kỳ, hoàn thành 22.1% kế hoạch khai thác năm 2024 được DRI đặt ra.

Hình 11: Với yếu tố mùa vụ, sản lượng mủ khai thác đạt được nhiều nhất vào tháng 11-12 hàng năm

Hình 12: 65%-70% sản lượng mủ hàng năm được khai thác vào thời gian nửa cuối năm

Thiếu hụt nhân công đang là vấn đề hiện hữu trong hoạt động khai thác của DRI trong những năm gần đây và đã có dấu hiệu cải thiện trong 1H24:

- Điều này đã tác động đến sản lượng khai thác của DRI mặc dù vườn cây đang phát triển đến chu kỳ trưởng thành và mang lại năng suất cao nhất. Ảnh hưởng rõ nhất sau thời kỳ 18A-19A, khi lao động trực tiếp sản xuất giảm mạnh 7% YoY (Hình 13) và duy trì ở mức thấp đã kéo theo sự sụt giảm sản lượng trong các năm tiếp theo (Hình 14).
- Đồng Lak liên tục mất giá; người lao động trực tiếp tại Lào đang có xu hướng chuyển sang làm việc tại Thái Lan với đồng Bath ổn định và tạo thu nhập cao hơn. Làm cho việc duy trì lao động gặp khó khăn.
- Để giữ chân người lao động, theo chia sẻ từ ban lãnh đạo tại ĐHCĐ 2024, DRI đã chỉ đạo Daklaoruco trả lương bằng tiền USD theo kế hoạch giá thành, thực hiện thưởng vật chất và cải thiện đời sống công nhân.
- Trong 1H24 số lượng lao động của DRI đã tăng thêm 112 nhân sự (+4.5% YTD) so với cuối năm 2023, sự cải thiện này được kỳ vọng sẽ giúp DRI gia tăng được năng suất khai thác trong giai đoạn cuối năm.

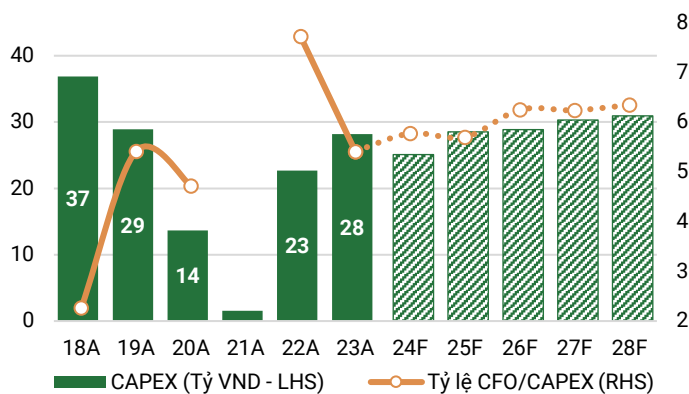
Hình 13: Số lượng nhân công đã có tín hiệu cải thiện với 112 nhân sự tăng thêm trong nửa đầu năm 2024

Hình 14: Sản lượng khai thác 24F dự báo đạt 13.9 nghìn tấn (+0.3% YoY) dự phóng giai đoạn 24F-29F đạt CAGR 2%


Chúng tôi điều chỉnh dự phóng năm 24F, DRI sẽ khai thác được 13.9 nghìn tấn mủ cao su (+0.3% YoY), giảm 10% so với dự phóng trước đó, kỳ vọng sản lượng trong nửa cuối năm được cải thiện nhờ vào bổ sung lực lượng nhân công của công ty trong thời gian qua.

Chúng tôi dự phóng sản lượng khai thác bình quân của DRI có thể sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR là 2.0% trong giai đoạn 2024F-2028F. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi đã ước tính sản lượng khai thác bao gồm tỷ lệ hao hụt so với sản lượng tính theo mô hình dự phóng dựa vào năng suất mủ của cây cao su là (-8%) vì các lý do **i) Ảnh hưởng từ thời tiết; ii) Thiếu hụt nhân công; iii) Tỷ lệ thất thoát mủ tại nông trường.**

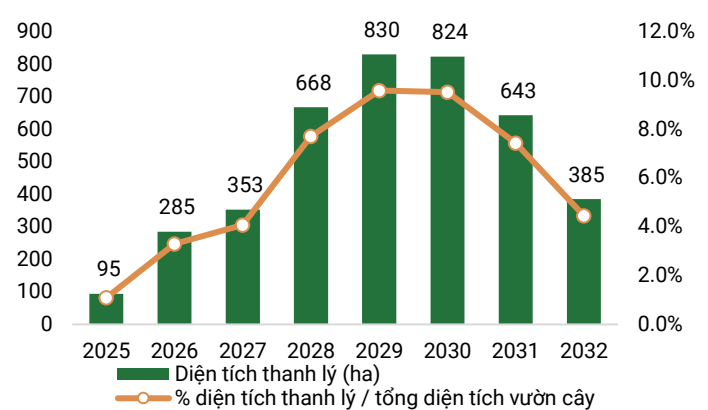
Ngoài tiềm năng từ sản lượng khai thác đạt mức tối đa trong giai đoạn 3-5 năm tiếp theo, dòng tiền thuần hàng năm sẽ được hỗ trợ khi i) DRI không chịu áp lực chi phí đầu tư xây dựng cơ bản lớn và ii) gia tăng thu nhập từ thanh lý cây cao su. Chúng tôi ước tính DRI sẽ chỉ phải chi trả các chi phí chăm sóc duy trì vườn cây cơ bản hàng năm; chi phát sinh thực hiện đầu tư xây dựng cơ bản lớn để tái trồng vườn cây từ 2028F trở đi khi vườn cây sau 24 tuổi, đồng thời hưởng lợi từ việc thanh lý gỗ cây cao su trong trung hạn.

Hình 15: Giá trị CAPEX (Tỷ VND) giai đoạn 2018A-2028F



Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 16: Lộ trình thanh lý và tái canh diện tích cao su



Nguồn: Đại hội cổ đông DRI năm 2024, PHS tổng hợp

2. Biên lợi nhuận gộp tốt nhờ vào tệp sản phẩm giá trị cao

Các loại sản phẩm sản xuất và kinh doanh của DRI phần lớn là sản phẩm chế biến từ mủ nước như SVR3L; CV60; CV50; SVR5 và SVR10; đây cũng là tệp các sản phẩm có giá trị cao trên thị trường xuất khẩu cao su thiên nhiên:

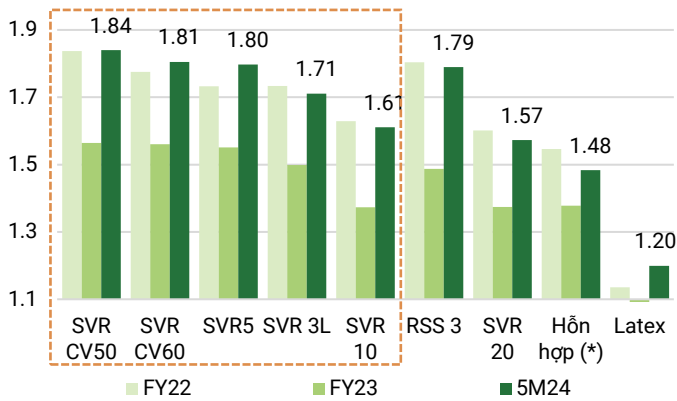
- Theo dữ liệu từ Tổng cục hải quan Việt Nam, đơn giá xuất khẩu bình quân trong Quý 2/24 của các mặt hàng này đã tăng bình quân trên 20% so với cùng kỳ năm 2023 như: SVR CV50 tăng 26%; SVR CV60 tăng 23%; SVR 3L tăng 24%; SVR 10 tăng 26.2%. (hình 17)
- Nhờ tệp sản phẩm có giá trị cao trong chuỗi sản phẩm cao su thiên nhiên, DRI duy trì được biên lợi nhuận gộp cao hơn so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành (hình 18).

Với các loại sản phẩm cao su kỹ thuật, giá bán cao su bình quân của DRI đồng pha với diễn biến giá hợp đồng tương lai TSR20 (*). Giá bán bình quân của DRI trong 2Q24 đã đạt 1.73 USD/kg (+19.1% YoY). Với triển vọng giá bán loại TSR20 được duy trì ở mức cao từ 1.6-1.8 USD/kg, chúng tôi duy trì kỳ vọng tích cực cho giá bán của DRI trong giai đoạn 2H24-2025F.

Lũy kế 6T24, giá bán bình quân của DRI đã đạt mức 1.61 USD/kg (+13 % YoY). Chúng tôi dự phóng 24F/25F giá bán bình quân cả năm sẽ đạt mức 1.69/1.74 USD/kg (+19.3%/3% YoY), tăng 4.72% so với dự phóng trước đó.

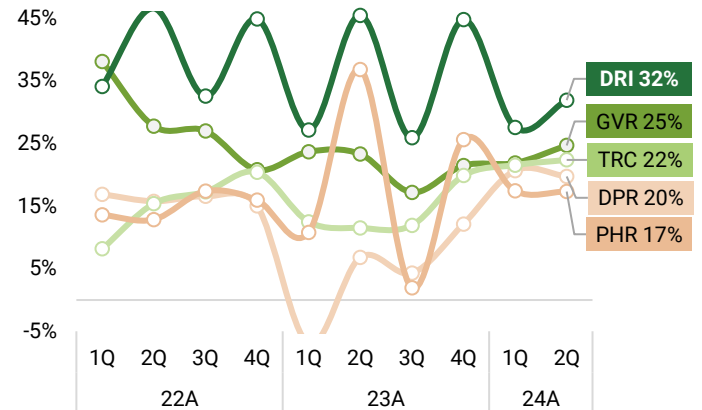
(*) TSR - Technically Specified Rubber – Là các loại cao su định chuẩn kỹ thuật. Nguồn gốc sản xuất của loại cao su này thường được ký hiệu như sau SVR (Việt Nam), SIR (Indonesia), SMR (Malaysia), STR (Thái Lan).

Hình 17: Giá bán xuất khẩu bình quân các loại sản phẩm cao su trong giai đoạn FY22-5M24 (Đơn vị: USD/kg)



Nguồn: Tổng cục hải quan Việt Nam, PHS tổng hợp

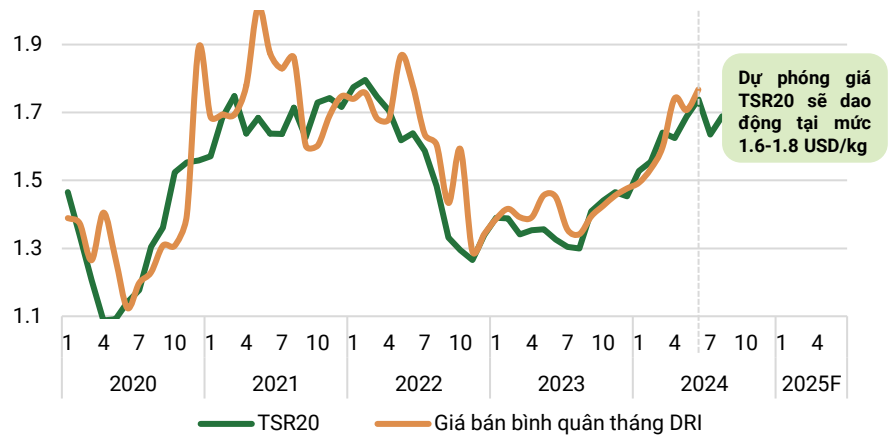
Hình 18: Biên lợi nhuận gộp lĩnh vực kinh doanh cao su của các doanh nghiệp niêm yết trong giai đoạn 1Q22-2Q24



Nguồn: BCTC các doanh nghiệp, PHS tổng hợp, (*) Dữ liệu DPR được tổng hợp từ báo cáo công ty mẹ

Hình 19: Giá bán cao su bình quân mỗi tháng của DRI biến động đồng pha cùng với giá bình quân HĐTL TSR20 (Đơn vị: USD/kg)

Giá TSR20 bình quân tháng & Giá bán mỗi tháng của DRI



Nguồn: Bloomberg, BCSXKD DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

3. Tham gia chứng chỉ bền vững giúp sản phẩm của DRI gia tăng vị thế trên thị trường quốc tế

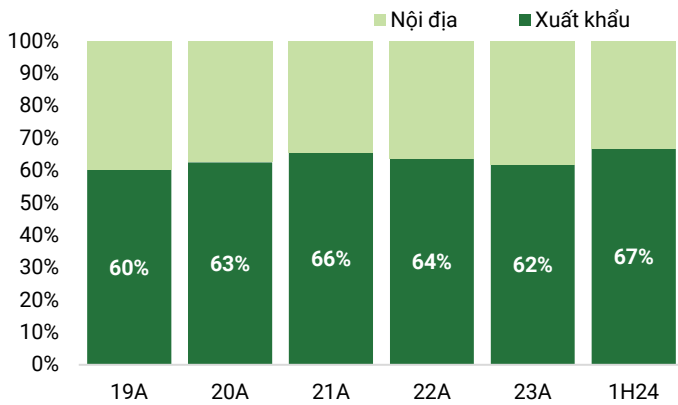
DRI đang thực hiện đẩy mạnh kinh doanh ở thị trường quốc tế, với tỷ lệ xuất khẩu đạt trên 60% tổng sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2019A-2023A. Trong 1H24, tỷ lệ xuất khẩu đã tăng lên 66.7% (tăng 4.8% so với tỷ lệ 61.9% trong năm 2023), cho thấy đây đang là thị trường trọng tâm của DRI.

Kỳ vọng các chứng chỉ về quản lý rừng và sản phẩm bền vững được cấp trong 2H24 sẽ giúp DRI gia tăng vị thế tại các thị trường quốc tế:

- Trong giai đoạn 2023-2024, công ty đang thực hiện triển khai công tác tham gia Chứng chỉ rừng bền vững tại Daklaoruco; Chứng chỉ FSC FM/CoC (gỗ và mủ) và chứng chỉ chuỗi hành trình sản phẩm và dán nhãn thương mại FSC CoC cho DRI, kỳ vọng được cấp chứng chỉ vào 2H24.
- Sản phẩm mang tính bền vững, nguồn gốc sản phẩm được đảm bảo đang là một trong những tiêu chí cấp yếu mà các nhà sản xuất, đơn vị mua hàng quốc tế yêu cầu trong tiến trình phát triển bền vững hiện nay. Vì vậy, sở hữu được các chứng chỉ này sẽ **i)** chứng minh được sản phẩm DRI đạt các tiêu chuẩn cao và **ii)** mang lại tấm thẻ Visa dài hạn trên thị trường xuất khẩu dành cho DRI.

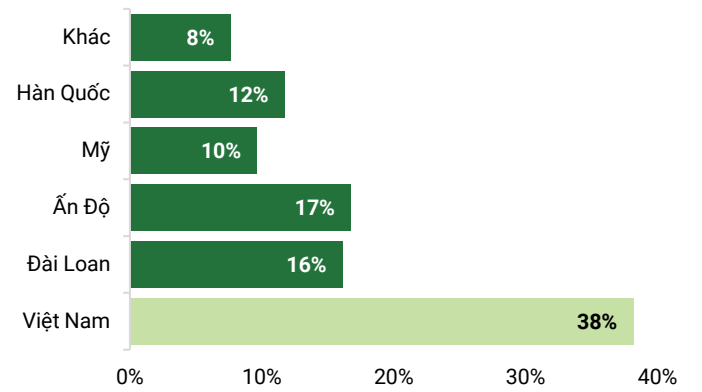
Ngoài ra, DRI còn đang có ý định tham gia thị trường trao đổi tín chỉ Carbon, có thể tạo thêm nguồn thu cho doanh nghiệp trong tương lai. Tại ĐHCĐ thường niên 2024, ban lãnh đạo chia sẻ sau khi hoàn tất chứng chỉ FSC, có bản đồ số về hiện trạng vườn cây cao su tại Lào; công ty sẽ nghiên cứu đến phương án thuê tư vấn để làm tín chỉ cacbon và trao đổi tín chỉ; góp phần hướng tới phát thải bằng 0 của thế giới, từ đó từng bước đưa DRI tham gia vào nền kinh tế xanh tuần hoàn toàn cầu.

Hình 20: Tỷ trọng thị trường xuất khẩu và nội địa của DRI



Nguồn: BCTN DRI, PHS tổng hợp

Hình 21: Các thị trường tiêu thụ chính của DRI năm FY23



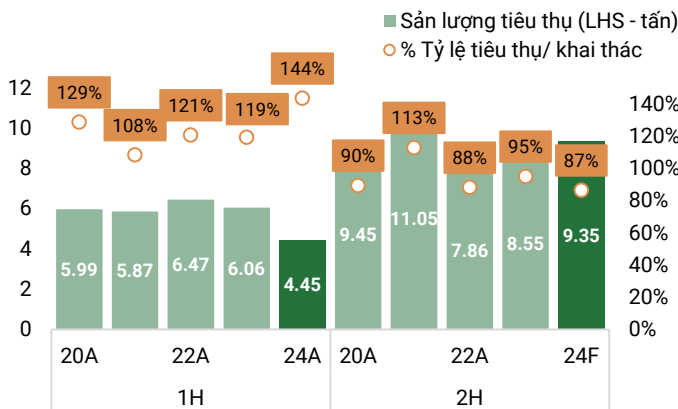
Nguồn: BCTN DRI, PHS tổng hợp

4. Kết quả kinh doanh khả quan nhờ kì vọng vào giá bán

Trong giai đoạn 20A-23A, DRI tiêu thụ bình quân 15 nghìn tấn sản phẩm cao su, với tỷ lệ sản phẩm tiêu thụ trên tổng sản phẩm chế biến đạt ở mức trên 100%. (bảng 2).

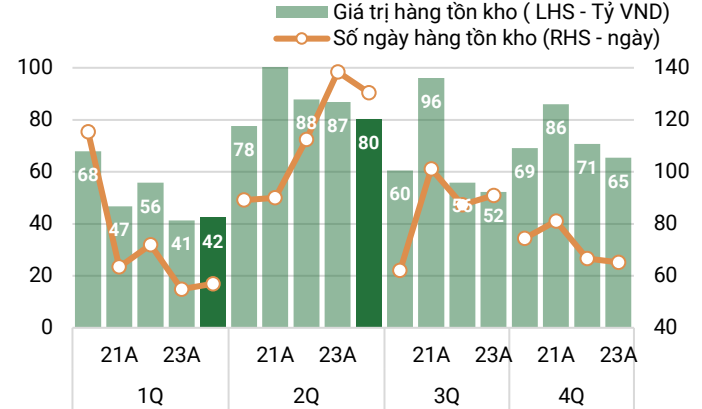
Chúng tôi lưu ý rằng tỷ lệ tiêu thụ đạt cao hơn mức 100% trên sản lượng chế biến sẽ phụ thuộc vào mức dự trữ hàng tồn kho và năng lực khai thác cũng như chế biến mùa trong kỳ. Đối với giai đoạn 6 tháng đầu năm, sản lượng tiêu thụ giảm mạnh 27% so với cùng kỳ, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân giai đoạn 5 năm trước đó, chỉ đạt quanh 4.48 nghìn tấn. Kết quả này là vì giá trị tồn kho đầu kỳ thấp cùng với sự suy giảm khai thác trong kỳ (-39% YoY).

Hình 22: Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn) và tỷ lệ sản lượng tiêu thụ/ sản lượng chế biến giai đoạn nửa năm tại DRI



Nguồn: BCSXKD DRI, PHS tổng hợp

Hình 23: Giá trị hàng tồn kho (Tỷ VND) và Số ngày hàng tồn kho theo quý giai đoạn 2020-2Q24



Nguồn: BCTN DRI, PHS tổng hợp

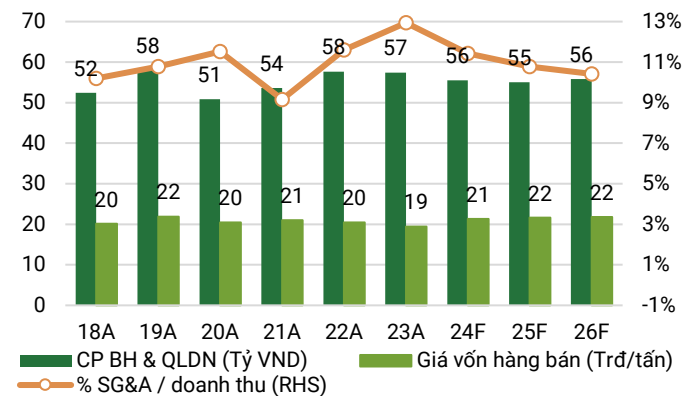
Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh sản lượng tiêu thụ giai đoạn 24F/25F đạt 13.8/14.1 nghìn tấn (-5.6%/2.0% YoY) với tỷ lệ tiêu thụ/sản lượng khai thác duy trì ở mức 100%, giảm 14% so với dự phóng trước đó với các yếu tố bất lợi như thiếu hụt nhân công, thời tiết khắc nghiệt làm ảnh hưởng đến sản lượng khai thác và lượng hàng bán của DRI.

Do đó, doanh thu và LNG của DRI sẽ đạt tốc độ tăng trưởng CAGR giai đoạn 24F-26F lần lượt là 5.1% và 8.2%, dựa vào các giả định điều chỉnh sau:

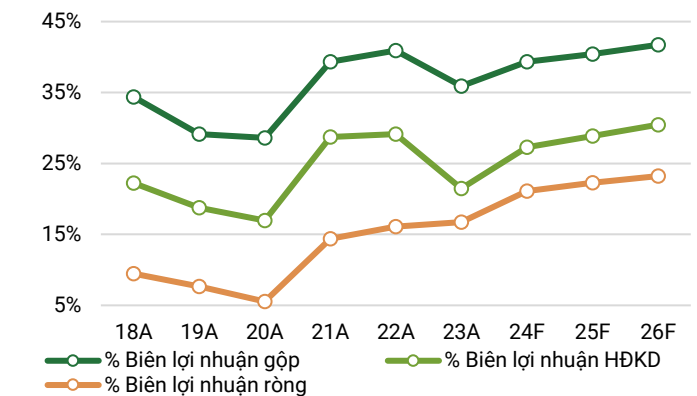
Bảng 2: Các giả định dự phóng KQKD DRI giai đoạn 24F-26F

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (Tỷ VND)	441	586	497	444	486	510	536
% tăng trưởng YoY	-18.1%	32.7%	-15.2%	-10.7%	9.5%	5.1%	5.1%
Lợi nhuận gộp (Tỷ VND)	126	230	203	159	191	206	224
% tăng trưởng YoY	-19.6%	82.5%	-11.8%	-21.7%	19.9%	8.0%	8.5%
% Biên lợi nhuận gộp	28.6%	39.3%	40.9%	35.9%	39.3%	40.4%	41.7%
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	15,433	16,923	14,330	14,611	13,799	14,075	14,357
% tăng trưởng YoY	-11.7%	9.7%	-15.3%	2.0%	-5.6%	2.0%	2.0%
% Tỷ lệ tiêu thụ/ khai thác	101%	110%	103%	105%	99%	100%	100%
Giá bán bình quân (USD/tấn)	1,315	1,754	1,584	1,417	1,691	1,741	1,794
% tăng trưởng YoY	0.0%	33.4%	-9.7%	-10.6%	19.3%	3.0%	3.0%

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 24: Các chi phí hoạt động duy trì ở tỷ lệ ổn định


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và ước tính

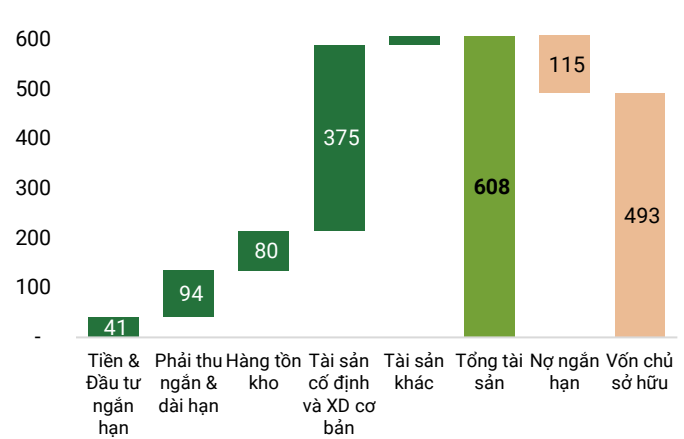
Hình 25: Các chỉ số sinh lời cải thiện khi giá bán tăng cao


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và ước tính

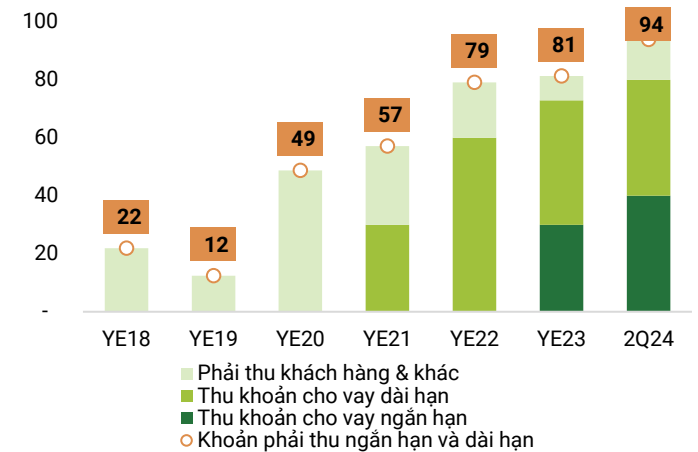
5. Sức khỏe tài chính ổn định và cổ tức tiền mặt đều đặn

Cấu trúc tài chính ổn định khi không còn nghĩa vụ nợ dài hạn. Tại thời điểm 30/06/2024, khoản mục nợ phải trả hiện chỉ chiếm 19% tổng tài sản của DRI và hoàn toàn đến từ khoản nợ phải trả ngắn hạn. Trong đó, nợ vay ngắn hạn hiện chỉ còn 37 tỷ VND chủ yếu để hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2020A-2023A, DRI đã thực hiện đẩy nhanh việc giảm các khoản nợ vay trong điều kiện kinh doanh tốt và tỷ giá thuận lợi, đưa tỷ lệ nợ vay/vốn chủ từ 0.55 tại 1Q20 về còn 0.08 tại 2Q24.

Lưu ý, 85% khoản phải thu ngắn và dài hạn (80 tỷ VND) của DRI hiện đang là khoản cho vay công ty mẹ DRG với lãi suất là 9%/năm. Theo thuyết minh BCTC, các khoản vay này có tài sản đảm bảo là cổ phiếu của DRI, trong đó 40 tỷ VND là khoản phải thu cho vay ngắn hạn (hợp đồng vay vốn phát sinh vào 05/09/2022 và thời hạn vay là 24 tháng); 40 tỷ VND là khoản phải thu cho vay dài hạn (HĐVV phát sinh ngày 22/05/23 và thời hạn vay là 60 tháng).

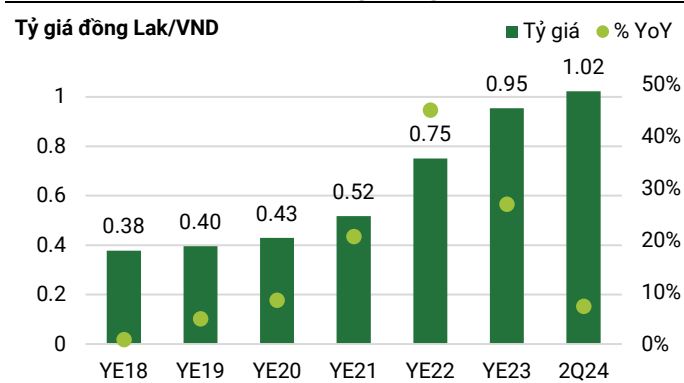
Hình 26: Cơ cấu tài sản của DRI tại thời điểm 30/06/2024 (Tỷ VND)


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp

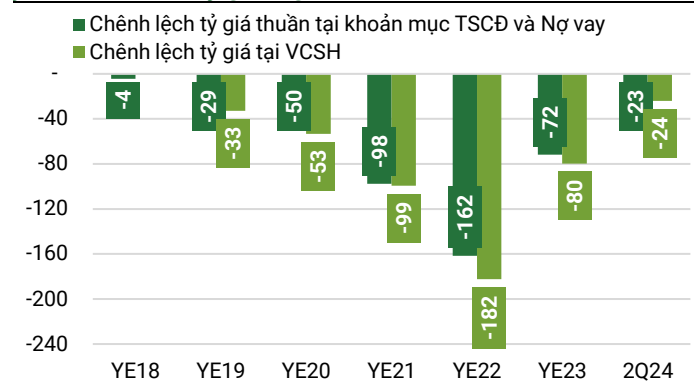
Hình 27: Các khoản phải thu đến từ việc cho vay công ty mẹ từ giai đoạn năm 2021 trở đi (Tỷ VND)


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp

Khoản chênh lệch tỷ giá khi hợp nhất báo cáo tài chính từ đơn vị kinh doanh ở nước ngoài đã làm suy giảm giá trị sổ sách của DRI, tuy nhiên chúng tôi đánh giá rằng khoản này không ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền hoạt động của doanh nghiệp. Thời gian qua, nghiệp vụ giảm vốn chủ sở hữu phần lớn đến từ biến động giảm giá trị các khoản tài sản đã được đầu tư từ trước tại công ty con (chủ yếu là vườn cây được trồng ở Lào) tại thời điểm cuối kỳ do Đồng Lak liên tục bị mất giá.

Hình 28: Đồng Lak đã bị mất giá mạnh trong giai đoạn 2018A-2Q24 đã làm ảnh hưởng đến giá trị sổ sách của DRI


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp

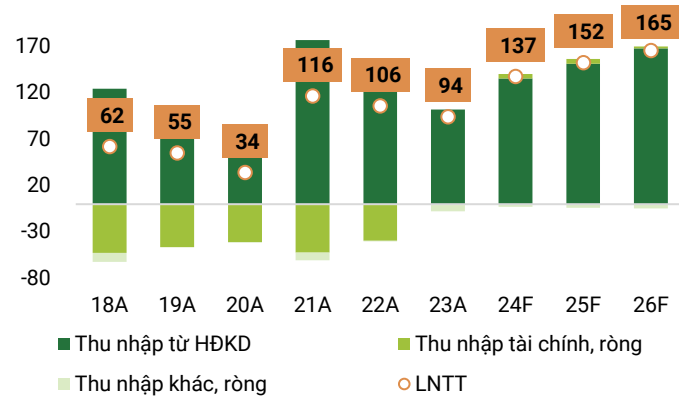
Hình 29: Lỗ chênh lệch tỷ giá tại khoản mục vốn chủ chủ yếu đến từ sự suy giảm giá trị của các tài sản tại Lào


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp

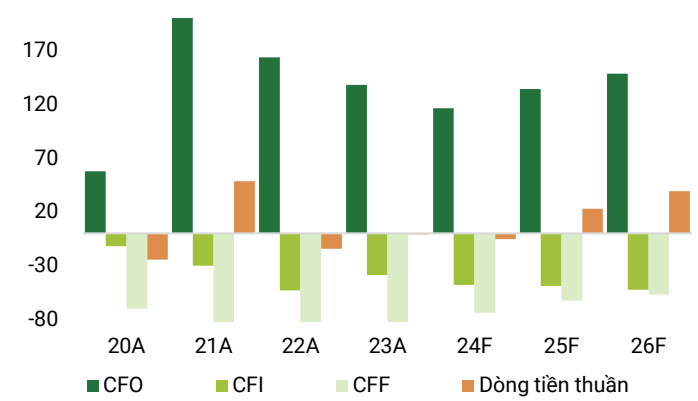
Chúng tôi nhận định trong giai đoạn 24F-26F DRI có tiềm năng để gia tăng tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt khi dòng tiền và KQKD sẽ được hỗ trợ khi:

- KQKD khả quan nhờ hưởng lợi từ i) giá bán sản phẩm neo cao; ii) không phải chịu áp lực trả nợ và lãi vay; iii) Chi phí hoạt động duy trì ổn định.

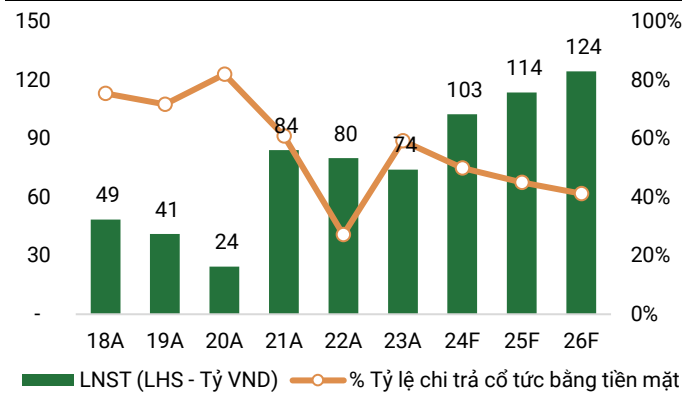
Chỉ phải chi trả các chi phí chăm sóc phát triển và duy trì vườn cây cơ bản hàng năm; chỉ phát sinh thực hiện đầu tư xây dựng cơ bản lớn để tái trồng vườn cây cao su kể từ năm 2028F trở đi khi vườn cây sau 24 tuổi.

Hình 30: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế của DRI (Tỷ VND)


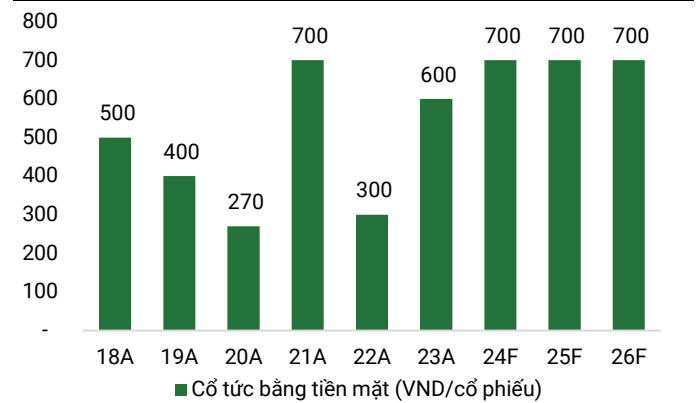
Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 31: Dòng tiền thuần được cải thiện (Tỷ VND)


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 32: LNST và Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

Hình 33: Giá trị cổ tức của DRI giai đoạn 17A-26F


Nguồn: BCTC DRI, PHS tổng hợp và dự phóng

6. Những yếu tố khác

CTCP Cao su Đắk Lắk (HSX: DRG – 98.9% sở hữu bởi UBND tỉnh Đắk Lắk) là cổ đông lớn nhất của DRI với tỷ lệ sở hữu là 60.8% cổ phần DRI, đang có chiến lược thoái vốn khỏi DRI, hạ tỷ lệ sở hữu xuống còn 30%:

- Tháng 05/2024, DRG đã ban hành nghị quyết thoái 30.6% vốn DRI với số lượng cổ phiếu là 22.4 triệu cổ phiếu, có giá khởi điểm là 14,100 VND/cổ phiếu. Nếu chuyển nhượng thành công, tỷ lệ sở hữu tại DRI của DRG sẽ hạ xuống còn 30% từ mức 66.6% và DRG có thể thu về 316 tỷ VND từ thương vụ này.
- Tháng 08/2024, DRG đã bán được hơn 4.2 triệu cổ phiếu và đưa tỷ lệ sở hữu DRI xuống còn 60.84%, tương đương còn 44.5 triệu cổ phiếu.
- Ngày 14/08/2024, DRG tiếp tục ban hành nghị quyết thực hiện chủ trương chuyển nhượng phần vốn DRI với số lượng là 18.16 triệu cổ phiếu, mức giá khởi điểm chuyển nhượng là 14,100 VND/cổ phiếu.

Theo tài liệu họp đại hội cổ đông bất thường năm 2023 của DRG về phương hướng hoạt động giai đoạn 2023-2028 và tài liệu ĐHCĐ năm 2024, DRG đang thực hiện các thủ tục bán Khách sạn Dakruco, khối nhà làm việc của công ty và thương vụ thoái vốn khỏi DRI để tái cấu trúc nguồn vốn và tài chính của doanh nghiệp.

Chúng tôi đánh giá rằng đây là hoạt động tái cấu trúc của công ty mẹ và không ảnh hưởng lớn đến hoạt động kinh doanh và yếu tố cơ bản của DRI.

Tổng hợp điều chỉnh dự phóng giai đoạn 24F-26F

Bảng 3: Dự phóng kết quả kinh doanh DRI giai đoạn 2024F-2026F

	2023A	Dự phóng mới (Tỷ VND)						% thay đổi so với dự phóng cũ		
		2024F	% YoY	2025F	% YoY	2025F	% YoY	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	443.5	485.7	9.5%	510.2	5.1%	536	5.1%	-11.9%	-11.9%	-11.9%
Giá vốn hàng bán	(284.2)	(294.6)	3.7%	(304.0)	3.2%	(312)	2.8%	-9.8%	-8.7%	-7.3%
Lợi nhuận gộp	159.3	191.0	19.9%	206.2	8.0%	224	8.5%	-14.9%	-16.2%	-17.6%
Chi phí bán hàng và QLDN	(57.4)	(55.5)	-3.2%	(55.0)	-0.9%	(56)	1.5%	-	-	-
Lãi/(lỗ) từ HĐKD	101.9	135.5	32.9%	151.2	11.6%	168	11.0%	-19.8%	-20.8%	-22.2%
Thu nhập tài chính, ròng	(1.1)	4.7		5.0	5.4%	2	-60.0%	-	-	-
Thu nhập khác, ròng	(6.7)	(2.9)	-57.3%	(3.9)	35.6%	(5)	17.2%	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	94.1	137.4	46.0%	152.4	10.9%	165	8.5%	-19.5%	-20.6%	-23.4%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	74.1	102.5	38.3%	113.7	10.9%	124	9.4%	-19.2%	-20.5%	-23.6%
Lãi cơ bản trên cp (VND)	1,012.5	1,400.5	38.3%	1,553.6	10.9%	1,700	9.4%	-19.2%	-20.5%	-23.6%
Biên lợi nhuận gộp (%)	35.9%	39.3%		40.4%		41.7%		-3.4%	-4.9%	-6.5%
Biên lợi nhuận HĐKD (%)	23.0%	27.9%		29.6%		31.3%		-8.9%	-10.2%	-11.7%
Biên lợi nhuận thuần (%)	16.7%	21.1%		22.3%		23.2%		-8.3%	-9.7%	1.0%

Tổng hợp định giá

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF, ước tính giá mục tiêu điều chỉnh là **14,100 VND/ cổ phiếu**, giảm 6.6% so với giá mục tiêu trước đó là 15,100 VND/cổ phiếu khi áp dụng phương pháp P/E tại báo cáo trước đó. Chúng tôi cho rằng phương pháp DCF sẽ phản ánh tốt hơn giá trị nội tại của DRI bằng cách loại bỏ đi các yếu tố chu kỳ của thị trường hàng hóa, vì đóng góp KQKD chủ yếu đến từ lĩnh vực cao su thiên nhiên giai đoạn 24F-26F.

Trong mô hình định giá, chúng tôi chưa tính đến các yếu tố tác động của 02 hoạt động là i) thanh lý cây cao su và ii) tham gia vào thị trường trao đổi chứng chỉ carbon vì chưa thu thập đủ các thông tin.

Đồng thời, với lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn trong giai đoạn 2018A-2023A, chúng tôi kỳ vọng DRI sẽ tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt với giá trị là 700VND/cổ phiếu mang lợi mức tỷ suất cổ tức là 6.6% trong trong giai đoạn 2024-2026F.

Trong bối cảnh DRI là doanh nghiệp có sức khỏe tài chính tốt và triển vọng ngành ổn định, chúng tôi kỳ vọng đây là một cổ phiếu có yếu tố cơ bản tốt và tiềm năng tăng trưởng với việc hưởng lợi từ giá bán cao su neo cao và vườn cây đang trong thời kỳ trưởng thành. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với tiềm năng tăng giá là **38.0%**, bao gồm tỷ suất lợi tức là 6.6%, so sánh với giá đóng cửa ngày 20/08/2024.

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)	14.9%
Tỉ lệ nợ (%)	8%
Chi phí vốn vay	10%
Chi phí vốn chủ (CAPM)	15.2%
<i>Risk free rate</i>	3%
<i>Adjusted beta</i>	1.35
<i>Country Risk premium</i>	9.00%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn: 1%

Bảng 4: Tổng hợp dòng tiền FCFF

Dòng tiền FCFF (tỷ đồng)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
LNST	80	74	103	114	124
Tăng: Khấu hao	42	43	43	43	44
Giảm: Capex	(23)	(28)	(27)	(30)	(30)
(Tăng) / giảm vốn lưu động	31	23	(15)	(8)	(4)
Tăng: chi phí lãi vay*(1-thuế TNDN)	10	6	1	1	1
Tổng	140	118	105	120	136
Giảm: chiết khấu về thời điểm 16/08/24			66		
Dòng tiền FCFF			38	120	136
Tốc độ tăng trưởng vĩnh viễn			1.00%		
WACC mục tiêu			14.9%		
Giá trị hiện tại của FCFF			36	100	98

Tổng hợp định giá (Tỷ VND)

Tổng giá trị hiện tại của FCFF	234
Terminal Value	983
Giá trị hiện tại của Terminal Value	707
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	941
+ Tiền	76
- Nợ	(23)
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-
Giá trị vốn cổ phần (tỷ đồng)	1,050
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	73,200,000
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	14,100
Giá hiện tại (VND/cp)	10,100
Tiềm năng tăng giá (%)	39.6%

Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

Bảng 5: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo WACC

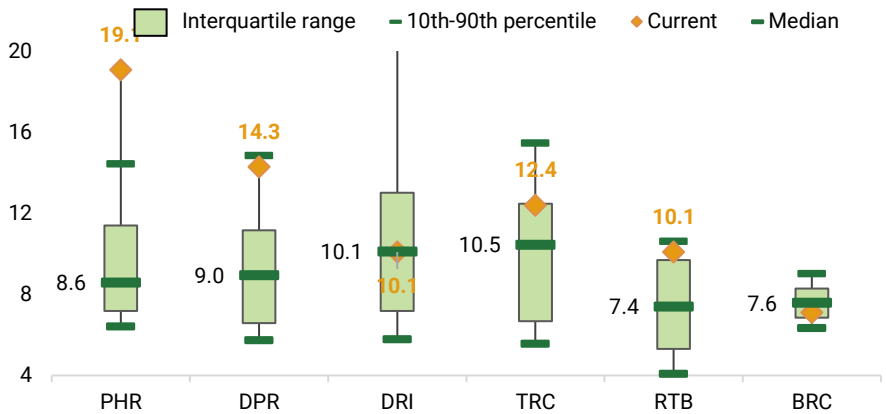
		Giá trị mỗi cổ phần (VND)				
		Tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	12.9%	15,300	15,800	16,300	16,900	17,500
	13.9%	14,200	14,600	15,100	15,600	16,100
	14.9%	13,300	13,700	14,100	14,500	14,900
	15.9%	12,600	12,900	13,200	13,600	13,900
	16.9%	11,900	12,100	12,400	12,700	13,100

Phụ lục định giá theo hệ số P/E

Hiện tại DRI đang giao dịch tại lý lẽ P/E ttm là 10.1x, phù hợp với P/E trung vị của DRI kể từ khi niêm yết từ năm 2017 là 10.1x, và thấp hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành. Đối với triển vọng tăng trưởng LNST đã được trình bày ở mục trên, P/E fwd 24F/25F đang ở mức hấp dẫn là 7.6x/6.8x.

Việc kỳ vọng DRI sẽ có thể ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận và có được biên lợi nhuận gộp tốt hơn so với ngành nhờ vào tệp sản phẩm có giá trị cao, chúng tôi cho rằng DRI có thể sẽ hướng đến giao dịch tại mức P/E trung vị là 10.1x.

Hình 34: Diễn biến định giá P/E của các cổ phiếu nhóm ngành cao su thiên nhiên trong vòng 10 năm qua (2014 – hiện tại)



Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp, Dữ liệu được cập nhật tại ngày 16/08/2024

Phụ lục phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo hệ số P/E

Với các đặc thù như i) ngành mang tính chu kỳ; ii) mùa vụ khai thác và tiêu thụ diễn ra cục bộ ở thời điểm cuối năm; và iii) diễn biến giá cao su, sản lượng tiêu thụ có thể biến động mạnh (tích cực/tiêu cực) hơn dự phóng ở kịch bản cơ sở, chúng tôi đã phân tích độ nhạy giá với P/E mục tiêu FY24 là 10.1x theo biến động sản lượng tiêu thụ và giá bán cao su lũy kế trong năm 2024 để đưa ra các kịch bản giá mục tiêu như sau:

Bảng 6: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu theo hệ số P/E

		Giá trị mỗi cổ phần với hệ số P/E mục tiêu FY24 là 10.1x (VND/cp)									
		Sản lượng tiêu thụ năm 24F (tấn)									
		10,871	11,601	12,332	13,062	13,799	14,524	15,254	15,985	16,715	
		% YoY	-25.6%	-20.6%	-15.6%	-10.6%	-5.6%	-0.6%	4.4%	9.4%	14.4%
Giá bán bình quân 24F (USD/tấn)	1,632	15.2%	8,600	9,600	10,500	11,500	12,500	13,400	14,300	15,300	16,200
	1,661	17.2%	9,300	10,300	11,300	12,300	13,300	14,300	15,300	16,300	17,300
	1,691	19.3%	10,000	11,100	12,100	13,100	14,200	15,200	16,300	17,300	18,400
	1,719	21.4%	10,700	11,800	12,900	13,900	15,000	16,100	17,200	18,300	19,400
	1,748	23.4%	11,400	12,500	13,600	14,800	15,900	17,000	18,200	19,300	20,400

Nguồn: PHS dự phóng

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	586	497	444	486	510	536
Giá vốn hàng bán	(355)	(293)	(284)	(295)	(304)	(312)
Lợi nhuận gộp	230	203	159	191	206	224
Chi phí bán hàng và QLDN	(54)	(58)	(57)	(56)	(55)	(56)
Lợi nhuận từ HĐKD	177	146	102	135	151	168
Lợi nhuận tài chính	19	31	17	17	15	12
Chi phí tài chính	(71)	(71)	(18)	(12)	(10)	(10)
Thu nhập khác, ròng	(8)	(1)	(7)	(3)	(4)	(5)
Lợi nhuận trước thuế	116	106	94	137	152	165
Lợi nhuận sau thuế	84	80	74	103	114	124
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	84	80	74	103	114	124
Cân đối kế toán	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài Sản Ngắn Hạn	194	165	180	189	222	267
Tiền và tương đương tiền	81	67	60	55	78	117
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	5	10	10	10	10
Phải thu ngắn hạn	25	18	38	49	51	54
Hàng tồn kho	83	72	65	70	72	73
Tài sản ngắn hạn khác	5	3	6	6	11	13
Tài Sản Dài Hạn	832	601	463	468	474	482
Phải thu dài hạn	30	60	43	65	83	105
Tài sản cố định	758	490	359	339	321	304
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	25	35	47	50	55	58
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	19	17	14	14	14	14
Tổng cộng tài sản	1,027	766	643	657	696	748
Nợ phải trả	316	195	105	83	74	69
Nợ ngắn hạn	173	109	105	83	74	69
Nợ dài hạn	142	85	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	711	571	538	574	621	680
Vốn góp và lợi nhuận giữ lại	706	566	533	569	617	675
Lợi ích cổ đông thiểu số	5	5	5	5	5	5
Tổng nguồn vốn	1,027	766	643	657	696	748

Lưu chuyển tiền tệ	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	222	164	138	116	134	149
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(30)	(53)	(39)	(48)	(49)	(52)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(143)	(125)	(100)	(74)	(63)	(57)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	48	(14)	(1)	(6)	23	39
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	32	81	67	60	55	78
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	81	67	60	55	78	117
Chỉ số tài chính	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng						
Doanh thu	32.7%	-15.2%	-10.7%	9.5%	5.1%	5.1%
Lợi nhuận sau thuế	248.8%	-3.9%	-8.3%	38.3%	10.9%	9.4%
Tổng tài sản	-14.9%	-25.4%	-16.1%	2.2%	5.9%	7.6%
Tổng vốn chủ sở hữu	-7.7%	-19.7%	-5.9%	6.7%	8.3%	9.4%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	39.3%	40.9%	35.9%	39.3%	40.4%	41.7%
Tỷ suất EBIT	28.7%	29.2%	21.5%	27.3%	28.9%	30.5%
Tỷ suất lãi ròng	14.4%	16.1%	16.7%	21.1%	22.3%	23.2%
ROA	7.5%	8.9%	10.5%	15.8%	16.8%	17.2%
ROE	11.4%	12.5%	13.4%	18.4%	19.0%	19.1%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	22.7	15.8	23.0	32.2	35.1	35.1
Số ngày tồn kho	75.5	95.1	87.2	82.5	84.0	83.9
Số ngày phải trả	3.2	1.2	2.1	2.2	2.2	2.2
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.12	1.51	1.71	2.27	2.99	3.88
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.64	0.85	1.09	1.43	2.02	2.82
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.47	0.61	0.57	0.66	1.05	1.70
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.31	0.25	0.16	0.13	0.11	0.09
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.44	0.34	0.20	0.14	0.12	0.10
Vay ngắn hạn/VCSH	0.16	0.10	0.08	0.04	0.02	0.01
Vay dài hạn/VCSH	0.20	0.15	-	-	-	-

Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích** - Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,

8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Fax: (84-28) 5 413 5472

Customer Service: 1900 25 23 58

Call Center: (84-28) 5 413 5488

E-mail: info@pfs.vn / support@pfs.vn

Web: www.pfs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,

P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung
Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2,
Quận 3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,

107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú,
Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận
Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng,
Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801