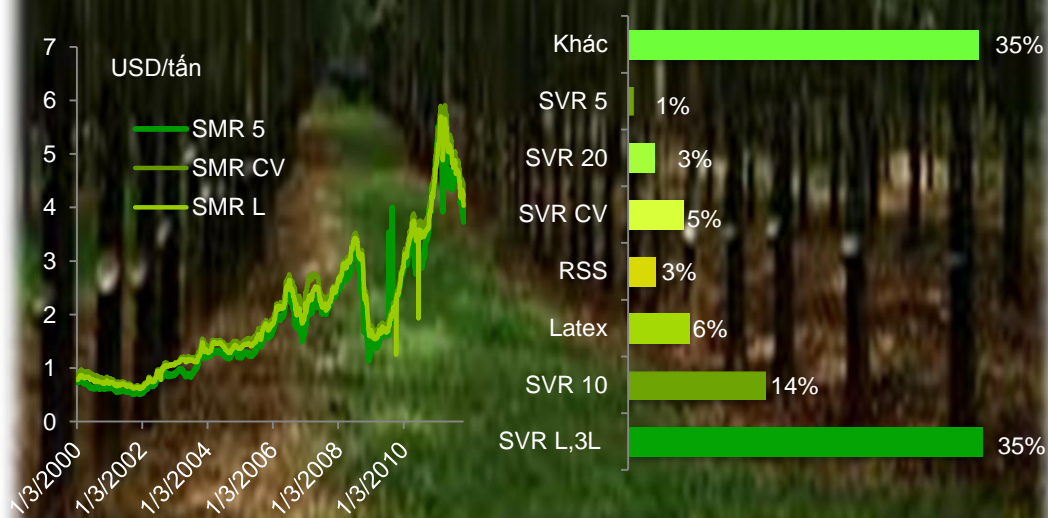


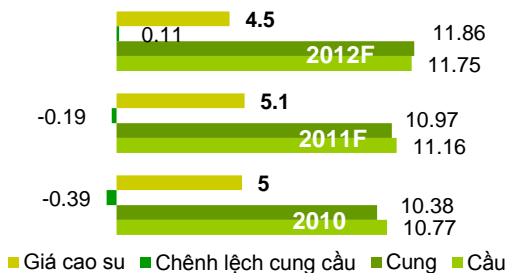
## BÁO CÁO NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN



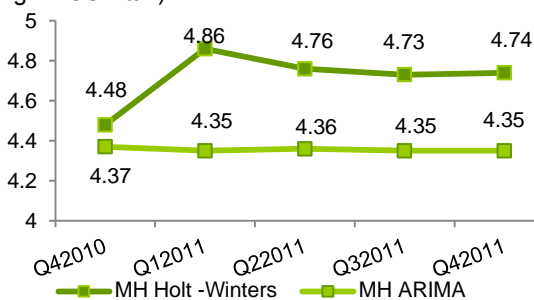
## TÓM TẮT NỘI DUNG

## Cao su thế giới

Dự báo cung cầu cao su của IRSG (triệu tấn) và dự báo giá cao su của Deutsche Bank (nghìn USD/tấn)



Dự báo giá cao su trong ngắn hạn của VCBS (đv: nghìn USD/tấn)



## Ngành cao su Việt Nam

Diện tích cao su năm 2010 (nghìn ha):	740
Năng suất 2010 (tấn/ha):	1,72
SL khai thác 2010 (nghìn tấn):	755
SL xuất khẩu 2010 (nghìn tấn):	783
Giá trị xuất khẩu 2010 (tỷ USD)	2,37
SL xuất khẩu 9T2011 (nghìn tấn):	525
Giá trị xuất khẩu 9T2011 (tỷ USD):	2,27

## Doanh nghiệp cao su tự nhiên niêm yết

## Chỉ tiêu thị trường ngày 04/11/2011

Số lượng DN niêm yết:	5
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	6.753
% giá trị vốn hóa:	1,04
PE (x):	3,98
PB (x)	1,35

## Chỉ tiêu hoạt động sản xuất 4Q lũy kế đến Q3/2011

Tăng trưởng Doanh thu 9T2011 (%yoy):	61
Tăng trưởng LNST 9T2011 (%yoy):	95
Tăng trưởng tài sản Q3/2011 (%yoy):	34
Tỷ suất LN ròng (%):	35
ROA (%):	28
ROE (%):	37

**Các nước sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất thế giới là:** Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Ấn Độ, Việt Nam. Do tập trung tại một số nước nên các nước dễ dàng thống nhất điều tiết sản lượng để hỗ trợ giá.

**Nhu cầu cao su thế giới tập trung chủ yếu tại Trung Quốc, Mỹ, EU...** Trong đó, Trung Quốc là nước có nhu cầu tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới.

**Giá cao su có xu hướng tăng trong nhiều năm gần đây.** Trong giai đoạn 2008 đến nay giá cao su biến động mạnh. Hiện nay giá cao su đã giảm nhiều so với mức đỉnh thiết lập vào tháng 2/2011 nhưng vẫn duy trì ở mức cao.

**Mặc dù nền kinh tế toàn cầu ảm đạm nhưng ngành công nghiệp ô tô vẫn đang hoạt động tốt và có nhiều triển vọng sáng trong năm tới.** Nguồn cung cao su tự nhiên được dự báo có tốc độ tăng cao hơn tốc độ tăng nhu cầu cao su tự nhiên. Năm 2011 lượng cung cao su được dự báo vẫn thấp hơn lượng cầu cao su và sẽ vượt cầu cao su vào năm 2012. Giá cao su được dự báo ổn định hơn và tiếp tục duy trì ở mức cao.

**Việt Nam là nước sản xuất cao su lớn thứ 5 thế giới và là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới.** Việt Nam dự kiến sẽ sớm trở thành nước sản xuất cao su lớn thứ 4 thế giới nhờ diện tích và năng suất tăng liên tục kể từ năm 2000 đến nay.

**Vị thế của cao su Việt Nam chưa được đánh giá cao tương ứng với vị trí.** Mặc dù là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới nhưng cao su Việt Nam có chất lượng chưa cao và chưa tạo được thương hiệu nên giá cao su xuất khẩu thường thấp hơn 10 - 20% so với giá cao su của Thái Lan, Malaysia. Bên cạnh đó Việt Nam xuất khẩu đến 60-70% sang thị trường Trung Quốc nên xảy ra hiện tượng bị ép giá cao su và chịu rủi ro phụ thuộc vào chính sách và tình hình kinh tế của nước này. Ngành công nghiệp chế biến sâu cao su chưa phát triển tương xứng với tiềm năng của ngành.

**Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam (VRG) là tổ chức có ảnh hưởng mạnh nhất đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty khai thác cao su của Việt Nam.** Trong thời gian tới sẽ xuất hiện doanh nghiệp tư nhân tương đối lớn trong ngành khai thác cao su đó là CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG).

**Các doanh nghiệp khai thác cao su có chỉ tiêu cơ bản tốt** nhờ giá cao su tăng cao. 9T2011 các doanh nghiệp cao su đang niêm yết trên sàn có doanh thu, lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ 2010 và đều đã vượt kế hoạch.

**Chúng tôi cho rằng DPR, TRC, PHR là những cổ phiếu nên tiếp tục nắm giữ mặc dù thanh khoản thấp.** Vì các doanh nghiệp này có các chỉ tiêu cơ bản tốt, PE ở mức hấp dẫn, cổ tức cao, kết quả kinh doanh tốt đều vượt kế hoạch ngay trong quý 3/2011. TNC là cổ phiếu thanh khoản nhất trong số cổ phiếu doanh nghiệp khai thác cao su, với thị giá thấp nhất nên nhà đầu tư có thể xem xét cho mục tiêu đầu tư ngắn hạn.

**I.****I. SWOT NGÀNH CAO SU VIỆT NAM****Điểm mạnh**

- (1) Việt Nam là nước sản xuất cao su lớn thứ 5 thế giới và là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới.
- (2) Ngành cao su là ngành có tỷ suất lợi nhuận biên cao và có thể chia sẻ rủi ro và lợi nhuận với người lao động (do chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí). Việt Nam có nguồn nhân lực dồi dào, chi phí nhân công thấp nên việc chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí sản xuất sẽ tạo ra lợi thế cho ngành cao su Việt Nam.
- (3) Hoạt động đầu tư của các doanh nghiệp ngành cao su tập trung hướng đến hoạt động chính. Hoạt động đầu tư chủ yếu là mở rộng diện tích trồng cao su và xây dựng cơ sở hạ tầng cho ngành cao su.
- (4) Các doanh nghiệp ngành cao su được hưởng ưu đãi thuế, lãi vay. Doanh nghiệp khai thác cao su vừa là doanh nghiệp xuất khẩu vừa là các doanh nghiệp hoạt động tại các địa phương có tình hình kinh tế xã hội khó khăn nên được nhà nước quan tâm và khuyến khích đầu tư.

**Điểm yếu**

- (1) Mặc dù Việt Nam là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới nhưng chưa có vai trò lớn trong cơ chế điều chỉnh giá cao su trên thế giới. Bên cạnh đó Việt Nam chủ yếu xuất khẩu cao su dưới dạng thô, chất lượng cao su chưa cao nên giá xuất khẩu vẫn thấp hơn 10-20% so với giá cao su của Thái Lan và Malaysia.
- (2) Quỹ đất phát triển cao su trong nước không còn nhiều. Hiện nay chiến lược phát triển của ngành là đẩy mạnh trồng tại vùng mới như tại các khu vực phía Bắc Bộ và Trung Bộ, đặc biệt mở rộng diện tích trồng cao su tại Campuchia và Lào.
- (3) Công nghệ chế biến sâu của ngành cao su chưa được chú trọng phát triển, hỗ trợ. Phần lớn cao su được xuất khẩu dưới dạng thô. Không những vậy, mặc dù Việt Nam là nước sản xuất cao su lớn nhưng các doanh nghiệp chế biến cao su trong nước khó thu mua để đáp ứng nhu cầu sản xuất, đồng thời vẫn phải nhập khẩu cao su tự nhiên bởi chất lượng cao su thu mua trong nước không đạt yêu cầu.
- (4) Việt Nam xuất khẩu chủ yếu sang Trung Quốc chiếm đến 60-70% nên tình hình chính sách, kinh tế của Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến xuất khẩu cao su của Việt Nam và xảy ra hiện tượng bị ép giá.

**Cơ hội**

- (1) Việt Nam sớm trở thành nhà sản xuất cao su lớn thứ 4 thế giới. Hiện nay năng suất nước ta là 1,72 tấn/ha cao hơn với mức trung bình 1,6 tấn/ha của thế giới đồng thời diện tích tăng mạnh trong những năm gần đây sẽ giúp sản lượng cao su tăng mạnh trong thời gian tới.
- (2) Giá cao su đang duy trì ở mức cao giúp các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh khả quan qua đó đẩy nhanh tích tụ vốn mở rộng đầu tư phát triển hoạt động sản xuất kinh doanh.
- (3) Tỷ giá duy trì ở mức cao sẽ mang lại lợi thế cho các doanh nghiệp xuất khẩu nói chung và doanh nghiệp cao su nói riêng.
- (4) Hiện nay giá gỗ đang tăng cao tạo ra nguồn lợi nhuận lớn khi doanh nghiệp thanh lý cây cao su.
- (5) Việc đẩy mạnh đầu tư mở rộng diện tích trồng cao su sang Lào, Campuchia của ngành cao su sẽ giúp Việt Nam tận dụng được lợi thế về thổ nhưỡng và khí hậu của vùng Đông Nam Á để phát triển sản phẩm được ví như vàng trắng này.

**Thách thức**

- (1) Chiến lược phát triển mở rộng diện tích trồng cao su cho thấy nhu cầu vốn của ngành cao su lớn. Với tình hình lãi suất cao như hiện nay thì chi phí đầu tư sẽ gia tăng.
- (2) Hiện nay thời tiết diễn biến rất phức tạp sẽ ảnh hưởng năng suất và sản lượng cao su.

- (3) Khủng hoảng nợ Châu Âu, sự tăng trưởng chậm của Mỹ và chính sách thắt chặt tiền tệ của Trung Quốc làm gia tăng nỗi lo kinh tế toàn cầu suy giảm hoặc xấu hơn là khủng hoảng. Sự lo lắng đó khiến giá dầu và nhu cầu tiêu thụ cao su giảm qua đó làm giảm giá cao su.

## II. TỔNG QUAN VỀ CAO SU

### Cao su có nhiều ứng dụng, trong đó 60-70% cao su được sử dụng để sản xuất lốp xe

Cao su là một loại vật liệu polyme có các tính năng như đàn hồi, chịu ma sát, chịu nén và lâu hỏng nên có nhiều ứng dụng như dùng để sản xuất lốp xe, kỹ thuật trong xe hơi, dây điện, dụng cụ thiết bị y tế, găng tay, giày dép, đồ chơi.... Trong đó có đến 60-70% sản lượng cao su được sử dụng để sản xuất lốp xe nên triển vọng ngành cao su phụ thuộc rất nhiều vào khả năng tăng trưởng của ngành công nghiệp ô tô.

### Cao su tổng hợp là hàng hoá thay thế của cao su tự nhiên

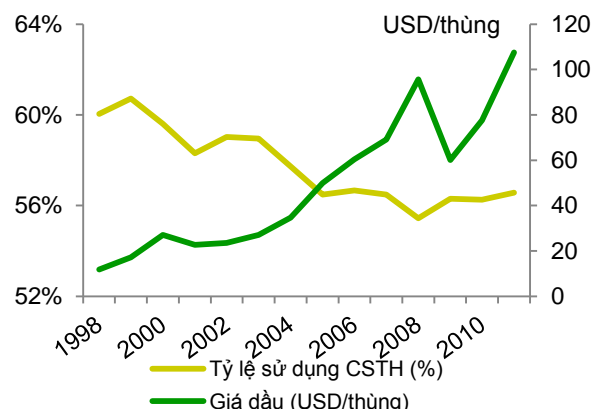
Cao su có hai loại là cao su tự nhiên và cao su tổng hợp. Cao su tự nhiên được sản xuất từ nhựa mủ cây cao su. Cây cao su phát triển tốt ở vùng nhiệt đới ẩm, cần mưa nhiều và chỉ được thu hoạch 9 tháng và 3 tháng còn lại không được thu hoạch vì đây là thời gian rụng lá (nếu thu hoạch vào mùa này cây sẽ chết). Từ những năm 1880, khi các phương tiện giao thông đường bộ phát triển khiến nhu cầu cao su tăng mạnh trong khi nguồn cung cao su tự nhiên bị thiếu hụt đã thôi thúc các nhà khoa học phát minh cao su tổng hợp được tổng hợp từ dầu.

Cao su tổng hợp và cao su tự nhiên không thể thay thế hoàn toàn cho nhau nhưng mức độ thay thế rất cao. Cao su tự nhiên và cao su tổng hợp có nhiều đặc tính tương tự nhau và do nguồn cung cao su tự nhiên bị giới hạn nên ngay sau khi ra đời cao su tổng hợp nhanh chóng thay thế cao su tự nhiên và chiếm tới 56-60% tổng tiêu thụ cao su. Khi giá dầu thô tăng làm tăng chi phí sản xuất cao su tổng hợp nên các doanh nghiệp sẽ chuyển sang sử dụng cao su tự nhiên khiến nhu cầu cao su tự nhiên tăng, tạo áp lực tăng giá cao su tự nhiên và ngược lại, do vậy giá cao su tự nhiên biến động theo giá dầu. Tuy nhiên cao su tự nhiên có những ưu thế nhất định nên cao su tổng hợp không thể thay thế hoàn toàn cao su tự nhiên như trong sản xuất lốp xe buýt, xe tải nặng, máy bay hay nhựa latex ở ngành y khoa... Tỷ lệ cao su tự nhiên sử dụng trong sản xuất lốp xe tải nặng chiếm tới 60-80% tổng cao su sử dụng (tham khảo ở bảng phía dưới).

Trong những năm gần đây, nhu cầu tiêu thụ và giá cao su tự nhiên tăng mạnh là do giá dầu tăng và công nghệ xe hơi của các nước như Trung Quốc, Ấn Độ dùng nhiều cao su thiên nhiên, thêm vào đó là xu hướng tiết kiệm năng lượng hóa thạch bằng sản phẩm tái sinh thiên nhiên, thân thiện với sinh thái hơn. Thực tế cho thấy, kể từ quý 3/2009 giá cao su tự nhiên đã tăng cao hơn giá cao su tổng hợp (tại quý 1/2011 giá cao su tự nhiên bằng 1,9 lần giá cao su tổng hợp) và tỷ lệ sử dụng cao su tổng hợp giảm từ 61% xuống còn 55%.

Loại lốp	CSTH (kg/lốp)	CSTH (kg/lốp)	CSTN /TCS (%)
<b>Lốp Radial</b>			
Lốp xe ô tô	2,1-2,16	1,44-1,5	40-42
Lốp xe tải nhẹ	2,73-3	3-3,3	45-50
Lốp xe tải nặng	3,6-4,8	19,2-20,4	80-85
<b>Lốp Bias</b>			
Lốp xe tải nhẹ	4	4	50
Lốp chịu tải nặng	7,7-8,8		65-60
Lốp xe công nghiệp	0,5	0,5	50
Lốp xe ngành NN	3,9	1,9	45

**Lượng cao su sử dụng trong các loại lốp xe của Trung Quốc** (Nguồn: Hiệp hội cao su Trung Quốc)



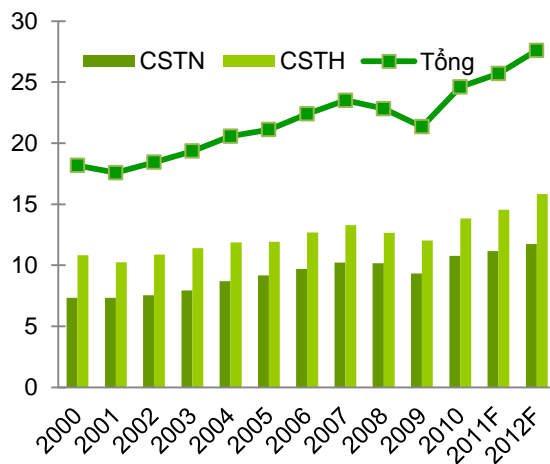
**Tỷ lệ sử dụng cao su tổng hợp và biến động giá dầu**



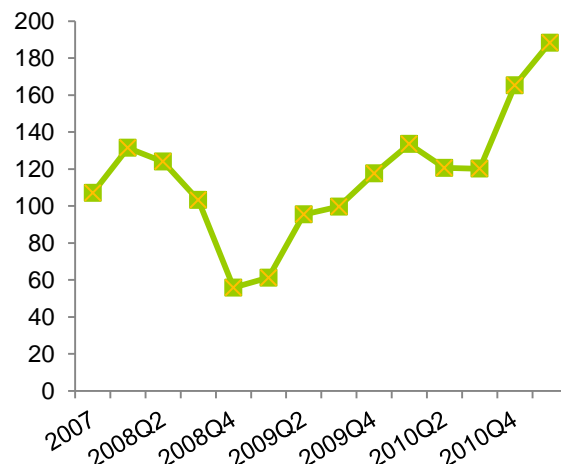
Hàng năm thế giới sản xuất trên 20 triệu tấn cao su, trong đó cao su tự nhiên chiếm trên 40-44% tổng sản lượng cao su tiêu thụ. Giá cao su tự nhiên ngày càng tăng cao hơn so với giá cao su tổng hợp do sự khan hiếm và những ưu thế riêng có. Hầu hết các nước tiêu thụ cao su lớn như Trung Quốc, Mỹ, khu vực EU đều có mức tiêu thụ cao su tổng hợp nhiều hơn so với cao su tự nhiên. Riêng Ấn Độ là nước tiêu thụ cao su lớn nhưng chủ yếu là tiêu thụ cao su tự nhiên do có nguồn cung trong nước lớn. Châu Á mặc dù là khu vực sản xuất cao su tổng hợp lớn nhất nhưng vẫn không đủ đáp ứng nhu cầu tiêu thụ và phải nhập khẩu từ các khu vực khác.

Cao su tự nhiên của các doanh nghiệp Việt Nam thường có các nhóm chính như sau:

- (1) Cao su dạng khối: Cao su kỹ thuật (SVR 3L, SVR 10, SVR 20, SVR 5, SVR L...) và cao su có độ nhớt ổn định (SVR CV50, SVR CV 60...) thường dùng trong công nghiệp sản xuất ô tô.
- (2) Cao su cô đặc (mủ kem, mủ ly tâm (Latex)) được sử dụng để sản xuất găng tay cao su, thiết bị cao su y tế, bong bóng, đệm...
- (3) Cao su tờ (RSS)
- (4) Cao su khác: Crepe, cao su hỗn hợp (pha trộn cao su tự nhiên và cao su tổng hợp).



**Sản xuất cao su thế giới (đơn vị: triệu tấn)**



**Biến động tỷ lệ (%) giá cao su tự nhiên (TSR 20) so với giá cao su tổng hợp (USA SBR) và giá dầu**

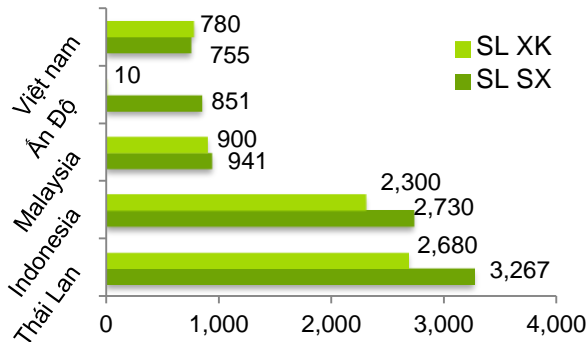
Nguồn: IRSG

**Các nước sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất thế giới là: Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Ấn Độ, Việt Nam. Do tập trung tại một số nước nên các nước dễ dàng thống nhất để hỗ trợ giá cao su**

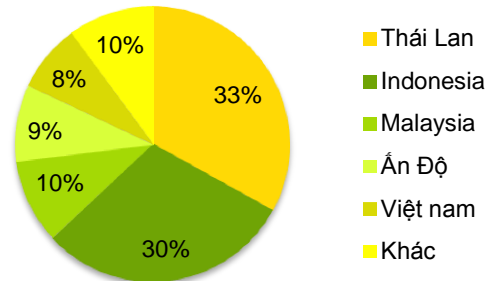
Các nước sản xuất cao su tự nhiên lớn nhất: Cây cao su phụ thuộc rất nhiều vào điều kiện đất đai và khí hậu do đó chỉ giới hạn một số nước, khu vực có thể trồng cây cao su. Diện tích trồng cây cao su tập trung tại châu Á, châu Phi và châu Mỹ Latin đây là những nơi có khí hậu và đất đai phù hợp để giống cây cao su phát triển. Trong đó Thái Lan, Indonesia, Malaysia, Ấn Độ, Việt Nam là 5 nước có diện tích và sản lượng cao su lớn nhất thế giới chiếm 90% tổng sản lượng cao su tự nhiên của thế giới. Mặc dù Indonesia là nước có diện tích lớn trồng cao su lớn nhất nhưng do năng suất không cao nên Thái Lan là nước dẫn đầu về sản lượng. Hiện nay Thái Lan và Ấn Độ là hai nước có năng suất khai thác cao nhất. Năm 2010 sản lượng cao su Thái Lan là 3,3 triệu tấn chiếm 34% tổng sản lượng cao su thế giới; Sản lượng cao su của Indonesia, Malaysia, Ấn Độ, Việt Nam lần lượt là 2,73 triệu tấn, 0,94 triệu tấn, 0,85 triệu tấn và 0,76 triệu tấn chiếm lần lượt 30%, 10%, 9% và 8% tổng sản lượng cao su thế giới.

Các hoạt động hỗ trợ giá cao su của các nước sản xuất lớn: Vào cuối năm 2008, sau khi giá cao su giảm sâu xuống mức thấp nhất 1.102 USD/tấn Tổ chức hợp tác cao su quốc tế - IRCO đã họp và đạt được thỏa thuận về việc triển khai các biện pháp theo kế hoạch quản lý nguồn cung và sản lượng xuất khẩu nhằm đối phó với tình trạng giảm giá

trên thị trường cao su. Theo đó 3 quốc gia sản xuất cao su lớn nhất sẽ tăng diện tích tái canh từ 112 nghìn ha lên 169 nghìn ha qua đó giảm 215 nghìn tấn cao su sản xuất và giảm 700 nghìn tấn cao su tự nhiên xuất khẩu trong năm 2009. Các thỏa thuận này cũng đã có những tác động nhất định đến giá cao su. Gần đây, khi giá cao su giảm Thái Lan đã có kế hoạch giảm cung 120 nghìn tấn/năm và sẽ đề nghị các nước cùng hành động nhằm đẩy giá cao su tăng lên do đó nỗi lo thiếu hụt nguồn cung cao su vẫn hiện hữu.



**Sản lượng sản xuất và xuất khẩu của 5 nước sản xuất cao su lớn nhất năm 2010**  
(đv: nghìn tấn)



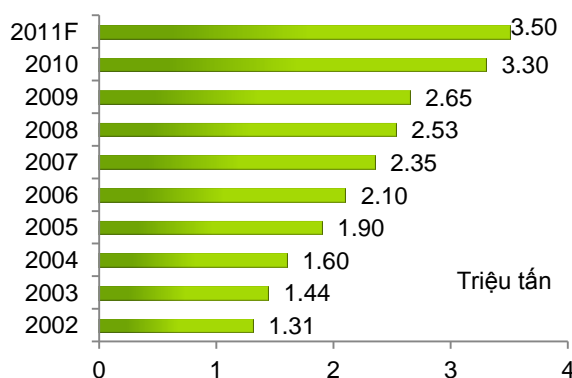
**Cơ cấu sản lượng cao su tự nhiên sản xuất trong năm 2010**

Nguồn: IRSG

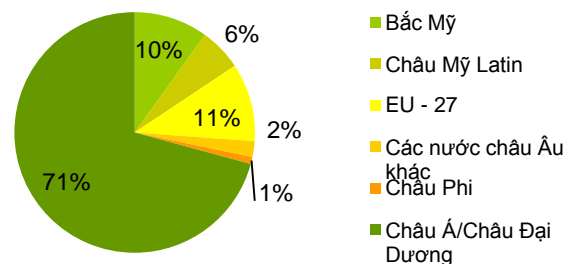
#### Trung Quốc là nước có nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên lớn nhất

Châu Á là thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới với 7,62 triệu tấn cao su trong năm 2010. Trong đó, Trung Quốc là nước tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới. Ngành công nghiệp ô tô của Trung Quốc năm 2009 đã vượt qua Mỹ trở thành nước tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới nhờ sự phát triển mạnh mẽ của ngành công nghiệp sản xuất ô tô Trung Quốc. Năm 2010 Trung Quốc tiêu thụ 3,3 triệu tấn chiếm 31% tiêu thụ cao su tự nhiên toàn cầu tăng 8,6% so với mức tiêu thụ năm 2009.

Sau Châu Á, Bắc Mỹ và EU là những khu vực tiêu thụ cao su lớn tiếp theo. Tiêu thụ cao su của Bắc Mỹ và EU sau khi sụt giảm năm 2009 đã tăng mạnh trở lại trong năm 2010 với mức tăng tương ứng 36% và 37%. Năm 2010 khu vực Bắc Mỹ tiêu thụ 1,07 triệu tấn chiếm 10% tiêu thụ cao su toàn cầu, khu vực EU tiêu thụ 1,13 triệu tấn chiếm 11% tiêu thụ cao su toàn cầu.



**Tiêu thụ cao su tự nhiên của Trung Quốc**



**Tiêu thụ cao su của các khu vực trong năm 2010**

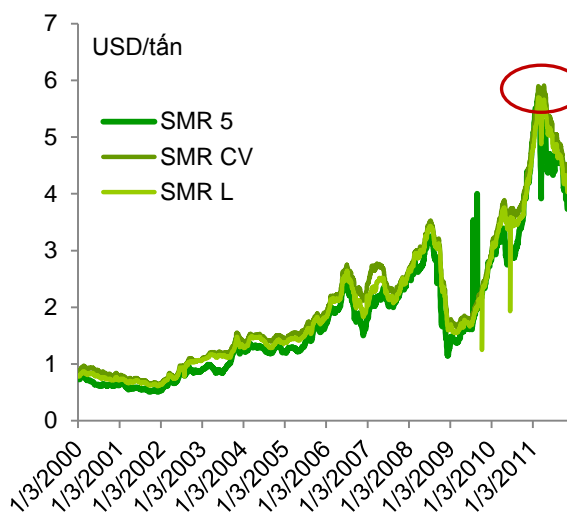
Nguồn: Hiệp hội cao su Trung Quốc và IRSG

**Giá cao su có xu hướng tăng trong nhiều năm gần đây. Trong giai đoạn 2008 đến nay giá cao su biến động mạnh. Hiện nay giá cao su đã giảm nhiều so với mức đỉnh thiết lập vào tháng 2/2011 nhưng vẫn duy trì ở mức cao**

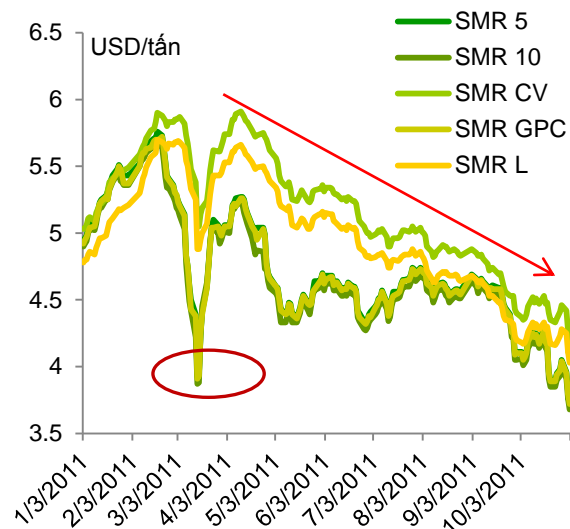
**Diễn biến giá cao su năm 2008-2009:** Do khủng hoảng tài chính và suy thoái kinh tế toàn cầu giá cao su sụt giảm mạnh, đạt mức thấp nhất 1.102 USD/tấn vào tháng 12 năm 2008. Sau đó đã phục hồi và tăng mạnh trở lại kể từ năm 2009 nhờ sự tăng trưởng mạnh của ngành công nghiệp ô tô Trung Quốc và sự can thiệp cắt giảm sản lượng sản xuất cũng như xuất khẩu của ba nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới.

**Diễn biến giá cao su năm 2010:** Những tháng đầu năm 2010 giá cao su tiếp tục đà tăng từ năm 2009. Sau đó suy giảm từ tháng 5 đến hết tháng 7 do lo ngại đã phục hồi kinh tế chậm lại cùng với đó là sản lượng tăng lên khi cao su vào mùa thu hoạch, tuy nhiên đến tháng 8 giá cao su đã tăng trở lại do thời tiết bất lợi tại các nước sản xuất cao su lớn nhất khiến cho nguồn cung bị hạn chế trong khi đó nhu cầu tiêu thụ tại Trung Quốc tăng cao để tăng dự trữ. Ngoài ra giá cao su còn chịu ảnh hưởng của giá dầu và các tín hiệu tích cực của tăng trưởng kinh tế Mỹ.

**Diễn biến giá cao su năm 2011:** Tiếp nối đà tăng năm 2010, những tháng đầu năm 2011 giá cao su tiếp tục lập những kỷ lục mới, đạt mức giá cao nhất vào ngày 18/2/2011 đạt 5.700-5.900 USD/tấn. Sau đó vào giữa tháng 3 khi xảy ra động đất và sóng thần tại Nhật Bản làm giá cao su giảm mạnh xuống dưới ngưỡng 4.000 USD/tấn. Tuy nhiên giá cao su đã phục hồi mạnh ngay sau đó. Nhu cầu cao su tự nhiên tăng cao trong năm 2011 trong khi nguồn cung cao su chỉ tăng nhẹ do điều kiện thời tiết nên giá cao su năm 2011 tăng liên tục, đạt mức cao so với các năm trước. Sau khi đạt mức kỷ lục trong tháng 2/2011 giá cao su có xu hướng sụt giảm do nỗi lo kinh tế giới suy giảm hoặc xấu hơn là khủng hoảng khi nợ công tại khu vực Châu Âu ngày càng phức tạp, nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại, Trung Quốc duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ.



**Biến động giá cao su từ năm 2000 đến nay**



**Biến động giá cao su trong năm 2011**

Nguồn: Bloomberg. Tham khảo giá cao su của Malaysia

#### Những đặc điểm và các yếu tố chi phối giá cao su

- (1) Cao su được sử dụng tới 60-70% để sản xuất lốp do đó giá cao su phụ thuộc rất nhiều vào triển vọng ngành công nghiệp ô tô.
- (2) Giá cao su biến động theo giá dầu bởi hàng hóa thay thế - cao su tổng hợp được làm từ dầu.
- (3) Sản lượng cao su tập trung chủ yếu vào 5 nước sản xuất lớn do đó các nước sẽ dễ dàng đạt được thỏa thuận điều tiết sản lượng cao su để hỗ trợ giá cao su.

- (4) Trung Quốc là nước tiêu thụ cao su lớn nhất của thế giới, chiếm 31% tiêu thụ cao su tự nhiên toàn cầu trong năm 2010 do đó biến động kinh tế hoặc có sự thay đổi trong chính sách kinh tế của Trung Quốc sẽ ảnh hưởng lớn đến giá cao su.
- (5) Cũng như nhiều hàng hóa khác, cao su phụ thuộc vào nguồn dự trữ cao su của các nước tiêu thụ lớn như Trung Quốc, Mỹ, EU...
- (6) Giá cao su phụ thuộc vào tỷ giá đồng nội tệ của các nước xuất khẩu lớn (Baht của Thái, Ringgit của Malaysia) so với USD của Mỹ hay nhân dân tệ của Trung Quốc. Do cao su tại các nước sản xuất cao su phần lớn được xuất khẩu trong khi Trung Quốc và Mỹ là những nước nhập khẩu cao su lớn nên khi tỷ giá này tăng khiến giá cao su tăng.
- (7) Các nước sản xuất cao su lớn ở cùng khu vực nên diễn biến thời tiết khá giống nhau. Cao su ngừng cạo mủ vào khoảng tháng 2 đến tháng 4-5 tại Việt Nam, sau khoảng thời gian này là mùa thu hoạch của cao su nên sản lượng sẽ gia tăng mạnh tạo áp lực lên giá cao su.
- (8) Do cao su là sản phẩm của cây nông nghiệp nên diễn biến thời tiết sẽ ảnh hưởng mạnh đến sản lượng cao su. Như trong giai đoạn năm 2010 và 6 tháng đầu năm 2011 giá cao su luôn duy trì ở mức cao do nguồn cung bị giới hạn bởi mưa lớn ảnh hưởng đến hoạt động khai thác cao su ở Thái Lan và nắng hạn ảnh hưởng đến cao su tại Indonesia.

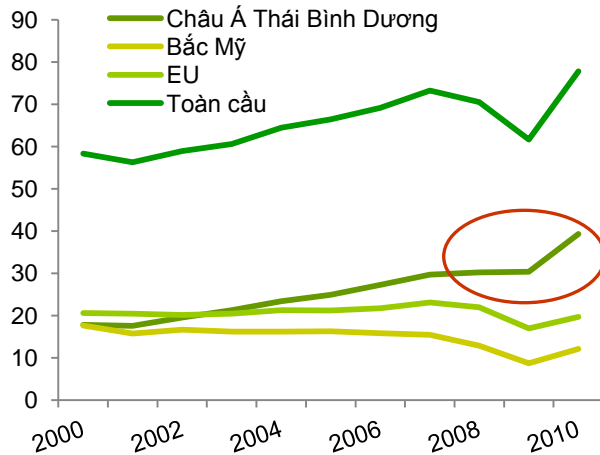
### III. TRIỂN VỌNG GIÁ CAO SU THẾ GIỚI VÀ MÔ HÌNH DỰ BÁO GIÁ CAO SU

**Mặc dù nền kinh tế toàn cầu ảm đạm nhưng ngành công nghiệp ô tô vẫn đang hoạt động tốt và có nhiều triển vọng sáng trong năm tới. Với 60- 70% cao su được dùng để sản xuất lốp, ngành cao su cũng hứa hẹn 1 tương lai xán lạn.**

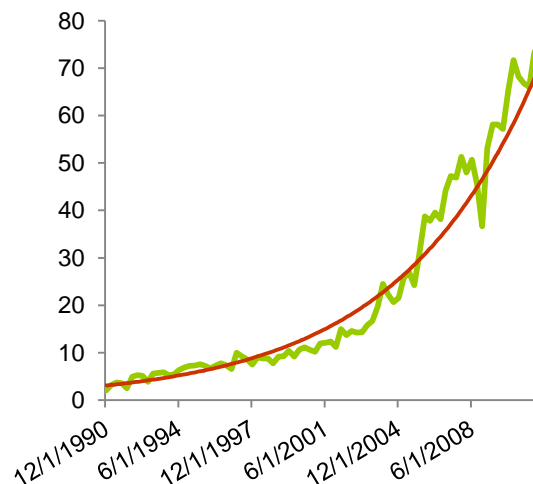
Kinh tế thế giới phục hồi chậm trong năm 2010 sau khi suy thoái năm 2008-2009. Năm 2011 nền kinh tế toàn cầu phải đối mặt với nhiều vấn đề như nợ công, thâm hụt ngân sách, lạm phát, thất nghiệp... làm tốc độ tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại thậm chí có nguy cơ có thể xảy ra suy thoái kinh tế toàn cầu. Cho đến nay khi sắp kết thúc năm 2011, các vấn đề đó của nền kinh tế thế giới vẫn chưa được giải quyết triệt để do đó năm 2012 nền kinh tế toàn cầu sẽ chưa có nhiều điểm tích cực. Theo báo cáo triển vọng kinh tế thế giới vừa công bố trong tháng 9/2011, IMF tiếp tục hạ dự báo tăng trưởng kinh tế thế giới xuống còn 4% trong năm 2011-2012 vì hoạt động kinh tế đã suy giảm đáng kể và tiềm ẩn nguy cơ suy thoái kinh tế. Dự báo tăng trưởng Trung Quốc cũng bị hạ xuống còn 9,5% trong giai đoạn 2011-2012 do nền kinh tế này đang thực hiện chính sách chống lạm phát và nền dựa vào xuất khẩu trong khi tình hình bất ổn diễn ra tại Mỹ, Châu Âu. Tốc độ tăng trưởng của Mỹ được dự báo là 1,5% năm 2011, của khu vực EU là 1,6% năm 2011 và 1,1% năm 2012.

Mặc dù nền kinh tế toàn cầu ảm đạm nhưng ngành công nghiệp ô tô vẫn đang hoạt động tốt và có nhiều triển vọng sáng trong các năm tới. Theo thống kê của tổ chức nghiên cứu Wards Auto, tổng số xe đang lưu hành trên thế giới thời điểm cuối năm 2010 đã lên tới 1,015 tỷ chiếc, cứ 6,75 người lại có một người đang sở hữu ô tô. Mỹ là nước có nhiều ô tô nhất khi sở hữu 240 triệu chiếc, Trung Quốc là 78 triệu chiếc, trong khi Nhật Bản là 74 triệu chiếc. Theo nghiên cứu của Pricewaterhouse Coopers, ngành sản xuất ô tô toàn cầu sẽ tăng tốc vào năm 2012 nhờ vào các nước mới nổi châu Á, chiếm hơn một nửa mức tăng trưởng dự kiến. Ngành sản xuất ô tô thế giới dự báo sẽ tăng trưởng 6,3% trong năm 2011 và 8,8% trong năm 2012 trong đó khu vực châu Á đang nổi lên chiếm khoảng 60% tổng sản lượng xe hơi toàn cầu.





**Doanh số sản xuất xe của thế giới và các khu vực lớn (đv: triệu chiếc xe)**



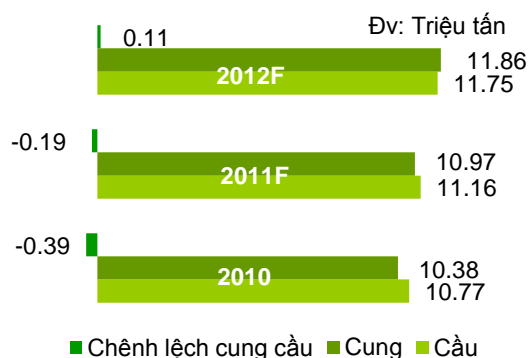
**Sản lượng lắp xe Trung Quốc 1990-2010 (đv: triệu chiếc lắp)**

Nguồn: Bloomberg

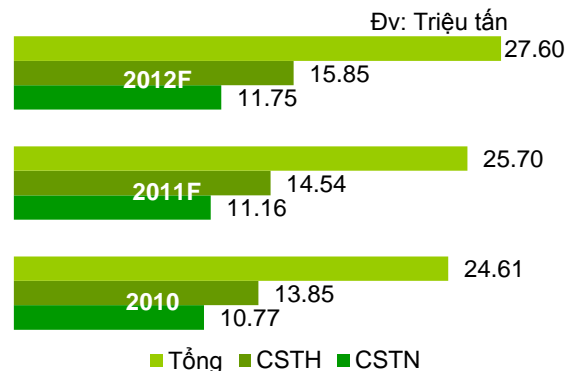
#### Theo dự báo của các chuyên gia giá cao su sẽ ổn định hơn và vẫn ở mức cao

Nguồn cung cao su tự nhiên được dự báo có tốc độ tăng cao hơn tốc độ tăng nhu cầu cao su tự nhiên nhưng trong năm 2011 lượng cung cao su vẫn thấp hơn lượng cầu cao su và sẽ vượt cầu cao su vào năm 2012.

Tổ chức nghiên cứu cao su quốc tế (IRSG) dự báo nhu cầu thế giới (bao gồm cả cao su tự nhiên và cao su tổng hợp) là 25,7 triệu tấn vào năm 2011 và 27,6 triệu tấn vào năm 2012. Trong đó cao su tổng hợp sẽ tăng 5% trong năm 2011 và 9% trong năm 2012 còn cao su thiên nhiên sẽ tăng 3,8% trong năm 2011 và 5,4% trong năm 2012. IRSG dự báo sản xuất cao su tự nhiên toàn cầu tăng 5,6% trong năm 2011 và 8,2% trong năm 2012. Khi đó lượng cung và cầu cao su dự báo cụ thể như sau:



**Dự báo cung cầu cao su trong năm 2011-2012**



**Dự báo sản lượng tiêu thụ các loại cao su 2011-2012**

Nguồn: IRSG

Hiệp hội các quốc gia sản xuất cao su (ANRPC) dự báo giá cao su sẽ ổn định sau khi tăng mạnh trong 2 năm gần đây do sản lượng cao su của các thành viên hiệp hội chiếm 92% sản lượng thế giới dự kiến sẽ gia tăng khoảng 6,3% trong năm 2011 và 6% trong năm 2012.

Giá cao su được Deutsche Bank dự báo sẽ ở mức cao

Trong báo cáo mới nhất gần đây của Deutsche Bank, tổ chức này dự báo giá cao su trung bình sẽ đạt 5 USD/kg vào năm 2011, đạt 5,1 USD/kg vào năm 2012 và 4,5 USD/kg vào năm 2013.

**VCBS cho rằng giá cao su sẽ dao động trong biên độ hẹp và tiếp tục duy trì ở mức giá cao. Mô hình dự báo giá cao su trong ngắn hạn**

Quý 4 giá cao su sẽ dao động trong biên độ hẹp và tiếp tục duy trì ở mức giá cao hơn so với cùng kỳ năm 2010.

*Nhu cầu cao su cuối năm tăng cao tuy nhiên vẫn bị giới hạn bởi lo ngại tăng trưởng kinh tế thế giới*

Quý 4 luôn là thời điểm có nhu cầu sản xuất lớn. Trung Quốc vừa thông báo sẽ tiếp tục tăng dự trữ từ nay cho đến năm 2012, ngoài ra nhu cầu cao su ở các thị trường mới nổi tăng lên là những thông tin tích cực về nhu cầu cao su. Tuy nhiên tiếp nối quý 3 vẫn còn những quan ngại về việc châu Âu sẽ chìm sâu vào khủng hoảng nợ, nền kinh tế Mỹ tăng trưởng chậm lại và Trung Quốc tiếp tục duy trì chính sách thắt chặt tiền tệ sẽ vẫn là những yếu tố cản trở sự gia tăng của giá cao su.

*Nguồn cung cao su có thể tăng nhẹ trong quý 4 nhưng nỗi lo thiếu hụt nguồn cung sẽ vẫn hiện hữu*

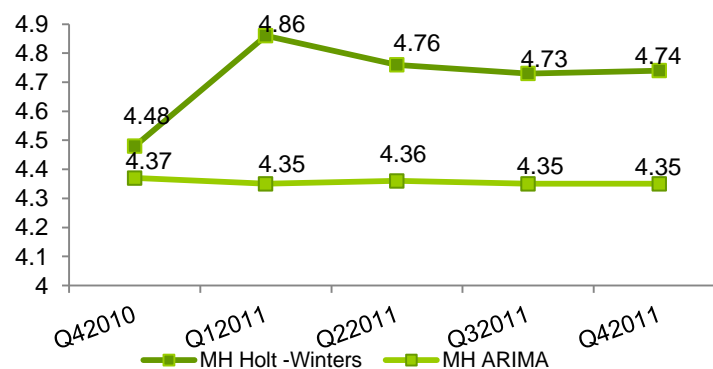
Quý 4 là quý có sản lượng cao su khai thác cao trong năm. Tuy nhiên, hiện nay đang có mưa lớn tại Thái Lan gây ảnh hưởng đến cây cao su cũng như việc cạo mủ cao su và tại Indonesia khí hậu trở nên khô lạnh ảnh hưởng đến năng suất cây cao su. Đồng thời vừa qua Thái Lan có kế hoạch giảm cung 120 nghìn tấn/năm và sẽ đề nghị các nước cùng hành động nhằm đẩy giá cao su tăng lên. Do đó nguồn cung sẽ tăng nhẹ nhưng vẫn tồn tại nỗi lo thiếu hụt nguồn cung.

Về dài hạn giá cao su sẽ tiếp tục ổn định và duy trì ở mức cao do nguồn cung không tăng mạnh và có thể kiểm soát bởi nhóm IRCO.

Một là, giá cao su đã giảm tương đối nhiều so với mức đỉnh. Hai là, nhu cầu cao su vẫn rất lớn với sự tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô toàn cầu đặc biệt Trung Quốc trong khi đó nguồn cung bị kiểm soát bởi một số ít nước và bị hạn chế bởi sự biến đổi của thời tiết. Trên hai cơ sở đó, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ ổn định hơn vào các năm tới.

**Mô hình dự báo giá cao su trong ngắn hạn**

Chúng tôi xây dựng hai mô hình Holt – Winters và mô hình ARIMA để dự báo giá cao su trong ngắn hạn. Qua 2 mô hình chúng tôi dự báo giá cao su (đơn vị: nghìn USD/tấn) như sau:



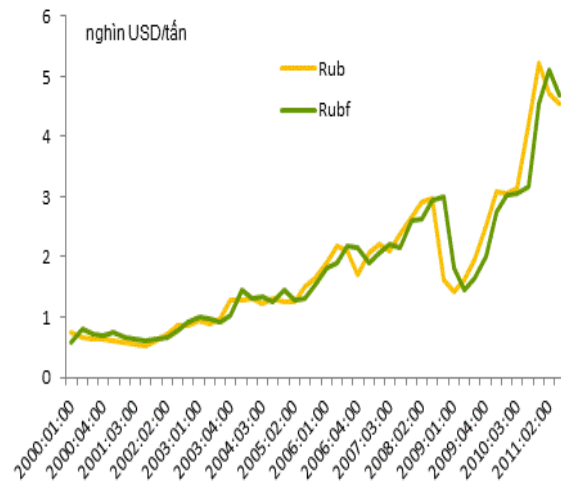
**Giá cao su dự báo theo mô hình Holt – Winters và mô hình ARIMA**

Đây là hai mô hình phân tích quy luật bên trong của chuỗi thời gian để dự báo nên phù hợp với dự báo trong ngắn hạn và có ý nghĩa nhiều nếu không có sự biến động lớn (cú sốc) từ bên ngoài tác động đến giá cao su. Chúng tôi cho rằng kết quả thu được từ mô hình có ý nghĩa nhiều để tham khảo giá cao su trong ngắn hạn. Chi tiết mô hình như sau:

**1. Mô hình dự báo san mũ Holt – Winters:** là mô hình phân tích dự báo theo thành phần của chuỗi thời gian (bao gồm: xu thế (T), chu kỳ (C), mùa vụ (S), bất quy tắc (I)).

**Rub** là chuỗi giá bình quân cao su theo quý được lấy từ quý 1/2000 đến quý 3/2011, loại cao su SMR5 của Malaysia, đơn vị là nghìn USD/tấn

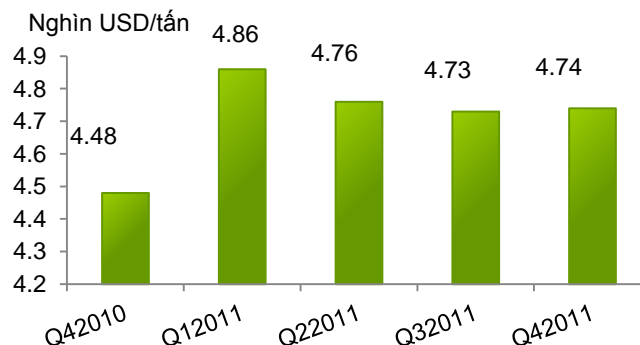
Date: 10/27/11 Time: 17:22  
 Sample: 2000:1 2011:3  
 Included observations: 47  
 Method: Holt-Winters Multiplicative Seasonal  
 Original Series: RUB  
 Forecast Series: RUBF  
 Parameters: Alpha 1.0000  
 Beta 0.0000  
 Gamma 0.0000  
 Sum of Squared Residuals 5.012096  
 Root Mean Squared Error 0.326558  
 End of Period Mean 4.614518  
 Levels:  
 Trend 0.067415  
 Seasonals: 2010:4 0.972346  
 2011:1 1.039799  
 2011:2 1.004144  
 2011:3 0.983710



**Kết quả mô hình**

**Biểu đồ giá cao su thực tế (Rub) và giá cao su dự báo (Rubf)**

Từ mô hình dự báo giá cao su trong cho các quý trong sắp tới như sau:



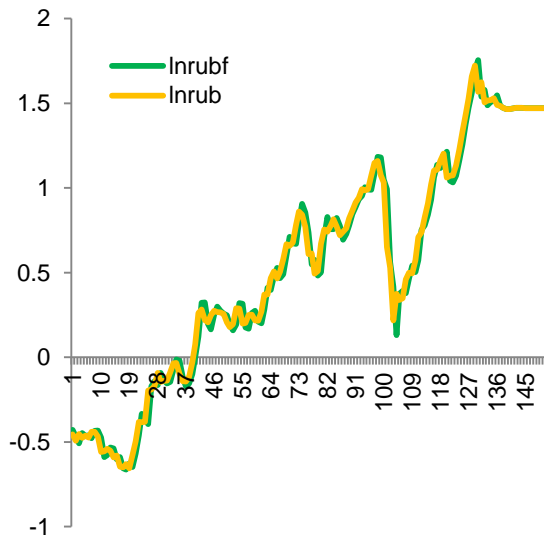
Giá cao su dự báo từ mô hình Holt - Winter

**2. Mô hình trung bình trượt đồng liên kết tự hồi quy - ARIMA:** là mô hình có chuỗi thời gian được giải thích bằng hành vi ở hiện tại, trong quá khứ, các trễ, các yếu tố ngẫu nhiên.

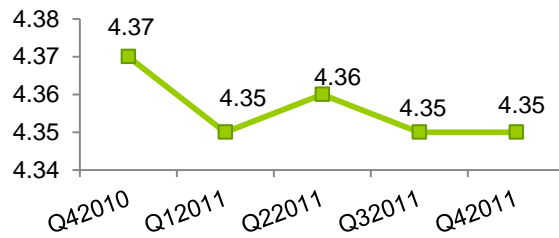
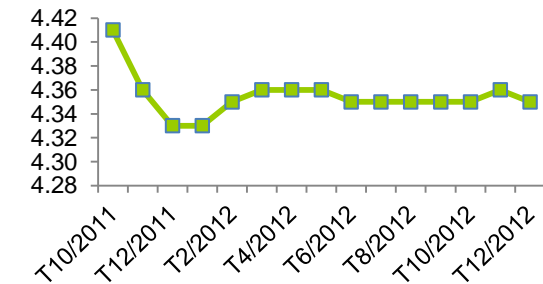
Biến  $\text{LnRub} = \ln(\text{Rub})$ . Trong đó **Rub**: là chuỗi giá bình quân cao su theo tháng được lấy từ tháng 1/2000 đến tháng 9/2011, loại cao su SMR5 của Malaysia, đơn vị là nghìn USD/tấn. Mô hình thu được như sau:

$$\text{LNRUB}_t = 1,882 * \text{LNRUB}_{t-1} - 1,404 * \text{LNRUB}_{t-2} + 0,522 * \text{LNRUB}_{t-3} - 0,675 * u_{t-1} + 0,624 * u_{t-2}$$

Kết quả mô hình cho thấy giá cao su ( $\text{RUB}_t$ ) bị ảnh hưởng bởi giá cao su trong 3 tháng trước đó ( $\text{RUB}_{t-1}$ ,  $\text{RUB}_{t-2}$ ,  $\text{RUB}_{t-3}$ ) và bị ảnh hưởng bởi sự biến động giá cao su của 2 tháng trước đó ( $u_{t-1}$ ,  $u_{t-2}$ ).



**Biểu đồ biến động của giá trị thực tế (Inrub) và giá trị dự báo (Inrubf)**



**Giá cao su dự báo theo mô hình ARIMA**

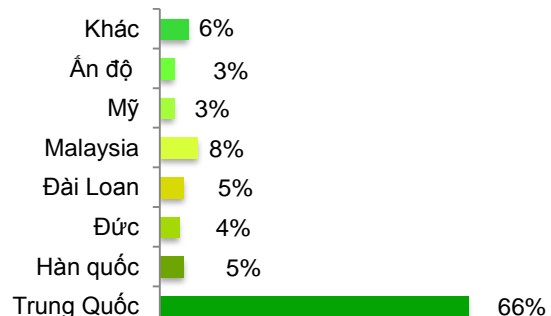
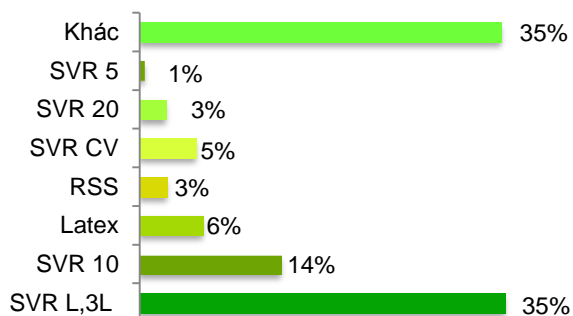
#### IV. NGÀNH CAO SU VIỆT NAM

**Việt Nam là nước sản xuất cao su lớn thứ 5 thế giới và là nước xuất khẩu cao su lớn thứ 4 thế giới**

Việt Nam có điều kiện tự nhiên thuận lợi để phát triển ngành cao su. Hiện nay Việt Nam đang đứng thứ 5 thế giới về diện tích, sản lượng cao su nhưng lại đứng thứ 4 thế giới về xuất khẩu cao su do Ấn Độ là nước sản xuất lớn nhưng nhu cầu tiêu thụ cũng khá lớn do đó tỷ lệ xuất khẩu tương đối thấp. Trong khi đó, sản lượng cao su xuất khẩu của Việt Nam luôn cao hơn sản lượng cao su khai thác do Việt Nam nhập khẩu cao su từ các nước như Lào, Campuchia sau đó tái xuất. Tỷ lệ sản lượng xuất khẩu trên sản lượng khai thác trung bình khoảng 120%.

Mặc dù Việt Nam là nước sản xuất và xuất khẩu lớn thứ 4, thứ 5 thế giới nhưng sản lượng của Việt Nam chỉ bằng 23% so với sản lượng của Thái Lan và bằng 28% sản lượng của Indonesia. Bên cạnh đó thương hiệu cao su chưa được đánh giá cao trên thị trường thế giới bởi chất lượng cao su không đồng đều do cao su tiểu điền là chủ yếu do đó giá xuất khẩu cao su Việt Nam thường thấp hơn 10-20% so với Malaysia và Thái Lan.

Năm 2010 diện tích cao su của Việt Nam là 740 nghìn ha trong đó có khoảng 60% diện tích đang được khai thác còn lại 40% là diện tích đang trong giai đoạn kiến thiết cơ bản. Năng suất cao su của Việt Nam tăng mạnh trong 2 năm gần đây, năm 2010 năng suất đạt 1,72 tấn/ha. Sản lượng cao su năm 2010 đạt 755 triệu tấn, sản lượng cao su xuất khẩu đạt 783 nghìn tấn trị giá 2,37 tỷ USD, tăng 7% về lượng và tăng 94% về giá trị so với năm 2009.





**Cơ cấu sản phẩm xuất khẩu năm 2010****Cơ cấu thị trường xuất khẩu**

Nguồn: VRA, GSO, Bộ Công thương

**Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc là chủ yếu**

Việt Nam xuất khẩu tới trên 70 nước trên thế giới. Trong đó Trung Quốc là thị trường xuất khẩu chính chiếm đến trên 60% tổng sản lượng xuất khẩu và phần lớn xuất khẩu qua đường tiểu ngạch với sản phẩm xuất khẩu chủ yếu là SVR 3L. Về vị trí địa lý Việt Nam gần Trung Quốc, đặc biệt là Trung Quốc là nước có nhu cầu cao su lớn do đó việc xuất khẩu cao su sang Trung Quốc và chủ yếu qua đường tiểu ngạch là tất yếu. Nhưng việc tập trung xuất khẩu tại một thị trường thì mức độ rủi ro sẽ cao hơn, ngành cao su Việt Nam sẽ phụ thuộc vào chính sách, tình hình kinh tế của Trung Quốc và có thể xảy ra tình trạng bị ép giá. Do đó việc mở rộng thị trường xuất khẩu sang các nước khác là cần thiết.

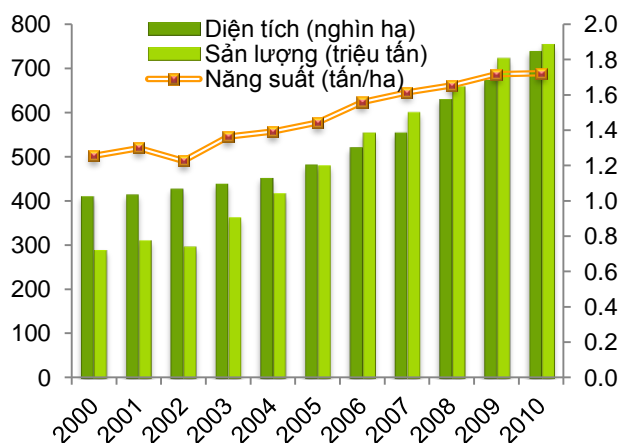
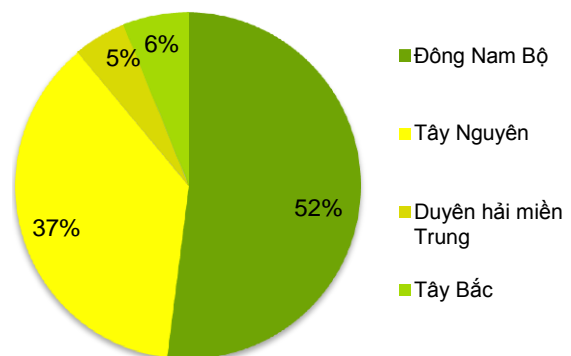
Thị trường Malaysia, Đài Loan, Hàn Quốc, Đức, Hoa Kỳ... là những thị trường xuất khẩu lớn tiếp sau Trung Quốc. 8 tháng đầu năm 2011 giá trị kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc, Malaysia, Đài Loan, Hàn Quốc, Đức, Hoa Kỳ lần lượt là: 1.166 triệu USD, 142 triệu USD, 92 triệu USD, 83 triệu USD, 82 triệu USD, và 52 triệu USD.

**Diện tích và năng suất tăng liên tục kể từ năm 2000 đến nay. Dự kiến Việt Nam sẽ sớm vươn lên trở thành nước sản xuất cao su lớn thứ 4 thế giới**

Diện tích trồng cao su và diện tích thu hoạch cao su tăng liên tục kể từ năm 2000, từ 412 nghìn ha nay đã lên lên 740 nghìn ha trong đó có khoảng 60% diện tích cao su đang được thu hoạch và 40% đang trong giai đoạn khai thác cơ bản. Có được sự tăng lên liên tục như vậy là nhờ các chính sách khuyến khích của nhà nước cùng với tăng giá mạnh mẽ của cao su.

Trong đó diện tích cao su tiểu điền ngày càng tăng lên, chiếm tỷ trọng lớn 45-50% tổng diện tích cao su thấp hơn nhiều so với mức 85-90% tại các nước sản xuất cao su lớn như Thái Lan, Indonesia, Malaysia. Năng suất khai thác cao su của Việt Nam gia tăng liên tục và bứt phá mạnh trong 2 năm gần đây. Diện tích trồng cao su tập trung chủ yếu tại khu vực Đông Nam Bộ chiếm tới 52% tổng diện tích cao su cả nước, khu vực Tây Nguyên chiếm 37% tổng diện tích cao su cả nước, còn lại khoảng 10% là diện tích cao su tại Bắc Trung Bộ và duyên hải Nam Trung Bộ.

Sự tăng lên cả diện tích trồng và năng suất làm sản lượng cả nước tăng mạnh mẽ trong các năm tới. Trong một hai năm tới khi diện tích gieo trồng tăng tích lũy từ năm 2003 đến năm 2010 là 379 nghìn ha khi đó Việt Nam tiến tới là nước sản xuất cao su lớn thứ 4 thế giới thay thế cho Ấn Độ.

**Diện tích và năng suất trồng cao su qua các năm****Cơ cấu diện tích trồng theo vùng năm 2010**

Nguồn: GSO, VRA

**Quý đất phát triển cao su trong nước bị giới hạn, hiện đang chuyển hướng đẩy mạnh đầu tư trồng cao su sang phía Bắc và các nước như Campuchia, Lào**

Diện tích cao su tập trung chủ yếu tại khu vực Đông Nam Bộ. Theo chiến lược phát triển ngành sẽ mở rộng tiếp diện tích tại khu vực Đông Nam Bộ, ngoài ra đẩy mạnh diện tích tại vùng khác: Tây Nguyên, Bắc Trung Bộ, Duyên hải miền Trung. Do điều kiện thời tiết nên chỉ có một số tỉnh phía Tây Bắc như Sơn La, Lai Châu, Điện Biên và chỉ một số giống cây cao su mới sinh trưởng và phát triển được ở khu vực này. Thực tế cho thấy, trong 5 năm kể từ năm 2006 tổng diện tích cao su trồng ở vùng Tây Bắc đạt khoảng 15 nghìn ha, có nhiều diện tích cao su đã bị chết rết.

Vùng quy hoạch	Diện tích trồng mới (nghìn ha)	Tổng diện tích sau quy hoạch (nghìn ha)
Đông Nam Bộ	25	390
Tây Nguyên	95-100	280
Bắc Trung Bộ	20	80
Tây Bắc	35	50
Duyên Hải Nam Trung Bộ	10-15	40

**Quy hoạch phát triển cao su đến năm 2015 với mục tiêu trên 800 ha**

Bên cạnh việc phát triển diện tích cao su trong nước các doanh nghiệp trong ngành cũng có kế hoạch đẩy mạnh diện tích tại Lào, Campuchia. Việt Nam đầu tư trồng cao su lớn nhất ở Campuchia với tổng diện tích lên đến 100 nghìn ha, hiện VRG đã nhận bàn giao hơn 95 nghìn ha, 2005-2010 đã trồng được gần 28 nghìn ha dự kiến sẽ nâng tổng diện tích trồng mới lên 50 nghìn ha vào năm 2011 và hoàn thành trồng 100 nghìn ha vào năm 2013. Việt Nam cũng dự kiến sẽ trồng 100 nghìn ha tại Lào, thực tế năm 2005-2010 đã trồng được gần 55 nghìn ha.

**Mặc dù là một trong những nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới nhưng ngành công nghiệp chế biến cao su của Việt Nam chưa phát triển tương ứng với tiềm năng**

Cao su xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là sản phẩm thô. Việc xuất khẩu cao su thô không mang lại giá trị cao bằng sản phẩm cao su chế biến. Nếu nguồn cao su thô được đưa vào chế biến thì giá trị sẽ tăng lên rất nhiều. Theo các chuyên gia nếu bán cao su thô chỉ thu được 1, nếu chế biến thành sản phẩm giá trị sẽ tăng gấp 8-10 lần, và nếu chế biến thành các sản phẩm cao su kỹ thuật có thể tăng 18-20 lần. Hiện nay nhu cầu tiêu thụ cao su trong nước chỉ chiếm từ 15-18% tổng sản lượng trong đó có đến 70% sản lượng cao su được sử dụng để sản xuất sản phẩm. Giá trị sản phẩm cao su xuất khẩu (chủ yếu là sản phẩm, găng tay, vòng đệm cao su...) chỉ bằng khoảng 15-20% so với giá trị cao su nguyên liệu xuất khẩu. Điều này cho thấy ngành công nghiệp chế biến cao su chưa phát triển tương ứng với tiềm năng của ngành. Đồng thời hiện còn nhiều bất cập tồn tại như khi giá cao su tăng cao các doanh nghiệp chế biến cao su trong nước khó thu gom cao su tự nhiên, chất lượng cao su trong nước chưa đáp ứng yêu cầu sản xuất do đó một số doanh nghiệp vẫn phải nhập khẩu cao su tự nhiên. Như vậy ngành công nghiệp chế biến cao su của Việt Nam còn rất nhiều tiềm năng để phát triển. Do 70% diện tích cao su được sử dụng để sản xuất sản phẩm nên ngành sản xuất sản phẩm có rất nhiều tiềm năng phát triển. Hiện 2 doanh nghiệp lớn nhất trong ngành sản xuất sản phẩm đó là CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) và CTCP Cao su Miền Nam (CSM) đang triển khai những dự án rất lớn mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh để tận dụng nguồn cao su dồi dào sẵn có trong nước.

**Tình hình xuất khẩu 9 tháng đầu năm 2011 rất khả quan, nhiều khả năng vượt kế hoạch xuất khẩu 3 tỷ USD**

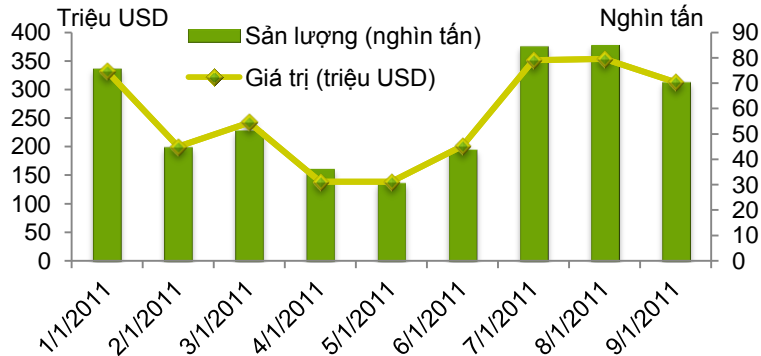
Cao su Việt Nam xuất khẩu sang Trung Quốc là chính do đó cửa khẩu Móng Cái tại Quảng Ninh là cửa khẩu có lượng cao su xuất khẩu lớn nhất. Tiếp đó là cảng Cát Lái và Tân Cảng ở Hồ Chí Minh.

Với sự tăng giá cao su và sản lượng trong 2 năm gần đây, mặt hàng cao su ngày càng khẳng định vị trí mặt hàng xuất khẩu chủ lực mang lại nguồn ngoại tệ lớn nước ta. Năm 2010 kim ngạch xuất khẩu cao su là 2,37 tỷ USD. Dự kiến năm 2011 kim ngạch xuất khẩu sẽ là 3 tỷ USD.

9 tháng đầu năm 2011 Việt Nam đã xuất khẩu được 525 nghìn tấn trị giá là 2,27 tỷ đô tăng 2,4% về lượng nhưng tăng 60% về giá trị nhờ giá cao su tăng cao so với cùng kỳ, hoàn thành 76% kế hoạch xuất khẩu 3 tỷ USD của

ngành cao su. Trong đó Trung Quốc tiếp tục là thị trường xuất khẩu lớn nhất Việt nam chiếm đến 65% và phương thức xuất khẩu tiểu ngạch qua mậu biên vẫn chiếm gần 50%.

Quý 4 là mùa khai thác và nhu cầu tiêu thụ cũng cao hơn nên khả năng hoàn thành kế hoạch xuất khẩu 3 tỷ USD của ngành cao su là hoàn toàn trong khả năng.



**Biểu đồ sản lượng và kim ngạch xuất khẩu cao su trong 9 tháng đầu năm 2011**

Nguồn: GSO

#### Các doanh nghiệp khai thác cao su được hưởng nhiều ưu đãi về thuế, lãi vay

Cao su là mặt hàng được dùng chủ yếu để xuất khẩu nên việc Việt Nam gia nhập WTO đã giúp ngành cao su thâm nhập mở rộng thị trường xuất khẩu, được hưởng các đãi ngộ thuế, phí tại các thị trường trong tổ chức WTO. Đồng thời ngành cao su cũng tiếp cận được nhiều nguồn vay ưu đãi, tín dụng, tài trợ của các tổ chức tài chính quốc tế như WB, IMF giúp ngành cao su đầu tư phát triển mở rộng diện tích, đầu tư giống cây, tiếp cận kỹ thuật tiên tiến, xây dựng được các nhà máy chế biến cao su.

Những doanh nghiệp thuộc ngành xuất khẩu mang lại nguồn ngoại tệ cho đất nước nên được ưu đãi vay vốn đầu tư phát triển. Bên cạnh đó, cây cao su là cây xóa đói giảm nghèo được trồng tại các địa bàn có kinh tế - xã hội khó khăn nên được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp ví dụ như TRC, DPR được áp dụng mức thuế Thuế thu nhập doanh nghiệp là 15% trong 12 năm kể từ khi bắt đầu hoạt động kinh doanh, miễn thuế thu nhập doanh nghiệp 3 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% số thuế phải nộp cho 7 năm tiếp theo. Ngoài ra các doanh nghiệp trồng cao su còn được hưởng ưu đãi thuế sử dụng đất nông nghiệp.

Ngày 18/7/2011 Bộ Tài Chính có văn bản số 9375/BTC-CST lấy ý kiến về dự thảo thông tư quy định thuế suất xuất khẩu 5% đối với một số mặt hàng cao su tự nhiên, theo đó thuế các mặt hàng cao su tự nhiên thuộc nhóm 4001 và 4002 sẽ tăng từ 0% hiện nay lên 5%. Có nhiều ý kiến cho rằng nên cần tăng thuế theo lộ trình và thời điểm thích hợp, mức tăng thuế theo giá xuất khẩu tăng và các khoản thu thuế này đều tái đầu tư cho việc phát triển cao su như các nước sản xuất lớn cao su đã từng làm là Thái Lan, Malaysia. Bộ Công thương, Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn đều cho rằng chưa nên thu thuế đối với cao su tự nhiên thuộc nhóm 4001 và áp dụng mức thuế suất 3-5% đối với cao su thiên nhiên nhóm 4002. Cuối tháng 10/2011 Bộ Tài chính ban hành Thông tư 145/2011/TT-BTC theo đó kể từ ngày 8/12/2011 sẽ áp dụng mức thuế suất thuế xuất khẩu một số mặt hàng cao su thuộc nhóm 4001 là 3%, nhóm 4002 là 5%.

#### Sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành không cao nhưng rào cản gia nhập ngành cao

Cây cao su có đặc điểm phải mất đến 5-7 năm mới thu hoạch được mủ, thời gian đầu tư phát triển cần thời gian rất lâu do đó đòi hỏi doanh nghiệp phải có vốn lớn và dài hạn khi triển khai đầu tư cao su. Bên cạnh đó, cây cao su phụ thuộc rất nhiều vào thổ nhưỡng, thời tiết do đó không phải nơi nào cũng có thể trồng cao su. Hiện nay quỹ đất phát triển cao su trong nước ngày càng bị thu hẹp, trồng cây cao su cũng như cạo mủ cao su đòi hỏi phải có kỹ thuật và

kinh nghiệm nên những doanh nghiệp tham gia sau sẽ gặp rất nhiều khó khăn và thử thách. Như vậy có thể thấy rào cản gia nhập ngành là khá cao.

Sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành không cao do nhu cầu cao su hiện nay vẫn cao, sản phẩm chủ yếu để xuất khẩu và thị trường là vô cùng rộng lớn. Các công ty có diện tích, cơ cấu vườn cây, cơ cấu sản phẩm, tỷ lệ xuất khẩu khác nhau sẽ tạo ra vị thế khác nhau giữa các doanh nghiệp trong ngành.

### **Triển vọng ngành cao su tự nhiên Việt Nam**

#### Triển vọng ngành cao su tự nhiên

Theo dự báo của Hiệp hội Cao su Việt Nam (VRA), sản lượng cao su tăng khoảng 4% trong năm 2011 và với nguồn cao su bổ sung từ tạm nhập tái xuất, Việt Nam có thể xuất khẩu khoảng 830 nghìn tấn (tăng 50 nghìn tấn so với năm 2010) và đạt kim ngạch xuất khẩu trên 3 tỷ USD. 9 tháng đầu năm 2011 Việt Nam đã xuất khẩu được 525 nghìn tấn trị giá là 2,27 tỷ đô tăng 2,4% về lượng nhưng tăng 60% về giá trị nhờ giá cao su tăng cao so với cùng kỳ, hoàn thành 63% kế hoạch sản lượng và 76% kế hoạch kim ngạch 3 tỷ USD của ngành cao su.

Ngành cao su có tỷ lệ đầu tư thấp, tỷ lệ đầu tư khá tập trung chủ yếu là phát triển diện tích trồng cao su và cơ sở hạ tầng cho ngành cao su. Hiện các doanh nghiệp trong ngành đang đẩy mạnh đầu tư sang Lào và Campuchia chủ yếu để mở rộng diện tích cao su tạo ra tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho ngành khai thác cao su.

Năng suất của cao su Việt Nam ngày càng tăng cùng với đó là diện tích gieo trồng tăng tích lũy từ năm 2003 đến năm 2010 là 379 nghìn ha khi đó Việt Nam tăng từ vị trí nước sản xuất cao su thứ 5 thế giới tới vị trí thứ 4 thay thế cho Ấn Độ.

#### Chiến lược phát triển ngành cao su Việt Nam

Định hướng cho sự phát triển của ngành cao su tới năm 2020 bao gồm chuyển đổi sản xuất cao su nguyên liệu và định hướng phát triển sản xuất cao su công nghiệp, xuất khẩu cao su thành phẩm kết hợp với cao su nguyên liệu. Mở rộng diện tích cao su cả nước đạt 800 nghìn ha, sản lượng mủ đạt 1,1 triệu tấn/năm, mở rộng công suất chế biến trong 5 năm là 360 nghìn tấn trong đó đẩy mạnh trồng mới tại vùng Tây Nguyên và vùng Tây Bắc. Ngành công nghiệp chế biến cao su Việt Nam còn nhiều tiềm năng chưa tận dụng hết. Việc phát triển công nghiệp chế biến cao su giúp nâng cao giá trị thành phẩm, cũng là một trong những biện pháp đa dạng hóa thị trường giảm bớt sự lệ thuộc vào thị trường Trung Quốc, giúp giảm nhập khẩu các sản phẩm chế biến từ cao su.

## **V. CÁC DOANH NGHIỆP KHAI THÁC CAO SU TỰ NHIÊN**

**Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam (VRG) là tổ chức có ảnh hưởng mạnh nhất đến hoạt động sản xuất kinh doanh của các công ty khai thác cao su của Việt Nam.**

Tập đoàn điều hành cơ chế giá xuất khẩu thống nhất từ trên xuống dưới với tất cả các doanh nghiệp thuộc tập đoàn. Cuối năm 2010, tổng tài sản tập đoàn đã lên tới 40 nghìn tỷ đồng, trong 5 năm qua bình quân mỗi năm VRG đầu tư trên 5.400 tỷ để phát triển, mở rộng quy mô sản xuất. Năm 2010 tổng doanh thu tập đoàn khoảng 1,1 tỷ USD, lợi nhuận khoảng 350 triệu USD trong đó doanh thu cao su là 900 triệu USD và lợi nhuận 300 triệu USD. Năm 2010 Tập đoàn công nghiệp cao su đã vươn lên từ vị trí số 4 lên số 1 trong top 10 doanh nghiệp xuất khẩu lớn.

Tính đến cuối năm 2010, VRG quản lý khoảng 299 nghìn ha cao su chiếm 40,4% diện tích cao su cả nước. Hiện năng suất bình quân của tập đoàn là 1,8 tấn/ha (trong khi năng suất của thế giới là 1,6 tấn/ha, năng suất trung bình của Việt Nam trong năm 2010 là 1,72 tấn/ha). Tổng sản lượng chế biến và tiêu thụ của VRG năm 2010 là 450 nghìn tấn chiếm 59,6% sản lượng cao su cả nước. Sản lượng của tập đoàn dự kiến sẽ giảm do khả năng mở rộng diện tích trồng cao su của tập đoàn gặp nhiều khó khăn, bên cạnh đó diện tích tái canh, thanh lý vườn cây hàng năm vẫn liên tục gia tăng khiến diện tích vườn cây kinh doanh liên tục bị giảm. Theo kế hoạch phải sau năm 2012 sản lượng cao su của tập đoàn sẽ tăng do diện tích mới trong những năm gần đây bắt đầu cho thu hoạch. Năm 2011 VRG dự kiến tăng trưởng 5%. VRG có 3 chương trình lớn là phát triển thêm 100 nghìn ha tại Tây Nguyên và duyên hải Miền Trung; đầu tư 100 nghìn ha cao su Lào và 100 nghìn ha cao su tại Campuchia.



9T2011 VRG khai thác 157.903 tấn (-4% yoy) (61%KH), chế biến 183.679 tấn (59%KH) trong đó thu mua 28.452 (85%KH), tiêu thụ 191.316 tấn (66%KH). Xuất khẩu 89.435 tấn (chiếm 31% tổng sản lượng tiêu thụ). Giá bán bình quân trong 9 tháng là 97 triệu đồng/tấn (+67% yoy). Theo đó tổng doanh thu là 24.156 tỷ (+163% yoy) trong đó doanh thu từ sản xuất cao su 18.560 tỷ (+66% yoy), tổng lợi nhuận là 8.541 tỷ (+69% yoy) vượt 22% KH lợi nhuận.

5 công ty thành viên lớn nhất trong ngành xét theo sản lượng và diện tích đất là: Đồng Nai, Dầu Tiếng, Phú Riềng, Bình Long, Phước Hòa. Đây đều là các công ty thuộc khu vực Đông Nam Bộ và đều hiện đang có năng suất tương đối cao.

STT	Danh sách công ty	Diện tích vườn (ha)	Diện tích khai thác 2010(ha)	Năng suất 2010 (tấn/ha)	Sản lượng Khai thác 2010 (tấn)	Sản lượng khai thác 2011 (tấn)
1	CT TNHH MTV TCT Cao su Đồng Nai	34.267	24.790	1,69	42.000	35.000
2	CT TNHH MTV Cao su Dầu Tiếng	29.000	20.340	2,07	42.043	38.000
3	CT TNHH MTV Cao su Phú Riềng	18.850	12.974	2,00	26.000	26.100
4	CT TNHH MTV Cao su Bình Long	14.900	11.000	2,04	22.408	21.400
5	<b>CTCP Cao su Phước Hòa</b>	<b>16.800</b>	<b>10.754</b>	<b>2,01</b>	<b>21.616</b>	<b>20.000</b>
6	CT TNHH MTV Cao su Lộc Ninh	10.833	6.952	1,90	13.208	12.400
7	<b>CTCP Cao su Đồng Phú</b>	<b>10.047</b>	<b>7.245</b>	<b>2,23</b>	<b>16.143</b>	<b>15.000</b>
8	CT TNHH MTV Cao su Kom Tum	10.000	8.763	1,28	11.216	12.400
9	CT TNHH MTV Cao su Bà Rịa	8.570	3.400	1,53	5.200	5.000
10	CT TNHH MTV Cao su Chu Păh	8.122	5.693	1,23	7.007	8.300
11	CT TNHH MTV Cao su Mang Yang	7.815	6.612	1,14	7.565	8.000
12	<b>CTCP cao su Tây Ninh</b>	<b>7.200</b>	<b>5.552</b>	<b>2,17</b>	<b>12.067</b>	<b>11.400</b>
13	CT TNHH MTV Cao su Tân Biên	6.161	6.000	2,07	12.434	12.200
14	CT TNHH MTV Cao su Chu Sê	6.000	6.000	1,50	9.000	9.300
15	<b>CTCP cao su Hòa Bình</b>	<b>5.098</b>	<b>2.874</b>	<b>1,35</b>	<b>3.873</b>	<b>3.000</b>
16	<b>CTCP cao su Thống Nhất</b>	<b>2.071</b>	<b>1.337</b>	<b>1,20</b>	<b>1.603</b>	<b>1.760</b>

**Danh sách một số công ty lớn trong ngành cao su và các công ty đang niêm yết trên sàn.**

Nguồn: VCBS tổng hợp

**Trong thời gian tới sẽ xuất hiện doanh nghiệp tương đối lớn trong ngành khai thác cao su đó là CTCP Hoàng Anh Gia Lai (HAG).**

HAG là công ty mới tham gia vào lĩnh vực cao su. Tuy nhiên, với tiềm lực tài chính lớn, HAG đã sở hữu quỹ đất trồng cao su 51 nghìn ha và đang mở rộng lên 100 nghìn ha, chủ yếu tại Lào và Campuchia. Như vậy diện tích của HAG lớn hơn cả diện tích của doanh nghiệp cao su thành viên lớn nhất của VRG hiện nay là công ty Đồng Nai (34 nghìn ha). Đồng thời do triển khai sau nên doanh nghiệp có lợi thế kỹ thuật tốt và giống cây có năng suất cao do đó cao su của HAG có triển vọng rất lớn.

#### **Đánh giá các doanh nghiệp cao su niêm yết**

Hiện nay có 5 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực khai thác cao su đang niêm yết trên sàn, hầu hết các doanh nghiệp có quy mô ở mức trung bình so với ngành cũng như so với thị trường

- (1) DPR – CTCP Cao su Đồng Phú
- (2) HRC – CTCP Cao su Hòa Bình
- (3) PHR – CTCP Cao su Phước Hòa
- (4) TRC – CTCP Cao su Tây Ninh
- (5) TNC – CTCP Cao su Thống Nhất

Cả 5 doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn đều là các thành viên của VRG (VRG đều chiếm trên 50% vốn của các công ty này). Trong đó chỉ có PHR là doanh nghiệp lớn thuộc top 5 doanh nghiệp lớn nhất, còn lại hầu hết các doanh nghiệp đều tương đối nhỏ so với các doanh nghiệp trong ngành. DPR, TRC là 2 công ty đang có năng suất

cao nhất trong ngành còn HRC, TNC có năng suất tương đối thấp. Sản phẩm của 4 công ty DPR, PHR, HRC, TNC chủ yếu là mũ cốp sử dụng để sản xuất săm lốp còn TRC sản phẩm chủ yếu là mũ latex phục vụ sản xuất cao su kỹ thuật như: găng tay, dụng cụ y tế....

STT	Năm 2010	DPR	PHR	HRC	TRC	TNC
1	Diện tích vườn (ha)	10.047	16.800	5.098	7.200	2.073
2	Diện tích khai thác (ha)	7.245	10.754	2.874	5.552	1.328
3	Năng suất (tấn/ha)	2,23	2,01	1,35	2,17	1,2
4	Sản lượng khai thác (tấn)	16.143	21.616	3.873	12.067	1.603
5	Sản lượng tồn kho đầu năm (tấn)	1.052		736	881	
6	Sản lượng thu mua (tấn)	1.978	10.845	3.086	339	
7	Sản lượng chế biến (tấn)	17.516		6.959	17.000	1.857
8	Sản lượng tiêu thụ (tấn)	16.470	31.441	6.452	11.719	1.735
9	Sản lượng xuất khẩu (tấn)	7.762	14.290	3.250	5.377	
10	Sản lượng tồn kho cuối năm (tấn)	2.097		1.242	1.567	
11	Giá thành tiêu thụ (triệu/tấn)	39,20	46,63	50,38	40,22	
12	Giá bán bình quân (triệu/tấn)	62,44	63,47	63,59	62,47	62,9
13	Tổng doanh thu (tỷ)	1.127	2.030	441	815	188
14	Doanh thu từ vườn cây (tỷ)	1.028	1.300	410	718	
15	Lợi nhuận trước thuế (tỷ)	433	662	107	305	60,4
16	Lợi nhuận sau thuế (tỷ)	395	503	95	275	51,9
17	EPS (đồng/CP)	9.335	6.268	5.546	9.243	2.695
18	Cổ tức	30%	30%	25%	30%	15%

**Bảng thông tin sản xuất của các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn**

Nguồn: VCBS tổng hợp

Các doanh nghiệp khai thác cao su có chỉ tiêu cơ bản tốt nhờ giá cao su tăng cao trong đó TRC và DPR là 2 doanh nghiệp có chỉ tiêu cơ bản tốt nhất

- **Các chỉ tiêu tăng trưởng ấn tượng:** Đặc biệt là doanh thu và lợi nhuận trong đó TRC, DPR, TNC là những doanh nghiệp có tốc độ tăng lợi nhuận 9 tháng đầu năm 2011 gấp hơn 2 lần so với cùng kỳ năm 2010.
- **Khả năng sinh lời cao:** Ngành cao su có tỷ suất lợi nhuận cao, cao hơn so với nhiều ngành khác. Đặc biệt khi giá cao su tăng thì tỷ suất lợi nhuận ngày càng tăng. ROA, ROE, EPS hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều rất cao.
- **Khả năng thanh toán tốt:** Nhờ tỷ lệ nợ thấp nên DPR, TRC, TNC đều có các hệ số thanh toán lớn hơn 1 rất nhiều.
- **Tỷ lệ nợ thấp, tỷ lệ đầu tư chưa cao:** Hiện chỉ có HRC, DPR, PHR đẩy mạnh đầu tư.
- **Hiệu quả hoạt động tốt**

Chỉ tiêu tài chính năm 2011	DPR	HRC	PHR	TNC	TRC
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tổng tài sản (Q3/2011 so với cùng kỳ 2010)	42%	27%	34%	20%	48%
Vốn chủ sở hữu (Q3/2011 so với cùng kỳ 2010)	45%	16%	32%	21%	55%
Doanh thu (9T2011 so với cùng kỳ 2010)	90%	87%	36%	5%	89%
LNST (9T29011so với cùng kỳ 2010)	129%	32%	51%	118%	147%
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Tỷ số thanh toán hiện thời	2,6	1,8	1,1	5,8	3,5
Tỷ số thanh toán nhanh	2,2	0,9	0,9	4,7	3,0
Tỷ số thanh toán tiền mặt	1,8	0,7	0,6	3,8	2,8
<b>Cơ cấu vốn và tài sản</b>					
Nợ phải trả/TTS	22%	20%	42%	10%	19%

Nợ dài hạn/TTS	2%	5%	2%	0%	1%
Nợ chịu lãi/Nợ phải trả	8%	33%	27%	1%	9%
TSNH/TTS	53%	27%	45%	60%	63%
Tỷ lệ đầu tư/TTS	27%	45%	20%	8%	11%
<b>Khả năng sinh lời</b>					
Tỷ suất LN gộp	42%	20%	36%	50%	43%
LN thuần từ HĐKD/DT thuần	41%	16%	31%	50%	42%
Lợi nhuận trước thuế/DT thuần	46%	22%	35%	55%	47%
Lợi nhuận sau thuế/DT thuần	41%	19%	27%	47%	42%
ROA	32%	22%	23%	26%	37%
ROE	42%	27%	41%	29%	46%
EPS	15.724	7.090	8.134	4.584	16.082
BV	37.714	26.484	20.124	15.777	34.894
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Số ngày các khoản phải thu	30	9	39	59	16
Số ngày các khoản phải trả	2	10	2	4	1
Số ngày hàng tồn kho	45	51	52	97	52
Vòng quay tổng tài sản	0,9	1,2	1,0	0,6	1,0
Vòng quay tài sản cố định	2,9	4,5	2,7	1,8	3,4
Vòng quay vốn chủ sở hữu	1,1	1,5	1,7	0,7	1,3

**Bảng tóm tắt các chỉ số tài chính doanh nghiệp trong ngành**

Nguồn: VCBS tổng hợp

9 tháng đầu năm 2011 các doanh nghiệp cao su đều có doanh thu lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ và đều vượt kế hoạch. Mặc dù hầu hết các doanh nghiệp đều có sản lượng sụt giảm nhưng đều đạt được kết quả khả quan là nhờ giá cao su duy trì ở mức cao. Hiện giá cao su vẫn duy trì ở mức cao và sản lượng khai thác tập trung trong quý 4 nên các doanh nghiệp cao su tiếp tục có triển vọng tốt trong quý 4. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp cao su sẽ vượt từ 20% kế hoạch trở lên.

Các cổ phiếu doanh nghiệp khai thác cao su không hấp dẫn nhà đầu tư. Giá và thanh khoản sụt giảm bất chấp kết quả kinh doanh tốt, vượt xa kế hoạch. PE của các cổ phiếu tương đối thấp.

Sụt giảm thanh khoản là do vốn của doanh nghiệp không lớn, tỷ lệ nắm giữ của VRG và các tổ chức lớn cao.

Giá cổ phiếu sụt giảm là do 1 số nguyên nhân như sau:

- (1) Kết quả kinh doanh dù tốt nhưng không quá bất ngờ với kỳ vọng nhà đầu tư. Giá cao su mặc dù vẫn cao nhưng đang trong xu hướng đi xuống làm suy giảm triển vọng doanh nghiệp cao su trong tương lai.
- (2) Các doanh nghiệp cao su hoạt động thuần, hoạt động đầu tư tập trung vào hoạt động chính là các dự án trồng cao su, cơ sở hạ tầng cho ngành cao su nhưng chưa mạnh.
- (3) Nhiều cổ phiếu ở thị giá cao, thanh khoản thấp, cổ tức chưa cao như kỳ vọng.

Mã	TTS (tỷ)	VĐL (tỷ)	Tỷ suất LN ròng	Nợ/ VCSH	ROA	ROE	%HTKH Lợi nhuận	EPS Trailing	BV	P/E	P/B	Giá 04/11/11
DPR	2.086	430	41%	29%	32%	42%	127%	15.740	37.714	3,0	1,2	47.000
HRC	569	173	19%	25%	22%	27%	105%	7.090	26.484	8,3	2,2	58.500
PHR	2.864	813	27%	74%	23%	41%	102%	8.170	20.124	3,3	1,3	26.800
TNC	339	193	47%	12%	26%	29%	105%	4.584	15.777	3,0	0,9	13.900
TRC	1.299	300	42%	24%	37%	46%	123%	16.082	34.894	2,3	1,1	37.500

**Bảng thông tin cổ phiếu trong ngành cao su**

(Nguồn: VCBS tổng hợp. Dữ liệu được cập nhật đến quý 3 năm 2011. TNC là kế hoạch đã điều chỉnh, Dữ liệu DPR lấy trên BCTC công ty mẹ)

DPR, TRC, PHR là những cổ phiếu nên tiếp tục nắm giữ mặc dù thanh khoản thấp. Vì các doanh nghiệp này có các chỉ tiêu cơ bản tốt, PE ở mức hấp dẫn, cổ tức cao, kết quả kinh doanh tốt đều vượt kế hoạch ngay trong quý 3/2011.

TNC là cổ phiếu thanh khoản nhất trong số cổ phiếu doanh nghiệp khai thác cao su, thị giá thấp nhất. Chúng tôi cho rằng nhà đầu tư có thể xem xét đầu tư vào cổ phiếu này trong ngắn hạn.

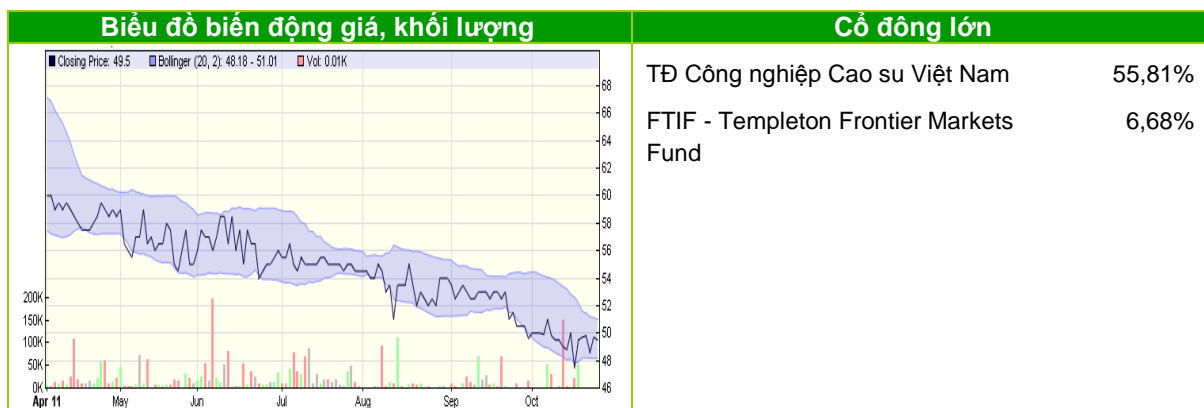


## DPR - CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ

- DPR là doanh nghiệp hoạt động ngày càng hiệu quả trong 1-2 năm gần đây, vườn cây đang trong độ tuổi cho năng suất cao nhất.
- Năm 2011 sản lượng khai thác của DPR sụt giảm, dự kiến sản lượng sẽ tăng lại kể từ năm 2013.
- Thị trường xuất khẩu chính trong năm 2010 của DPR là Hàn Quốc, Trung Quốc và Đài Loan.
- 9 tháng đầu năm 2011 DPR đạt 1.280 tỷ doanh thu (+90% yoy) và 500 tỷ lợi nhuận sau thuế (+129% yoy) vượt 27% kế hoạch lợi nhuận.

**DPR là doanh nghiệp kết quả kinh doanh khả quan, chỉ tiêu tài chính cơ bản rất tốt và có triển vọng tăng trưởng cao trong dài hạn, cổ phiếu có PE tương đối thấp do đó nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ.**

Giá 04/11/11	Khoảng giá 52 tuần	KLDLH	KLGBDQ 1 tháng	Thay đổi giá 1 tháng	Beta	PE (TTM)	PB (TTM)	Tỷ lệ cổ tức 2011	% SHNN	% SH Nhà nước
47.000	47.000-69.500	43.000.000	4.567	-4%	0,84	2,99	1,25	30%	35,03%	55,81%



### SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>DPR là doanh nghiệp có các chỉ tiêu cơ bản tốt.</li> <li>Vườn cây của DPR có thổ nhưỡng tốt, cơ cấu vườn cây đang cho năng suất cao. Năng suất hai năm gần đây đạt mức cao nhất trong tập đoàn và vượt xa năng suất bình quân của cả nước.</li> <li>DPR là một trong những doanh nghiệp đi đầu trong việc mở rộng diện tích tại Campuchia, điều này cho thấy DPR có chiến lược phát triển tốt.</li> <li>DPR được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dự án tại Đắk Nông triển khai chậm gặp khó khăn trong việc thu hồi đất, mặc dù triển khai từ năm 2008 nhưng tính đến nay mới triển khai được 904 ha/ 4.000 ha của dự án.</li> <li>CTCP Cao su Kỹ thuật Đồng Phú đã có sản phẩm nhưng khâu thương mại và tiếp thị chưa được tốt, hiện nay giá sản phẩm nguyên liệu đầu vào cao nên dự kiến năm 2011 vẫn chưa có lãi.</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>Hiện nay giá cao su đang ở mức cao, việc sở hữu vườn cây trong độ tuổi cho năng suất cao nhất trong thời gian này giúp DPR thu về được nhiều lợi nhuận.</li> <li>Cao su được ví là vàng trắng. Với chiến lược mở rộng diện tích của DPR sẽ tạo ra tiềm năng tăng trưởng dài hạn cho công ty.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dự án thành lập CT TNHH Đồng Phú – Snuol với vốn dự kiến 1.200 tỷ là dự án rất lớn so với quy mô của công ty do đó nhu cầu về vốn của DPR sẽ lớn trong các năm tới đây.</li> <li>Thời tiết hiện đang biến đổi bất thường nên sẽ ảnh hưởng đến vườn cây cao su của DPR nói riêng và của các doanh nghiệp cao su nói chung.</li> </ul>

Thông tin sản xuất	2009	2010	2011F	Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011F
DT vườn (ha)	10.047	10.047	9.761	Tổng doanh thu (tỷ)	684	1.127	1.323
DT khai thác (ha)	7.553	7.245	7.236	Doanh thu vườn cây (tỷ)	630	1.028	1.228
DT dự kiến sẽ thanh lý		465	590	LNTT (tỷ)	221	433	442
Năng suất (tấn/ha)	2,25	2,23	2	LNST (tỷ)	211	395	403
SL khai thác (tấn)	17.030	16.143	14.500	TTS (tỷ)	1.246	1.676	
SL tồn kho đầu năm (tấn)	1.642	1.052	2.097	VCSH (tỷ)	868	1.227	
SL thu mua (tấn)	2.201	1.978	4.000	Nợ/TTS	29%	25%	
SL chế biến (tấn)	19.003	17.516	18.500	Tỷ suất LNR	33%	38%	
SL tiêu thụ (tấn)	19.593	16.470	18.300	ROA	17%	24%	
SL xuất khẩu (tấn)	7.032	7.762	10.000	ROE	24%	32%	
SL tồn kho cuối năm (tấn)	1.052	2.097	2.297	EPS (đồng/CP)	5.269	9.165	
Giá thành tiêu thụ (triệu/tấn)	22,62	39,2	46	BV(đồng/CP)	20.718	28.543	
Giá bán bình quân (triệu/tấn)	32,17	62,44	67	Cổ tức	15%	30%	30%

VCBS tổng hợp

Trong các doanh nghiệp đang niêm yết trên sàn DPR cũng là một trong những doanh nghiệp tích cực đầu tư phát triển diện tích vườn cây để tận dụng lợi thế của ngành cao su.

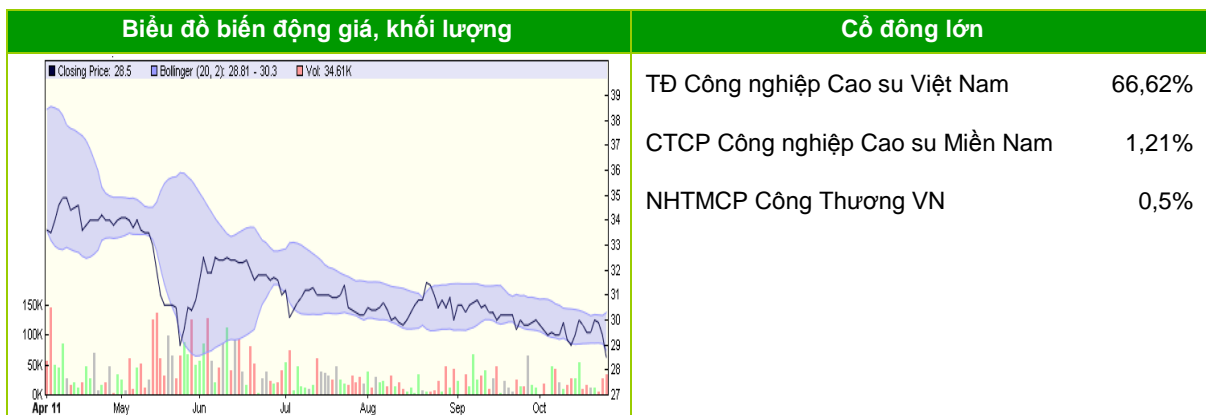
#### Các dự án chính của DPR

- (1) Dự án thành lập CT TNHH Đồng Phú – Snuol với quy mô 10.000 ha, dự kiến vốn đầu tư 1.200 tỷ trong đó 100% vốn là của DPR. Năm 2011 nếu nhận được đất sớm sẽ trồng ngay.
- (2) Dự án tham gia thành lập CTCP Cao su Đồng Phú – Kratie tại Campuchia có vốn điều lệ là 350 tỷ, mục đích trồng 8.000-9.000 ha cao su trên tổng 10.000 ha. DPR góp 140 tỷ chiếm 40% vốn điều lệ. Dự án đã trồng được 3.300 ha trong đó năm 2008 trồng 70 ha, năm 2009 trồng 1.100 ha, năm 2010 trồng 2.130 ha, dự kiến năm 2011 trồng 2.500 ha và năm 2012 sẽ hoàn tất việc trồng, năm 2014 dự án bắt đầu có doanh thu. Dự kiến vốn điều lệ sẽ tăng lên 500 tỷ và DPR có thể tăng tỷ lệ đóng góp lên 49% tại công ty này.
- (3) Dự án tham gia thành lập CTCP Cao su Đồng Phú – Đak Nông vốn điều lệ 120 tỷ, diện tích quy hoạch 4.000 ha. Trong đó DPR góp 108 tỷ chiếm 90% vốn điều lệ của công ty. Đến nay DPR trồng được 904 ha. Năm 2014 dự án bắt đầu có doanh thu.
- (4) Dự án tham gia thành lập CTCP Cao su Kỹ thuật Đồng Phú vốn điều lệ 110 tỷ, trong đó DPR góp 56 tỷ chiếm 50,9% vốn điều lệ của công ty. Dự án chuyên sản xuất hàng tiêu dùng như nệm, gối ... từ nguyên liệu mủ latex của DPR, hàng năm nhà máy này sử dụng 3.000 tấn mủ quy khô của DPR. Dự kiến sắp tới nâng vốn điều lệ của công ty lên 129 tỷ trong đó DPR góp 75 tỷ chiếm 58,14% vốn điều lệ của công ty. Hiện nay sản phẩm đã hoàn thành và bắt đầu được bán ra thị trường.
- (5) Dự án tham gia thành lập CTCP Đầu tư Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú với vốn điều lệ 100 tỷ. Trong đó DPR góp 51 tỷ chiếm 51% vốn điều lệ của công ty. Mục đích của dự án là triển khai và đầu tư kinh doanh khu công nghiệp và khu dân cư với tổng diện tích là 240 ha. Đã triển khai hạ tầng xây dựng và bắt đầu gia nhập thị trường và kinh doanh. Dự kiến chia cổ tức 5-8% trong năm 2011.

## PHR - CTCP CAO SU PHƯỚC HÒA

- Là doanh nghiệp cao su có quy mô lớn nhất trong ngành đang niêm yết trên sàn.
  - Hiện nay sản lượng sụt giảm do vườn cây của PHR tương đối già, thanh lý 600-800 ha/năm. Sản lượng khai thác của PHR sẽ tăng mạnh kể từ năm 2015 khi các dự án cao su có thể thu hoạch được.
  - Năm 2013 dòng tiền từ các dự án sẽ tăng mạnh.
  - 9T2011 PHR đạt 1.887 tỷ doanh thu (+36% yoy) và 480 tỷ LNST (+51% yoy), vượt 2% kế hoạch LNST
- Cổ phiếu PHR có thanh khoản, PE ở mức tương đối thấp nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ.**

Giá 04/11/11	Khoảng giá 52 tuần	KLDLH	KLGDDBQ 1 tháng	Thay đổi giá 1 tháng	Beta	PE (TTM)	PB (TTM)	Tỷ lệ cổ tức 2011	% SHNN	% SH Nhà nước
26.800	26.800-39.700	78.975.047	19.858	0,4%	0,88	3,28	1,33	30%	13,11%	66,62%



### SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>• PHR là doanh nghiệp lớn thứ 5 trong ngành cao su về diện tích, sản lượng và là doanh nghiệp lớn nhất trong ngành đang niêm yết trên sàn. PHR chú trọng đầu tư, công ty triển khai dự án trồng cao su lớn tại Campuchia từ năm 2009.</li> <li>• PHR chuyển dịch cơ cấu sản phẩm tăng tỷ trọng sản phẩm SVR CV, đây là loại sản phẩm có giá trị cao.</li> <li>• Thị trường tiêu thụ rộng lớn, xuất khẩu đi 28 nước và không phụ thuộc quá nhiều vào thị trường Trung Quốc.</li> <li>• Mặc dù thanh lý cây làm giảm sản lượng nhưng giá gỗ hiện rất cao sẽ mang lại nguồn lợi nhuận lớn từ thanh lý cây cho doanh nghiệp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diện tích vườn cây lớn nhưng cơ cấu tuổi của vườn cây tương đối già phải thanh lý 600 ha/năm nên sản lượng sụt giảm, đến năm 2015 mới tăng trở lại.</li> <li>• PHR không được ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp như nhiều doanh nghiệp khác trong ngành. Thuế suất thu nhập doanh nghiệp hiện nay của PHR là 25%.</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>• PHR là doanh nghiệp lớn nên giá cao su cao thì PHR sẽ thu được lợi thế lớn hơn.</li> <li>• PHR cũng là một trong số những doanh nghiệp tiên hành đầu tư sớm phát triển diện tích cao su ở bên ngoài giúp tạo ra tiềm năng dài hạn cho PHR.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nhu cầu vốn đầu tư lớn do hiện công ty đang phải thanh lý tái canh đồng thời phải đẩy mạnh đầu tư tại các dự án lớn tại Campuchia.</li> </ul>

Thông tin sản xuất	2009	2010	2011F	Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011F
DT vườn (ha)	16.800	16.800	16.800	Tổng doanh thu (tỷ)	1.068	2.030	1.902
DT khai thác (ha)		10.754		Doanh thu vườn cây (tỷ)		1.300	1.690
Năng suất (tấn/ha)	2,04	2,01	1,94	LNTT (tỷ)	351	662	622
SL khai thác (tấn)	24.092	21.616	20.000	LNST (tỷ)	267	503	466
SL thu mua (tấn)	5.484	10.845	6.000	TTS (tỷ)	1.869	2.305	
SL chế biến (tấn)	28.993	32.461	26.000	VCSH (tỷ)	1.159	1.284	
SL tiêu thụ (tấn)	32.393	31.441	26.000	Nợ/TTS	38%	44%	
SL xuất khẩu (tấn)	13.262	14.290		Tỷ suất LNR	25%	25%	
Giá thành tiêu thụ (triệu/tấn)	25,28	46,63	46,47	ROA	14%	22%	
Giá bán BQ (triệu/tấn)	31,87	63,47	65	ROE	23%	39%	
				EPS (đồng/CP)	3.287	6.177	
				BV(đồng/CP)	12.507	15.798	
				Cổ tức	20%	30%	30%

VCBS tổng hợp

PHR đầu tư mạnh vào hoạt động cao su là chính, bên cạnh đó PHR còn trực tiếp đầu tư các dự án khu công nghiệp và khu dân cư. Theo tiến độ PHR sẽ cần nhu cầu vốn lớn trong các năm tới để đầu tư vào công ty con – CT TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa Kampong Thom tại Campuchia và các dự án khu công nghiệp, khu dân cư. Còn lại các dự án khác về cơ bản PHR hoàn thành giai đoạn góp vốn, dự kiến sẽ mang lại nguồn tiền lớn và ổn định kể từ năm 2013.

#### Một số dự án lớn của PHR

- (1) Dự án đầu tư vào CT TNHH Phát triển Cao su Phước Hòa Kampong Thom, mục đích trồng cao su tại Campuchia với diện tích là 9.184 ha, tổng số vốn đầu tư là 1.131 tỷ. Đây là dự án lớn nhất của PHR. Hiện nay số vốn góp là khoảng gần 400 tỷ, do đó dự kiến 2-3 năm tới số vốn phải góp mỗi năm tiếp tục lớn từ 150-180 tỷ/năm. Dự kiến năm 2015 dự án có thể đem lại lợi nhuận.
- (2) Đầu tư vào CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG, vốn điều lệ là 600 tỷ. PHR góp vốn 150 tỷ, chiếm 25% vốn điều lệ. PHR hiện đã hoàn thành giai đoạn góp vốn.
- (3) Đầu tư vào CTCP cao su Đoàn Kết tại tỉnh Kratie, vốn điều lệ 270 tỷ. PHR góp vốn 81 tỷ, chiếm 30% vốn điều lệ. Dự kiến bắt đầu góp 20 tỷ trong năm 2011.
- (4) Đầu tư vào Dự án Khu dân cư Phước Hòa, tổng vốn đầu tư 70 tỷ. PHR đầu tư toàn bộ 100% vốn. Hiện nay PHR đã hoàn thành giai đoạn đầu tư.
- (5) Đầu tư Dự án Khu công nghiệp Tân Bình PHR, tổng vốn đầu tư 100 tỷ. PHR dự kiến sẽ đầu tư 60 tỷ, chiếm 60% vốn đầu tư của dự án. Dự kiến năm 2011 sẽ đầu tư 10 tỷ.
- (6) Đầu tư Dự án Khu dân cư của các nông trường. PHR dự kiến sẽ đầu tư 90 tỷ chiếm 100% vốn đầu tư của dự án. Dự kiến năm 2011 sẽ đầu tư 9 tỷ.

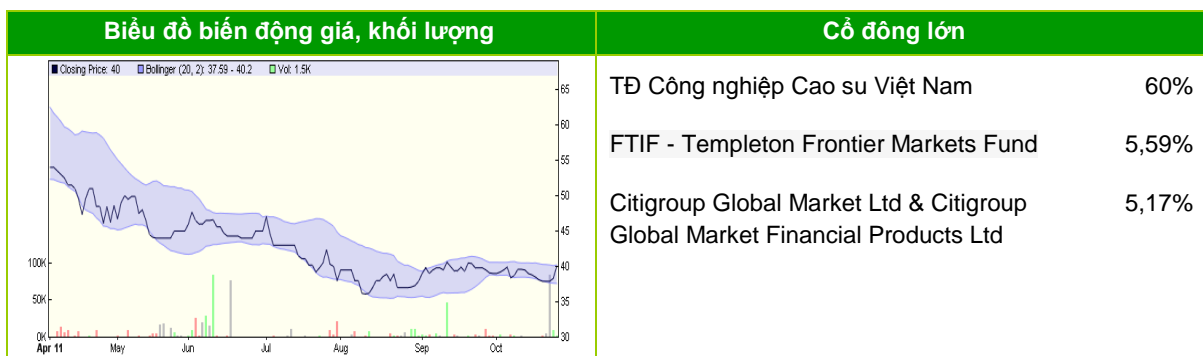


## TRC - CTCP CAO SU TÂY NINH

- TRC là doanh nghiệp có các chỉ tiêu cơ bản tốt.
- Thị trường xuất khẩu chính của TRC trong năm 2010 là Indonesia, Malaysia, Mỹ, Đức..
- Sản phẩm của TRC phần lớn là mủ latex, đây là sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao và có nhu cầu tiêu thụ ổn định.
- 9 tháng đầu năm 2010 TRC đạt 843 tỷ doanh thu (+89% yoy) và 362 tỷ LNST (+147% yoy) vượt 23% KH lợi nhuận.

**PE của TRC khá thấp, các chỉ tiêu tài chính cơ bản tốt nhất trong ngành, nhà đầu tư nên tiếp tục NẮM GIỮ.**

Giá 04/11/11	Khoảng giá 52 tuần	KLDLH	KLGBQ 1 tháng	Thay đổi giá 1 tháng	Beta	PE (TTM)	PB (TTM)	Tỷ lệ cổ tức 2011	% SHNN	% SH Nhà nước
37.500	36.100-71.500	29.600.000	7.461	-3,8%	0,89	2,33	1,07	30%	32,15%	60%



### SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vườn cây TRC hiện nay có năng suất tương đối cao.</li> <li>• Mủ latex chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu sản phẩm của TRC, đây là loại mủ được sử dụng sản xuất găng tay, dụng cụ y tế nên có nhu cầu tương đối ổn định. Đồng thời tỷ suất lợi nhuận của loại mủ này cao hơn so với mủ cốm.</li> <li>• TRC có các chỉ tiêu cơ bản tốt.</li> <li>• TRC được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Triển khai đầu tư mở rộng diện tích chậm so với các doanh nghiệp khác trong ngành.</li> <li>• Do vườn cây của TRC khá gần với trung tâm thành phố nên chi phí thuê đất cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.</li> <li>• TRC có dự án thùng phuy thép để chứa mủ latex. Hiện đã hoàn thành giai đoạn đầu tư tuy nhiên lớp sơn bao phủ vẫn chưa thích hợp nên sản phẩm chưa tiếp cận rộng với thị trường.</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>• TRC hoạt động tương đối tốt, năng suất cao cùng với đó giá cao su tiếp tục duy trì ở mức giá cao sẽ giúp TRC có kết quả kinh doanh tốt trong thời gian tới.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Việc triển khai đầu tư chậm so với các doanh nghiệp khác sẽ khiến TRC phải chịu chi phí cao hơn khi triển khai đầu tư và có thể bỏ lỡ những cơ hội hấp dẫn khi mà làn sóng đầu tư trồng cao su tại Lào và Campuchia diễn ra tương đối mạnh trong những năm gần đây.</li> <li>• Diễn biến thời tiết và khí hậu bất thường sẽ ảnh hưởng đến sản lượng của TRC nói riêng và của doanh nghiệp ngành cao su nói chung.</li> </ul>

Thông tin sản xuất	2009	2010	2011f
DT vườn (ha)		7.200	7.200
DT khai thác (ha)		5.552	5.493
Năng suất (tấn/ha)	2,24	2,17	2,02
SL khai thác (tấn)	13.211	12.067	11.100
SL tồn kho cuối năm (tấn)	683	881	
SL thu mua (tấn)	5.070	339	3.000
SL chế biến (tấn)	18.363	17.000	16.100
SL tiêu thụ (tấn)	13.013	11.781	15.326
SL xuất khẩu (tấn)	7.630	5.377	6.639
SL tồn kho cuối năm (tấn)	881	1.567	
Giá thành tiêu thụ (triệu/tấn)	22,62	40,22	49,86
Giá bán BQ (triệu/tấn)	32,2	62,47	67,20

Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011f
Doanh thu (tỷ)	491	815	1.234
Dthu vườn cây (tỷ)	440	718	819
LNTT(tỷ)	173	305	334
LST (tỷ)	163	275	
TTS (tỷ)	791	1.055	
VCSH (tỷ)	628	767	
Nợ/TTS	21%	27%	
Tỷ suất LNR	37%	36%	
ROA	21%	26%	
ROE	26%	36%	
EPS (đồng/CP)	5.443	9.154	
BV(đồng/CP)	20.210	25.580	
Cổ tức		30%	30%

VCBS tổng hợp

Hoạt động đầu tư của TRC có phần thận trọng và chậm hơn so với nhiều doanh nghiệp khác trong ngành. Hầu hết các dự án TRC chỉ tham gia với tỷ lệ góp vốn khiêm tốn và không có dự án nào thực sự lớn. Hiện TRC cũng đang xem xét đầu tư trồng cao su tại Campuchia tuy nhiên chưa có kế hoạch cụ thể trong năm 2011. Theo tiến độ các dự án, TRC có kế hoạch góp 49,56 tỷ trong năm 2011.

#### Các dự án chính đang triển khai của TRC

- (1) Dự án góp vốn CTCP cao su Dầu Tiếng – Lào Cai, tổng vốn điều lệ 400 tỷ, mục đích trồng cao su trên diện tích 10.000 ha. Số vốn góp của TRC là 60 tỷ chiếm 15% vốn điều lệ. Đến cuối năm 2010 TRC chỉ mới góp gần 3 tỷ, dự kiến năm 2011 góp thêm 17 tỷ.
- (2) Dự án góp vốn CTCP cao su Phú Thọ, tổng vốn điều lệ 300 tỷ, mục đích trồng 10.000 ha cao su. Số vốn góp của TRC là 48 tỷ chiếm 16% vốn điều lệ. Năm 2011 TRC có kế hoạch góp 15 tỷ vào dự án.
- (3) Dự án góp vốn thành lập CTCP An Thịnh – Việt Lào với tổng vốn đầu tư 80 tỷ, mục đích trồng sắn mì, kinh doanh cao su, nông sản. Số vốn góp của TRC là 16 tỷ, chiếm 20% vốn điều lệ. Năm 2011 TRC có kế hoạch góp 10 tỷ.
- (4) Dự án CTCP Cao su Nghệ An, vốn điều lệ là 378 tỷ, số vốn góp của TRC chiếm 10% vốn điều lệ. Năm 2011 TRC góp thêm 7,56 tỷ tăng tỷ lệ từ góp vốn 8% lên 10%.

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của phòng Phân tích. Do đó, VCBS và/hoặc các bộ phận khác của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12, 17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 – 4 – 39 360 262

<http://www.vCBS.com.vn> – <http://info.vCBS.com.vn>

**PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH**

### Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Lệ Dung  
(ltdung@vCBS.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh  
(ltnanh@vCBS.com.vn)

Quách Thuỳ Linh  
(qtlinh@vCBS.com.vn)

Lê Huyền Minh  
(lhminh@vCBS.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga  
(ntnga\_hcm@vCBS.com.vn)

Nguyễn Vĩnh NghiêM  
(nvngkiem@vCBS.com.vn)

Trần Gia Bảo  
(tgbao@vCBS.com.vn)