

# CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

Ngày 17/02/2022



## DPR – CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX)

- Là doanh nghiệp cao su lâu đời nay đẩy mạnh phát triển mảng khu công nghiệp để khai thác tối đa thế mạnh về quỹ đất và tận dụng làn sóng dịch chuyển sản xuất sang nước ta.
- Năng suất và sản lượng khai thác cao su luôn nằm trong top đầu của tập đoàn cao su Việt Nam. Hưởng lợi khi giá cao su thế giới tăng cao.
- Hai dự án Bắc và Nam Đồng Phú mở rộng với diện tích 797 ha (590 ha đất thương phẩm) là tiềm năng tăng trưởng cho công ty trong các năm tới. Hiện tại đã được thống nhất chủ trương đầu tư và có thể sớm được triển khai. Bên cạnh đó, việc chuyển giao 2.000 ha đất cho tỉnh Bình Phước với giá 1 tỷ/ha sẽ hỗ trợ lợi nhuận trong nhiều năm.
- Công ty luôn duy trì mức cổ tức cao và ổn định qua các năm. Sau khi sáp nhập Đồng Phú Đắc Nông, công ty có phương án chia tách 1:1 tăng thanh khoản cho cổ phiếu.
- Định giá tài sản (NAV) của DPR xứng đáng khoảng 108.900 đồng/cp, do đó vùng giá hiện tại (quanh 70.000 đồng/cp) là tương đối hấp dẫn với DPR cho năm 2022.

## Tóm tắt khuyến nghị

**MUA**

Giá kỳ vọng (VND) 108.900

Giá thị trường 17/02/2022 (VNĐ) 73.500

**Tỷ suất lợi nhuận (%) 48%**

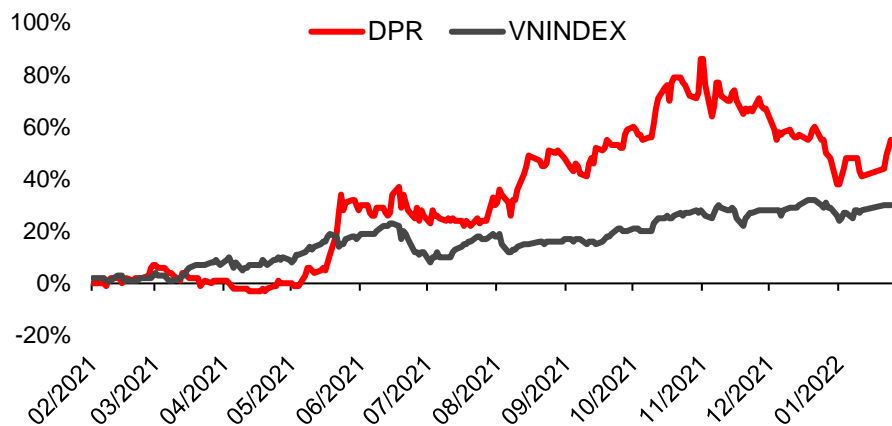
Khoảng giá 52 tuần (VNĐ) 44.900 - 85.500

Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND) 12

Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%) 0%\*

Tỉ lệ sở hữu nước ngoài 6%

## Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



## Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DPR cho những nhà đầu tư theo trường phái giá trị và nắm giữ dài hạn, quan tâm đến: (1) Cơ hội đầu tư dựa trên sự phục hồi của các ngành công nghiệp hậu Covid-19 (2) Xu hướng dịch chuyển sản xuất của thế giới đến Việt Nam.

DPR là một thành viên của tập đoàn cao su Việt Nam, nay chuyển hướng sang đẩy mạnh mảng BDS khu công nghiệp với lợi thế quý đất sẵn có. Cùng với việc hưởng lợi từ sự tăng giá của cao su khi nhu cầu thế giới phục hồi hậu Covid 19. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu DPR đang bị đánh giá thấp hơn giá trị thật sự của doanh nghiệp.

## Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu DPR được xác định ở mức **108.900 đồng/cổ phiếu** dựa trên phương pháp định giá SOTP.

Đơn vị: Tỷ VND	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	1.030	1.033	1.138	1.215	1.302	1.623
Tăng trưởng DT	-3,7%	0,3%	10,1%	6,8%	7%	25%
LNST	235	183	178	449	361	571
Tăng trưởng LNST	10%	-22%	-3%	152%	-19%	43%
EPS (VND)	5.865	4.558	4.435	10.752	8.401	12.029
Tăng trưởng EPS	10%	-22%	-3%	142%	-22%	43%

## Tổng quan doanh nghiệp HSX: DPR

Ngành nghề kinh doanh	Cao su
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	430
Vốn hóa thị trường	3.070
Tăng trưởng EBIT 3 năm (%)	15%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	42%
ROE	18%
Cổ tức 2020	40%
PE Trailing	6,5x

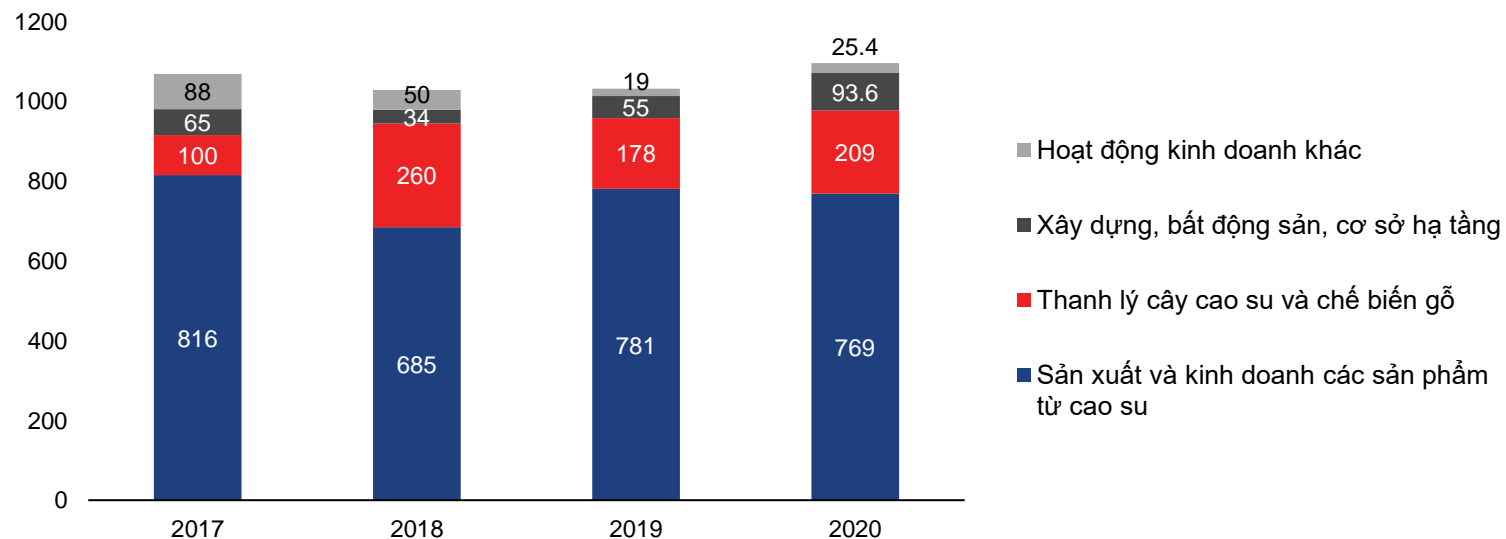
## Cơ cấu cổ đông

GVR	55,81%
Samarang UCITS - Samarang Asian Prosperity	4,99%
Khác	39,2%

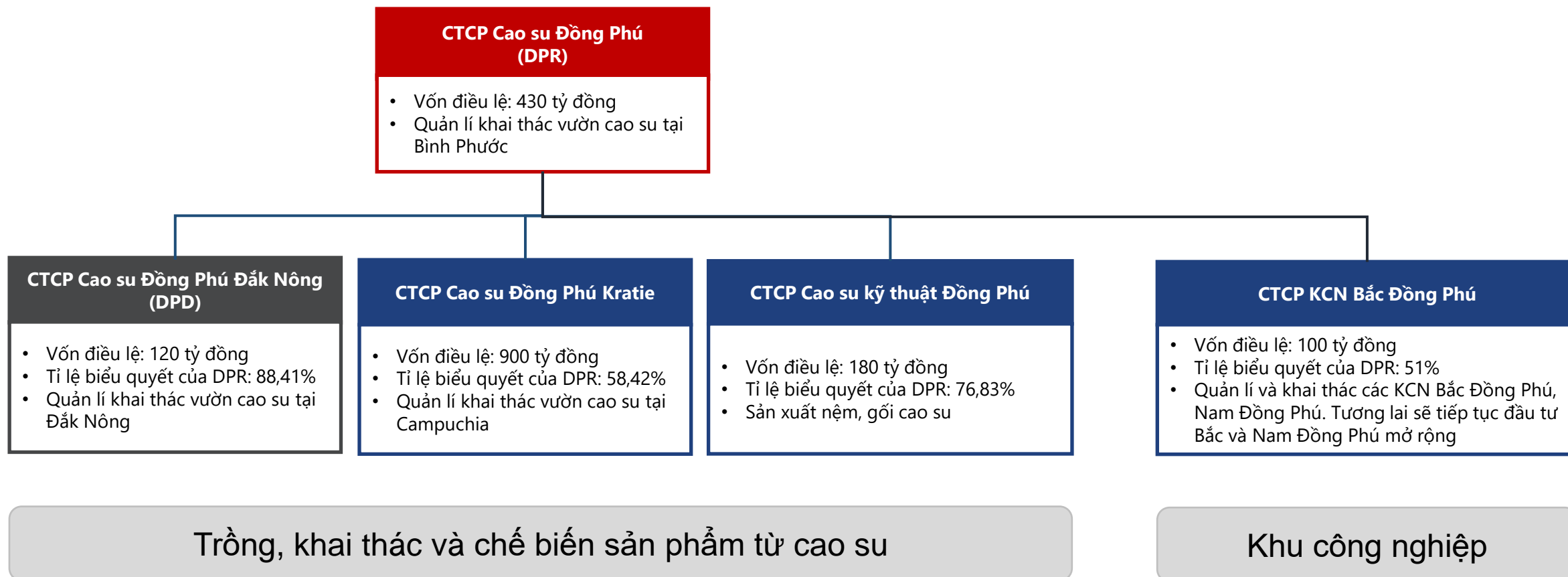
## Lược sử công ty

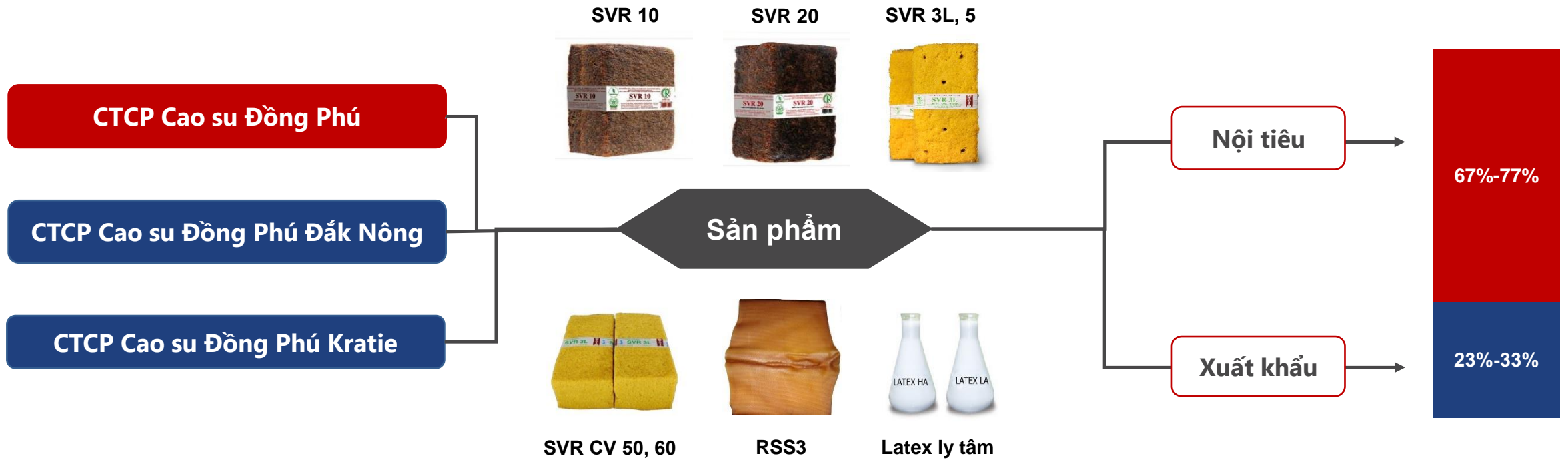
- Tiền thân là Đoàn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin - Pháp, được hình thành vào năm 1927.
- Hiện là thành viên của tập đoàn cao su Việt Nam. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực trồng trọt, khai thác, chế biến và kinh doanh cao su.
- Công ty mẹ đang quản lý 06 nông trường với tổng diện tích hơn 9.300 ha cao su và 02 Nhà máy chế biến mủ cao su với tổng công suất 22.000 tấn/năm. Sản phẩm của Công ty được tiêu thụ rộng khắp trên thế giới.
- Bên cạnh mảng cao su, công ty tập trung phát triển KCN trong các năm tới đây.

## Cơ cấu doanh thu



- Cấu trúc khá đơn giản, doanh nghiệp tập trung phát triển chính 2 mảng: Cao su và KCN
- Trong Q1/2022, sẽ hoàn tất việc phát hành thêm 434.000 cổ phiếu nhằm sáp nhập Đồng Phú Đắc Nông (DPD) nhằm tinh gọn bộ máy. Sau đó dự kiến DPD sẽ được chuyển đổi thành Nông trường cao su Đắc Nông trực thuộc DPR.





Khác

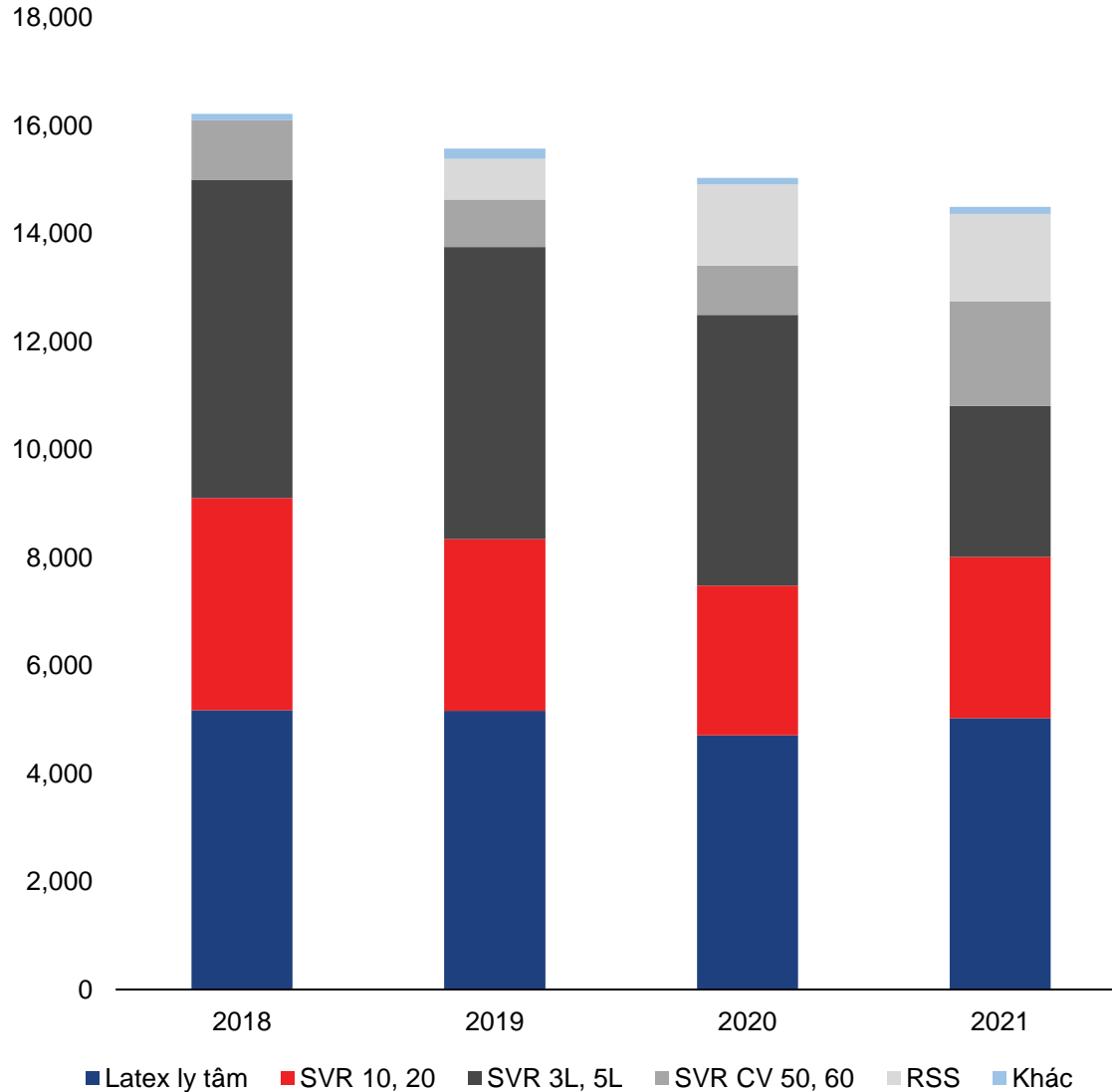
**Công ty Cao su kỹ thuật Đồng Phú**

**Sản phẩm chính:**  
Nệm, gối cao su

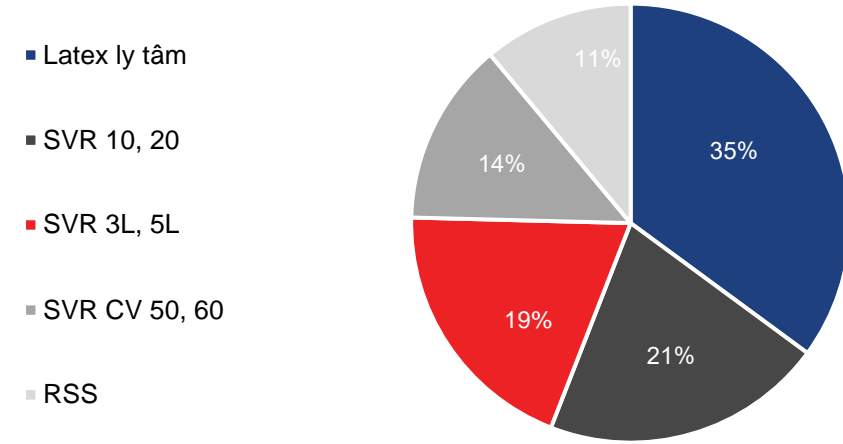


- Thị trường trong nước và xuất khẩu, giá cả cạnh tranh

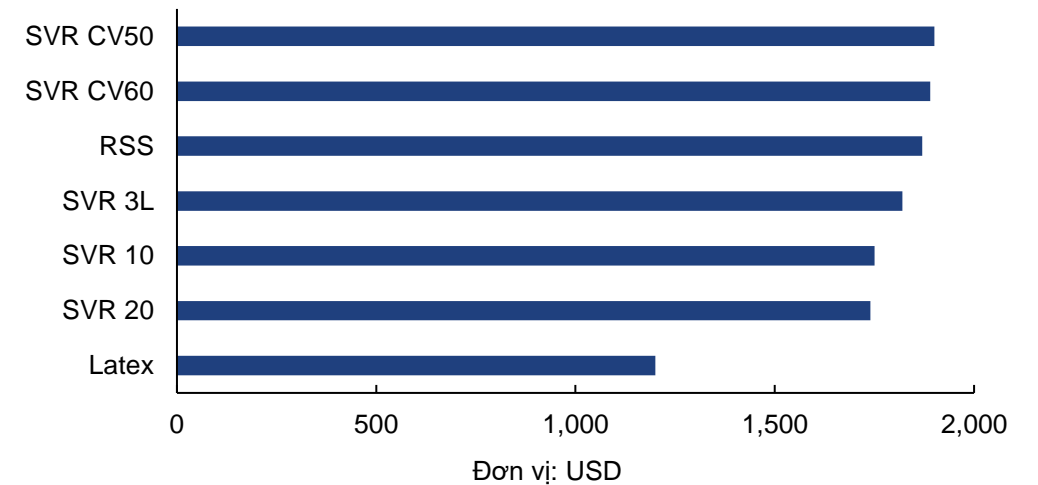
## Sản phẩm tiêu thụ công ty mẹ qua các năm



## Cơ cấu sản phẩm tiêu thụ công ty mẹ 2021

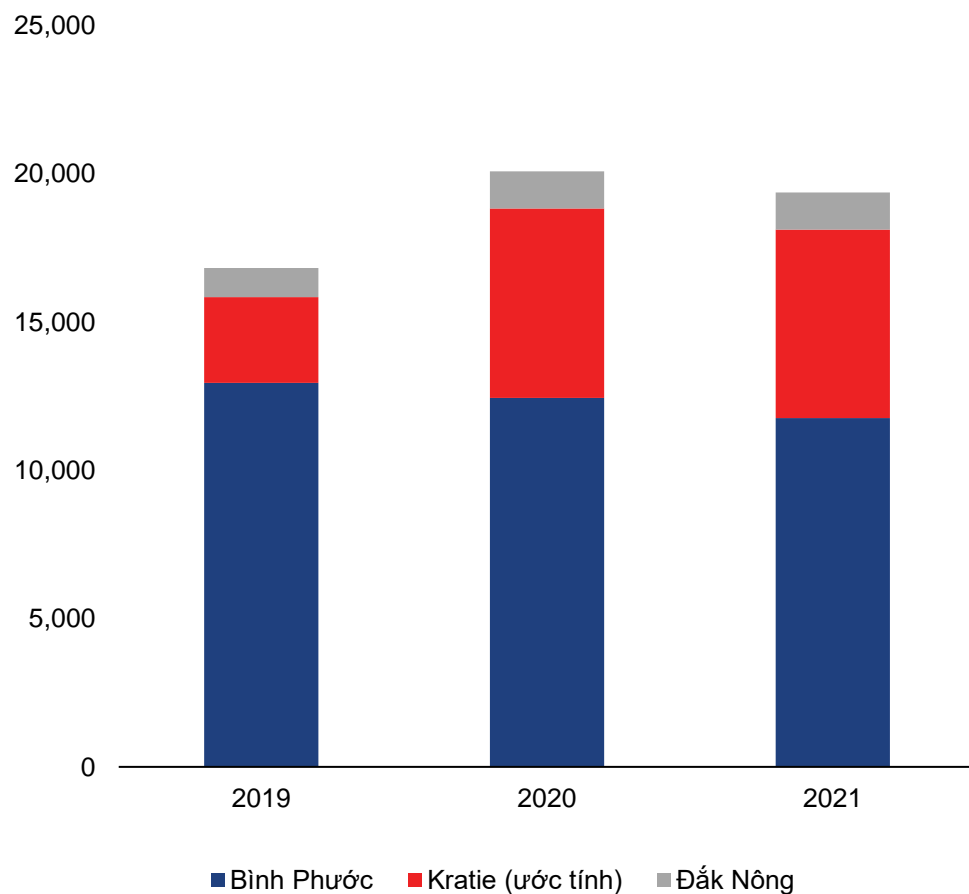


## Giá bán FOB T12/2021 (USD/Tấn)



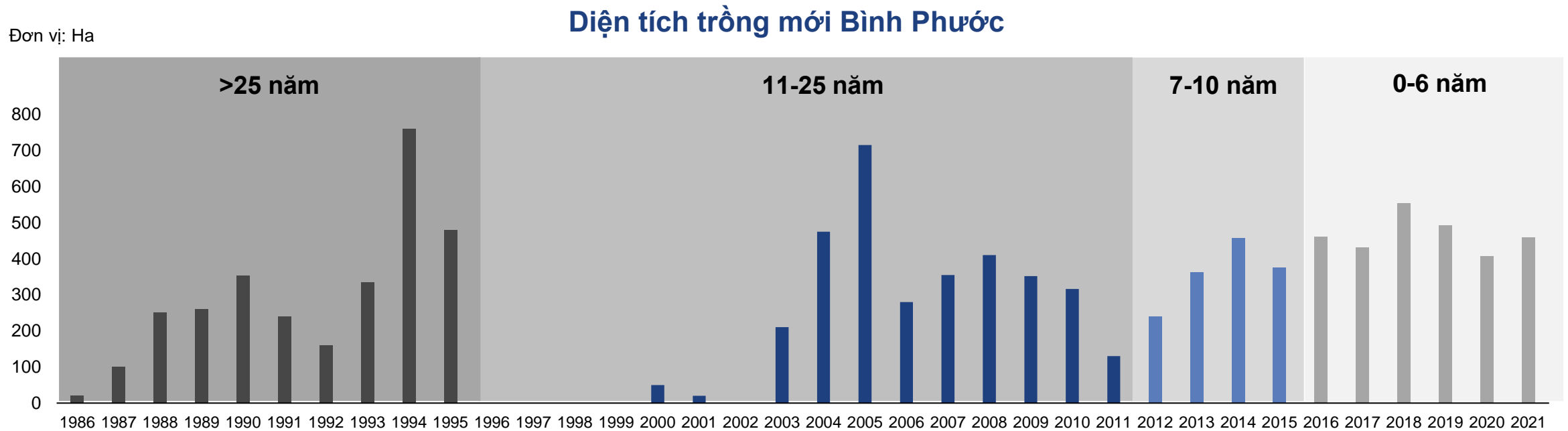
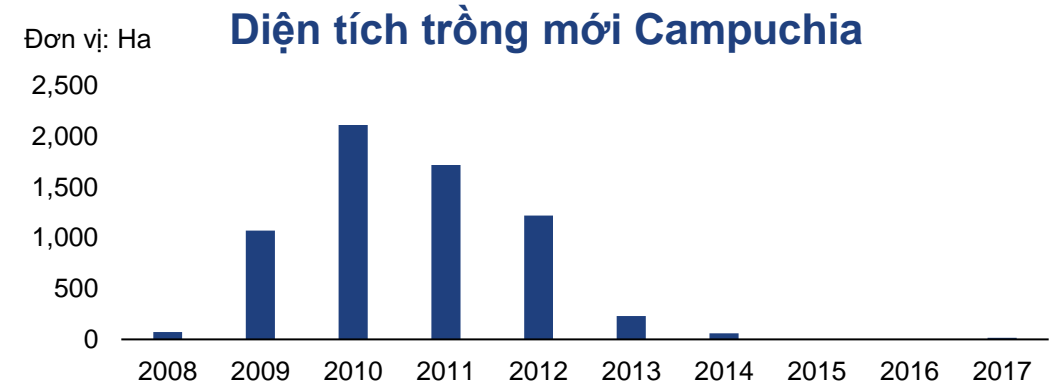
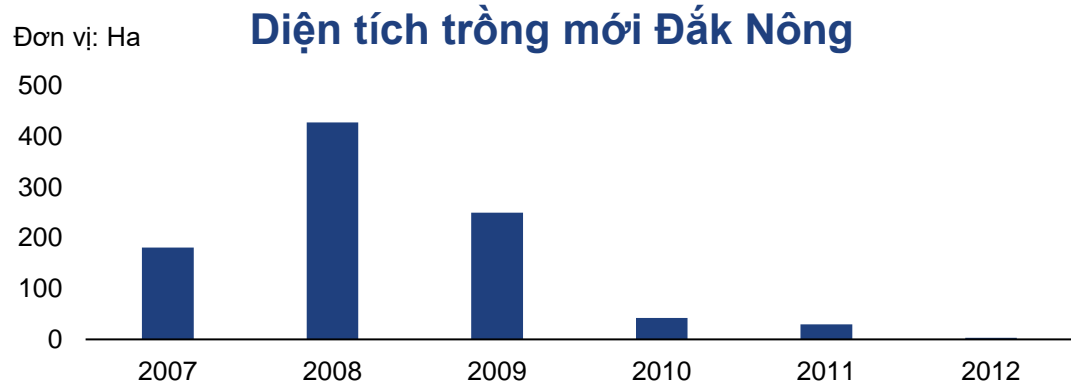
- Sản lượng khai thác 2021 giảm do tác động của dịch bệnh Covid 19. Năm 2022 kì vọng sản lượng khai thác sẽ phục hồi.

## Sản lượng khai thác qua các năm



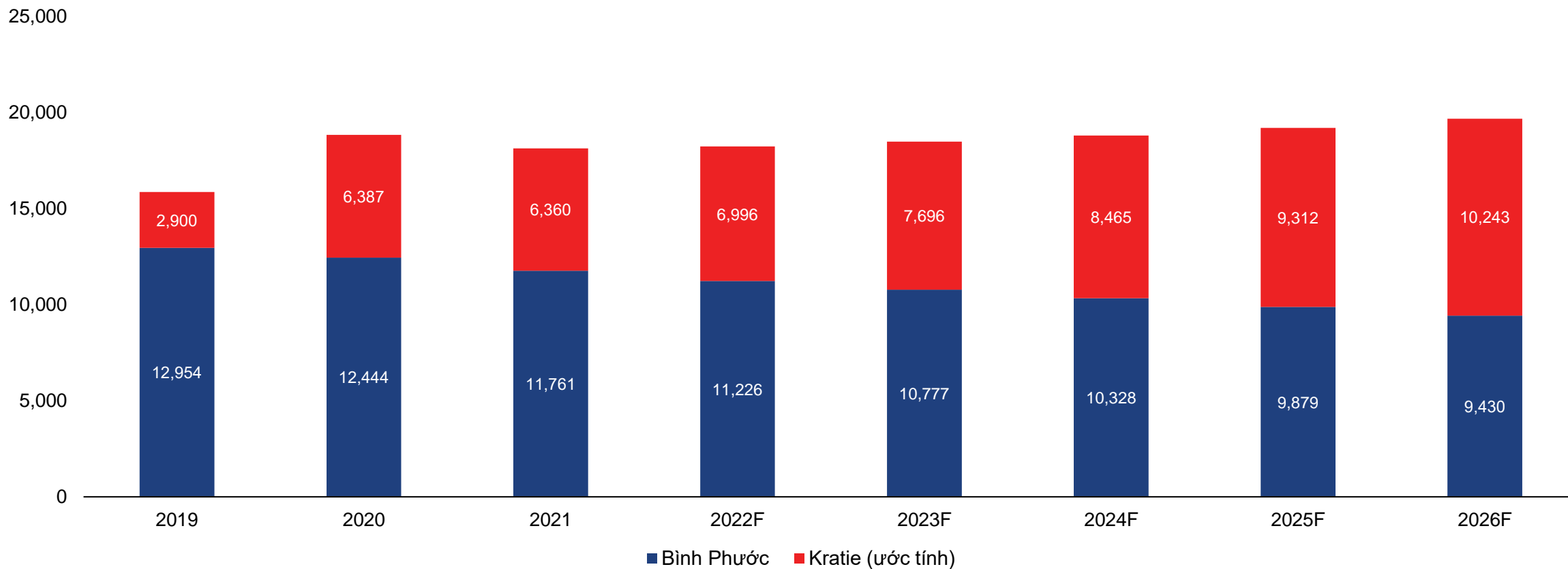
	Bình Phước	Kratie	Đắk Nông
Tổng diện tích	9.300ha	6.400ha	985ha
Diện tích khai thác	5.700ha	5.300ha	835ha
Năng suất trung bình	2-2,2 tấn/ha	>1,2 tấn/ha	1,5 tấn/ha
Sản lượng 2021	11.761 tấn	6.360 tấn	1.250 tấn





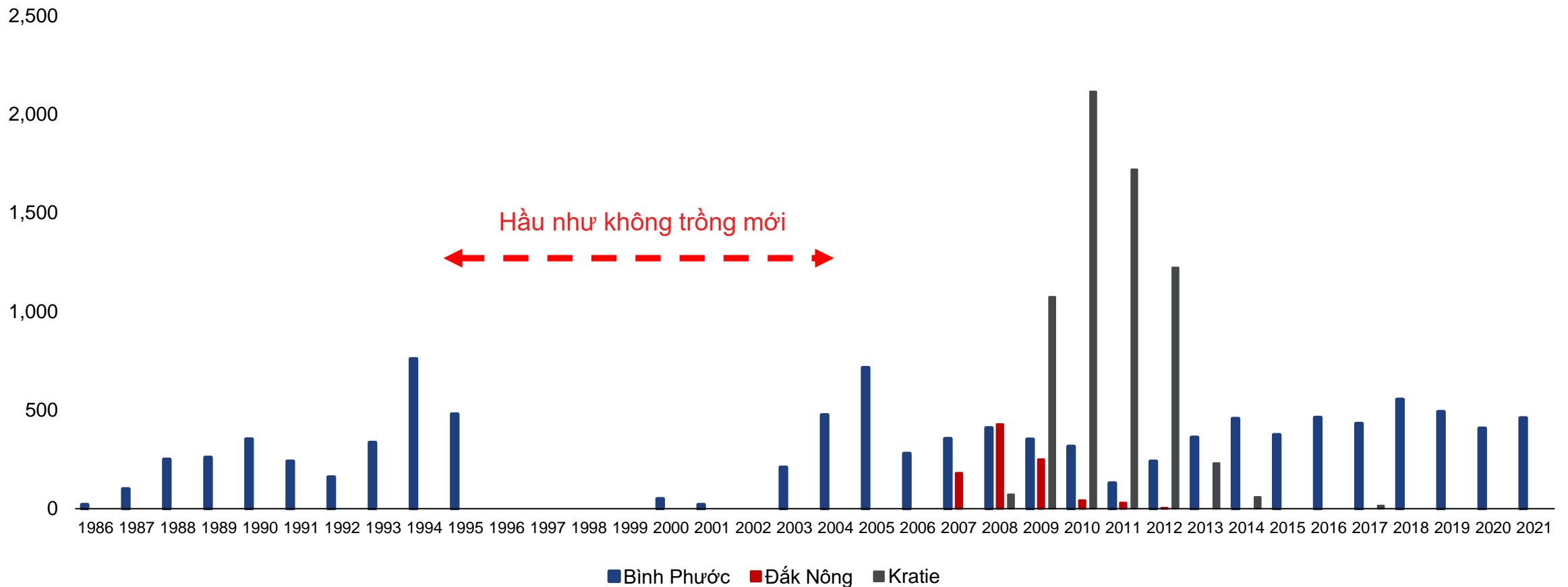
- Trong các năm tới, diện tích khai thác của công ty mẹ sẽ thu hẹp do phải bàn giao đất cho tỉnh Bình Phước và trích quỹ đất để phát triển KCN dẫn tới sản lượng suy giảm. Tuy nhiên, vườn cây tại Campuchia sẽ dần bắt đầu vào thời kỳ cho năng suất thu hoạch mũ cao cao nhất, dự kiến sẽ giúp bù đắp cho phần sản lượng sụt giảm.

## Sản lượng khai thác dự phóng của 2 vườn cây chính



- Thanh lí gỗ đóng góp tương đối lớn vào lợi nhuận của DPR. Những năm gần đây DPR đang thanh lí bình quân khoảng 500 ha cao su mỗi năm. Tuy nhiên, do công ty không trồng mới trong giai đoạn 1995-2002 nên tốc độ thanh lí dự kiến sẽ giảm xuống.

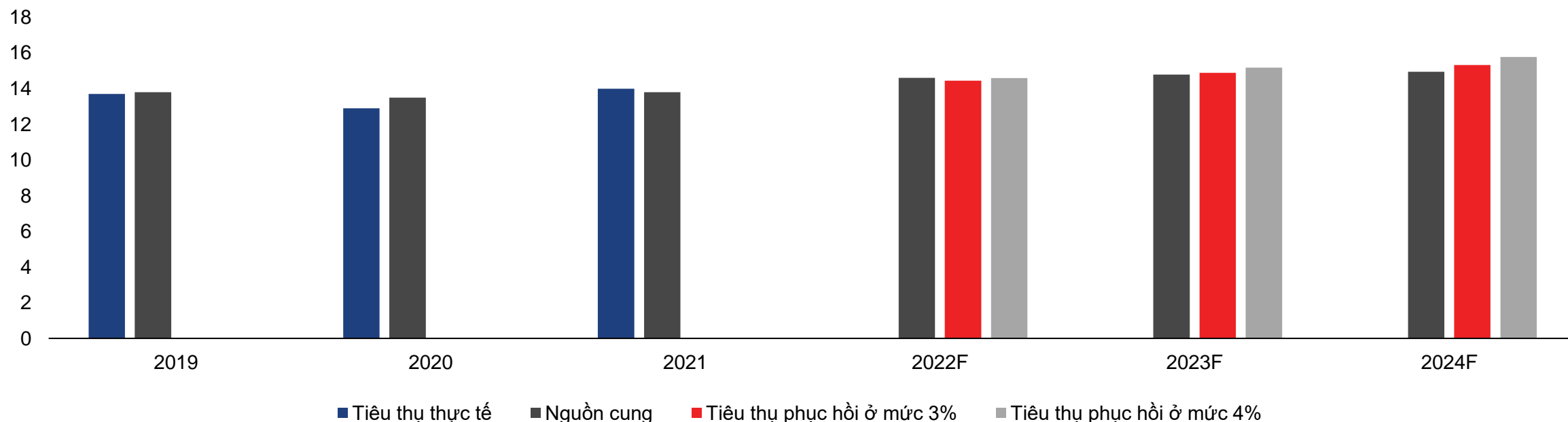
### Tổng diện tích vườn cây



- Cao su tự nhiên được sử dụng chủ yếu cho lốp xe tải hạng nhẹ, hạng nặng và xe khách. Sự phục hồi kinh tế và mở cửa lại các hoạt động du lịch có thể sẽ thúc đẩy nhu cầu lốp xe toàn cầu. Bên cạnh đó, nhu cầu về các sản phẩm găng tay cao su, đặc biệt là trong lĩnh vực y tế, của thế giới sẽ vẫn duy trì ở mức cao
- Theo số liệu thống kê sơ bộ của Hiệp hội Các nước sản xuất cao su thiên nhiên (ANRPC), sản lượng cao su tự nhiên thế giới 2021 thực tế chỉ đạt khoảng 13,8 triệu tấn so với dự báo nhu cầu hơn 14 triệu tấn. ANRPC cũng dự báo mức tiêu thụ toàn cầu năm 2022 sẽ tăng 4-5% so với năm 2021. Do đó có thể kì vọng giá bán sẽ vẫn duy trì tích cực.

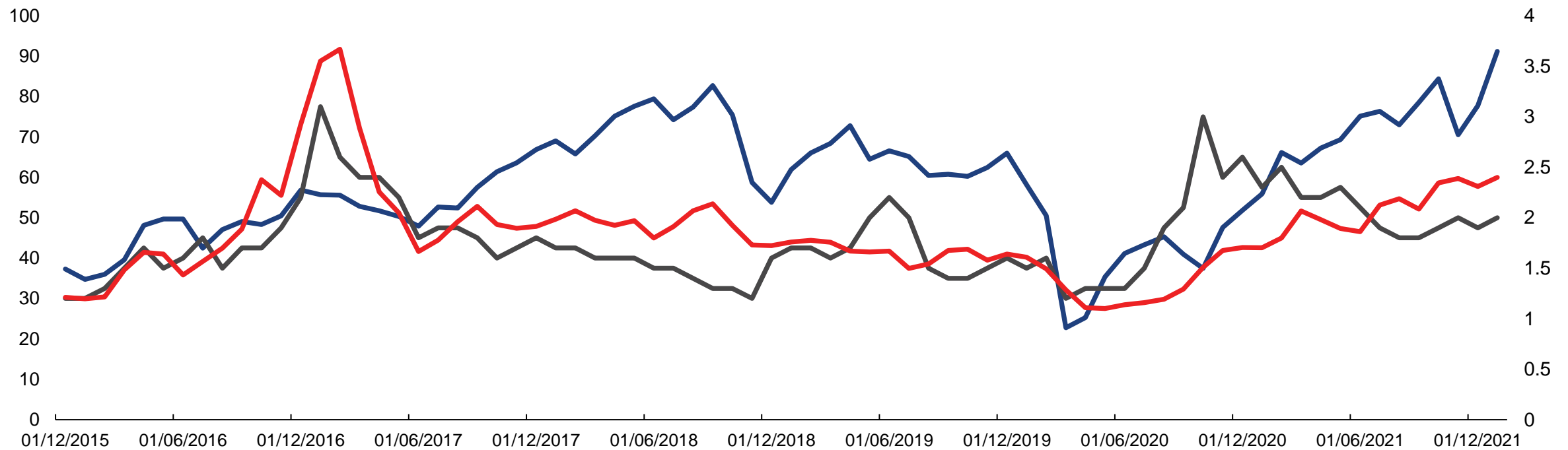
Đơn vị: Triệu tấn

**Dự báo của ANRPC về cung và cầu cao su trong các năm tới**



- Giá dầu thế giới khó lường, liên tục tăng từ đầu năm và dự báo sẽ neo ở mức cao trong năm 2022. Điều này khiến giá hàng hóa toàn cầu có xu hướng cũng tăng theo.
- Giá dầu và giá cao su tổng hợp có quan hệ mật thiết vì nó được tạo nên từ các sản phẩm dầu mỏ. Bên cạnh đó, cao su tổng hợp và cao su tự nhiên có mức độ thay thế nhất định. Khi cao su tổng hợp tăng giá thường có xu hướng sẽ lan tỏa đến giá cao su tự nhiên.

**Diễn biến giá dầu và giá cao su**



Đơn vị: USD

— Giá dầu Brent - Cột trái

— Giá cao su tự nhiên sản Nhật Bản (USD/kg) - Cột phải

— Giá cao su nhân tạo sản TQ (USD/kg) - Cột phải

Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Doanh thu</b>						
<i>Cao su</i>	782	769	860	<b>889</b>	<b>874</b>	<b>884</b>
<i>Thanh lí cây</i>	177	114	122	<b>150</b>	<b>107</b>	<b>112</b>
<i>Chế biến gỗ</i>	0	95	110	<b>120</b>	<b>150</b>	<b>153</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>						
<i>Cao su</i>	115	122	179	<b>171</b>	<b>142</b>	<b>127</b>
<i>Thanh lí cây</i>	159	101	109	<b>134</b>	<b>95</b>	<b>100</b>
<i>Chế biến gỗ</i>	0	45	40	<b>36</b>	<b>45</b>	<b>46</b>

\*\*\* Một số giả định:

- Cao su: dựa theo những phân tích về sản lượng và giá bán trước đó.
- Thanh lí cây: diện tích thanh lí bắt đầu giảm từ năm 2023 xuống mức 350 ha/năm.
- Chế biến gỗ: Nhà máy gỗ mới sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ T9/2022 giúp nâng doanh thu lên 150 tỷ/năm.

- Hiện trong 9.300 ha đang quản lí. DPR sẽ dành 2.000 ha bàn giao cho tỉnh BP để giao lại cho bên thứ 3 phát triển KCN với giá 1 tỷ/ha. Bên cạnh đó, DPR sẽ sử dụng 2.000 ha để tự phát triển KCN và các khu nông nghiệp công nghệ cao

Chi tiết quỹ đất	Diện tích	Kế hoạch
Đất cho cao su	5.300 ha	Tiếp tục trồng và khai thác cao su.
Bàn giao cho tỉnh Bình Phước	2.000 ha	Đơn giá dự kiến 1 tỷ/ha. Giả định mỗi năm bàn giao 200 ha.
Đất tự phát triển, trong đó:	2.000 ha	
<ul style="list-style-type: none"> <li>KCN Bắc Đồng Phú mở rộng</li> <li>KCN Nam Đồng Phú mở rộng</li> </ul>	<p>317 ha</p> <p>480 ha</p>	<p>Đã được tỉnh Bình Phước thống nhất quy hoạch vào T12/2021. Hồ sơ dự án đang được Bộ KH-DT đang lấy ý kiến tổng hợp giải trình trước khi trình Thủ tướng phê duyệt (theo BLĐ cơ bản đã thông qua, Q1/2022 sẽ có kết quả chính thức).</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Còn lại cho KCN và nông nghiệp</li> </ul>	~1.200 ha	Chưa có kế hoạch triển khai cụ thể.

- DPR dành ra 2.000 ha bàn giao cho tỉnh Bình Phước để giao lại cho bên thứ 3 phát triển KCN với giá 1 tỷ/ha từ nay đến 2030. Tuy nhiên lộ trình không chắc chắn, giả định ở mức 200 ha/năm với mức giá thị trường tăng 3 mỗi năm.
- Bên cạnh đó, dự kiến trong thời gian tới DPR sẽ nhận được 317 tỷ đền bù đất từ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng. Với quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng khoản đền bù này sẽ được nhận vào năm 2023. Tuy nhiên, nếu tiến độ pháp lí được thực hiện đúng theo dự đoán của Ban lãnh đạo thì DPR có thể sẽ nhận khoản này ngay trong 2022. Chúng tôi phản ánh dòng tiền nhận được vào mô hình định giá, tuy nhiên trên thực tế không phát sinh sự ghi nhận doanh thu lợi nhuận do đây là giao dịch của công ty con và DPR.

Chuyển giao đất		2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Diện tích	ha	130	517	200	200	200	200	200	200	200	200
Đơn giá	Tỷ VND/ha	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
<b>Giá đền bù</b>	<b>Tỷ VND</b>	<b>130</b>	<b>517</b>	<b>206</b>	<b>212</b>	<b>219</b>	<b>225</b>	<b>232</b>	<b>239</b>	<b>246</b>	<b>253</b>
Thuế		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Tiền thu được</b>		<b>104</b>	<b>414</b>	<b>165</b>	<b>170</b>	<b>175</b>	<b>180</b>	<b>185</b>	<b>191</b>	<b>197</b>	<b>203</b>
<b>NPV</b>	<b>1.163</b>										



- Năm 2009, DPR cùng với CTCP Cao su Bình Phước và CTCP Khu Công nghiệp Nam Tân Uyên (NTC: Upcom) thành lập CTCP KCN Bắc Đồng Phú, quản lý KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú. Năm 2021, tỷ lệ lấp đầy các KCN này đều đạt mức rất cao.

Dự án	Tổng quỹ đất thương phẩm	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê bình quân
KCN hiện hữu:			
▪ KCN Bắc Đồng Phú	134 ha	92%	60 USD
▪ KCN Nam Đồng Phú	52 ha	99,2%	60 USD
Dự án KCN:			
▪ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng	235 ha	0%	60 USD (dự kiến)
▪ KCN Nam Đồng Phú mở rộng	355 ha	0%	Chưa rõ, theo thời giá

- Theo chúng tôi, KCN Bắc Đồng Phú mở rộng nếu đi vào hoạt động kịp với tiến độ sẽ giúp doanh thu bắt đầu bứt phá từ năm 2023

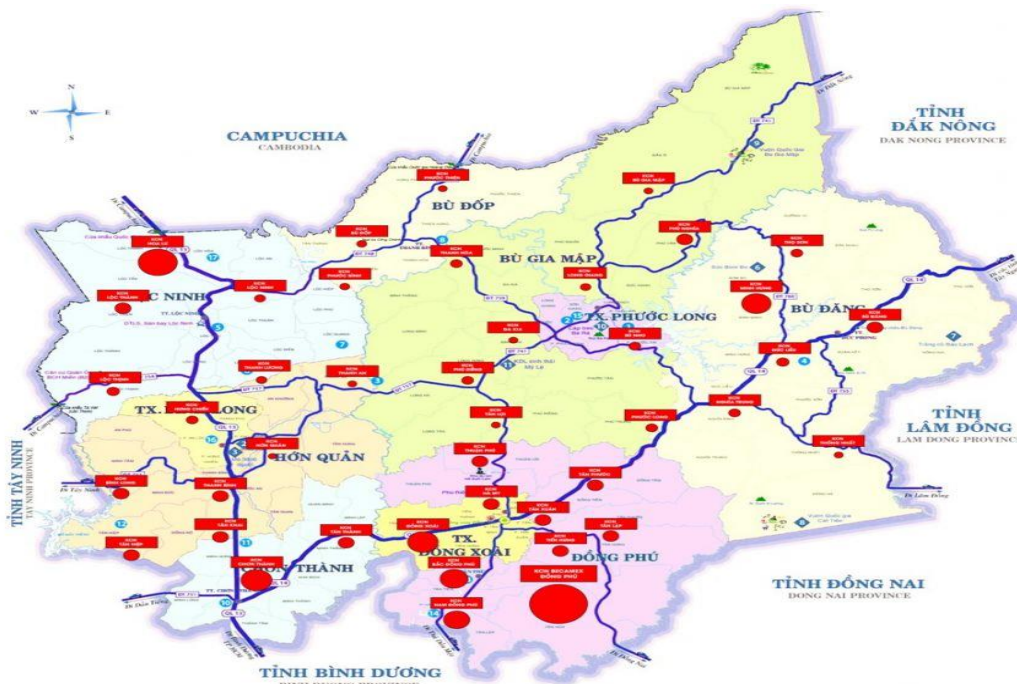
## Tổng quan dự án

Quy mô (ha)	317
Thành phẩm (ha)	235
Giá cho thuê (\$/m2/50 năm)	60
<b>Doanh thu tổng (tỷ đồng)</b>	<b>4.076</b>
<i>Chi phí hạ tầng dự kiến (tỷ)</i>	<i>916</i>
<i>Tiền thuê đất (tỷ)</i>	<i>126</i>
<i>Tiền đền bù đất</i>	<i>317*</i>
<b>Giá trị tài sản ròng (tổng)</b>	<b>697</b>

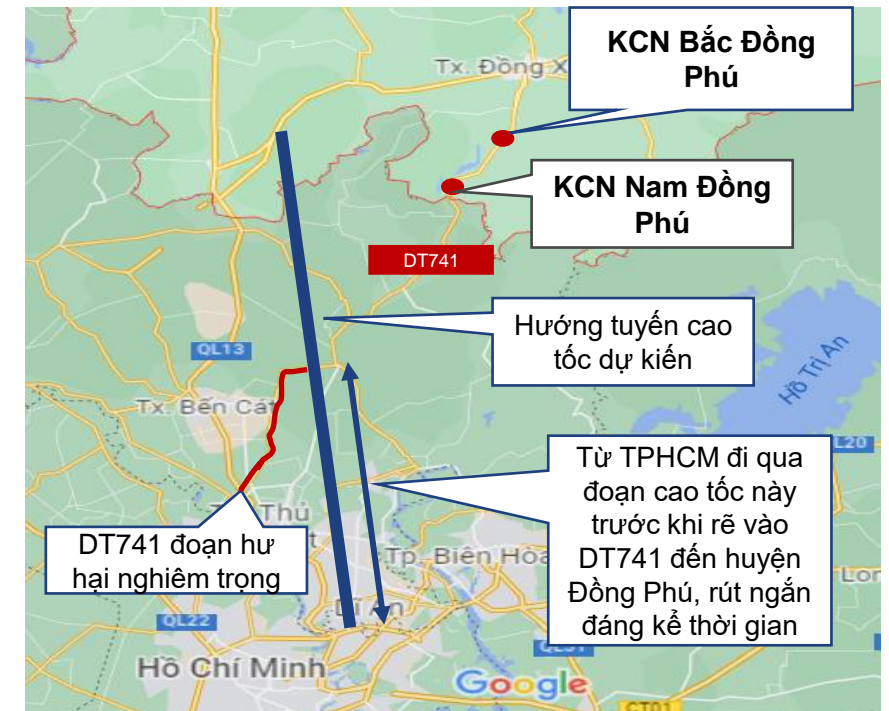
\*Bên nhận đền bù là DPR

- Các dự án KCN sẽ hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển sản xuất sang nước ta, giá cổ phiếu các doanh nghiệp phát triển KCN cũng sẽ được hỗ trợ khi nhóm cổ phiếu này hình thành sóng và thu hút dòng tiền.
- Giá cho thuê hiện nay tại Bình Phước vẫn còn rẻ, hợp lí cho đối tượng các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Trong tương lai giá cho thuê sẽ hưởng lợi từ đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng. Đặc biệt là dự án cao tốc TPHCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành dự kiến triển khai trước 2025. Tuyến đường này sẽ rút ngắn thời gian di chuyển từ TPHCM đến Bình Phước và giảm tải cho tỉnh lộ DT741, DT746 hiện đã xuống cấp, hư hại.

## Quy hoạch Bình Phước trở thành thủ phủ công nghiệp



## Vị trí các KCN hiện hữu của Đồng Phú



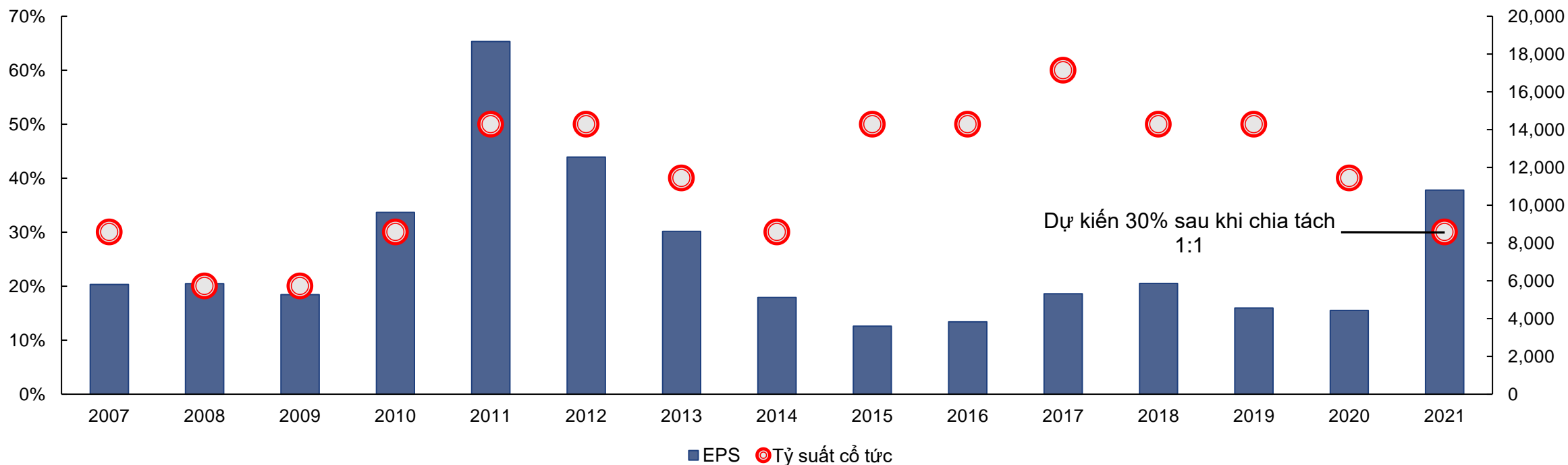
	2017	2018	2019	2020	2021	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021
<b>Tiền và đầu tư ngắn hạn</b>	<b>938</b>	<b>841</b>	<b>1.101</b>	<b>862</b>	<b>1.297</b>	<b>964</b>	<b>765</b>	<b>870</b>	<b>862</b>	<b>729</b>	<b>927</b>	<b>921</b>	<b>1.297</b>
Tiền và tương đương tiền	519	277	312	366	593	197	154	365	366	319	293	293	593
Đầu tư ngắn hạn	419	563	789	496	705	767	611	505	496	409	634	628	705
<b>Nợ vay</b>	<b>225</b>	<b>238</b>	<b>281</b>	<b>209</b>	<b>54</b>	<b>290</b>	<b>275</b>	<b>199</b>	<b>209</b>	<b>116</b>	<b>99</b>	<b>69</b>	<b>54</b>
Vay ngắn hạn	22	47	106	104	29	107	100	42	97	30	27	17	29
Vay dài hạn	203	191	175	105	25	183	174	157	112	86	72	52	25
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.624</b>	<b>2.445</b>	<b>2.278</b>	<b>2.325</b>	<b>2.809</b>	<b>2.309</b>	<b>2.263</b>	<b>2.341</b>	<b>2.324</b>	<b>2.357</b>	<b>2.499</b>	<b>2.485</b>	<b>2.809</b>
<b>Nợ vay/VCSH</b>	<b>8,6%</b>	<b>9,7%</b>	<b>12,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>1,9%</b>	<b>12,6%</b>	<b>12,2%</b>	<b>8,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,0%</b>	<b>2,8%</b>	<b>1,9%</b>

Mảng kinh doanh	Phương pháp định giá	Giá trị định giá
Mảng cao su & Thanh lí gỗ	FCFF	1.214
Chuyển giao đất	FCFF	1.163
KCN (phần phân bổ về DPR)	RNAV	712
Các khoản đầu tư	BV	296
Tiền mặt	BV	1.297
<b>Giá trị SOTP</b>		<b>4.682</b>
Số lượng cp	Triệu	43
<b>Giá trị nội tại CP</b>	<b>VNĐ</b>	<b>108.901</b>
Giá hiện tại (17/02/2022)	VNĐ	73.500
<b>Upside</b>		<b>48,2%</b>

\*\*\*Ghi chú: WACC = 11,4%, g = 2%

- Chia tách cổ phiếu với tỉ lệ 1:1 sau khi sáp nhập DPD sẽ làm giảm thị giá, hỗ trợ thanh khoản.
- Trả cổ tức ở mức cao, dự kiến tỉ lệ 30% sau chia tách.
- Sau khi thực hiện xong các hoạt động trên, DPR sẽ mở lại room cho NĐT nước ngoài (tỷ lệ sở hữu nước ngoài hiện tại là 5,85% và DPR đang khóa room để chuẩn bị sáp nhập)

### Tỷ suất cổ tức của DPR qua các năm



- Giá đã chiết khấu 23% từ đỉnh và có dấu hiệu tạo đáy, có thể giải ngân khi cổ phiếu kiểm tra lại mức giá quanh vùng 70.000 đồng



- Một số rủi ro của DPR sẽ được trình bày trong bảng sau:

Mảng kinh doanh	Rủi ro
Mảng cao su	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Giá bán cao su giảm mạnh hơn dự kiến</li><li>▪ Yếu tố thời tiết bất lợi, dịch bệnh ảnh hưởng tới sản lượng khai thác</li></ul>
Mảng bàn giao đất	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Tỉnh Bình Phước thu hồi đất chậm hơn tiến độ đề ra</li></ul>
Mảng KCN	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Vướng mắc hoặc chậm trễ trong vấn đề pháp lý</li><li>▪ Giá cho thuê thấp hơn kì vọng</li><li>▪ Tiến độ lấp đầy KCN chậm hơn kì vọng</li></ul>



Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)