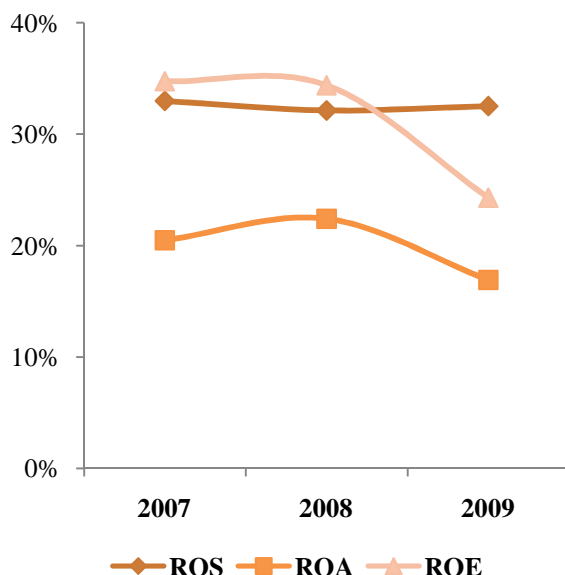


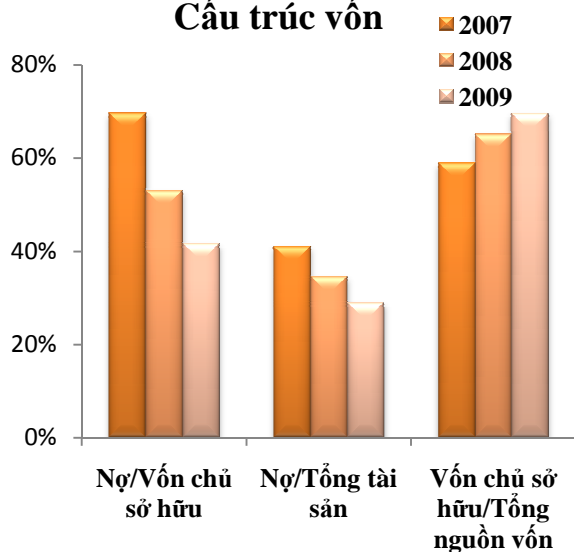
### Khả năng sinh lợi



### Xét về khả năng sinh lời

Năm 2009, suất sinh lợi trên doanh thu (ROS=33%), cao hơn năm 2008 là 1%, suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu (ROE=24%), suất sinh lợi trên tài sản (ROA=17%) giảm so với năm 2008 lần lượt là 10% và 5%. Năm 2009, khả năng sinh lợi các công ty trong ngành đều giảm chứ không riêng DPR. So với các công ty trong ngành thì khả năng sinh lợi của DPR chỉ đứng sau TRC. Nguyên nhân, quý I năm 2009 suy thoái kinh tế vẫn diễn biến xấu, đến quý II trở đi mới bắt đầu phục hồi dần làm doanh thu và lợi nhuận ròng cuối năm 2009 giảm, thêm vào đó vốn chủ sở hữu và tài sản gia tăng so với năm 2008. Đến năm 2010, chúng tôi cho rằng khả năng sinh lời của công ty sẽ được cải thiện cùng với sự phục hồi của nền kinh tế nói chung và sự tăng trưởng của ngành trong năm này. Quý 1/2010 tình hình doanh thu và lợi nhuận đã có sự thay đổi theo chiều hướng tích cực do giá bán tăng mạnh.

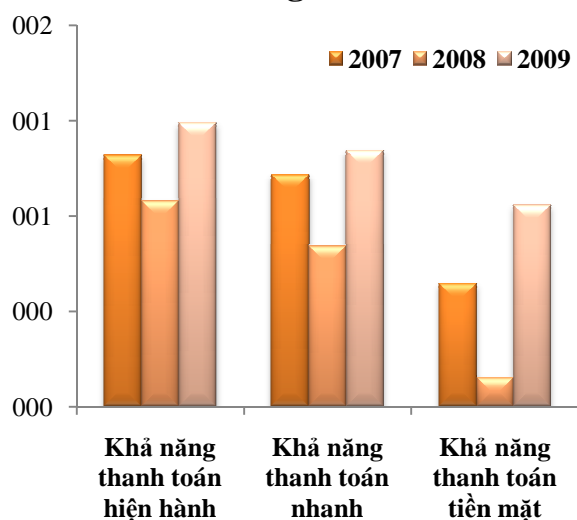
### Cấu trúc vốn



### Xét về cấu trúc vốn

Nguồn vốn tài trợ của công ty ngày càng nghiêng về vốn chủ sở hữu. Năm 2007, vốn chủ sở hữu chiếm 59% trong cấu trúc vốn, năm 2008 đã tăng lên 65% và đến năm 2009 vốn chủ sở hữu chiếm đến 70%. Nguồn vốn này tăng do công ty hoạt động có hiệu quả, làm lợi nhuận tăng nên tăng nguồn trích các quỹ. Vốn chủ sở hữu ngày càng gia tăng, nợ phải trả ngày càng giảm, từ năm 2007 đến 2009 nợ giảm 12%. Quý 1/2010 công ty đã phát hành thêm 3 triệu cổ phần nhằm huy động vốn đầu tư cho các dự án trồng cao su. Điều này giúp công ty chủ động hơn về mặt tài chính và giảm gánh nặng trả nợ.

## Khả năng thanh toán



## Xét về khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán của công ty năm 2009 được cải thiện rõ rệt so với 2008, được thể hiện qua sự gia tăng các chỉ số thanh toán nhanh, thanh toán hiện hành và thanh toán tiền mặt của các năm.

Chỉ số thanh toán hiện hành năm 2008 là 0,86 lần, năm 2009 là 1,19 lần (tăng 38% so với 2008). Nguyên nhân quý 4 năm 2009 kinh tế diễn biến tốt, công ty vào vụ khai thác mà diện tích trong độ tuổi khai thác cho năng suất cao chiếm tỷ lệ 42%, thêm vào đó giá bán cuối năm tăng dẫn đến tiền mặt dư thừa gia tăng, các khoản tiền và tương đương tiền năm 2009 tăng gấp 6 lần so với 2008. Các khoản phải thu ngắn hạn cũng tăng 51% và tài sản ngắn hạn tăng 148%, trong khi đó nợ ngắn hạn thì tăng không đáng kể.

Chỉ số thanh toán nhanh năm 2009 là 1,07 lần, tăng 60% so với năm 2008. Chỉ số này tăng một phần là do các khoản gia tăng đã giải thích trên chỉ số thanh toán hiện hành, phần thứ hai ảnh hưởng trực tiếp đến chỉ số này là hàng tồn kho, năm 2009 hàng tồn kho giảm 38%.

Khả năng thanh toán tiền mặt năm 2009 là 0,85 lần tăng gấp 6 lần so với 2008. Nguyên nhân là do lượng tiền mặt gia tăng đột biến.

**Qua phân tích các tỷ số tài chính, chúng tôi thấy doanh thu và lợi nhuận gộp hiện tại được cải thiện, nguồn vốn tài trợ ngày càng nghiêng về vốn chủ sở hữu, và khả năng thanh toán ngày càng tốt vì thế công ty có thể dễ dàng tiếp cận nguồn vốn khi mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai.**

## PHÂN TÍCH SWOT

Thế mạnh (S)	Cơ hội (O)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Công ty có quy mô về tài sản, vốn chủ sở hữu, diện tích vườn cây và diện tích khai thác lớn thứ hai so với các doanh nghiệp trong ngành.</li> <li>- Công ty có lợi thế về thổ nhưỡng màu mỡ, tạo điều kiện cho cây trồng phát triển tốt cho năng suất cao và có thể giảm bớt chi phí về phân bón.</li> <li>- Năm 2009, năng suất đạt được cao nhất so với các công ty niêm yết trong cùng ngành.</li> <li>- Hiệu quả hoạt động luôn đạt vị trí nhất, nhì so với các công ty trong ngành thể hiện qua các chỉ số ROE, ROA và EPS.</li> <li>- Chiến lược đầu tư tài chính dài hạn của công ty rất hợp lí và mang tính ổn định phát triển lâu dài.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Kinh tế trong nước lẫn thế giới khôi phục sẽ làm gia tăng nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên trong thời gian đến, đặc biệt là sự khôi phục trở lại của ngành sản xuất ô tô.</li> <li>- Chiến lược đầu tư phát triển theo chiều rộng, lẫn chiều sâu sẽ giúp công ty có kết quả hoạt động kinh doanh tốt, mang lại lợi nhuận cao.</li> <li>- Cao su tổng hợp được cấu thành từ dầu mỏ, mà dầu mỏ là năng lượng có hạn và dùng rất nhiều trong các ngành công nghiệp, đây là cơ hội tốt cho ngành cao su tự nhiên.</li> <li>- Kinh tế thế giới phục hồi giá dầu mỏ sẽ tăng trở lại kéo theo sự gia tăng của giá cao su tổng hợp.</li> <li>- Trung Quốc giảm thuế nhập khẩu đối với mặt hàng cao su tự nhiên sẽ làm tăng lượng dự trữ cao su tự nhiên của các doanh nghiệp sản xuất sẫm lớp, gắng tay ở TQ.</li> </ul>
Điểm yếu (W)	Thách thức (T)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Trong tương lai gần khi các dự án trồng cao su chưa đưa vào khai thác được thì sự gia tăng về doanh thu chủ yếu là do giá cả.</li> <li>- Không chủ động được giá cả.</li> <li>- Xuất khẩu chủ yếu là sản phẩm thô do đó khả năng cạnh tranh thấp.</li> <li>- Vườn cây của công ty được trồng phân tán ở nhiều khu vực do đó sẽ gặp khó khăn trong quản lí.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Giá cao su tự nhiên của công ty phụ thuộc vào giá cao su tự nhiên của thế giới.</li> <li>- Năng suất mủ còn phụ thuộc nhiều vào thời tiết và thổ nhưỡng.</li> <li>- Giá cả nguyên vật liệu đầu vào đang có xu hướng gia tăng.</li> </ul>

## MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra các giả định dựa trên những thông tin mà DPR đã công bố, cung cầu của ngành cao su tự nhiên và tình hình kinh tế hiện nay trong nước lẫn thế giới.

### Các giả định đưa vào mô hình dự báo doanh thu, lợi nhuận

- Sản lượng tiêu thụ và giá bán cao su tự nhiên bình quân được giả định như sau:

Năm	2010E	2011E	2012E	2013E
Sản lượng tiêu thụ (Tấn)	18.500	18.000	17.300	16.700
Giá bán bình quân (Tr/tấn)	48	53	56	58,5

- Trong phần doanh thu, lợi nhuận mà chúng tôi ước tính gồm cả doanh thu đến từ hoạt động kinh doanh của công ty con hợp nhất, và lợi nhuận được chia từ công ty liên kết. Chúng tôi giả định năm 2010, Công ty cổ phần đầu tư khu công nghiệp Bắc Đồng Phú bắt đầu tạo ra doanh thu với diện tích đất cho thuê từng phần, giá cho thuê bình quân 18 USD/m<sup>2</sup>. Đến năm 2013, Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú Đắk Nông sẽ cho doanh thu trên diện tích 600 ha trồng từ năm 2008. Công ty liên kết kỹ thuật cao su Đồng Phú năm nay cũng sẽ đi vào hoạt động.

*Đvt: Tỷ đồng*

Năm	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu	962	1.065	1.182	1.356
Lợi nhuận trước thuế	375	422	472	536
Lợi nhuận sau thuế	331	372	413	465
EPS (đồng)	7.514	8.372	9.060	9.951

### Các giả định đưa vào mô hình định giá

- Chi phí sử dụng vốn cổ phần ( $r_e$ ) là 16,8%
- Do công ty được hưởng chính sách thuế ưu đãi nên từ năm 2010 đến 2017 thuế suất thuế TNDN bình quân là 12%, sau giai đoạn đó mức thuế suất là 25%.
- Lãi suất chiết khấu WACC 15,6%.
- P/E bình quân là 10,5 lần, P/B bình quân là 3 lần.

## - Tổng hợp các mô hình định giá

Theo các mô hình định giá chúng tôi sử dụng, giá trị hợp lý của DPR nằm trong khoảng **32.208 – 79.517 đồng/CP**. Với việc cho các tỷ lệ như trên trong phần kết hợp các mô hình thì giá hợp lý bình quân vào khoảng **69.512 đồng/CP**.

Mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
<b>FCFF</b>	79.517	30%	23.855
<b>FCFE</b>	76.292	25%	19.073
<b>P/E</b>	63.020	20%	12.604
<b>P/B</b>	61.848	20%	12.370
<b>DDM</b>	32.208	5%	1.610
<b>Giá hợp lý bình quân</b>		100%	69.512

## NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Giá trị của DPR theo các phương pháp định giá của chúng tôi ước tính vào khoảng **69.512 đ/CP**, cao hơn giá hiện tại khoảng **12,12%** so với giá đóng cửa vào ngày 25/06/2010.
- Qua phân tích tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của DPR, có thể nhận thấy công ty có hoạt động kinh doanh đạt hiệu quả cao, riêng năm 2009 do kinh tế suy thoái suy thoái toàn cầu vẫn khá phức tạp vào những tháng đầu năm tác động đến giao cao su tự nhiên rất mạnh nên làm ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của công ty. So với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành cao su tự nhiên thì DPR là công ty có hoạt động kinh doanh tốt luôn giữ được vị trí nhất nhì thể hiện qua các chỉ số ROA, ROE của các năm.
- Hiện tại công ty có rất nhiều dự án đang triển khai về trồng cao su ở trong nước và nước ngoài, việc đầu tư mở rộng diện tích trồng của công ty sẽ tạo được sự phát triển bền vững trong tương lai cho công ty.
- Năm 2010 trở đi, kinh tế trong nước lẫn thế giới sẽ hồi phục trở lại kéo theo ngành công nghiệp sản xuất ô tô sẽ tăng trưởng, điều này sẽ tác động tích cực đến ngành cao su tự nhiên trong tương lai bởi cao su tự nhiên là nguồn nguyên liệu chính trong ngành sản xuất lốp.

Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **Giữ** cổ phiếu DPR với mức giá hiện tại.

**Phụ lục bảng cân đối kế toán, báo cáo hoạt động kinh doanh và các chỉ tiêu tài chính.**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2010</b> (Dự báo)	<b>2011</b> (Dự báo)	<b>2012</b> (Dự báo)	<b>2013</b> (Dự báo)
<b>A- TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	401.001.039.783	500.511.229.294	606.650.286.550	690.490.434.865
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	257.994.923.805	346.435.973.766	435.282.585.500	493.546.154.321
II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	65.439.930.949	68.576.371.827	76.322.333.856	88.049.313.767
IV. Hàng tồn kho	64.893.250.275	71.439.160.987	79.295.283.165	90.980.291.479
V. Tài sản ngắn hạn khác	12.672.934.754	14.059.722.715	15.750.084.029	17.914.675.298
<b>B - TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	1.122.983.455.444	1.144.986.792.155	1.165.628.978.818	1.187.510.411.864
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-
II. Tài sản cố định				
1. Tài sản cố định hữu hình	362.294.869.445	363.210.506.158	397.041.585.580	438.957.346.291
2. Tài sản cố định thuê tài chính	-	-	-	-
3. Tài sản cố định vô hình	9.999.996	7.499.994	4.999.992	2.499.990
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	229.885.016.126	247.182.777.251	226.974.417.129	197.884.797.162
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	479.293.983.428	479.293.983.428	479.293.983.428	479.293.983.428
V. Lợi thế thương mại	-	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	51.499.586.449	55.292.025.325	62.313.992.689	71.371.784.993
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1.523.984.495.227</b>	<b>1.645.498.021.449</b>	<b>1.772.279.265.368</b>	<b>1.878.000.846.729</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>				
<b>A - NỢ PHẢI TRẢ</b>	457.259.968.522	496.035.370.127	546.782.507.377	578.810.041.008
I. Nợ ngắn hạn	421.189.981.032	457.488.849.433	505.834.428.395	535.606.192.937
II. Nợ dài hạn	36.069.987.490	38.546.520.695	40.948.078.981	43.203.848.072
<b>B - VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	1.066.724.526.705	1.149.462.651.322	1.225.496.757.991	1.299.190.805.721
I. Vốn chủ sở hữu	993.716.067.441	1.059.004.667.073	1.116.997.409.475	1.171.883.695.296
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	45.393.237.926	52.592.762.911	60.384.127.178	68.941.889.087
<b>C. LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	27.615.221.338	37.865.221.338	48.115.221.338	58.365.221.338
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>1.523.984.495.227</b>	<b>1.645.498.021.449</b>	<b>1.772.279.265.368</b>	<b>1.878.000.846.729</b>

**BẢNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH**

<b>CHỈ TIÊU</b>	<b>2010</b> (Dự báo)	<b>2011</b> (Dự báo)	<b>2012</b> (Dự báo)	<b>2013</b> (Dự báo)
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	962.034.522.250	1.064.527.110.300	1.181.592.525.478	1.355.712.825.348
Giá vốn hàng bán	618.870.642.837	681.297.350.592	756.219.216.306	867.656.208.223
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	343.163.879.413	383.229.759.708	425.373.309.172	488.056.617.125
Doanh thu hoạt động tài chính	32.315.411.888	32.890.380.706	42.080.193.197	42.695.361.243
Chi phí tài chính	16.037.884.993	16.233.533.401	16.332.760.961	16.531.159.777
Chi phí bán hàng	9.620.345.223	10.645.271.103	11.815.925.255	13.557.128.253
Chi phí quản lý doanh nghiệp	14.300.031.784	16.223.921.075	18.235.722.002	20.640.854.860
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	335.521.029.302	373.017.414.835	421.069.094.151	480.022.835.478
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	374.511.056.954	421.733.917.345	471.876.787.857	536.231.718.843
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	330.644.349.909	371.916.324.233	413.448.363.338	464.933.874.922

<b>I. TĂNG TRƯỞNG</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
1. Tăng trưởng doanh thu thuần	16.89%	3.55%	-11.04%
2. Tăng trưởng lợi nhuận gộp	9.45%	-1.47%	-7.37%
3. Tăng trưởng lợi nhuận ròng	53.45%	0.86%	-9.95%
4. Tăng trưởng tổng tài sản	-32.99%	-7.81%	19.25%
5. Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	57.53%	2.36%	28.41%
<b>II. KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>			
1. Lợi nhuận gộp biên	36.34%	34.58%	36.01%
2. Lợi nhuận trước thuế biên	33.07%	32.11%	34.05%
3. Lợi nhuận ròng biên	32.97%	32.11%	32.51%
4. ROA	16.43%	21.48%	18.40%
5. ROE	45.03%	36.69%	28.60%
<b>III. PHÂN TÍCH DUPONT</b>			
1. Lợi nhuận ròng biên (1)	32.97%	32.11%	32.51%
2. Vòng quay tổng tài sản (2)	0.50	0.67	0.57
3. Đòn bẩy tài chính (3)	2.74	1.71	1.55
4. $ROE = (1) \times (2) \times (3)$	45.03%	36.69%	28.60%
<b>IV. SỨC MẠNH TÀI CHÍNH</b>			
1. Thanh toán hiện tại	1.05	0.86	1.19
2. Thanh toán nhanh	0.89	0.60	0.98
3. Tỷ số Nợ dài hạn - Tổng tài sản	0.04	0.04	0.03
4. Tỷ số Tổng nợ - Tổng tài sản	0.41	0.35	0.29
5. Tỷ số Tổng tài sản - Tổng vốn chủ sở hữu	1.80	1.62	1.50
<b>V. HIỆU QUẢ QUẢN LÝ</b>			
1. Vòng quay phải thu	10.10	25.48	14.97
2. Vòng quay phải trả	1.66	2.27	1.97
3. Vòng quay tồn kho	13.03	7.82	10.79
4. Chu kỳ tiền mặt	211.91	193.16	194.97
5. Vòng quay tổng tài sản	0.50	0.67	0.57
6. Vòng quay tài sản dài hạn	1.09	1.00	0.80
7. Vòng quay tài sản cố định	1.39	1.36	1.16
<b>VI. CHỈ TIÊU TỔNG HỢP</b>			
1. Lợi nhuận ròng	232,040,522,925	234,044,421,338	210,756,396,240
2. Vốn chủ sở hữu	630,445,088,283	645,351,020,259	828,711,964,923
3. Doanh thu thuần	703,796,059,207	728,795,494,932	648,310,112,778

---

## DANH MỤC TỪ VIẾT TẮT

<b>KLCPGD</b>	Khối lượng cổ phiếu giao dịch
<b>GTVH</b>	Giá trị vốn hóa thị trường
<b>CP</b>	Cổ phiếu
<b>EPS</b>	Thu nhập mỗi cổ phần
<b>P/E</b>	Giá thị trường trên thu nhập mỗi cổ phiếu
<b>P/B</b>	Giá thị trường trên giá trị sổ sách
<b>BV</b>	Giá trị sổ sách
<b>ROE</b>	Suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu
<b>ROA</b>	Suất sinh lợi trên tài sản
<b>EBIT</b>	Thu nhập trước lãi vay và thuế
<b>FCFF</b>	Phương pháp định giá theo dòng tiền của công ty
<b>FCFE</b>	Phương pháp định giá theo dòng tiền của cổ đông
<b>DDM</b>	Phương pháp định giá theo chiết khấu dòng cổ tức
<b>HĐSXKD</b>	Hoạt động sản xuất kinh doanh
<b>TGD</b>	Tổng giám đốc
<b>PGĐ</b>	Phó giám đốc
<b>GĐ</b>	Giám đốc
<b>TVBKS</b>	Thành viên ban kiểm soát
<b>HSX</b>	Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh.



---

## **CAM KẾT CỦA PHÒNG PHÂN TÍCH – TƯ VẤN**

Tất cả các quan điểm chúng tôi trình bày trong bản báo cáo này phản ánh hoàn toàn quan điểm riêng của chúng tôi đối với thị trường chứng khoán. Chúng tôi không đưa ra các khuyến cáo ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến hoạt động kinh doanh chứng khoán của các nhà đầu tư.

## **KHUYẾN CÁO**

Báo cáo được viết dựa trên những nguồn thông tin đáng tin cậy và đã được xem xét cẩn trọng. Những quan điểm, nhận định, dự báo trong báo cáo này thuộc cá nhân chuyên viên phân tích, không đại diện cho công ty nên MHBS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này.

## **BẢN QUYỀN**

© 2010 Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB

Mọi bản quyền thuộc về Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán MHB. Mọi sao chép, tái xuất bản, tái phát hành cũng như tái phân phối báo cáo này vì bất cứ mục đích gì nếu không có sự cho phép của Công ty Cổ phần Chứng khoán MHB. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong bản báo cáo này.