

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX: DPR)
Nguyễn Anh Nhật

Chuyên viên phân tích

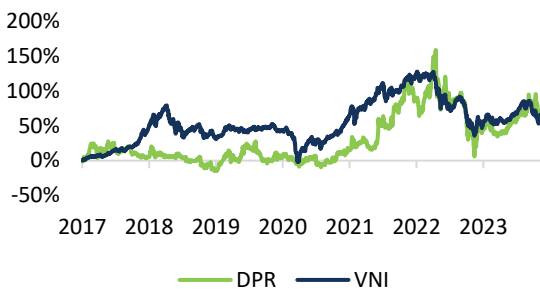
 Email: nhatna@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext : 7581

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Đức Thành Nhân

Trưởng nhóm Phân tích đầu tư

Diễn biến giá cổ phiếu DPR và VNINDEX


Thông tin giao dịch	13/11/2023
Giá hiện tại (đồng/cp)	30.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	35.800
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	18.779
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	87
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	87
KLGD bình quân 10 ngày (cp)	152.810
% sở hữu nước ngoài	0
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	869
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.667
P/E trailing 12 tháng (lần)	15,6x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	1.965

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Cao Su Đồng Phú
Địa chỉ	Xã Thuận Phú - H.Đồng Phú - T.Bình Phước
Doanh thu chính	Cao su, bất động sản khu công nghiệp
Lợi thế cạnh tranh	Diện tích khai thác và năng suất cao hơn so với ngành
Chi phí chính	Chi phí nhân công, chi phí nguyên vật liệu (phân bón)
Rủi ro chính	Biến động giá cao su tự nhiên

TRIỂN VỌNG KHẢ QUAN NHỜ GIÁ CAO SU PHỤC HỒI

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2023 VÀ ƯỚC TÍNH NĂM 2023 [\(Chi tiết\)](#)

Trong 9T2023, doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DPR đạt lần lượt khoảng 612 tỷ đồng (-27,2% yoy) và 155 tỷ đồng (-28,5% yoy). Nguyên nhân sụt giảm là do mảng cao su tự nhiên tiêu cực ở cả giá bán và sản lượng tiêu thụ. Cụ thể:

- Về mảng cao su thành phẩm**, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp trong 9T2023 đạt lần lượt 442 tỷ đồng (-19,1% yoy), 23 tỷ đồng (-81,2% yoy). Nguyên nhân là do doanh thu của công ty mẹ (không bao gồm khu vực Campuchia) giảm -30,3% yoy do (1) giá bán bình quân giảm -18,8% yoy theo giá thế giới; (2) sản lượng tiêu thụ sụt giảm -10,9% yoy do thiếu hụt nguồn mủ cao su nguyên liệu từ khai thác và thu mua. Đối với khu vực Campuchia, doanh thu mảng cao su ước tính tăng trưởng khoảng +4,4% yoy nhờ sản lượng duy trì ổn định khi vườn cây đã đi vào khai thác 100%, tuy nhiên lợi nhuận gộp vẫn sụt giảm -80,4% yoy do giá bán giảm.
- Về mảng thanh lý cây cao su**, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp trong 9T2023 đạt lần lượt 86 tỷ đồng (-23,7% yoy), 79 tỷ đồng (-25,2% yoy). Mức sụt giảm là do diện tích thanh lý lũy kế sụt giảm -51,3% yoy.

Năm 2023, chúng tôi ước tính doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế của DPR sẽ đạt lần lượt khoảng 989 tỷ đồng (-18,3% yoy) và 199 tỷ đồng (-32,1% yoy). Trong đó, các giả định của chúng tôi là (1) mảng cao su thành phẩm tiêu cực do giá bán cao su trung bình của DPR dự phóng sẽ sụt giảm khoảng -14,7% yoy; (2) kỳ vọng DPR sẽ thanh lý khoảng 526,92 ha trong năm 2023; (3) kỳ vọng DPR có thể cho thuê 1,8 ha của KCN Bắc Đồng Phú hiện hữu (tương ứng 1,3% diện tích thương phẩm) và 32 ha của KCN Bắc Đồng Phú mở rộng trong năm 2023 (tương ứng khoảng 10% diện tích thương phẩm). Các giả định trên không thay đổi so với Báo cáo cập nhật tin tức T7/2023 [\(Xem chi tiết tại đây\)](#).

ĐÁNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DPR là **30.050 VNĐ/cp**, thấp hơn -2,1% so với mức giá đóng cửa ngày 13/11/2023. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPR ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét bán tại mức giá hiện tại và mua lại với giá 24.000 VNĐ/cp, với lợi nhuận kỳ vọng đạt +25,3% [\(Chi tiết\)](#).

Nhìn chung, chúng tôi đánh giá năm 2023 sẽ kém khả quan nhưng kỳ vọng sẽ cải thiện trong năm 2024F nhờ (1) ghi nhận khoản 118,6 tỷ đồng từ việc bồi thường thu hồi đất cao su, đóng góp khoảng 28% lợi nhuận trước thuế năm 2024F; (2) giá bán cao su trung bình của DPR kỳ vọng tăng trưởng +6,7% yoy khi tình trạng thừa cung cải thiện, bù đắp cho sản lượng tiêu thụ dự phóng sẽ tiếp tục sụt giảm -3,1% yoy.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- Dự án KCN Bắc Đòng Phú mở rộng trễ tiến độ và chưa thể cho thuê trong năm 2023.
- Diện tích thanh lý cao su không đạt kế hoạch trong năm 2023.

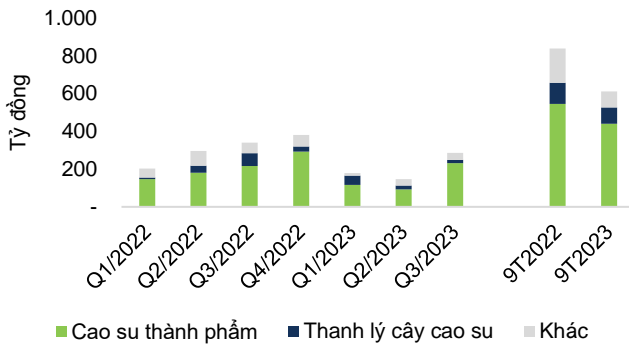
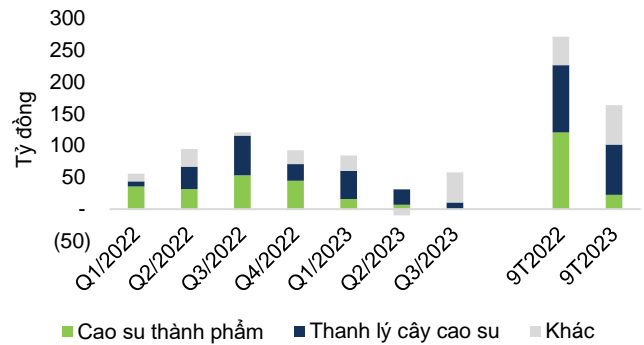
I. KẾT QUẢ KINH DOANH 9T/2023

Đơn vị: Tỷ đồng	9T2023	9T2022	%YoY
Doanh thu thuần	612	840	-27,2%
- Cao su thành phẩm	442	546	-19,1%
- Thanh lý cây cao su	86	113	-23,7%
- Khác	84	182	-53,8%
Lợi nhuận gộp	163	271	-39,7%
- Cao su thành phẩm	23	121	-81,2%
- Thanh lý cây cao su	79	106	-25,2%
- Khác	62	45	+37,8%
Doanh thu tài chính	88	45	+95,5%
Chi phí tài chính	3,0	1,3	+133,5%
- Trong đó: Chi phí lãi vay	-	0,8	-100,0%
Chi phí bán hàng	14	16	-11,3%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	59	64	-7,4%
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	148	235	-37,1%
Lợi nhuận trước thuế	190	260	-26,9%
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	155	217	-28,5%
Chỉ số tài chính	9T2023	9T2022	%YoY
Biên lợi nhuận gộp	27%	32%	-5,6 đpt
Biên lợi nhuận thuần sau thuế	25%	26%	-0,5 đpt
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,30%	1,89%	+0,41 đpt
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	10%	8%	+2,1 đpt

1. Kết quả kinh doanh 9T/2023 sụt giảm do giá cao su tự nhiên ở mức thấp

Trong 9T/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp của DPR đạt lần lượt khoảng 612 tỷ đồng (-27,2% yoy), 163 tỷ đồng (-39,7% yoy). Kết quả kinh doanh tiêu cực là do mảng cao su chịu ảnh hưởng từ (1) giá bán cao su trung bình của DPR trong 9T/2023 sụt giảm theo diễn biến của giá cao su tự nhiên thế giới; (2) sản lượng cao su tiêu thụ tại khu vực Bình Phước trong 9T/2023 giảm -10,9% yoy do nguồn mủ cao su nguyên liệu từ khai thác và thu mua sụt giảm; (3) diện tích thanh lý trong 9T/2023 sụt giảm khoảng -51,3% yoy ảnh hưởng đến doanh thu từ thanh lý cây cao su, mặc dù giá thanh lý bình quân trong 9T/2023 tăng +45,4% yoy.

Dù lợi nhuận gộp giảm mạnh -39,7% yoy, lợi nhuận trước thuế của DPR trong 9T/2023 giảm thấp hơn ở mức -26,9% yoy nhờ lợi nhuận từ hoạt động tài chính trong 9T/2023 tăng trưởng +94,2% yoy, và chi phí tài chính khá thấp chỉ đạt 3 tỷ đồng khi không còn nợ vay. Doanh thu tài chính tăng nhờ khoản lãi tiền gửi đạt 74 tỷ đồng, tăng trưởng +74,6% yoy nhờ lãi suất trung bình ước tính đạt khoảng 7,5% (+2,7 đpt yoy).

Doanh thu thuần của DPR (Q1/2022 - Q3/2023)

Cơ cấu lợi nhuận gộp của DPR (Q1/2022 - Q3/2023)


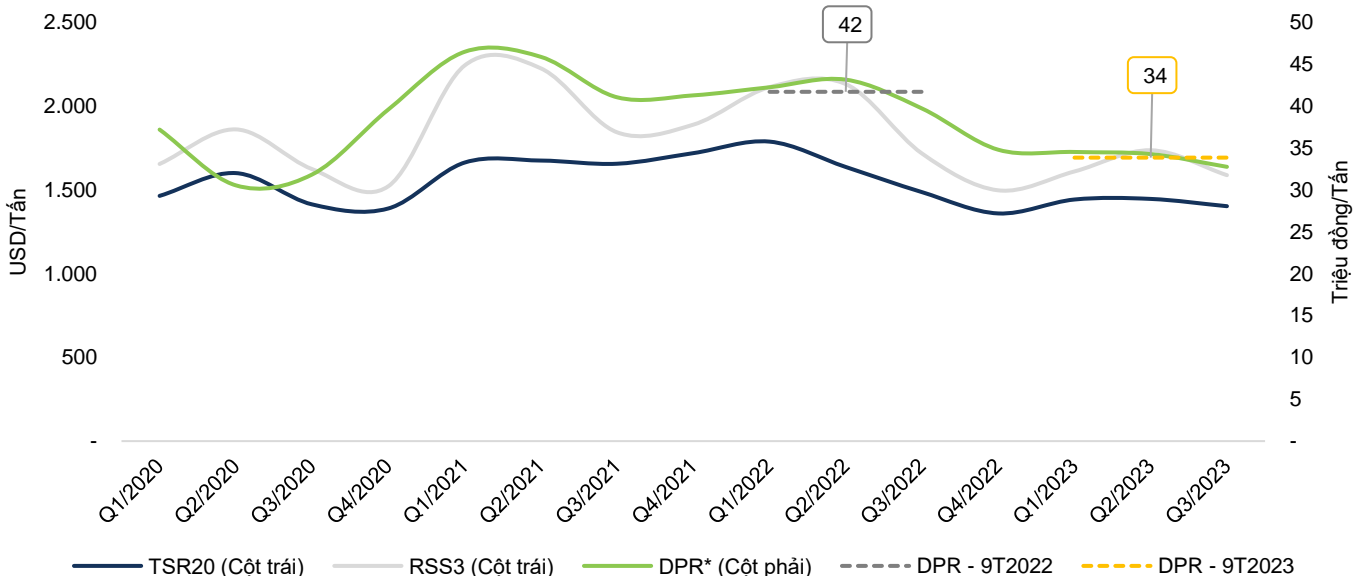
Nguồn: DPR, FPTS tổng hợp

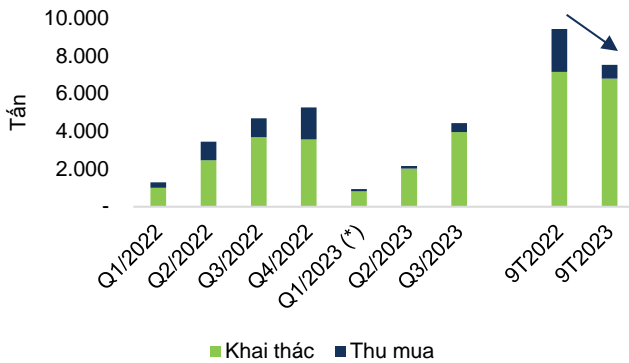
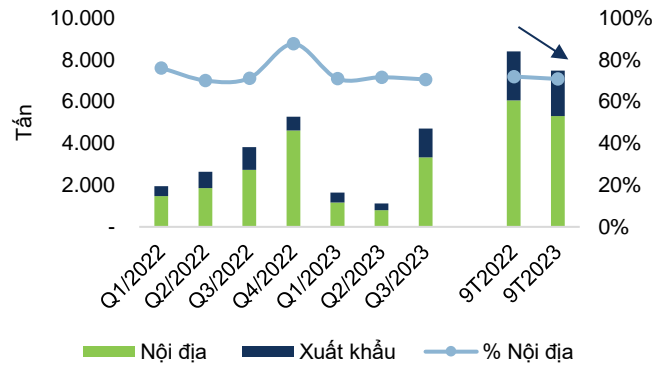
► Mảng cao su – Tiêu cực do giá bán và sản lượng tiêu thụ sụt giảm đáng kể

Trong 9T/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng cao su chỉ đạt lần lượt khoảng 442 tỷ đồng (-19,1%) và 23 tỷ đồng (-81,2% yoy). Lợi nhuận gộp giảm ở cả 2 khu vực: nội địa và Campuchia. Cụ thể, lợi nhuận gộp mảng cao su của công ty mẹ và công ty con CTCP Cao su Đồng Phú – Kratie tại Campuchia chỉ đạt lần lượt khoảng 11 tỷ đồng (-82,0% yoy) và 12 tỷ đồng (-80,4% yoy).

Kết quả kinh doanh tiêu cực là do giá bán cao su trung bình của DPR ở cả khu vực Bình Phước và Campuchia có xu hướng giảm theo giá thế giới, đặc biệt là khu vực Bình Phước chỉ đạt khoảng 33,8 triệu đồng (-18,8% yoy). Hơn nữa, biên lợi nhuận gộp mảng cao su trong 9T/2023 chỉ đạt khoảng 5,1% (-16,9 đpt yoy), do chịu ảnh hưởng từ chi phí nhân công và chi phí nguyên vật liệu trên mỗi tấn mủ cao su tăng ([Chi tiết tại phụ lục 1](#)).

Về tiêu thụ, sản lượng tiêu thụ trong 9T/2023 của DPR tại Bình Phước chỉ đạt khoảng 7.487 nghìn tấn (-11,0% yoy) do nguồn mủ nguyên liệu thiếu hụt. Nguyên nhân gây thiếu hụt là (1) mủ tự khai thác trong 9T/2023 giảm -4,9% yoy do không đủ lao động khai thác vườn cây; (2) mủ thu mua trong 9T/2023 giảm -68,3% yoy vì sản lượng mủ từ các hộ tiểu điền giảm, các hộ hạn chế cạo mủ cao su khi giá bán ở mức kém hấp dẫn đã ảnh hưởng đến mủ thu mua của DPR. Đối với khu vực Campuchia, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ trong 9T/2023 vẫn tích cực nhờ mủ nguyên liệu ổn định khi vườn cây đã đi vào khai thác 100%, giúp doanh thu mảng cao su tại đây trong 9T/2023 tăng trưởng khoảng +4,4% yoy.

Giá cao su trung bình của DPR và giá cao su thế giới (Q1/2020 - Q3/2023)


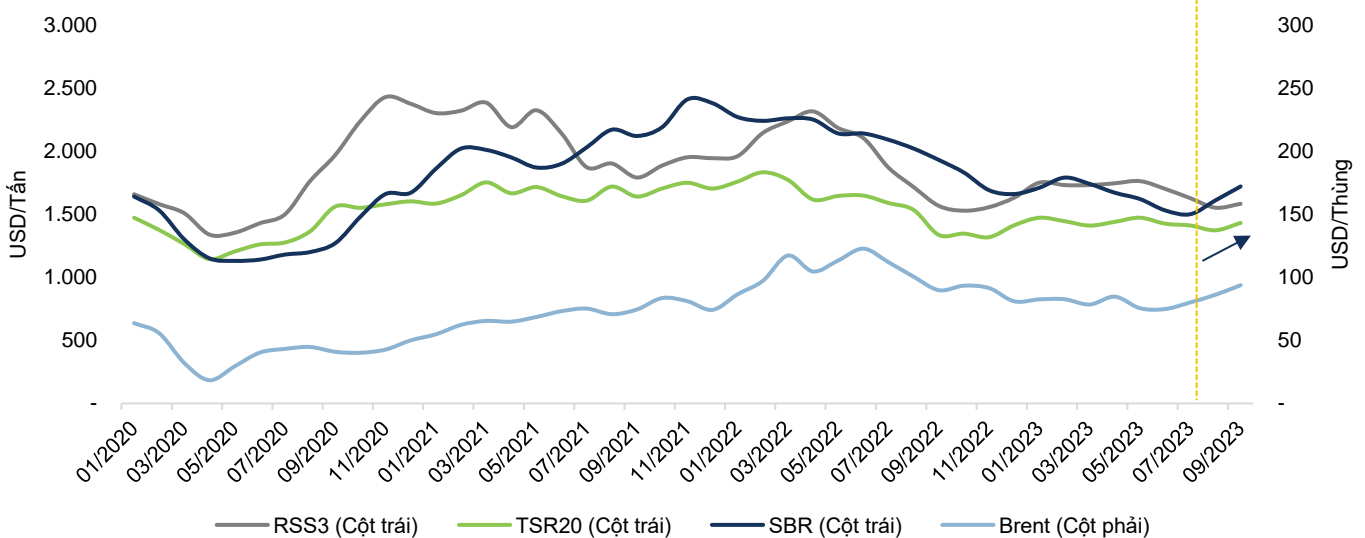
Sản lượng mỏ cao su nguyên liệu tại Bình Phước (Q1/2022 - Q3/2023)

Sản lượng tiêu thụ cao su của DPR (Q1/2022 - Q3/2023)


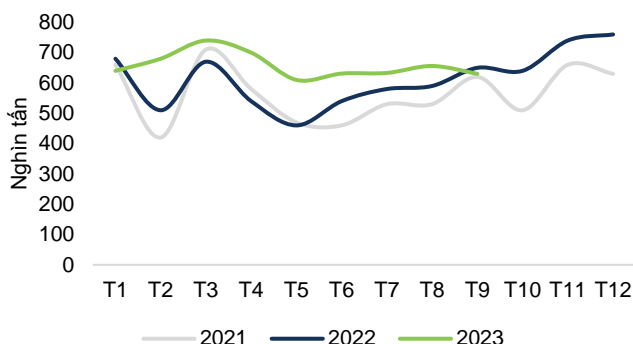
Nguồn: DPR, FPTTS tổng hợp, (*) FPTTS ước tính

Về giá bán cao su thế giới, giá cao su tự nhiên thế giới TSR20 và RSS3 trong 9T/2023 đã sụt giảm lần lượt khoảng -12,5% yoy và -16,1% yoy. Nguyên nhân là do (1) giá cao su tổng hợp trung bình trong 9T/2023 sụt giảm -23,0% yoy do giá dầu thô sụt giảm còn 82 USD/Thùng (-21,7% yoy); (2) nhu cầu nhập khẩu của các quốc gia phát triển còn yếu khi nền kinh tế kém khả quan, bất chấp sản lượng nhập khẩu của Trung Quốc trong 9T/2023 đạt khoản 5.920 nghìn tấn (+13,3% yoy).

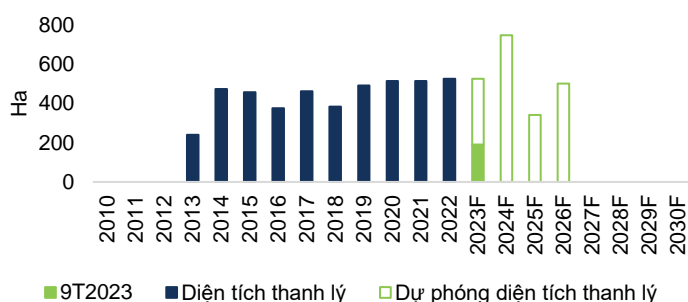
Tuy nhiên, giá cao su tự nhiên đã dần phục hồi kể từ cuối T8/2023. Giá cao su bắt đầu tăng trở lại là nhờ 4 yếu tố chính:

- (1) Nguồn cung thiếu hụt trong ngắn hạn do mưa bão tại Hải Nam (1 trong 3 vùng trồng cao su lớn tại Trung Quốc), phía Bắc Thái Lan và Việt Nam.
- (2) Nhu cầu nhập khẩu cao su tại Trung Quốc ở mức cao hơn so với năm 2022. Chủ yếu là nhờ ngành sản lốp được hưởng lợi từ sản lượng tiêu thụ ô tô nội địa phục hồi và các quốc gia phát triển có xu hướng tăng nhập khẩu lốp xe ô tô giá rẻ.
- (3) Lượng tồn kho cao su tự nhiên ở mức thấp so với năm 2022, chỉ đạt ở mức 329 nghìn tấn (-7,1% yoy) tại sàn SHFE trong T10/2023 ([Chi tiết tại phụ lục 2](#)).
- (4) Giá dầu thô có xu hướng tăng kể từ T7/2023 đã hỗ trợ cho đà phục hồi của giá cao su tự nhiên.

Giá cao su tự nhiên, cao su tổng hợp và giá dầu Brent (T1/2020 - T9/2023)


Sản lượng nhập khẩu cao su Trung Quốc (T1/2021 - T9/2023)

Sản lượng xuất khẩu lốp ô tô Trung Quốc (T1/2021 - T9/2023)


Nguồn: ANRPC, EIA, GACC, Business Analytiq, FPTS tổng hợp

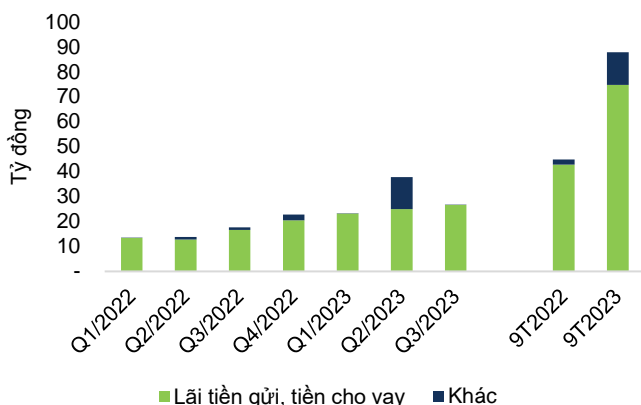
► Mảng thanh lý – Dự phóng diện tích thanh lý cây gần hết sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của DPR kể từ năm 2027F
Dự phóng diện tích cao su thanh lý của DPR (2010 - 2030F)


Trong 9T/2023, doanh thu thuần và lợi nhuận gộp mảng này đạt lần lượt khoảng 86 tỷ đồng (-23,7% yoy) và 79 tỷ đồng (-25,2% yoy). Nguyên nhân sụt giảm chủ yếu là do diện tích thanh lý lũy kế chỉ đạt khoảng 190 ha, sụt giảm -51,3% yoy. Chúng tôi dự phóng DPR sẽ hết diện tích thanh lý kể từ năm 2027F, điều này sẽ làm biên lợi nhuận gộp của DPR trong năm 2027F giảm còn 7,7%, thấp hơn -16,5 đpt so với 2026F (năm còn diện tích thanh lý).

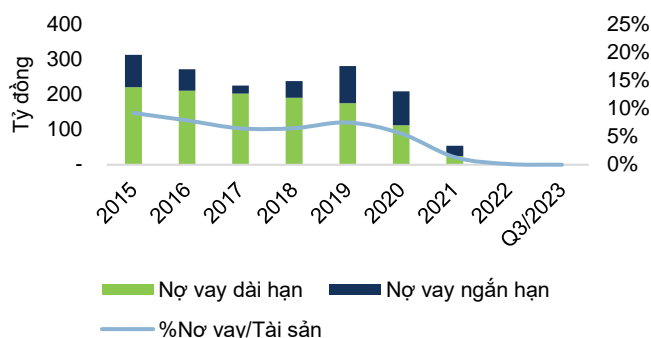
Nguồn: DPR, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Lợi nhuận từ hoạt động tài chính có đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trước thuế của DPR

Trong 9T/2023, doanh thu từ hoạt động tài chính của DPR đạt khoảng 88 tỷ đồng (+95,5% yoy) nhờ khoản lãi tiền gửi tăng +74,6% yoy và đóng góp vào khoảng 85% doanh thu tài chính. Với nhu cầu đầu tư thấp, khoản tiền – tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn của DPR có xu hướng tăng trong giai đoạn 2015 – 2022, cả 2 khoản trên chiếm khoảng 35% tổng tài sản của DPR.

Doanh thu tài chính của DPR (Q1/2022 - Q3/2023)

Cơ cấu tài sản ngắn hạn của DPR (2015 - Q3/2023)


Nguồn: DPR, FPTS tổng hợp

Nợ vay và tổng tài sản của DPR (2015 - Q3/2023)


Nguồn: DPR, FPTS tổng hợp

Ngoài ra, DPR cũng tích cực trả nợ vay trong giai đoạn 2015 – 2022 (nợ vay dài hạn dùng để tài trợ dự án trồng cao su tại Campuchia), và DPR không còn nợ vay trong Q3/2023 nên không còn chi phí lãi vay. **Nhờ vậy, trong 9T/2023, lợi nhuận từ hoạt động tài chính đạt khoảng 85 tỷ đồng (+94,2% yoy) và đóng góp vào khoảng 44% lợi nhuận trước thuế của DPR.**

II. KẾ HOẠCH KINH DOANH VÀ TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2023
1. Kế hoạch kinh doanh năm 2023 và dự phóng năm 2023

Chỉ tiêu tài chính (Đvt: Tỷ đồng)	Ước tính 2023	TH2022	%YoY
Doanh thu thuần	989	1.211	-18,3%
Lợi nhuận trước thuế	261	349	-25,1%
Lợi nhuận sau thuế	199	293	-32,1%

Chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh của DPR sẽ được bù đắp từ khoản doanh thu từ hoạt động tài chính, trong khi hoạt động kinh doanh vẫn kém khả quan. Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của DPR sẽ đạt lần lượt khoảng 989 tỷ đồng (-18,3% yoy) và 197 tỷ đồng (-32,1% yoy). Về mảng cao su, chúng tôi giả định giá bán trung bình của DPR năm 2023 sẽ sụt giảm -14,7% yoy theo giá cao su tự nhiên thế giới, trong khi tổng sản lượng tiêu thụ của 3 khu vực sẽ sụt giảm -5,5% yoy do thiếu hụt mù nguyên liệu để chế biến. Về các mảng khác, chúng tôi không thay đổi giả định so với [Báo cáo cập nhật tin tức trong T8/2023](#), ngoại trừ khoản doanh thu từ hoạt động tài chính được điều chỉnh tăng +40,5% so với giả định cũ để phản ánh bối cảnh lãi suất tăng, cụ thể như sau:

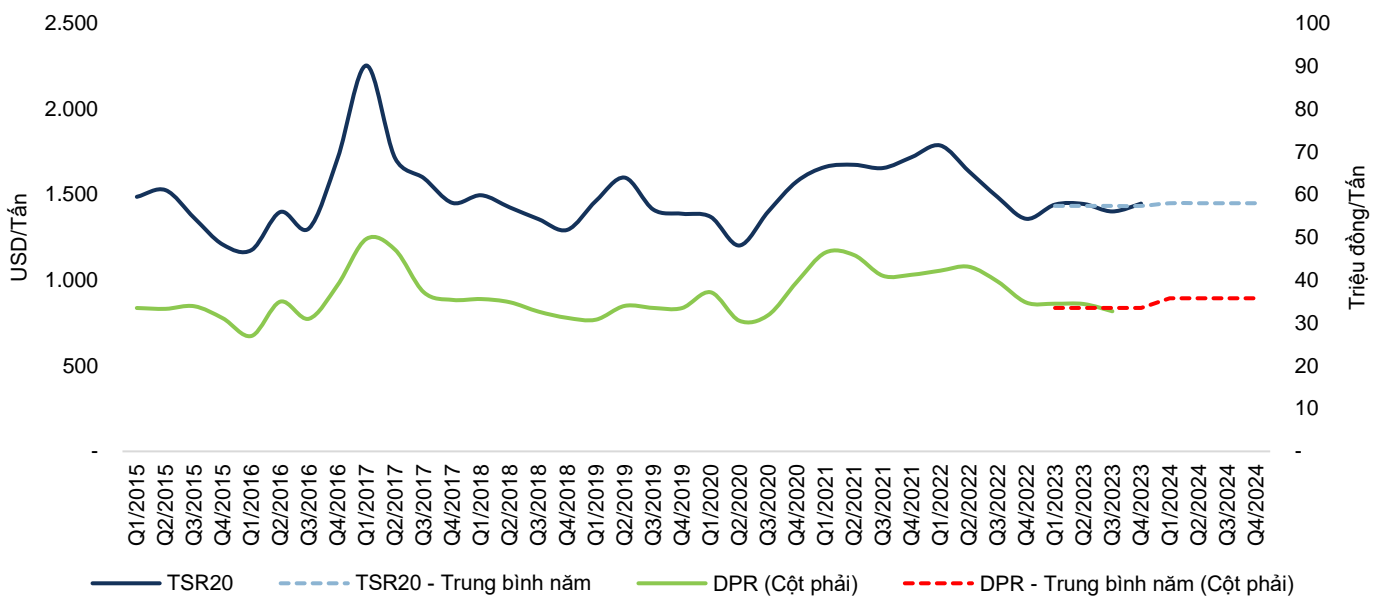
- Kỳ vọng DPR sẽ thanh lý khoảng 526,92 ha như kế hoạch năm 2023, diện tích thanh lý kế hoạch năm 2023 không đổi so với năm 2022. Chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp mảng thanh lý sẽ đạt khoảng 114 tỷ đồng (-9,8% yoy), đóng góp khoảng 47% tổng lợi nhuận gộp của DPR trong năm 2023.
- Kỳ vọng DPR có thể cho thuê khoảng 1,8 ha của KCN Bắc Đồng Phú hiện hữu trong năm 2023 (tương ứng 1,3% diện tích thương phẩm), phần diện tích này đã ký biên bản ghi nhớ trên diện tích đang điều chỉnh hoàn thành thủ tục pháp lý. Ngoài ra, chúng tôi giả định KCN Bắc Đồng Phú mở rộng sẽ cho thuê khoảng 32 ha trong năm 2023 như kế hoạch của DPR (tương ứng khoảng 10% diện tích thương phẩm).
- Doanh thu hoạt động tài chính năm 2023 ước tính sẽ đạt khoảng 111 tỷ đồng (+63,6% yoy), tương đương với mức tăng +40,5% so với giả định cũ, với giả định DPR sẽ không có dự án đầu tư lớn trong năm 2023 và lãi suất trung bình đạt khoảng 6,7% (tăng +1,4 đpt so với giả định cũ).

2. Triển vọng kinh doanh trong giai đoạn 2023 – 2024F

► Giá cao su tự nhiên kỳ vọng phục hồi trong năm 2024F nhờ tình trạng dư cung được cải thiện

Năm 2023, chúng tôi ước tính giá bán bình quân của DPR sẽ đạt khoảng 33,5 triệu đồng/tấn, sụt giảm -14,7% yoy theo giá cao su tự nhiên thế giới. Giá cao su tự nhiên TSR20 dự phóng sẽ đạt khoảng 1.434 USD/Tấn (-8,4% yoy) trong năm 2023. Trong Q4/2023, giá cao su tự nhiên thế giới kỳ vọng sẽ phục hồi nhờ (1) nhu cầu nhập khẩu tại Trung Quốc tăng để đáp ứng cho mùa cao điểm của ngành sẫm lốp, và cho nhu cầu nhập khẩu lốp xe giá rẻ của các quốc gia phát triển; (2) giá dầu thô trong Q4/2023 dự phóng tăng +4,6% QoQ sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng cao su tự nhiên để thay thế; (3) tồn kho cao su trong T10/2023 đang ở mức thấp so với cùng kỳ, trong khi nguồn cung tại Thái Lan và Indonesia có rủi ro sẽ sụt giảm do tình hình thời tiết bất thường.

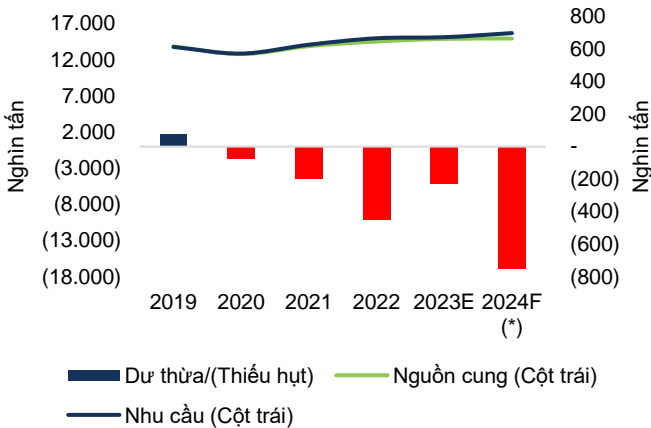
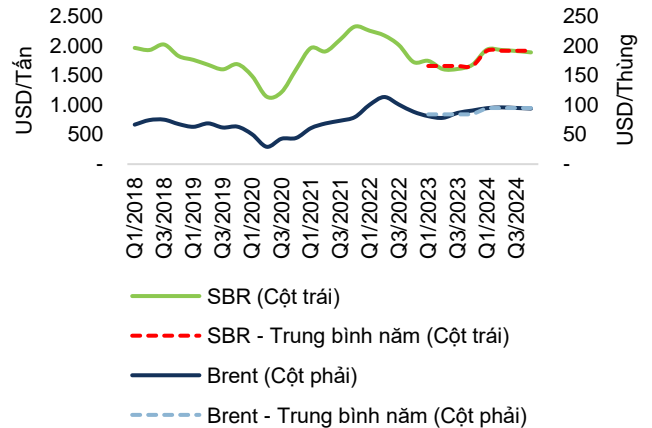
Dự phóng giá bán cao su của DPR và giá cao su tự nhiên TSR20 (Q1/2015 - Q4/2024F)



Nguồn: WorldBank, ANRPC, DPR, FPTTS tổng hợp và ước tính

Năm 2024F, giá cao su tự nhiên thế giới dự phóng sẽ tăng +1,1% yoy nhờ ngành cao su bước vào giai đoạn thiếu hụt nguồn cung. Nhờ vậy, mảng cao su của DPR sẽ được hưởng lợi, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân của DPR sẽ tăng +6,8% yoy. Về tình hình cung – cầu, nguồn cung và nhu cầu cao su tự nhiên thế giới năm 2024F dự báo sẽ đạt lần lượt khoảng 14.930 nghìn tấn (+0,3% yoy) và 15.680 nghìn tấn (+3,7% yoy), tương đương mức thiếu hụt khoảng 750 nghìn tấn. Nguyên nhân gây thiếu hụt là do nguồn cung tăng trưởng chậm không đủ đáp ứng cho nhu cầu phục hồi tại Trung Quốc, cụ thể như sau:

- (1) Nguồn cung cao su tự nhiên năm 2024F dự báo tăng trưởng chậm ở mức +2,8% yoy do diện tích khai thác tăng trưởng chậm. Nguyên nhân chủ yếu là do các quốc gia trồng cao su lớn đã hạn chế trồng mới trong giai đoạn giá cao su ở mức thấp, nên diện tích đi vào khai thác mới không cao.
- (2) Nhu cầu ngành sẫm lốp năm 2024F dự phóng tăng trưởng khoảng +5,8% yoy nhờ nền kinh tế Trung Quốc phục hồi sẽ giúp khối lượng luân chuyển hàng hóa tăng và thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sẫm lốp.
- (3) Giá dầu thô trung bình năm 2024F dự phóng neo ở mức cao và đạt 95 USD/Thùng (+12,7% yoy), giúp tăng nhu cầu sử dụng cao su tự nhiên để thay thế cao su tổng hợp.

Dự phóng cung - cầu cao su tự nhiên thế giới (2019 - 2024F)

Dự phóng giá dầu thô Brent và giá cao su tổng hợp SBR (Q1/2018 - Q4/2024F)


Nguồn: ANRPC, EIA, Business Analytiq, FPTS tổng hợp và ước tính
 (*): FPTS ước tính

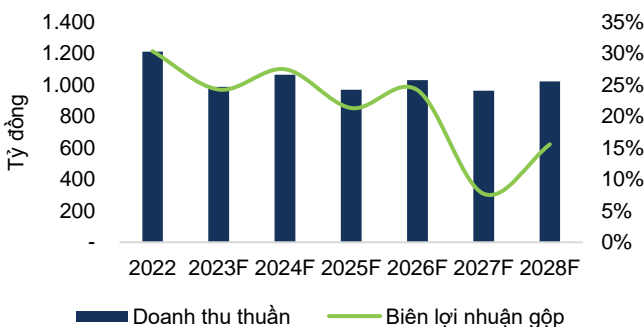
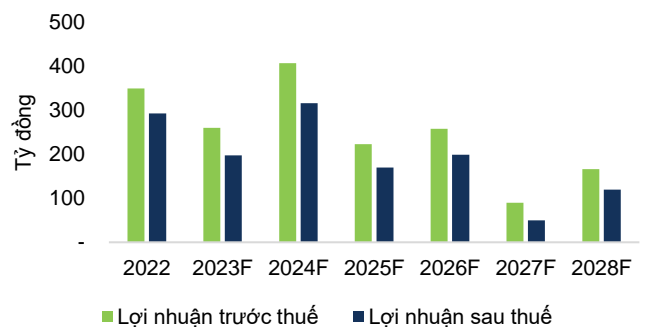
► Kỳ vọng KCN Bắc Đồng Phú mở rộng có thể cho thuê trong năm 2023 và DPR ghi nhận khoản tiền bồi thường còn lại vào năm 2024F

Chúng tôi không thay đổi giả định đối với triển vọng mảng khu công nghiệp và tiến độ ghi nhận khoản tiền bồi thường của DPR so với Báo cáo cập nhật tin tức trong T8/2023 ([Xem chi tiết tại đây](#)). Cụ thể giả định như sau:

- Đối với KCN hiện hữu, chúng tôi dự phóng DPR có thể cho thuê khoảng 1,8 ha của KCN Bắc Đồng Phú hiện hữu trong năm 2023 (tương ứng 1,3% diện tích thương phẩm), phần diện tích này đã ký biên bản ghi nhớ trên diện tích đang điều chỉnh hoàn thành thủ tục pháp lý. Đối với dự án mở rộng KCN, chúng tôi kỳ vọng dự án KCN Bắc Đồng Phú mở rộng sẽ có thể cho thuê 32 ha trong năm 2023 (tương ứng khoảng 10% diện tích thương phẩm) với giá cho thuê chúng tôi ước tính đạt khoảng 65 USD/m²/chu kỳ thuê, tương đương với giá cho thuê trung bình của các khu công nghiệp ở Bình Phước. Riêng KCN Nam Đồng Phú mở rộng sẽ được triển khai sau và chúng tôi kỳ vọng dự án có thể bắt đầu cho thuê trong năm 2027F.
- Chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ ghi nhận khoản 118,6 tỷ đồng từ việc bồi thường thu hồi đất cao su vào năm 2024F và đóng góp khoảng 28% lợi nhuận trước thuế của DPR.

III. CẬP NHẬT KHUYẾN NGHỊ VÀ ĐỊNH GIÁ
1. Dự phóng doanh thu và lợi nhuận

Dựa trên những phân tích về tình hình hoạt động kinh doanh của DPR, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của DPR giai đoạn 2023 – 2028F

Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của DPR (2022 - 2028F)

Lợi nhuận thuần trước thuế và lợi nhuận thuần sau thuế của DPR (2022 - 2028F)


Nguồn: DPR, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Tổng hợp định giá

2.1 Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bằng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF, chúng tôi cập nhật mức giá mục tiêu cho DPR là **30.050 VNĐ/cp** (-2,1% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2023) và khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DPR.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	29.776	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	30.373	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cổ phiếu)		30.075	

► Giả định mô hình chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình DCF của DPR

Giả định mô hình	T7/2023	T11/2023	Giả định mô hình	T7/2023	T11/2023
WACC 2023	17,41%	21,35%	Phần bù rủi ro	12,48%	13,98%
Chi phí sử dụng nợ	9,36%	9,36%	Hệ số beta không đòn bẩy	1,19	1,32
Chi phí sử dụng VCSH	17,42%	21,37%	Tăng trưởng dài hạn	1%	1%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	2,56%	2,90%	Thời gian dự phóng	5 năm	5 năm

Giả định mô hình DCF của KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú mở rộng

Giả định mô hình	T7/2023	T11/2023	Giả định mô hình	T7/2023	T11/2023
WACC 2023	-	-	Phần bù rủi ro	12,48%	13,98%
Chi phí sử dụng nợ	-	-	Hệ số beta không đòn bẩy	1,43	1,43
Chi phí sử dụng VCSH	20,91%	23,28%	Tăng trưởng dài hạn	-	-
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 30 năm	3,08%	3,31%	Thời gian dự phóng	Thời gian hoạt động của dự án	

► Giả định kết quả kinh doanh DPR

Giả định yếu tố 2023	T7/2023	T11/2023	Cơ sở giả định
----------------------	---------	----------	----------------

Doanh thu cao su thành phẩm

728

728

Năm 2023F, giả định giá bán cao su trung bình của DPR giảm -14,7% yoy. Giai đoạn 2024F – 2028F, giá bán cao su tăng trưởng ở mức CAGR = +1,3%/năm nhờ kỳ vọng thiếu hụt nguồn cung trong dài hạn do diện tích khai thác ở các quốc gia trồng cao su tự nhiên tăng trưởng chậm dần. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2023F sẽ đạt khoảng 21.710 tấn, sụt giảm -5,5% yoy do tình trạng thiếu hụt lao động khai thác mỏ cao su nguyên liệu tại Bình Phước. **Không đổi so với giả định trong T7/2023.**

Doanh thu thanh lý vườn cây	128	128	Năm 2023, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ thanh lý khoảng 526,92 ha cao su trong năm 2023F như kế hoạch. Không đổi so với giá định trong T7/2023.
Doanh thu khu công nghiệp và khác	133	133	Năm 2023F, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ cho thuê 1,8 ha của KCN Bắc Đồng Phú hiện hữu và 32 ha của KCN Bắc Đồng Phú mở rộng theo đúng tiến độ. Không đổi so với giá định trong T7/2023.

2.2 Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)		1.725.674
(+ Tiền mặt (triệu VNĐ)		94.274
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		53.874
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.766.074
(+) Giá trị hiện tại KCN Bắc Đồng Phú mở rộng (triệu đồng)		449.556
(+) Giá trị hiện tại KCN Nam Đồng Phú mở rộng (triệu đồng)		371.489
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)		87
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		29.776
Tổng hợp định giá FCFE		Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)		1.817.964
(+) Giá trị hiện tại KCN Bắc Đồng Phú mở rộng (triệu đồng)		449.556
(+) Giá trị hiện tại KCN Nam Đồng Phú mở rộng (triệu đồng)		371.489
Giá mục tiêu (VNĐ/cổ phiếu)		30.373

3. Lịch sử khuyến nghị

Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Thời gian	Báo cáo chi tiết
MUA	40.950	T7/2022	Báo cáo định giá lần đầu
MUA	31.400	T12/2022	Báo cáo cập nhật tin tức
THEO DÕI	32.750	T8/2023	Báo cáo cập nhật tin tức

IV. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	CĐKT	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	1.211	989	1.065	970	1.030	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	843	749	772	763	781	+ Tiền và tương đương	311	1.034	823	467	279
Lợi nhuận gộp	368	240	293	207	249	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.209	1.209	1.209	1.209	1.209
- Chi phí bán hàng	27	18	20	18	20	+ Các khoản phải thu	81	66	68	65	67
- Chi phí quản lí DN	95	69	76	70	74	+ Hàng tồn kho	194	138	142	139	142
Lợi nhuận thuần HĐKD	245	153	197	119	155	+ Tài sản ngắn hạn khác	90	73	78	70	74
- (Lỗ)/lãi HĐTC	66	109	105	106	105	Tổng tài sản ngắn hạn	1.885	2.521	2.320	1.951	1.770
- Lợi nhuận khác	39	-	107	-	-	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	2.353	2.641	2.606	2.861	3.097
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	350	262	409	225	261	+ Khấu hao lũy kế	(928)	(1.073)	(1.206)	(1.335)	(1.461)
- Chi phí lãi vay	1	0	0	0	0	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.425	1.295	1.394	1.504	1.588
Lợi nhuận trước thuế	349	261	409	225	260	+ Đầu tư tài chính dài hạn	124	124	124	124	124
- Thuế TNDN	56	62	91	53	60	+ Tài sản dài hạn khác	419	419	419	419	419
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-	-	+ Xây dựng cơ bản dở dang	154	274	303	299	243
LNST	293	199	318	172	201	Tổng tài sản dài hạn	2.280	2.267	2.394	2.500	2.528
- Lợi ích cổ đông thiểu số	43	26	33	30	30	Tổng Tài sản	4.165	4.788	4.715	4.451	4.298
LNST của cổ đông CT Mẹ	249	172	285	142	171	Nợ & Vốn chủ sở hữu					
EPS (đ)	2.871	1.984	3.281	1.636	1.969	+ Phải trả người bán	5	8	9	8	8
EBITDA	479	408	548	370	414	+ Vay và nợ ngắn hạn	5	4	4	4	4
Khấu hao	129	146	139	145	153	+ Quỹ khen thưởng	64	60	88	49	56
Tăng trưởng doanh thu	-1%	-18%	8%	-9%	6%	Nợ ngắn hạn	299	230	265	216	227
Tăng trưởng LN HĐKD	-21%	-38%	29%	-40%	31%	+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-	28
Tăng trưởng EBIT	-39%	-25%	56%	-45%	16%	+ Phải trả dài hạn khác	29	-	-	-	-
Tăng trưởng EPS	-72%	-31%	65%	-50%	20%	Nợ dài hạn	874	839	839	839	867
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	Tổng nợ	1.174	1.069	1.104	1.055	1.094
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,4%	24,3%	27,5%	21,3%	24,2%	+ Thặng dư	192	201	201	201	201
Tỷ suất LNST	24,2%	20,1%	29,9%	17,7%	19,5%	+ Vốn điều lệ	1.157	1.596	1.596	1.596	1.596
ROE DuPont	9,4%	5,1%	7,8%	4,1%	5,2%	+ LN chưa phân phối	433	355	179	(85)	(330)
ROA DuPont	6,3%	3,9%	6,0%	3,1%	3,9%	Vốn chủ sở hữu	2.995	3.696	3.555	3.310	3.088
Tỷ suất EBIT/doanh thu	28,9%	26,5%	38,4%	23,2%	25,3%	Lợi ích cổ đông thiểu số	-	26	59	89	118
LNST/LNNTT	71,4%	66,0%	69,7%	63,2%	65,7%	Tổng cộng nguồn vốn	4.165	4.788	4.715	4.451	4.298
LNTT / EBIT	99,7%	99,8%	99,9%	99,8%	99,9%	Lưu chuyển tiền tệ	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Vòng quay tổng tài sản	30,5%	22,1%	22,4%	21,2%	23,5%	Tiền đầu năm	593	311	1.034	823	467
Đòn bẩy tài chính	149,8%	133,3%	129,5%	130,7%	132,4%						

Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
Số ngày phải thu	20,34	27,12	23,09	25,13	23,36
Số ngày tồn kho	88,28	80,89	66,15	67,24	65,64
Số ngày phải trả	1,59	3,00	2,97	2,94	2,91
Thời gian luân chuyển tiền	107,02	105,01	86,27	89,44	86,09
COGS / Hàng tồn kho	4,35	5,43	5,44	5,48	5,51

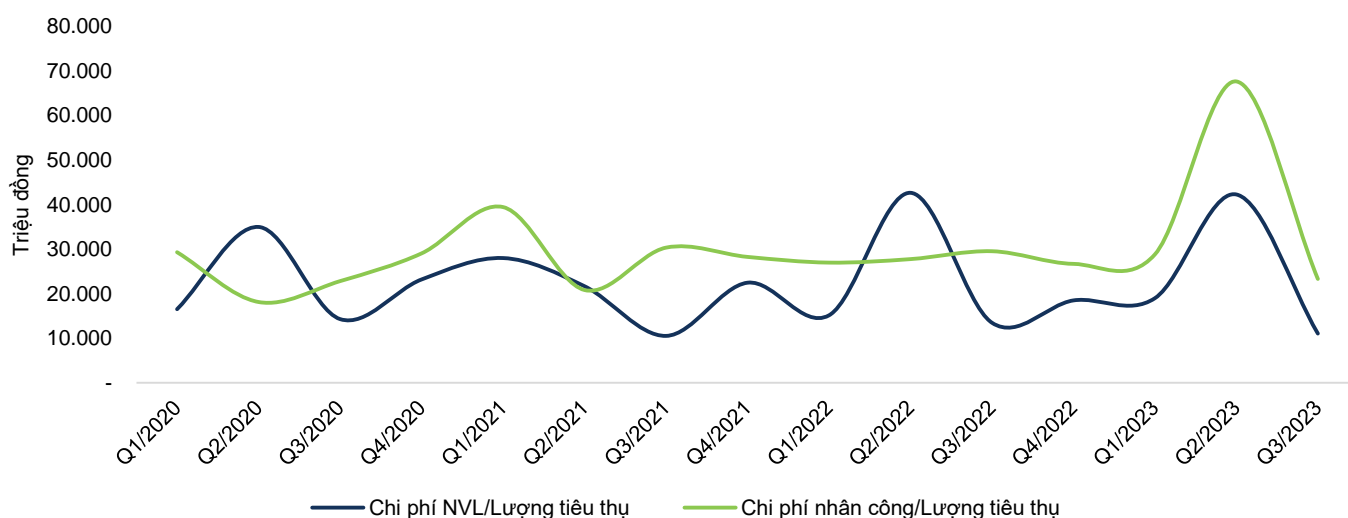
Chỉ số TK/đơn bầy TC	2022	2023F	2024F	2025F	2026F
CS thanh toán hiện hành	6,30	10,97	8,77	9,04	7,79
CS thanh toán nhanh	5,65	10,37	8,23	8,40	7,17
CS thanh toán tiền mặt	5,08	9,76	7,68	7,77	6,55
Nợ / Tài sản	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Nợ / Vốn CSH	0,08	0,05	0,05	0,05	0,06
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01
Khả năng TT lãi vay	365,94	615,52	1.180,69	630,90	745,34

Lợi nhuận sau thuế	350	173	285	143	171
+ Khấu hao	129	146	139	145	153
+ Điều chỉnh	(295)	(56)	(32)	(51)	(23)
+ Thay đổi vốn lưu động	93	6	(0)	(3)	0
Tiền từ hoạt động KD	283	269	392	233	302
+ Thanh lý tài sản cố định	0	-	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(79)	(133)	280	251	294
+ Tăng (giảm) đầu tư	(322)	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	55	-	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(346)	(133)	280	251	294
+ Cổ tức đã trả	(171)	(167)	(338)	(338)	(338)
+ Tăng (giảm) vốn	-	727	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	(1)	0	(0)	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-	28
+ Các hoạt động TC khác	-	28	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(220)	587	(338)	(338)	(309)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(284)	723	(212)	(356)	(188)
Tiền cuối năm	311	1.034	823	467	279

V. PHỤ LỤC

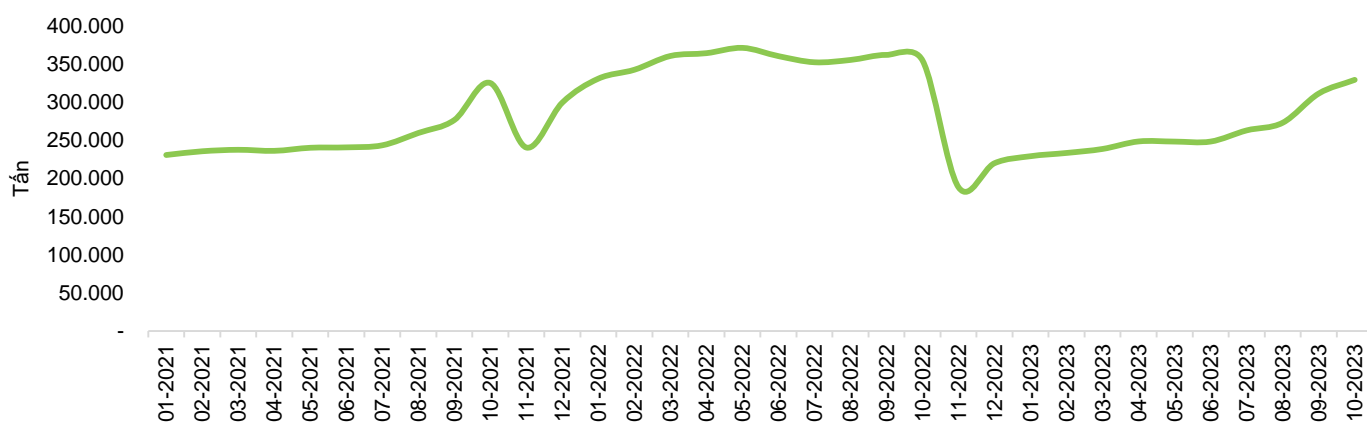
1. Chi phí nhân công và chi phí nguyên vật liệu trên mỗi tấn mù ([quay lại](#))

Chi phí nguyên vật liệu và chi phí nhân công trên mỗi tấn tiêu thụ có xu hướng tăng kể từ Q1/2023



Nguồn: DPR, FPT S tổng hợp

(*): Chi phí nhân công và chi phí nguyên vật liệu lấy từ BCTC công ty mẹ, sản lượng tiêu thụ của công ty mẹ

2. Sản lượng tồn kho cao su tự nhiên tại sàn giao dịch tương lai Thượng Hải – SHFE ([quay lại](#))
Sản lượng tồn kho cao su tự nhiên cuối kỳ tại sàn giao dịch tương lai Thượng Hải (T1/2021 - T10/2023)


Nguồn: Bloomberg, SHFE, JPX, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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 kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu DPR, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp 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 <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,
Việt Nam.
ĐT: 1900 6446
Fax: (84.236) 3553 888