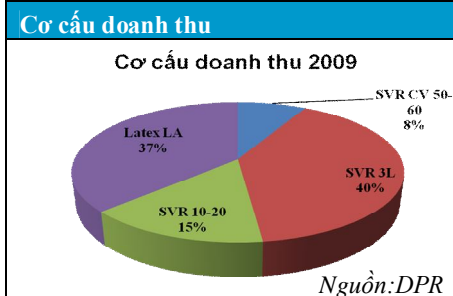


Ngày: 22/02/2010	
Giá đóng cửa	63,000
P/E 2010	15
Giá mục tiêu	94.000

Thông tin cơ bản	
Sản phẩm chính	Cao su
Vốn điều lệ (tỷ VND)	400
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,500
Sở hữu nước ngoài (%)	23.1
Sở hữu nhà nước (%)	60
Tỷ lệ HĐQT và BKS (%)	60

Khuyến nghị gần nhất		
Ngày xuất bản	Giá đóng cửa tại ngày ra khuyến nghị	Khuyến nghị



Tên công ty: CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ  
Khuyến nghị: Mua

## Khuyến nghị đầu tư

Trong năm 2008, 2009 giá cao su diễn biến theo chiều hướng bất lợi cho các công ty sản xuất cao su tự nhiên, kéo theo cổ phiếu của ngành này không còn giữ vững được vị thế như trước. Tuy nhiên, ước tính trong năm 2010, giá cao su tự nhiên sẽ tăng mạnh trở lại do nguồn cung bị hạn chế bởi diện tích trồng không được mở rộng nhiều, thời tiết có nhiều bất lợi mà cầu về cao su tự nhiên lại tăng mạnh do sự phục hồi của nền kinh tế thế giới. Hơn nữa, diễn biến giá dầu thô có khả năng tăng cũng là nguyên nhân giúp giá cao su giữ vững ở mức cao.

Riêng DPR có khả năng tăng trưởng tốt trong dài hạn nhờ có khá nhiều dự án trồng và chế biến mủ cao su ở Campuchia, Lào, Đắc Nông, Gia Lai...

CTCP Cao Su Đồng Phú được chúng tôi đưa ra giá mục tiêu ở mức 70,000 đồng/cổ phiếu, tương đương với EPS là 6,270 và P/E dự phóng 2010 là 11.1. DPR là công ty tốt với diện tích và năng suất thuộc dạng cao trong ngành. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư mua vào với giá thích hợp. Tuy nhiên, đặc điểm của ngành cao su tự nhiên là chịu ảnh hưởng khá lớn của thời tiết nên các nhà đầu tư cũng nên cân nhắc kỹ yếu tố rủi ro này.

## Những điểm chú ý

- Do nhu cầu về cao su tăng nhưng sản lượng khai thác lại giảm sút nên giá cao su trong năm 2010 có khả năng tăng mạnh.
- Cao su Đồng Phú là doanh nghiệp có vườn cao su tuổi còn trẻ nên tiềm năng khai thác còn nhiều, năng suất cao, chất lượng mủ tốt.
- DPR đang đầu tư vào khá nhiều dự án nhằm mở rộng diện tích cao su cũng như quy mô hoạt động.
- Theo đánh giá của chúng tôi, DPR là một trong những công ty có tiềm năng tăng trưởng nhất trong ngành cao su.

Chỉ tiêu	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09E	2009E	2010F
Doanh thu (triệu đồng)	199,492	104,199	70,729	196,699	312,373	684,000	761,429
Tăng trưởng	-	-18%	-26%	-35%	57%	-6%	11%
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	24%	23%	31%	37%	42%	37%	35%
Tỷ lệ lợi nhuận thuần trên doanh thu	22%	19%	27%	37%	39%	35%	37%
Lợi nhuận trước thuế (triệu đồng)	40,946	27,671	23,135	65,552	106,930	225,600	269,625
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	40,946	27,671	23,135	65,530	105,065	223,713	269,625
Tăng trưởng	-	-37%	-50%	-37%	157%	-4%	21%
EPS (Đồng)	1,024	692	578	1,638	2,684	5,593	6,270

## GIỚI THIỆU CÔNG TY

Tên công ty : CTCP Cao Su Đồng Phú.  
 Mã giao dịch : DPR  
 Niêm yết : HOSE  
 Tên viết tắt : DORUCO  
 Địa chỉ : Xã Thuận Phú, Huyện Đồng Phú, Tỉnh Bình Phước.  
 Điện thoại : (0651) 819786  
 Website : www.doruco.com.vn

### 1/ Tổng quan:

Công ty Cổ Phần Cao Su Đồng Phú (DORUCO) tiền thân là đồn điền cao su Thuận Lợi của Công ty Michelin – Pháp, được thành lập vào tháng 06/1927 và được tái thành lập ngày 21/05/1981, tiến hành cổ phần hóa năm 2006. Hiện công ty đang hoạt động với số vốn điều lệ là 400 tỷ đồng.

### 2/ Hoạt động kinh doanh:

Hoạt động kinh doanh chính của Doruco là trồng trọt, khai thác và chế biến cao su dùng làm nguyên liệu cho các ngành công nghiệp sản xuất săm lốp, dụng cụ y tế và các ngành khác. Tỷ trọng doanh thu hơn 2/3 thuộc về xuất khẩu.

Trong cơ cấu sản phẩm của DPR, cao su mủ khối chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 63%, cao su ly tâm mủ Latex chiếm 37%. Mủ khối được sử dụng chủ yếu trong ngành công nghiệp săm lốp, mủ Latex được sử dụng để sản xuất găng tay, đệm và các dụng cụ trong y tế...

### 3/ Quản trị điều hành:

Nhìn chung, ban điều hành của DPR là những người được đào tạo đúng chuyên môn, đã gắn bó với công ty qua thời gian khá dài (trên 30 năm) vì vậy có cơ sở để tin tưởng vào trình độ chuyên môn, kinh nghiệm cũng như tính ổn định trong bộ máy lãnh đạo của DPR. Đây là yếu tố khá quan trọng quyết định tới sự phát triển bền vững của công ty.

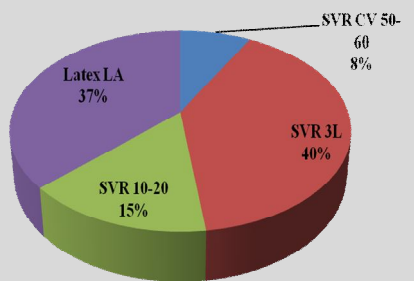
### 4/ Quy mô hoạt động và cơ cấu vườn cây:

Trải qua gần 30 năm hoạt động, DPR đã phát triển vườn cây cao su từ 3,000 ha ban đầu đến gần 9,000 ha cao su hiện tại với hơn 8,300 ha đang được khai thác. Số diện tích vườn cây cao su này đang thuộc quyền quản lý của 06 nông trường An Bình, Tân Lập, Tân Lợi, Tân Thành, Thuận Phú và Tân Hưng.

DPR có hai nhà máy chế biến:

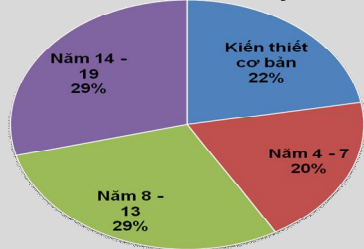
**1. Nhà máy chế biến Tân Lập:** Chuyên sản xuất mủ Latex (kem) công suất : 6,000 tấn/năm . Sử dụng công nghệ của tập đoàn Wesfalia . Sản phẩm của nhà máy gồm Latex HA, Latex LA.

Cơ cấu doanh thu 2009



Nguồn: DPR

Cơ cấu vườn cây



Nguồn: DPR

**2. Nhà máy chế biến Thuận Phú:** Chuyên sản xuất mủ khối SVR L, SVR 3 L, SVR 10, SVR 20, SVRCV 50, SVRCV 60. Công nghệ sử dụng công nghệ của Malaysia. Công suất 16,000 tấn/năm.

Nhìn chung, cơ cấu vườn cây của DPR còn khá trẻ, phần lớn đều đang ở tuổi từ 8 – 19. Vì vậy, khả năng khai thác mủ còn khá dài, năng suất cao, chất lượng mủ tốt. Điều này sẽ giúp ích rất nhiều trong việc tăng trưởng và phát triển của công ty.

#### **5/ Rủi ro kinh doanh:**

Các công ty trong ngành trồng và khai thác mủ cao su chịu khá nhiều rủi ro từ điều kiện thời tiết. Điều này sẽ tác động trực tiếp lên sản lượng khai thác của công ty. Hiện tại, phần lớn vườn cao su của DPR nằm ở tỉnh Bình Phước vốn là tỉnh ít chịu ảnh hưởng của thiên tai, bảo lụt nên có thể xem đây là một thế mạnh của công ty.

Rủi ro thứ hai mà các công ty trồng và chế biến mủ cao su thường gặp đó là rủi ro về giá. Trong 2 năm trở lại đây, giá cao su liên tục thay đổi gây bất lợi cho công ty. Trong năm 2008 các công ty cao su gặp khủng hoảng về giá. Có những lúc giá rớt tới 70% so với cao điểm tháng 07/2008. Trong năm 2009 giá cao su đã phục khá nhiều. Thông thường, giá cao su phụ thuộc vào nguồn cung cao su tự nhiên, giá dầu thế giới. Hiện nay giá cao su đã tăng trở lại khá nhiều, dự đoán năm 2010 giá có thể vượt qua đỉnh điểm tháng 07/2008 và năm 2010 có thể là năm của ngành cao su tự nhiên.

## **PHÂN TÍCH NGÀNH**

### **1/ Khái quát:**

Ngành cao su có 2 mảng chính: cao su tự nhiên và cao su nhân tạo. Thành phần chính cấu thành nên cao su tự nhiên là mủ được khai thác từ cây cao su. Cao su nhân tạo có nguồn gốc từ dầu mỏ. Chính vì vậy, biến động giá cao su thường có cùng xu hướng với giá của dầu thô. Hiện nay, nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên chiếm khoảng 40 – 45% trong tổng nhu cầu cao su toàn thế giới.

Nguồn gốc cây cao su xuất phát từ Nam Mỹ. Tuy nhiên, các quốc gia Châu Á mới là các nhà cung cấp chính. Chu kỳ sinh trưởng của cây cao su thường từ 26 – 28 năm, xây dựng vườn cây cơ bản mất từ 6 – 8 năm, thời gian khai thác mủ thường là 20 năm. Phần lớn mủ khai thác được sử dụng trong ngành công nghệ sản lốp, ngoài ra nó còn được sử dụng để sản xuất găng tay, dụng cụ y tế, dây cáp, nệm... Khi đã hết thời gian khai thác mủ, cây cao su sẽ được dùng để lấy gỗ.

### **2/ Thị trường tiêu thụ:**

Thị trường tiêu thụ cao su tự nhiên trong nước khá nhỏ so với thị trường xuất khẩu. Nhu cầu tiêu thụ trong nước chiếm khoảng 10 – 15% tổng lượng cao su sản xuất. Các sản phẩm chế biến từ cao su tiêu thụ tại thị trường trong nước chủ yếu bao gồm: các loại sản phẩm lốp, dụng cụ y tế,

bằng chuyên, găng tay...

### 3/ Cung cao su tự nhiên:

Sản lượng cao su thế giới năm 2009 là 9.355 triệu tấn, giảm so với năm 2008 khoảng 6.29%. Diện tích trồng cao su thật chất không thay đổi nhiều, nguyên nhân là do các nước sản xuất chính cùng nhau cắt giảm sản lượng để nâng giá, tránh tình trạng giá rớt quá thấp như trong năm 2008. Dự báo sản lượng cao su trong năm 2010 sẽ giảm xuống còn 9.056 triệu tấn do thời tiết kém thuận lợi. Cụ thể, ước tính sản lượng của ba nước cung cấp cao su tự nhiên lớn nhất thế giới:

- ❖ Sản lượng cao su của Thái Lan ước tính sẽ giảm xuống 3.045 triệu tấn trong năm nay so với 3.090 triệu tấn vào năm ngoái.
- ❖ Sản lượng cao su của Indonesia, chiếm khoảng 29% cung thế giới, trong năm nay được dự báo sẽ giảm xuống 2.586 triệu tấn so với 2.751 triệu tấn vào năm ngoái.
- ❖ Sản lượng cao su của Malaysia, nước sản xuất cao su lớn thứ 3 trên thế giới được dự báo giảm từ 1.072 triệu tấn xuống 1.023 triệu tấn trong năm.

#### Sản lượng cao su tự nhiên trên thế giới 2007 – 2010

Đơn vị: triệu tấn

Lượng cung	2007	2008	2009E	2010F
Tổng cung cao su tự nhiên	9.722	9.983	9.355	9.056

Nguồn: IRSG

### 4/ Cầu cao su tự nhiên:

#### Tiêu thụ cao su thế giới 2007 – 2010

Đơn vị: triệu tấn

Tiêu thụ	2007	2008	2009E	2010F
Cao su nhân tạo	13.03	12.44	11.94	12.37
Cao su tự nhiên	9.88	9.73	9.26	10.43
Tổng nhu cầu	22.92	22.16	21.2	22.8

Nguồn: IRSG

Cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008 đã làm cho nhu cầu tiêu thụ cao su giảm sút và kéo dài tới năm giữa 2009. Tuy nhiên, với đà phục hồi của nền kinh tế, các chuyên gia nhận định nhu cầu này sẽ tăng mạnh trở lại vào năm 2010. Ước tính nhu cầu tiêu thụ cao su năm 2010 sẽ ở mức 10.43 triệu tấn, tăng 1.17 triệu tấn.

### 5/ Triển vọng phát triển ngành:

Trong nhiều năm qua, các sản phẩm cao su của Việt Nam đã được thị trường trong và ngoài nước tín nhiệm. Các sản phẩm này đã có mặt ở nhiều quốc gia như: Trung Quốc, Singapore, Hàn Quốc, Đài Loan, Đông Âu, Anh, Pháp, Mỹ...

Năm 2009, xuất khẩu cao su của Việt Nam đạt 726 nghìn tấn, tương đương với 1.2 tỷ USD. Năm 2010 được dự báo là một năm tăng trưởng mạnh của ngành cao su, Hiệp hội Cao su Việt Nam (VRA) đưa ra dự báo giá cao su sẽ tăng tới 30%, sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam sẽ đạt 750,000 tấn, trị giá xuất khẩu dự kiến trên 1.5 tỷ USD.

## PHÂN TÍCH CẠNH TRANH

### 1/ Vị thế của công ty:

Nếu so sánh các công ty trên sàn thì cao su Phước Hòa đang có diện tích vườn cây đang khai thác là lớn nhất. Tuy nhiên, cao su Đồng Phú có ưu điểm tuổi đời vườn cây đang trong giai đoạn khai thác chiếm phần lớn, năng suất khai thác mủ thuộc loại cao nhất trong ngành. Hiện nay, DPR đang chiếm khoản 3.48% thị phần cao su cả nước.

#### Thị phần trong năm 2009

Chỉ tiêu	đvt	DPR	TRC	HRC	TNC	PHR
Diện tích khai thác	ha	7,696	5,903	5,000	1,639	11,070
Năng suất khai thác	tấn/ha	2.2	2	1.48	1.6	2.04
Thị phần	%	3.48	2.61	2.97	0.38	9.91

Nguồn: Hiệp hội cao su Việt Nam

### 2/ Đối thủ cạnh tranh:

Đặc trưng của ngành cao su là mức độ cạnh tranh không cao mặc dù số lượng công ty trong ngành là khá nhiều và có quy mô lớn như: cao su Đồng Nai, cao su Dầu Tiếng, cao su Phước Hòa, cao su Phú Riềng... nhưng do hầu hết đều là thành viên của Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam nên chịu sự chi phối chung từ tập đoàn. Hơn nữa, với nguồn cung hạn chế vì quỹ đất không còn nhiều trong khi nhu cầu ngày càng tăng nhanh đã làm cho giá cao su phục hồi nhanh chóng sau khi trải qua cơn khủng hoảng về giá năm 2008.

Xét về quy mô lẫn doanh thu thì DPR đứng không thuộc nhóm dẫn đầu trong ngành. Tuy nhiên, nếu xét về năng suất khai thác mủ trên 1 hecta thì DPR thuộc nhóm 10 công ty có năng suất cao nhất hiện nay trên cả nước.

## PHÂN TÍCH TĂNG TRƯỞNG

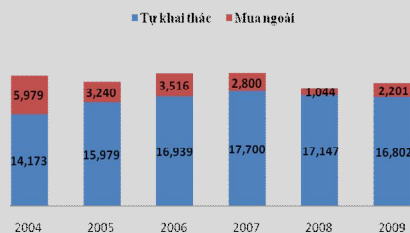
### 1/ Tăng trưởng sản lượng:

Đơn vị: tấn

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Tự khai thác	14,173	15,979	16,939	17,700	17,147	16,802
Mua ngoài	5,979	3,240	3,516	2,800	1,044	2,201
Tổng sản lượng	20,152	19,219	20,455	20,500	18,190.8	19,003

Nguồn: DPR

#### Tăng trưởng sản lượng



Nguồn: DPR

Nhìn chung sản lượng cao su của Đồng Phú ổn định qua các năm. Trong năm 2009, tổng sản lượng mủ của DPR ước tính khoản 19,003 tấn, tăng 4% so với năm 2008 do công ty tăng cường hoạt động mua ngoài. Lượng mủ khai thác của DPR chiếm gần 90% tổng sản lượng.



**Bảng tổng hợp kết quả kinh doanh qua các năm:**

Chỉ số	2008		2009		2010F	
	Tr.đồng	%	Tr.đồng	%	Tr.đồng	%
Doanh thu thuần	728,795	100	630,000	100	761,429	100
Giá vốn hàng bán	476,771	65	397,457	63	458,805	60
Lợi nhuận gộp	252,024	35	232,543	37	242,511	32
Lợi nhuận hoạt động	208,912	29	219,024	35	262,946	35
Lợi nhuận ròng	234,045	32	223,713	36	269,625	35
EPS	5,851		5,593		6,270	

**2/ Phân tích tăng trưởng doanh thu:**

Trong năm 2009, DPR đạt 684 tỷ đồng doanh thu, giảm 6% so với năm 2008, tương ứng giảm 44 tỷ đồng. Trong năm này, hầu hết các công ty trong ngành đều bị suy giảm về doanh số do giá bán suy giảm trong những quý đầu năm. Cuối năm, giá bán đã có dấu hiệu phục hồi, tuy nhiên mức độ phục hồi chưa đủ để các doanh nghiệp trong ngành cải thiện doanh số.

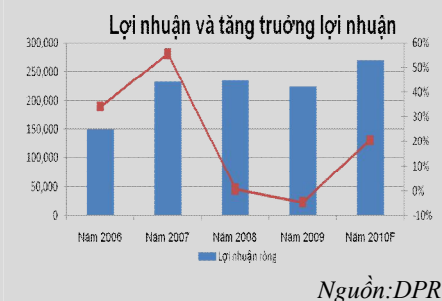
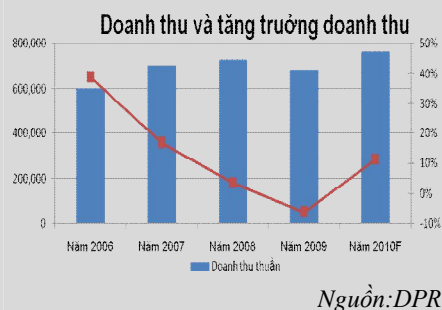
**3/ Phân tích lợi nhuận biên:**

Công ty	DPR	HRC	PHR	TRC	TNC
Lợi nhuận biên	37%	24%	31%	34%	23%

Cao su Đồng Phú trong năm 2009 có lợi nhuận biên là 37%, cao nhất khi so với các công ty cao su niêm yết trên sàn. Đây cũng là mức lợi nhuận biên khá cao so với các ngành khác trong nền kinh tế. Điều này cho thấy hiệu quả hoạt động của công ty là rất lớn.

**4/ Tăng trưởng lợi nhuận ròng:**

Trong 2 năm vừa qua do sự sụt giảm của doanh thu làm cho tình hình tăng trưởng của lợi nhuận ròng cũng không được tốt. Trong năm 2009, lợi nhuận ròng của công ty ước tính đạt 223.7 tỷ đồng, giảm 10.3 tỷ đồng so với năm 2008, tương ứng giảm 4%. Trong năm 2010 tình hình lợi nhuận của DPR có thể được cải thiện do diễn biến giá nguyên liệu có lợi hơn cho các doanh nghiệp trồng và khai thác mủ cao su.



## TRIỂN VỌNG KINH DOANH

**1/ Triển vọng kinh doanh:**

Trong thời gian qua, DPR luôn chú trọng tập trung vào phát triển trồng và khai thác cây cao su. Các vườn cây thanh lý được trồng lại bằng các giống cây mới và tiến độ thay thế phù hợp để sản lượng không bị giảm sút. Để mở rộng diện tích cao su, công ty đã triển khai khá nhiều dự án trồng cây cao su tại nhiều địa phương và các nước lân cận như Lào, Campuchia.

Trong năm 2009 công ty đang góp vốn đầu tư 5 công ty lớn sau:

- Cty cao su Đồng Phú - Kratie
- Cty cao su Đồng Phú - Đắk Nông
- Cty hạ tầng KCN Bắc Đồng Phú
- Cty CP cao su Sa Thầy
- Cty TNHH XDKD Hạ tầng cao su

Công ty cao su Đồng Phú – Kratie: Công ty có tổng vốn điều lệ 200 tỷ đồng. Dự kiến DPR sẽ nắm giữ 51% vốn. Dự án này được triển khai cuối tháng 7/2008. Đây là dự án trồng mới cao su tại Campuchia, diện tích lên tới 10,000 ha.

Dự án góp vốn thành lập công ty cao su Đồng Phú - Đắk Nông. Công ty góp vốn 90% . Công ty này ở Huyện Cư Jút, Tỉnh Đắk Nông, vốn điều lệ 120 tỷ đồng với tổng diện tích 4,000 ha.

Dự án đầu tư vào công ty cao su Sa Thầy với vốn điều lệ là 3,800 tỷ đồng. Chuyên trồng và chế biến mủ cao su. Dự án được đặt tại tỉnh Kon Tum, với diện tích khoảng 12,000 ha.

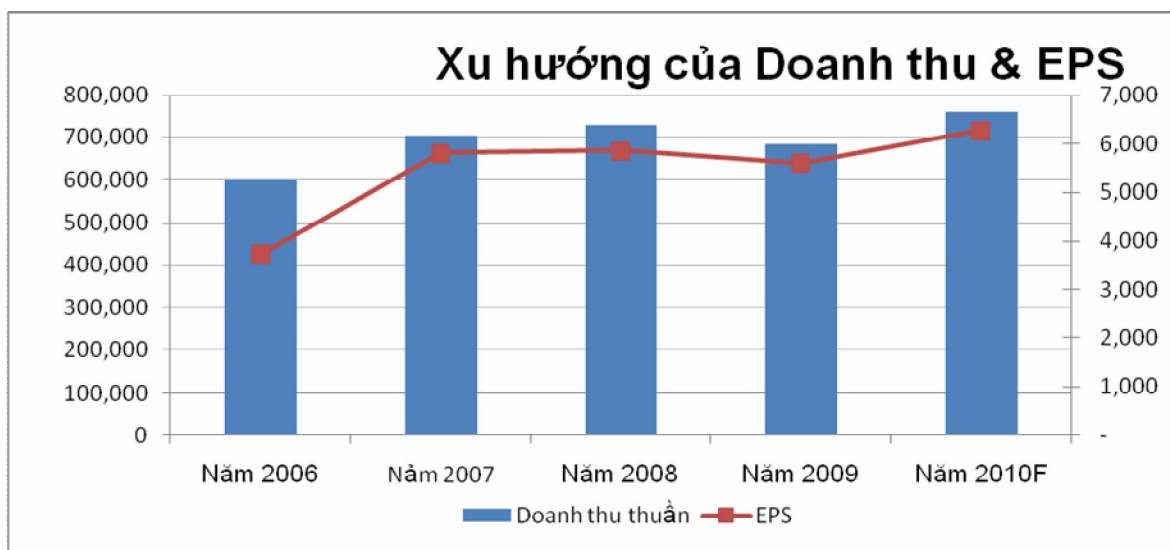
Ngoài các dự án trồng và phát triển vườn cây cao su DPR còn mở rộng ra các ngành nghề khác khi đầu tư vào công ty hạ tầng KCN Bắc Đồng Phú nằm tại khu phố Bàu Ké, thị trấn Tân Phú, huyện Đồng Phú, có tổng diện tích hơn 184 ha, kinh phí đầu tư 277 tỷ đồng. Công ty cổ phần khu công nghiệp Bắc Đồng Phú được thành lập trên sự hợp tác giữa Công ty cổ phần cao su Đồng Phú và Công ty cổ phần khu công nghiệp Nam Tân Uyên với số vốn điều lệ 100 tỷ đồng.

Cao su Đồng Phú sử dụng đồng vốn nhân rồi khá hợp lý khi tập trung phát triển các dự án trồng và chế biến mủ cao su. Điều này đảm bảo cho sự phát triển của DPR trong tương lai khi các dự án này mang lại lợi nhuận.

## 2/ Kết luận :

Xét về quy mô, diện tích thì cao su Đồng Phú thuộc loại trung bình của ngành, tuy nhiên nếu xét về hiệu quả và tuổi đời vườn cây thì DPR thuộc về nhóm dẫn đầu do công ty đang có vườn cây trong giai đoạn khai thác tốt nhất, hiệu suất cho mủ cũng thuộc loại cao nhất. Bên cạnh đó, công ty cũng triển khai khá nhiều dự án trồng mới cây cao su tại một số tỉnh thành trong nước và Campuchia, các dự án này hứa hẹn giúp công ty tăng trưởng mạnh trong thời gian tới.

## TĂNG TRƯỞNG DOANH THU VÀ EPS



## PHÂN TÍCH TỶ LỆ

Phân tích tỷ lệ					
	2006	2007	2008	2009(E)	2010(F)
<b>Tăng trưởng</b>					
Doanh thu	39%	17%	4%	-14%	11%
Lợi nhuận biên bán hàng	-1%	-6%	-5%	7%	-6%
Lợi nhuận kinh doanh	35%	14%	-7%	5%	20%
Lãi sau thuế	34%	55%	1%	-4%	21%
<b>Phân tích khả năng lợi nhuận</b>					
Tỷ lệ lợi nhuận gộp trên doanh thu	38%	36%	35%	37%	35%
Tỷ lệ lợi nhuận từ HĐKD trên doanh thu	33%	32%	29%	35%	37%
Tỷ lệ lợi nhuận ròng trên doanh thu	25%	33%	32%	36%	38%



### **KHUYẾN CÁO**

Nội dung bản tin này do Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC) cung cấp chỉ mang tính chất tham khảo. Mặc dù mọi thông tin đều được thu thập từ các nguồn tin đáng tin cậy, nhưng MNSC không đảm bảo tuyệt đối độ chính xác của thông tin và không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ vấn đề nào liên quan đến việc sử dụng bản tin này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo chứ không mang tính chất mời chào mua hay bán và nắm giữ bất cứ cổ phiếu nào. Báo cáo này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Miền Nam (MNSC). Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích nào nếu không có sự đồng ý của MNSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.

### **LIÊN HỆ**

#### **PHÒNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MIỀN NAM**

Địa chỉ: Toà nhà N'ORCH lầu 2, 170 – 172 -172E, Bùi Thị Xuân, Q.1, Tp.HCM

Tel: (848) 2556518 – Fax (848) 2556519

Email: [info@miennamstocks.com.vn](mailto:info@miennamstocks.com.vn)

Website : [www.mnsc.vn](http://www.mnsc.vn)