

CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ – DPR (HSX)

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP

NGÀY CẬP NHẬT: 18/06/2024



I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

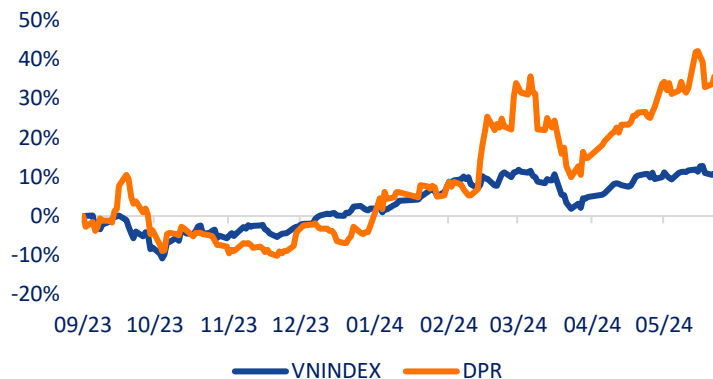
GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá thị trường (VND)	43.950
Giá mục tiêu (đồng)	48.000
Tăng/giảm	+17%
Vùng giải ngân	40.000 - 41.000
Vùng cắt lỗ	37.000 – 38.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Số lượng CP lưu hành	86,885 triệu
KLGD bình quân 1 tháng	492 nghìn
Biến động giá 1 tuần	-0,23%
Biến động giá 1 tháng	+ 1,88%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	3.397

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mảng cao su: Nhu cầu cao su tự nhiên được mở rộng cùng với giá tăng cao 18,4% giúp doanh thu mảng cao su được dự báo tăng trưởng 2%

Mảng Khu công nghiệp tiếp tục được triển khai và mở rộng với thu nhập từ hoạt động đền bù chuyển đổi đất

- Giá đất đền bù dự kiến tăng 30-50% sau 2025 thúc đẩy quá trình chuyển đổi đất. Dự kiến mang lại cho DPR doanh thu dài hạn đều đặn. Trong năm 2024, DPR có thể sẽ chuyển giao cho UBND tỉnh Bình Phước 100 ha để phát triển Cụm công nghiệp Tiên Hưng 1, với doanh thu đạt 118,6 tỷ đồng.
- KCN Bắc Đồng Phú, Nam Đồng Phú GĐ1 đi vào hoạt động 100% đem lại thu nhập ổn định của DPR trong mảng dịch vụ cho thuê với ghi nhận lợi nhuận đều từ 70-75 tỷ mỗi năm.
- Giai đoạn 2 của dự án Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú dự kiến có thể nhận doanh thu từ 2025 và hoàn thiện lấp đầy trong vòng 10 -12 năm như các dự án giai đoạn 1.

Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn và đều đặn

RỦI RO

- **Thời gian chuyển nhượng đất chậm trễ**
- **Lo ngại về tác động của nền kinh tế thế giới. Từ đó gián tiếp ảnh hưởng đến nhu cầu và giá cao su.**

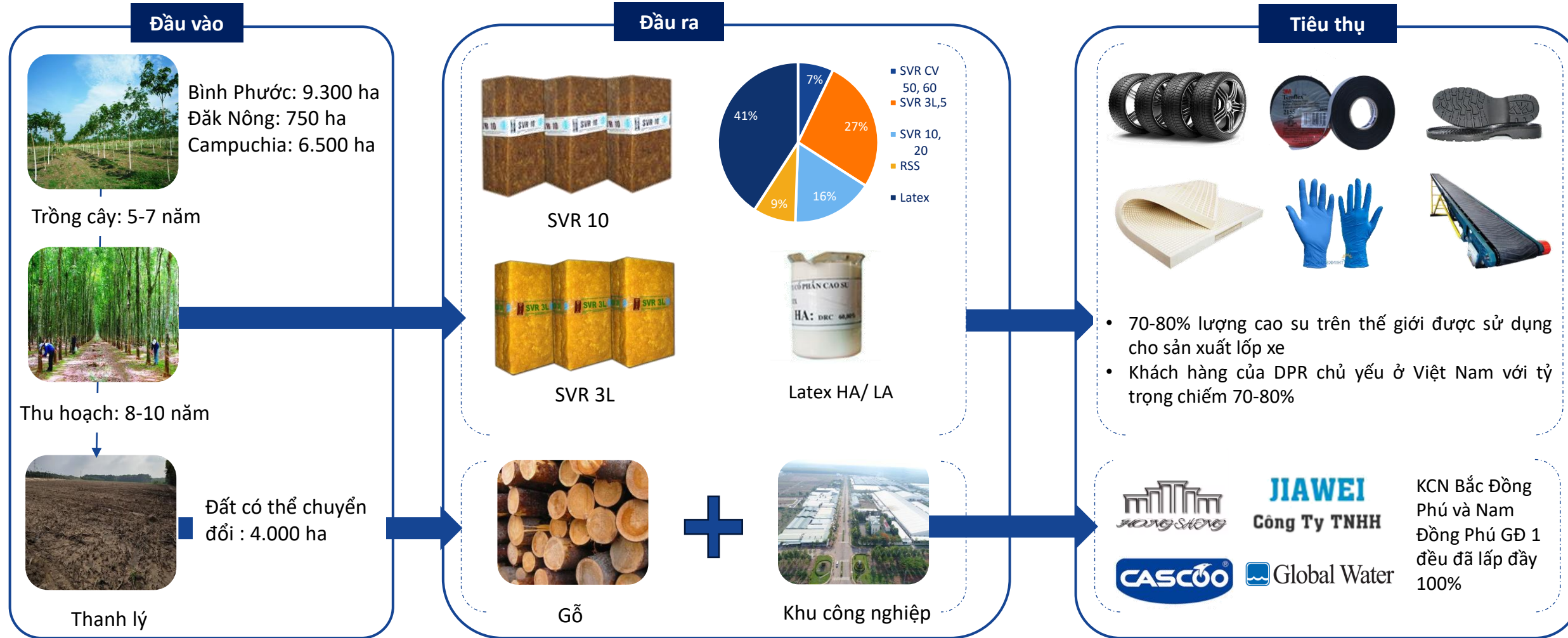
	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1138	1217	1211	1041	1093
Lợi nhuận gộp	320	430	367	274	350
SG&A	-111	-119	-122	-116	-120
Doanh thu tài chính	64	47	68	120	88
Chi phí tài chính	-15	-7	-2	-6	-4
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	212	473	296	254	289
Biên lợi nhuận ròng	19%	39%	24%	24%	26%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

GIỚI THIỆU TỔNG QUAN

Ngành nghề kinh doanh

Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú là công ty thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Với diện tích sản xuất khoảng 8.600 ha, DPR đã nỗ lực và phát triển trở thành 1 trong 2 doanh nghiệp lớn nhất trong ngành. Lĩnh vực kinh doanh chính của Công ty là trồng, khai thác, chế biến các sản phẩm từ mủ cao su. Bên cạnh đó, với diện tích đất rộng và định hướng chuyển dịch mô hình sản xuất, DPR cũng đã triển khai và mở rộng thêm mảng BĐS và cho thuê BĐS KCN.



18/06/2024

II. KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2024

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2024

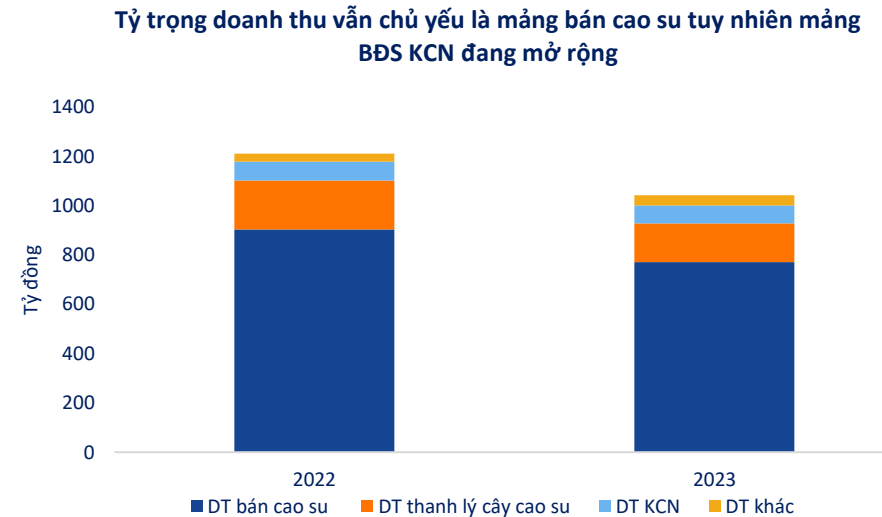
Doanh thu và lợi nhuận được cải thiện nhờ biên lợi nhuận tăng vọt

Quý 1/2024, DPR ghi nhận **Doanh thu thuần đạt 186,53 tỷ đồng (+3,8% yoy)** trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ cao su trong và ngoài nước trong quý 1 giảm nhẹ 0,2% yoy. Mặc dù giá bán lại tăng mạnh 18% yoy lên 40,92 triệu đồng/tấn nhưng doanh thu bán mủ cao su vẫn giảm 7,8% so với cùng kỳ, đạt 52,37 tỷ đồng. (Quý 1 thường là thời gian nghỉ cạo của cây cao su nên doanh thu thường thấp hơn các quý khác trong năm)
- Tăng trưởng vượt bậc lại là doanh thu từ mảng thanh lý bán gỗ với doanh thu gấp 3 lần so với cùng kỳ, đạt 19,97 tỷ đồng với số diện tích cao su được thanh lý cho hoạt động mở rộng khu công nghiệp là 123 ha.

LNST tăng nhẹ với số lãi đạt 62,23 tỷ đồng, tăng 0,67% yoy, trong đó:

- Biên lợi nhuận mảng bán cao su tăng mạnh từ 38% lên 44% giúp lợi nhuận thuần tăng 10,93% yoy
- Thuế TNDN tăng nhẹ 3,5% cùng với khoản thuế thu nhập hoãn lại đã làm tăng chi phí thuế lên 46%



III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

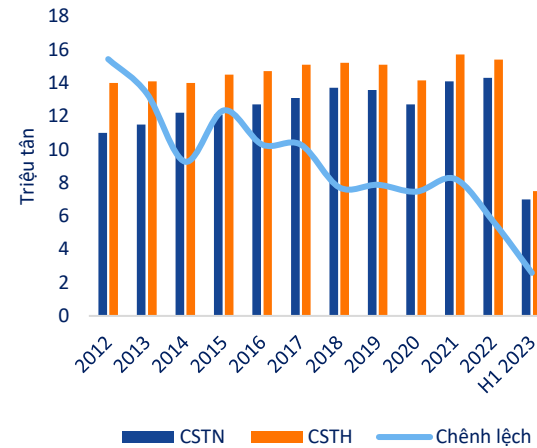
MĂNG CAO SU

Sản lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên (CSTN) đang dần cân bằng so với cao su tổng hợp (CSTH)

- **Xu hướng tiêu dùng** sản phẩm an toàn với thiên nhiên khi CSTN có nguồn gốc từ thực vật, có khả năng phân hủy sinh học, tái tạo. Có tác động tối thiểu đến môi trường trong quá trình thu hoạch và sản xuất vì không sử dụng màu nhân tạo hoặc chất làm mềm hóa học. Trách nhiệm đối với thiên nhiên ngày càng quan trọng và được nhấn mạnh tại COP 26.
- **Sự thúc đẩy đến từ chính phủ** các nước với các gói chính sách ưu đãi cho người dân và doanh nghiệp trồng cao su như tại Ấn Độ. Tạo động lực cho sự phát triển bền vững ngành công nghiệp CSTN
- Tuy nhiên, CSTH và CSTN không phải là hàng hóa thay thế hoàn hảo, nhu cầu của mỗi loại cao su lại phụ thuộc vào đặc tính của sản phẩm được sản xuất. Thêm vào đó, cung của 2 loại cao su này cũng bị ảnh hưởng từ yếu tố khác nhau (CSTN bị ảnh hưởng bởi nền nông nghiệp trong khi CSTH bị ảnh hưởng bởi than đá, dầu thô, khí tự nhiên). Điều này dẫn đến **sự biến động về giá của 2 loại cao su này thường bị ảnh hưởng bởi nhiều yếu tố và có sự tương quan theo từng thời kỳ.**

→ Lo ngại về việc CSTH sẽ thay thế CSTN bị giảm đi đáng kể khi mỗi loại đều có đặc tính ưu việt khác nhau. Điều đó khiến cho, **giá CSTH đang cao do sự ảnh hưởng đến từ giá dầu tăng cũng dần xóa đi khoảng cách về giá đối với 2 loại CSTN và CSTH, nâng cao sự cạnh tranh của CSTN.**

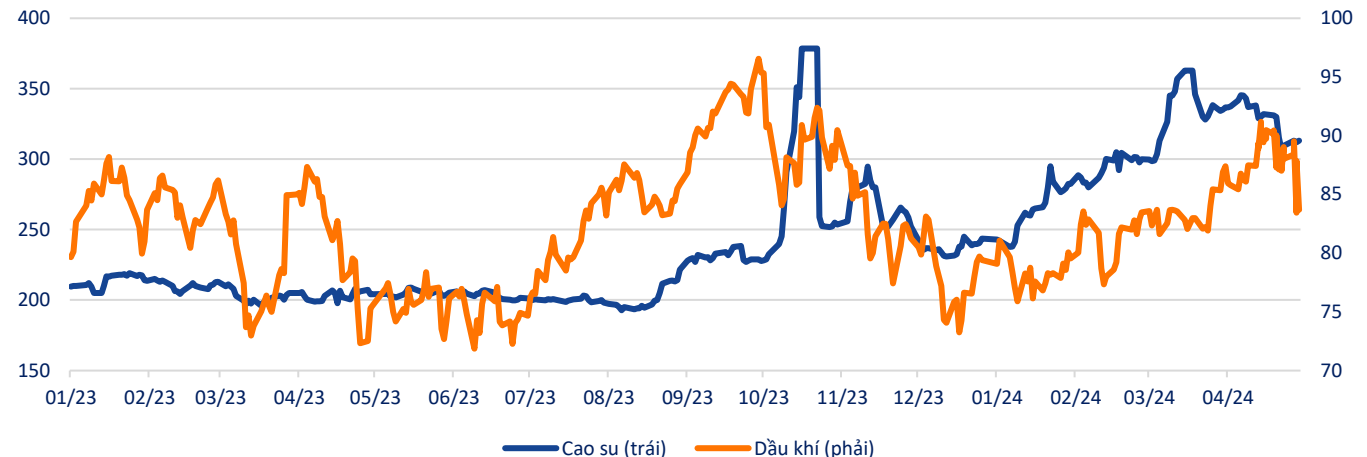
Tiêu thụ cao su tự nhiên và cao su tổng hợp trên toàn thế giới



So sánh thành phần vật liệu lốp xe tải nhẹ và lốp xe tải nặng theo tỷ lệ phần trăm



Giá dầu và giá cao su giao ngay ít có sự tương qua



Nguồn: Statista, VFS tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

MĂNG CAO SU

Giá cao su tự nhiên tăng mạnh và dự báo sẽ không sớm hạ nhiệt

Nhu cầu sử dụng tăng cao nhờ phục hồi sản xuất sản phẩm từ cao su

- Nhu cầu về đệm cao su latex ngày càng được tăng cao khi người tiêu dùng ưa thích các sản phẩm thân thiện với môi trường và an toàn cho sức khỏe. Quy mô thị trường Nệm Việt Nam được dự đoán sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR là 5,8% trong giai đoạn 2021-2026, dẫn đầu là nệm cao su.
- 70-80% lượng cao su được sử dụng cho sản xuất lốp xe. Xu hướng sử dụng xe điện với loại lốp có lực cản lăn thấp, và độ bền cao đang ngày càng phổ biến. Tất cả thúc đẩy nhu cầu sử dụng cao su thiên nhiên với CAGR đạt hơn 3-4% mỗi năm từ 2024-2025.
- Trung Quốc đang là quốc gia chiếm gần 80% thị phần xuất khẩu cao su của Việt Nam. Dự kiến doanh số bán ô tô của nước này năm 2024 sẽ tăng lên khoảng 31 triệu xe, mở rộng nhu cầu nhập khẩu cao su lên 15-18%.
- Trong quý 1/2024, CSTN Việt Nam xuất khẩu sang các thị trường EU đã tăng trưởng mạnh cả về lượng và trị giá. Với dự báo doanh số bán lốp ô tô ở EU sẽ tăng với tốc độ CAGR khoảng 4,8% trong 2020-2030, sẽ giúp cho sản lượng tiêu thụ CSTN của các nước này sẽ tăng từ mức 9% lên 14,5% trong năm 2030.

Nguồn cung CSTN đang bị ảnh hưởng nhiều bởi thời tiết và đất canh tác

- Giá cao su giảm mạnh trong các năm khiến nông dân từ bỏ việc trồng cây để chuyển sang các loại cây trồng thay thế có hiệu quả sản xuất cao hơn. Điển hình như ở Việt Nam, giá thu mua mủ giảm hơn 20% trong 3 năm gần đây khiến người dân chuyển sang trồng mía, keo, điều,...
- Rủi ro về điều kiện thời tiết “cực đoan” đã khiến cho Thái Lan, Malaysia và Indonesia đối mặt với tình trạng gián đoạn khi một số cơ sở sản xuất nguyên liệu thô ngừng hoạt động và cắt giảm sản lượng
- Giai đoạn từ tháng 2 đến tháng 4 là thời điểm thu hoạch thấp điểm tại các quốc gia Đông Nam Á càng khiến lo ngại về nguồn cung trở nên nghiêm trọng hơn.

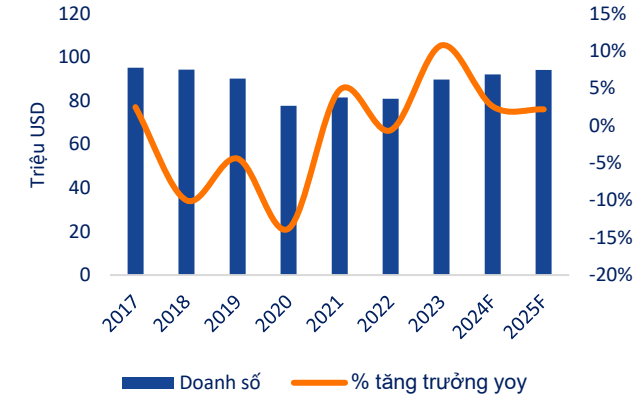
Nhu cầu dự báo tăng trong khi nguồn cung thấp khiến giá cao su quay trở lại pha tăng giá sau thời kỳ nguồn cung bị pha loãng.

Thị phần nệm theo loại năm 2022

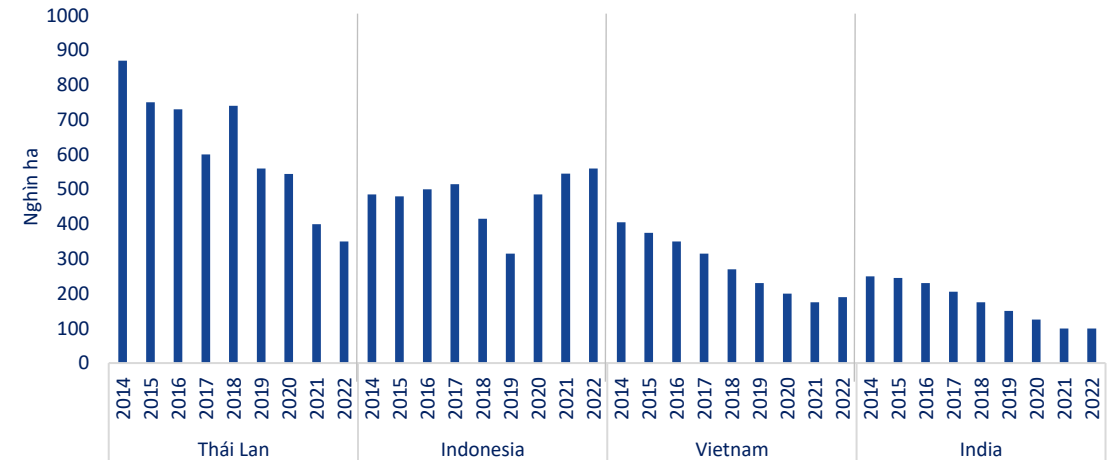


■ Đệm cao su latex ■ Đệm lò xo ■ Đệm khác

Doanh số bán ô tô toàn cầu tiếp tục tăng với tốc độ chậm lại, tập trung chủ yếu tại Trung Quốc



Diện tích kiến thiết cơ bản liên tục suy giảm tại các nông trường trọng yếu của Thế giới



Nguồn: Tổng cục thống kê các Quốc gia, VFS tổng hợp

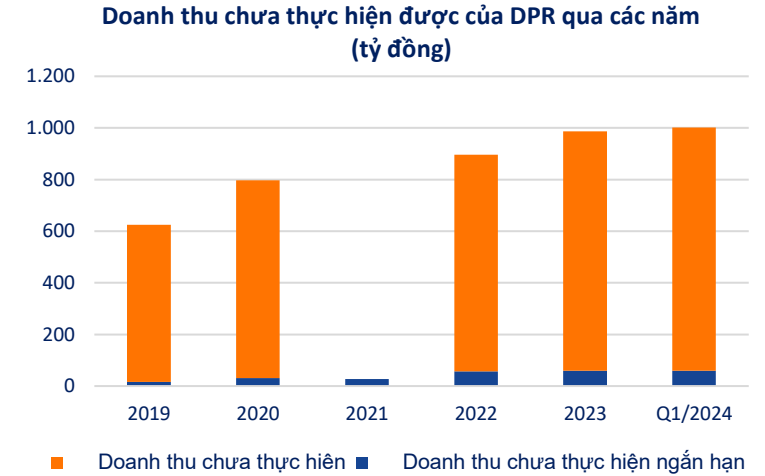
III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

MẢNG BĐS KCN dần trở thành điểm sáng

Chiến lược chuyển đổi mô hình từ cao su sang BĐS KCN

Với diện tích đất cao su hơn 10 nghìn ha tại Việt Nam, DPR đang chuyển đổi dần 4 nghìn ha sang thành đất BĐS KCN.

- Cụ thể: công ty sẽ chuyển dần quỹ đất sang KCN với 2.000 ha tự phát triển, 2.000 ha bán đất cho các KCN khác, còn lại để phát triển rừng cao su.
- DPR đang quản lý KCN Bắc Đồng Phú (189 ha), KCN Nam Đồng Phú (69 ha), KDC Cao Su Đồng Phú khu A - khu B (57ha). Các dự án đều đã đi vào hoạt động với tỷ lệ lấp đầy gần 100%. Biên lợi nhuận gộp thu được cao hơn khoảng 8 đpt -31 đpt so với mảng cao su thành phẩm và đạt 48% trong năm 2023. *Phần doanh thu này hiện đang được hạch toán dưới doanh thu chưa thực hiện và sẽ được ghi nhận doanh thu dần qua các năm, tương đương lợi nhuận từ 70-75 tỷ mỗi năm.*
- Hiện DPR đang tiếp tục mở rộng giai đoạn 2 của 2 dự án Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú. Tuy nhiên, hiện nay một số thủ tục liên quan đến mở rộng giai đoạn 2 KCN Bắc Đồng Phú vẫn chưa hoàn thiện cũng khiến cho thời gian hoạt động dự kiến có thể bị lùi lại. Với sự phát triển này, *VFS dự đoán DPR sẽ bắt đầu nhận được doanh thu từ năm 2025 và hoàn thiện lấp đầy trong vòng 10 -12 năm tương tự như các dự án giai đoạn 1.*



Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê ước tính (ha)	Thời gian hạn hoạt động	Tỷ lệ lấp đầy
Bắc Đồng Phú mở rộng	Tân Phú, Đồng Phú	51%	317	222	2025F	Đã trình TTCP phê duyệt chủ trương đầu tư
Nam Đồng Phú mở rộng	Tân Lập, Đồng Phú	51%	480	336	2027F	Đã được phê duyệt trong quy hoạch tỉnh giai đoạn 2021-2030



III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH

MẢNG BĐS KCN dần trở thành điểm sáng

Chiến lược chuyển đổi mô hình từ cao su sang BĐS KCN

Giá đền bù dự kiến tăng vào 2025 thúc đẩy quá trình chuyển đổi đất.

- Luật đất đai sửa đổi áp dụng từ năm 2025 sẽ bỏ quy định về khung giá đất. Địa phương sẽ tự quyết định Bảng giá đất và điều chỉnh Bảng giá đất mỗi năm một lần (nếu có thay đổi) để phù hợp với giá đất thị trường thay vì căn cứ vào giá đất tối thiểu - tối đa của khung giá đất do Chính phủ ban hành như hiện nay. Điều này đồng nghĩa với việc, giá đất bồi thường mới có thể sẽ tăng từ 01/01/2025
- Chi phí đền bù tại các dự án trong quá khứ đều tăng cao như: VSIP 3 – Bình Dương (đơn giá đền bù 2,5 tỷ đồng/ha), Nam Tân Uyên 3- Bình Dương (đơn giá đền bù 2,5 tỷ đồng), Minh Hưng 3 – Bình Phước (đơn giá đền bù 1,5 tỷ đồng/ha), Khu công nghiệp Hiệp Thành – Tây Ninh (đơn giá đền bù 1,3 tỷ đồng/ha)
- Dựa vào luật sửa đổi và cơ sở đền bù tại các doanh nghiệp khác, chi phí đền bù có thể tăng 30-50% so với chi phí các giao dịch trong quá khứ. Trong các năm trước, DPR bàn giao với giá trung bình khoảng 1 tỷ /ha. Hiện tại DPR còn hơn 1.600ha cần chuyển đổi và bàn giao. Tuy nhiên, do vấn đề pháp lý nên trong 2 năm nay DPR chỉ chuyển đổi được 30-50 ha so với kế hoạch 200 ha mỗi năm trước đó. *Dự kiến trong năm 2024, DPR có thể sẽ chuyển giao cho UBND tỉnh Bình Phước 100 ha để phát triển Cụm công nghiệp Tiên Hưng 1, với giá trị đạt 118,6 tỷ đồng*

Giá trị đền bù đất trên cây cao su dự kiến cho giai đoạn 2023-2030	Diện tích đất cao su chuyển đổi (ha)		Giá trị đền bù (tỷ đồng)	
	2025	2030	2025	2030
Đồng Nai	6.760	1.641	27.040	6.562
Bình Dương	1.749	2.893	6.998	11.572
Bình Phước	3.144	8.931	6.288	17.862
Bà Rịa – Vũng Tàu	1.643	2.290	1.643	2.290

Triển vọng dài hạn mảng BĐS KCN

- Bình Phước nằm trong top 5 các tỉnh thành phát triển cao nhất cả nước với cơ hội thu hút vốn đầu tư FDI. Tỉnh cũng có các chính sách riêng ưu đãi áp dụng cho doanh nghiệp FDI khi đầu tư vào KCN với mức thuế TNDN 17% trong thời hạn 10 năm, 2 năm đầu miễn thuế, 4 năm tiếp theo giảm 50% (8,5%), 4 năm tiếp theo áp dụng mức thuế 17%
- Nỗ lực giải ngân vốn đầu tư công và hệ thống hạ tầng giao thông phát triển – nền tảng cho hoạt động thu hút FDI
- Mặt bằng giá cho thuê tại Việt Nam hiện thấp hơn so với các nước khu vực Đông Nam Á

IV. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

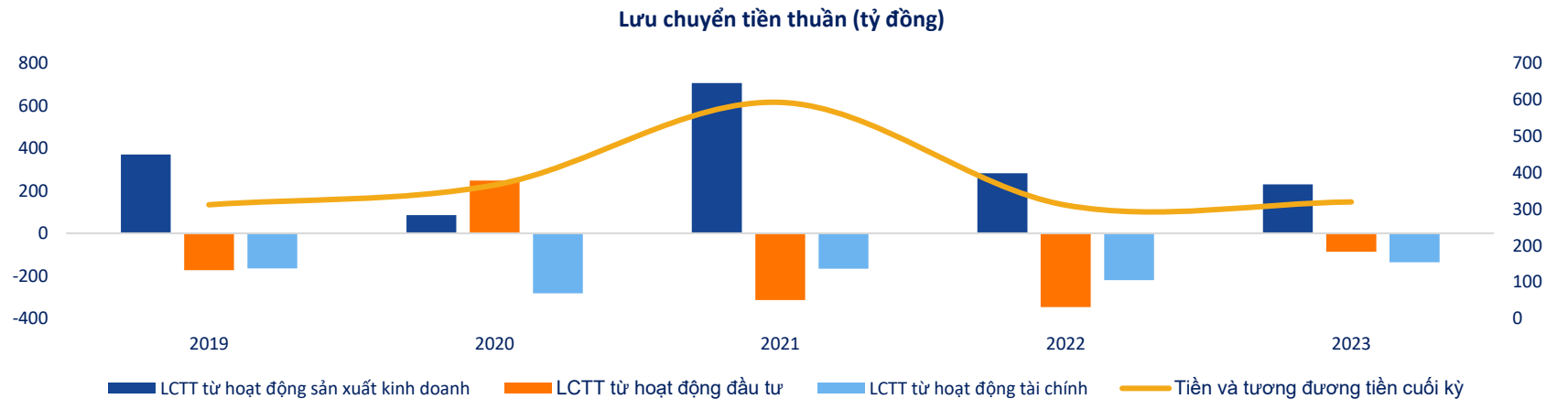
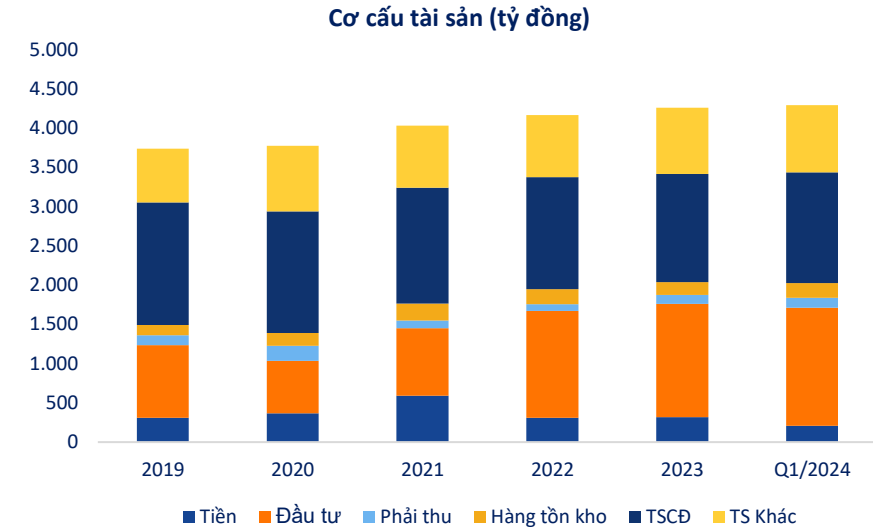
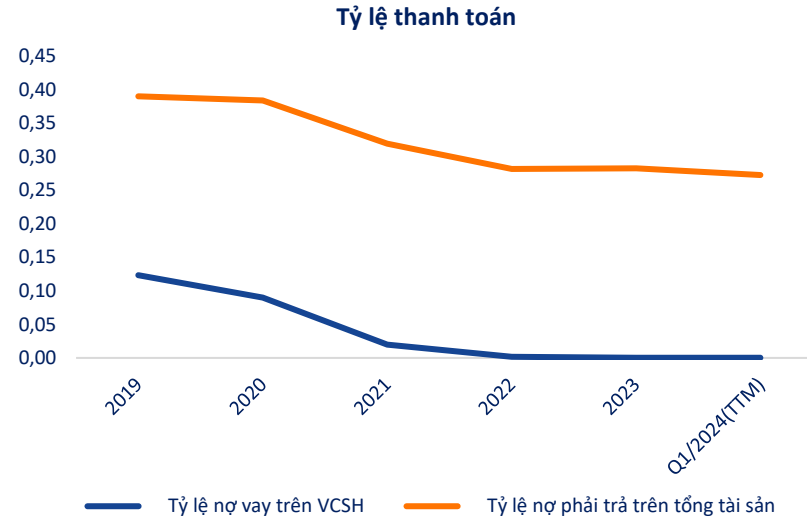
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Nền tảng tài chính lành mạnh với tiền mặt lớn, không nợ vay – đảm bảo nguồn tiền trả cổ tức đều đặn mỗi năm

- **DPR không đi vay kể từ 2022** khi chưa có hoạt động mở rộng kinh doanh. Cơ cấu nợ phải trả chủ yếu tập trung vào doanh thu chưa thực hiện được với tỷ trọng 85%. Phần lớn trong đó là doanh thu chưa thực hiện dài hạn của hoạt động cho thuê KCN. Điều này cũng một phần đảm bảo doanh thu của DPR trong dài hạn.

- **Cơ cấu tài sản chiếm chủ yếu là đất đai và tiền gửi tiết kiệm ngắn hạn.** Là doanh nghiệp sản xuất CSTN thì đất đai là TSCĐ lớn nhất. Hiện nay DPR đã khấu hao được 1 nửa và đang chuyển đổi dần sang đất thương mại. Tài sản được nở rộng chủ yếu đến từ mục tiền gửi tiết kiệm của DPR với tốc độ tăng 63% trong vòng 5 năm

- **Dòng tiền từ các hoạt động của DPR không ổn định nhưng luôn dương:** năm 2023, dòng tiền của DPR tăng nhẹ so với năm 2022 mặc dù kết quả kinh doanh hoạt động chính kém khả quan hơn. Nhưng bù lại là hoạt động đầu tư gửi tiết kiệm với lãi suất cao và mảng KCN hoạt động full công suất giúp doanh thu tài chính tăng gấp đôi. Dòng tiền đều cũng hỗ trợ cho hoạt động trả cổ tức bằng tiền của DPR sẽ đều đặn hơn.



V. DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng kết quả kinh doanh 2024:

Dự phóng năm 2024 DPR lần lượt đạt 1.093 tỷ doanh thu (+5% yoy) và 289 tỷ LNST (+14% yoy). Doanh thu và lợi nhuận đều tăng do năm 2024 được kỳ vọng từ giá cao su tăng mạnh. Bên cạnh đó nền kinh tế vĩ mô toàn cầu nói riêng và Việt Nam nói chung được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn so với năm 2023.

+ Điểm tích cực là biên lợi nhuận gộp cải thiện (tăng từ 26% - 32%) nhờ giá cao su tăng mạnh

+ Bên cạnh đó dự báo DPR sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2023 khoảng 30%

+ Mức định giá này vẫn chưa bao gồm thu nhập khác từ đền bù đất

=> EPS fw 2024 là 3.326 VNĐ

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá cổ phiếu. Đưa ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVS là **48.000 VNĐ**.

+ Giả định P/E được giữ nguyên là 14,5 lần, với EPS fw 2024 là 3.326 đồng thì mức giá sẽ là 48.000 VNĐ

+ P/E trung bình toàn ngành hiện tại đang ở mức trung bình từ 15-17 lần

	2020	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	1138	1217	1211	1041	1093
% yoy DTT	10%	7%	-1%	-14%	5%
Lợi nhuận gộp	320	430	367	274	350
%yoy	18%	34%	-15%	-25%	27%
Chi phí bán hàng	-19	-33	-27	-22	-23
%yoy	0%	70%	-18%	-18%	5%
Chi phí quản lý DN	-92	-86	-95	-94	-97
%yoy	12%	-6%	11%	-1%	3%
Doanh thu tài chính	64	47	68	120	88
%yoy	-7%	-26%	43%	78%	-27%
Chi phí tài chính	-15	-7	-2	-6	-4
%yoy	-36%	-53%	-71%	186%	-161%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	212	473	296	254	289
% yoy LNST	11%	123%	-37%	-14%	14%
Biên lợi nhuận ròng	19%	39%	24%	24%	26%
Biên lợi nhuận gộp	28%	35%	30%	26%	32%

© CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHẤT VIỆT (VFS)

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 1, 117 - 119 - 121 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q. 1, TP. HCM

Điện thoại: (84-8) 62556586 Fax: (84-8) 62556580

Website: www.vfs.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Số 37 Bà Triệu, phường Hàng Bài, quận Hoàn Kiếm, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: (84-4) 39288222 – Ext: 117 Fax: (84-4) 39338222

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Minh Hoàng	Trưởng phòng phân tích	hoang.nguyenminh@vfs.com.vn
Nguyễn Hoàng Long	Chuyên viên phân tích	long.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Huyền	Chuyên viên phân tích	huyen.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Thị Mai	Chuyên viên phân tích	mai.nguyen@vfs.com.vn
Nguyễn Anh Quân	Chuyên viên phân tích	quan.nguyen@vfs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền thuộc về Công ty CP Chứng khoán Nhất Việt (VFS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và VFS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. 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 VFS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của VFS.