

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ (DPR)

Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân
Email: lan.phamdamanh@tls.vn

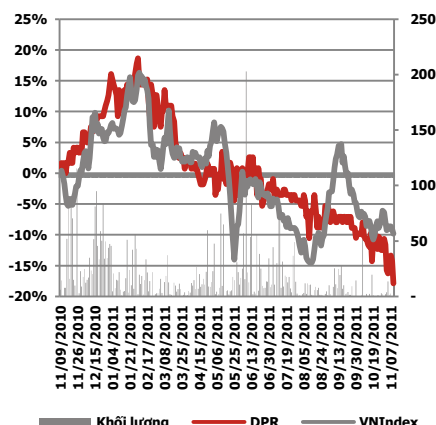
Mã: DPR- Sàn: **HSX**
Ý kiến phân tích: **MUA**
Giá mục tiêu 2012: **58.235 VND**

THÔNG KÊ CỔ PHIẾU

Giá ngày 09/11/2011:	45.500 đồng
Ngành: Cao su tự nhiên	
Mô hình kinh doanh: Trồng cây cao su, khai thác mủ và sơ chế mủ cao su thành phẩm	
Ngày niêm yết	30/11/ 2011
Số cổ phiếu lưu hành	43 triệu
Số cổ phiếu tự do giao dịch	19 triệu
Vốn hóa (tỷ VND)	1.956,5
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	69.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	45.500
KLGD trung bình 10 ngày	111.810
% Thay đổi giá 1 tháng:	-10,8%
% Thay đổi giá 3 tháng:	-11,7%
% Thay đổi giá 6 tháng:	-15,6%
% Thay đổi giá 12 tháng:	-17,9%
% Sở hữu nước ngoài:	35,1%
% Giới hạn sở hữu nước ngoài:	49%

Nguồn: **TLS**

Biến động giá của DPR và VNINDEX trong 12 tháng



Nguồn: **TLS**

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)

	2009	2010	2011E
Tài sản	1.246	1.676	2.304
Vốn sở hữu	885	1.255	1.701
Doanh thu	648	1.028	1.541
EBIT	221	420	586
LNST	211	395	576
EPS (VND)	5.269	9.165	13.389
Cổ tức (VND)	2.000	3.000	3.000
PE (x)	11,01	7,41	3,40
PB (x)	2,62	2,33	1,17
% Tăng D.Thu	-11%	59%	50%
% Tăng EPS	-10%	74%	46%
% Lãi biên gộp	36,01%	45,03%	42,56%
%Lãi biên ròng	32,51%	38,36%	37,35%
ROA	18,40%	27,00%	28,93%
ROE	26,87%	36,88%	38,95%

Nguồn: **DPR& TLS**

Chúng tôi thực hiện đánh giá lần đầu Công ty cổ phần cao su Đồng Phú (DPR) với khuyến nghị **MUA**. Giá mục tiêu cho năm 2012 dựa trên P/B là 58.235 đồng - tăng 28% so với hiện tại.

THÔNG TIN CHUNG

Công ty cổ phần cao su Đồng Phú (DPR : HSX) là doanh nghiệp có vốn điều lệ là 430 tỷ đồng, thặng dư vốn 147,27 tỷ đồng và giá trị vốn chủ sở hữu là 1.652,04 tỷ đồng tại thời điểm 30/09/2011. Công ty kinh doanh trên các lĩnh vực: (1) trồng, khai thác mủ cao su tự nhiên và chế biến mủ cao su thành phẩm (SVR, latex); (2) kinh doanh khu công nghiệp, khu dân cư và (3) sản xuất gỗ, nệm cao su. Năm 2010, công ty công bố Doanh thu đạt 1.028,42 tỷ đồng và Lợi nhuận sau thuế đạt 394,51 tỷ đồng.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá cao su tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng Doanh thu. Khi mà sản lượng tiêu thụ gần như không thay đổi, giá cao su tăng mạnh và duy trì ở mức cao được xem như là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng Doanh thu. Dựa trên mô hình hồi quy giữa giá cao su tự nhiên và giá dầu, chúng tôi kì vọng giá cao su tự nhiên bình quân trong năm 2011 so với năm 2010 tăng 42 và giảm 2% trong năm 2012 và tăng 3,1% trong năm 2013.

Dựa trên phân tích tương quan Cung – Cầu, chúng tôi cũng tin tưởng rằng giá cao su sẽ duy trì trên 4.000 USD/tấn. Theo chúng tôi, giá cao su sẽ tiếp tục tăng hay ít nhất duy trì ở mức cao hiện tại do có sự Giảm Cung và Tăng Cầu.

- **Giảm Cung** do các yếu tố đầu vào như chi phí nhân công, phân bón...gia tăng.
- **Tăng Cầu** xuất phát từ 1/ tăng trưởng của thu nhập bình quân đầu người tại các nước BRIC, đặc biệt là Trung Quốc; 2/ tăng trưởng số lượng xe sản xuất và tiêu thụ tại Trung Quốc; 3/ xu hướng gia tăng sử dụng lớp radian trên thể giới; 4/ sự tăng giá của cao su nhân tạo; 5/ ngành công nghiệp sản xuất lốp xe ít phụ thuộc và ngành công nghiệp lắp ráp ô tô.

Công ty có khả năng sinh lợi tốt cùng với khả năng gia tăng tiền mặt mạnh mẽ. Dù tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2004-2010 khá thấp, DPR có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế tốt nhất, dựa trên các mức lợi nhuận biên cao và tỉ trọng sản phẩm có nguồn gốc từ thu mua cao su tiểu điền trong tổng sản lượng thấp. Ngoài ra, DPR không những chỉ có mức lợi nhuận biên cao, khả năng sinh lợi của công ty (ROA, ROE) cũng rất tốt. Mô hình kinh doanh với khả năng gia tăng tiền mặt mạnh mẽ tạo cho công ty những thuận lợi trong việc đầu tư mở rộng mà không cần sử dụng vốn vay ngân hàng.

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên BVPS kì vọng cho năm 2012 là 49.172 đồng và mức P/B mục tiêu dao động từ 1 – 1.87, chúng tôi xác định khoảng giá mục tiêu cho năm 2012 của DPR vào khoảng **49.172-92.029 đồng**. Giá mục tiêu của trường hợp cơ sở là vào khoảng **58.235 đồng** tại mức P/B mục tiêu là 1,18–mức P/B thấp nhất của DPR từ đầu năm 2011. Giá mục tiêu cao hơn 28% so với giá hiện tại. Khuyến nghị **MUA**.

RỦI RO CHÍNH

Tình hình kinh tế vĩ mô thiếu ổn định. Hiện tại tình hình kinh tế vĩ mô thế giới không ổn định và có nhiều lo ngại. Do giữa giá cao su tự nhiên và giá dầu có mối tương quan thuận chặt chẽ, suy thoái kinh tế thế giới nếu xảy ra sẽ làm giảm giá dầu và từ đó dẫn đến giá cao su tự nhiên sụt giảm.

Cao su tự nhiên Việt Nam được nhận biết là có chất lượng thấp nhưng nhiều khả năng bị đánh thuế xuất khẩu cao. Chất lượng cao su tự nhiên Việt Nam được đánh giá là có chất lượng thấp hơn sản phẩm cùng loại của Thái, Indonesia và Malaysia nên được mua tại mức giá thấp hơn 5-7%.

Doanh thu bị chi phối bởi giá bán dẫn đến đối diện với sự gia tăng nguy cơ sụt giảm. Do doanh thu và giá bán biến động tương đồng, nguy cơ sụt giảm doanh thu gia tăng khi mà giá cao su tự nhiên đã tăng rất mạnh từ tháng 01/2009.

Hoạt động xuất khẩu phụ thuộc nhiều vào cầu cao su tự nhiên tại Trung Quốc và Hàn Quốc. Hàn Quốc chiếm 44,1% giá trị xuất khẩu của công ty trong khi Trung Quốc là 14,5%. Tuy nhiên, theo DPR, 30% sản lượng tiêu thụ của DPR được xuất sang Trung Quốc.

Chi phí sản xuất cao. Do chi phí nhân công của DPR tương quan thuận với giá cao su tự nhiên, chi phí này của DPR cao hơn của các công ty khác không thuộc VRG.

Rủi ro từ hoạt động khu công nghiệp và sản xuất nệm: lãng phí vốn

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH

Mô hình lợi nhuận	2010	2011E	2012F	2013F	Bảng Cân Đối Kế Toán	2010	2011E	2012F	2013F
Doanh thu thuần	1.028	1.541	1.557	1.597	Tài sản ngắn hạn	748	1.041	1.439	1.891
Giá vốn hàng bán	(565)	(885)	(931)	(942)	Tiền & tương đương tiền	508	695	1.083	1.530
Lợi nhuận gộp	463	656	626	655	Đầu tư tài chính	40	40	40	40
Biên lợi nhuận gộp	45%	43%	40%	41%	Khoản phải thu	79	118	119	122
Chi phí bán hàng	(12)	(18)	(19)	(19)	Hàng tồn kho	99	155	163	165
Chi phí QLDN	(74)	(77)	(78)	(80)	Chi phí trả trước. TSNH khác	22	33	33	34
Thu nhập hoạt động khác	65	36	54	54	Tài sản dài hạn	928	1.262	1.306	1.349
Chi phí hoạt động khác	(32)	(10)	(15)	(15)	Tài sản máy móc thiết bị				
Lãi/ Lỗ chênh lệch tỉ giá	13	-	-	-	• Nguyên giá	608	628	678	713
Thu nhập khác	-	-	-	-	• Trừ khấu hao lũy kế	(241)	(250)	(254)	(259)
LN hoạt động kinh doanh	423	586	568	595	• Giá trị ròng	367	378	424	453
Thu nhập từ đầu tư tài chính	1	-	-	-	Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	234	311	309	322
Chi phí từ đầu tư tài chính	(4)	-	-	-	Đầu tư tài chính dài hạn	327	573	573	573
LN trước thuế và lãi vay	420	586	568	595	Tài sản dài hạn khác	0	0	0	0
TN từ tiền gửi	23	55	70	97	Tổng tài sản	1.676	2.304	2.745	3.240
Lãi vay	(9)	(5)	(2)	(2)	Vay nợ ngắn hạn	367	548	554	568
Phân lãi/lỗ từ cty liên quan	(0)	-	-	-	Vay ngắn hạn	5	5	5	5
Lợi nhuận trước thuế	433	637	636	690	Khoản phải trả	3	5	5	5
Thuế thu nhập	(39)	(61)	(66)	(75)	Nợ khác	359	538	543	557
Lợi nhuận sau thuế	395	576	569	615	Vay nợ dài hạn	54	54	49	44
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(0)	-	-	-	Vốn chủ sở hữu	1.255	1.701	2.142	2.628
LN dành cho cổ đông cty	394	576	569	615	Cổ phiếu thường	430	430	430	430
Số cổ phiếu bình quân(mn)	43,000	43,000	43,000	43,000	Quỹ đầu tư phát triển	320	499	543	592
Số cổ phiếu cuối năm (mn)	43,000	43,000	43,000	43,000	Lợi nhuận giữ lại	330	511	879	1.286
Thu nhập/cổ phiếu (VND)	9.165	13.389	13.240	14.304	Thặng dư vốn	147	147	147	147
Cổ tức cổ phiếu thường (VND)	3.000	3.000	3.000	3.000	Cổ phiếu Quỹ	-	-	-	-
Cổ tức/Thu nhập 1 cp	32,73%	22,41%	22,66%	20,97%	Nguồn ngân sách & quỹ khác	-	86	115	146
					Lợi ích cổ đông thiểu số	27	27	27	27
					Tổng vay nợ & VCSH	1.676	2.304	2.745	3.240
Báo cáo dòng tiền	2010	2011E	2012F	2013F	Tăng trưởng & LN biên (%)	2010	2011E	2012F	2013F
Lợi nhuận ròng	395	576	569	615	Tăng trưởng Doanh thu	59%	50%	1%	3%
Điều chỉnh tăng giảm:	-	-	-	-	Tăng trưởng EBITDA	78%	34%	-4%	5%
Khấu hao	23	9	4	6	Tăng trưởng EBIT	90%	40%	-3%	5%
Thay đổi hàng tồn kho	(61)	(56)	(8)	(2)	Tăng trưởng lợi nhuận ròng	87%	46%	-1%	8%
Thay đổi khoản phải thu	(36)	(50)	(2)	(4)	Tăng trưởng EPS	74%	46%	-1%	8%
Thay đổi khoản phải trả	193	181	6	14	Tỷ suất LN gộp	45%	43%	40%	41%
Khác	(54)	-	-	-	Tỷ suất EBITDA	43%	39%	37%	38%
Dòng tiền từ hoạt động KD	461	660	570	629	Tỷ suất EBIT	41%	38%	36%	37%
Thay đổi TSCĐ hữu hình	(58)	(96)	(48)	(48)	Các chỉ số	2010	2011E	2012F	2013F
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	(29)	-	-	-	ROE	37%	39%	30%	26%
Thay đổi đầu tư dài hạn	(74)	(247)	-	-	ROA	27%	29%	23%	21%
Khác	(11)	-	-	-	Số ngày hàng tồn kho	64	64	64	64
Dòng tiền hoạt động Đ.tư	(172)	(343)	(48)	(48)	Số ngày khoản phải thu	28	28	28	28
Cổ phần phát hành	211	-	-	-	Số ngày khoản phải trả	2	2	2	2
Thay đổi các quỹ khác	(19)	-	-	-	Vay nợ ròng/VCSH	-36%	-37%	-48%	-56%
Thay đổi các khoản nợ vay	(156)	-	-	-	Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	47,2	126,7	245,5	280,7
Thay đổi nợ dài hạn	23	-	(5)	(5)	Định giá so sánh	2010	2011E	2012F	2013F
Chia cổ tức cho cổ đông	(109)	(129)	(129)	(129)	PE	7,41	3,40	3,44	3,18
Dòng tiền hoạt động T.chính	(51)	(129)	(134)	(134)	PB	2,33	1,17	0,93	0,75
Dòng tiền thuần	237	188	388	447	Cổ tức/Thị giá	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
Tiền mặt đầu kỳ	279	508	695	1,083					
A/h của thay đổi tỉ giá quy đổi ngoại tệ	(8)	-	-	-					
Tiền mặt cuối kỳ	508	695	1.083	1.530					
Dòng tiền thuần dự phóng									
Lợi nhuận ròng	395	576	569	615					
Cộng thêm chi phí khấu hao	23	9	4	6					
(-)tăngTSLĐ. không kể tiền mặt	(97)	(106)	(10)	(6)					
(+) tăngVNNH	38	181	6	14					
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	(7)	(20)	(50)	(35)					
Dòng tiền thuần cho cổ đông (FCFE)	351	640	520	594					

Lưu ý: TSLĐ = tài sản lưu động.VNNH = vay nợ ngắn hạn.TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị. TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn. VCSH: vốn chủ sở hữu. EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay. EBITDA: Lợi nhuận trước thuế. lãi vay và khấu hao

Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T ĐẦU NĂM 2011

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 9T đầu năm 2011

Tỷ VND	Q311	%Y/Y	%Q/Q	9T 11	%Y/Y	Ghi chú
Doanh thu thuần	626,16	72,15%	194,16%	1.280,56	90,38%	
• Mủ cao su	625,80	75,20%	194,60%	1.279,76	99,63%	- Doanh thu trong Quý 3/2011 chiếm hơn một nửa doanh thu trong 9T/2011. - Sản lượng tiêu thụ và giá bán đều tăng trưởng dẫn đến tăng trưởng mạnh trong Doanh thu.
– Sản lượng	6.483,93	7,91%	216,60%	13.066	16,39%	- Sản lượng tồn kho đầu năm lớn cùng với năng suất khai thác cao tạo cơ sở cho tăng trưởng sản lượng trong 9T/2011 so với 9T/2010. - Hơn ½ sản lượng tiêu thụ là của Q3/2011.
– Giá bán b/q	96,52	62,36%	-6,95%	97,95	71,52%	- Giá bán bình quân 9T/2011 tăng mạnh so với 9T/2010.
• Khác	0,36	-94,53%	-18,86%	0,80	-97,47%	- Doanh thu khác trong năm 9T/ 2011 là của hoạt động cho thuê KCN.Trong năm 2010, đó lại là doanh thu từ hoạt động thanh lý cây cao su. Từ Q4/2010, công ty đã chuyển sang ghi nhận doanh thu từ hoạt động thanh lý tại khoản mục Thu nhập khác.
Giá vốn hàng bán	401,02	88,48%	290,44%	778,80	96,49%	
Lợi nhuận gộp	225,14	49,14%	104,39%	501,76	81,61%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh do: - Hàng tồn kho đầu năm được bán trong Q1/2011 có GVHB thấp. - Giá bán tăng nhanh hơn so với các chi phí sản xuất (ngoại trừ Chi phí nhân công).
Chi phí bán hàng	4,35	20,92%	125,98%	9,50	31,40%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	15,72	-29,30%	59,39%	39,92	-15,46%	
Thu nhập từ HĐKD khác	40,75	472,62%	110,77%	67,77	518,61%	- Trong 9T/2011, công ty đã tiến hành thanh lý 192 ha diện tích cây cao su già. Doanh thu và Lợi nhuận thu được lần lượt là 50 tỷ và 29,68 tỷ đồng.
Chi phí từ HĐKD khác	4,56	20,25%	30,17%	9,39	47,81%	
Lãi/ Lỗ tỉ giá	1,60	-48,34%	-88,55%	22,49	105,31%	- Do VND mất giá so với USD, DPR với tiền thu được từ xuất khẩu có cơ hội gia tăng lợi nhuận từ chênh lệch tỉ giá.
Khác	-			-	-100,00%	
Lợi nhuận từ HĐKD chính	242,86	84,62%	89,47%	533,21	124,59%	
LN hoạt động đầu tư tài chính	-	-100,00%	-100,00%	1,30	122,12%	- Cổ tức
CP hoạt động đầu tư tài chính	0,25	-92,42%	-82,10%	3,56	-4,01%	- Dự phòng giảm giá các khoản đầu tư dài hạn
LN trước thuế và lãi vay (EBIT)	242,61	88,44%	89,41%	530,94	126,62%	
Lãi tiền gửi ngân hàng	8,21	99,95%	-53,03%	36,39	185,13%	- Tăng mạnh do tăng số dư tiền gửi tại ngân hàng (508 tỷ đồng vào đầu năm 2011 và 861 tỷ đồng tại thời điểm cuối Q3/2011) và lãi suất tiền gửi cũng tăng cao đạt trung bình 16-17%/năm.
Chi phí lãi vay	0,72	-16,05%	154,52%	2,93	-61,28%	- Giảm mạnh do giảm giá trị các khoản vay ngắn hạn ngân hàng (5 tỷ đồng vào đầu năm và 0 đồng tại thời điểm cuối Q3/2011).
Lãi/lỗ từ cty liên doanh, liên kết	-		-100,00%	(0,60)		
Lợi nhuận trước thuế	250,10	89,48%	72,87%	563,80	135,42%	
Thuế thu nhập	26,63	139,95%	41,76%	61,54	194,77%	
Lợi nhuận sau thuế	223,47	84,85%	77,51%	502,25	129,75%	
Lợi nhuận biên						
Lợi nhuận gộp/ DTT	35,96%			39,18%		
EBIT/DTT	38,75%			41,46%		
LNST/DTT	35,69%			39,22%		
Chi phí/DTT						
Chi phí bán hàng	0,69%			0,74%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	2,51%			3,12%		

Nguồn: DPR, TLS Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Giá cao su tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng Doanh thu

Chúng tôi kì vọng doanh thu thuần tăng 49,9% trong năm 2011 và 1% trong năm 2012. Trong khi sản lượng tiêu thụ được duy trì ổn định hoặc giảm nhẹ, giá cao su tăng mạnh và duy trì ở mức cao là nhân tố chính thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.

Sản lượng

Bảng 2: Diện tích cao su (ha) - sản lượng (tấn) – năng suất bình quân (tấn/ha) của DPR

Diện tích khai thác giảm trong năm 2010 và năng suất giảm từ năm 2011

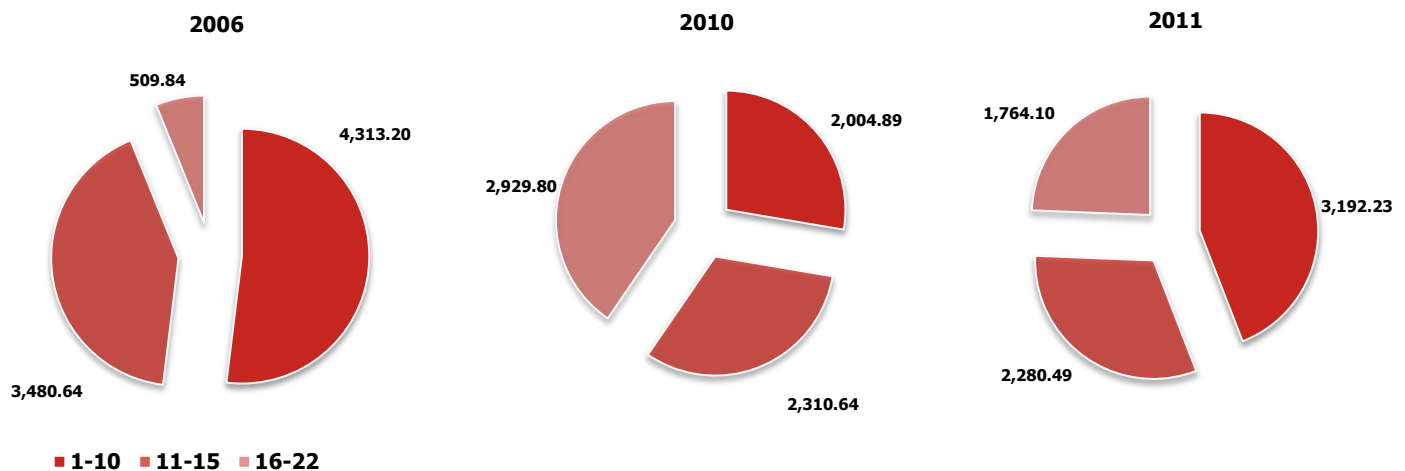
Năm	Đầu năm		Trong năm		Sản lượng khai thác	Mua ngoài	Sản lượng tiêu thụ	Năng suất b/q năm
	KTCB	Khai thác	Trồng mới	Tái canh				
2005	284,01	8.303,68	481,44	68,39	15.979,27	3.240,15	18.884,66	1,92
2006	833,84	8.303,68	-	74,32	16.938,80	3.515,85	19.349,21	2,04
2007	908,16	7.962,32	345,24	131,55	17.700,00		20.804,00	2,22
2008	1.384,95	7.907,62	345,24	325,92	17.592,00		18.198,00	2,22
2009	2.111,00	7.553,00	79,52	343,48	17.030,00		19.593,00	2,25
2010	2.534,00	7.245,33	-	316,00	16.134,02	1.977,98	16.470,42	2,23
2011	2.325,00	7.236,82	-	192,00	14.525,00	2.500,00	17.025,00	2,01
2012	2.197,00	7.244,13	-	300,00	14.772,47	2.500,00	17.272,47	2,04
2013	2.422,68	7.182,53	-	300,00	14.709,88	2.500,00	17.209,88	2,05
2014	2.245,89	7.456,50	-	300,00	15.013,15	2.500,00	17.513,15	2,01
2015	1.874,73	7.703,58	-	300,00	15.272,32	2.500,00	17.772,32	1,98
2016	1.751,73	7.773,08	-	300,00	15.240,37	2.500,00	17.740,37	1,96

Nguồn: DPR, TLS Research

Phần lớn diện tích cao su đang khai thác của DPR đang ở độ tuổi 1-10 và 16-22 có năng suất khai thác tương đối thấp do hơn nửa số cây cao su của DPR được trồng trước năm 1990 và công ty đã phải thanh lý và giao lại 651,65 ha cho Ủy ban nhân dân tỉnh Bình Phước. Đây chính là nguyên nhân của việc giảm diện tích khai thác từ năm 2010 và năng suất thấp từ năm 2011 mà kết quả sau cùng là việc giảm sản lượng sản xuất của công ty.

Hình 3: Cơ cấu vườn cây khai thác của DPR (Đơn vị: ha)

Diện tích vườn cây trong độ tuổi 11-15 đang sụt giảm, đây là độ tuổi có năng suất khai thác cao nhất của cây cao su.



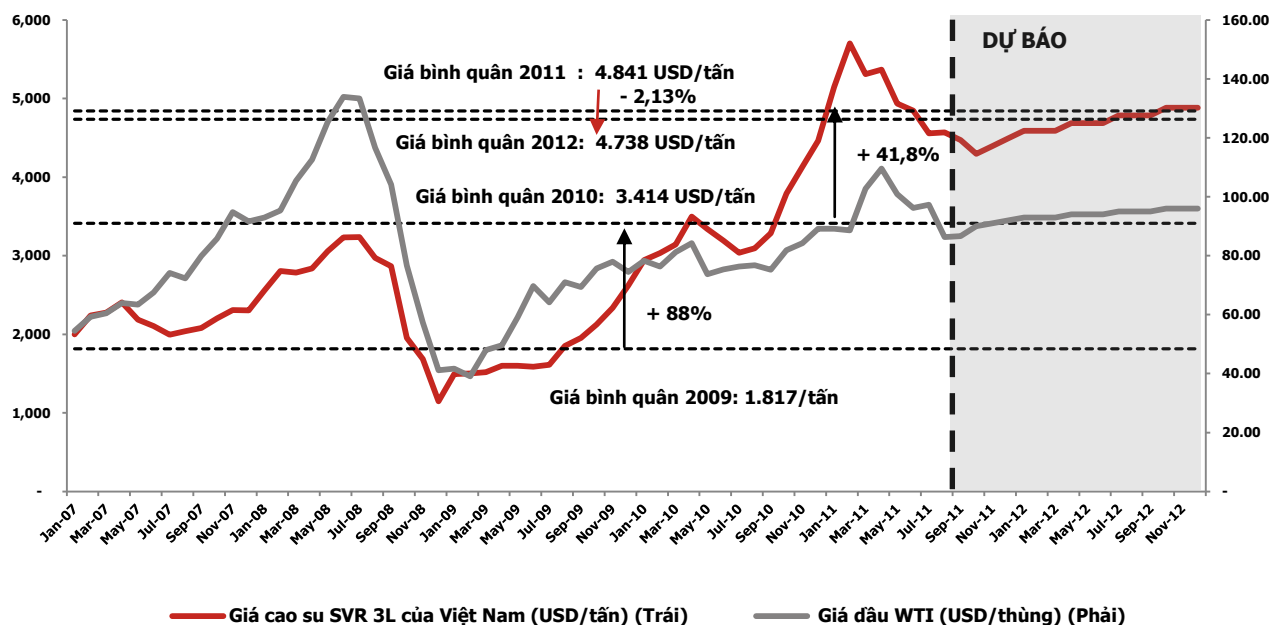
Nguồn: DPR, TLS Research

Công ty sẽ đẩy mạnh thu mua mỏ cao su từ tiểu điền để sơ chế thành phẩm qua đó bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng mỏ từ vườn cây công ty và duy trì ổn định sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi cho rằng DPR sẽ thu mua hằng năm khoảng 2.500 tấn mỏ từ tiểu điền.

Giá cao su

Hình 4: Giá cao su SVR 3L của Việt Nam và giá dầu (WTI: West Texas Intermediate)

Chúng tôi kì vọng giá cao su tự nhiên sẽ không giảm thấp hơn 4.000 USD/tấn. Giá cao su tự nhiên bình quân năm 2012 sẽ thấp hơn giá bình quân năm 2011 do giá cao su ở mức rất cao trong nửa đầu năm 2011. Chúng tôi kì vọng giá cao su sẽ tăng trở lại vào năm 2013 và đạt mức bình quân của năm 2011.



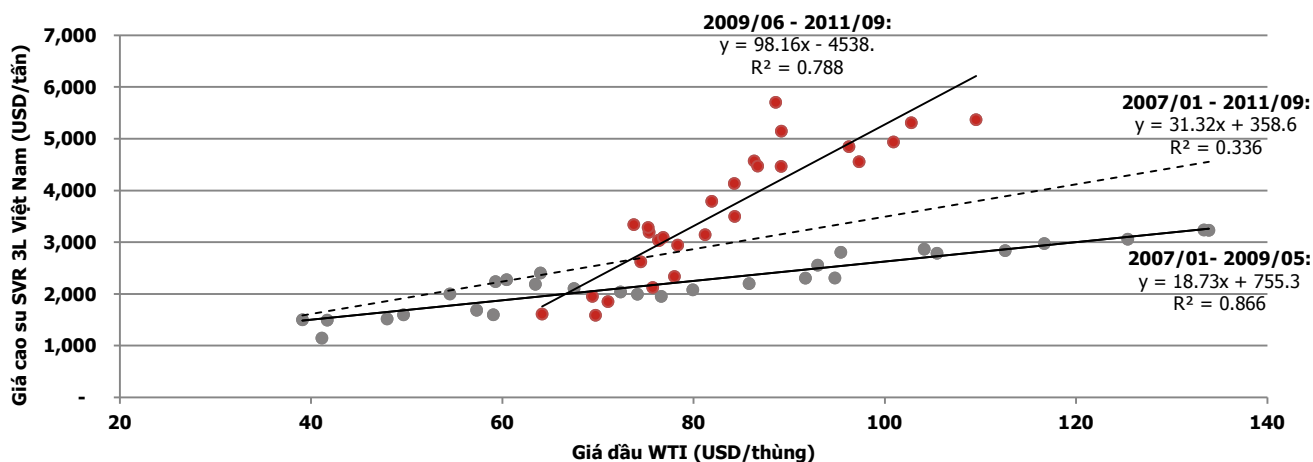
Nguồn: VRA, EIA, TLS Research

Dựa trên mô hình, chúng tôi kì vọng giá cao su SVR 3L sẽ đạt mức trung bình 4.841 USD/tấn, tăng 41,8% trong năm 2011. Chúng tôi cũng kì vọng giá cao su năm 2012 đạt mức trung bình 4.738 USD/tấn.

Mô hình dự báo giá cao su của chúng tôi dựa trên sự tương quan giữa giá cao su và giá dầu.

Hình 5: Tương quan giữa giá cao su F.O.B SVR 3L của Việt Nam và giá dầu WTI

Từ tháng 6/2009, giá cao su trong tương quan với giá dầu cao hơn so với các thời kì trước. Chúng tôi dùng mô hình hồi quy tuyến tính tương quan giữa giá cao su với giá dầu từ T6/2009 – T9/2011 để dự báo giá cao su tự nhiên.



Nguồn: VRA, EIA, TLS Research

Tương quan thuận giữa giá cao su tự nhiên và giá dầu được hình thành trên 2 cơ sở kinh tế.

Thứ nhất, cả 2 đều có chung một nhân tố thúc đẩy tăng trưởng là tình trạng của nền kinh tế. Tăng trưởng kinh tế hay triển vọng tăng trưởng kinh tế dẫn đến sự gia tăng trong tiêu thụ dầu và doanh số cũng như sự sử dụng xe. Gia tăng trong tiêu thụ dầu sẽ dẫn đến giá dầu tăng trong khi triển vọng tốt của ngành công nghiệp lắp ráp xe ô tô dẫn đến tăng trưởng trong tiêu thụ cao su tự nhiên và giá cao su tự nhiên thông qua sự gia tăng trong tiêu thụ lốp xe. Hai hiệu ứng này có kết quả sau cùng là sự tương quan thuận giữa giá cao su tự nhiên và giá dầu.

Thứ hai, giá dầu tăng và duy trì ở mức giá cao dẫn đến sự tăng giá cao su nhân tạo và qua đó thúc đẩy sự tăng giá của cao su tự nhiên. Cao su nhân tạo được tổng hợp từ dầu mỏ và một số nguyên liệu quặng tự nhiên khác trong các nhà máy. Điều đó có nghĩa là giá cao su nhân tạo tương quan chặt chẽ với giá dầu. Ngoài ra, mặc dù về mặt yêu cầu kỹ thuật, việc chuyển đổi qua lại trong sử dụng cao su tự nhiên và cao su tổng hợp gặp một số trở ngại, các nhà sản xuất vẫn có thể thực hiện một số điều chỉnh trong cơ cấu sử dụng 2 loại nguyên liệu đầu vào này. Điều này dẫn đến, tỉ trọng cao su tự nhiên trong tiêu thụ cao su bị chi phối bởi giá cao su nhân tạo trong khi giá cao su nhân tạo được quyết định bằng giá dầu. Tóm lại, giá dầu cao làm giá tăng tiêu thụ cao su tự nhiên và giá cao su tự nhiên.

Cao su tự nhiên sẽ duy trì tại mức giá cao hơn hay ít nhất là 4.000 USD/tấn trong vài năm tới?

Chúng tôi không chắc chắn về việc giá cao su sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng giá cao như trong quá khứ nhưng chúng tôi tin tưởng rằng việc giá cao su duy trì tại mức giá cao hơn hoặc bằng 4.000 USD/tấn là khá chắc chắn. Do giá cao su được quyết định bởi tương quan cung – cầu, qua phân tích thay đổi trong cung – cầu cao su tự nhiên, chúng tôi đi đến dự báo như trên.

- **Cung – Tuy Cung giảm nhưng sản lượng được cung ứng gia tăng**

Hình 6: Diện tích cao su trồng mới và tái canh hằng năm tại các nước thành viên của ANRPC (1.000 ha)

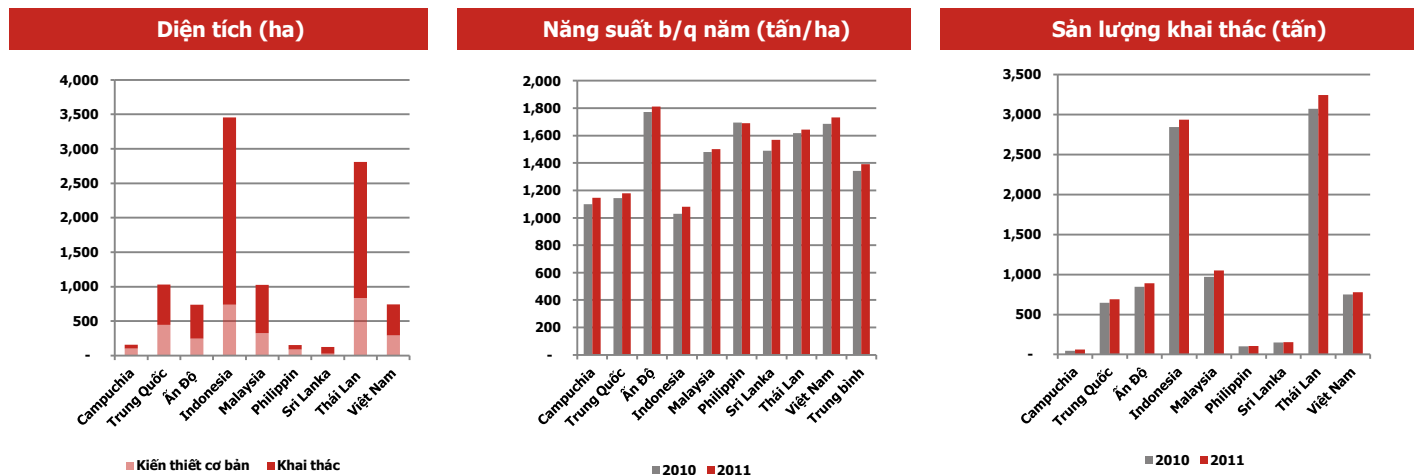
Quá trình thanh lý để tái canh cây cao su gia tăng trong những năm gần đây trong khi quy mô diện tích trồng mới (không gồm trồng mới từ tái canh) đang giảm.

	Campuchia		Trung Quốc	Ấn Độ		Indonesia		Malaysia		Philippin		Sri Lanka		Thái Lan		Việt Nam		Tổng
	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới & Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	Trồng mới	Tái canh	
03	N/A	1,5	36,3	7	7,4	0	5	0	19,1	0,2	N/A	0,5	1,1	32,9	52	12	2,7	177,7
04	N/A	3	40,3	12,5	7,1	0	5	0	19,4	1,2	N/A	0,5	2,1	58,1	56,4	13,3	4,3	223,2
05	N/A	3,7	44,2	16,8	7,5	17,1	5	0	20,6	1,6	N/A	1	2,5	122,6	50,4	29,6	4,7	327,3
06	N/A	3,1	58,2	21,5	8,4	67	44,9	0	20,2	16,3	0,3	1,9	4,4	109,6	40,3	40,5	4,6	441,2
07	N/A	2,6	65,1	22,8	8,5	67,3	50	0	23,1	22	0,4	2	5,2	161,4	35,2	35,1	7	507,7
08	N/A	4,7	49,1	30,2	10	10,5	40	6	20,7	15,7	0,2	2,6	6,1	221,2	31,9	77,2	8	534,1
09	67,3	5,5	48,5	25,5	11	10,5	55	0	20,4	7,9	0,6	3,1	3,6	50	39,1	51,4	9	408,4
10	12	2	51,5	25	9	10,5	57,3	5	25	3,8	0,7	1,7	1,8	25	40,1	40,8	10	321,2
11	14	1	50	25	10	10,5	60	5	25	15	0,7	1,7	1,8	25	40,1	30	11	325,8

Nguồn: ANRPC

Phần lớn diện tích trồng cao su đang được khai thác của các nước thuộc ANRPC được trồng trong những năm 80 của thế kỉ trước và vì thế cần được thanh lý. Khi mà quá trình thanh lý được đẩy mạnh và diện tích khai thác mới đạt năng suất thấp, sản lượng cao su khai thác được tại các nước thuộc ANRPC sẽ giảm nhẹ trong các năm tới và được bù đắp bằng sản lượng ngày càng tăng tại các nước khác như Lào, các nước Châu Phi. Do diện tích trồng mới (không bao gồm diện tích tái canh) tại các nước thành viên của ANRPC giảm dần, chúng tôi cho rằng sự gia tăng trong diện tích trồng cao su và sản lượng cao su toàn thế giới trong vài năm tới xuất phát từ sự gia tăng diện tích và sản lượng của các nước không phải là thành viên của ANRPC. Mặc dù vậy, các nước thành viên của ANRPC vẫn là nguồn cung cao su tự nhiên chủ yếu.

Hình 7: Toàn cảnh về cao su tự nhiên tại các nước thành viên của ANRPC
 Năng suất và sản lượng khai thác gia tăng trong năm 2011



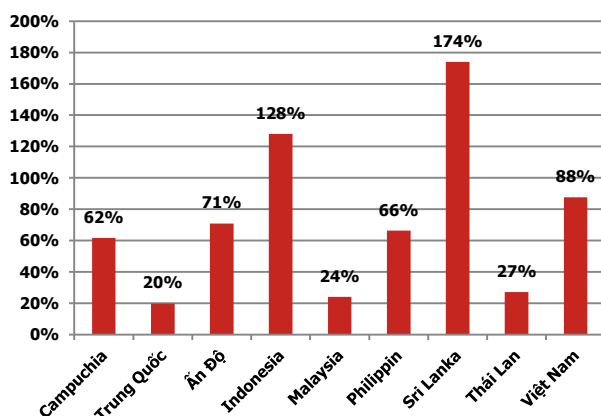
Nguồn: ANRPC

Theo ANRPC, tổng sản lượng khai thác cao su tự nhiên của các nước thành viên của ANRPC trong năm 2011 có thể đạt 9,918 triệu tấn, tăng 5,26% so với 2010. Ngoài ra, tổng sản lượng khai thác toàn thế giới có thể đạt 10,970 triệu tấn trong năm 2011 theo IRSG.

Theo quan điểm của chúng tôi, sản lượng gia tăng trong năm 2011 không thể làm giảm mạnh giá cao su tự nhiên. Nguyên nhân do giá đầu vào của quá trình trồng và sơ chế mủ cao su tăng. Để sản xuất ra mủ cao su thành phẩm, nhà sản xuất cần sử dụng các đầu vào như lao động, phân bón, đất nông nghiệp, giống cây,...Do là ngành nông nghiệp sử dụng nhiều lao động, chi phí lương chiếm tỉ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí. Lạm phát cao tại các nước thuộc ANRPC trong những năm gần đây đã làm gia tăng mức lương yêu cầu tối thiểu của người lao động hay chi phí nhân công. Giá phân bón cũng tăng mạnh trong thời gian qua. Đó là 2 trong số các nhân tố đầu vào quan trọng đã gia tăng trong thời gian qua.

Hình 8: Lạm phát

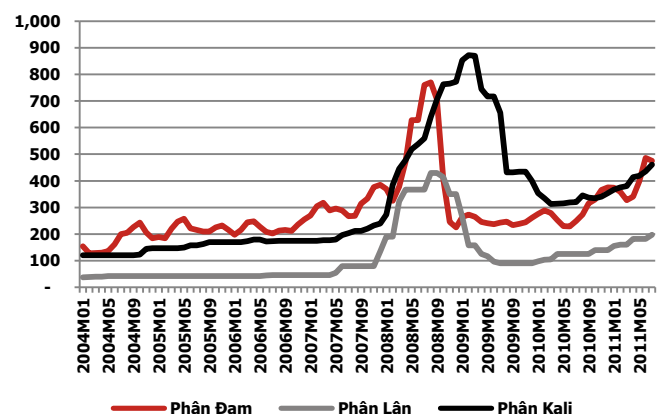
Tăng trưởng gộp của CPI từ năm 2000 tới năm 2009



Nguồn: ANRPC

Hình 9: Giá phân bón (USD/tấn)

Giá của các loại phân bón đều trong xu hướng tăng.



Nguồn: WB

Mặc dù nông dân tại Malaysia chuyển từ trồng cây cao su sang trồng cây dầu cọ, sản lượng cung ứng từ các nhà sản xuất mới như Lào, các nước Châu Phi đã bù đắp cho sản lượng giảm.

Do năng suất khai thác không thay đổi nhiều, chi phí đầu vào tăng làm cho Đường Cung dịch chuyển sang trái và tạo ra hiện tượng **Giảm Cung**.

• **Cầu – Tăng Cầu và tăng nhu cầu sản lượng của cao su tự nhiên**

Cao su tự nhiên phục vụ cho 2 nhu cầu sử dụng chính: ngành công nghiệp lốp xe và các ngành khác. Ngành công nghiệp sản xuất sản phẩm lốp xe tiêu thụ khoảng 79% trong tổng sản lượng cao su tự nhiên được cung ứng và do đó có tầm ảnh hưởng lớn đến giá cao su tự nhiên.

Hình 10: Mục đích sử dụng cao su tự nhiên

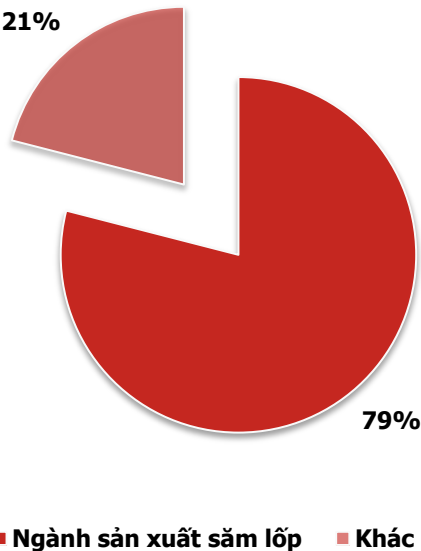
Cao su tự nhiên là thành phần cấu tạo cơ bản trong nhiều sản phẩm được sử dụng trong ngành giao thông – vận tải, ngành công nghiệp, tiêu dùng và ngành vệ sinh - y tế.

Ngành vận tải	Lốp xe, ruột xe, dây đai an toàn
Ngành công nghiệp	Những sản phẩm sử dụng cho việc vận chuyển nguyên vật liệu (ví dụ: băng chuyền, lốp xe echo xe cầu, bánh xe, vật liệu chịu lực,...) Các sản phẩm công nghiệp khác như : ống nước, đai, thanh ngang, dụng cụ đóng gói, găng tay công nghiệp, thảm xe ô tô.
Ngành tiêu dùng	Sản phẩm may mặc bằng cao su, gồm cả găng tay và giày. Các sản phẩm hàng tiêu dùng khác như: quần áo, cốc tẩy, banh golf, thảm,...
Ngành thiết bị vệ sinh và y tế	Găng tay khám và phẫu thuật trong y tế Dụng cụ tránh thai như bao cao su, vòng tránh thai Các vật liệu sinh học khác như: túi đựng máu, ống kim, các dụng cụ dùng để cấy dưới da,...

Nguồn: UNCTAD

Hình 11: Cơ cấu tiêu thụ cao su tự nhiên trên thế giới

Do là ngành tiêu thụ nhiều cao su tự nhiên nhất trên thế giới, ngành sản xuất lốp xe quyết định giá cao su tự nhiên.



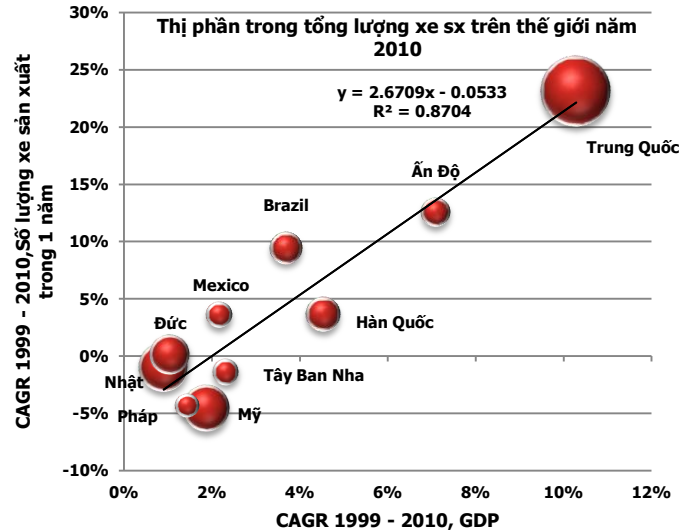
Nguồn: IRSG

Như chúng tôi đã nêu trong phần giải thích về mối tương quan giữa giá cao su và giá dầu, một trong các nhân tố chính dẫn dắt sự thay đổi giá cao su là triển vọng nền kinh tế. Cao su tự nhiên là nguyên liệu đầu vào sản xuất lốp xe được sử dụng trên các loại ô tô với mục đích thay thế hay sử dụng mới. Triển vọng ngành công nghiệp lắp ráp ô tô trong khi đó được dẫn dắt bởi các biến số kinh tế và nhân khẩu học như GDP, mức thu nhập quốc dân đầu người và tăng trưởng, dân số. Tóm lại, các biến số trên quyết định nhu cầu cao su tự nhiên và dẫn đến việc tăng hay giảm giá của cao su tự nhiên.

Hình 12: Tương quan thuận giữa tăng trưởng GDP và số lượng xe sản xuất

Tăng trưởng kinh tế hay tăng trưởng GDP là nhân tố quan trọng nhất quyết định triển vọng của ngành công nghiệp lắp ráp ô tô. Các quốc gia BRIC với tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của GDP cao nhất cũng đồng thời có số lượng xe sản xuất trong 1 năm tăng trưởng nhanh nhất. Tăng trưởng ngành công nghiệp lắp ráp ô tô đến lượt nó sẽ quyết định triển vọng ngành sản xuất lắp ráp xe.

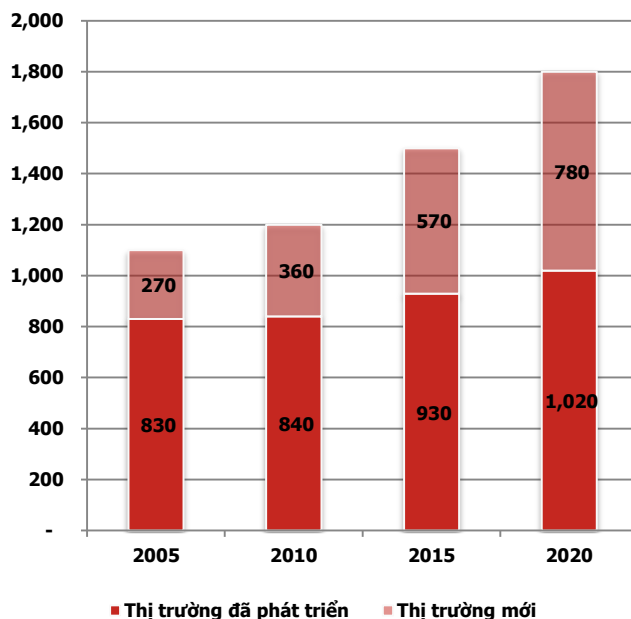
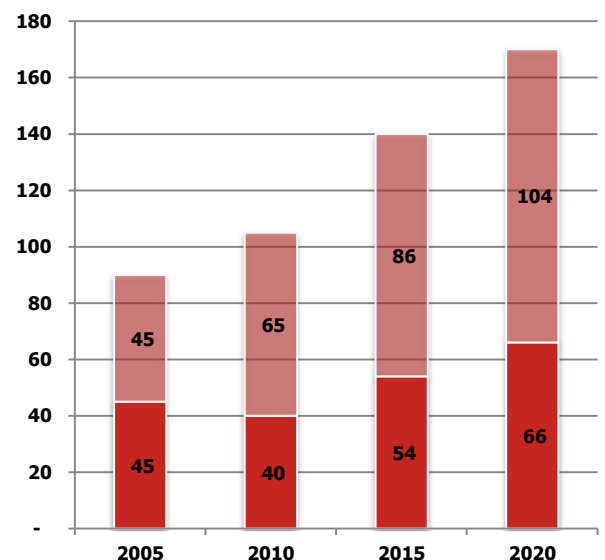
Tăng trưởng GDP thế giới & Số lượng xe được sản xuất

Tăng trưởng GDP & Số lượng xe được sản xuất


Nguồn: OICA, IMF, TLS Research

Hình 13: Triển vọng ngành sản xuất xe ô tô (triệu lopp)

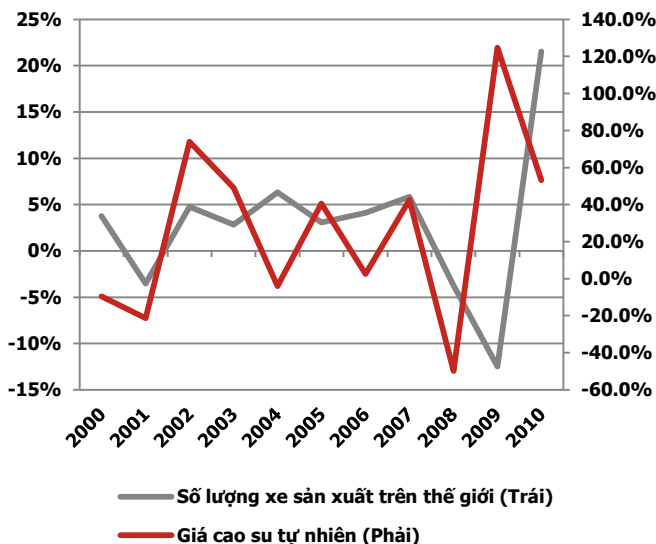
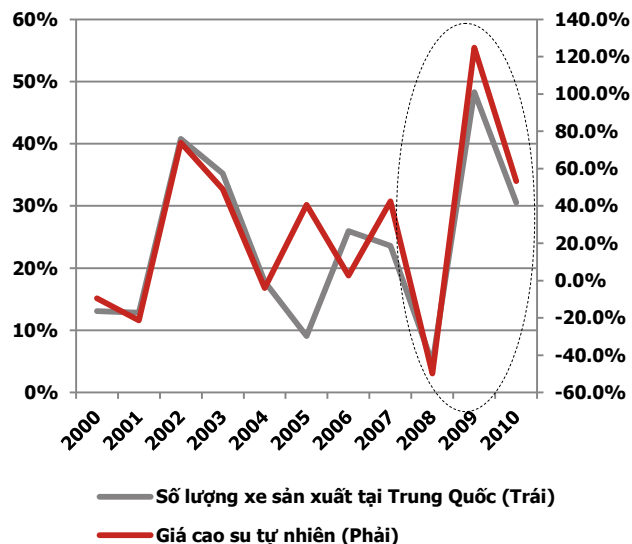
Các thị trường mới nổi là động lực tăng trưởng chính của ngành sản xuất. Tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của sản lượng được tiêu thụ của lớp xe chở người và xe tải nhẹ trên thế giới và tại các thị trường mới nổi từ năm 2010 tới năm 2020 có thể đạt mức tương ứng lần lượt là 4,14% và 8,04%. Ngoài ra, tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của sản lượng được tiêu thụ của lớp xe radian trên thế giới và tại các thị trường mới nổi từ năm 2010 đến năm 2020 có thể đạt mức tương ứng lần lượt là 4,94% và 4,81%.

Thị trường lớp xe chở người và xe tải nhẹ

Thị trường lớp xe radian


Nguồn: Michelin

Hình 14: Tương quan thuận giữa tăng trưởng trong số lượng xe sản xuất và giá cao su tự nhiên

Giữa tình trạng của ngành công nghiệp ô tô và giá cao su tự nhiên thông qua ngành sản xuất lốp thường có mối tương quan thuận. Từ năm 2009, tăng trưởng của ngành công nghiệp ô tô tại các nước BRIC, đặc biệt là tại Trung Quốc, đóng góp phần lớn nhất tới triển vọng ngành công nghiệp ô tô thế giới và do đó cũng là nhân tố quan trọng nhất quyết định giá cao su tự nhiên.

Tăng trưởng sản lượng ô tô sản xuất trên thế giới – Giá cao su tự nhiên

Tăng trưởng sản lượng ô tô sản xuất tại Trung Quốc – Giá cao su tự nhiên


Nguồn: OICA, IMF, TLS Research

Hình 15: Tăng trưởng GDP thực (%)

Vẫn có sự lạc quan về tăng trưởng dương của GDP thực và do đó là tăng trưởng nhu cầu và giá cao su tự nhiên.

	IMF (09/ 2011)		Credit Suisse (05/2011)		JP Morgan (06/2011)		Nomura (06/2011)	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
Trung Quốc	9,5	9,0	8,8	8,9	9,3	9,1	9,4	9,2
Ấn Độ	7,8	7,5	7,5	7,5	7,9	8,7	7,9	8,3
Mỹ	1,5	1,8	2,8	3,9	2,4	2,8	2,4	2,7
Nhật Bản	0,2	1,7	-0,4	2,4	-0,3	3,6	-0,6	3,5
Thế giới	4,0	4,0	4,3	4,8	3,1	3,6	4,2	4,6

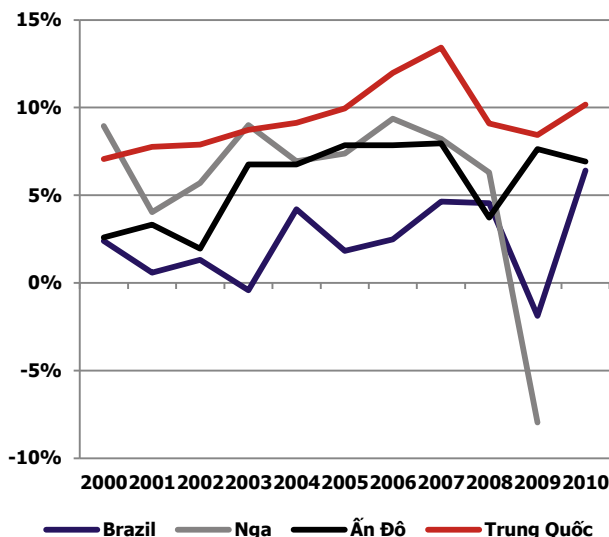
Nguồn: IMF, Credit Suisse, JP Morgan, Nomura

Theo IRSG, tổng nhu cầu cao su tự nhiên trên thế giới năm 2011 có thể đạt 11,15 triệu tấn và vì vậy vẫn tồn tại sự thiếu hụt.

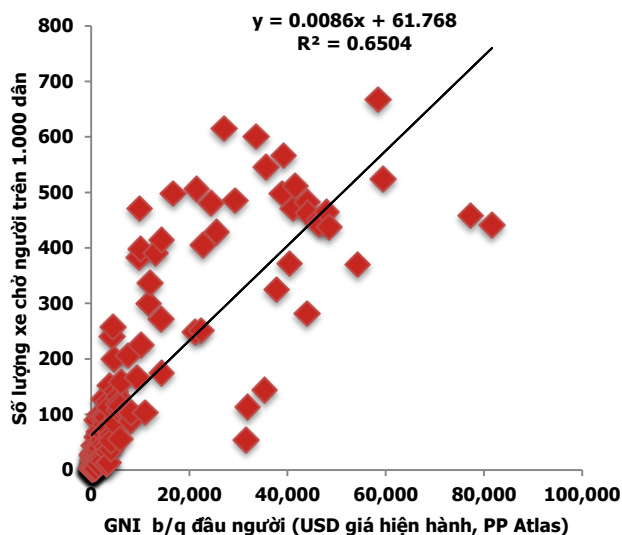
Như đã trình bày trong phần Cung về hiện tượng Giảm Cung của cao su tự nhiên, tuy nhiên, để Giảm Cung dẫn đến tăng giá cao su thì nó phải đi cùng với Tăng Cầu hoặc ít nhất Cầu không thay đổi. Theo chúng tôi, hiện tại đang có hiện tượng Tăng Cầu cao su tự nhiên và đây được xem là nhân tố chủ đạo làm tăng giá cao su trong thời gian qua. Tăng Cầu cao su tự nhiên xuất phát từ: 1/ tăng trưởng của thu nhập bình quân đầu người tại các nước BRIC, đặc biệt là Trung Quốc; 2/ tăng trưởng số lượng xe sản xuất và tiêu thụ tại Trung Quốc; 3/ xu hướng gia tăng sử dụng lốp radian trên thế giới; 4/ sự tăng giá của cao su nhân tạo; 5/ ngành công nghiệp sản xuất lốp xe ít phụ thuộc và ngành công nghiệp lắp ráp ô tô.

Hình 16: Trung Quốc được xem là nhân tố quan trọng nhất quyết định nhu cầu và xu hướng giá của cao su tự nhiên
 Năm 2007, GNI bình quân đầu người của Trung Quốc đạt 2.410 USD (Nguồn: WB). Trong khi đó, bình quân 1.000 người tại Trung Quốc sở hữu 22,47 xe ô tô chở người. Đây là con số thấp hơn rất nhiều so với con số kì vọng 82,49 xe được ước tính từ mức GNI bình quân đầu người của Trung Quốc và mô hình tương quan giữa Tỉ lệ sở hữu xe và GNI bình quân đầu người. Ngoài ra, theo một số nguồn thông tin khác, mặc dù GNI bình quân đầu người của Trung Quốc năm 2009 đạt xấp xỉ 3.650 USD, vẫn chỉ có 36 xe ô tô chở người trên 1.000 người, rất thấp so với mức 100 xe tại Brazil và 439 xe của Mỹ. Chúng tôi kì vọng Trung Quốc sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng cho ngành công nghiệp sản xuất ô tô thế giới dựa trên tốc độ tăng trưởng GDP cao nhất thế giới, tỉ lệ sở hữu xe thấp và dân số đạt mức 1,3 tỷ người.

Tăng trưởng GNI bình quân đầu người, USD giá năm 2000



GNI bình quân đầu người (USD) – Tỉ lệ sở hữu xe (%)

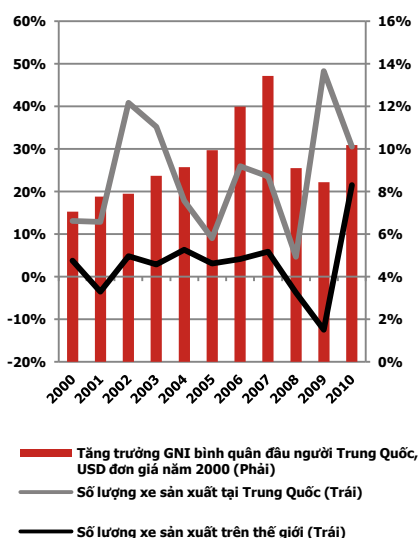


Nguồn: OICA, IMF, TLS Research

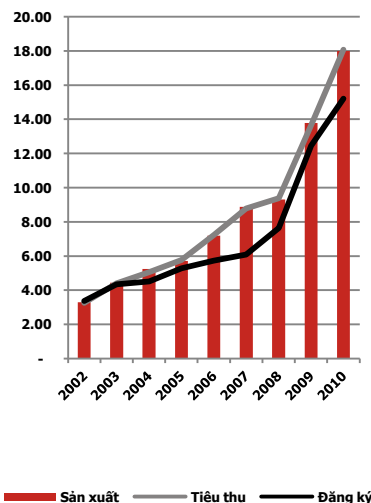
Hình 17: Tổng quan ngành công nghiệp sản xuất ô tô Trung Quốc

Dù đạt tốc độ tăng trưởng rất cao nhưng tỉ lệ sở hữu xe tại Trung Quốc vẫn rất thấp. Cần lưu ý là hầu hết tăng trưởng xe tại Trung Quốc xuất phát từ tăng trưởng xe chở người. Dựa trên tỉ lệ sở hữu xe thấp, chúng tôi kì vọng Trung Quốc sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tiêu thụ xe rất cao trong quá khứ.

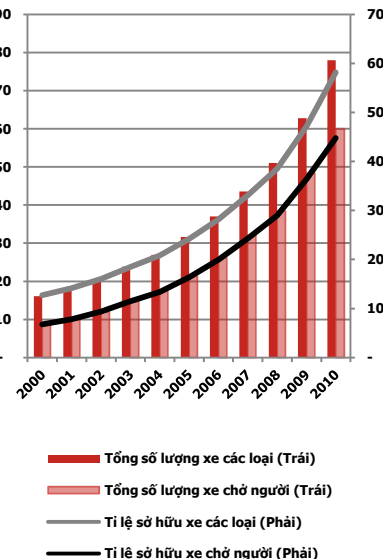
Số lượng xe sản xuất tại Trung Quốc trong 1 năm (% tăng trưởng năm)



Số lượng xe sản xuất, tiêu thụ và đăng kí trong 1 năm (triệu xe)



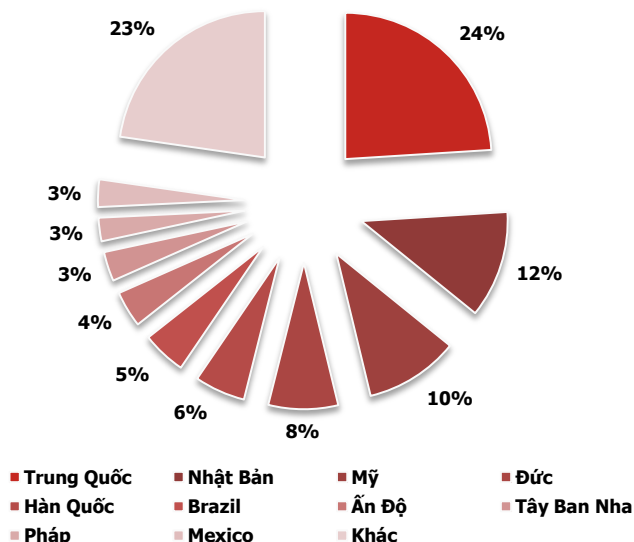
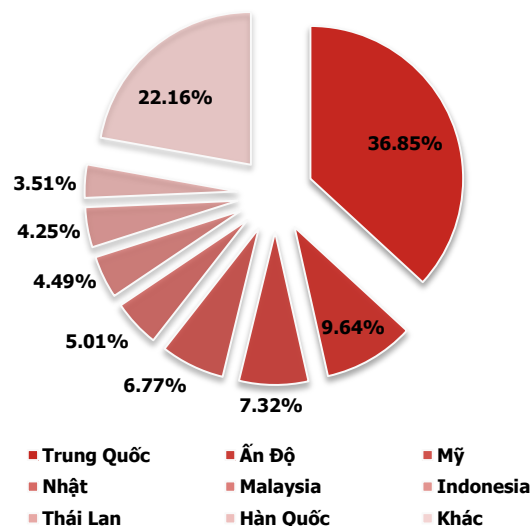
Tổng số lượng xe ô tô tại Trung Quốc (triệu xe) và tỉ lệ sở hữu (số xe/1.000 người)



Nguồn: OICA, IMF, National Bureau of Statistics of China, TLS Research

Hình 18: Trung Quốc là nước sản xuất xe lớn nhất thế giới và cũng là quốc gia tiêu thụ nhiều cao su tự nhiên nhất

Kể từ năm 2009, Trung Quốc đã trở thành quốc gia sản xuất nhiều xe trong một năm nhất trên thế giới. Năm 2010, tổng số lượng xe sản xuất trong năm tại Trung Quốc chiếm 24% trong tổng số xe sản xuất trên thế giới và số lượng tiêu thụ chiếm 27% tổng số lượng xe tiêu thụ toàn thế giới. Với tốc độ tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp ô tô, Trung Quốc trở thành quốc gia tiêu thụ nhiều cao su tự nhiên nhất thế giới. Năm 2010, Trung Quốc chiếm 36,85% tổng tiêu thụ cao su tự nhiên trên thế giới.

Cơ cấu số lượng xe sản xuất trên thế giới trong năm 2010 theo quốc gia

Cơ cấu tiêu thụ cao su tự nhiên trên thế giới trong năm 2010


Nguồn: OICA, IRSG, TLS Research

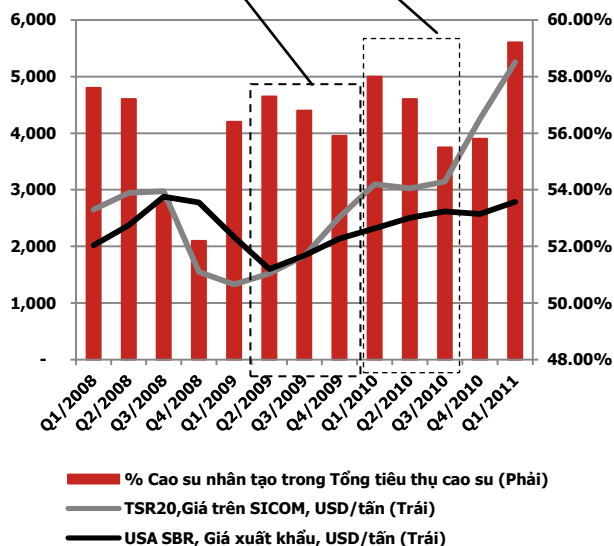
Do các chuyên gia kinh tế trên thế giới vẫn tiếp tục kì vọng Trung Quốc duy trì tốc độ tăng trưởng GDP thực hằng năm 9% trong vài năm tới, chúng tôi kì vọng Trung Quốc sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của nhu cầu và giá cao su tự nhiên.

Cao su nhân tạo thường được xem như là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên tuy vậy về mặt yêu cầu kỹ thuật, việc chuyển đổi qua lại trong sử dụng cao su tự nhiên và cao su tổng hợp gặp một số trở ngại. Tỷ lệ thay thế chỉ vào khoảng 10%. Và chỉ khi nào có sự chênh lệch giá lớn giữa 2 loại cao su thì các nhà sản xuất mới đẩy mạnh chuyển đổi sử dụng từ loại cao su giá cao sang loại giá thấp. Từ Q2 đến Q4/2009 và trong năm 2010, tỉ trọng của cao su nhân tạo trong tiêu thụ cao su sụt giảm dù giá cao su tự nhiên tăng. Một trong những nguyên nhân chính của hiện tượng trên là xu hướng gia tăng sử dụng lốp radian trên thế giới, việc sản xuất ra lốp radian đòi hỏi phải sử dụng nhiều cao su tự nhiên hơn các loại lốp khác. Ngoài ra, trong 2 giai đoạn ở trên, giá cao su nhân tạo cũng tăng khá mạnh dẫn đến sự thu hẹp khoảng cách giá giữa 2 loại cao su, đây cũng chính là nguyên nhân dẫn đến việc tiêu thụ ít cao su nhân tạo hơn.

Cao su tự nhiên so với cao su nhân tạo có nhiều đặc tính kĩ thuật nổi trội. Cao su tự nhiên có khả năng tạo ra tính tương tác xuất sắc cho các thành phần của lốp xe, tỏa nhiệt thấp, bám dính tốt vào các thành phần bằng kim loại, chịu đựng tốt với các lực tác động mà gây ra hiện tượng mài mòn và rách lốp xe, tương đối dễ xử lý trong sản xuất. Do các lốp xe radian yêu cầu cao về độ kết dính và tương tác tốt giữa các thành phần trong lốp xe hơn các loại lốp xe thông thường, cao su tự nhiên với những đặc tính kĩ thuật vượt trội phục vụ cho yêu cầu này được ưu tiên sử dụng. Ví dụ cụ thể là xương lốp của lốp vành chéo bias có cấu tạo gồm 65% cao su tự nhiên trong khi với lốp radian nhiều thành phần yêu cầu độ kết dính cao phải dùng 100% cao su tự nhiên để chế tạo. Ngoài ra, do lốp radian được sử dụng phần lớn trong các xe tải vừa và nặng nên yêu cầu lốp phải có khả năng tạo nhiệt nội sinh thấp, chịu lực tốt và vì thế phải sử dụng nhiều cao su tự nhiên trong thành phần cấu thành lốp. Tính bình quân, tỉ lệ sử dụng cao su tự nhiên trong tổng khối lượng cao su trong một lốp xe ở mức 20% với xe chở khách thông thường, 50% với xe tải nhẹ và 80% trong trường hợp xe tải nặng.

Hình 19: Cao su nhân tạo

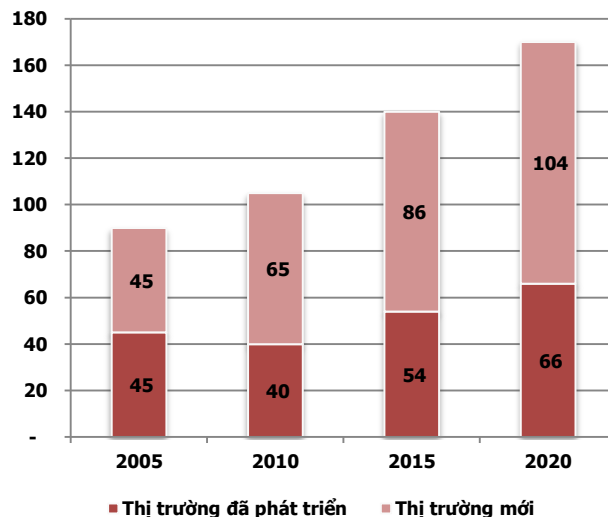
Giữa giá cao su tự nhiên (TSR 20) và tỉ trọng của cao su nhân tạo trong tổng tiêu thụ cao su có mối tương quan thuận. Điều này cho thấy, cao su nhân tạo là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên. Tuy nhiên, trong một vài trường hợp ta vẫn thấy mối **tương quan nghịch**.



Nguồn: IRSG

Hình 20: Thị trường lốp xe radian (triệu lốp)

Tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của sản lượng tiêu thụ lốp radian đạt 3,1% từ năm 2005 tới năm 2010 và có thể đạt 4,94% từ năm 2010 đến năm 2020. Tỉ trọng tiêu thụ lốp radian trong tổng tiêu thụ lốp xe tăng từ mức 7,56% năm 2005 lên mức 8,05% năm 2010 và có thể đạt 8,63% năm 2020.

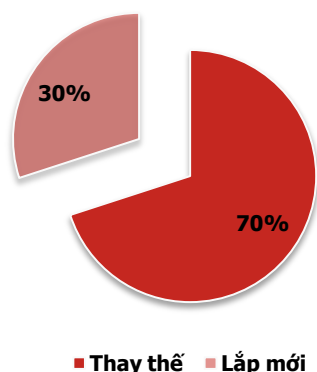
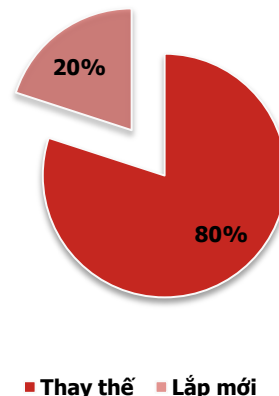


Nguồn: Michelin

Giai đoạn suy thoái của chu kỳ kinh tế thế giới hiện tại dẫn đến sụt giảm trong tiêu thụ ô tô và qua đó đang ảnh hưởng đến ngành công nghiệp sản xuất lốp xe tuy nhiên chỉ ở mức độ vừa phải. Nguyên nhân là ngành công nghiệp sản xuất lốp xe hiện tại đang bị chi phối mạnh mẽ của thị trường lốp xe dùng cho thay thế, thị trường này chiếm 70% sản lượng tiêu thụ lốp xe chở khách và xe tải nhẹ cũng như 80% của dòng xe tải. Đây chính là nguyên nhân tạo cho ngành công nghiệp sản xuất lốp xe linh hoạt riêng và ít phụ thuộc vào sự sụt giảm của ngành công nghiệp ô tô cũng như nhu cầu lốp xe cho phân khúc lắp mới.

Hình 21: Nhu cầu lốp xe giảm phụ thuộc vào ngành công nghiệp ô tô

Từ năm 2006 đến năm 2009, sản lượng tiêu thụ hàng năm trên thế giới của xe chở người và xe tải nhẹ giảm 1% trong khi sản lượng tiêu thụ của lốp xe dùng cho các dòng xe này tăng 2,7%. Bên cạnh đó, trong khi doanh số tiêu thụ xe tải giảm 3,2% thì doanh số tiêu thụ của lốp xe dùng cho dòng xe này tăng 4%.

Doanh số tiêu thụ lốp xe chở khách và xe tải nhẹ**Doanh số tiêu thụ lốp xe tải nặng**

Nguồn: Pirelli

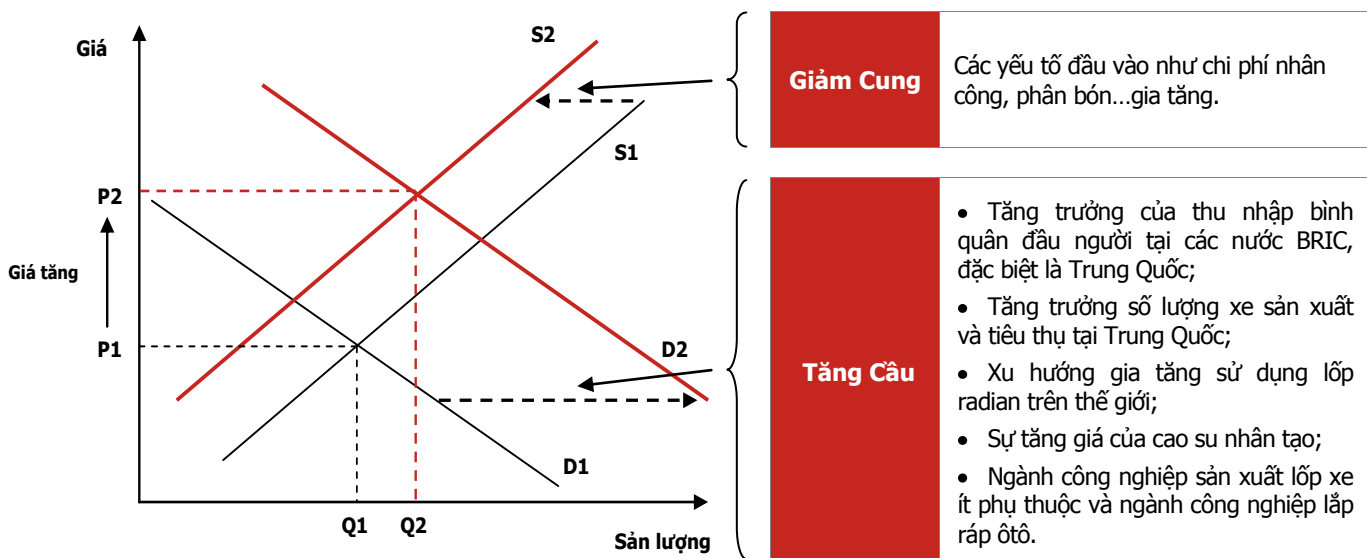
Thậm chí giả sử doanh số tiêu thụ xe trong năm giảm xuống bằng 0%, trong năm đấy chúng ta vẫn có số lượng xe đang sử dụng cao hơn so với con số của năm liền trước. Con số gia tăng đến từ doanh số tiêu thụ xe mới của năm trước. Tăng trưởng của số lượng xe trong sử dụng gia tăng nhu cầu tiêu thụ lốp xe cho mục đích thay thế. Điều này có nghĩa là số lượng lốp xe tiêu thụ hằng năm thường tăng trưởng và dẫn đến tăng nhu cầu với cao su tự nhiên.

Dựa trên những luận điểm trên, chúng tôi tin rằng có hiện tượng **Tăng Cầu** cao su tự nhiên, nói một cách khác là các nhân tố trên dẫn đến Đường Cầu dịch chuyển sang phải.

• Tương tác giữa Cung và Cầu – giá cao su tự nhiên tăng

Hình 22: Giá cao su tự nhiên tăng ổn định

Do có hiện tượng Cung Giảm và Cầu Tăng, giá cao su tự nhiên được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. Chúng tôi kì vọng giá cao su sẽ duy trì trên 4.000 USD/tấn.



Nguồn: TLS Research

Theo lý thuyết kinh tế học, những tác động làm giảm sản lượng nhà sản xuất sẵn sàng cung ứng của một loại hàng hóa tại mọi mức giá sẽ làm dịch chuyển đường Cung sang trái và được gọi là Giảm Cung. Ngoài ra, những tác động làm tăng sản lượng người tiêu dùng sẵn sàng mua của một loại hàng hóa tại mọi mức giá sẽ làm dịch chuyển đường Cầu sang phải và được gọi là Tăng Cầu. Giảm Cung xảy ra cùng lúc với Tăng Cầu sẽ làm cho giá hàng hóa tăng. Và đây chính là tình hình hiện tại của thị trường cao su tự nhiên.

Hình 23: Thiếu hụt của sản lượng cao su tự nhiên được cung ứng

Từ tháng 6/2009, giá cao su trong tương quan với giá dầu cao hơn so với các thời kì trước. Nguyên nhân là sự thiếu hụt của Cung so với Cầu.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sản lượng cung ứng							
Thái Lan	2.937	3.137	3.056	3.090	3.164	3.072	3.247
Indonesia	2.271	2.637	2.755	2.751	2.440	2.843	2.938
Malaysia	1.126	1.284	1.200	1.072	857	970	1.050
Ấn Độ	772	853	811	881	820	845	890
Việt Nam	482	555	606	660	724	750	780
Trung Quốc	541	538	588	548	643	647	690
Sri Lanka	104	109	118	129	137	148	153
Philippin	79	88	101	103	98	102	107
Campuchia	20	21	19	19	34	45	63
Khác	550	454	636	875	785	792	1.052
Tổng	8.882	9.676	9.890	10.128	9.702	10.214	10.970
Nhu cầu sản lượng							
Bắc Mỹ	1.316	1.148	1.157	1.179	790	911	993
Nam Mỹ	538	520	570	585	483	548	588
Châu Âu	1.545	1.457	1.675	1.484	1.000	1.139	1.256
Châu Phi	120	118	110	126	92	100	104
Châu Á/Châu Đại Dương/Khác	5.563	5.981	6.663	6.829	6.912	7.962	8.209
Tổng	9.082	9.224	10.175	10.203	9.277	10.660	11.150
Thặng dư/Thâm hụt	(200)	452	(285)	(75)	425	(446)	(180)
Tồn kho	1.585	2.037	1.565	1.490	1.915	1.469	1.289

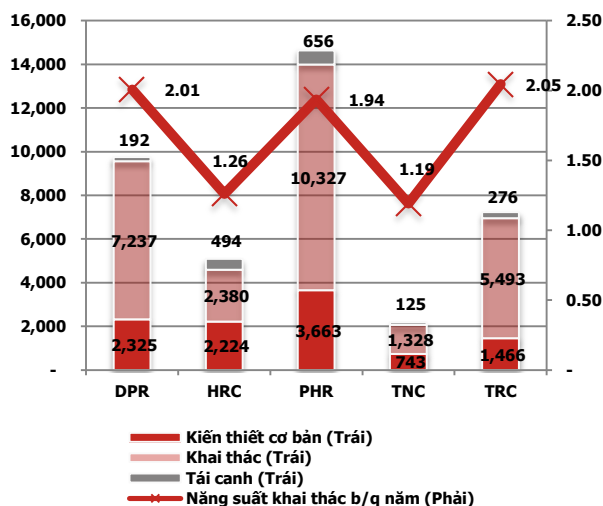
Nguồn: ANRPC, IRSG, TLS Research

Công ty có khả năng sinh lợi tốt cùng với khả năng gia tăng tiền mặt mạnh mẽ

Hiện đang có 5 công ty với hoạt động kinh doanh chính là trồng và khai thác mủ từ cây cao su, sản xuất mủ cao su tự nhiên thành phẩm đang niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM. Cả 5 công ty đều có sản lượng tiêu thụ giảm nhưng doanh thu vẫn tăng do giá bán tăng mạnh. Trong giai đoạn từ năm 2004 tới 2010, doanh thu của DPR có tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) thấp nhất. Tuy tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt mức thấp, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế của DPR là cao nhất dựa trên lợi nhuận biên cao và tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức thấp. DPR không những chỉ có mức lợi nhuận biên cao mà còn có khả năng sinh lợi tốt với ROA và ROE đạt mức cao. Ngoài ra, mô hình kinh doanh hiện tại đem lại cho DPR khả năng tạo tiền mặt mạnh qua đó đáp ứng tốt nguồn vốn các dự án đầu tư mở rộng mà không cần sử dụng đến vốn vay ngân hàng.

Hình 24: Diện tích trồng cao su (ha) và Năng suất khai thác bình quân năm (tấn/ha)

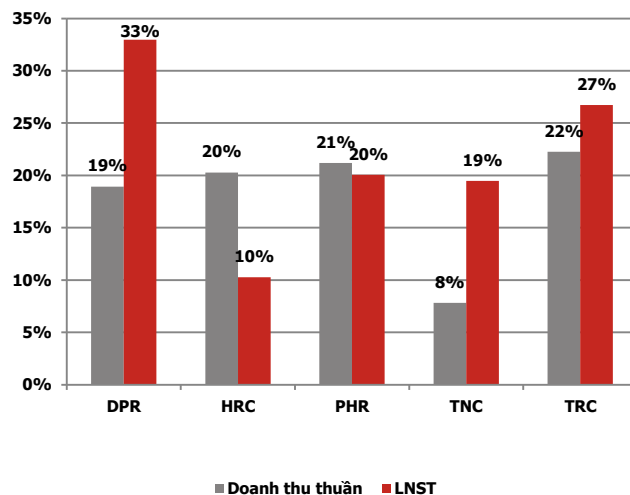
Trong 5 công ty, diện tích trồng cao su của DPR chỉ thấp hơn PHR và năng suất bình quân năm chỉ thấp hơn TRC. DPR nằm trong số những công ty thành viên của VRG có năng suất khai thác bình quân năm cao nhất, năm 2010, năng suất khai thác của DPR là cao nhất trong VRG.



Nguồn: Các công ty, TLS Research

Hình 25: Tăng trưởng b/q năm (CAGR) của doanh thu và LNST giai đoạn 2004 - 2010

Mặc dù có tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp, DPR có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao nhất trong 5 công ty.

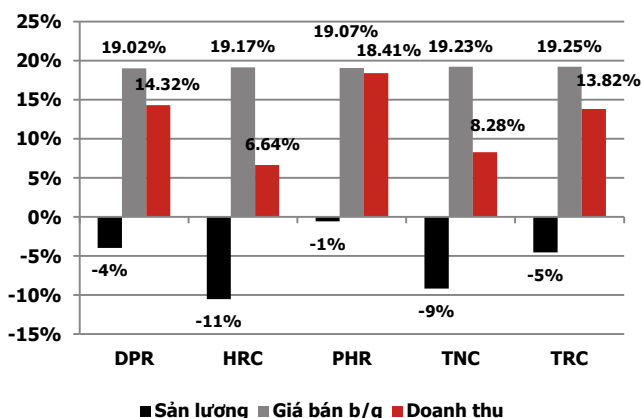


Nguồn: Các công ty, TLS Research

Doanh thu – Sản lượng tiêu thụ của DPR giảm thấp nhất so với các công ty còn lại và giá bán tăng là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu

Từ năm 2006, trong khi sản lượng tiêu thụ của công ty thay đổi không ổn định, doanh thu và giá bán bình quân cùng tăng hay cùng giảm. Ngoài ra, mặc dù trong một vài năm sản lượng tiêu thụ tăng nhưng nhìn chung xu hướng chủ đạo của sản lượng là giảm và so với các công ty cao su niêm yết, mức độ giảm sản lượng của DPR là thấp nhất. Đây chính là nguyên nhân khiến cho trong giai đoạn 2006- 2010, mặc dù giá bán bình quân của DPR là thấp nhất, doanh thu của công ty vẫn có tăng trưởng bình quân năm (CAGR) cao nhất (trong giai đoạn từ 2004 đến 2010 thì tăng trưởng doanh thu bình quân năm của DPR là thấp nhất). Năm 2011, chúng tôi kỳ vọng cả sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân của DPR đều tăng và do đó doanh thu sẽ tăng mạnh.

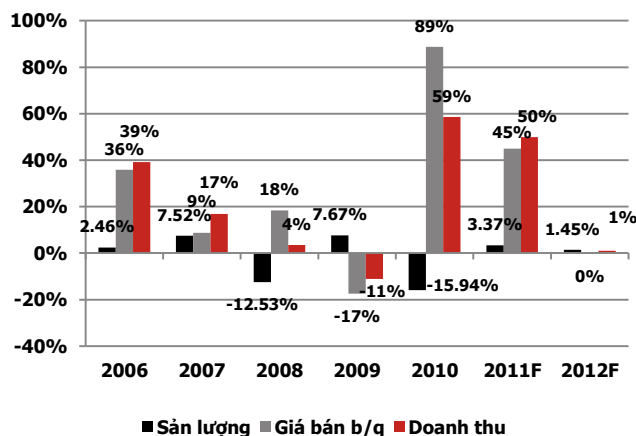
Hình 26: Tăng trưởng b/q năm (CAGR) của doanh thu, sản lượng tiêu thụ và giá bán từ 2006 đến 2010 Mặc dù giá bán b/q của DPR từ 2006 đến 2010 tăng thấp nhất trong 5 công ty, tăng trưởng doanh thu của công ty chỉ thấp hơn của PHR.



Nguồn: Các công ty, TLS Research

Hình 27: Thay đổi hằng năm trong doanh thu, sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân của DPR

Mặc dù sản lượng tiêu thụ của công ty thay đổi không ổn định, doanh thu và giá bán bình quân cùng tăng hay cùng giảm.



Nguồn: DPR, TLS Research

Theo chúng tôi giá cao su trong vài năm tới khó có thể giữ tốc độ tăng trưởng cao như trong quá khứ, do đó doanh thu của DPR sẽ ít thay đổi.

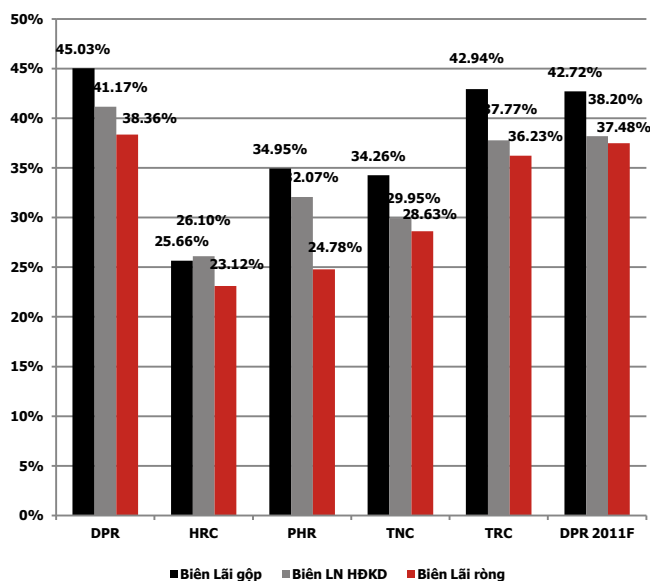
Lợi nhuận – Công ty có lợi nhuận biên cao nhất trong các công ty cao su niêm yết

Trong 5 công ty sản xuất cao su tự nhiên niêm yết, DPR có mức lợi nhuận biên cao nhất. Chúng tôi kì vọng công ty tiếp tục duy trì các mức lợi nhuận biên cao trong vài năm tới. Sở dĩ, lợi nhuận biên của DPR cao nhất là do 1/ tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức thấp; 2/ lượng tiền mặt lớn gửi trong ngân hàng; 3/ dự phòng giảm giá chứng khoán thấp; 4/ thuế sử dụng đất nông nghiệp trả cho UBND tỉnh Bình Phước thấp; 5/ thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp.

Lợi nhuận biên kì vọng cho năm 2011 đạt mức thấp so với các năm trước. Nguyên nhân là do tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ tăng lên. Biên lãi gộp giảm dẫn đến biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh giảm. Ngoài ra, chúng tôi trên cơ sở thận trọng đã kì vọng lãi chênh lệch tỉ giá của công ty bằng 0 qua đó làm giảm biên lợi nhuận. Trên thực tế, do VND giảm giá so với các đồng ngoại tệ, lãi chênh lệch tỉ giá của DPR trong vài năm gần đây khoảng 8 – 12 tỷ đồng/năm.

Hình 28: Lợi nhuận biên trong năm 2010

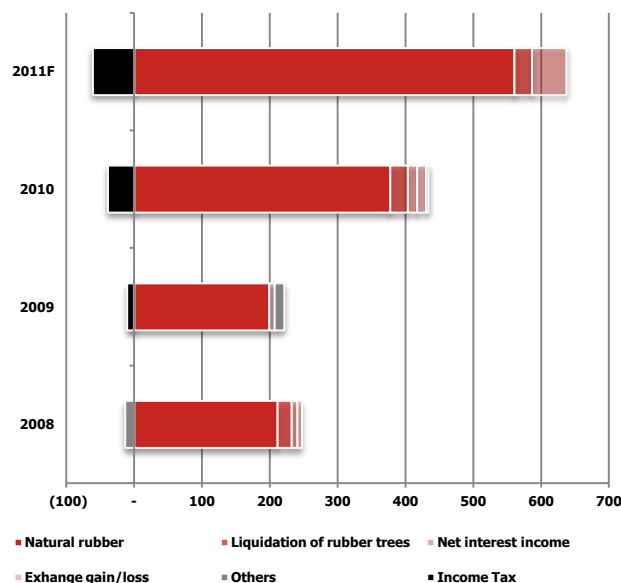
Trong 5 công ty sản xuất cao su tự nhiên niêm yết, DPR có mức lợi nhuận biên cao nhất.



Nguồn: Các công ty, TLS Research

Hình 29: Lợi nhuận trước thuế và thuế TNDN của DPR

Trong cấu trúc của Lợi nhuận trước thuế của DPR, lợi nhuận trước thuế của hoạt động kinh doanh chính – sản xuất cao su tự nhiên thành phẩm chiếm hơn 88%. Trong năm 2011, lãi ròng từ tiền gửi ngân hàng dự kiến sẽ tăng rất mạnh.



Nguồn: DPR, TLS Research

Với khả năng tạo tiền mặt tốt, DPR đã gia tăng mạnh mẽ lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng trong những năm gần đây. Công ty có 324 tỷ đồng tiền mặt, tiền cho vay và tiền gửi ngân hàng vào cuối năm 2009 và vào cuối năm 2010, tổng số tiền là 574,51 tỷ đồng, tăng hơn 77,32%. Và vào thời điểm 30/09/2011, tổng số tiền của DPR là 632,24 tỷ đồng, tăng xấp xỉ 10%. Tăng lượng tiền gửi cùng với sự gia tăng lãi suất tiền gửi tại ngân hàng dẫn đến lãi tiền gửi tăng mạnh. Lãi tiền gửi tăng mạnh góp phần gia tăng các mức lợi nhuận biên.

Ngoài ra do DPR đầu tư vào cổ phiếu với mục đích kiếm lợi nhuận tài chính ít hơn so với các công ty khác, công ty có dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán ở mức thấp và qua đó góp

phần tạo ra mức lợi nhuận biên cao. Năm 2010, dự phòng giảm giá đầu tư chứng khoán của DPR, HRC, PHR, TNC và TRC lần lượt là 4 tỷ, 5,4 tỷ, 6,15 tỷ, 0 và 13 triệu đồng. Bên cạnh đó, lợi nhuận biên cao còn đến từ việc DPR được hưởng mức thuế sử dụng đất nông nghiệp khá thấp. Hằng năm, chi phí thuế sử dụng đất của DPR vào khoảng 3-3,5 tỷ đồng, tương đương 300 – 350 ngàn đồng/ha trong khi đó, chi phí thuế của TRC vào khoảng 15 tỷ đồng/năm hay 2 triệu đồng/ha hay như PHR phải trả 8 tỷ đồng/năm hay 500 ngàn đồng/ha.

Những nhân tố nêu trên góp phần tạo ra mức lợi nhuận biên cao của DPR nhưng không phải là nguyên nhân chính. Những nguyên nhân chính bao gồm: 1/tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức thấp; 2/ thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp thấp.

Hình 30: Biên lãi gộp cao do tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su thành phẩm có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức thấp

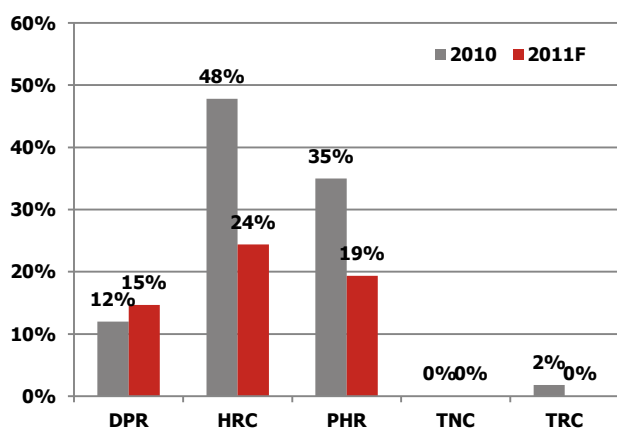
Biên lãi gộp của doanh thu mủ cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền thấp hơn rất nhiều so với mủ sơ chế có nguồn gốc từ vườn cây của công ty. Do DPR có tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ của cao su sơ chế có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức thấp, biên lãi gộp của công ty đạt mức cao. Ban lãnh đạo của DPR đặt kế hoạch mua từ tiểu điền, sơ chế và tiêu thụ 4.000 tấn mủ trong năm 2011, trong khi đó, chúng tôi dự báo con số này vào khoảng 2.500 tấn.

HRC có tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ đạt mức cao nhất và cũng là công ty có mức biên lãi gộp thấp nhất.

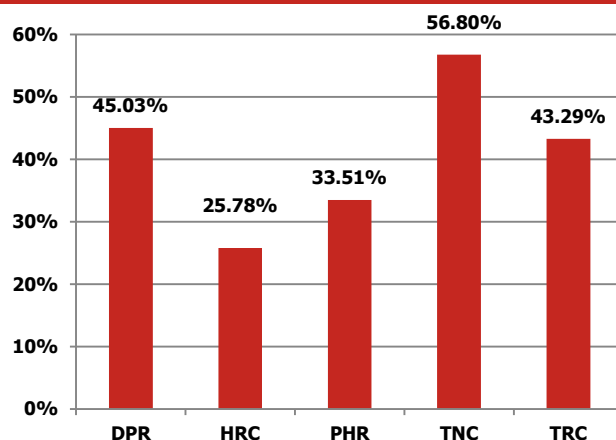
Mặc dù TRC có tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ thấp hơn so với so với của DPR nhưng biên lãi gộp của TRC vẫn thấp hơn so với của DPR. Nguyên nhân là do chi phí của TRC cao hơn so với DPR. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2011 của TRC, công ty sẽ mua, sơ chế và tiêu thụ khoảng 3.000 tấn mủ cao su. Do TRC đã không mua mủ cao su từ tiểu điền trước năm 2010 và chỉ mua một số lượng nhỏ trong năm 2010, chúng tôi trên cơ sở thận trọng giả định TRC sẽ không mua từ tiểu điền trong năm 2011.

Biên lãi gộp hoạt động kinh doanh mủ cao su tự nhiên của TNC cao nhất trong 5 công ty nhưng biên lãi gộp hợp nhất thấp hơn. Nguyên nhân là các hoạt động kinh doanh khác của TNC có biên lãi gộp khá thấp.

Tỉ trọng của sản lượng tiêu thụ có nguồn gốc từ thu mua của tiểu điền trong tổng sản lượng tiêu thụ

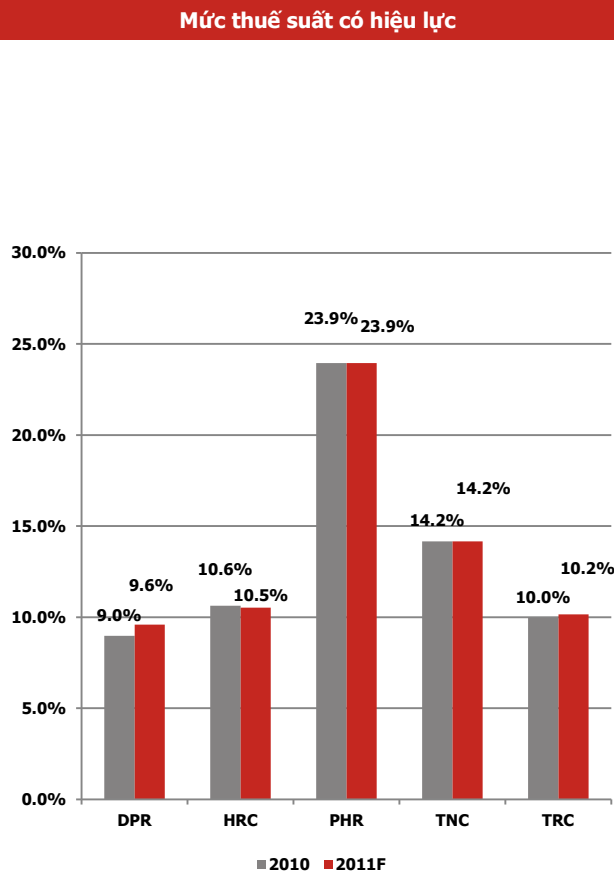


Biên lãi gộp hoạt động kinh doanh mủ cao su tự nhiên năm 2010



Nguồn: Các công ty, TLS Research

Hình 31: Thuế suất Thuế thu nhập doanh nghiệp
DPR có mức thuế suất hiệu lực thấp nhất trong 5 công ty.



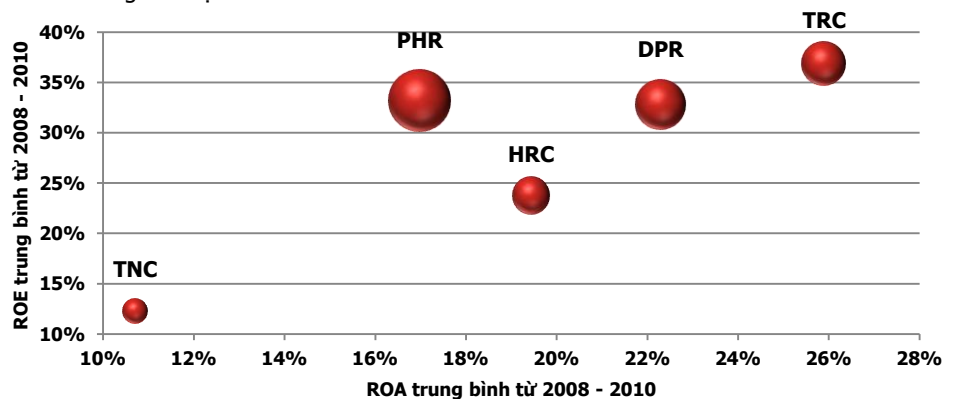
Mức thuế suất quy định	
DPR & TRC	<ul style="list-style-type: none"> Thu nhập chịu thuế của hoạt động kinh doanh mủ cao su tự nhiên <ul style="list-style-type: none"> Chính sách thuế: DPR/TRC được nhận chính sách ưu đãi thuế do hoạt động kinh doanh tại các địa phương có điều kiện khó khăn. Mức thuế suất hằng năm của 2 công ty này cho hoạt động kinh doanh chính là sản xuất mủ cao su tự nhiên được cố định tại mức 15% trong 12 năm từ năm 2007. Ngoài ra, 2 công ty được miễn thuế từ năm 2007 đến 2009 cùng với giảm 50% thuế phải nộp từ năm 2010 đến 2016. Thuế suất quy định: 0% (2007-2009); 7,5% (2010 - 2016); 15% (2017 - 2018). Thu nhập chịu thuế khác: DPR/TRC tuân theo mức thuế suất thuế TNDN hiện thời là 25%.
HRC	<ul style="list-style-type: none"> Thu nhập chịu thuế của hoạt động kinh doanh mủ cao su tự nhiên <ul style="list-style-type: none"> Chính sách thuế: HRC được nhận chính sách ưu đãi thuế do hoạt động kinh doanh tại các địa phương có điều kiện khó khăn. Mức thuế suất hằng năm của công ty này cho hoạt động kinh doanh chính là sản xuất mủ cao su tự nhiên được cố định tại mức 15% trong 12 năm từ năm 2004. Ngoài ra, công ty được miễn thuế từ năm 2004 đến 2006 cùng với giảm 50% thuế phải nộp từ năm 2007 đến 2014. Thuế suất quy định: 0% (2004-2006); 7,5% (2007 - 2014); 15% (2015). Thu nhập chịu thuế khác: HRC tuân theo mức thuế suất thuế TNDN hiện thời là 25%.
PHR	Toàn bộ thu nhập chịu thuế của PHR chịu thuế suất thuế TNDN hiện hành là 25%.
TNC	Thu nhập chịu thuế của công ty chịu mức thuế suất thuế TNDN hiện hành là 25% ngoài trừ các thu nhập từ Nông trường Hòa Bình 2, Nhà máy sản xuất mủ và chế biến gỗ Bàu Non, Nông trường Phong Phú và Nhà máy chế biến mủ cao su Phong Phú. Thu nhập chịu thuế của các nông trường, nhà máy này được miễn thuế trong 2 năm 2007 và 2008 cũng như giảm 50% thuế từ 2009 đến 2014.

Nguồn: Các công ty, TLS Research

Khả năng sinh lợi – ROA và ROE ở mức cao chủ yếu do mức lợi nhuận biên tốt

Hình 32: ROA & ROE

DPR có khả năng sinh lợi rất tốt.



Nguồn: Các công ty, TLS Research

Hình 33: Phân tích DuPont

ROA và ROE của DPR ở mức cao chủ yếu do mức lợi nhuận biên tốt. Công ty có biên lợi nhuận sau thuế cao nhưng hiệu quả sử dụng tài sản và đòn bẩy tài chính thấp. Chúng tôi cho rằng ROA và ROE trong năm 2012 sẽ giảm.

Chỉ số	DPR					HRC	PHR	TNC	TRC
	2008	2009	2010	2011F	2012F	2010	2010	2010	2010
Biên lãi ròng (=Lãi ròng/Doanh thu thuần)	32,11%	32,51%	38,36%	37,35%	36,56%	23,12%	24,78%	28,63%	36,23%
Vòng quay tổng tài sản (=DTT/ Tổng tài sản)	0,67	0,57	0,70	0,77	0,62	0,88	0,97	0,63	0,82
Đòn bẩy tài chính (=Tổng tài sản/Tổng VCSH)	1,61	1,46	1,37	1,35	1,31	1,22	1,80	1,12	1,34
ROA	21,48%	18,40%	27,00%	28,93%	22,55%	20,28%	24,11%	17,98%	29,75%
ROE	34,62%	26,87%	36,88%	38,95%	29,63%	24,68%	43,35%	20,09%	39,98%

Nguồn: Các công ty, TLS Research

Trên cơ sở phân tích DuPont, ta có thể thấy với biên lợi nhuận tốt, DPR đã có thể đạt ROA và ROE ở mức cao dù có hiệu quả sử dụng tài sản và đòn bẩy tài chính thấp. Chúng tôi kì vọng năm 2011, ROA và ROE của công ty sẽ tốt hơn so với các năm trước khi mà hiệu quả sử dụng tài sản và đòn cân nợ tăng lên. Hiệu quả sử dụng tài sản tăng khi tăng trưởng mạnh của giá cao su tự nhiên dẫn đến doanh thu tăng cao. Do giá cao su tự nhiên được dự báo sẽ giảm trong năm 2012 so với 2011 và do lợi nhuận giữ lại làm tăng mạnh giá trị tổng tài sản của DPR, ROA và ROE của công ty năm 2012 dự kiến sẽ giảm.

Hình 34: Bảng Cân Đối Kế Toán

Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của công ty tăng mạnh và giá trị Vốn chủ sở hữu chiếm phần lớn trong cơ cấu nguồn vốn.

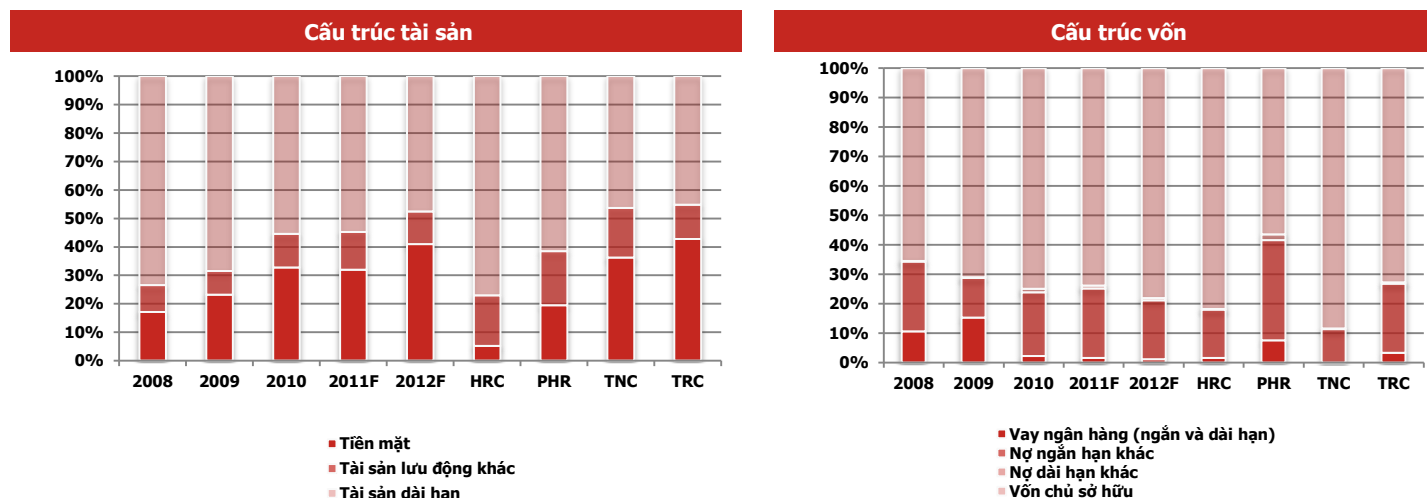
Tỷ đồng, vào 31/12	DPR					HRC	PHR	TNC	TRC
	2008	2009	2010	2011F	2012F	2010	2010	2010	2010
Tiền mặt	179,11	289,63	548,13	735,73	1.123,41	26,05	449,05	111,66	451,66
Tài sản lưu động khác	98,10	102,89	199,45	305,59	315,23	88,96	438,49	53,70	126,51
Tài sản dài hạn	767,89	853,80	928,46	1.262,26	1.306,08	387,11	1.417,81	143,01	476,78
Tổng tài sản	1.045,10	1.246,31	1.676,04	2.303,58	2.744,73	502,11	2.305,35	308,37	1.054,95
Vay ngân hàng (ngắn và dài hạn)	110,92	190,06	37,80	37,80	32,80	8,11	175,58	-	34,76
Nợ ngắn hạn khác	248,25	168,62	362,06	542,85	548,69	82,53	783,56	35,08	248,74
Nợ dài hạn khác	2,00	2,62	21,56	21,56	21,56	1,03	45,64	0,74	4,05
Vốn chủ sở hữu	683,94	885,01	1.254,62	1.701,37	2.141,68	410,44	1.300,58	272,56	767,40
Tổng nguồn vốn	1.045,10	1.246,31	1.676,04	2.303,58	2.744,73	502,11	2.305,35	308,37	1.054,95

Nguồn: Các công ty, TLS Research

Cả 5 công ty đều có bảng cân đối kế toán lành mạnh với tỉ trọng tài sản ngắn hạn trong tổng tài sản không ngừng tăng lên và toàn bộ tài sản dài hạn được tài trợ bằng các nguồn vốn dài hạn gồm vay dài hạn với vốn chủ sở hữu. Ngoài ra, tiền mặt và tiền gửi ngân hàng chiếm đa số trong tài sản ngắn hạn và vốn chủ sở hữu chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cấu trúc vốn. Bên cạnh tình hình tài chính tốt và với việc nhu cầu cũng như giá cao su tăng mạnh trong thời gian qua, mô hình kinh doanh bán hàng thu tiền nhanh đã đem lại cho DPR khả năng tự tạo tiền mặt mạnh và do đó công ty không cần sử dụng các nguồn vốn tài trợ từ bên ngoài như vốn vay.

Hình 35: Cấu trúc Tài sản và cấu trúc vốn của DPR

DPR có bảng cân đối kế toán mạnh nhưng chưa khai thác hiệu quả lợi thế của biên lợi nhuận cao. Ngoài ra, cần biết là các khoản phải trả cho người lao động chứ không phải vốn vay là nguồn tài trợ chính cho các khoản nợ của DPR.



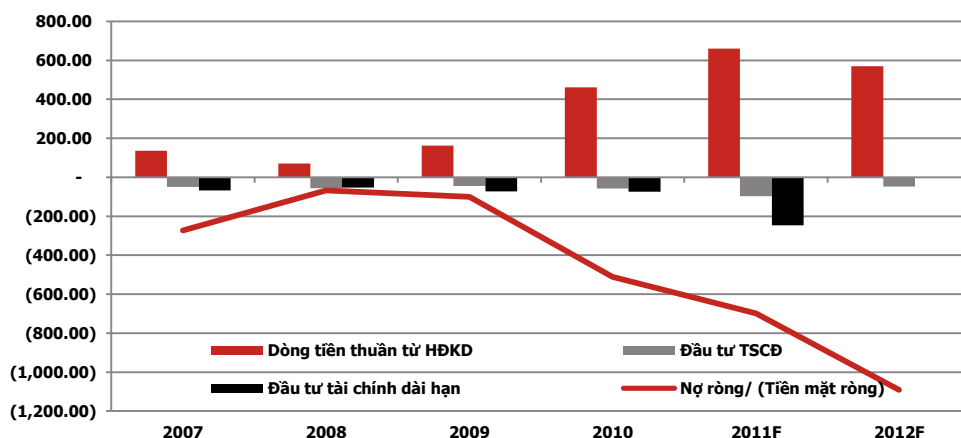
Nguồn: Các công ty, TLS Research

Sử dụng ít vốn vay tạo cho công ty bản cân đối kế toán mạnh và khả năng thanh toán tốt nhưng trong điều kiện công ty có mức biên lợi nhuận cao, việc sử dụng ít vốn vay có thể không phải là giải pháp tối ưu. ROA của PHR thấp hơn so với của DPR nhưng ROE của PHR cao hơn do PHR sử dụng đòn cân nợ cao hơn. Ngoài việc sử dụng vốn vay dài hạn để tài trợ cho các dự án mở rộng diện tích trồng cao su, PHR còn thường xuyên vay vốn ngắn hạn để thu mua mủ cao su từ tiểu điền và đó là một cách tốt để tăng doanh thu và lợi nhuận cũng như tạo ra ROE cao hơn.

Khả năng tạo tiền mặt mạnh

Hình 36: Dòng tiền thuần từ HĐKD, Đầu tư TSCĐ, Đầu tư tài chính dài hạn và Nợ ròng của DPR

DPR có khả năng tạo tiền mặt rất tốt.



Nguồn: DPR, TLS Research

Do nhu cầu và giá cao su tăng mạnh cùng với khả năng thu tiền bán hàng nhanh từ người mua đem lại cho DPR khả năng tự tạo tiền mặt rất tốt, công ty đã không sử dụng nhiều nguồn vốn huy động từ bên ngoài. Điều này có nghĩa là DPR hoàn toàn có thể sử dụng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh để tài trợ cho các khoản đầu tư tài sản cố định và đầu tư tài chính dài hạn. Chúng tôi cho rằng công ty sẽ tiếp tục duy trì tiền mặt ròng và tài trợ các khoản đầu tư bằng dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh trong vài năm tới.

Theo kế hoạch đã đề ra của DPR, hầu hết dòng tiền mặt chi ra của công ty trong 10 năm tới là để tài trợ cho dự án đầu tư trồng 10.000 ha cao su tại Snuol, tỉnh Kratié, Campuchia. Công ty sẽ đầu tư cho dự án này khoảng 1.200 tỷ đồng thông qua việc hình thành công ty TNHH Dong Phu – Snuol mà DPR nắm giữ 100% vốn. Tính đến thời điểm hiện tại, chúng tôi chưa có nhiều thông tin về tiến độ dự kiến thực hiện dự án nên trong dự báo của chúng tôi về chỉ tiêu đầu tư của DPR cũng chưa phản ánh dự án này. Chúng tôi dự báo tiền mặt ròng của DPR trong năm 2012 đạt 1.100 tỷ đồng, hoàn toàn đủ khả năng để tài trợ cho dự án.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự báo giá mục tiêu năm 2012 của DPR dựa trên P/B mục tiêu cho năm 2012. Chúng tôi sử dụng phương pháp P/B để định giá do phương pháp này có những ưu điểm so với phương pháp P/E và các yếu tố cơ bản của DPR cũng phù hợp cho việc sử dụng phương pháp này.

- EPS của DPR phụ thuộc rất nhiều vào giá cao su tự nhiên. Do giá cao su tự nhiên đã tăng rất mạnh trong thời gian qua, chúng tôi không kì vọng nó có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong thời gian tới. Điều này có nghĩa là nhiều khả năng trong thời gian tới giá cao su sẽ đi ngang hoặc thậm chí sẽ giảm. Do khả năng sẽ có nhiều biến động trong giá cao su và EPS của DPR, phương pháp định giá theo P/E trở nên không phù hợp. EPS biến động mạnh khiến cho một nhà đầu tư có thể mua cổ phiếu tại mức P/E phù hợp và sau đó chúng kiến cổ phiếu của họ được giao dịch tại mức P/E rất cao khi EPS giảm mạnh mặc dù giá cổ phiếu không thay đổi. Do Giá trị sổ sách (BVPS) có tính ổn định cao so với EPS, định giá DPR dựa trên P/B khá phù hợp.
- Các yếu tố cơ bản của DPR phù hợp với phương pháp P/B.
 - Sản xuất cao su tự nhiên là ngành cần sử dụng nhiều vốn.
 - DPR có đòn cân nợ thấp và không có lỗ lũy kế.
 - Công ty không có tài sản vô hình.
 - Tính đến hiện tại, công ty chưa thực hiện bất kì một giao dịch nào về sáp nhập, mua lại cũng như tiến hành mua cổ phiếu quỹ.

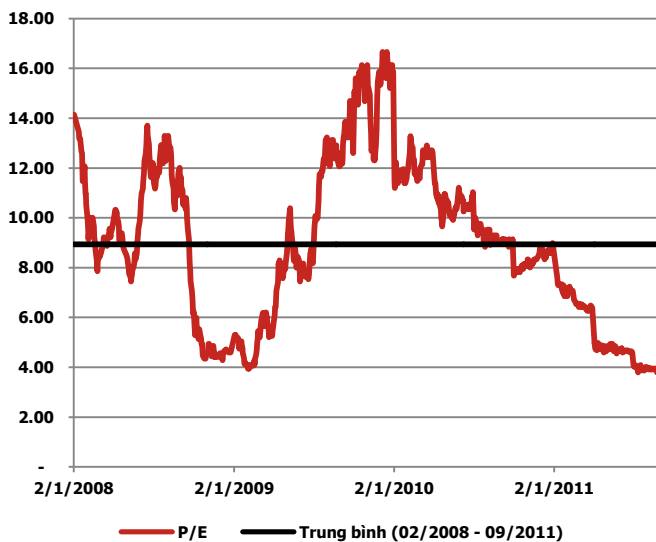
Chúng tôi sử dụng Giá trị sổ sách trên một cổ phiếu (BVPS) năm 2012 tương đương 49.172 đồng và chỉ số P/B nằm trong khoảng 1 – 1,87 để xác định khoảng giá mục tiêu của DPR cho năm 2012 vào khoảng 49.172 – 92.029 đồng. Chỉ số P/B ở mức 1,87 là mức P/B trung bình của DPR từ đầu năm 2011 đến hiện tại. Vùng giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 8% - 102% so với mức giá hiện tại của DPR là 45.500 đồng. Giá mục tiêu của trường hợp cơ sở là 58.235 đồng, xác định tại mức P/B là 1,18 cũng là mức thấp nhất của P/B của DPR từ đầu năm 2011 đến hiện tại. Mức giá mục tiêu 58.225 đồng cao hơn 28% so với giá hiện tại của DPR. Khuyến nghị của chúng tôi là **MUA**.

Cổ phiếu DPR với mức giá hiện tại là 45.500 đồng đang được giao dịch tại mức P/E là 3,4 (tính trên EPS 2011) và 3,44 (tính trên EPS 2012). Đây là các mức P/E thấp hơn rất nhiều so với mức P/E trung bình của DPR trong 4 năm kể từ tháng 2/2008 tới hiện tại. Bên cạnh đó, cổ phiếu DPR đang được giao dịch tại các mức P/B là 1,17 (tính trên BVPS năm 2011) và 0,93 (tính trên BVPS năm 2012). Đây là các mức P/B thấp hơn nhiều so với mức P/B trung bình của DPR trong 4 năm kể từ tháng 2/2008 tới hiện tại. Trên cơ sở kì vọng giá cao su tự nhiên sẽ không rút mạnh khỏi mức giá 4.000 USD/tấn và DPR tiếp tục duy trì ROE tại mức cao cũng như đòn cân nợ thấp, P/E và P/B thấp như hiện tại là một cơ hội tốt để đầu tư.

Hình 37: P/E từ 02/ 2008 tới 11/2011

P/E hiện tại của DPR gần đây đã xuống mức thấp nhất từ tháng 2/2008.

- **P/E hiện tại:** 3,4
- **Trung bình (02/2008 – 11/2011):** 8,76
- **Cao nhất (02/2008 – 11/2011):** 16,66
- **Thấp nhất (02/2008 – 11/2011):** 2,89
- **Trung bình (01/2011 – 11/2011):** 5,31
- **Cao nhất (01/2011 – 11/2011):** 8,98
- **Thấp nhất (01/2011 – 11/2011):** 2,89

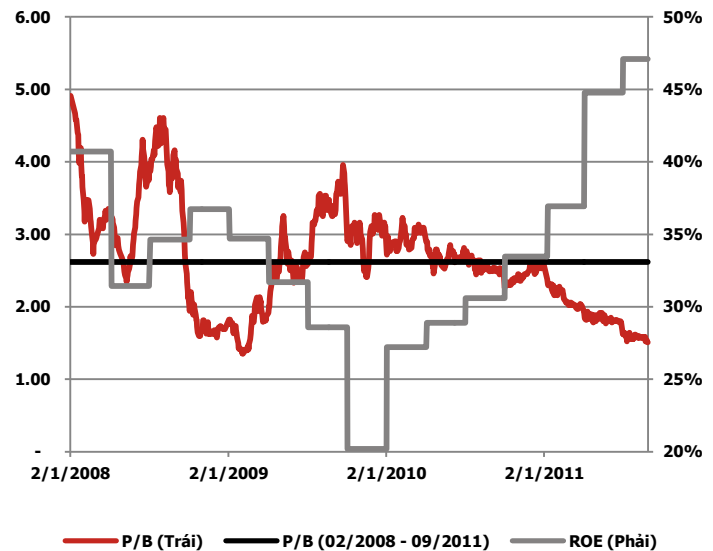


Nguồn: DPR, TLS Research

Hình 38: P/B từ 02/ 2008 tới 11/2011

P/B hiện tại của DPR gần đạt mức thấp nhất từ tháng 2/2008. P/B và ROE của DPR đang có mối tương quan nghịch theo chúng tôi là do chi phí sử dụng vốn tăng lên.

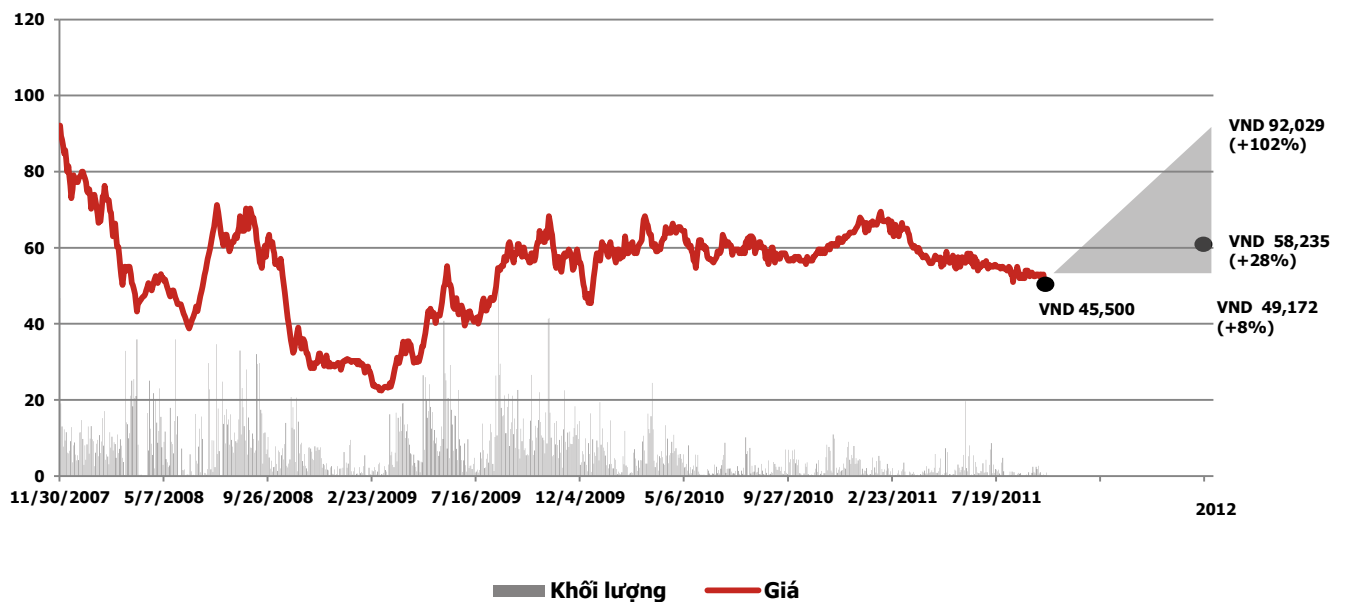
- **P/B hiện tại:** 1,17
- **Trung bình (02/2008 – 11/2011):** 2,58
- **Cao nhất (02/2008 – 11/2011):** 4,91
- **Thấp nhất (02/2008 – 11/2011):** 1,18
- **Trung bình (01/2011 – 11/2011):** 1,87
- **Cao nhất (01/2011 – 11/2011):** 2,64
- **Thấp nhất (01/2011 – 11/2011):** 1,18



Nguồn: DPR, TLS Research

Hình 39: Giá cổ phiếu DPR

P/B x 2012F BVPS 49.172 đồng



Nguồn: TLS Research

Giả định

Hình 40: Giả định

	2010	2011	2012	2013
KẾT QUẢ KINH DOANH				
1. Doanh thu				
Sản xuất cao su tự nhiên				
Sản lượng khai thác (tấn)	16.134,02	14.525,00	14.772,47	14.709,88
Sản lượng thu mua (tấn)	1.977,98	2.500,00	2.500,00	2.500,00
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	16.470,42	17.025,00	17.272,47	17.209,88
• Từ:				
○ Khai thác	14.492,42	14.525,00	14.772,47	14.709,88
○ Thu mua	1.978,00	2.500,00	2.500,00	2.500,00
• Cơ cấu (tấn):				
○ SVR L, SVR 3L		7.320,75	7.427,16	7.400,25
○ SVR CV 50, SVR CV 60		851,25	863,62	860,49
○ SVR 10, SVR 20		3.405,00	3.454,49	3.441,98
○ Mủ cao su li tâm		5.448,00	5.527,19	5.507,16
Giá bán b/q (USD/tấn):				
○ SVR L, SVR 3L		4.847,46	4.743,83	4.891,14
○ SVR CV 50, SVR CV 60		4.967,20	4.855,90	5.006,30
○ SVR 10, SVR 20		4.580,41	4.461,53	4.598,77
○ Mủ cao su li tâm		4.458,15	4.465,59	4.576,60
• Trung bình(USD)		4.675,45	4.603,94	4.737,77
• Trung bình (triệu đồng)	62,44	96,31	95,92	98,71
USD/VND		20.600,00	20.834,00	20.834,00
Doanh thu				
• Triệu USD		79,60	79,52	81,54
• Tỷ đồng	1.028,36	1.541,37	1.557,34	1.596,81
○ Sản lượng khai thác		1.315,03	1.331,94	1.364,85
○ Sản lượng thu mua		226,34	225,41	231,96
Doanh thu khác	0,06	0	0	0
Tổng doanh thu	1.028,42	1.541,37	1.557,34	1.596,81
2. Tổng chi phí sản xuất mủ cao su	505,93	695,99	711,62	723,57
Chi phí nhân công	380,04	552,31	559,41	573,24
Khấu hao	30,89	32,93	32,93	32,93
Chi phí phân bón	23,96	31,39	29,83	27,96
Tiền thuê đất	3,50	3,50	3,50	3,50
Khác	67,55	75,86	85,94	85,94
3. Giá vốn hàng bán				
Sản xuất cao su tự nhiên				
GVHB	565,31	885,36	931,46	941,81
• Khai thác		664,08	711,09	721,44
• Thu mua		221,28	220,37	220,37
GVHB/Doanh thu	54,97%	57,44%	59,81%	58,98%
• Khai thác		50,50%	53,39%	52,86%
• Thu mua		97,76%	97,76%	95,00%
GVHB khác	0,05	0	0	0
GVHB khác/ Doanh thu thuần khác	88,50%			
Tổng GVHB	565,36	885,36	931,46	941,81

Tổng GVHB/Tổng Doanh thu thuần	54,97%	57,44%	59,81%	58,98%
4. Chi phí bán hàng	12,07	18,50	18,69	19,16
<i>Chi phí bán hàng/Tổng doanh thu</i>	1,17%	1,20%	1,20%	1,20%
5. Chi phí quản lý doanh nghiệp	73,64	77,07	77,87	79,84
<i>CP QLDN/Tổng doanh thu</i>	7,16%	5,00%	5,00%	5,00%

6. Thanh lý vườn cây cao su				
Diện tích (ha)	316	192	300	300
Thu nhập	40,18	36,00	54,00	54,00
Chi phí	14,12	10,00	15,00	15,00

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

7. Vốn lưu động				
Số ngày dự trữ Hàng tồn kho	64	64	64	64
Kỳ phải thu thương mại	28	28	28	28
Tài sản lưu động khác (% Doanh thu)	2%	2%	2%	2%
Kỳ thanh toán cho nhà cung cấp	2	2	2	2
Nợ khác (% Doanh thu)	35%	35%	35%	35%
8. Đầu tư tài sản cố định	57,65	96,41	48,00	48,00
9. Tăng/giảm đầu tư tài chính dài hạn	74,07	246,65	-	-
10. Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,34	0,35	0,28	0,23
11. Cổ tức bằng tiền mặt (VND/1 cổ phiếu)	3.000	3.000	3.000	3.000

Nguồn: TLS Research

Giả định khác:

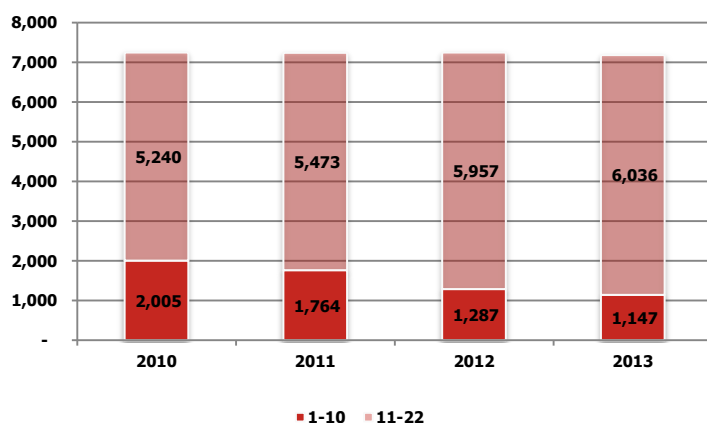
- Cơ cấu sản lượng tiêu thụ:
 - SVR L, SVR 3L: 43%
 - SVR CV 50, SVR CV 60: 5%
 - SVR 10, SVR 20: 20%
 - Mủ cao su li tâm: 32%
- Chi phí nhân công tương đương 42% doanh thu từ mủ khai thác.
- Chúng tôi dự báo giá bán cao su bình quân dựa trên những giả định về tỉ giá và dự báo giá cao su theo mô hình tương quan giữa giá cao su và giá dầu.
- Chúng tôi dự báo giá phân ure dựa trên các mô hình hồi quy giá ure và giá 1/ khí tự nhiên; 2/ giá than đá. Chúng tôi dự báo giá phân lân và phân kali trên cơ sở tương quan với giá phân ure.

Hình 41: Dự báo giá phân bón

	2010	2011	2012	2013
Giá than đá (USD/tấn)	98,97	125,00	110,00	100,00
Giá khí tự nhiên (USD/mmbtu)	8,2875	10,1500	10,0000	9,7500
Giá ure (USD/tấn)				
• Mô hình Ure – Than đá	288,59	433,48	383,40	350,02
• Mô hình Ure–Khí tự nhiên	288,59	334,72	330,31	322,96
• Trung bình	288,59	384,10	356,86	336,49
• Giá phân ure tại Trung Quốc		404,10	376,86	356,49
• Giá phân ure tại Việt Nam		387,94	361,78	342,23
Giá phân lân (USD/tấn)	123,02	155,31	143,48	134,63
Giá phân kali (USD/tấn)	331,865	344,46	319,64	301,08

Nguồn: World Bank, TLS Research

Hình 42: Cơ cấu vườn cây cao su đang khai thác của DPR theo độ tuổi (ha)



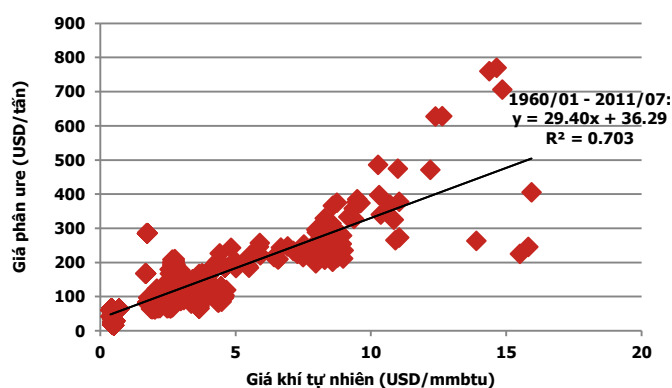
Nguồn: DPR, TLS Research

Hình 43: Định mức tiêu thụ phân bón theo tuổi cây

1-10 tuổi		kg/ha/year
Phân Ure		174,00
Phân Lân		450,00
Phân Kali		133,33
11-22 tuổi		kg/ha/year
Phân Ure		217,00
Phân Lân		500,00
Phân Kali		167,00

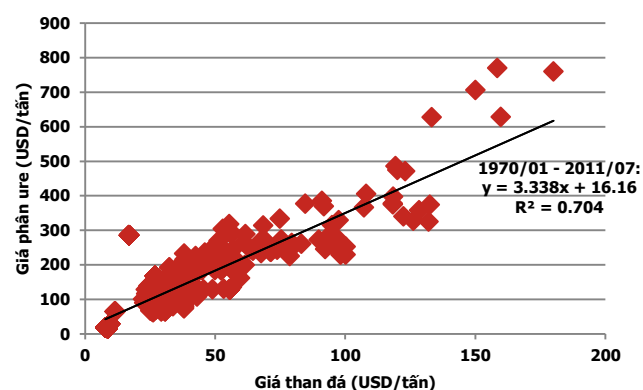
Nguồn: Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam

Hình 44: Giá phân Ure – Giá khí tự nhiên



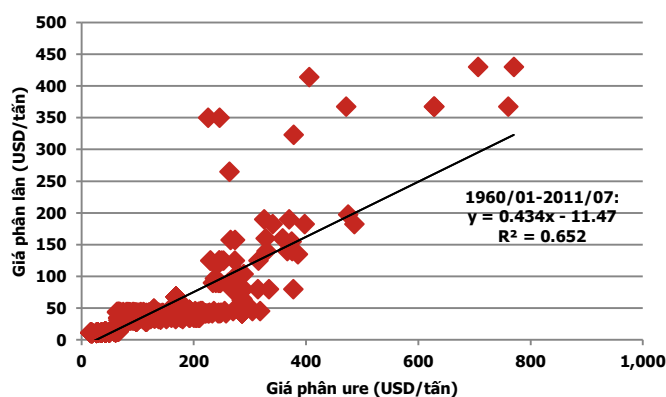
Nguồn: World Bank, TLS Research

Hình 45: Giá phân Ure – Giá than đá



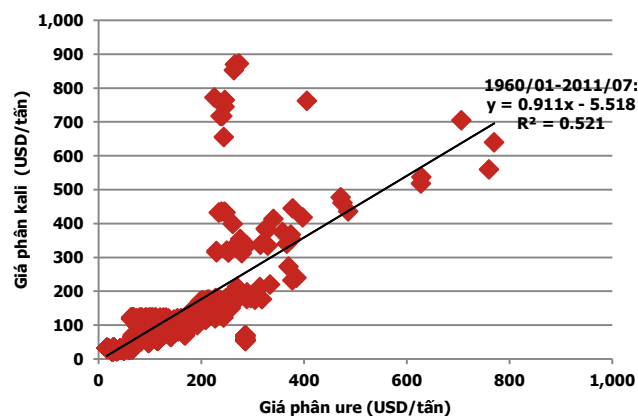
Nguồn: World Bank, TLS Research

Hình 46: Giá phân lân – Giá phân ure



Nguồn: World Bank, TLS Research

Hình 47: Giá phân kali – Giá phân ure



Nguồn: World Bank, TLS Research

RỦI RO CHÍNH

Bất ổn kinh tế vĩ mô

Do có sự tương quan thuận khá chặt chẽ giữa giá cao su tự nhiên và giá dầu, suy thoái kinh tế thế giới trước nhất sẽ làm sụt giảm giá dầu và qua đó làm giảm giá cao su tự nhiên. Hiện tại nền kinh tế thế giới đang tồn tại nhưng lo ngại về khủng hoảng nợ công tại Châu Âu, suy thoái kinh tế tại Mỹ. Ngoài ra, các nhà kinh tế học cũng lo ngại về bong bóng tài chính, lạm phát cao và nợ của các chính quyền địa phương tại Trung Quốc.

Khi kinh tế thế giới lâm vào suy thoái trong năm 2008, giá cao su tự nhiên đã giảm xuống mức 1.147 USD/tấn vào tháng 12/2008. Không lâu sau đấy, giá cao su tự nhiên đã tăng mạnh trở lại do cầu tăng mạnh tại Trung Quốc cũng như dự định cắt giảm sản lượng cung ứng cao su tự nhiên để bình ổn giá của 3 nước Thái Lan, Indonesia và Malaysia. 3 nước kì vọng giá sàn của cao su tự nhiên là 4.000 USD/tấn. Nếu giá thị trường giảm dưới 4.000 USD/tấn, cả 3 nước sẽ cắt giảm sản lượng cung với nỗ lực kích thích tăng giá.

Kinh tế thế giới tăng trưởng chậm hay suy thoái sẽ gây tác động xấu lên giá cao su tự nhiên. Nếu trường hợp suy thoái kinh tế xảy ra, chúng tôi kì vọng sự cắt giảm sản lượng cung ứng tại 3 nước chiếm 66,5% tổng sản lượng cao su tự nhiên của thế giới là Thái Lan, Indonesia và Malaysia để ổn định giá cao su tự nhiên tại mức 4.000 USD/tấn, thấp hơn 15,58% so với mức giá chúng tôi kì vọng cho năm 2012.

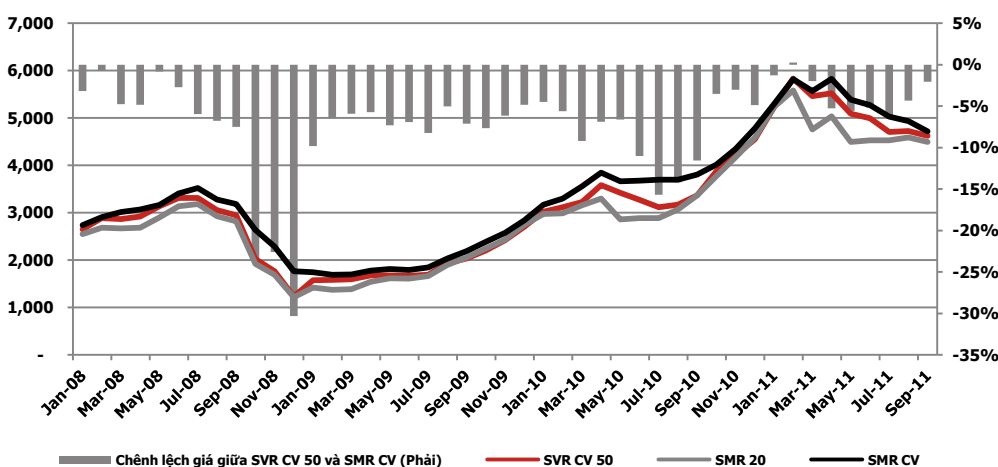
Mức giá sàn 4.000 USD/tấn được kì vọng sẽ nhận được sự hỗ trợ từ: 1/ ngành công nghiệp sản xuất lốp xe ít phụ thuộc và ngành công nghiệp lắp ráp ô tô; 2/ nhu cầu tăng mạnh từ Trung Quốc, quốc gia có tỉ lệ sở hữu xe tương đối thấp đồng thời đang chuyển hướng nền kinh tế từ xuất khẩu sang tiêu dùng trong nước.

Cao su tự nhiên Việt Nam được nhận biết là có chất lượng thấp

Mủ cao su tự nhiên của Việt Nam được xem là có chất lượng thấp hơn so với mủ của Thái Lan, Indonesia và Malaysia vì thế giá bán thường thấp hơn 5-7%. Thực tế, mủ cao su tự nhiên của các thành viên thuộc Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam có chất lượng cao nhưng những sản phẩm chất lượng thấp từ tiểu điền đã làm giảm chất lượng chung của mủ cao su tự nhiên từ Việt Nam.

Hình 48: Giá cao su tự nhiên Việt Nam và Malaysia

SVR CV 50 là loại mủ cao su tự nhiên của Việt Nam có giá bán cao nhất nhưng vẫn thường xuyên thấp hơn giá mủ SMR CV của Malaysia dù 2 loại mủ này có cùng chất lượng.



Nguồn: Hiệp hội cao su Việt Nam, Malaysian Rubber Board

Trong điều kiện nhu cầu cao su tự nhiên ở mức cao như hiện tại sẽ không có nhiều lo ngại về sự cạnh tranh giữa các nhà cung cấp cũng như quan tâm nhiều đến chất lượng của người

mua. Nếu nhu cầu cao su tự nhiên giảm sẽ xuất hiện những so sánh từ người mua về chất lượng mủ cao su và có thể dẫn đến giảm nhu cầu với mủ cao su tự nhiên từ Việt Nam.

Thuế xuất khẩu mủ cao su tự nhiên bị tăng lên

Bộ Tài Chính Việt Nam gần đây đã nâng mức thuế suất thuế xuất khẩu mủ cao su tự nhiên lên mức 3%. Điều này có thể làm giảm ưu thế cạnh tranh của mủ cao su tự nhiên từ Việt Nam.

Rủi ro sụt giảm doanh thu do giá cao su tự nhiên giảm đang tăng

Mặc dù sản lượng tiêu thụ xuyên biên động, doanh thu và giá bán bình quân của công ty cùng tăng hoặc cùng giảm (Hình 27). Do tăng trưởng doanh thu phụ thuộc vào giá bán nên gặp rủi ro sụt giảm khi mà giá cao su tự nhiên đã tăng rất mạnh kể từ tháng 1/2009. Giá cao su tự nhiên một khi đã tăng từ 1.227 USD/tấn lên 5.835 USD/tấn hoàn toàn có thể giảm lại mức giá 1.227 USD/tấn. Hiện tại xác suất giá cao su tự nhiên đi ngang hoặc giảm cao hơn hẳn so với xác suất tăng giá. Tuy vậy do đã có nhiều thay đổi trong Cung – Cầu, chúng tôi không cho rằng giá cao su tự nhiên sẽ giảm quá mạnh và kì vọng giá sẽ duy trì trên 4.000 USD/tấn.

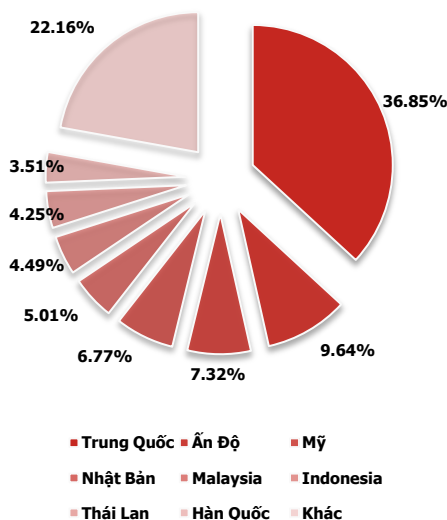
Khi giá bán giảm, công ty để duy trì tăng trưởng doanh thu cần phải tăng sản lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ hiện tại của công ty bị giới hạn trong sản lượng khai thác từ vườn cây cao su tại tỉnh Bình Phước. Hiện tại, công ty đang thực hiện đầu tư ba dự án mở rộng diện tích cao su lớn nhất tại tỉnh Kratie thuộc Campuchia, tỉnh Daknông và tại Snuol, tỉnh Kratie, Campuchia. Dự án trồng 6.000 ha cây cao su tại Kratie được thực hiện thông qua Công ty cổ phần cao su Đồng Phú- Kratie có triển vọng tốt nhất khi có thể bắt đầu đi vào khai thác từ năm 2014 nhưng DPR chỉ nắm 40% cổ phần tại công ty này. Trong khi đó dự án tại tỉnh Daknông gặp khó khăn trong việc thu hồi đất và dự án tại Snuol vẫn chưa triển khai trồng. Ngoài ra, công ty chỉ có nắm giữ khoảng 10% tại các dự án khác. Do chúng tôi không kì vọng có sự tăng trưởng mạnh trong sản lượng tiêu thụ trong vài năm tới, chúng tôi lo ngại về khả năng sụt giảm doanh thu của DPR.

Phụ thuộc nhiều vào nhu cầu cao su tự nhiên của Trung Quốc và Hàn Quốc

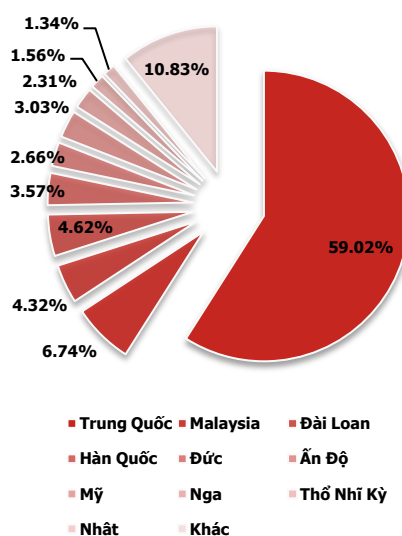
Hình 49: Thị trường xuất khẩu của DPR

8 nước tiêu thụ nhiều nhất cao su tự nhiên chiếm hơn 77,84% tổng tiêu thụ. Trong đó, Trung Quốc chiếm hơn 36,85% tổng tiêu thụ của thế giới. Trung Quốc cũng chiếm xấp xỉ 60% sản lượng cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. DPR cũng khá phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc tuy vậy thị trường xuất khẩu chính của DPR là Hàn Quốc, quốc gia chiếm xấp xỉ 44% tổng giá trị cao su tự nhiên xuất khẩu của công ty.

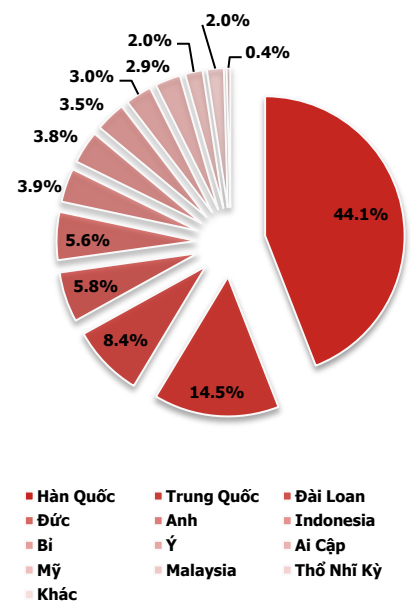
Cơ cấu tiêu thụ cao su tự nhiên của thế giới



Thị trường xuất khẩu cao su của Việt Nam



Thị trường xuất khẩu của DPR

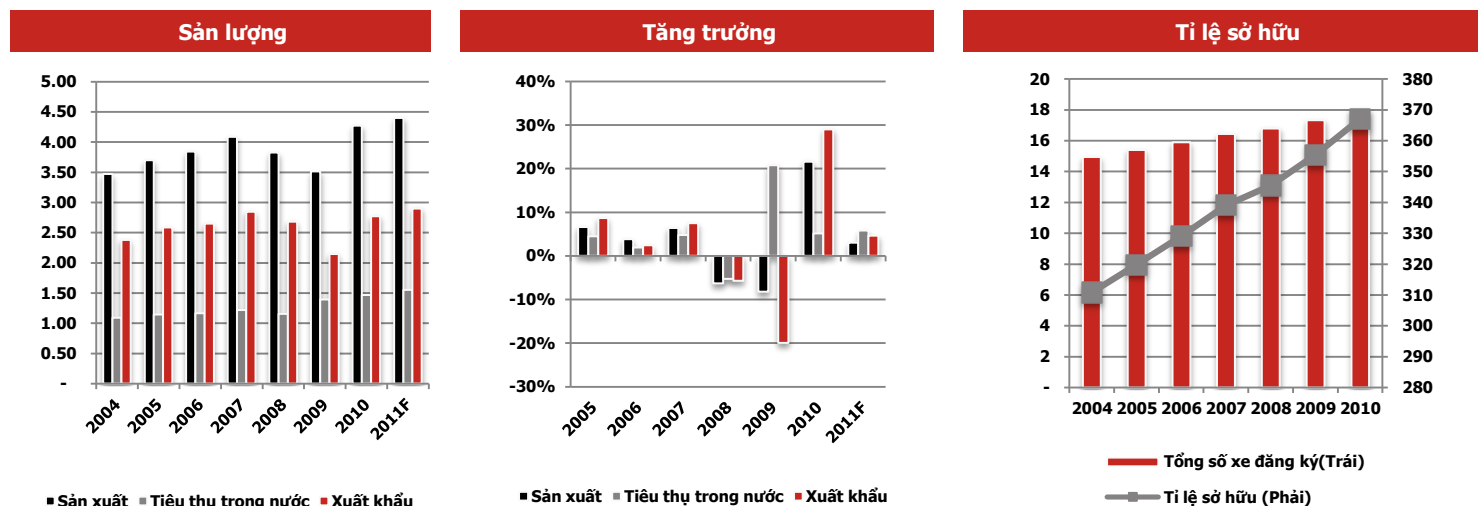


Nguồn: Vietnam Customs, Ministry of Agriculture and Rural Development of Vietnam, IRSG

Thị trường xuất khẩu lớn nhất của DPR là Hàn Quốc chứ không phải là Trung Quốc. Mặc dù Trung Quốc chỉ chiếm 14,5% tổng giá trị xuất khẩu của DPR, ban lãnh đạo của DPR ước tính rằng 30% tổng sản lượng tiêu thụ của DPR có đích đến là Trung Quốc. Ngoài 14,5% xuất khẩu trực tiếp, 15,5% còn lại xuất khẩu qua Trung Quốc thông qua các công ty thương mại trong nước. Do DPR phụ thuộc quá lớn vào 2 thị trường là Trung Quốc và Hàn Quốc, công ty gặp rủi ro sụt giảm đầu ra khi 2 nền kinh tế này bị suy thoái hay tăng trưởng chậm lại.

Hình 50: Ngành công nghiệp ô tô Hàn Quốc

Hàn Quốc có tỉ lệ sở hữu xe khá cao với 367 xe trên 1.000 người.



Nguồn: Korea Automobile Manufacturers Association

Hàn Quốc có tỉ lệ sở hữu xe ô tô khá cao với gần 367 xe trên 1.000 người. Số lượng xe đang sử dụng của Hàn Quốc hầu như không đổi trong các năm qua và hơn 65% số xe được sản xuất ra phục vụ cho xuất khẩu. Ngành công nghiệp ô tô của Hàn Quốc không giống như của Trung Quốc khi mà 97% số xe được sản xuất ra tại Trung Quốc được tiêu thụ nội địa và chỉ có khoảng 3% số xe được sản xuất ra phục vụ cho xuất khẩu.

Do ngành công nghiệp ô tô Trung Quốc chỉ phục vụ chủ yếu cho nhu cầu nội địa và tỉ lệ sở hữu xe tại Trung Quốc rất thấp, triển vọng ngành ít phụ thuộc vào tình hình kinh tế thế giới. Trong khi đó, ngành công nghiệp ô tô của Hàn Quốc chủ yếu phục vụ xuất khẩu nên bị ảnh hưởng nhiều của kinh tế thế giới. Ngoài ra, thị trường xuất khẩu chủ yếu của Hàn Quốc không phải là Trung Quốc, sản lượng sản xuất và tiêu thụ xe của Hàn Quốc sẽ sụt giảm mạnh khi kinh tế thế giới suy thoái mà không có các chính sách kích cầu tiêu thụ trong nước. Vì vậy, sự suy thoái của ngành công nghiệp ô tô tại Hàn Quốc sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên của quốc gia này. Tuy vậy theo chúng tôi sự sụt giảm trong nhu cầu tiêu thụ không nghiêm trọng do nhu cầu lốp xe tại Hàn Quốc trong đó nhu cầu nội địa cho lốp xe với mục đích thay thế chiếm 70% ít phụ thuộc vào ngành công nghiệp ô tô.

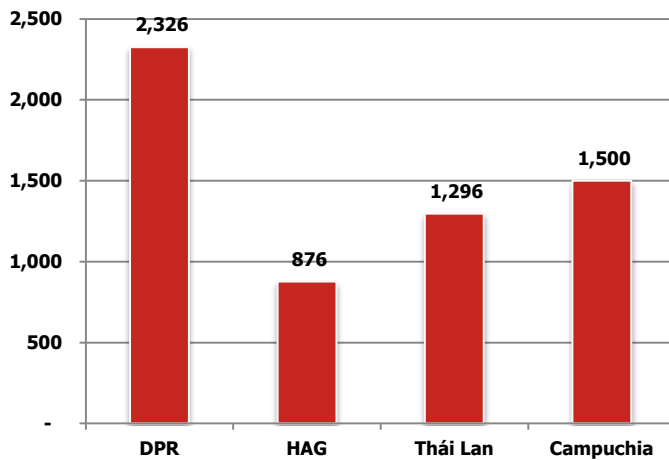
Chi phí sản xuất cao

Theo chính sách của Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam, chi phí nhân công chiếm khoảng 42% trong tổng doanh thu của mủ cao su khai thác. Do DPR là một công ty thành viên của Tập đoàn nên công ty tuân theo chính sách trên. Và chính sách này không có hiệu lực với các công ty ngoài Tập đoàn.

Do chi phí nhân công của DPR đồng biến với giá cao su tự nhiên nên cao hơn so với của các công ty khác có chi phí nhân công cố định. Chi phí sản xuất cao khiến cho DPR gặp rủi ro trong cạnh tranh khi giá cao su tự nhiên giảm. Ngoài ra, khi mà giá phân bón tăng mạnh trong thời gian qua khi mà nhu cầu thực phẩm thế giới tăng mạnh đã đẩy chi phí của DPR lên mức cao và giảm các mức biên lợi nhuận của công ty.

Hình 51: Chi phí sản xuất

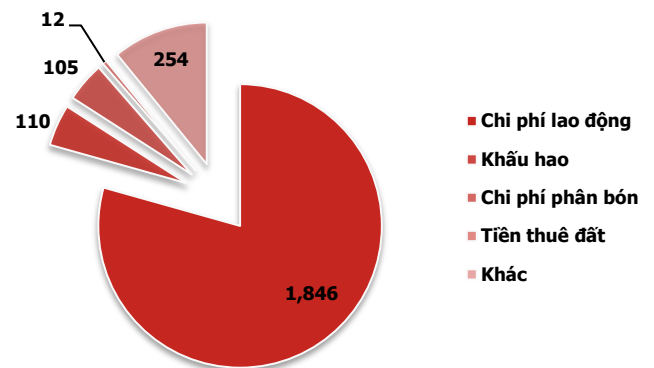
Chi phí sản xuất của DPR cao hơn so với một số công ty và đồng biến với giá cao su tự nhiên trong khi của một số công ty khác là cố định.



Nguồn: DPR, HAG, TLS Research

Hình 52: Chi phí sản xuất năm 2011 của DPR tại giá bán bình quân 4.675 USD/tấn

Chi phí lao động chiếm gần 80% tổng chi phí sản xuất.



Nguồn: TLS Research

Rủi ro của các hoạt động kinh doanh khác – Khu công nghiệp, sản xuất nệm

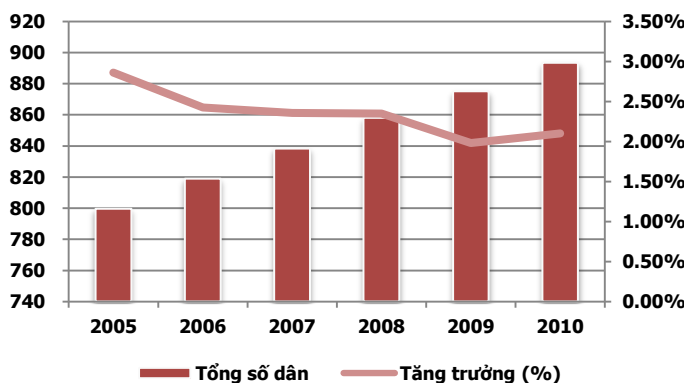
DPR hiện đang sở hữu 51% vốn cổ phần tại Công ty cổ phần Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú và 51% tại Công ty cổ phần cao su kỹ thuật Đồng Phú. Trong khi Công ty cổ phần Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú kinh doanh cho thuê cơ sở hạ tầng khu công nghiệp thì Công ty cổ phần cao su kỹ thuật Đồng Phú sản xuất nệm cao su, gối,...

Tỉnh Bình Phước hiện tại có 8 khu công nghiệp với tổng diện tích 5.224 ha trong đó Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú có diện tích 200 ha. Đồng Phú đã đầu tư 51 tỷ tại Công ty cổ phần Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú qua đó nắm giữ 51% vốn. Tình hình kinh doanh của Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú không khả quan khi mới chỉ có 20 ha được thuê bởi 5 công ty. Khu công nghiệp này có những bất lợi như 1/ nằm ở xa thành phố Hồ Chí Minh, sân bay, cảng biển và cơ sở hạ tầng kém phát triển; 2/ thiếu hụt lao động đặc biệt là các chuyên gia, kỹ sư. Do kinh tế Việt Nam đang trong giai đoạn khó khăn, dư thừa cung các khu công nghiệp và những bất lợi của riêng khu công nghiệp, DPR gặp rất nhiều khó khăn trong việc kinh doanh khu công nghiệp và như thế việc đầu tư tại đây có thể làm lãng phí vốn của DPR.

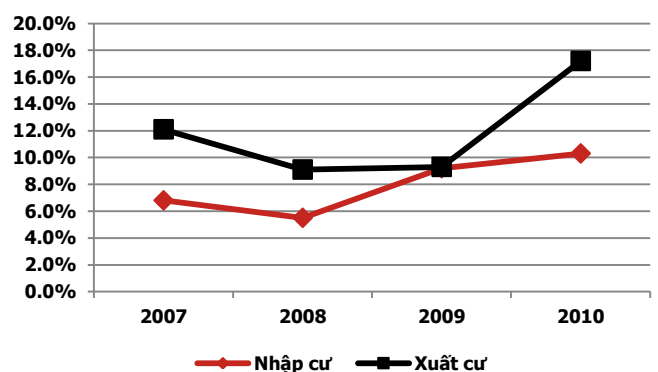
Hình 53: Dân số tỉnh Bình Phước

Dân số tỉnh Bình Phước tăng trưởng khá chậm với chỉ 2%/năm trong khi tỉnh Bình Dương là 7%/năm. Ngoài ra, tốc độ gia tăng của người xuất cư khỏi tỉnh ngày càng tăng và có thể dẫn đến sự sụt giảm nguồn lao động. Đây là dấu hiệu xấu cho khu công nghiệp.

Dân số



Tăng trưởng dân số nhập cư và xuất cư



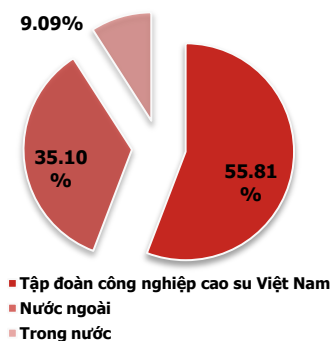
Nguồn: Tổng cục Thống kê Việt Nam

Rủi ro chính của hoạt động sản xuất nệm cao su là thương hiệu chưa phổ biến. Do vấn đề thương hiệu, DPR phải cạnh tranh bằng giá thấp trong điều kiện giá mủ cao su li tâm ở mức cao gây ra rủi ro. Hoạt động kinh doanh này có thể làm lãng phí vốn của DPR.

MÔ HÌNH KINH DOANH

Tổng quan công ty

Cơ cấu cổ đông

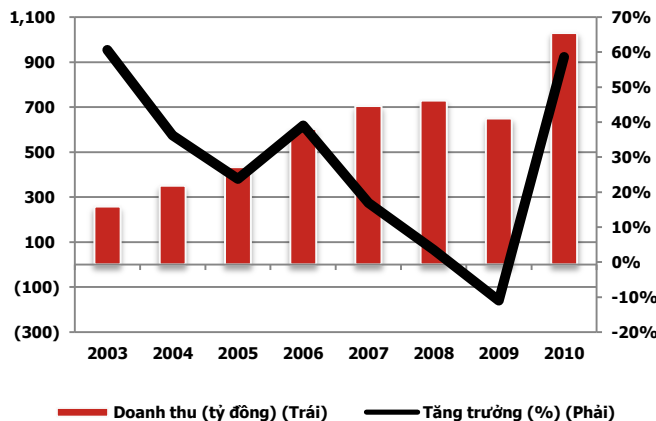


Công ty cổ phần cao su Đồng Phú là một thành viên của Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam. Tiền thân của công ty là đồn điền cao su Phú Riềng thuộc Pháp, từ ngày 21/05/1981 chuyển thành Công ty cao su Đồng Phú. Từ ngày 28/12/2006, công ty chính thức chuyển thành công ty cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 400 tỷ. Công ty chính thức niêm yết cổ phiếu trên Sở giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh từ ngày 30/11/2007 với giá khởi lệnh lần đầu là 99.000 đồng/cổ phiếu.

Các hoạt động kinh doanh chính của công ty bao gồm: (1) trồng, khai thác mủ cao su tự nhiên và chế biến mủ cao su thành phẩm (SVR, latex); (2) kinh doanh khu công nghiệp, khu dân cư và (3) sản xuất gỗ, nệm cao su. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của công ty là trồng, khai thác mủ cao su tự nhiên và chế biến mủ cao su thành phẩm (SVR, latex).

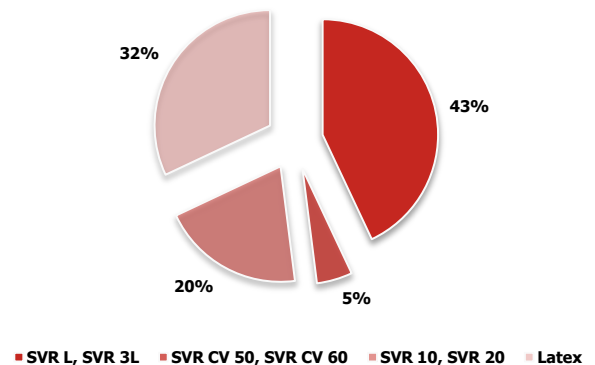
Hiện tại, DPR đang có diện tích trồng cao su vào khoảng 9.562 ha trong đó 7.236,82 ha đang được khai thác. Năng suất bình quân năm 2011 của công ty vào khoảng 2,01 tấn/ha.

Hình 54: Doanh thu



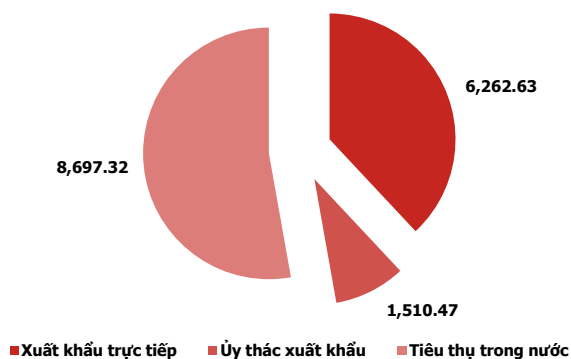
Nguồn: DPR, TLS Research

Hình 55: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ



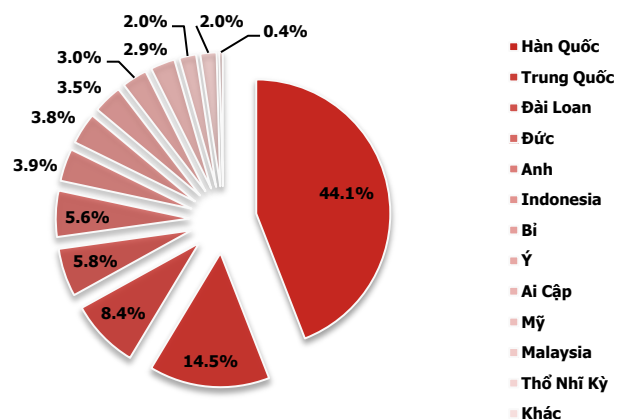
Nguồn: DPR

Hình 56: Cơ cấu thị trường tiêu thụ của DPR (tấn)



Nguồn: DPR, TLS Research

Hình 57: Thị trường xuất khẩu



Nguồn: Hải quan Việt Nam

Hình 58: Danh mục đầu tư dài hạn của DPR

Công ty	VĐL	Giá trị đầu tư của DPR	% DPR	Đầu tư năm 2010	Tổng	Đầu tư năm 2011	Tổng	Ghi chú
CTCP Cao su Đồng Phú – Kratié (Campuchia)	500	200	40%	52.91	128	97.25	225.25	<ul style="list-style-type: none"> Được cấp 8.000 ha, diện tích trồng cao su khoảng 6.000 ha, công ty đã trồng: 70 ha (2008), 1.100 ha (2009), 2.130 ha (2010) và dự kiến 2.500 ha (2011) và 200 ha (2012). Cơ cấu góp vốn: DPR (40%), VRG (30%), Tổng công ty xi măng (30%). Tổng giá trị đầu tư khoảng 1.000 tỷ, trong đó 50% vay của Ngân hàng Phát triển với lãi suất ưu đãi, thời hạn trên 10 năm, ân hạn 4 năm.
CTCP cao su Đồng Phú-DakNông	120	108	90%	13.41	79.75	20	99.75	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu góp vốn: DPR (90%), Công nhân viên (10%). Thu hồi đất gặp khó khăn, dự kiến chỉ thu hồi được 1.400 ha và trồng 904 ha diện tích cao su. Từ 2007 – 2010, công ty đã trồng được 40 ha. Dự kiến liên doanh với một số đơn vị lân cận để mở rộng diện tích.
Cty TNHH Đồng Phú - Snuol (Campuchia)	1,200	1,200	100%	-	-	130	130	<ul style="list-style-type: none"> Công ty kì vọng sẽ nhận đất và giấy phép đầu tư trong năm 2011.
CTCP Cao su Sa Thầy (tỉnh Kontum)	200	20	10%	10.8	18	9.4	27.4	<ul style="list-style-type: none"> Quy mô 10.000 ha trồng cao su.
CTCP Cao su Dầu Tiếng - Lào Cai	100	10	10%	-	-	10	10	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu góp vốn: Cao su Dầu Tiếng(70%), DPR (10%), TRC (15%). Dự kiến 10.000 ha, đang nghiên cứu giống cây. Chưa triển khai trồng.Kế hoạch là 2011 trồng 1.000 ha, và hoàn thành 10.000 ha trong 4 năm.
CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú (Dorufoam)	110	55.99	51%	16.6	52.6	0	52.6	<ul style="list-style-type: none"> Dự kiến nếu hoạt động hết công suất sẽ tiêu thụ khoảng 4.000 tấn mù latex/năm của DPR. Hiện tại, chủ trương của DPR là sản xuất cầm chừng để bán giới thiệu, tạo dựng thương hiệu và thị trường.Dự kiến lấy thương hiệu Đồng Phú thay cho Dorufoam. Dự kiến sẽ tiêu thụ 100 – 200 tấn mù latex trong năm 2011.Nguồn cung cấp là DPR với giá thị trường.
CTCP đầu tư KCN Bắc Đồng Phú	100	51	51%	9.21	20.4	10.2	30.6	<ul style="list-style-type: none"> Nằm trong diện tích đất trồng cao su 1.100 ha của công ty bị tình thu hồi (đền bù cho công ty bằng Nông trường Tân Hưng 1.300 ha). Cơ cấu góp vốn: DPR (51%), KCN Nam Tân Uyên (40%), Khắc (9%). Diện tích Khu công nghiệp vào khoảng 186 ha, diện tích kinh doanh vào khoảng 60%.Giá cho thuê từ 17-19 USD/m2/50 năm, rẻ so với các khu công nghiệp khác (30 USD/m2/50 năm). Tuy nhiên vẫn đề lo ngại là lực lượng lao động. Năm 2010 cho thuê được 6 ha, dự kiến đến 2011 sẽ cho thuê được 15 haviết một đối tác nước ngoài sản xuất giấy.Kì vọng 3-5 năm nữa sẽ lấp đầy được 80%. Khu dân cư: đã bán được 40% diện tích đất nền tương đương 400 nền hay 37 ha cho nhân viên theo hình thức hợp đồng góp vốn.
CTCP TMDVDL Cao su	426	23	5%	6.3	21.3	15	36.3	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu góp vốn: DPR (5%), TRC (4%). Kinh doanh xuất nhập khẩu cao su và các loại nông – lâm – thủy – hải sản, đặc biệt là thực hiện các dự án xây dựng khách sạn và khu du lịch, kinh doanh dịch vụ lữ hành quốc tế và nội địa. 2 dự án lớn đang triển khai: khách sạn trung tâm thương mại VRG tại Móng Cái và Khu du lịch sinh thái Hàm Rồng tại Sapa.
CTCP Gổ Thuận An				-	7.14			<ul style="list-style-type: none"> 502.941 cổ phiếu
Quý đầu tư tăng trưởng Việt Long					30.45			<ul style="list-style-type: none"> 3.000.000 chứng chỉ quỹ
Cty CP Khu Công nghiệp Hồ Nai					0.9476			<ul style="list-style-type: none"> 9.200 cổ phiếu
Cty TNHH XD – KD-CSHT Cao su Việt Nam (DT 741)	269	43.493	16%	-	43.493	-	43.493	<ul style="list-style-type: none"> Cơ cấu góp vốn: PHR (29,04%), DPR (16%), TRC (10%) Đầu tư các dự án giao thông và xây dựng theo phương thức BOT và các ngành dịch vụ khác.
Cty CP thể thao cao su Phú Riêng					1.5			
Góp vốn hợp tác kinh doanh					39.83			

Nguồn: DPR

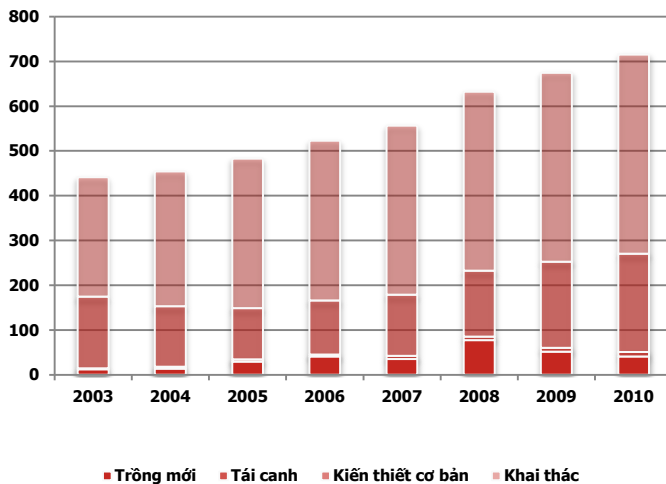
Ngành cao su tự nhiên Việt Nam

Vào thời điểm cuối năm 2010, tổng diện tích trồng cao su của Việt Nam vào khoảng 715.000 ha trong đó có 445.000 ha đang khai thác. Tổng sản lượng khai thác của Việt Nam là 750.000 tấn với năng suất khai thác bình quân là 1.685 kg/ 1 ha diện tích khai thác.

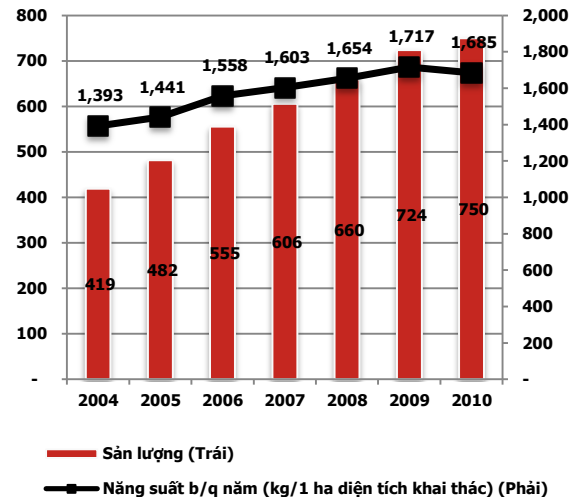
Hình 59: Ngành cao su tự nhiên Việt Nam

Trong 6 năm từ năm 2004 tới năm 2010, diện tích cao su khai thác của Việt Nam tăng 48% trong khi sản lượng khai thác tăng 79%. Điều này cho thấy năng suất khai thác bình quân năm đã được nâng lên. Năm 2010, sản lượng khai thác đã giảm so với năm 2009 do tỉ trọng diện tích vào độ tuổi có năng suất khai thác cao giảm và tỉ trọng diện tích vào độ tuổi có năng suất khai thác thấp nhất tăng lên.

Diện tích trồng cao su của Việt Nam (1.000 ha)



Sản lượng khai thác và Năng suất bình quân

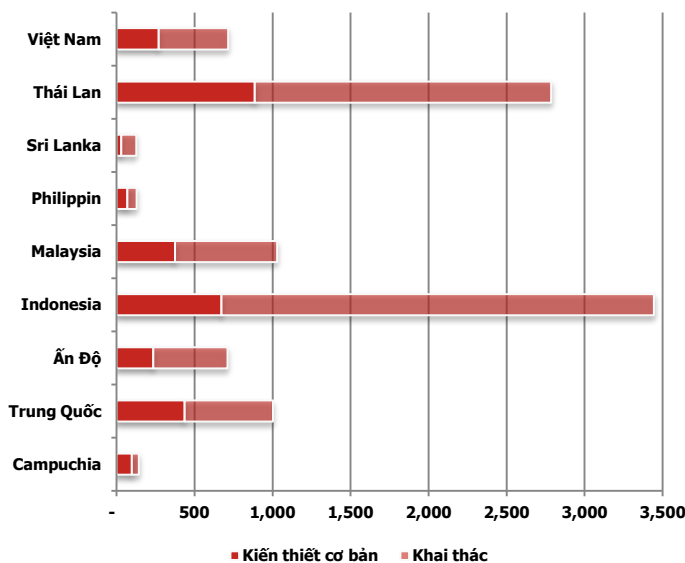


Nguồn: ANRPC

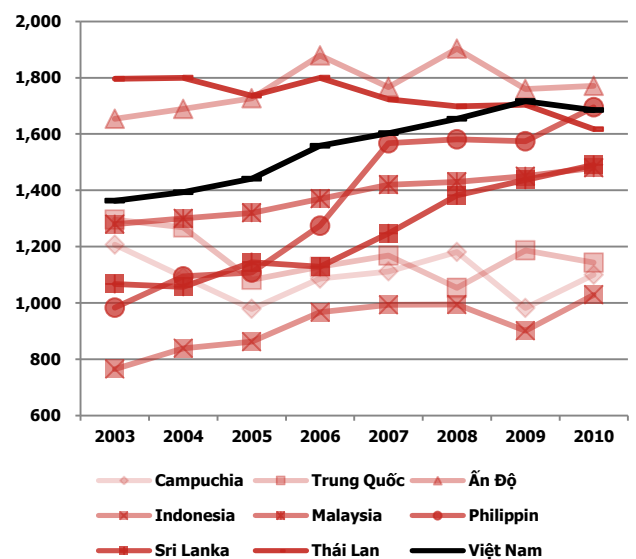
Hình 60: Diện tích trồng cao su và Năng suất bình quân năm của các thành viên ANRPC

Trong 9 thành viên, diện tích trồng cao su của Việt Nam chỉ đứng thứ 6 nhưng năng suất luôn nằm trong 3 nước đứng đầu.

Diện tích trồng cao su năm 2010 (1.000 ha)



Năng suất b/q năm (kg/1 ha diện tích khai thác)

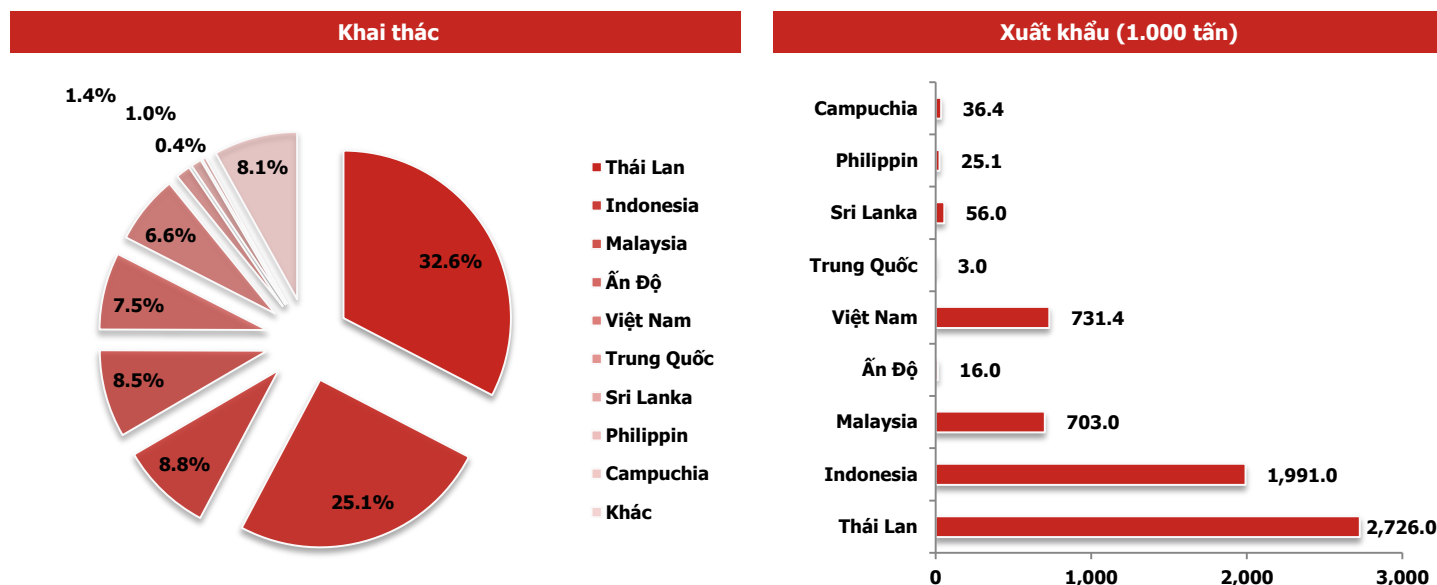


Nguồn: ANRPC

Với điều kiện tự nhiên thuận lợi, Việt Nam là quốc gia đứng thứ 5 về sản lượng cao su tự nhiên khai thác và đứng thứ 3 về xuất khẩu.

Hình 61: Các quốc gia sản xuất và xuất khẩu cao su tự nhiên trên thế giới

Việt Nam là quốc gia đứng thứ 5 về sản lượng cao su tự nhiên khai thác và đứng thứ 3 về xuất khẩu.

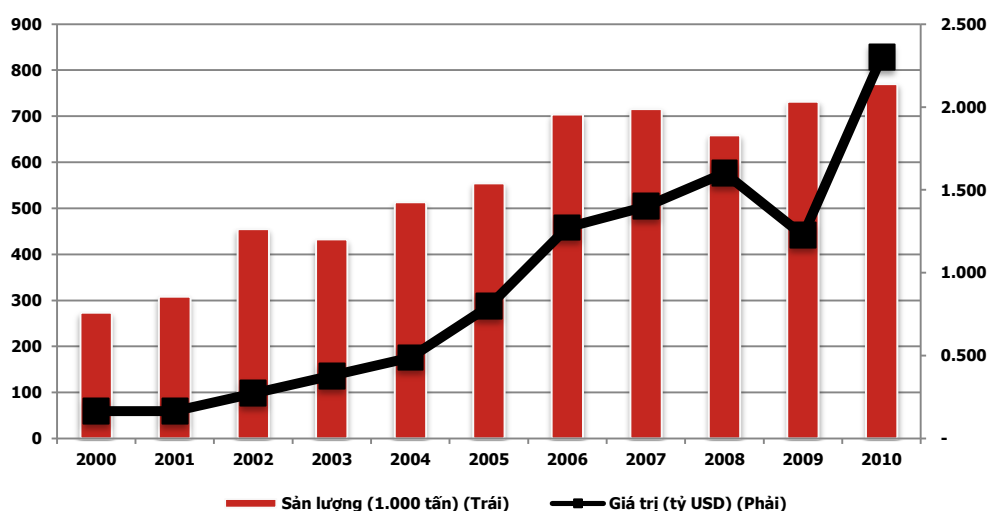


Nguồn: ANRPC, IRSG

Việt Nam đã xuất khẩu gần 770 ngàn tấn mủ cao su tự nhiên trị giá tương đương 2,3 tỷ USD trong năm 2010. Như vậy trong vòng 10 năm từ năm 2000 đến năm 2010, cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam đã tăng 2,82 lần về sản lượng và 13,85 lần về giá trị. Tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của sản lượng và giá trị cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam lần lượt là 10,91% và 30,06%. Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Trung Quốc - quốc gia có nhu cầu cao su tự nhiên tăng rất mạnh từ tăng trưởng kinh tế.

Hình 62: Sản lượng và giá trị cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam

Tốc độ tăng trưởng bình quân năm (CAGR) của sản lượng và giá trị cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam lần lượt là 10,91% và 30,06%.



Nguồn: Hiệp hội cao su tự nhiên Việt Nam, ANRPC

XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long ("TLS") và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

SẢN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. TLS phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

KHOẺ NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)



Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với hơn 400 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam.

Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB, Đà Nẵng bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB CapNTLI. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

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

VĂN PHÒNG

Trụ sở Công ty: Tòa nhà Thăng Long, 98 Ngụy Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** www.tls.vn

Chi nhánh Hồ Chí Minh: Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

Trụ sở Phân tích: Tầng 7, tòa nhà Thăng Long, 98 Ngụy Như Kon Tum, Thanh Xuân, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: research@tls.vn

QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. TLS 2000-2011, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.