

DPR [HSX]

OUTPERFORM

Giá mục tiêu

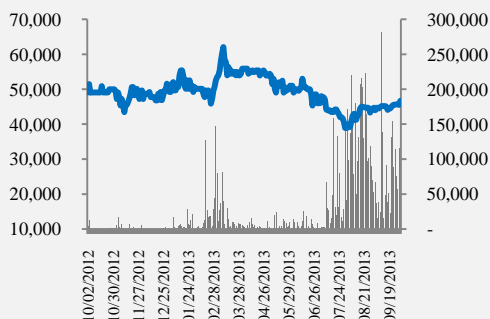
57,000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (02/10/2013)	VNĐ	46,700
Chênh lệch **	%	22.1%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	2,008
Số cp lưu hành	Triệu cp	43.0
Free-float	Triệu cp	16.1
Giá trị công ty	Tỷ đồng	2,008
Diễn biến (30 ngày)	%	4.47%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	85,428
Lĩnh vực	Cao su tự nhiên	

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH



Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Thay đổi	4.47%	5.66%	-4.83%
vs. VN-Index	0.95%	3.60%	-28.67%

Chuyên viên

Trần Hà Xuân Vũ

(+084 8) 3914 6888

tranhaxuanvu@baoviet.com.vn

Với mức giá mục tiêu 57,000 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá hiện tại 22%, chúng tôi đánh giá **“OUTPERFORM”** đối với cổ phiếu DPR. Dù tình hình tiêu thụ cao su đang gặp nhiều khó khăn nhưng DPR vẫn là doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt với lợi thế vườn cây đang trong độ tuổi cho năng suất cao, ngoài ra công ty còn tập trung phát triển thêm những sản phẩm phụ (nệm, gối) để hoàn thiện chuỗi sản xuất và đảm bảo đầu ra một phần cho sản phẩm latex của mình. Ngành cao su được biết đến là ngành có giá biến động thất thường nhưng nhờ cơ chế tính chi phí giá nhân công theo tỷ lệ % so với doanh thu nên các công ty trong ngành luôn có lợi nhuận, ngay cả vào những thời điểm bất lợi nhất của giá cao su.

Giá cao su bình quân trong tháng 7 và tháng 8 là 55.6 triệu đồng/tấn, đặc biệt giá bán trong tháng 8 chỉ đạt 48.7 triệu đồng/tấn, thấp nhất tính từ đầu năm. Tuy nhiên, giá cao su trên thế giới đang có dấu hiệu phục hồi, do đó giá cao su tiêu thụ trong tháng 9 dự báo sẽ cao hơn so với tháng 8, đạt 50 triệu đồng/tấn, trung bình cả Q3/2013 giá tiêu thụ được kỳ vọng ở mức 54.1 triệu đồng/tấn.

Trong Q3/2013, chúng tôi dự đoán DPR **tiêu thụ 6,046 tấn mủ**, giảm 14.4%. Doanh thu Q3/2013 ước đạt 422 tỷ đồng, giảm 8.1% yoy, lợi nhuận sau thuế đạt 164 tỷ đồng.

Dù đưa ra kế hoạch khá thận trọng từ đầu năm nhưng chúng tôi dự báo công ty khó có thể đạt được kế hoạch đề ra do nhu cầu cao su bị suy yếu. Theo chúng tôi, doanh thu trong năm 2013 của DPR ước chỉ đạt 1,121 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế là 416 tỷ đồng, lần lượt giảm 18.53%, 22.53% so với năm 2012 chủ yếu do cả sản lượng và giá bán cao su giảm mạnh. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ bình quân đạt 16,341 tấn (giảm 18% so với 2012). Giá bán bình quân cả năm 2013 sẽ ở mức 53.7 triệu đồng/tấn.

Tăng tỷ lệ sở hữu tại Đồng Phú – Kratie. Trong Q3/2013, DPR quyết định nâng tỷ lệ sở hữu của mình lên 58.33% bằng cách góp vốn thay cho tổng công ty xi măng khi công ty Đồng Phú – Kratie tăng vốn điều lệ lên 900 tỷ đồng. Trong khi đó **dự án Đồng Phú – Senoul bị tạm ngưng** do chính phủ Campuchia trì hoãn việc giao đất.

Mua cổ phiếu quỹ trong năm 2013. DPR công bố sẽ mua vào **1 triệu cổ phiếu quỹ** từ tháng 9/2013 đến tháng 10/2013 với giá mua **không vượt quá 50,000 đồng/cổ phiếu**. Nguồn mua cổ phiếu quỹ chính là nguồn thặng dư vốn cổ phần. Dự kiến DPR sẽ cần 50 tỷ đồng để thực hiện nhưng với diễn biến giá cổ phiếu trong những phiên gần đây, số tiền mà DPR dự kiến chi sẽ **ít hơn 50 tỷ**.

Chỉ tiêu	ĐVT	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	tỷ đồng	1,028	1,837	1,377	1,121
EBIT	tỷ đồng	442	874	592	456
EBITDA	tỷ đồng	465	902	635	502
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	394	802	540	416
EPS	đồng	9,165	18,663	12,552	9,697
Tăng trưởng EPS	%	74%	104%	-33%	-22.8%
P/E	x	5.3	2.6	3.9	5.8
Cổ tức/thị giá	%	5.2%	7.9%	10.5%	7%
P/B	x	1.7	1.1	1.0	1.05

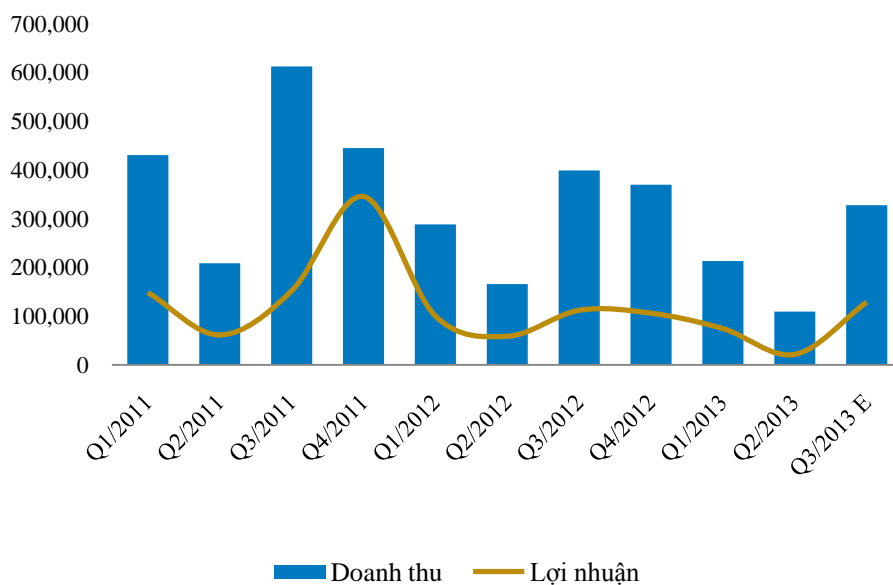
Nguồn: DPR, BVSC

I. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 3/2013

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2013, doanh thu của DPR đạt 405 tỷ đồng, giảm 17,56% so với cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, sản lượng và giá bán lần lượt giảm 15.9% và 15.68%. Lợi nhuận sau thuế đạt 157 tỷ, bằng 84.6% so với 6 tháng 2012. Với doanh thu 344 tỷ, lợi nhuận sau thuế 128 tỷ trong tháng 7 và tháng 8 vừa qua, chúng tôi dự báo doanh thu trong Q3/2013 của DPR đạt 422.9 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 164 tỷ đồng, dựa vào những chi tiết sau:

- Sản lượng mủ tiêu thụ trong Q3/2013 đạt 6,046 tấn, giảm 14.4% so với cùng kỳ năm ngoái.
- Giá bán bình quân trong tháng 7 và tháng 8 là 55.6 triệu đồng/tấn, đặc biệt giá bán trong tháng 8 chỉ đạt 48.7 triệu đồng/tấn, thấp nhất tính từ đầu năm. Tuy nhiên, giá cao su trên thế giới đang có dấu hiệu phục hồi, do đó giá cao su tiêu thụ trong tháng 9 dự báo sẽ cao hơn so với tháng 8, đạt 50 triệu đồng/tấn, trung bình cả Q3/2013 giá tiêu thụ được kỳ vọng ở mức 54.1 triệu đồng/tấn.

Doanh thu và lợi nhuận cao su



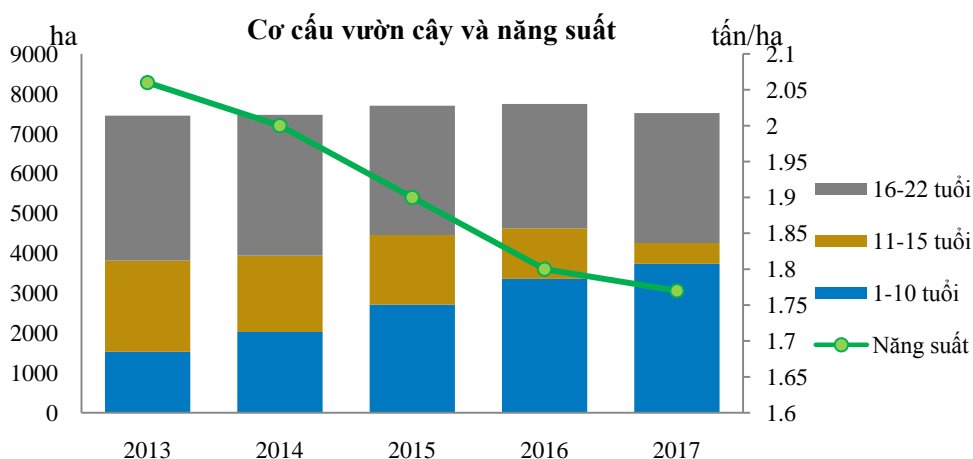
Nguồn: Báo cáo KQHĐKD của DPR

I. TRIỂN VỌNG 2013

Năm 2013, DPR đặt kế hoạch khai thác 15,080 tấn mù. Với sản lượng tiêu thụ và giá bán không đổi so thực tế năm 2012, DPR ước tính doanh thu trong năm 2013 tăng trưởng nhẹ 1.7%, đạt 1,400 tỷ đồng nhưng lợi nhuận trước thuế giảm 12.4%, đạt 515 tỷ.

Tuy nhiên, công ty khó có thể đạt được kế hoạch đề ra do nhu cầu tiêu thụ cao su bị suy yếu. Vì doanh thu từ mảng khai thác cao su bị suy giảm mạnh, gây ảnh hưởng xấu đến lợi nhuận cả năm của công ty. Theo chúng tôi, doanh thu trong năm 2013 của DPR chỉ đạt 1,121 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế là 416 tỷ đồng, lần lượt giảm 18.53%, 22.53% so với năm 2012 dựa trên những giả định sau:

- Diện tích vườn cây khai thác trong năm 2013 của DPR là 7,452 ha, trong đó tỷ trọng diện tích vườn cây trong độ tuổi cho năng suất cao chiếm hơn 50%. Do đó năng suất trung bình của DPR trong năm 2013 dự báo vẫn được duy trì ở mức cao - 2.06 tấn/ha. Chúng tôi ước tính sản lượng khai thác từ vườn cây trong năm 2013 đạt 15,332 tấn.



Nguồn: Dữ liệu BVSC

- Theo thống kê Viện nghiên cứu cao su quốc tế (IRSG), trong năm 2012, nguồn cung cao su thiên nhiên đã gia tăng với tốc độ nhanh hơn mức tiêu thụ. Sản xuất cao su thiên nhiên đã vượt mức tiêu thụ 459.000 tấn và tình trạng này vẫn còn tiếp tục trong năm 2013. Bên cạnh đó Trung Quốc cũng đã giảm nhu cầu đối với mặt hàng này. Dựa vào những yếu tố trên chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của DPR sẽ giảm trong năm nay. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ bình quân đạt 16,341 tấn (giảm 18% so với 2012).
- Thị trường cao su luôn nhận được sự hỗ trợ từ 3 nước xuất khẩu cao su lớn nhất thế giới là Thái Lan, Indonesia và Malaysia nhưng có vẻ biện pháp từ 3 nước trên là không đủ. Giá cao su FOB tại Việt Nam liên tục giảm từ đầu tháng 2/2013. So với thời điểm này, mức giá hiện tại đã giảm khoảng 30%. Tính đến cuối tháng 8, giá cao su tiêu thụ bình quân của DPR là 55.3 triệu đồng/tấn. Với xu hướng giá thường giảm về cuối năm, chúng tôi ước tính giá tiêu thụ bình quân của DPR trong cả năm 2013 sẽ đạt khoảng 53.7 triệu đồng/tấn giảm mạnh so với mức 62.1 triệu đồng/tấn của năm 2012.

III. CẬP NHẬT DỰ ÁN

	Diện tích (ha)	Vốn điều lệ (tỷ)	DPR sở hữu (%)	Vốn đã góp (tỷ)
Công ty con				
<i>Đồng Phú-Dak Nong</i>	3.000	120	88.41%	106
<i>Kỹ thuật Đồng Phú</i>		164	74.57%	13
<i>KCN Bắc Đồng Phú</i>		60	51%	
Công ty liên kết				
<i>Cao su Đồng Phú - Kratie</i>	6.500	900	49%	335
<i>Gỗ Đồng Phú</i>		40	40%	
Đầu tư tài chính				
<i>Cao su Sa Thầy</i>	10.000		10%	35
<i>Cao su Dầu Tiếng</i>	10.000		10%	10

Nguồn: BVSC tổng hợp

- Dự án Đồng Phú – Dak Nong: tính đến thời điểm này, dự án đã hoàn thành 935 ha/3,000 ha với vốn góp lũy kế đạt 106 tỷ. Từ năm 2009, dự án gặp khó khăn trong khâu giải phóng mặt bằng, vì vậy trong suốt giai đoạn 2010-2012 diện tích trồng mới chỉ đạt 105 ha và quy mô dự án này có thể sẽ không tăng thêm được nữa. Dự kiến đến năm 2015 sẽ có 230 ha được đưa vào khai thác.
- Dự án Đồng Phú – Kratie: dự án đã hoàn thành 6,093 ha/10,000 ha. Vốn góp lũy kế đạt 335 tỷ. Tuy nhiên vì chất lượng đất không được đảm bảo nên dự án chỉ có thể trồng tối đa khoảng 6,500 ha. Dự kiến đến năm 2015 sẽ có 1,170 ha đưa vào khai thác. Trong Q3/2013, DPR đã quyết định tăng phần vốn góp vào công ty Đồng Phú - Kratie, nâng tỷ lệ sở hữu lên 58.33%. Trong 2 năm 2013 và 2014, DPR sẽ góp thêm 280 tỷ, nâng tổng số vốn góp của công ty lên 525 tỷ đồng.
- Dự án Đồng Phú – Senoul: Với diện tích 6,500 ha, dự án này được kỳ vọng sẽ nâng gấp đôi diện tích cao su hiện tại của DPR khi đưa vào khai thác. Tuy nhiên, hiện tại dự án đang bị tạm ngừng do chính phủ Campuchia trì hoãn việc giao đất.

Hoàn thiện chuỗi sản xuất bằng phát triển sản phẩm mới. Bắt đầu từ năm 2011, DPR đã bắt đầu cho ra mắt sản phẩm nệm gối được làm từ cao su thiên nhiên với thương hiệu là Dorufoam. Vốn đầu tư ban đầu vào dự án này là 160 tỷ đồng. Sự ra đời của dòng sản phẩm giúp DPR hoàn thiện hơn chuỗi sản xuất và đảm bảo đầu ra một phần cho sản phẩm latex của mình.

Hiện nay nhà máy sản xuất đã đi vào hoạt động ổn định nhưng vẫn chưa thể cho được lợi nhuận vì: (1) công suất hiện tại của nhà máy đang được huy động ở mức thấp, khoảng 30%; (2) DPR dành chi phí lớn cho xây dựng thương hiệu; (3) chịu mức khấu hao từ nhà máy lớn. Tuy nhiên, DPR tin rằng với số lượng tiêu thụ hiện tại ở trong nước cùng với chiến lược xuất khẩu sang các thị trường khác như Hàn Quốc, Trung Quốc, đến năm 2014 công ty sẽ hòa vốn và bắt đầu có lợi nhuận từ năm 2015.

Mua cổ phiếu quỹ trong năm 2013. DPR công bố sẽ mua vào 1 triệu cổ phiếu quỹ từ tháng 9/2013 đến tháng 10/2013 với giá mua không vượt quá 50,000 đồng/cổ phiếu. Nguồn mua cổ phiếu quỹ chính là nguồn thặng dư vốn cổ phần. Dự kiến DPR sẽ cần 50 tỷ đồng để thực hiện nhưng với diễn biến giá cổ phiếu trong những phiên gần đây, số tiền mà DPR dự kiến chi sẽ ít hơn 50 tỷ.

IV. KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá cổ phiếu DPR dựa vào 2 phương pháp P/E và DCF với tỷ trọng của mỗi phương pháp là 50%. Theo đó, giá trị hợp lý của DPR là 57,000 đồng/cổ phiếu, cao hơn 22% so với mức giá hiện tại.

Theo phương pháp P/E: chúng tôi lấy P/E của những công ty cao su cùng ngành để so sánh, với mức P/E bình quân là 4.8, giá của cổ phiếu DPR ở mức 46,500 đồng/cổ phiếu.

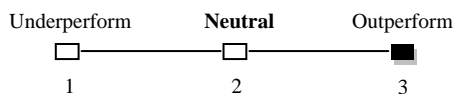
Theo phương pháp DCF: chúng tôi giả định mức tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn 2013-2018 là 4.6%. Biên lợi nhuận gộp vẫn được duy trì trong khoảng 38% - 40%. Tỷ lệ chi trả cổ tức ở mức 40% trong những năm tiếp theo. Do đó, giá cổ phiếu DPR theo phương pháp này là 68,000 đồng.

	EPS	Giá trị theo P/E	DCF
DPR	9,697	46,500	68,000
Tỷ trọng		50%	50%
Giá trị hợp lý			57,000

Trong ngắn hạn, tình hình tiêu thụ mủ cao su của DPR sẽ gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của việc giảm sút nhu cầu trên thế giới. Tuy nhiên, DPR vẫn được đánh giá là doanh nghiệp có hiệu quả kinh doanh tốt với lợi thế vườn cây đang trong độ tuổi cho năng suất cao, ngoài ra công ty còn tập trung phát triển thêm những sản phẩm phụ (nệm, gối) để hoàn thiện chuỗi sản xuất và đảm bảo đầu ra một phần cho sản phẩm latex của mình. Ngoài ra, DPR có lượng tiền mặt khá dồi dào nhờ hoạt động kinh doanh luôn có lãi trong thời gian qua. Ngành cao su được biết đến là ngành có giá biến động thất thường nhưng nhờ cơ chế tính chi phí giá thành neo theo doanh thu (chi phí nhân công điều chỉnh phụ thuộc vào doanh thu) nên các công ty trong ngành luôn có lợi nhuận. Vì thế, chúng tôi đánh giá **“Outperform”** cổ phiếu DPR với mức giá mục tiêu là 57,000 đồng/cổ phiếu cao hơn 22% so với thị trường. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần phải chú ý đến vấn đề thanh khoản khi lựa chọn cổ phiếu này.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	09/2013	57,000	OUTPERFORM

BÁO CÁO KẾT QUẢ HKKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	1,028,421	1,837,202	1,376,951
Lợi nhuận gộp	463,062	866,224	553,307
EBITDA	727,071	1,353,629	1,051,245
Khấu hao	(284,771)	(479,872)	(459,466)
EBIT	442,300	873,757	591,779
Lợi nhuận trước thuế	433,410	871,211	588,719
Chi phí thuế	38,901	68,248	50,459
Cổ đông thiểu số	398	474	(1,490)
Lợi nhuận ròng	394,111	802,490	539,749
EPS	9,165	18,663	12,552

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	507,874	822,456	646,446
Khoản phải thu	78,535	131,478	177,357
Hàng tồn kho	99,090	192,242	225,844
Khác	21,827	26,426	74,258
Tài sản ngắn hạn	747,586	1,342,763	1,518,183
Tài sản cố định	601,378	636,879	803,342
Đầu tư dài hạn	326,588	430,071	447,719
Khác	490	778	4,241
Tổng tài sản	1,676,041	2,430,078	2,821,172
Nợ phải trả	421,416	491,056	556,960
Vay ngắn hạn	5,000	423	85,077
Khoản phải trả	3,200	3,463	1,873
Khác	337,463	316,257	279,628
Nợ ngắn hạn	367,056	332,837	377,199
Nợ dài hạn	32,796	35,077	42,001
Nợ khác	18,829	65,526	78,886
Tổng nợ	421,416	491,056	556,960
Nguồn vốn chủ sở hữu	1,227,362	1,910,113	2,179,990
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	27,263	28,909	84,222

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số lượng CP	Tỷ lệ
VRG	24,000,000	55.81%
Templeton Frontier Markets Fund	2,876,370	6.69%

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(46,341)	(294,176)	100,513
Dòng tiền từ HKKD	460,634	824,845	382,511
Tiền chi mua sắm, xây dựng	(80,527)	(131,978)	(150,428)
Dòng tiền tự do	541,161	956,823	532,939
Thay đổi trong VCSH	210,520	0	0
Thay đổi trong nợ	113,700	101,984	43,500
Cổ tức phải trả	(109,300)	(165,425)	(218,703)
Dòng tiền ròng	237,145	317,780	(175,999)
Tiền mặt đầu kỳ	278,717	507,874	822,456
Tiền mặt cuối kỳ	507,874	822,456	646,446

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	15.3%	21.4%	9.6%
Biên lợi nhuận hoạt động	38.9%	47.1%	41.9%
Biên lợi nhuận ròng	38.3%	43.7%	39.2%
ROAA	27.0%	39.1%	20.6%
ROEA	38.3%	51.2%	26.4%
Tăng trưởng doanh thu	58.6%	78.6%	-25.1%
Tăng trưởng LNST	96.4%	101.0%	-32.4%
Tăng trưởng doanh thu /cp	47.6%	78.6%	-25.1%
Tăng trưởng EPS	74.0%	103.6%	-32.7%
Tăng trưởng tổng tài sản	34.5%	45.0%	16.1%
Tỷ số thanh toán lãi vay	47.75	-	191.39
Nợ trên tổng tài sản	0.25	0.20	0.20
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0.34	0.26	0.26
Doanh thu/tài sản	0.61	0.76	0.49
Capex/Doanh thu	(0.28)	(0.26)	(0.33)
EPS cơ bản (VND)	9,165	18,663	12,552
EBITDA mỗi cp (VND)	3,250	9,042	2,935
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	2,542	3,847	5,086
Giá trị sổ sách (VND)	15.630	16.162	13.926

XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Trần Hà Xuân Vũ**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh TP.HCM

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999