

MỞ KHÓA TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

MUA [+37%]

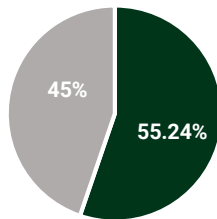
Giá hợp lý 88,000
Giá hiện tại 64,400

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

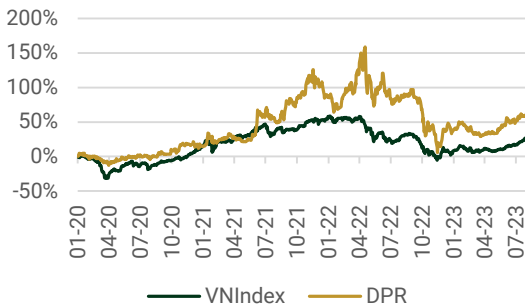
CP đang lưu hành (triệu) 43.44
Free float (triệu) 19.54
Vốn hóa (tỷ VND) 2,749.94
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu) 130,833
Sở hữu nước ngoài (%) 3.26
Ngày niêm yết đầu tiên 30/11/2007

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

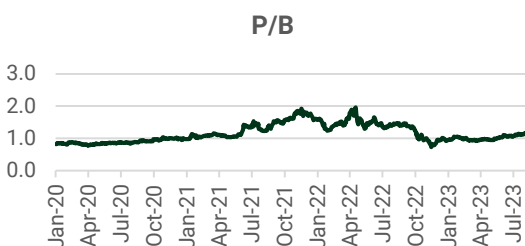
- Tập đoàn Cao su Việt Nam (GVR)
- Khác



BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI INDEX



LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ



Ngày cập nhật: 16/08/23

Tổng quan công ty: CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR), niêm yết trên HOSE từ năm 2007, hiện đang khai thác hơn 16,700 ha rừng cao su. Ngoài ra, DPR cùng với CTCP Cao su Bình Phước và CTCP Nam Tân Uyên (NTC) đã thành lập Công ty Cổ phần Công nghiệp Bắc Đồng Phú vào năm 2009, quản lý KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú.

Kết quả kinh doanh 1H2023 và dự phóng 2023F:

Trong 1H23, doanh thu DPR đạt 326.1 tỷ đồng (-35% YoY), và LNST đạt 127.2 tỷ đồng (-14% YoY). Sự sụt giảm KQKD đến từ tình trạng nhu cầu suy giảm trong giai đoạn khó khăn nền kinh tế, cũng như giá bán đã giảm mạnh trong 1H23. Tuy nhiên, nhờ vào khoản đầu tư ngắn hạn lớn và hưởng lợi từ lãi suất tiền gửi cao, doanh thu tài chính đã tăng lên 60.9 tỷ đồng (+123% YoY), hỗ trợ KQKD của DPR trong 1H23

Chúng tôi dự phóng doanh thu DPR năm 2023F sẽ giảm còn 892 tỷ đồng (-26% YoY), trong khi LNST dự kiến đạt 302 tỷ đồng (+4% YoY), nhờ vào (i) khoản tăng thu nhập tài chính lên 129 tỷ đồng (+77% YoY) và (ii) DPR có thể nhận 100 tỷ đồng từ bồi thường đền bù đất.

Luận điểm đầu tư: Động lực chính đến từ việc mở rộng 2 Khu công nghiệp hiện có và thu nhập từ bồi thường đền bù đất.

(i) Mảng cao su: Mặc dù hoạt động kinh doanh đang phải chịu tác động lớn từ xu hướng giảm giá cao su hiện tại, nhưng trong tương lai, vườn cao su đang khai thác với năng suất cao sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ gia tăng sản lượng cho DPR. Ngoài ra, kế hoạch thanh lý trung bình 400-500 ha cao su hàng năm, DPR có thể duy trì nguồn vốn ổn định và chia cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 15-20% mỗi năm.

(ii) Mảng BDS KCN: Động lực tăng trưởng chính của DPR đến từ 2 dự án mở rộng Khu công nghiệp hiện hữu – KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú Mở rộng. Với mức giá thuê trung bình dao động từ 70-80 USD/m² và có thể hưởng lợi từ xu hướng tăng giá thuê trong tương lai, DPR dự kiến sẽ thu về từ 5,000 - 6,000 tỷ đồng từ hai dự án này trong dài hạn.

(iii) Thu nhập từ bồi thường đền bù đất: DPR dự kiến chuyển giao khoảng 2,000 ha đất cho Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Phước trong 10 năm tới với giá chuyển giao trung bình 1 tỷ đồng mỗi hecta. Do đó, DPR có thể kỳ vọng thu nhập trung bình từ 150-200 tỷ đồng hàng năm từ dự án chuyển giao đất này.

Định giá & Đề xuất: Sử dụng phương pháp SOTP và phương pháp RNAV, chúng tôi tính toán giá hợp lý là 88,016 đồng/cổ phiếu. Do đó, đề xuất của chúng tôi là MUA với tiềm năng tăng giá là 37%.

Rủi ro đầu tư: (1) Nhu cầu cao su giảm cùng với giá bán tiếp tục giảm mạnh (2) Khu công nghiệp không được phê duyệt mở rộng do vấn đề pháp lý. (3) Giá thuê thấp hoặc tỷ lệ lấp đầy không đảm bảo do tình hình khó khăn của nền kinh tế (4) Các vấn đề pháp lý liên quan đến khâu đền bù và bồi thường đất.

Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1,033	1,138	1,217	1,211	892
LNST (tỷ VND)	191	212	473	291	302
EPS (VND)	4,253	4,138	10,025	5,767	5,903
Tăng trưởng EPS (%)	-22%	-3%	142%	-42%	2%
Giá trị sổ sách (VND)	41,202	41,676	50,973	53,676	56,081
P/E	21.53	23.11	7.34	12.65	10.37
P/B	1.53	1.51	1.24	1.18	1.09
Cổ tức tiền mặt (%)	50%	40%	35%	15%	30%

NỘI DUNG

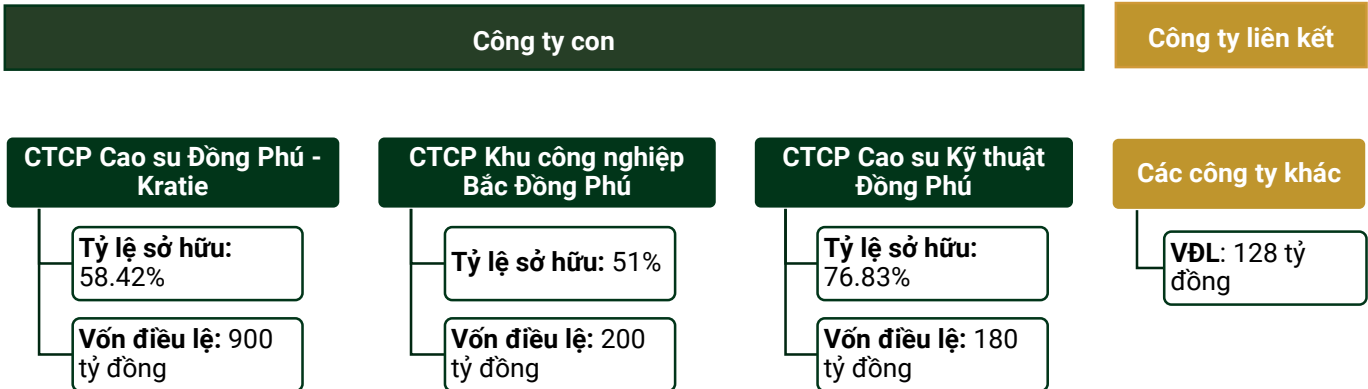
MỞ KHÓA TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG	1
TỔNG QUAN CÔNG TY	3
Cấu trúc công ty	3
Mô hình hoạt động	3
MẢNG CAO SU TỰ NHIÊN	4
Trồng và khai thác cao su: Triển vọng tăng trưởng khi vườn cây bước vào giai đoạn thu hoạch cao điểm	4
Giá cao su thiên nhiên tiếp tục đối mặt với xu hướng giảm	5
Thanh lý vườn cao su: Nguồn thu nhập ổn định cho DPR	6
BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP	7
Tổng quan về tình hình hoạt động KCN tỉnh Bình Phước	7
Triển vọng phát triển lĩnh vực BDS KCN tại Bình Phước	8
Khu công nghiệp của DPR – kỳ vọng vào 02 dự án mở rộng KCN hiện hữu	8
THU NHẬP TỪ ĐỀN BÙ ĐẤT	9
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	9
DỰ PHÓNG KQKD 2023	11
ĐỊNH GIÁ	12
BÁO CÁO TÀI CHÍNH	13

TỔNG QUAN CÔNG TY

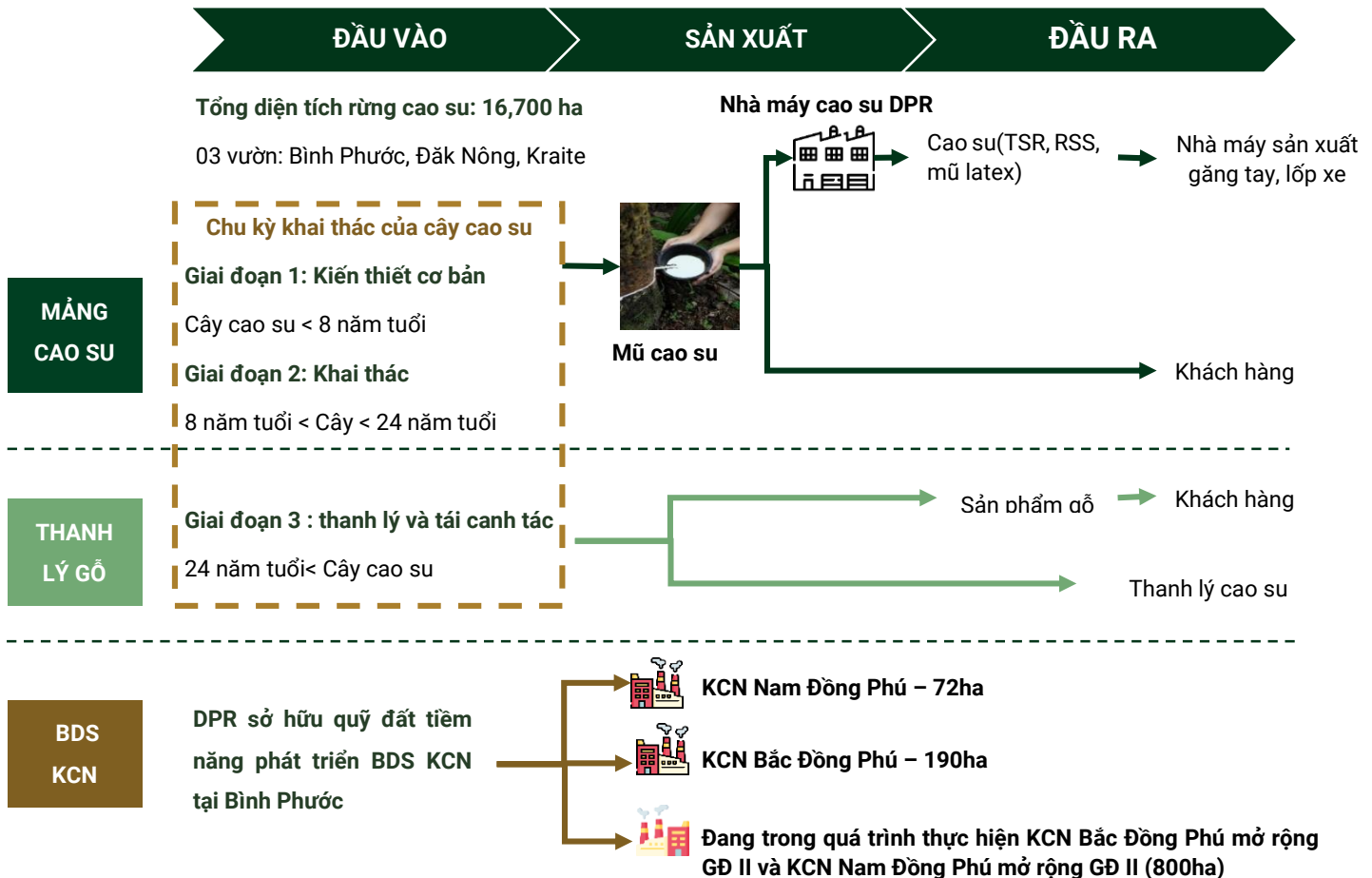
CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR), niêm yết trên HOSE từ năm 2007, hiện đang khai thác hơn 16,700 ha rừng cao su. Ngoài ra, DPR cùng với CTCP Cao su Bình Phước và CTCP Nam Tân Uyên (NTC) đã thành lập Công ty Cổ phần Công nghiệp Bắc Đồng Phú vào năm 2009, quản lý KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú



Cấu trúc công ty



Mô hình hoạt động



MẢNG CAO SU TỰ NHIÊN

Trồng và khai thác cao su: Triển vọng tăng trưởng khi vườn cây bước vào giai đoạn thu hoạch cao điểm

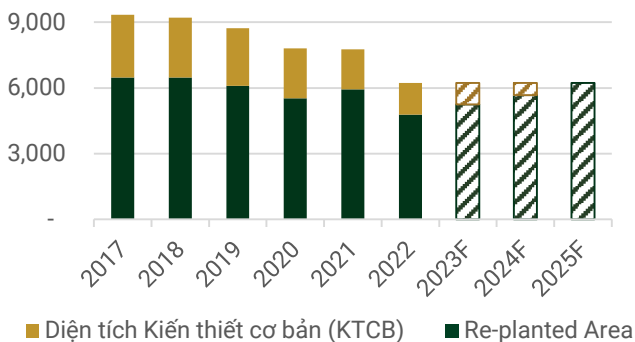
DPR có tổng diện tích đất cao su khoảng 16.700 ha, bao gồm ba vườn cây tại Bình Phước, Đắk Nông và Kratie. Theo PHS, hiệu suất của cây cao su phụ thuộc vào các yếu tố dưới đây: (i) Diện tích vườn cây, đặc biệt là diện tích trong giai đoạn khai thác; và (ii) Độ tuổi của cây, ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng. Theo Hiệp hội Cao su Việt Nam, năng suất thu hoạch cao su được chia thành ba giai đoạn chính:

- Giai đoạn 1 – Giai đoạn kiến thiết cơ bản - Cây dưới 8 tuổi sẽ được chăm sóc và nuôi dưỡng, và không thể khai thác trong giai đoạn này.
- Giai đoạn 2 – Giai đoạn khai thác:
 - Cây từ 8 đến 18 tuổi mang lại năng suất trung bình từ 1,3-1,4 tấn cao su mỗi hecta.
 - Cây trưởng thành, từ 18 đến 24 tuổi, cho ra thu hoạch hiệu quả nhất, với năng suất trung bình từ 2,3-2,4 tấn cao su mỗi hecta.
- Giai đoạn 3: Cây trên 24 tuổi vẫn có khả năng thu hoạch, nhưng năng suất sẽ dần giảm xuống khoảng 1,8-1,9 tấn mỗi hecta, và hiệu suất sẽ giảm dần theo thời gian.

(1) Vườn cao su Bình Phước:

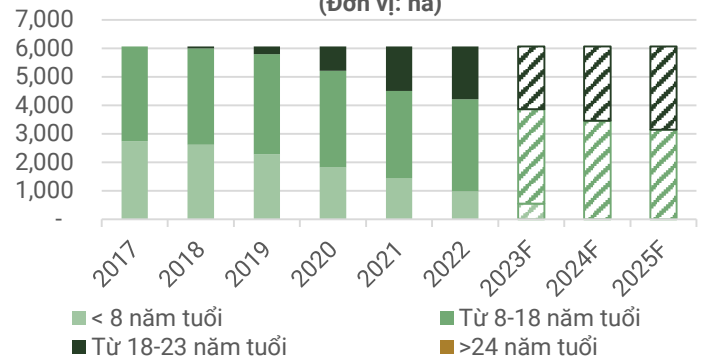
Vườn cao su Bình Phước hiện đang khai thác khoảng 6,300 ha đất cao su, trong đó có gần 1,000 diện tích cây đang trong giai đoạn kiến thiết cơ bản và dự kiến sẽ đạt độ tuổi trưởng thành, có thể thu hoạch với năng suất tốt vào năm 2025F.

Cơ cấu diện tích vườn cây cao su theo trạng thái canh tác (Đơn vị: ha)



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Cơ cấu diện tích vườn cây cao su theo độ tuổi (Đơn vị: ha)

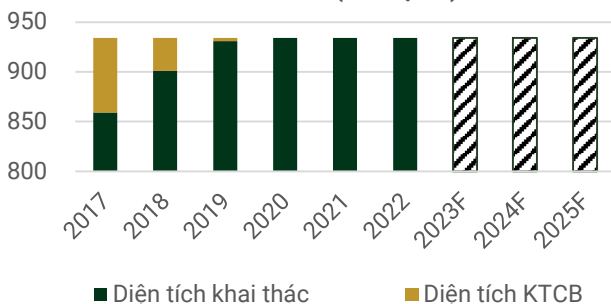


Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

(2) Vườn Đắk Nông - tổng diện tích đất 934 ha:

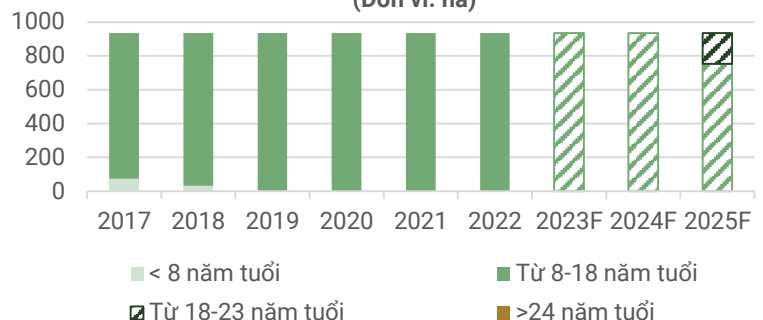
Diện tích đất khai thác của vườn Đắk Nông đã đạt 100% vào năm 2019 và hiện đang trong độ tuổi trưởng thành giúp DPR khai thác được sản lượng tốt nhất.

Cơ cấu diện tích vườn cây cao su theo trạng thái canh tác (Đơn vị: ha)



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

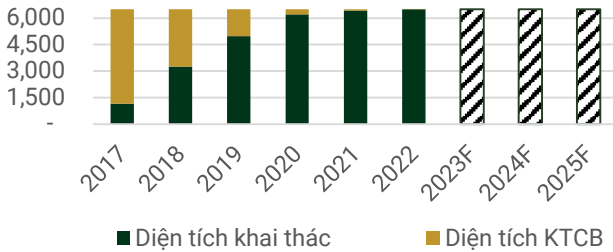
Cơ cấu diện tích vườn cây cao su theo độ tuổi (Đơn vị: ha)



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

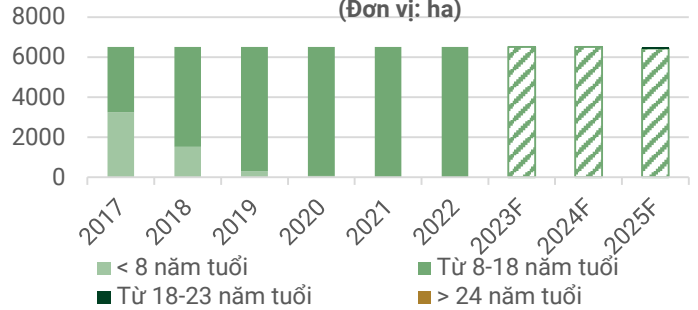
(3) Vườn Kratie - tổng diện tích đất 6,500 ha: vườn cây này được kỳ vọng sẽ là vườn chủ lực của DPR trong tương lai và hiện diện tích khai thác cũng đã đạt tỷ lệ 100%.

Cơ cấu diện tích cây cao su theo trạng thái canh tác (Đơn vị: ha)



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

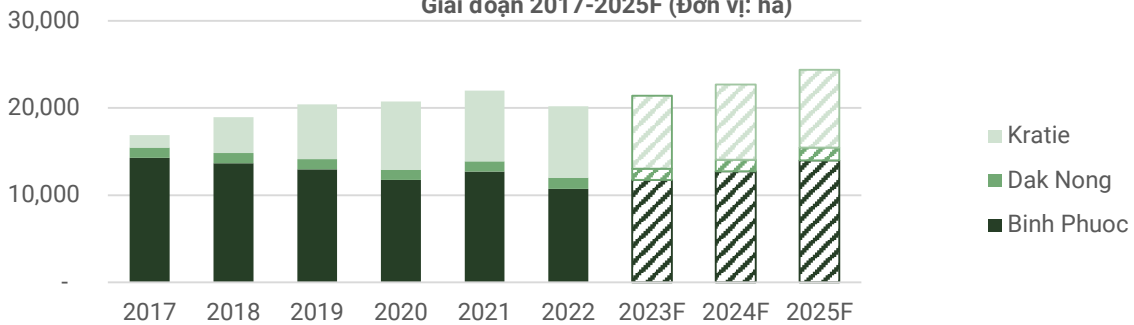
Cơ cấu diện tích vườn cây cao su theo độ tuổi (Đơn vị: ha)



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Trong 3 năm tới, PHS dự phóng rằng 3 vườn cây của DPR có thể đạt 100% diện tích khai thác, với độ tuổi cây trưởng thành mang lại hiệu suất khai thác tốt nhất với tỷ lệ trung bình 2.2 – 2.4 tấn/ha. Vì vậy, sản lượng sẵn sàng thu hoạch có thể tăng tương đối tốt trong giai đoạn từ 2023F-2025F với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) dự phóng ở mức 5% khi các vườn cây đạt năng suất khai thác cao nhất.

**Sản lượng cao su tự nhiên sẵn sàng khai thác của DPR
Giai đoạn 2017-2025F (Đơn vị: ha)**

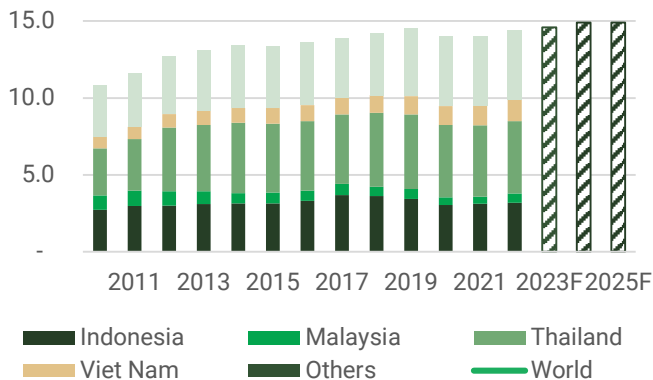


Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Giá cao su thiên nhiên tiếp tục đối mặt với xu hướng giảm

Trong thập kỷ qua, các quốc gia Đông Nam Á (bao gồm Indonesia, Malaysia, Thái Lan và Việt Nam) đã chiếm hơn 70% diện tích khai thác cao su trên thế giới. Sản lượng cao su tự nhiên khai thác đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 2.2% trong thập kỷ qua, dự kiến tốc độ tăng trưởng sẽ tiếp tục được duy trì do diện tích khai thác hiện đang đến giai đoạn trưởng thành.

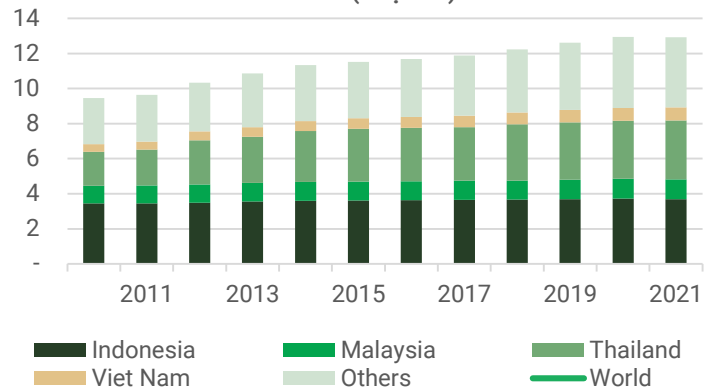
**Sản lượng cao su thiên nhiên trên Thế giới
(Triệu tấn)**



Nguồn: Worldbank, PHS Tổng hợp

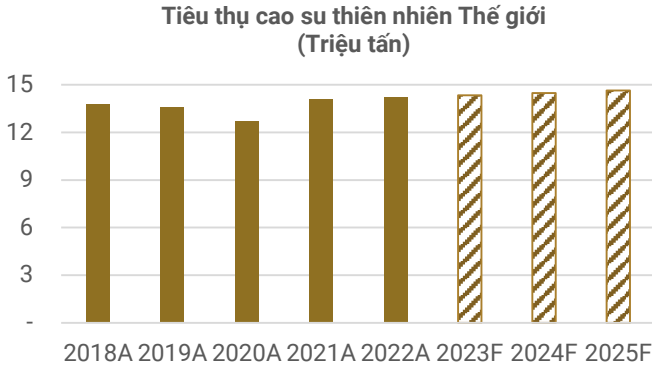
hợp

**Diện tích khai thác cao su thiên nhiên trên Thế giới
(Triệu ha)**

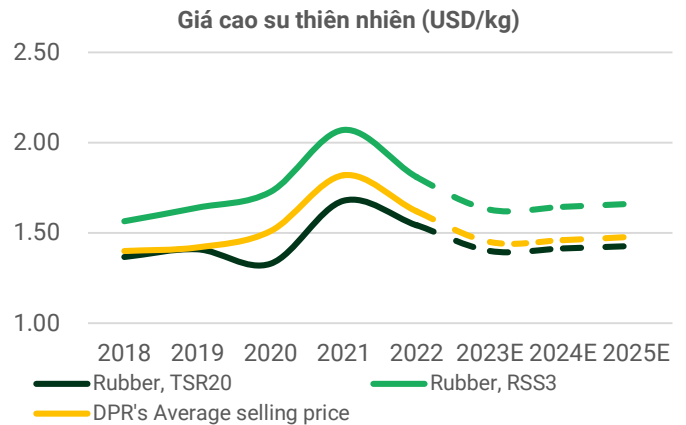


Nguồn: Worldbank, PHS Tổng

Trong khi đó, Trung Quốc và Ấn Độ hiện đang đứng đầu thị trường tiêu thụ cao su tự nhiên, đặc biệt là Trung Quốc khi đang chiếm khoảng 40% sản lượng toàn cầu mỗi năm. Hiện tại, do các yếu tố thách thức từ nền kinh tế toàn cầu cũng như khó khăn từ quá trình mở cửa nền kinh tế Trung Quốc, chúng tôi dự phóng rằng nhu cầu cao su thiên nhiên thế giới sẽ tiếp tục dao động quanh mức 14 triệu tấn kể từ giai đoạn 2018. Vì thế, nguồn cung hiện tại sẽ đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ, tình trạng này sẽ tiếp tục gây áp lực lên giá bán và khó có thể tạo ra sự phục hồi giá đột biến trong ngắn hạn.



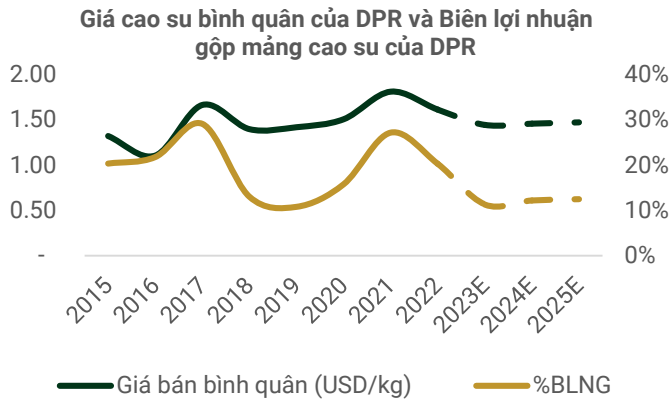
Nguồn: Worldbank, PHS tổng hợp và ước tính



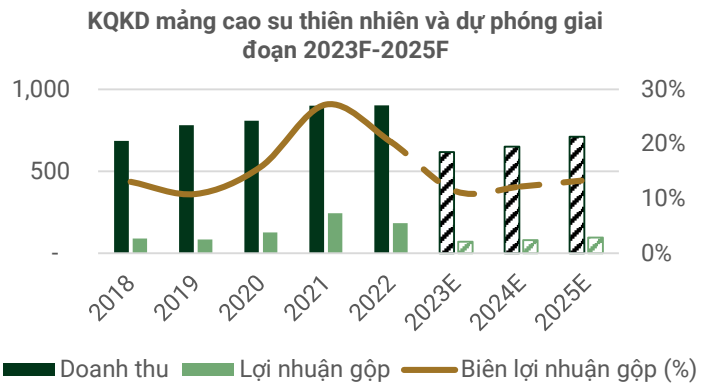
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp và ước tính

Dự báo từ tổ chức World Bank và Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG) cho thấy giá bán cao su dự kiến sẽ giảm xuống khoảng 1,3-1,5 USD/kg vào năm 2023F. Dự kiến mức giảm giá này sẽ tiếp tục trong tương lai gần do sự chênh lệch giữa nhu cầu và nguồn cung toàn cầu.

Giá cao su ở Việt Nam và DPR biến động đồng biến với giá cao su toàn cầu và giá bán trung bình có tác động lớn đến biên lãi gộp của doanh nghiệp trong giai đoạn này. Với tình hình khó khăn hiện tại trong thị trường cao su thiên nhiên, giá cao su dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp khoảng 1.3 – 1.5 USD/kg. Do đó, biên lãi gộp của DPR dự kiến sẽ quay trở lại mức trước đại dịch năm 2018, ở mức khoảng 11% - 13%



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

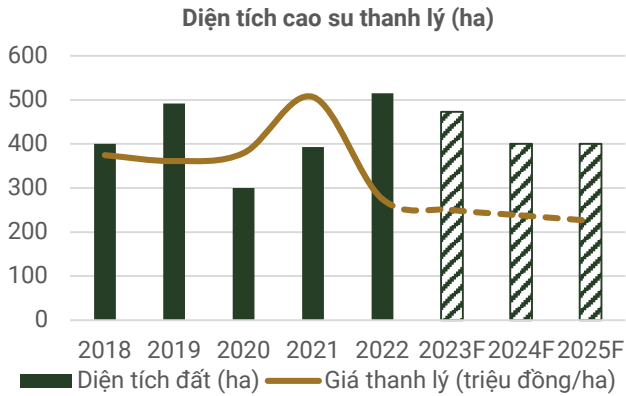


Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

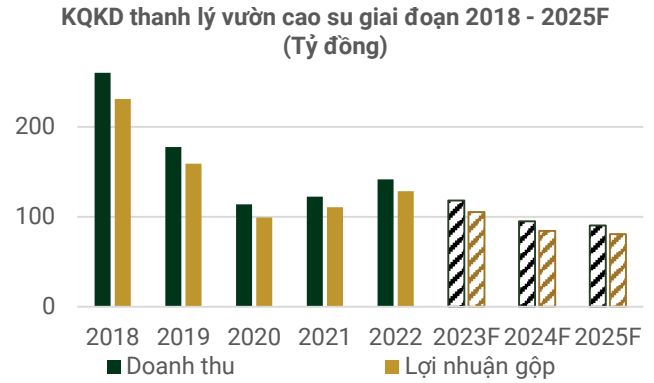
Thanh lý vườn cao su: Nguồn thu nhập ổn định cho DPR

Trong giai đoạn 2018-2022, diện tích thanh lý hàng năm trung bình của DPR đạt 400ha. Chúng tôi dự phóng rằng DPR sẽ tiếp tục thanh lý với diện tích từ 400 đến 500 hecta mỗi năm cho đến năm 2025F. Trong khi các vườn cây ở Campuchia và Đắk Nông sẽ đến giai đoạn trưởng thành nên diện tích thanh lý hầu như không có.

Do tình hình giá cao su hiện duy trì thấp trong thời gian gần đây và được dự báo có thể kéo dài, dẫn đến khả năng thanh lý của các vườn cây cao, vì vậy giá thanh lý dự phóng có thể giảm còn 250 triệu đồng mỗi hecta.



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

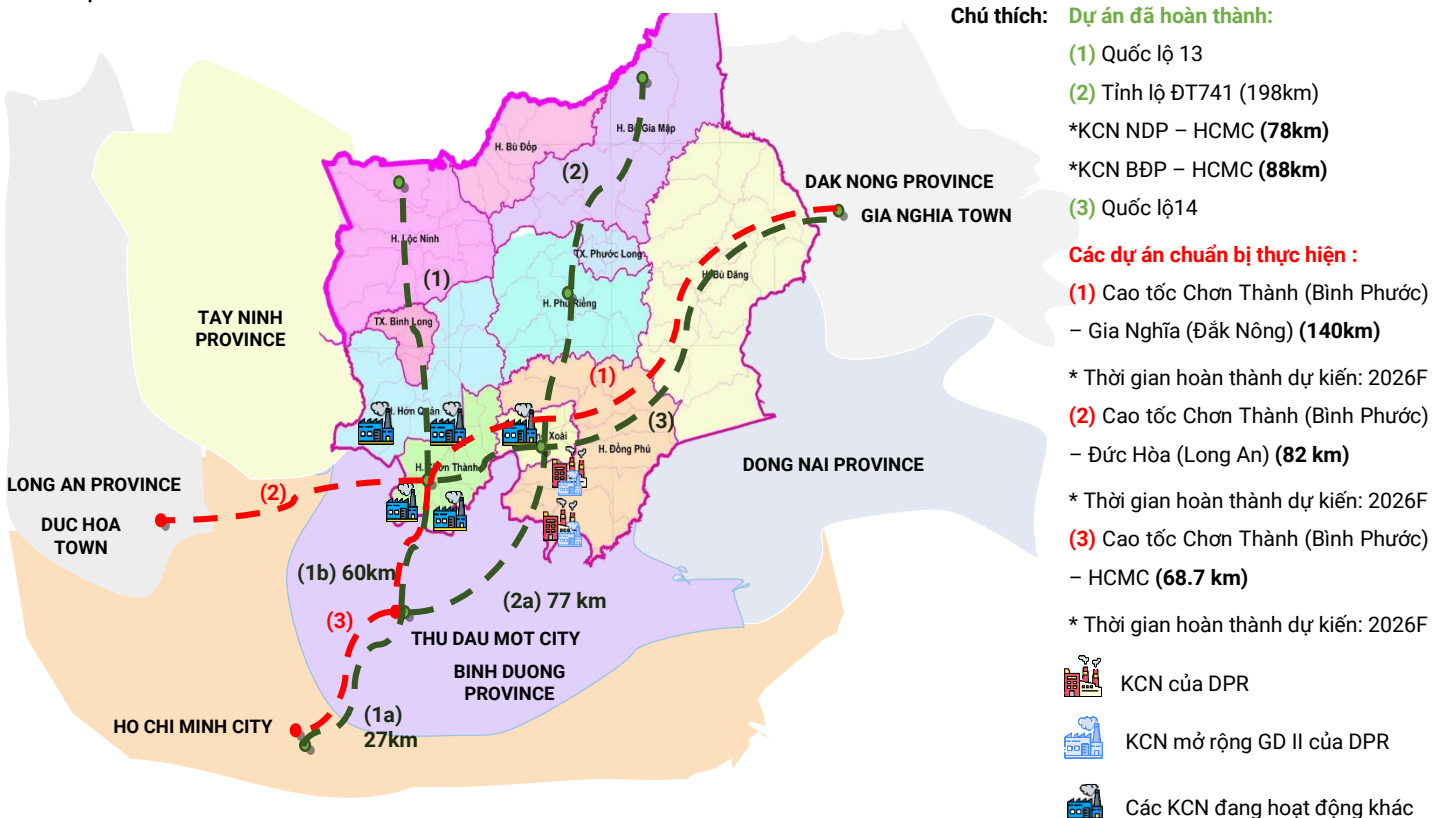
BẮT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP

Tổng quan về tình hình hoạt động KCN tỉnh Bình Phước

Theo báo cáo thống kê của Ủy ban Nhân dân tỉnh Bình Phước vào tháng 6 năm 2022, tỉnh đang hoạt động 13 KCN, tỷ lệ lấp đầy trung bình các KCN vừa và nhỏ hiện đang trên 80%. Huyện Chơn Thành hiện đang là khu vực hoạt động KCN lớn nhất tỉnh với diện tích hoạt động lên tới 3,800 ha trên tổng diện tích 4,700 ha của tỉnh.

Vừa qua, vào tháng 01/2023 quy hoạch tổng thể giai đoạn 2021 – 2030 tỉnh Bình Phước đã được phê duyệt. Theo đó, Bình Phước sẽ tăng cường 10,400 ha diện tích đất KCN trong giai đoạn 2021 - 2030. Đa số các KCN mới thành lập sẽ hoạt động tại huyện Đồng Phú, huyện Phú Riềng và huyện Hớn Quản. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, hiện có 3 KCN được Thủ tướng phê duyệt đầu tư phát triển, gồm KCN Minh Hưng III mở rộng, KCN Bắc Đồng Phú giai đoạn II mở rộng và KCN Nam Đồng Phú giai đoạn II mở rộng (thuộc sở hữu của DPR).

Quy hoạch tổng thể cho thấy nếu hoạt động tốt và đảm bảo được tỷ lệ lấp đầy của 02 KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú giai đoạn II, sẽ có khả năng tiếp tục mở rộng lên giai đoạn III với tổng diện tích lên đến 1,500 ha vào năm 2030. Với quy hoạch và định hướng trên, sẽ mở ra cơ hội tăng trưởng đáng kể trong lĩnh vực hoạt động BDS KCN cho DPR trong dài hạn.



Triển vọng phát triển lĩnh vực BDS KCN tại Bình Phước

(i) Vị trí địa lý: Bình Phước có thể hưởng lợi từ các dự án hạ tầng giao thông tăng cường tính liên kết vùng

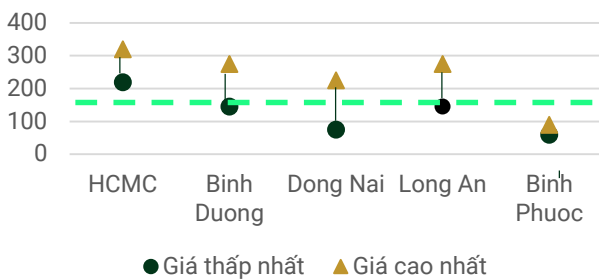
Bình Phước hiện đã được kết nối với Thành phố Hồ Chí Minh và Tỉnh Bình Dương thông qua Quốc lộ 13. Bên cạnh đó, Bình Phước cũng kết nối với Bình Dương thông qua Đường tỉnh số 741, đây cũng là tuyến đường tọa lạc của 02 KCN của DPR. Cụ thể, khoảng cách từ Khu công nghiệp Nam Đồng Phú đến TP.HCM là 78 km, và từ Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú là 88 km. Mặc dù ĐT741 chỉ là tuyến đường tỉnh lộ, nhưng sở hữu 6 làn đường thông thoáng và là một tuyến đường huyết mạch ở Bình Phước, tạo điều kiện kết nối thông suốt các tỉnh trên tuyến đường này.

Trong giai đoạn từ 2023F đến 2026, một số dự án cao tốc sẽ nâng cao khả năng kết nối của Bình Phước với vùng Kinh tế trọng điểm phía Nam. Bao gồm ba tuyến cao tốc chính kết nối với TP.HCM, Tỉnh Long An và Tỉnh Đắk Nông, và cả ba sẽ giao nhau tại huyện Chơn Thành. Đây cũng chính là một trong những lý do tại sao Chơn Thành quy tụ diện tích Khu công nghiệp lớn nhất ở Bình Phước.

(ii) Mức giá thuê hấp dẫn:

Bình Phước hiện đang có mức giá thuê phù hợp và hấp dẫn nhất trong vùng kinh tế phía Nam, dao động từ 60-80 USD/m²/thuê kỳ, so với mức giá trung bình là 166 USD/m²/thuê kỳ ở khu vực miền nam Việt Nam. Dự kiến mức giá thuê này sẽ tăng 5% hàng năm, khiến Bình Phước trở thành địa điểm lý tưởng để phát triển Khu công nghiệp.

Giá thuê KCN tại các tỉnh khu vực phía Nam
(Usd/m²/chu kỳ thuê)



	Bình Dương	Dong Nai	Long An	TPHCM
Tỷ lệ lấp đầy	95%	86%	85%	98%

Nguồn: CBRE, PHS tổng hợp

(iii) Nguồn cung KCN hạn chế tại Bình Phước cho đến năm 2025F

Bình Phước hiện phê duyệt cho ba KCN mở rộng kể từ năm 2021. Các thủ tục pháp lý để được phê duyệt mất thời gian, dẫn đến tình trạng nguồn cung hạn chế của các Khu công nghiệp cho đến năm 2025F.

Khu công nghiệp của DPR – kỳ vọng vào 02 dự án mở rộng KCN hiện hữu

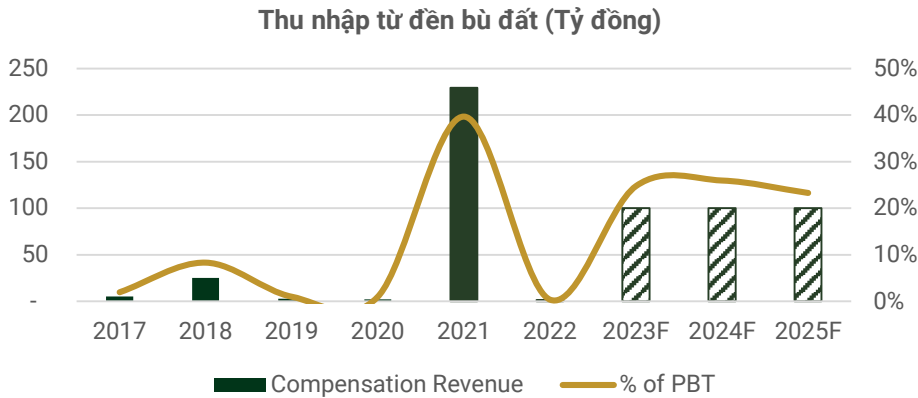
Hiện tại, DPR đang quản lý và vận hành 02 KCN Bắc Đồng Phú và KCN Nam Đồng Phú với tỷ lệ lấp đầy gần như 100%.

Giai đoạn II mở rộng của các KCN này hiện đang trong khâu pháp lý và trình quy hoạch dự kiến sẽ được vận hành vào năm 2024 với KCN Bắc Đồng Phú mở rộng II, và KCN Nam Đồng Phú II sẽ hoạt động vào năm 2025 với mức giá thuê trung bình dự kiến khoảng 70-80 USD/m² với cả 2 KCN

Tên KCN	Tình trạng	Diện tích (ha)	Tỷ lệ lấp đầy	Giá thuê trung bình (USD/m ² /kỳ thuê)	Ghi chú
Bắc Đồng Phú mở rộng GĐ II	Thực hiện pháp lý	317	N/a	70 - 80	Dự kiến có thể hoạt động 2024F
Nam Đồng Phú mở rộng GĐ II	Thực hiện pháp lý	480	N/a	70 - 80	Dự kiến có thể hoạt động 2025F

THU NHẬP TỪ ĐỀN BÙ ĐẤT

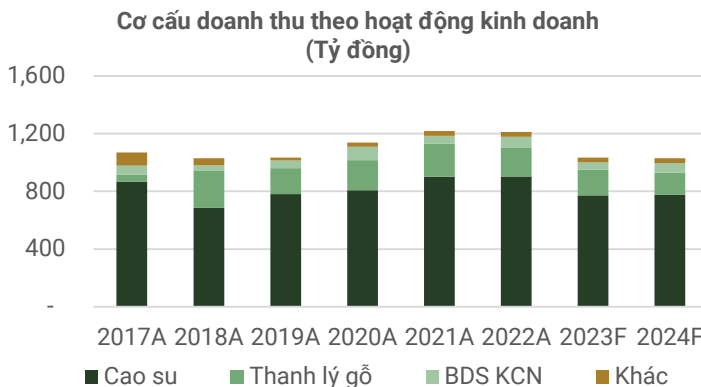
DPR đã chuyển nhượng khoảng 200 ha đất vào năm 2021, và theo quy hoạch tổng thể, DPR dự kiến sẽ chuyển nhượng khoảng 2,000 ha cho chính quyền tỉnh Bình Phước cho đến năm 2030 với chi phí bồi thường khoảng 1 tỷ đồng mỗi hecta. Đây là nguồn thu nhập bất thường hấp dẫn và đóng góp trọng yếu cho kết quả hoạt động của DPR trong những năm tới. Vào năm 2021, DPR đã nhận được khoản thu nhập bồi thường 230 tỷ đồng, đóng góp 40% lợi nhuận trước thuế cho năm 2021. Do đó, chúng tôi dự đoán rằng DPR có thể chuyển nhượng trung bình 100 ha đất trong 5 năm tới với giá trung bình khoảng 1 tỷ đồng mỗi hecta.



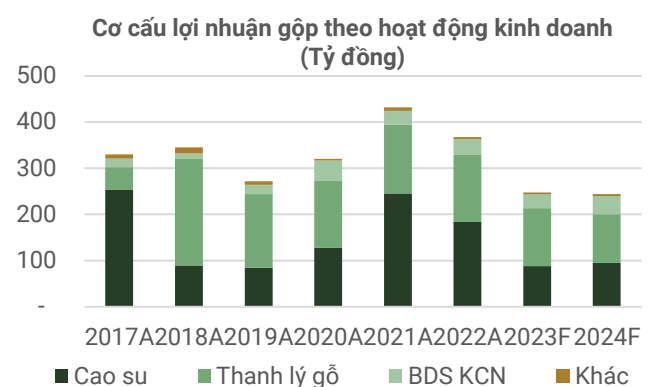
Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Mảng cao su hiện đang chiếm khoảng 90% tổng lợi nhuận gộp của DPR trong giai đoạn 2017-2022, đáng chú ý là hoạt động thanh lý gỗ đã đóng góp mạnh mẽ vào nguồn thu nhập lớn cho DPR. Ngoài ra, hoạt động BDS KCN hiện chỉ đóng góp một tỷ lệ nhỏ trong tổng doanh thu vì DPR sử dụng phương pháp ghi nhận phân bổ cho doanh thu mảng KCN. Chúng tôi kỳ vọng rằng hoạt động thanh lý cao su sẽ tiếp tục là nguồn lợi nhuận chính của DPR trong điều kiện thị trường cao su thiên nhiên gặp nhiều khó khăn hiện nay, đối với lĩnh vực BDS KCN sẽ tiếp tục tăng khi Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú mở rộng và Khu công nghiệp Nam Đồng Phú mở rộng có thể hoạt động lần lượt vào năm 2024 và 2025.

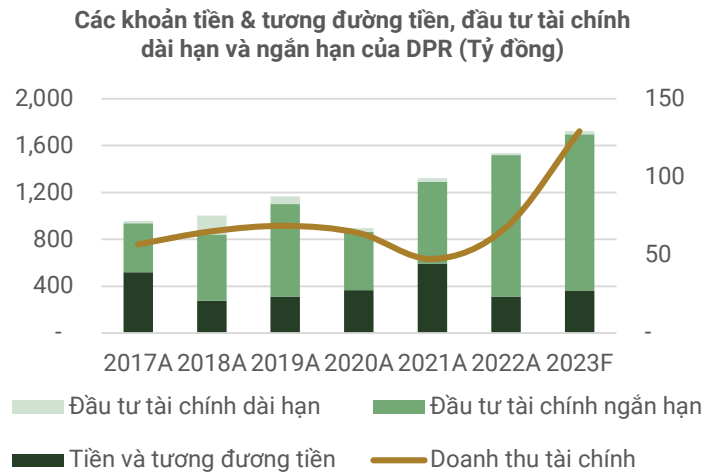
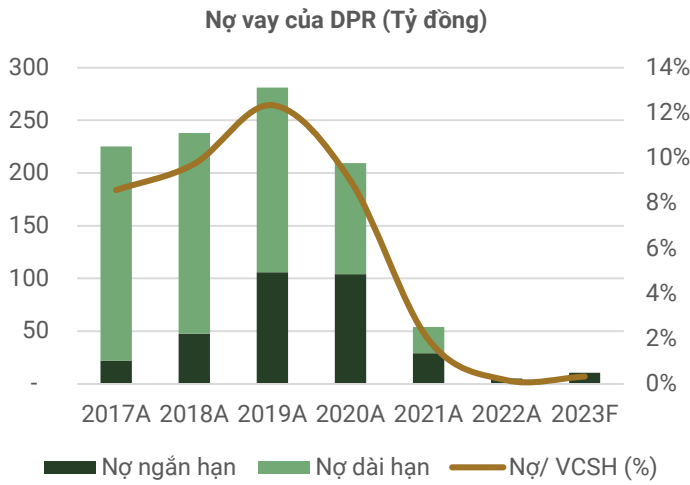


Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính



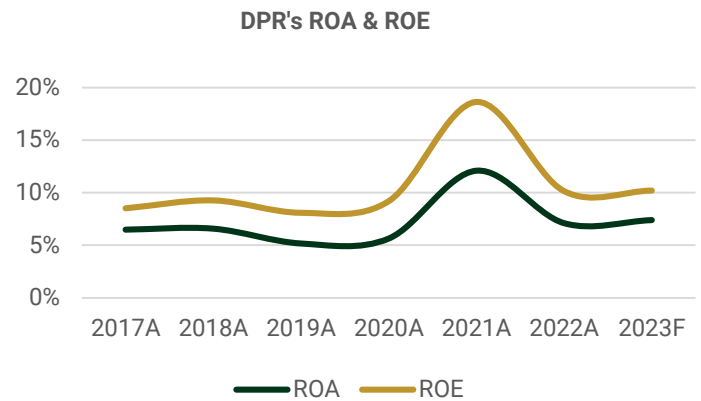
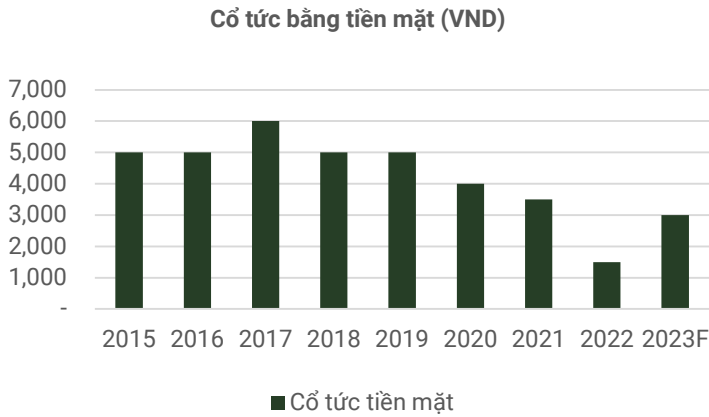
Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

DPR có tình hình tài chính ổn định và lành mạnh. Vào cuối năm 2022, tỷ lệ nợ/VCSH đã giảm xuống gần 0% và DPR hiện đang sở hữu một lượng lớn tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính. Chúng tôi tin rằng DPR có thể tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt với tỷ lệ 20-30% vào năm 2023 và 2024. Chúng tôi cũng dự đoán rằng thu nhập tài chính của DPR có thể đạt 123 tỷ đồng vào năm 2023 và 109 tỷ đồng vào năm 2024, đóng góp tới 33% và 29% tổng lợi nhuận trước thuế của DPR vào năm 2023 và 2024.



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính



Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

Nguồn: DPR, PHS tổng hợp và ước tính

DỰ PHÓNG KQKD 2023

	2022A	2023F	%YoY	Note
Doanh thu	1,211	892	-26%	
Cao su	903	618	-32%	Do những thách thức mà tình hình kinh tế toàn cầu đối mặt, nhu cầu sản phẩm dự kiến sẽ yếu hơn so với cùng kỳ. Ngoài ra, chúng tôi dự đoán giá bán cao su sẽ tiếp tục ở quanh mốc 1.3-1.5 USD/kg.
Thanh lý gỗ & sản phẩm gỗ	198	187	-6%	Diện tích thanh lý cao su khoảng 450ha với giá bán trung bình 250 triệu đồng/ha (-9% YoY)
BDS KCN	76	53	-31%	
Khác	33	33	0%	
Lợi nhuận gộp	367	240	-35%	
Chi phí SG&A	(122)	(103)	-16%	
Doanh thu tài chính	68	121	77%	
Chi phí tài chính	(2)	(0)	-92%	
Doanh thu thuần khác	55	119	117%	Chúng tôi dự phóng trung bình mỗi năm DPR có thể ghi nhận ~100 tỷ từ thu nhập đền bù đất với diện tích đất bàn giao là 100ha
Lợi nhuận trước thuế	350	377	8%	
Lợi nhuận sau thuế	291	302	4%	

ĐỊNH GIÁ

Sử dụng phương pháp SOTP và RNAV, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của DPR là 88,000 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị là MUA với tiềm năng tăng lên đến 37%. Chi tiết về các giả định sử dụng trong mô hình định giá của chúng tôi như sau:

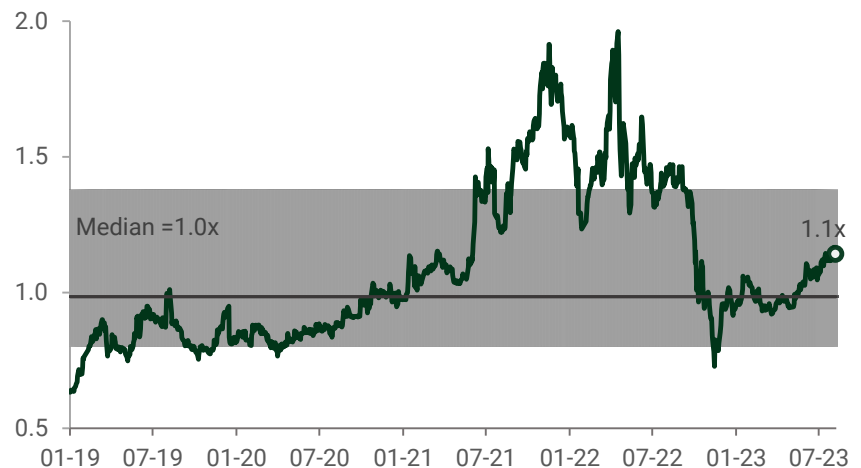
- Tỷ lệ WACC là 11.1%, phản ánh tỷ lệ lãi suất phi rủi ro 2.6%, chi phí vốn 13% và chi phí vay 8%.
- Chúng tôi định giá mảng cao su, thu nhập bồi thường đất và BDS KCN sử dụng phương pháp DCF vì chúng tôi tin rằng đây là phương pháp phù hợp và phổ biến nhất để định giá các ngành này.
- Đối với bồi thường đất, với quan điểm thận trọng nhất, chúng tôi giả định rằng DPR có thể chuyển nhượng trung bình 100 ha đất mỗi năm, với giá bồi thường khoảng 1 tỷ đồng mỗi ha.
- Chúng tôi giả định rằng KCN Bắc Đông Phú mở rộng GĐ II và KCN Nam Đồng Phú mở rộng GĐ II có thể được vận hành vào năm 2024 và 2025 tương ứng, với mức giá thuê trung bình là 70 USD/m².

Bảng: Định giá SOTP (Đơn vị: tỷ đồng)

	Phương pháp	NPV	Tỷ lệ sở hữu DPR	NPV tương ứng
Mảng cao su	DCF	939	100%	939
Thu nhập đền bù đất	DCF	924	100%	924
BDS KCN				
Bắc Đông Phú mở rộng GĐ II	DCF	1,851	51%	944
Nam Đồng Phú mở rộng GĐ II	DCF	2,809	51%	1,432
Tổng giá trị				4,239
Tiền và tương đương tiền				312
Lợi ích cổ đông không kiểm soát				(728)
Tổng giá trị cổ phần				3,823
Số lượng cổ phiếu lưu hành				43,434,000
Giá trị hợp lý (VND)				88,000

Nguồn: PHS tổng hợp

DPR hiện tại đang giao dịch ở mức P/B 1.09x năm FY23, 1.06x năm FY24



BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	1,030	1,033	1,138	1,217	1,211	892
Giá vốn hàng bán	(634)	(707)	(790)	(762)	(796)	(652)
Lợi nhuận gộp	396	326	348	455	415	240
Chi phí bán hàng	(23)	(26)	(25)	(37)	(36)	(22)
Chi phí QLDN	(132)	(130)	(114)	(106)	(133)	(80)
Lợi nhuận từ HĐKD	241	169	209	312	245	138
Lợi nhuận tài chính	65	69	64	47	68	121
Chi phí lãi vay	(16)	(23)	(15)	(7)	(2)	(0)
Lợi nhuận trước thuế	302	244	269	577	350	377
Lợi nhuận sau thuế	235	191	212	473	291	302
LNST của cổ đông Công ty mẹ	235	183	178	431	248	256
Cân đối kế toán	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,081	1,411	1,228	1,618	1,885	1,752
Tiền và tương đương tiền	277	312	366	593	311	312
Đầu tư tài chính ngắn hạn	563	789	496	698	1,209	1,165
Phải thu ngắn hạn	54	85	146	54	81	52
Hàng tồn kho	146	128	162	214	194	154
Tài sản ngắn hạn khác	40	97	57	59	90	69
Tài Sản Dài Hạn	2,578	2,326	2,547	2,414	2,280	2,528
Phải thu dài hạn	76	43	46	45	5	37
Tài sản cố định	1,377	1,564	1,547	1,475	1,426	1,319
Bất động sản đầu tư	122	133	175	162	150	137
Chi phí xây dựng dở dang	594	255	167	129	154	190
Đầu tư tài chính dài hạn	282	173	140	141	124	122
Tài sản dài hạn khác	128	158	473	463	419	722
Tổng cộng tài sản	3,660	3,737	3,775	4,032	4,165	4,280
Nợ phải trả	1,214	1,459	1,450	1,290	1,174	1,115
Nợ ngắn hạn	499	592	556	465	299	258
Nợ dài hạn	716	867	894	824	874	858
Vốn chủ sở hữu	2,445	2,278	2,325	2,743	2,991	3,164
Vốn góp	430	430	430	430	430	434
Lợi ích cổ đông thiểu số	544	506	533	551	683	728
Tổng nguồn vốn	3,660	3,737	3,775	4,032	4,165	4,280

Lưu chuyển tiền tệ	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	361	371	86	707	283	522
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(406)	(173)	249	(313)	(346)	(340)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(197)	(164)	(281)	(165)	(220)	(181)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(242)	35	54	229	(284)	1
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	519	277	312	366	593	311
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	277	312	366	595	309	312
Chỉ số tài chính	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-3.7%	0.3%	10.1%	7.0%	-0.5%	-26.4%
Lợi nhuận sau thuế	4.5%	-18.7%	10.7%	123.2%	-38.4%	3.6%
Tổng tài sản	5.1%	2.1%	1.0%	6.8%	3.3%	2.8%
Tổng vốn chủ sở hữu	-6.8%	-6.9%	2.1%	18.0%	9.1%	5.8%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	38.5%	31.5%	30.6%	37.4%	34.3%	26.9%
Tỷ suất lãi ròng	23.4%	16.4%	18.4%	25.6%	20.3%	15.4%
ROA	22.8%	18.5%	18.6%	38.8%	24.1%	33.8%
ROE	6.7%	5.3%	5.8%	12.1%	7.2%	7.0%
Hiệu quả hoạt động	9.6%	8.4%	9.1%	17.2%	9.7%	9.5%
Vòng quay khoản phải thu						
Vòng quay hàng tồn kho	6.3	7.6	11.1	8.5	7.8	7.7
Vòng quay khoản phải trả	75.2	66.6	65.5	88.8	91.9	91.3
Khả năng thanh toán	6.8	7.5	3.8	3.0	2.8	3.4
Tỷ suất thanh toán hiện thời						
Tỷ suất thanh toán nhanh	2.17	2.38	2.21	3.48	6.30	6.80
Cấu trúc tài chính	1.88	2.17	1.92	3.02	5.65	6.20
Tổng nợ/Tổng tài sản						
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.35	0.40	0.40	0.33	0.29	0.26
Vay ngắn hạn/VCSH	0.50	0.64	0.62	0.47	0.39	0.35
Vay dài hạn/VCSH	0.02	0.05	0.04	0.01	0.00	0.00

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

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

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

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

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

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

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

Miễn trách

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

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower, 8 Hoàng Văn Thái, phường Tân Phú, quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

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

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân

Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby

81-83-83B-85 Hàm Nghi,

Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 & 5, D&D Tower, 458 Nguyễn Thị

Minh Khai, Phường 2, Quận 3, TP.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,

251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân

Bình, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,

N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,

Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi Nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,

Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai

Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo,

Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801