Công ty Cổ phần Đầu tư Cao su Đắk Lắk (DRI)

Ngày 03 tháng 11 năm 2017

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: **MUA**

Giá hiện tại	(3/11/2017)	11.200 đồng
Giá trị dài hạn		**TT định giá thấp**
Giá mục tiêu:		14.600 đồng

Mã Bloomberg:	**DRI VN**	Sàn: Upcom
Ngành:		Cao su
Cao/thấp nhất 52 tuần		8.000 đ / 14.600 đ
Số lượng cổ phiếu		73.200.000
Vốn hóa (Tỷ đồng)		820
SLCP tự do chuyển nhượng		73.200.000

	EPS (Đồng)
2018 VPBS dự báo	2.049
2017 VPBS dự báo	1.614
2016	295
2015	(20)

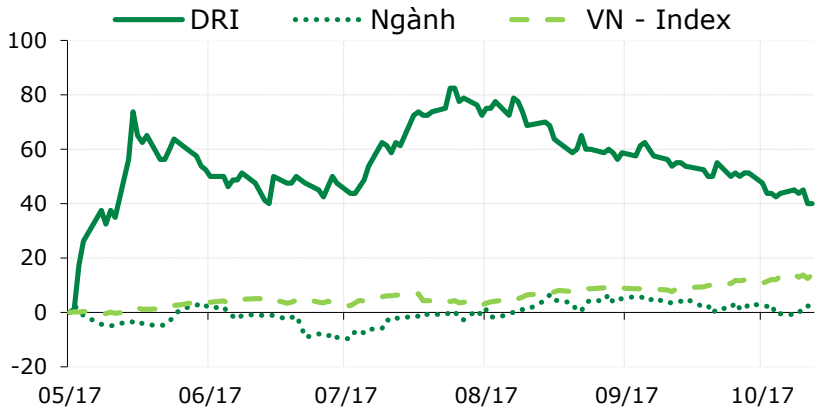
	2016	2017F	2018F
	Tỷ đồng	Tỷ đồng	Tỷ đồng
Doanh thu	401	579	633
Lợi nhuận ròng	22	118	150

Chỉ số trượt 12T	DRI	Cùng ngành	VNI
P/E	5,6	8,6	16,4
P/B	0,9	0,8	2,4
EV/EBITDA	5,2	12,6	12,4
Nợ vay/ VCSH	0,6	0,3	1,1
Biên LN ròng	25,1%	22,5%	9,3%
ROA	10,0%	4,7%	2,4%
ROE	16,7%	7,4%	15,0%

Giới thiệu công ty:

Công ty Cổ phần Đầu tư Cao su Đắk Lắk có hoạt động chính là trồng, khai thác và sản xuất cao su, thông qua công ty con sở hữu 100% là Công ty TNHH MTV Cao su Dak Lak (DAKLAORUCO) tại Lào. Công ty đã niêm yết cổ phiếu tại sàn Upcom vào ngày 23/05/2017 với mã chứng khoán DRI.

Kết quả kinh doanh 9T 2017: Doanh thu đạt 411 tỷ đồng (+ 65% theo năm); Lợi nhuận sau thuế đạt 96 tỷ đồng (cùng kỳ năm trước lỗ).
VPBS dự phóng năm 2017: Doanh thu ở mức 579 tỷ đồng (+ 45% theo năm); lợi nhuận sau thuế ở mức 118 tỷ đồng (+ 445% theo năm).



Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu của DRI với giá mục tiêu **14.600** đồng/cổ phiếu, tương đương tiềm năng tăng trưởng 30% với những luận điểm sau:

- **Kết quả hoạt động kinh doanh 9T/2017 tăng trưởng tốt,** DRI ghi nhận doanh thu 411 tỷ đồng, tăng 65% so với cùng kỳ năm trước, lợi nhuận sau thuế đạt 96 tỷ đồng, so với mức lỗ 28 tỷ đồng cùng kỳ năm trước.
- **So với các doanh nghiệp lớn cùng ngành**, DRI có quy mô về diện tích vườn cây và vốn điều lệ lớn thứ 2, cùng với đó là **cơ cấu vườn cây năng suất cao** và trong độ tuổi nhóm I – **tăng trưởng mạnh về năng suất** thu hoạch trong các năm tới. Ngoài ra, việc sản xuất tại Lào giúp **công ty có giá thành sản xuất ở mức tương đối thấp**.
- **Vượt qua thời kỳ khó khăn nhất:** công ty chỉ vừa bắt đầu có lãi trong năm 2016 sau thời kỳ giá cao su thiên nhiên giảm mạnh giai đoạn 2012-2016. Ngoài ra DRI cũng đã thanh lý vườn cà phê không hiệu quả trong 2016, xử lý các khoản tồn đọng trên báo cáo tài chính làm giảm lợi nhuận bất thường trong Q3/2017, do vậy **thời gian tới DRI có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong kết quả kinh doanh**.
- **Kế hoạch thoái vốn nhà nước:** Theo kế hoạch công ty mẹ Dakruco sẽ thoái vốn tại DRI về mức 51% trong 2018 và sau đó dưới 50% vào năm 2019. Việc thoái vốn được kỳ vọng sẽ mang lại những tác động tích cực tới giá cổ phiếu.
- **VPBS dự phóng doanh thu năm 2017** đạt 579 tỷ đồng (+45%), lợi nhuận sau thuế đạt 118 tỷ đồng (+445%), tương đương EPS đạt 1.614 đồng /cổ phiếu. **Cho năm 2018, từ việc vườn cây trồng tiếp tục có năng suất cao hơn và diện tích khai thác lớn hơn,** VPBS dự phóng doanh thu đạt 633 tỷ đồng, (+ 9%) và lợi nhuận ròng đạt 150 tỷ đồng, (+ 27%), theo đó EPS cho năm 2018 đạt 2.049 đồng / cổ phiếu (+27%).
- **Cổ phiếu DRI đang giao dịch ở mức P/E và EV/EBITDA dự phóng 2017** lần lượt là 6,94 và 5,52, thấp hơn nhiều so với P/E và EV/EBITDA chung của ngành là 8,6 và 12,6, và của thị trường Việt Nam lần lượt là 16,4 và 12,4.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo

THỊ TRƯỜNG CAO SU THIÊN NHIÊN

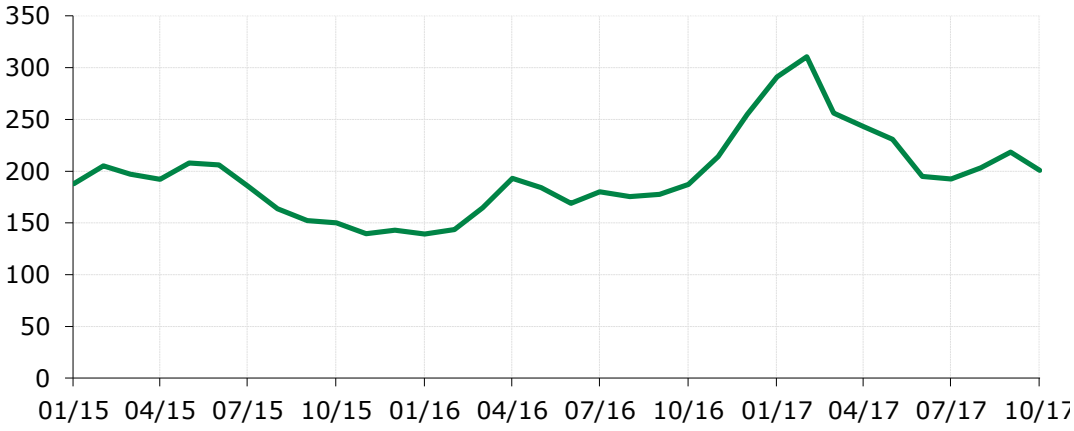
Diễn biến giá cao su

Giá cao su sau khi tăng mạnh vào Q1/2017 do các biến động về đầu cơ và tình hình giảm cung, đã giảm trong Q2, tuy nhiên tăng nhẹ trở lại trong cuối quý 2/2017.

Hội nghị Cao su Toàn cầu diễn ra tại Kuala Lumpur, Malaysia từ ngày 12 đến ngày 14/9/2017 với kết quả là 3 nước sản xuất hàng đầu – Thái Lan, Malaysia và Indonesia – quyết định không hạn chế sản xuất mặt hàng cao su, đã khiến giá cao su sụt giảm trong thời gian gần đây (3 nước trên chiếm khoảng 70% nguồn cung cấp cao su tự nhiên toàn cầu).

Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng giá cao su sẽ tăng trở lại trong tương lai do giá xăng dầu tăng, dẫn tới giá cao su tổng hợp tăng và giá cao su tự nhiên cũng theo đó tăng tương ứng. Ngoài ra, mặc dù giá cao su đang giảm nhưng nhiều chuyên gia vẫn lạc quan về triển vọng giá tương lai của mặt hàng này, đây cũng là một trong các lý do khiến các nước sản xuất chủ chốt không quyết định cắt giảm sản lượng trong Hội nghị vừa qua.

Giá cao su thế giới 2015 - 2017 (JPY / kg)



Nguồn: Bloomberg

Như vậy, bất kỳ sự phục hồi nào của giá cao su trong thời gian tới có thể khiến triển vọng tăng trưởng của ngành cao su và KQKD của DRI khả quan hơn đáng kể, do **biên lợi nhuận của DRI phụ thuộc chủ yếu vào giá cao su**.

Giá bán bình quân của DRI trong 7T/2017 đạt gần 1.600 USD /tấn, tương đương khoảng 37 triệu đồng /tấn (cao hơn 37% so với cùng kỳ năm 2016 ở mức 1.160 USD /tấn). Chúng tôi dự đoán giá bán cao su trung bình của DRI năm 2017 ở mức 35 triệu đồng / tấn, cao hơn 35% so với mức 26 triệu đồng/ tấn năm ngoái.

VỊ THẾ TRONG NGÀNH CỦA DRI

Theo phương diện vốn điều lệ, diện tích vườn cao su đang khai thác và sản lượng khai thác, DRI hiện là doanh nghiệp có **quy mô lớn thứ 2** trong ngành, chỉ sau Phước Hòa (PHR).

Độ tuổi cây trung bình của DRI cũng ở mức rất thấp trong ngành, chỉ khoảng 5 – 6 tuổi tính từ thời điểm bắt đầu đưa vào kinh doanh. Do vậy, DRI sẽ có năng suất khai thác tăng mạnh trong vòng 5 năm tới. Hiện năng suất khai thác của DRI ở mức khoảng 2 tấn /ha và tăng dần, hiện chỉ thấp hơn DPR và dự kiến sẽ vượt DPR trong các năm sắp tới.

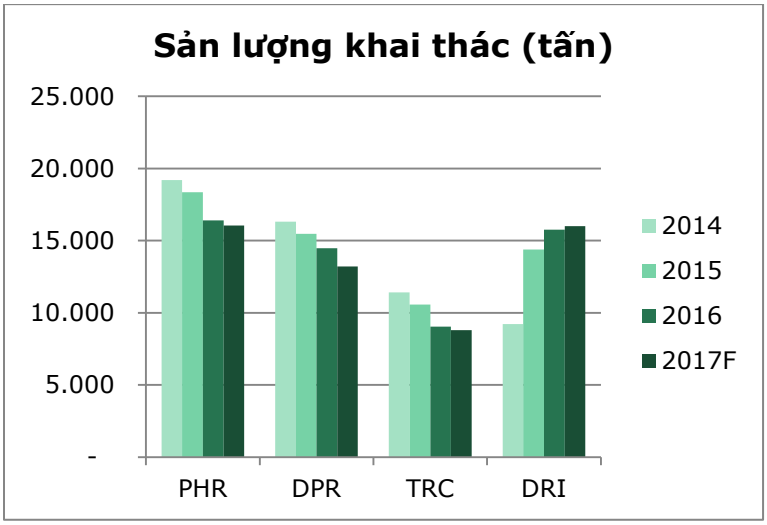
SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY ĐANG TĂNG TRƯỞNG TRONG NGÀNH

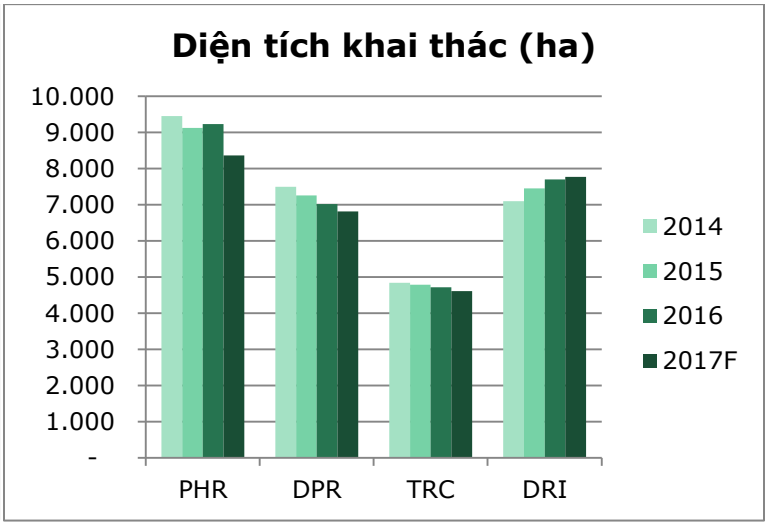
Doanh nghiệp cùng ngành	PHR	DPR	TRC	DRI
Sàn niêm yết	HSX	HSX	HSX	Upcom
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	813	430	300	732
Vốn chủ sở hữu	2.284	2.596	1.459	852
Tổng tài sản (tỷ đồng)	4.234	3.560	1.750	1.450
Số lượng CP lưu hành (CP)	78.490.047	40.124.790	29.125.000	73.200.000
Diện tích khai thác gần nhất	~ 10.000 ha	6.813 ha	4.718 ha	7.775 ha
Tuổi thọ kinh doanh trung bình	Việt Nam: >20 năm Campuchia: 0 - 1 năm	13 - 14 năm	13 - 14 năm	Lào: 4 - 6 năm
Năng suất khai thác hiện tại (tấn /ha)	1,95 tấn /ha	2,05 tấn /ha	1,92 tấn /ha	2 tấn /ha
Sản lượng khai thác 2016 (tấn)	16.407	14.476	9.050	15.755
C.suất nhà máy (tấn /năm)	29.000	19.000	15.000	16.000
Tiềm năng diện tích vườn cây trong tương lai	- Khoảng 8300 ha tại Việt Nam trên 20 tuổi, sẽ thanh lý trong các năm tới. - 7622ha tại Campuchia trồng giai đoạn 2009 - 2014 đưa vào khai thác năm đầu tiên từ 2016.	- Gần 7000ha trong nước đã trên 15 tuổi, dần thanh lý. - 6.300 ha dự án Kratie - Campuchia & gần 1.000 ha dự án Dak Nong, sẽ khai thác từ 2018	- 4.700 ha tại Việt Nam (Gò Dầu, Cầu Khởi, Bến Củi) - 6.419 ha dự án tại Campuchia, đã trồng 2.030 ha trong giai đoạn 2012 - 2016, khai thác từ 2019 - Đầu tư 10% CTCP Cao su Việt Lào, diện tích 9.503 ha, hiện đang giai đoạn XDCB	Toàn bộ vườn cây đạt diện tích lên tới 8.758 ha tại Lào, năng suất lên tới 2.3 - 2.5 tấn /ha khi độ tuổi tiêu chuẩn đạt 10 - 15 năm
Doanh thu 2016 (tỷ đồng)	1.178	712	402	401
Lợi nhuận ròng 2016 (tỷ đồng)	220	150	70	22
EPS dự phóng 2017	4.355 (cốt lõi) + 4.253 chuyển nhượng đất	4.700	4.100	1.614 (cốt lõi)
P/E dự phóng 2017	9,0 (cốt lõi)	8,4	6,8	6,9 (cốt lõi)
ROE	17,0%	10,2%	8,4%	17,8%
ROA	9,8%	7,7%	7,1%	10,1%
Biên lợi nhuận gộp	14,8%	33,5%	21,8%	45,2%
Biên lợi nhuận ròng	20,8%	25,8%	29,1%	25,1%
Cổ tức tiền mặt / mệnh giá 2017	15,0%	30,0%	15,0%	7,0%
Lợi suất cổ tức / thị giá	3,8%	7,6%	5,4%	6,3%

Nguồn: PHR, DPR, TRC, DRI, VPBS tổng hợp & dự phóng

Hiện các doanh nghiệp cao su tại Việt Nam đa số có cơ cấu vườn cây đã già, chủ yếu định hướng chuyển cơ cấu vườn cây sang Campuchia và Lào, nơi có lợi thế về giá thành nhân công rẻ và diện tích trồng rộng rãi, không bị hạn chế như Việt Nam. Theo đó, DRI là một trong những doanh nghiệp bắt đầu trồng tại Lào từ sớm, vườn cây đã bắt đầu có thể thu hoạch từ năm trước nên sẽ có lợi thế về diện tích và cơ cấu tuổi của vườn cây trong một vài năm tới.

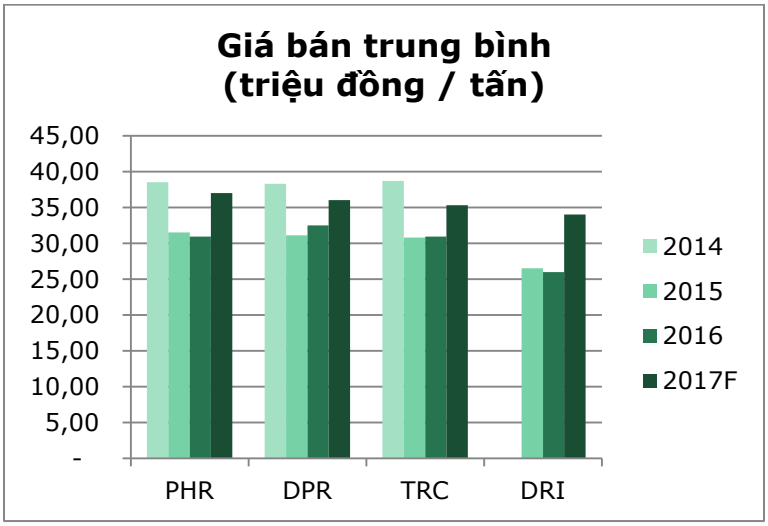
Một số thông tin so sánh về các doanh nghiệp cao su trên sàn chứng khoán:

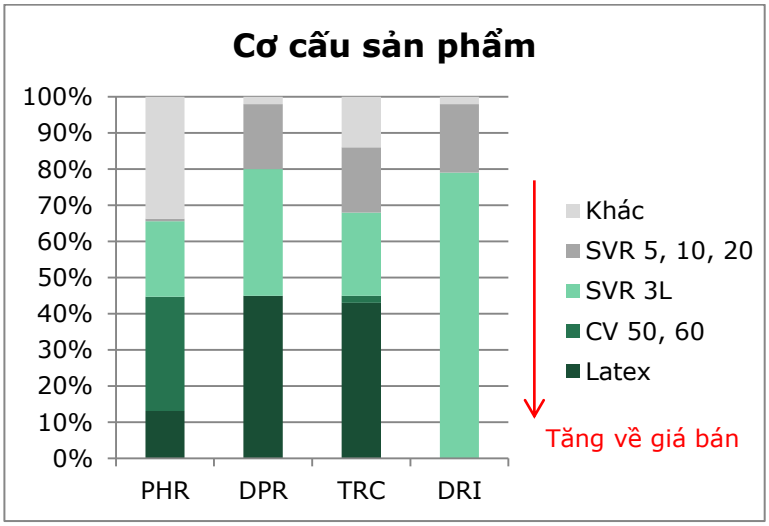




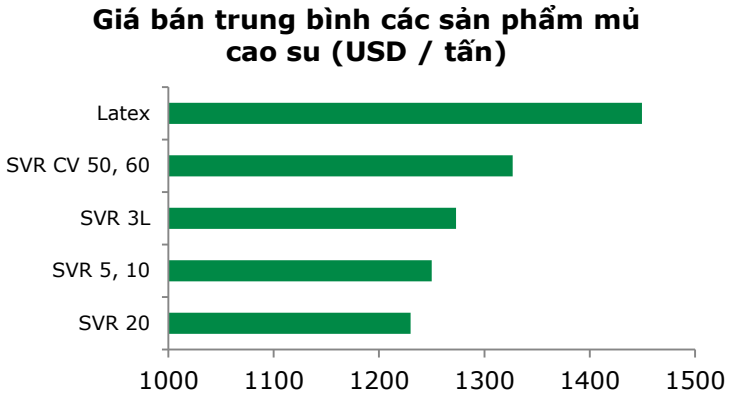
Nguồn: PHR, DPR, TRC, DRI, VPBS tổng hợp & dự phóng

Sản lượng khai thác và diện tích khai thác của các doanh nghiệp PHR, DPR, TRC giảm dần do thanh lý vườn cây cao tuổi tại Việt Nam để chuyển cơ cấu sang nước ngoài. DRI có diện tích vườn cây kinh doanh và sản lượng khai thác tăng dần và sẽ tiếp tục tăng trong các năm tới (hiện đã đứng thứ 2 sau PHR).



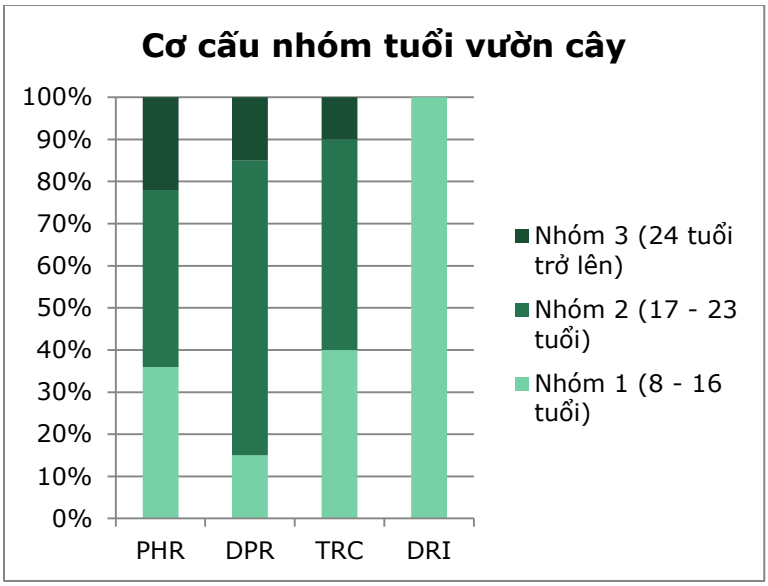


Nguồn: PHR, DPR, TRC, DRI, VPBS tổng hợp & dự phóng

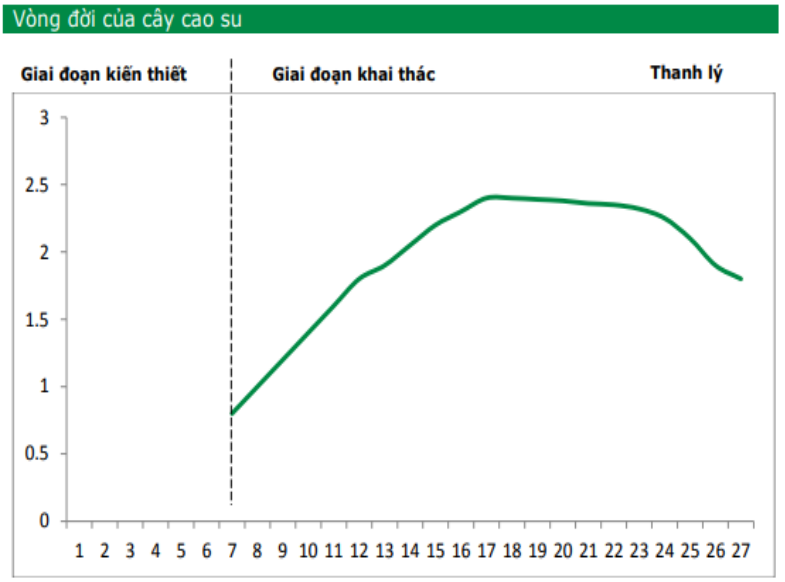


Nguồn: Bloomberg, VPBS tổng hợp

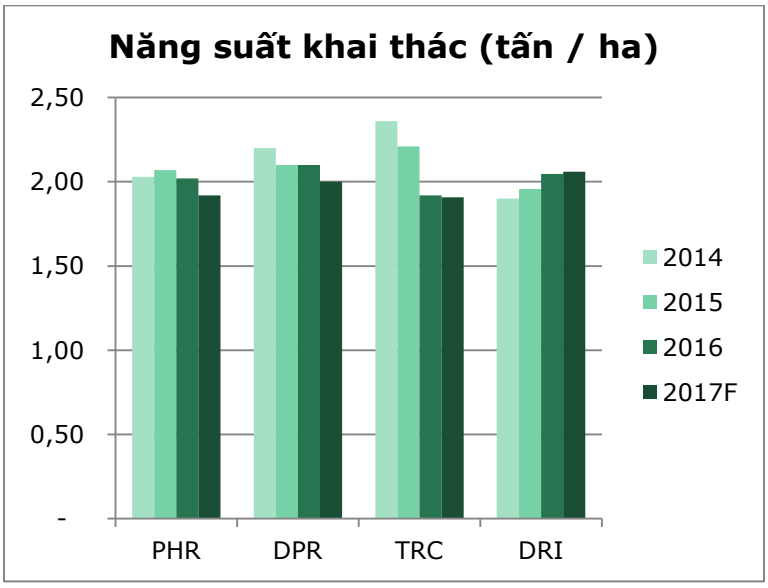
Giá bán trung bình của DRI thấp hơn so với các công ty còn lại do DRI chỉ sản xuất chỉ yếu sản phẩm SVR 3L và SVR 10 là các sản phẩm có tính bình dân hơn.



Nguồn: PHR, DPR, TRC, DRI, VPBS tổng hợp & dự phóng



Nguồn: VPBS



Nguồn: PHR, DPR, TRC, DRI, VPBS tổng hợp & dự phóng

Năng suất khai thác của DRI tăng dần do vườn cây đang trong độ tuổi trung bình khoảng 10 tuổi (tính từ lúc trồng), và thường cây cao su đạt năng suất cao nhất vào 15 – 17 tuổi.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

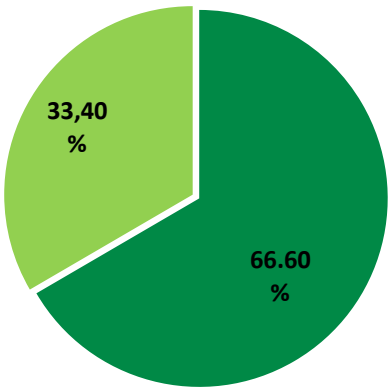
LỊCH SỬ HÌNH THÀNH & TỔNG QUAN

Công ty Cổ phần Đầu tư Cao su Đắk Lắk được thành lập năm 2012 với công ty mẹ là Công ty TNHH MTV Cao Su Dak Lak, hoạt động chính là trồng, khai thác và sản xuất cao su, điều và cà phê, thông qua công ty con sở hữu 100% là Công ty TNHH MTV Cao su Dak Lak (DAKLAORUCO) tại Lào.

Công ty đã niêm yết cổ phiếu tại sàn Upcom vào ngày 23/05/2017 với mã chứng khoán DRI.

Hiện sản phẩm chiếm tỷ trọng chính trong doanh thu của công ty là các sản phẩm cao su thiên nhiên SVR 3L, SVR 10 và SVR 60, ngoài ra sản phẩm điều và cà phê hiện kết quả kinh doanh còn chưa cao. Công ty đang quản lý khai thác 4 nông trường cao su tổng diện tích 9.326,79 ha và 1 nhà máy chế biến mủ công suất 16.000 tấn /năm (năm 2018 dự kiến đầu tư nâng công suất lên mức 24.000 tấn /năm, đáp ứng sản lượng từ vườn cây ngày càng gia tăng).

Cơ cấu sở hữu



Nguồn: DRI

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Công ty hiện có 73.200.000 cổ phiếu niêm yết, trong đó công ty mẹ TNHH MTV Cao su Dak Lak sở hữu 66,6%, còn lại là các cổ đông khác. Trong số các cổ đông khác chủ yếu là các cổ đông cá nhân trong nước (2.827 cá nhân trong nước và 16 cá nhân nước ngoài).

Công ty mẹ TNHH MTV Cao su Dak Lak (Dakruco) được sở hữu 100% bởi Tỉnh Ủy Dak Lak, đầu tư vào các doanh nghiệp cao su tại Việt Nam (6 công ty) và 1 doanh nghiệp ở Lào, 1 doanh nghiệp ở Campuchia. Hiện Dakruco đang có kế hoạch thoái vốn tại DRI về dưới 50%, bước đầu đã thực hiện niêm yết DRI trên sàn Upcom. Việc thoái vốn được kỳ vọng sẽ mang lại những tác động tích cực tới hiệu quả quản trị của công ty, giá của cổ phiếu và tính thanh khoản của cổ phiếu DRI.

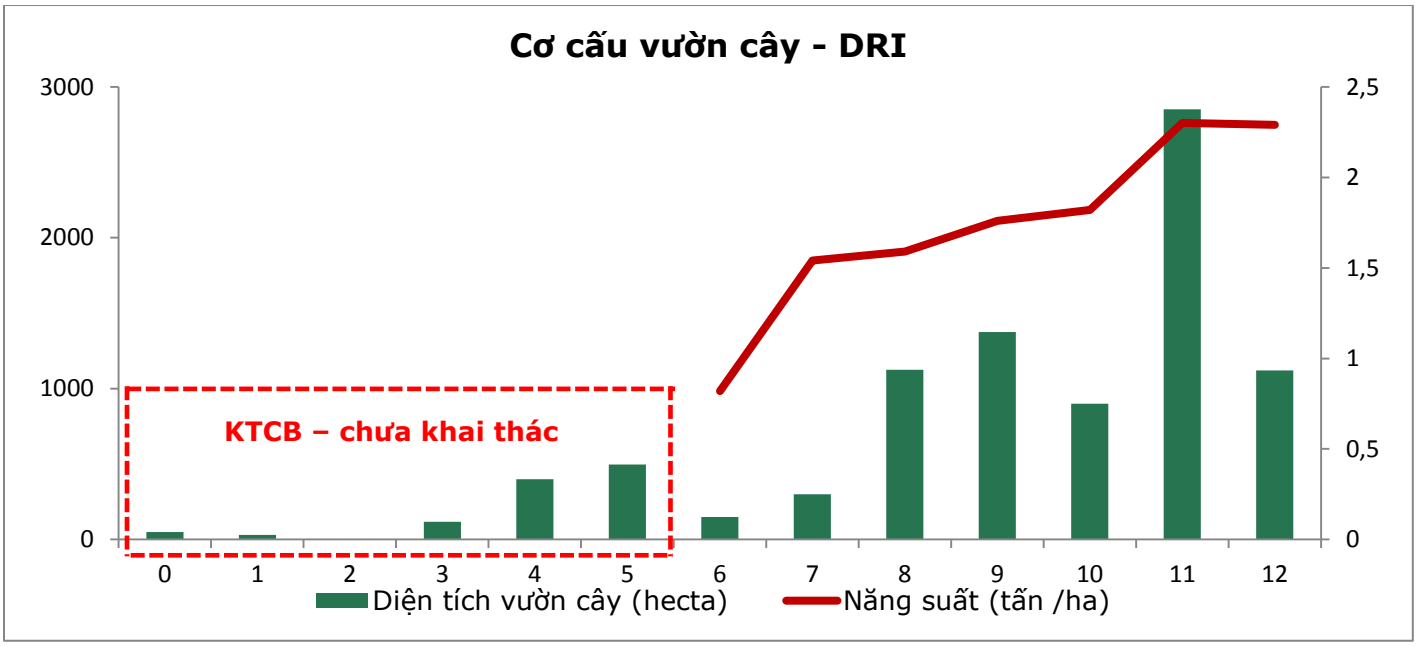
BAN LÃNH ĐẠO

Họ và tên	Năm sinh	Chức vụ hiện tại	Sở hữu	Trình độ chuyên môn
Hội đồng Quản trị				
Nguyễn Viết Tượng	1965	Chủ tịch HĐQT	0,00%	Thạc sỹ Lâm sinh, cử nhân kinh tế công nghiệp, Chủ tịch của công ty mẹ Dakruco
Bùi Quang Ninh	1966	Phó chủ tịch HĐQT	0,20%	Cử nhân tài chính kế toán; TGD công ty mẹ Dakruco
Lê Thanh Cần	1963	Thành viên HĐQT, Phó TGĐ	0,00%	Kỹ sư nông nghiệp, giám đốc công ty con Daklaoruco
Nguyễn Kim Hoa	1967	Thành viên HĐQT	0,17%	Kỹ sư nông nghiệp, Chủ tịch công đoàn công ty mẹ Dakruco
Nguyễn Huy Hùng	1977	Thành viên HĐQT	0,10%	Cử nhân tài chính tín dụng, Kế toán trưởng công ty mẹ Dakruco
Nguyễn Minh	1970	Thành viên HĐQT	0,00%	Kỹ sư nông nghiệp, trưởng phòng Kỹ thuật sản xuất của công ty mẹ Dakruco
Nguyễn Thị Hải	1970	Thành viên HĐQT, Phó TGĐ	0,64%	Kỹ sư nông nghiệp, thạc sỹ kinh tế
Ban Giám Đốc				
Văn Đức Lư	1955	Tổng Giám đốc	0,27%	Kỹ sư nông nghiệp
Lê Thanh Cần	1963	Thành viên HĐQT, Phó TGĐ	0,00%	Kỹ sư nông nghiệp, giám đốc công ty con Daklaoruco
Nguyễn Thị Hải	1970	Thành viên HĐQT, Phó TGĐ	0,64%	Kỹ sư nông nghiệp, thạc sỹ kinh tế

Nguồn: DRI

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT, KINH DOANH

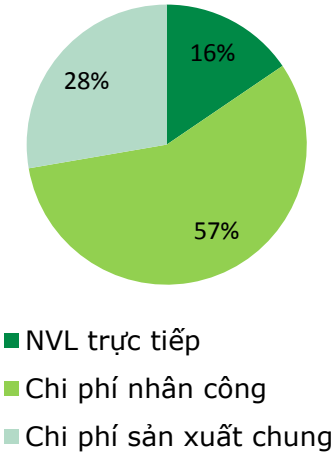
- **Diện tích vườn cây:** hiện tại, DRI đang sở hữu 4 nông trường với tổng diện tích khai thác 9.326,79 ha, trong đó diện tích cao su kinh doanh là 7.774,51 ha, cao su kiến thiết cơ bản (KTCB – chưa đóng góp sản lượng) là 1.035,99 ha, và diện tích điều là 498,64 ha. Theo đó, **DRI là doanh nghiệp có diện tích vườn cây và sản lượng khai thác hiện đứng thứ 2 trong ngành**, chỉ sau PHR nhưng PHR cũng đang có diện tích khai thác giảm mạnh trong thời gian tới do đẩy mạnh thanh lý vườn tại Việt Nam và tái cơ cấu vườn cây sang Campuchia.
- **Năng suất cao và tăng dần:** Vườn cây được trồng chủ yếu từ năm 2005 – 2012, nhiều nhất là vào giai đoạn 2006-2008, do vậy vườn cây của DRI hiện có độ tuổi kinh doanh trẻ, chỉ khoảng từ 1 đến 6 năm, thuộc nhóm I là nhóm có năng suất có đà đi lên. Ngoài ra do bắt đầu trồng sau các doanh nghiệp cùng ngành, khi công nghệ về giống cây đã phát triển tốt hơn, do vậy dù tuổi trung bình mới 5 tuổi nhưng năng suất thu hoạch đã đạt mức cao. Năng suất khai thác của DRI năm 2016 đạt 1,99 tấn /ha, và theo chúng tôi sẽ đạt khoảng 2,05 tấn /ha trong năm 2017 (mức năng suất khai thác cao nhất hiện tại là 2,3 tấn /ha, thuộc về các cây trên 6 tuổi khai thác, và cao nhất có thể đạt tới 2,5 tấn /ha). Trong khi đó trung bình các doanh nghiệp trong ngành đang có độ tuổi khai thác khoảng 14 tuổi, và có năng suất dưới 2 tấn /ha.



Nguồn: DRI

- **Công ty sở hữu một nhà máy chế biến mủ** có công suất hiện tại 16.000 tấn /năm. Công suất nhà máy của DRI hiện ở mức trung bình thấp so với ngành (PHR sở hữu 3 nhà máy - tổng công suất 27.000 tấn, DPR sở hữu 2 nhà máy – tổng công suất 22.000 tấn, TRC sở hữu nhà máy công suất 15.000 tấn /năm). Hiện công ty đã sử dụng hết công suất nhà máy, và dự kiến sẽ đầu tư mở rộng nhà máy nâng công suất lên 24.000 tấn /năm từ năm 2018, chi phí đầu tư ước tính vào khoảng 15 – 20 tỷ đồng.

Cơ cấu chi phí giá vốn sản xuất năm 2016



- **Sản phẩm chủ yếu của công ty là** SVR 3L, SVR 10 và SVR 60, được xuất khẩu sang các thị trường Trung Quốc, Malaysia, Thái Lan. Đây là các loại mủ có tính cứng, phục vụ sản xuất lốp ô tô, dây đai, cáp dây điện v.v...
- **Giá thành sản xuất thấp:** Toàn bộ hoạt động khai thác và sản xuất cao su được thực hiện ở công ty con tại Lào, do vậy giá thành sản xuất của DRI thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam. Lợi thế chi phí của DRI được thể hiện nổi bật ở chi phí nhân công, với chi phí nhân công trung bình của DRI thấp hơn khoảng 30% so với trung bình ngành, do lương nhân công, các chi phí bảo hiểm và phúc lợi ở Lào thấp hơn tại Việt Nam.
- **Bắt đầu tăng trưởng vượt bậc trong các năm tới:** Cùng với việc phần lớn vườn cây chỉ mới bắt đầu đi vào thu hoạch từ năm 2012, tình hình giá cao su liên tục giảm kể từ năm 2012 đến 2016, khiến kết quả kinh doanh của DRI gặp nhiều khó khăn trong các năm trước. Giá cao su mới hồi phục vào cuối năm 2016 và **DRI cũng bắt đầu có lãi từ năm 2016**. Tới 31/12/2015 và 31/12/2016, lỗ lũy kế của DRI ở mức tương ứng là 51,96 tỷ đồng và 26,71 tỷ đồng, tuy nhiên, tính tới 30/09/2017 công ty đã lãi lũy kế 35,78 tỷ đồng. Công ty có kế hoạch sẽ trả cổ tức tiền mặt 7% cho năm 2017, đã trả trước 5% vào ngày 28/8/2017. Chúng tôi đánh giá cao triển vọng và tốc độ tăng trưởng của DRI trong các năm tới, khi giá cao su dần cải thiện và vườn cây của công ty đạt độ tuổi năng suất cao hơn.

Thông tin liên quan khác

- **Các khoản lỗ bất thường đã phát sinh và có thể phát sinh:**

Đã phát sinh gần đây:

- Năm 2016, công ty đã thực hiện thanh lý vườn cà phê không mang lại hiệu quả, do vậy DRI ghi nhận lỗ 24 tỷ đồng trước thuế.
- Trong quý 3 /2017, DRI ghi nhận xử lý tài chính một số thiệt hại đầu tư từ năm 2012 theo ý kiến của kiểm toán nhà nước (các khoản bị ngoại trừ trên báo cáo tài chính năm 2016), số tiền tương đương 22,54 tỷ đồng. **Như vậy trên báo cáo kết quả kinh doanh năm 2017,** DRI sẽ ghi nhận giảm lợi nhuận theo khoản này, và theo đó công ty đã xử lý xong khoản ngoại trừ khoản treo trên BCTC.

Có thể phát sinh:

- **Mảng điều của DRI có kết quả hoạt động không tốt, do vậy có rủi ro trong năm 2018 công ty có thể tiến hành thanh lý vườn cây điều (499 ha)** để tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi, dẫn đến ghi nhận lỗ từ thanh lý khoảng 20 – 30 tỷ đồng.

- **Kế hoạch thoái vốn nhà nước:** Theo kế hoạch công ty mẹ Dakruco sẽ thoái vốn tại DRI về dưới 50%, bước đầu hiện đã thực hiện niêm yết DRI trên sàn Upcom. Việc thoái vốn được kỳ vọng sẽ mang lại những tác động tích cực tới hiệu quả quản trị của công ty, bỏ quyền kiểm soát của nhà nước và các quy định quản lý được áp dụng cho doanh nghiệp nhà nước. Trước mắt, Dakruco sẽ giảm tỷ lệ sở hữu từ 66% xuống 51%, chủ trương đã được UBND tỉnh Đak Lak thông qua cho phép từ tháng 3/2016.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG CÁC NĂM TRƯỚC

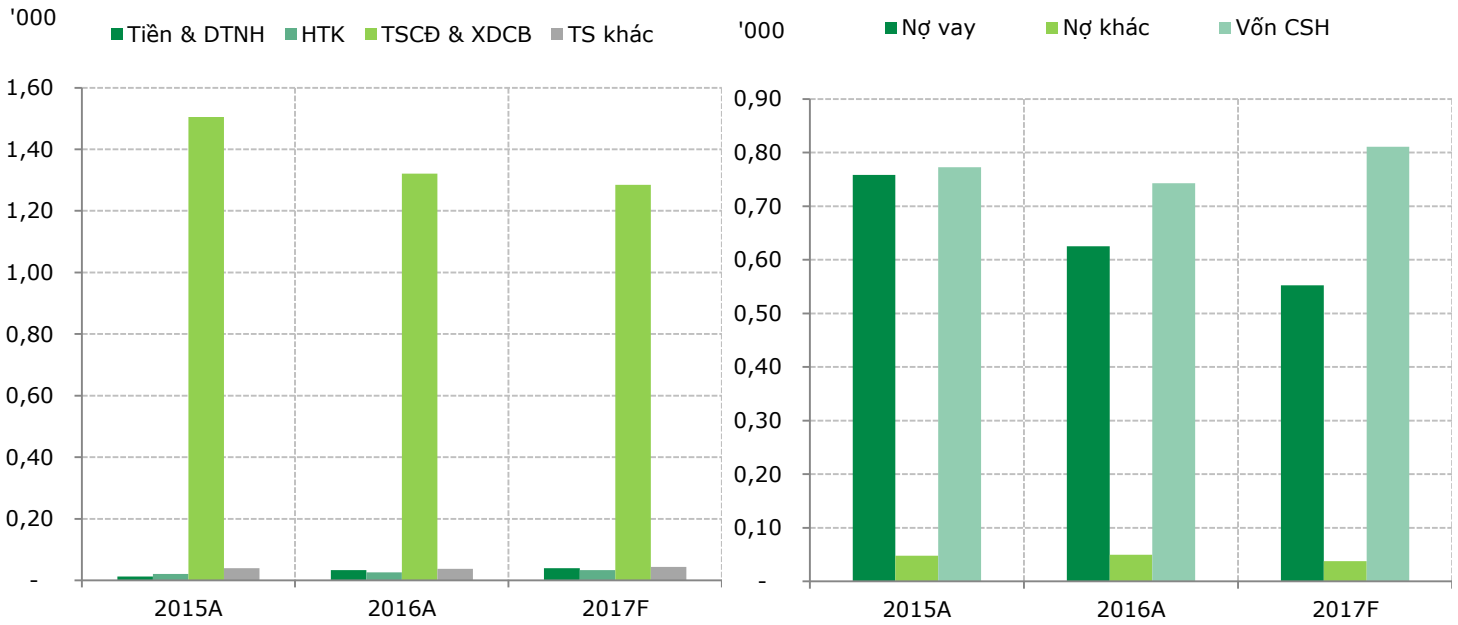
Vườn cây của DRI chỉ vừa bắt đầu khai thác từ năm 2012, do vậy trong các năm đầu năng suất khai thác của công ty ở mức rất thấp. Ngoài ra với tình hình giá cao su gặp khó khăn liên tục trong các năm sau đó, kết quả kinh doanh của DRI trong giai đoạn 2012-2015 gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên với việc giá cao su hồi phục vào cuối năm 2016, công ty bắt đầu ghi nhận lãi và đã giải quyết được khoản lỗ lũy kế từ trước đó.

Năm	2013	2014	2015	2016
Sản lượng khai thác	5.051	9.228	15.457	14.973
Sản lượng tiêu thụ	5.300	9.224	14.379	15.755

Nguồn: DRI

Năm 2016, sản lượng sản xuất đạt 15.755 tấn mủ, tiêu thụ đạt 14.973 tấn. giá bán trung bình 26 triệu đồng /tấn, tương đương mức doanh thu và LNST đạt 401 tỷ đồng và 21,63 tỷ đồng. Công ty hoàn thành 95% kế hoạch doanh thu và 131% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm.

Mức biên lợi nhuận gộp của DRI năm 2016 ở mức 33,5% (tăng so với mức 21,4% năm 2015) và mức biên lợi nhuận ròng của DRI năm 2016 ở mức 5,4% (biên LN ròng năm 2015 âm do lỗ ròng 1,5 tỷ đồng). ROA và ROE năm 2016 của DRI ở mức 1,53% và 2,91%, tương đối thấp so với trung bình ngành. **Mức biên lợi nhuận và các chỉ số hiệu quả hoạt động của DRI chịu ảnh hưởng rất nhiều từ giá cao su thiên nhiên**.



Nguồn: DRI

Tại thời điểm 31/12/2016, giá trị tổng tài sản đạt 1.418 tỷ đồng, vốn chủ sở hữu ở mức 743 tỷ đồng, lần lượt giảm 10% và 4% so với cuối năm 2015,

nguyên nhân là do tài sản cố định chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu tổng tài sản của DRI, trong đó chủ yếu là giá trị vườn cây cao su. Tài sản nhìn chung sẽ biến động đi ngang hoặc giảm trong các năm tới, do vườn cây khấu hao.

Tại 31/12/2016, nợ vay chiếm 93% trong tổng công nợ của DRI, là các khoản vay ngân hàng Việt Lào và Vietinbank chi nhánh Lào, phục vụ đầu tư vườn cây. Nợ vay ngắn hạn và dài hạn có số dư lần lượt là 206 tỷ và 419 tỷ đồng tại 31/12/2016, chiếm tương đương 33% và 67% tổng nợ vay.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của DRI luôn ở mức tích cực trong 2 năm gần đây, năm 2016 đạt 107 tỷ đồng tăng 25% theo năm. Số ngày hàng tồn kho trung bình trong năm 2016 ở mức 32 ngày, số ngày phải thu và phải trả ở mức trung bình 5 và 3 ngày, do vậy nhìn chung DRI có dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh khá tốt.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2017 – TĂNG TRƯỞNG MẠNH THEO NĂM

Doanh thu 9T/2017 đạt 411 tỷ đồng (+65% so với cùng kỳ) và lợi nhuận sau thuế đạt 96 tỷ đồng (so với lỗ tại cùng kỳ năm trước) do giá bán cao su tăng mạnh trong Q1/2017. Sau 9 tháng đầu năm 2017, sản lượng tiêu thụ cao su đạt 11.863 tấn, giá bán bình quân đạt 1.562 USD /tấn tương đương gần 36 triệu đồng /tấn. Biên lợi nhuận gộp 9T/2017 đạt 43,6%, tăng mạnh so với cùng kì chỉ đạt 22,7%, cho thấy ảnh hưởng lớn từ giá cao su thiên nhiên tới kết quả kinh doanh của công ty.

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý 9T/2017 tăng tương ứng doanh thu, lần lượt là 67% và 71% so với cùng kỳ, tăng với tốc độ cao hơn doanh thu chủ yếu do chi phí nhân công trung bình tại Lào tăng trong năm nay. Chi phí tài chính 9T/2017 ở mức 34,4 tỷ đồng, giảm 20% so với cùng kỳ, chủ yếu từ chi phí lãi vay ngân hàng giảm, do tổng dư vay giảm từ 625 tỷ đồng tại 31/12/2016 xuống còn 554 tỷ đồng tại 30/09/2017, giảm 11% so với cùng kì (số dư vay giảm chủ yếu là dư vay ngắn hạn, giảm 30% tính từ đầu năm).

tỷ đồng	9T 2017	9T 2016	% so với năm trước	Kế hoạch của công ty 2017 *	% kế hoạch
Doanh thu thuần	**410,9**	**249,1**	**65%**	**637**	**64%**
Giá vốn	**231,7**	**192,5**	**20%**		
Lợi nhuận gộp	**179,2**	**56,6**	**217%**		
% Biên lợi nhuận gộp	43,6%	22,7%			
Doanh thu tài chính	2,0	4,4	-55%		
Chi phí tài chính	34,4	43,2	-20%		
Chi phí bán hàng	5,4	3,3	67%		
Chi phí quản lý doanh nghiệp	16,3	9,6	71%		
Lợi nhuận trước thuế	**102,2**	**(23,6)**	**-533%**	**198**	**52%**
Lợi nhuận ròng	**96,1**	**(27,6)**	**-448%**		

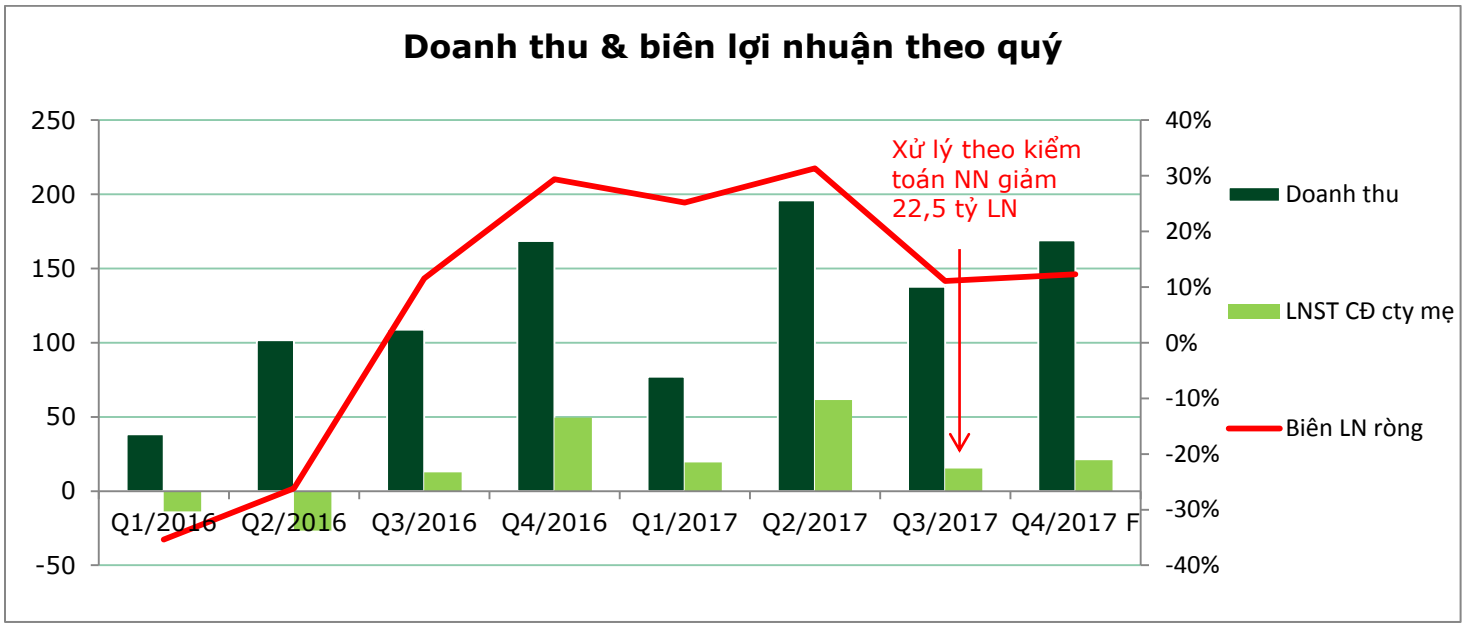
** kế hoạch theo đơn vị USD, quy đổi ra VND theo tỷ giá 23.000 USD /VND* *Nguồn: DRI*

Tại thời điểm 30/09/2017, giá trị tổng tài sản của DRI đạt 1.463 tỷ đồng, tăng 3% so với tại 31/12/2016. Vốn chủ ở hữu ở mức 874 tỷ đồng, tăng 18%

so với 31/12/2016. Nợ vay ngắn hạn của DRI ở mức 144 tỷ đồng, vay dài hạn ở mức 411 tỷ đồng, tổng nợ vay theo đó giảm 11% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ vay trên vốn ở mức 0,63 lần, giảm so với mức 0,84 lần tại 31/12/2016.

Về những vấn đề được dư luận quan tâm liên quan tới các khoản mục trên báo cáo tài chính của DRI được kiểm toán ngoại trừ và nhấn mạnh: trước đây trên BCTC của DRI có những khoản mục bị kiểm toán ngoại trừ: các khoản nợ phải thu ngắn hạn của khách hàng (4,28 tỷ), phải thu ngắn hạn khác (5,58 tỷ) và tạm ứng (11,66 tỷ) với tổng số tiền là 21,5 tỷ đồng. Đây là các khoản sai sót trong quá trình triển khai dự án đầu tư phát sinh trước 2012, do vậy công ty không cung cấp được các chứng từ liên quan. Theo đó, **DRI đã kịp thời xử lý các khoản này vào KQKD Q3/2017** sau khi công ty đã có lợi nhuận ổn định và xử lý xong khoản lỗ lũy kế từ các năm trước, ghi nhận lỗ trong Q3/2017 (như trình bày ở trên trong mục thông tin liên quan khác – các khoản lỗ bất thường) và loại bỏ các khoản này khỏi bảng cân đối kế toán của công ty. **Về việc nợ ngắn hạn vượt quá tài sản ngắn hạn** được bên kiểm toán nhấn mạnh trong BCTC, chúng tôi cho rằng có thể giải thích được do DRI đầu tư vườn cây lâu năm và mới bắt đầu có lãi từ năm 2016, do vậy vốn lưu động của công ty chưa thể tích cực, và tài sản của công ty phần lớn là tài sản dài hạn (vườn cây). Tuy nhiên dòng tiền của DRI vẫn tích cực và số dư nợ ngắn hạn đã giảm dần, chúng tôi sẽ phân tích cụ thể hơn ở mục rủi ro đầu tư bên dưới.

Tính chu kỳ của kết quả kinh doanh: mức doanh thu và lợi nhuận ròng của các doanh nghiệp cao su thường thấp nhất vào Quý 1, là quý rụng lá nên không thu hoạch mủ. Thường doanh thu các doanh nghiệp cao su sẽ tăng mạnh vào 2 quý cuối năm, đồng thời chúng tôi dự báo tình hình giá cao su cuối năm 2017 sẽ ổn định và không có biến động mạnh như đầu năm. **Do vậy nhiều khả năng kết quả kinh doanh Q4 sẽ tốt hơn so với Q3**, do Q3 công ty đã phải ghi nhận khoản lỗ 22,5 tỷ xử lý tài chính như đã trình bày ở trên.



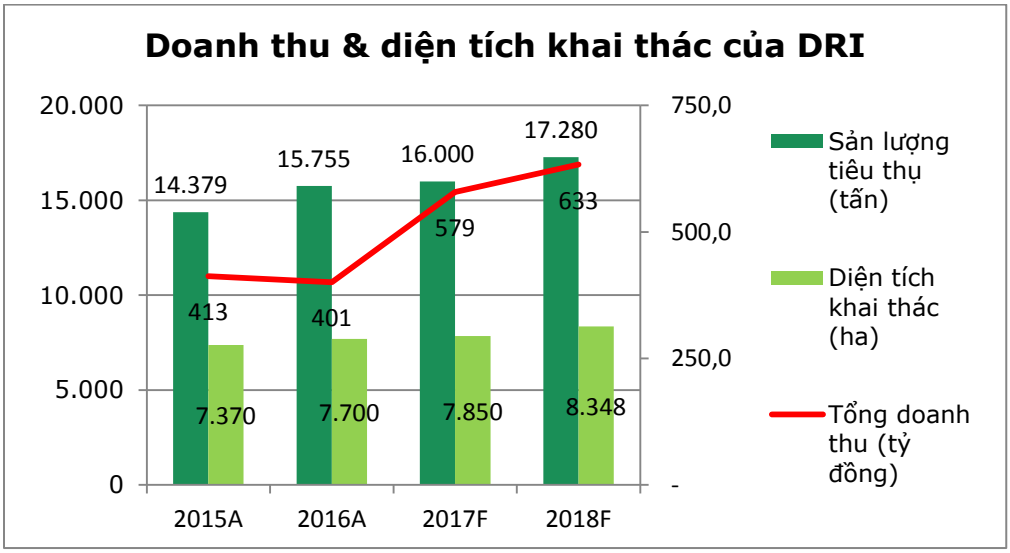
Nguồn: DRI

TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG

Cho năm 2017, VPBS dự phóng doanh thu đạt 579 tỷ đồng, tăng 45% theo năm và lợi nhuận sau thuế ở mức là 118 tỷ đồng, tăng 445% theo năm, EPS năm 2017 đạt 1.613 đồng /cổ phiếu (EPS từ hoạt động kinh doanh cốt lõi không tính khoản lỗ do xử lý tài chính theo KTNN đạt 1.860 đồng /cổ phiếu), dựa trên các giả định chính sau đây:

1. Doanh thu và sản lượng

- Năng suất vườn cây của DRI tiếp tục được cải thiện, với diện tích vườn cây kinh doanh hiện ở mức 7.775 hecta, năng suất ước tính khoảng 2,06 tấn /ha trong năm 2017, chúng tôi dự phóng nhà máy chế biến cao su của DRI sẽ thực hiện hết công suất 16.000 tấn sản phẩm /năm trong năm.
- Mức giá bán trung bình trong 9 tháng đầu năm ở mức 1.562 USD / tấn, tương đương khoảng 35,9 triệu đồng /tấn sản phẩm. Với việc giá cao su tăng cao trong quý 1 nâng cao mức giá trung bình ở trên, đồng thời chúng tôi dự báo giá cao su sẽ ổn định theo chiều hướng tích cực trong Q4/2017, chúng tôi dự phóng giá bán trung bình năm 2017 của DRI sẽ ở mức khoảng 35,5 triệu đồng /tấn.
- **Như vậy cho năm 2017, VPBS dự phóng doanh thu** từ cao su của DRI đạt 568 tỷ đồng, tăng 46% theo năm, doanh thu từ điều đạt 11 tỷ đồng, không thay đổi nhiều so với năm trước, và tổng doanh thu toàn công ty đạt 579 tỷ đồng, tăng 44% theo năm.



Nguồn: DRI, VPBS dự phóng

2. Chi phí giá vốn, chi phí bán hàng và chi phí quản lý

- Chi phí giá vốn năm 2017 đạt 336 tỷ đồng, tăng 26% theo năm, tương đương mức biên lợi nhuận gộp khoảng 41,9%, tăng so với mức 33,5% của năm 2016 là do giá bán cao su trong năm 2017 tăng mạnh so với năm 2016, trong khi chiếm chủ yếu trong chi phí giá vốn của DRI là chi phí

lương sản xuất và chi phí khấu hao vườn cây. Mức ước tính này đã khá thận trọng so với mức biên LN gộp 9 tháng 2017 hiện đạt 43,6%.

- Chi phí bán hàng chiếm khoảng 1,6% doanh thu, năm 2017 ở mức 9,1 tỷ đồng, tăng 2% theo năm.
- Chi phí quản lý chủ yếu là chi phí lương quản lý (chiếm trên 50%), chi phí khấu hao (chiếm khoảng 11%) và các chi phí mua ngoài khác. Tổng chi phí quản lý năm 2017 ước tính ở mức 21,6 tỷ đồng, tăng 61% theo năm.

3. Các chỉ tiêu khác

- Doanh thu tài chính là lãi chênh lệch tỷ giá, năm 2017 ước tính đạt 2,6 tỷ đồng, giảm 44% theo năm.
- Chi phí tài chính năm 2017 dự báo đạt gần 57,9 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay đạt 38,8 tỷ đồng, giảm khoảng 20% theo năm do số dư vay để đầu tư vườn cây giảm do trả nợ vay. Còn lại khoảng 19 tỷ đồng chi phí tài chính là lỗ chênh lệch tỷ giá, do tỷ giá USD

Cho năm 2018, VPBS dự phóng doanh thu đạt 633 tỷ đồng, tăng 9% theo năm và lợi nhuận ròng ở mức là 150 tỷ đồng, tăng 27% theo năm, theo đó EPS cho năm 2018 đạt 2.049 đồng / cổ phiếu dựa trên các giả định chính sau đây:

- Dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2018 đạt 17.280 tấn, tăng 8% theo năm, tương đương diện tích vườn cây ở mức trên 8.300 hecta và năng suất đạt 2,07 tấn /ha. Chúng tôi giả định giá bán cao su trung bình tăng nhẹ khoảng 1% lên mức 36 triệu đồng /tấn. Theo đó, doanh thu dự phóng năm 2018 đạt 633 tỷ đồng, tăng 9% theo năm.
- Biên lợi nhuận gộp năm 2018 dự phóng ở mức 40,8%, do các chi phí nhân công được dự báo tăng.
- Cơ cấu các chi phí bán hàng và chi phí quản lý không thay đổi nhiều so với năm 2017. Chi phí bán hàng năm 2018 ở mức 9,9 tỷ đồng, tăng 9% theo năm. Chi phí quản lý năm 2018 ước tính ở mức 23,4 tỷ đồng, tăng 8% theo năm.
- Doanh thu tài chính năm 2018 ước đạt 3,4 tỷ đồng, trong khi chi phí tài chính năm 2018 ước đạt 42,6 tỷ đồng, giảm 7% theo năm, trong đó 34,6 tỷ đồng là chi phí lãi vay, giảm 10,6% vì trả bớt nợ gốc vay ngân hàng.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro về giá cao su thiên nhiên:** do các chi phí giá thành của DRI phần lớn là các chi phí lương, chi phí khấu hao và chi phí lãi vay, do vậy nhìn chung không biến động nhiều theo doanh thu. Vì vậy, **giá bán cao su sẽ ảnh hưởng lớn đến mức biên lợi nhuận** của công ty, việc giá cao su suy giảm sẽ ảnh hưởng tới các mức biên lợi nhuận hiện là rất cao so với ngành của DRI.
- **Rủi ro vườn điều khai thác hiện không mang lại hiệu quả:** hiện DRI đang khai thác 498 hecta vườn điều, tuy nhiên hiện không mang về nhiều doanh thu cho DRI và mức lợi nhuận cũng không đáng kể. **Công ty có**

khả năng sẽ thực hiện thanh lý vườn điều trong các năm tới, ghi nhận khoản lỗ thực hiện khoảng 20 – 30 tỷ đồng vào kết quả kinh doanh, có thể gây ảnh hưởng tiêu cực ngắn hạn tới giá của cổ phiếu.

- **Rủi ro tài chính:** tới 30/09/2017, tài sản ngắn hạn của DRI đạt 49 tỷ đồng, trong khi nợ ngắn hạn ở mức 179 tỷ đồng, như **vậy tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn ở mức thấp là 0,28 lần**. Tuy nhiên phần lớn nợ ngắn hạn của DRI là các khoản nợ vay ngắn hạn phát sinh do công ty chỉ mới bắt đầu có lãi từ năm 2016, hiện công ty đã trả dần các khoản này, số dư nợ vay ngắn hạn tại 30/09/2017 là 144 tỷ đồng giảm 30% so với đầu năm. Ngoài ra, **dòng tiền từ hoạt động kinh doanh** của DRI luôn ở mức tích cực, trong 9 tháng 2017 là 132 tỷ đồng, do vậy chúng tôi cho rằng rủi ro tài chính là không lớn.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **14.600** đồng/cổ phiếu, trên cơ sở sử dụng phương pháp P/E năm 2017 để định giá cổ phiếu DRI.

Chúng tôi chiết khấu khoảng 7% mức P/E mục tiêu của DRI so với trung bình ngành vì công ty mới lên sàn UPCOM trong năm 2017, báo cáo kiểm toán năm trước có các mục ngoại trừ về các khoản phải thu, tuy đã xử lý trong Q3/2017. Ngoài ra kết quả kinh doanh trong tương lai sẽ chịu ảnh hưởng nhiều từ giá cao su thiên nhiên. Việc thoái vốn của Dakruco đã được UBND tỉnh Đak Lak cho phép cũng sẽ có tác động tích cực tới tính minh bạch và hiệu quả quản trị của DRI, cũng như sẽ tác động tích cực tới giá của cổ phiếu.

Phương pháp	**DRI**	**Mục tiêu**	(Đồng/cổ phiếu)	
- P/E 2017 theo EPS từ hoạt động cốt lõi	*6,3*	*8,0*	***14.879***	
- Lỗ trên mỗi cổ phiếu từ việc hạch toán xử lý tài chính theo KTNN			***- 246***	
P/E 2017	6,9	8,0	**14.633**	100%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				**14.600**

Chúng tôi chọn **8 công ty** cùng ngành để thực hiện so sánh.

Tên Công ty	Mã Bloom-berg	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	ROA (%)	ROE (%)	EV/ EBITDA	P/B	P/E
Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa	PHR VN	Việt Nam	145	7,6%	10,8%	18,6	1,5	13,4
Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú	DPR VN	Việt Nam	72	3,7%	7,3%	4,8	0,8	6,2
Công ty Cổ phần Cao su Bến Thành	BRC VN	Việt Nam	6	7,5%	9,5%	5,3	0,7	6,8
Công ty Cổ phần Cao su Hòa Bình	HRC VN	Việt Nam	51	1,0%	1,4%	104,9	2,1	70,0
Công ty Cổ phần Tổng Công ty Thương mại Quảng Trị	SEP VN	Việt Nam	3	0,0%	0,0%	6,0	0,6	3,9
Công ty Cổ phần Cao su Tân Biên	RTB VN	Việt Nam	43	3,8%	9,2%	33,0	1,0	11,8
Công ty Cổ phần Cao su Thống Nhất	TNC VN	Việt Nam	10	7,0%	7,5%	10,9	0,8	9,4
Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh	TRC VN	Việt Nam	37	5,7%	6,6%	14,2	0,6	7,6
Trung vị				**4,7%**	**7,4%**	**12,6**	**0,8**	**8,5**
Công ty Cổ phần Đầu tư Cao su Đắk Lắk			**39**	**8,3%**	**14,3%**	**5,52**	**1,04**	**6,94**

** Các chỉ số của DRI là chỉ số dự phóng, chỉ số các công ty cùng ngành là chỉ số trượt 12 tháng.*
Dữ liệu tại ngày 3/11/2017, Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Ngày 03/11/2017	DRI (VND/cp)
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá hiện tại	11.200
Giá cao nhất 3 tháng	14.500
Giá thấp nhất 3 tháng	10.800
Đường MA 20 ngày hiện tại	11.800
Đường MA45 ngày hiện tại	12.360
Ngưỡng cản trung hạn	13.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	10.500
Tín hiệu kĩ thuật	Vận động suy giảm lùi về sát ngưỡng hỗ trợ trung hạn
Khuyến nghị ngắn hạn:	**Trung lập**

Diễn biến giá cp DRI



Nguồn : VPBS Research

Sau khi thiết lập mức cao nhất quý 3 ở 14.500đ/cp vào ngày 29/08, gía cổ phiếu DRI đã quay đầu giảm mạnh với khối lượng tăng liên tục phản ánh áp lực bán ngày càng tăng cao. DRI lấy lại cân bằng ngắn hạn quanh vùng 12.500đ nhưng nỗ lực hồi phục đã thất bại khi vượt bất thành nhóm trung bình động ngắn ngày vào phiên 27/9 và từ đó giá DRI chính thức bước vào giai đoạn suy giảm liên tục cho tới vùng giá 11.200đ ở hiện tại. Với giao động giá liên tục nằm ở mép dưới dải Bollinger và thanh khoản vẫn cao hơn hẳn ở những phiên giá giảm cho thấy xu hướng chủ đạo hiện tại vẫn là suy giảm ở cổ phiếu này.

Hiện tại, tín hiệu tích cực đáng kể nhất ở DRI là giá đã chạm về vùng hỗ trợ trung hạn gần vùng 10.500đ và hồi phục với mẫu hình hammer phát đi tín hiệu hồi phục. Tuy vậy, khối lượng khớp trong phiên hồi phục hôm nay ở mức thấp hơn hẳn những phiên giảm và theo đó độ thuyết phục là chưa cao. Theo đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này ở thời điểm hiện tại.

PHỤ LỤC

Báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Doanh thu	**412,7**	**400,7**	**579,0**	**633,1**
Giá vốn hàng bán	324,3	266,5	336,3	374,5
Lợi nhuận gộp	**88,3**	**134,3**	**242,7**	**258,6**
Chi phí hoạt động	20,2	22,4	30,7	33,4
Lợi nhuận hoạt động	**68,2**	**111,9**	**212,0**	**225,2**
Doanh thu tài chính	3,5	4,7	2,9	3,4
Chi phí tài chính	66,9	57,5	46,0	42,6
Lợi nhuận khác	0,4	-31,1	-21,2	1,4
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	**5,1**	**28,0**	**147,6**	**187,5**
Thuế TNDN	6,6	6,4	29,5	37,5
Lợi nhuận sau thuế	**-1,5**	**21,6**	**118,1**	**150,0**
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST của cty mẹ	**-1,5**	**21,6**	**118,1**	**150,0**
% Biên LNST	*-0,4%*	*5,4%*	*20,4%*	*23,7%*
EPS (Đồng)	-20	295	1.614	2.049

Các chỉ số tài chính				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Chỉ số định giá				
Chỉ số P/E	N/A	N/A	7,31	5,76
EV/EBITDA	N/A	N/A	5,71	4,53
Chỉ số P/B	N/A	N/A	1,04	0,97
Chỉ số P/S	N/A	N/A	1,49	1,36
Tỷ suất cổ tức tiền mặt	0%	0%	7%	10%
Chỉ số sinh lời				
Biên LN gộp	21,41%	33,51%	41,91%	40,85%
Biên EBITDA	26,71%	31,71%	41,17%	43,60%
Biên LN ròng	-0,36%	5,40%	20,40%	23,69%
Tỷ số LN/VCSH	-0,19%	2,91%	14,27%	16,77%
Chỉ số đòn bẩy				
Chỉ số thanh toán	1,21	2,32	5,48	6,51
Tỷ số nợ vay/tổng vốn	0,47	0,42	0,35	0,27
Tỷ số nợ vay/VCSH	0,97	0,80	0,60	0,43
H.số TT hiện hành	0,21	0,33	0,62	1,13
H.số thanh toán nhanh	0,06	0,15	0,33	0,74

Bảng cân đối kế toán				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn	**60,0**	**83,7**	**117,3**	**176,0**
Tiền/tương đương tiền	12,8	33,5	56,3	108,6
Các khoản phải thu	4,7	6,2	6,9	7,5
Hàng tồn kho	20,9	25,7	31,5	35,1
Đầu tư ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Tài sản khác	21,6	18,3	22,6	24,8
Tài sản dài hạn	**1518,7**	**1334,1**	**1298,9**	**1252,4**
Tài sản cố định	1223,5	1121,9	1120,9	1103,0
Đầu tư dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Xây dựng cơ bản dở dang	281,4	198,6	163,6	133,6
Tài sản khác	13,8	13,5	14,4	15,8
Tổng tài sản	**1578,8**	**1417,8**	**1416,2**	**1428,4**
Nợ ngắn hạn	**282,9**	**256,2**	**190,7**	**156,1**
Khoản phải trả	1,6	2,8	6,3	7,0
Vay nợ ngắn hạn	235,1	206,2	154,7	116,0
Nợ khác	46,2	47,2	29,7	33,1
Nợ dài hạn	**523,3**	**418,9**	**397,9**	**378,0**
Vay nợ dài hạn	523,3	418,9	397,9	378,0
Nợ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ	**806,2**	**675,1**	**588,6**	**534,1**
Vốn chủ sở hữu	**772,6**	**742,7**	**827,7**	**894,3**
Vốn góp	732,0	732,0	732,0	732,0
Cổ phiếu quỹ	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	-52,0	-26,7	40,2	117,0
Vốn khác	92,6	37,4	55,5	45,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Tổng nợ và vốn CSH	**1578,8**	**1417,8**	**1416,3**	**1428,4**

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(tỷ đồng)	2015A	2016A	2017F	2018F
LCTT từ HĐ kinh doanh	85,6	107,4	144,4	200,3
LCTT từ HĐ đầu tư	-38,4	2,1	-16,0	-6,0
LCTT từ HĐ tài chính	-49,0	-88,8	-105,7	-141,9
LCTT trong kỳ	-1,7	20,7	22,8	52,4
Tiền/tương đương tiền đầu kỳ	0,0	12,8	33,5	56,3
Tiền/tương đương tiền cuối kỳ	-1,7	33,5	56,3	108,6

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Lê Anh Minh, CFA
Giám đốc - Phân tích cơ bản
minhla@vpbs.com.vn

Nguyễn Bảo Trung
Chuyên viên phân tích
trungnb@vpbs.com.vn

Triệu Quang Đức
Chuyên viên – Phân tích kỹ thuật
ductq@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Lý Đắc Dũng
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+84 1900 6457 Ext: 335

Lê Kiên Cường
Phòng Môi giới Khách hàng Tổ chức
cuonglk@vpbs.com.vn
+84 28 3823 8608 Ext: 202

Võ Văn Phương
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+84 28 6296 4210 Ext: 130

Domalux
Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
028.3823.8608 Ext: 246

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+84 24 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+84 28 3823 8608 Ext: 146

Hội sở Hà Nội
362 Phố Huế,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T: +84 1900 6457
F: +84 (0) 24 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh
76 Lê Lai,
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T: +84 (0) 28 3823 8608
F: +84 (0) 28 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng
112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T: +84 (0) 236 356 5419
F: +84 (0) 236 356 5418

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kì cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kì địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó,lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kì mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm,có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kì giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm. Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.