

Kết Quả Kinh Doanh năm 2011

21/02/2012

CAO SU ĐỒNG PHÚ

Lãi lớn trong năm 2011

Doanh thu, lợi nhuận vượt kế hoạch và ước tính của chúng tôi. Kết thúc năm 2011, Cao su Đồng Phú ghi nhận VND1,823 tỷ doanh thu (+77% y-o-y) và VND847 tỷ lợi nhuận sau thuế (+114% y-o-y), vượt qua 113% kế hoạch lợi nhuận của công ty và vượt 38% dự phóng lợi nhuận của chúng tôi (38%), chủ yếu do giá bán bình quân tốt hơn và sản lượng tiêu thụ cao hơn. Giá bán bình quân được ghi nhận tăng 46% so với cùng kỳ năm 2010, đạt mức VND 91.4 triệu mỗi tấn, cao hơn dự phóng của chúng tôi là 3.8%. Sản lượng tiêu thụ tăng 12.5% y-o-y đạt 18,539 tấn.

Số dư tiền ròng tăng mạnh. Với kết quả kinh doanh khả quan, số dư tiền ròng của DPR tăng mạnh, cuối 2011 là VND967 (+19% q-o-q và +89% y-o-y). Với các khoản đầu tư và kế hoạch mở rộng của công ty, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ duy trì được thế mạnh tiền mặt trong vòng 3 – 5 năm tới.

Triển vọng giá cao su tự nhiên. Mặc dù giá cao su đã tăng trong thời gian gần đây (+30% từ mức giá thấp nhất trong tháng 12/2011), chúng tôi nhận định rằng giá cao su có thể giảm tới cuối năm, do (i) cuộc khủng hoảng nợ tại Châu Âu có dấu hiệu xấu đi (ii) tình hình kinh tế toàn cầu thiếu ổn định. Do vậy, chúng tôi đã dự phóng thận trọng hơn với mức giá bán bình quân khoảng VND60 triệu mỗi tấn trong năm 2012 và VND50 triệu/tấn trong các năm tiếp theo.

Nâng dự phóng lợi nhuận. Công ty đã đặt mục tiêu doanh thu đạt VND1,517 tỷ (bao gồm thu nhập tài chính) dựa trên sản lượng tiêu thụ ước tính đạt 16,000 tấn (15,000 tấn là tự sản xuất) với giá bán trung bình là VND67 triệu/tấn, do vậy lợi nhuận trước thuế kế hoạch đạt VND 527 tỷ trong năm 2012. Tổng diện tích thanh lí và tái canh trong năm lần lượt là 490 ha và 392 ha. Mặc dù chúng tôi không kỳ vọng giá cao su đạt mức VND67 triệu/tấn như kỳ vọng của ban lãnh đạo, chúng tôi cũng vẫn nâng dự phóng lợi nhuận của công ty dựa trên kế hoạch tái canh cũng như giá cao su biến động trong thời gian gần đây. Do vậy, dự phóng lợi nhuận của chúng tôi cho FY12, FY13 và FY14 được nâng lên lần lượt là 50%, 19% và 31%.

Hạ khuyến nghị xuống TRUNG LẬP. Theo dự phóng lợi nhuận được nâng lên, chúng tôi sử dụng mô hình định giá DCF để xác định giá trị hợp lý của DPR, theo đó chúng tôi nâng mức giá mục tiêu lên VND58,000/cổ phiếu. Tuy nhiên chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ MUA xuống TRUNG LẬP do giá cổ phiếu đã tăng 14% so với mức dự phóng cập nhật trước đây của chúng tôi. Tại mức giá mục tiêu, DPR giao dịch tại mức P/E dự phóng là 5.6x (FY12F) và 6.2x (FY13F), so với mức P/E đang giao dịch là 4.8x và 5.4x.

(VND'triệu)	FY10	FY11	FY12F	FY13F	FY14F
Doanh thu	1,028,421	1,824,271	1,233,162	1,018,041	1,000,257
Lợi nhuận gộp	395,065	849,063	448,552	398,952	403,695
Tỷ lệ tăng trưởng	87%	115%	-47%	-11%	1%
EPS (VND)	9,188	19,746	10,431	9,278	9,388
DPS (VND)	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Tỷ suất cổ tức	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
ROE	31%	44%	21%	17%	16%
ROA	24%	34%	18%	15%	14%
P/E (x)	5.6	2.6	4.8	5.4	5.3
P/B (x)	1.7	1.1	1.0	0.9	0.8

Nguồn: DPR và SBS dự phóng

TRUNG LẬP

Giá hiện hành	VND 51,500
Giá mục tiêu	VND58,000
Giá trước đây	VND56,000

Thông kê cổ phiếu

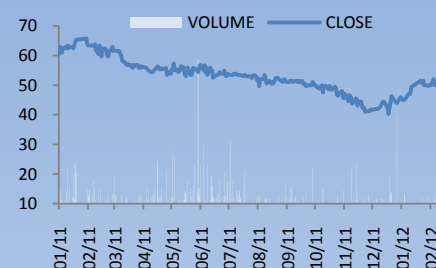
Bloomberg Ticker	DPR VN
Số CP lưu hành (triệu)	43
Vốn hóa (VND'tỷ)	2214
Giá cao - thấp nhất 52 tuần	38.2-65.7
KLGD trung bình 3 tháng	4,891
Beta	0.47
Sở hữu nước ngoài (%)	35.17

Cổ đông lớn

Vietnam Rubber Group	55.8%
Templeton Frontier Markets Fund	6.68%

Cổ đông lớn (%)

Month	Absolute	Relative (%)
1M	6.0	14%
3M	1.0	2%
6M	(3.0)	(6%)
12M	(15.3)	(23%)

Biến động giá cổ phiếu trong 6 tháng ('000)


Nguồn: Bloomberg, SBS

Lê Thị Khánh An

an.ltk@sbsc.com.vn

Nguyễn Thị Huyền Dương

duong.nth@sbsc.com.vn

+84 8 2686 868, ext: 8855

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 4Q11 & FY11

VND/tỷ	4Q11	4Q10	Thay đổi Y-o-Y	3Q11	Thay đổi Q-o-Q	FY11	FY10	Thay đổi Y-o-Y	Nhận định
Doanh thu	544	356	53%	626	-13%	1,824	1,028	77%	Doanh thu tăng trưởng mạnh do giá bán bình quân tăng cao, đẩy mức tăng trưởng lên 52% so với cùng kỳ năm 2010
<i>Khối lượng sản xuất (tấn)</i>	6,844	5,979	14%	6,797	1%	19,286	15,538	24%	
<i>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</i>	6,097	5,244	16%	6,484	-6%	19,163	16,470	16%	
<i>Giá bán trung bình (VND/triệu/tấn)</i>	89	68	31%	97	-8%	95	62	52%	
Lợi nhuận gộp	361	187	93%	225	60%	863	463	86%	Biên lợi nhuận gộp tăng cao nhờ vào khoản hoàn nhập chi phí trích trước trong 4Q11
Biên lợi nhuận gộp	66%	52%		36%		47%	45%		
EBIT	374	197	90%	251	49%	941	444	112%	Từ 4Q11 doanh thu bán cây cao su thanh lý được ghi nhận ở mục Doanh thu thay vì Thu nhập khác đã dẫn đến khoản âm VND47 tỷ.
Biên EBIT	69%	55%	24%	40%	72%	52%	43%	20%	
Chi phí lãi vay	-1	1	-154%	1	-200%	2	9	-75%	
Thu nhập khác	-47	30	-257%	36	-230%	11	35	-67%	
Lợi nhuận trước thuế	375	195	92%	250	50%	939	435	116%	
Biên lợi nhuận trước thuế	69%	55%	26%	40%	73%	51%	42%	22%	
Thuế TNDN	25	19	33%	27	-6%	87	40	118%	
Lợi nhuận sau thuế	350	176	98%	223	56%	852	395	116%	
Biên LNST	64%	50%	30%	36%	80%	47%	38%	22%	
LNST cổ đông CTy mẹ	348	176	97%	223	57%	849	395	115%	
EPS (VND)	8,103	4,104	97%	5,176	57%	19,746	9,188	115%	

Nguồn: DPR, SBS

Kết quả kinh doanh tốt bất ngờ trong 4Q11. Kết quả kinh doanh quý 4Q11 của DPR đã đem lại sự bất ngờ cho thị trường với lợi nhuận gộp đạt VND350 tỷ, chiếm 41% lợi nhuận cả năm. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận sau thuế tăng lần lượt là 66% và 64%, từ mức 36% và 40% trong 3Q11 trong bối cảnh giá cao su tự nhiên trên thị trường bị giảm mạnh. Trên thực tế, giá bán bình quân cho thấy một sự suy giảm 8% q-o-q, tuy nhiên do hoàn nhập dự phòng chi phí sản xuất và chi phí quản lý đã giúp kết quả kinh doanh ở mức cao bất chấp sự giảm giá.

FY11 – năm bội thu. Cao su Đồng Phú đã thu được kết quả kinh doanh khá tốt trong năm 2011 với doanh thu đạt VND1,823 tỷ (77% y-o-y) và LNST đạt VND847 tỷ (114% y-o-y), vượt qua kế hoạch ban đầu của công ty (113%) lần dự phóng lợi nhuận của chúng tôi (38%), chủ yếu do giá bán bình quân tăng mạnh cũng như sản lượng tiêu thụ cao hơn. Giá bán bình quân được ghi nhận tăng 46% so với cùng kỳ năm 2010, với mức giá VND 91.4 triệu mỗi tấn, cao hơn dự phóng của chúng tôi là 3.8%. Sản lượng tiêu thụ của cao su tự nhiên cũng tăng 12.5% y-o-y đạt 18,539 tấn.

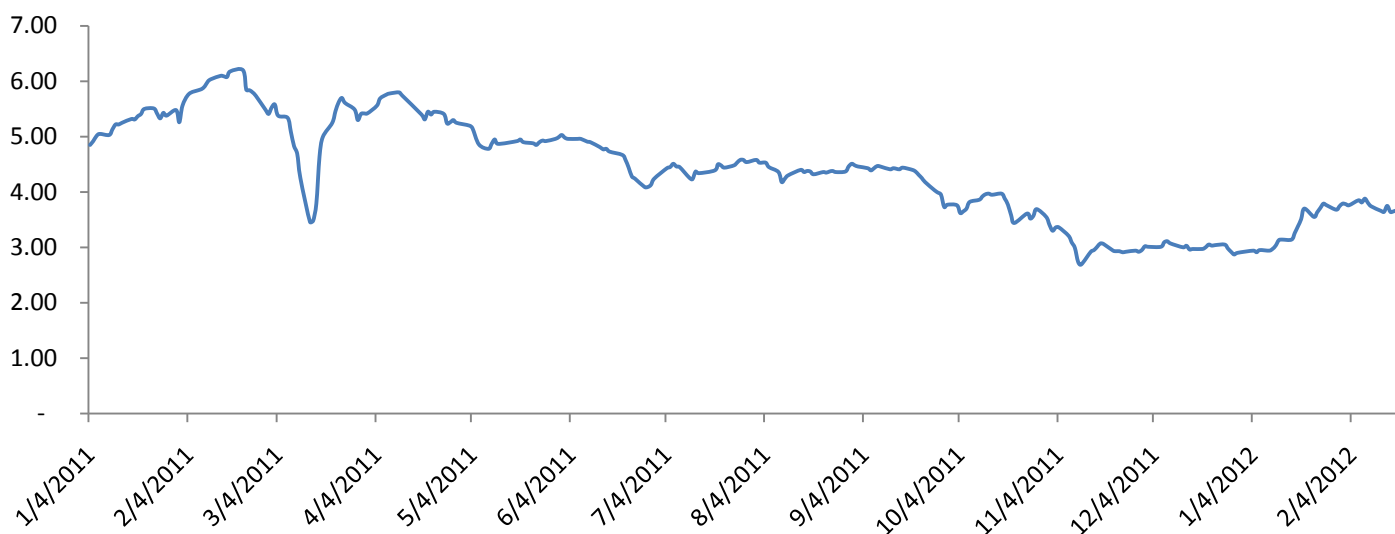
Lượng tiền ròng. Với kết quả khả quan, DPR tiếp tục đẩy mạnh lượng tiền ròng vào cuối tháng 12/2011 là VND967 (+19% q-o-q và +89% y-o-y). Với các khoản đầu tư và kế hoạch mở rộng của công ty, chúng tôi kỳ vọng DPR sẽ duy trì được thể mạnh tiền mặt trong vòng 3 – 5 năm tới.

Cổ tức bằng tiền mặt. DPR đã tạm ứng chi trả cổ tức là VND1,500 (năm 2011 cổ tức là VND3,000 cho mỗi cổ phiếu). Chúng tôi tin rằng DPR sẽ không gặp phải vấn đề trở ngại cho việc hoàn thành mục tiêu chi trả cổ tức (VND3,000/cổ phiếu) cho năm 2011, được hỗ trợ bởi thể mạnh tiền mặt. Tuy nhiên, tỷ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận xấp xỉ 15%, thấp hơn so với mức trung bình là 33% - 38% kể từ khi niêm yết. Theo quan điểm của chúng tôi, không loại trừ khả năng DPR có thể nâng mức chi trả cổ tức năm 2011 dựa vào kết quả Đại Hội Cổ Đông thường niên sắp tới, tuy nhiên chúng tôi vẫn cho rằng quyết định cuối cùng nằm trên tay của Tập Đoàn Cao Su Việt Nam là cổ đông lớn nắm giữ 55.8% cổ phần của DPR.



Triển vọng giá cao su tự nhiên. Từ giữa tháng 2, giá cao su tự nhiên đã được cải thiện sau khi suy giảm trong 4Q11 là USD3.8/kg (Giá Cao su Thái Lan RSS3). Tuy nhiên, sự biến động giá tăng mạnh trong thời gian gần đây, theo quan điểm của chúng tôi do (i) nguồn cung bị thu hẹp do thời tiết bất đầu vào mùa khô, (ii) Nội các Thái Lan có thể can thiệp thị trường để đẩy tăng giá cao su lên khoảng USD3/kg và (iii) giá dầu tăng do căng thẳng tại Iran.

Bảng 2: Giá Cao su Thái Lan RSS3 trong 12 tháng



Nguồn: Bloomberg, SBS

Nhu cầu vẫn ở mức thấp, kéo theo thị trường cao su tự nhiên khá trầm lắng. Chúng tôi nhận thấy rằng giá cao su sẽ phải đối mặt với áp lực giảm giá vào cuối năm, nguyên nhân do:

- (i) Trong một báo cáo mới đây, Hiệp hội Các nước Sản xuất Cao su Thiên nhiên (ANRPC) ước tính nguồn cung trong năm 2012 có thể gia tăng 6% y-o-y đạt 10.3 triệu tấn trong khi nhu cầu chỉ có thể đạt tại mức 5.4%. Do vậy, thặng dư sẽ phát sinh vào khoảng 413,000 tấn.
- (ii) Nhu cầu cao su trên thế giới dự kiến sẽ vẫn ở mức thấp do ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng nợ tại Châu Âu.

Nhìn chung, mặc dù chúng tôi đã nâng dự phóng giá bán trung bình của cao su trong năm 2012 lên VND60 triệu/tấn dựa trên giá bán cao su tăng đột biến trong thời gian gần đây, chúng tôi vẫn duy trì dự phóng thận trọng với mức giá VND50 triệu/tấn cho năm 2013.

Thay đổi kết quả dự phóng. Năm 2012, công ty đã đặt mục tiêu bán hàng là 16,000 tấn (15,000 tấn là tự sản xuất) với giá bán trung bình là VND67 triệu/tấn, tương đương với mức doanh thu đạt VND1,517 tỷ (bao gồm thu nhập tài chính) và lợi nhuận trước thuế đạt VND 527 tỷ trong năm 2012. Tổng diện tích nhỏ và trồng lại trong năm lần lượt là 490 ha và 392 ha. Chúng tôi đã nâng dự phóng lên dựa trên kế hoạch này.

Bảng 3: Dự phóng tình hình tài chính công ty

	Dự phóng trước đây			Điều chỉnh dự phóng			Tỷ lệ thay đổi		
	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14	FY12	FY13	FY14
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	16,995	16,910	16,080	19,481	18,800	17,864	15%	11%	11%
Doanh thu	795	803	763	1,233	1,018	1,000	55%	27%	31%
Lợi nhuận gộp	189	233	215	413	338	334	118%	45%	55%
Biên lợi nhuận gộp	24%	29%	28%	33%	33%	33%			
Lợi nhuận sau thuế	299	334	309	449	399	404	50%	19%	31%
Biên lợi nhuận sau thuế	38%	42%	40%	36%	39%	40%			

Nguồn: SBS dự phóng

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo lần đầu	04/11/2010	MUA	VND 65,000	VND 60,000
Báo cáo cập nhật	28/06/2011	MUA	VND 65,000	VND 55,000
Báo cáo cập nhật	03/08/2011	MUA	VND 76,500	VND 54,500
Báo cáo cập nhật	23/11/2011	MUA	VND56,000	VND45,300

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

Mua: Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới

Mua ngắn hạn: Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.

Trung Lập: Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới

Hiện thực hóa lợi nhuận: Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.

Bán: Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới

Không Xếp hạng (NR): Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam

Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun
Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn
Thái Bình Ward, Quận 1, TP HCM Việt
Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn
Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn