

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (DPR: HOSE)

Ngày báo cáo: 04/06/2024
NGÀNH: BẤT ĐỘNG SẢN
CVPT cao cấp: Ngô Thị Kim Thanh
Email: thanhntk@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3053

Khuyến nghị: **KHẢ QUAN**

Giá mục tiêu 1Y: **47.600 Đồng**

Giá CP ngày 03/06/2024: 42.750 Đồng

% Tăng giá: **+11,3%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 146

Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 3,714

Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 87

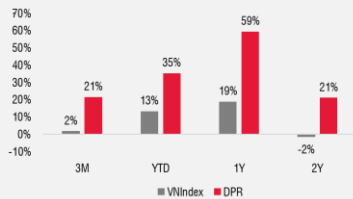
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 959.592

GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 38,2

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 4,5

Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 27,6

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Cao su Đồng Phú (DPR) là công ty con của Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam - CTCP (GVR). Hoạt động kinh doanh chính là trồng cây cao su thu hoạch lấy cao su tự nhiên và sản xuất sản phẩm từ cây cao su (đệm, gối và nội thất). Khi cây cao su cho năng suất kém, công ty sẽ chặt bỏ và bán cho các công ty sản xuất gỗ. DPR có tổng diện tích đất cao su khoảng 16.700 ha, tại Bình Phước, Đắk Nông và Kratie - Campuchia. Vườn cao su Bình Phước hiện đang khai thác khoảng 6.300 ha đất cao su, trong đó có gần 1.000 diện tích đang trong giai đoạn xây dựng cơ bản.

Giá cao su đạt mức cao nhất trong hai năm

LNST Q1/2024 tăng nhẹ svck. Doanh thu thuần đạt 184 tỷ đồng (+3,7% svck), hoàn thành 30% kế hoạch năm. Mặc dù giá cao su tự nhiên thuận lợi nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 0,64% svck đạt 62,2 tỷ đồng (hoàn thành 28% kế hoạch năm 2024) do sản lượng tiêu thụ giảm.

Thu nhập từ bồi thường đất. Theo quy hoạch sử dụng đất giai đoạn 2021 - 2030 và 2030 - 2050 của tỉnh Bình Phước đã được phê duyệt, đất trồng cao su do DPR quản lý sẽ có 2.891 ha đất được chuyển đổi từ đất cao su sang đất khu công nghiệp & thương mại. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu liên quan đến bồi thường từ đất trồng cao su sẽ là 2,43 nghìn tỷ đồng và có khả năng sẽ được ghi nhận từ năm 2025.

KCN Bắc Đồng Phú Giai đoạn 2 là động lực tăng trưởng năm 2025-2026. KCN Bắc Đồng Phú Giai đoạn 2 có tổng diện tích 317 ha (51% thuộc sở hữu của DPR) dự kiến sẽ được Chính phủ phê duyệt trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận lợi nhuận trước thuế là 1.087 nghìn tỷ đồng, với giá cho thuê là 75 USD/m²/kỳ, dự kiến cho thuê vào năm 2026.

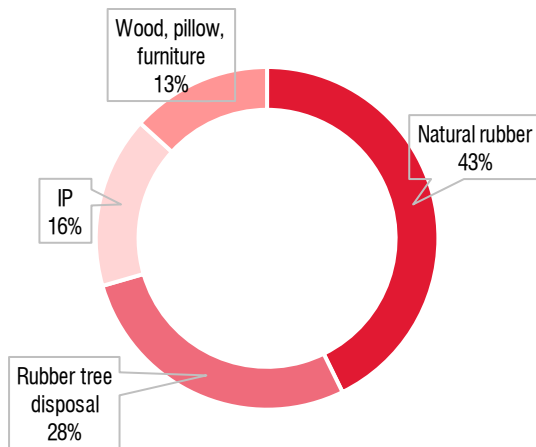
Luận điểm đầu tư. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng từ quỹ đất lớn của DPR có thể chuyển đổi thành KCN, đây là cơ hội lớn để công ty khai thác giá trị và doanh thu. Nhu cầu KCN gia tăng đặc biệt rõ rệt ở tỉnh Bình Phước khi tỷ lệ lấp đầy của các KCN Bình Dương và Đồng Nai lần lượt đạt 94% và 92%, cùng với cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện bao gồm đường cao tốc Bắc - Nam ở TP. Gia Nghĩa - Chơn Thành; TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành; và đường Đồng Phú - Bình Dương. Chúng tôi cho rằng mảng cao su tự nhiên sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá thị trường cao hơn trong thời gian tới. Chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 1 năm là **47.600 đồng/cp** đối với cổ phiếu DPR (tăng 4% so với báo cáo trước do chúng tôi giả định giá cao su tăng từ 12% lên 18%).

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tăng mạnh và việc phê duyệt chủ trương đầu tư KCN Bắc Đồng Phú sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.

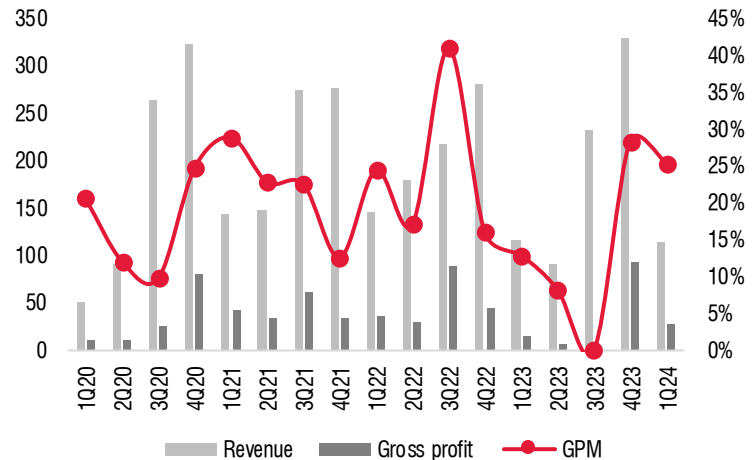
Cập nhật KQKD Q1/2024

Doanh thu thuần đạt 184 tỷ đồng (+3,7% svck), hoàn thành 30% kế hoạch năm. Mặc dù giá cao su tự nhiên thuận lợi nhưng lợi nhuận sau thuế chỉ tăng 0,64% svck đạt 62,2 tỷ đồng (hoàn thành 28% kế hoạch năm 2024) do sản lượng tiêu thụ giảm.

Cơ cấu lợi nhuận gộp trong Q1/2024



Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp (%) của mảng cao su tự nhiên từ Q1/2020-Q1/2024



Nguồn: SSI, DPR

- **Cao su tự nhiên:** Doanh thu giảm 3% svck đạt 114 tỷ đồng do giá bán trung bình tăng 18,5% svck nhưng sản lượng tiêu thụ giảm 21% svck. Nhờ giá bán trung bình cao hơn biên lợi nhuận gộp của mảng này được cải thiện từ 12% trong Q1/2023 lên 25% trong Q1/2024.
- **Thanh lý cây cao su** mang lại 46 tỷ đồng (-5% svck). Công ty bán đầu giá gỗ cây cao su với giá thấp hơn svck do nhu cầu thu mua từ Trung Quốc giảm.

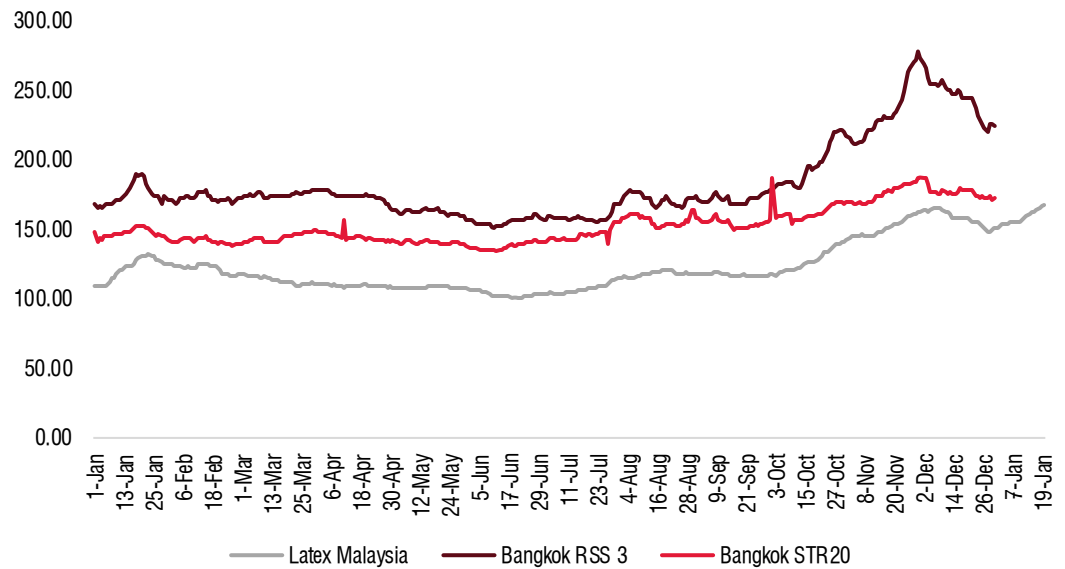
Doanh thu tài chính của công ty chủ yếu từ lãi tiền gửi ngân hàng, chiếm 26% lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh, đạt 21 tỷ đồng (-9% svck) do lãi suất tiền gửi giảm trong Q1/2024.

Trong Q1/2024, tiền gửi ngân hàng ở mức 1.618 nghìn tỷ đồng (68,8 triệu USD), chiếm 37% tổng tài sản của công ty. Đồng thời, công ty không có nợ dài hạn.

Triển vọng

Cao su tự nhiên: Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên ANRPC, nhu cầu cao su tự nhiên toàn cầu ước đạt 15,7 triệu tấn (+3% svck) trong năm 2024, vượt nguồn cung 14,5 triệu tấn (+1,6% svck), điều này lý giải cho mức tăng giá bán cao su tự nhiên. Trong khi đó, diện tích trồng cao su tại Thái Lan và Indonesia (chiếm 51% tổng sản lượng mù toàn cầu) giảm do dịch bệnh và thời tiết chuyển đổi giữa El Nino và La Nina, do đó, giá bán đã tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm 2024 (giá xuất khẩu bình quân tăng 35% so với đầu năm). Chúng tôi kỳ vọng giá cao su tự nhiên năm 2024 sẽ tăng 18% svck.

Giá cao su tự nhiên (USD/kg)



Nguồn: ANRPC

Thu nhập từ bồi thường đất. Theo quy hoạch sử dụng đất giai đoạn 2021 - 2030 và 2030 - 2050 của tỉnh Bình Phước đã được phê duyệt, đất trồng cao su do DPR quản lý sẽ có 2.891 ha đất được chuyển đổi từ đất cao su sang đất khu công nghiệp & thương mại. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu liên quan đến bồi thường từ đất trồng cao su sẽ là 2,43 nghìn tỷ đồng và có khả năng sẽ được ghi nhận từ năm 2025.

KCN Bắc Đồng Phú Giai đoạn 2 là động lực tăng trưởng năm 2025-2026. KCN Bắc Đồng Phú Giai đoạn 2 có tổng diện tích 317 ha (51% thuộc sở hữu của DPR) dự kiến sẽ được Chính phủ phê duyệt trong năm 2024. Chúng tôi kỳ vọng công ty có thể ghi nhận lợi nhuận trước thuế là 1.087 nghìn tỷ đồng, với giá cho thuê là 75 USD/m²/kỳ, dự kiến cho thuê vào năm 2026.

Chúng tôi ước tính năm 2024 và 2025 cụ thể như sau:

Trong năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của DPR lần lượt đạt 1,17 nghìn tỷ đồng (+13,2% svck) và 289 tỷ đồng (+14% svck). Trong đó, doanh thu cao su tự nhiên có thể đạt 932 tỷ đồng (+20% svck) do sản lượng tiêu thụ dự kiến đạt 13,5 triệu tấn (+2% svck) và giá bán cao su tăng 18% lên 40,3 triệu đồng/tấn, biên lợi nhuận gộp tăng 9% svck đạt 25%. Đồng thời, doanh thu thanh lý cây cao su có thể đạt 125 tỷ đồng

(+44% svck) với diện tích thanh lý đạt 450 ha, lợi nhuận gộp giảm 19% svck do sản lượng thu mua của khách hàng Trung Quốc giảm. Doanh thu kinh doanh bất động sản từ chuyển nhượng đất trị giá 118 tỷ đồng sang Cụm công nghiệp Tiền Hưng 1 có thể không được ghi nhận do dự án chậm tiến độ.

Trong năm 2025, chúng tôi dự báo lợi nhuận sau thuế của DPR sẽ tăng 61% svck chủ yếu từ lợi nhuận đền bù đất cây cao su tại các KCN với 100 ha với giá bồi thường 1,5 tỷ đồng/ha.

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1.217	1.211	1.041	1.178	1.200
% tăng trưởng	7,0%	-0,5%	-14,0%	13,2%	1,9%
Lợi nhuận gộp	430	368	274	347	352
Biên lợi nhuận gộp	35,4%	30,4%	26,9%	29,5%	29,4%
Thu nhập tài chính	47	68	120	122	177
Chi phí tài chính	-7	-2	-6	-3	-3
SG&A	-119	-122	-116	-125	-131
LNTT	577	350	304	368	594
LNST	473	291	254	289	467
Tăng trưởng LNST (%)	123,2%	-38,4%	-12,8%	13,9%	61,3%
Biên LNST	38,8%	24,1%	24,8%	24,6%	38,9%
EPS (VND)	7.519	4.325	1.779	2.122	3.423

Nguồn: SSI Research

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi nhận thấy tiềm năng từ quỹ đất lớn của DPR có thể chuyển đổi thành KCN, đây là cơ hội lớn để công ty khai thác giá trị và doanh thu. Nhu cầu KCN gia tăng đặc biệt rõ rệt ở tỉnh Bình Phước khi tỷ lệ lấp đầy của các KCN Bình Dương và Đồng Nai lần lượt đạt 94% và 92%, cùng với cơ sở hạ tầng kết nối thuận tiện bao gồm đường cao tốc Bắc - Nam ở TP. Gia Nghĩa - Chơn Thành; TP.HCM - Thủ Dầu Một - Chơn Thành; và đường Đồng Phú - Bình Dương. Chúng tôi cho rằng ngành cao su tự nhiên sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ giá thị trường cao hơn trong thời gian tới. Chúng tôi hiện có khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 1 năm là **47.600 đồng/cp** đối với cổ phiếu DPR (tăng 4% so với báo cáo trước do chúng tôi giả định giá cao su tăng từ 12% lên 18%).

Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tăng mạnh và việc phê duyệt chủ trương đầu tư KCN Bắc Đồng Phú sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.

Rủi ro giảm đôi với khuyến nghị:

- Chậm cấp phép các dự án Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng.
- Giá cao su tự nhiên điều chỉnh.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	311	319	724	1.208
+ Đầu tư ngắn hạn	1.209	1.303	1.292	1.292
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	81	108	97	101
+ Hàng tồn kho	194	164	171	183
+ Tài sản ngắn hạn khác	90	111	75	78
Tổng tài sản ngắn hạn	1.885	2.006	2.359	2.862
+ Các khoản phải thu dài hạn	5	3	45	47
+ GTCL Tài sản cố định	1.426	1.380	1.317	1.273
+ Bất động sản đầu tư	150	140	149	143
+ Tài sản dài hạn dở dang	154	218	261	262
+ Đầu tư dài hạn	124	119	131	131
+ Tài sản dài hạn khác	419	391	393	422
Tổng tài sản dài hạn	2.280	2.252	2.296	2.277
Tổng tài sản	4.165	4.258	4.655	5.139
+ Nợ ngắn hạn	299	239	450	482
Trong đó: vay ngắn hạn	5	0	0	0
+ Nợ dài hạn	874	963	776	809
Trong đó: vay dài hạn	0	0	79	84
Tổng nợ phải trả	1.174	1.204	1.226	1.291
+ Vốn góp	430	869	869	869
+ Thặng dư vốn cổ phần	192	201	201	201
+ Lợi nhuận chưa phân phối	433	373	556	842
+ Quý khác	1.936	1.611	1.656	1.723
Vốn chủ sở hữu	2.991	3.054	3.282	3.636
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	4.165	4.258	4.508	4.926
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-188	230	240	478
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	17	-86	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-221	-136	79	6
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-392	8	319	483
Tiền đầu kỳ	530	313	405	724
Tiền cuối kỳ	137	320	724	1.208
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	6,3	8,19	5,24	5,93
Hệ số thanh toán nhanh	5,35	7,08	4,69	5,39
Hệ số thanh toán tiền mặt	5,08	6,63	4,48	5,18
Nợ ròng / EBITDA	0	0	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	0	0	0	0
Ngày phải thu	7,8	15,9	14,4	10,7
Ngày phải trả	2,8	2,6	3,1	3,5
Ngày tồn kho	88,3	88,0	77,9	76,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,72	0,72	0,73	0,74
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,28	0,28	0,27	0,26
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,39	0,39	0,37	0,36
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,0	0,0	0,0	0,0
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,0	0,0	0,0	0,0

Nguồn: DPR, SSI ước tính

Tỷ đồng	2022	2023	2024F	2025F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	1.211	1.042	1.178	1.200
Giá vốn hàng bán	-843	-766	-787	-843
Lợi nhuận gộp	368	274	347	351
Doanh thu hoạt động tài chính	68	120	122	177
Chi phí tài chính	-2	-6	-3	-3
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-27	-22	-25	-25
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-95	-94	-96	-103
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	311	272	368	594
Thu nhập khác	39	31	28	28
Lợi nhuận trước thuế	350	304	367	571
Lợi nhuận ròng	291	254	289	467
Lợi nhuận chia cho cổ đông	248	208	245	381
Lợi ích của cổ đông thiểu số	43	45	43	67
EPS cơ bản (VND)	4.325	1.779	2.122	3.423
Giá trị sổ sách (VND)	53.752	27.098	29.209	32.500
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.000	2.000	2,5	3.000
EBIT	351	302	367	571
EBITDA	467	418	482	687
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,5%	-15,9%	10,7%	3,8%
EBITDA	-33,1%	-10,5%	15,4%	42,5%
EBIT	-39,7%	-13,9%	21,3%	55,9%
Lợi nhuận ròng	-38,4%	-13,3%	14,0%	55,9%
Vốn chủ sở hữu	9,1%	2,2%	7,4%	10,8%
Vốn điều lệ	0,0%	102,1%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	3,3%	2,3%	9,2%	10,4%
Định giá				
PE	16,5	40,2	18	13,3
PB	1,3	2,6	0	0
Giá/Doanh thu	2,5	6,1	0	0
Tỷ suất cổ tức	5,6%	5,7%	6,8%	0,0%
EV/EBITDA	6,6	7,4	6,9	6,2
EV/Doanh thu	2,5	3	2,7	2,5
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	30,4%	26,9%	30,2%	28,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	20,9%	23,9%	27,2%	25,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	24,1%	24,8%	25,5%	38,3%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	7,9%	9,1%	8,5%	8,8%
ROE	10,2%	8,3%	9,1%	13,0%
ROA	7,1%	6,0%	6,5%	9,2%
ROIC	30,4%	26,9%	30,2%	28,0%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Ngành BĐS KCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baongq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiền, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704