

Ngành Cao su tự nhiên

Báo cáo cập nhật

4 tháng 8, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **42.700**

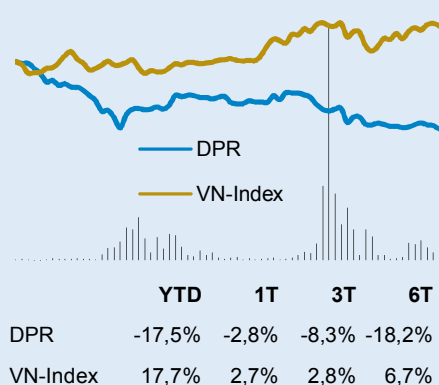
Giá thị trường (4/8/2014) **38.800**

Lợi nhuận kỳ vọng **10%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	35.640 - 46.460
Vốn hóa	1.634 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	42.124.790 CP
KLGD bình quân 10 ngày	19.795 CP
% sở hữu nước ngoài	25,58%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	10,3%
Beta	0,44

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Dương Đức Hiếu

(84 4) 3928 8080 ext 622

duongduchieu@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú

Mã giao dịch: DPR

Reuters: DPR.HM

Bloomberg: DPR VN

Ngành cao su tự nhiên dự báo phục hồi trong 1-2 năm tới

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2014, DPR tiêu thụ 6.411 tấn thành phẩm, tăng 19% so với cùng kỳ. Tuy nhiên với việc giá bán bình quân chỉ đạt 43,6 triệu đồng/tấn, giảm tới 27% so với mức 59,7 triệu đồng/tấn cùng kỳ, lợi nhuận trước thuế của công ty ước đạt 91,4 tỷ, giảm 48% so với cùng kỳ và bằng 37% kế hoạch năm 2014.

Triển vọng 2014. BVSC ước tính trong năm 2014, DPR có thể tiêu thụ 19.500 tấn cao su, đạt doanh thu 932 tỷ và lợi nhuận sau thuế 206 tỷ, giảm 44% so với năm 2013.

Tỷ lệ cổ tức/thị giá khoảng 10%. Tỷ lệ trả cổ tức 2014 của DPR dự kiến ở mức 30%. Ngoài ra công ty còn 10% cổ tức 2013 sẽ được chi trả vào 15/8/2014. Tỷ lệ cổ tức/ thị giá hiện tại trên 10%.

Khuyến nghị. Ngành cao su tự nhiên trong đó có DPR vẫn phải đối mặt đà giảm liên tục của giá cao su. Tuy nhiên, nhờ khả năng kiểm soát chi phí giá vốn khá linh hoạt theo giá bán, chúng tôi cho rằng DPR vẫn sẽ duy trì được tỷ suất sinh lời ở mức hấp dẫn so với các công ty trong ngành và trung bình thị trường. Về dài hạn, diện tích khai thác của công ty tiếp tục được mở rộng với quy mô lớn trong 5 năm tới, cùng với đà hồi phục của giá cao su, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của DPR là khá khả quan. Với định giá hợp lý theo chúng tôi khoảng **42.700 đồng/cổ phần**, cao hơn 10% so với mức hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu DPR.

Một số chỉ tiêu dự báo của DPR

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu (triệu VND)	1.376.951	1.100.122	932.044	856.265
EBITDA (triệu VND)	623.309	452.920	292.661	258.477
EBIT (triệu VND)	593.991	414.111	247.173	209.480
Lợi nhuận sau thuế (triệu VND)	536.770	366.774	206.433	180.414
EPS (VND)	12.483	8.530	4.801	4.196
P/E (x)	0,98	1,43	8,42	9,63
P/B (x)	0,27	0,24	0,76	0,76
ROA (%)	39%	21%	12%	6%
ROE (%)	51%	26%	16%	9%

Báo cáo cập nhật
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	57,27%
Sở hữu nước ngoài	25,58%
Sở hữu khác	17,15%

CỔ ĐÔNG LỚN

Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam	56,97%
Mutual Fund Elite (Non-Ucits)	6,01%
Halley Sicav-Halley Asian Property	6,09%

BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	1.028	1.837	1.377	1.100	932
Giá vốn	565	971	824	675	665
Lợi nhuận gộp	463	866	553	425	267
Doanh thu tài chính	36	107	98	73	46
Chi phí tài chính	13	8	5	23	18
Lợi nhuận sau thuế	395	803	538	368	206

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	508	822	646	762	622
Các khoản đầu tư TC ngắn hạn	40	170	394	263	245
Các khoản phải thu ngắn hạn	79	131	178	131	146
Hàng tồn kho	99	192	225	254	261
Tài sản cố định hữu hình	601	637	803	1.602	1.642
Bất động sản đầu tư	0	20	48	49	180
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	327	430	448	182	9
Tổng tài sản	1.676	2.430	2.820	3.328	3.224
Nợ ngắn hạn	367	333	363	386	314
Nợ dài hạn	54	158	180	221	204
Vốn chủ sở hữu	1.227	1.910	2.192	2.299	2.285
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	29	84	423	421
Tổng nguồn vốn	1.676	2.430	2.820	3.328	3.224

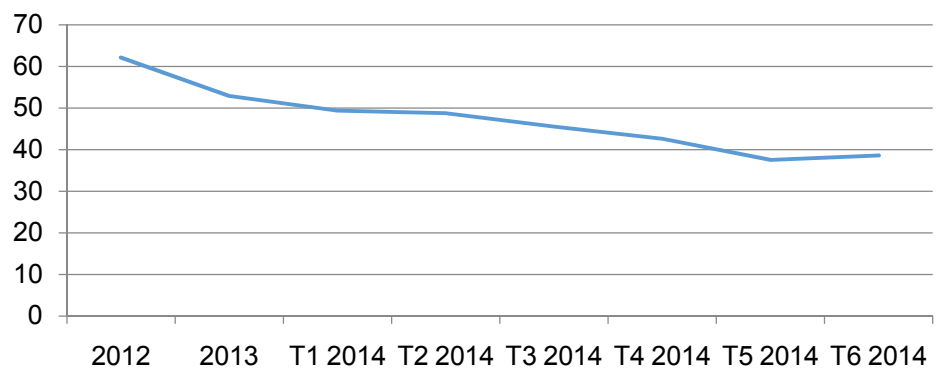
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	59%	79%	-25%	-20%	-15%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	87%	104%	-33%	-32%	-44%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	45%	47%	40%	39%	29%
Lợi nhuận thuần biên (%)	38%	44%	39%	33%	22%
ROA (%)	27%	39%	21%	12%	6%
ROE (%)	38%	51%	26%	16%	9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	2%	1%	5%	6%	4%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3%	2%	6%	8%	6%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	9.184	18.685	12.483	8.530	4.807
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	28.543	44.421	50.988	53.456	53.151
Chỉ tiêu định giá cổ phiếu					
P/E (lần)	1,33	0,65	0,98	1,43	8,40
P/B (lần)	0,43	0,27	0,24	0,23	0,76

Nửa đầu năm 2014: Sản lượng tăng, giá bán giảm

Ngành cao su tự nhiên thế giới và Việt Nam trong nửa đầu năm 2014 vẫn khá ảm đạm khi giá bán cao su liên tục giảm trong bối cảnh nguồn cung dư thừa. Cùng với đó thì giá bán của các công ty cao su trong đó có DPR cũng sụt giảm mạnh. Kết thúc 6 tháng đầu năm 2014, DPR tiêu thụ 6.411 tấn thành phẩm, tăng 33% so với cùng kì. Tuy nhiên, với việc giá bán bình quân chỉ đạt 43,6 triệu đồng/tấn, giảm tới 27% so với mức 59,7 triệu đồng/tấn cùng kỳ, lợi nhuận trước thuế của công ty ước đạt 91,4 tỉ, giảm 48% so với cùng kỳ và bằng 37% kế hoạch năm 2014.

Giá bán trung bình của DPR (triệu đồng/tấn)



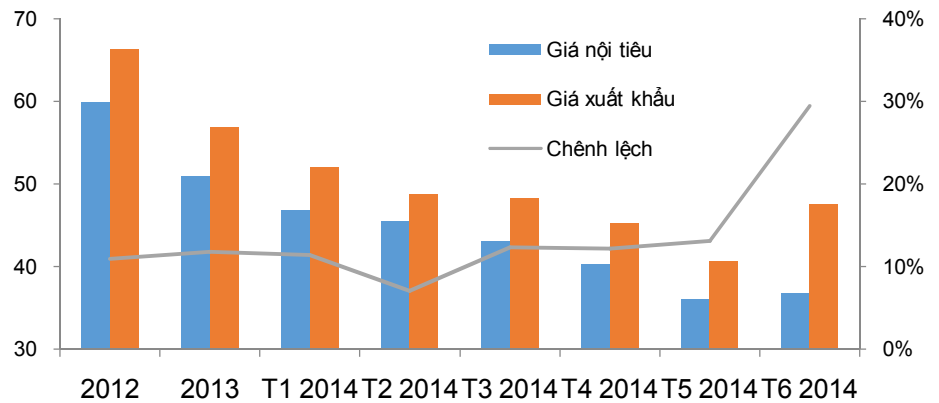
Lợi nhuận cả năm 2014 dự báo giảm 44%

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh 2014 của DPR sẽ sụt giảm so với 2013 tương ứng với đà giảm của giá bán, do một số nguyên nhân:

- **Giá cao su tự nhiên vẫn trong xu hướng giảm.** Đà phục hồi của kinh tế thế giới vẫn chưa đủ để kéo giá cao su đi lên trong bối cảnh nguồn cung vẫn dư thừa. Theo các dự báo mới nhất, với sản lượng sản xuất toàn cầu khoảng 12,04 triệu tấn, lượng cao su tự nhiên dư thừa năm 2014 khoảng 652.000 tấn, cao hơn 78% so với dự báo trước đó do sản lượng tăng trưởng mạnh tại Thái Lan và tình hình kinh tế thế giới phục hồi chậm, nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới. Điểm tích cực hiện tại là sản lượng tiêu thụ được dự báo sẽ tăng với tốc độ cao hơn so với sản lượng sản xuất. Tuy nhiên tình trạng dư thừa vẫn tiếp diễn trong ít nhất là 2 năm tới, với lượng dư thừa ước tính lần lượt là 483.000 tấn năm 2015 và 316.000 tấn năm 2016. Do đó giá cao su sẽ vẫn ở mức thấp trong hai năm tới tuy nhiên đà giảm giá sẽ chậm lại và có thể tạo đáy vào năm 2016.

- **Tiêu thụ của DPR trong nước phụ thuộc vào thương lái.** Thị trường nội tiêu chiếm phần lớn trong doanh số của DPR. 6 tháng đầu năm 2014, sản lượng nội tiêu của DPR chiếm 60% tổng tiêu thụ (năm 2013 chiếm 67%). Đối tượng khách hàng nội tiêu của DPR chủ yếu là công ty thương mại và các đơn vị sản xuất sử dụng cao su với quy mô nhỏ và trung bình, không có các doanh nghiệp sản xuất lớn. Do vậy, sản lượng tiêu thụ có thể gặp khó khăn khi các thị trường lớn của doanh nghiệp thương mại như Trung Quốc bị ảnh hưởng. Ngoài ra, giá bán nội tiêu của DPR thường không ổn định và thấp hơn giá xuất khẩu.

Chi tiết giá bán của DPR (triệu đồng/tấn)



BVSC ước tính trong năm 2014, DPR có thể tiêu thụ 19.500 tấn cao su, đạt doanh thu 932 tỷ và lợi nhuận sau thuế 206 tỷ, giảm lần lượt 15% và 44% so với năm 2013.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của DPR

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	1.100	932	-15%	<p>Sản lượng. Với sản lượng tiêu thụ nửa đầu năm hơn 6.400 tấn, dựa trên mức tiêu thụ các năm trước và kế hoạch 2014 của công ty, chúng tôi ước tính cả năm sản lượng tiêu thụ của DPR sẽ đạt khoảng 19.500 tấn, tăng 2,5% so với năm 2013.</p> <p>Giá bán đầu ra. Với diễn biến giảm của giá cao su thời gian gần đây và dựa trên giá future của cao su RSS3 trên thị trường thế giới, chúng tôi ước tính giá bán đầu ra trung bình trong năm 2014 của DPR xấp xỉ 41 triệu đồng/tấn, giảm 22% so với trung bình năm 2013.</p>
Giá vốn	675	665	-1%	<p>Giá vốn giảm nhẹ do một số nguyên nhân:</p> <ul style="list-style-type: none"> Chi phí khai thác và chế biến trung bình giảm khoảng 3% do giá cao su giảm. Chi phí giảm chủ yếu từ tiền lương người lao động (chiếm 60% chi phí), vốn được gắn với biến động giá cao su. Sản lượng tiêu thụ tăng 2,5%.
Lợi nhuận gộp	425	267	-37%	
Chi phí tài chính	23	18	-20%	
Chi phí BH	18	17	-5%	
Chi phí QLDN	56	54	-4%	
LN sau thuế	367	206	-44%	
EPS	8.530	4.801	-44%	

Các dự án cao su lớn bắt đầu đi vào khai thác từ năm 2015

DPR đang triển khai các dự án trồng cao su tại Kratie (Campuchia) với diện tích 6.343 ha, Cư Jut (Đắk Nông) diện tích 935ha. Hai dự án này sẽ đi vào khai thác một phần từ năm 2015. Tới năm 2019, diện tích khai thác ước đạt 14.700 ha, gấp đôi diện tích khai thác hiện tại.

Với quan điểm thận trọng về giá cao su, chúng tôi giả định giá cao su tự nhiên sẽ tạo đáy vào cuối năm 2014, đầu năm 2015 và đi ngang theo hướng hồi phục nhẹ trong vòng 5 năm tới, các dự án trồng cao su sẽ mang lại hiệu quả cao cho DPR từ năm 2017 khi phần lớn diện tích bắt đầu đưa vào khai thác.

TÁC ĐỘNG TỪ CÁC DỰ ÁN TRỒNG CAO SU LÊN KQKD CỦA DPR

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Diện tích khai thác (ha)	7.322	7.823	9.508	11.727	13.536	14.711	14.835
Doanh thu dự kiến (tỷ đồng)	937	861	1.005	1.220	1.374	1.502	1.564
Lợi nhuận dự kiến (tỷ đồng)	206	180	224	280	271	278	292
Dòng tiền FCFE dự kiến(tỷ đồng)	69	150	191	248	235	266	302

Sau các dự án này, hoạt động khai thác của DPR sẽ đi vào ổn định trong dài hạn bởi công ty chưa có kế hoạch triển khai thêm các dự án mới đồng thời quỹ đất dành cho cao su ở Việt Nam hay Campuchia cũng đã đạt giới hạn.

Mảng sản xuất tiềm năng tăng trưởng nhanh

DPR hiện có 1 công ty con chuyên sản xuất và kinh doanh nệm cao su với thương hiệu Nệm Đồng Phú. Doanh thu và lợi nhuận gộp từ mảng này của công ty năm 2013 đạt lần lượt 34 tỷ và 6 tỷ. Theo công ty cho biết, hiện công suất sản xuất đệm mới chỉ đạt gần 30% và tốc độ tăng trưởng doanh thu dự kiến trong 2, 3 năm tới có thể đạt 50%.

Khuyến nghị đầu tư

Ngành cao su tự nhiên trong đó có DPR vẫn phải đối mặt đà giảm liên tục của giá cao su. Tuy nhiên, nhờ khả năng kiểm soát chi phí giá vốn khá linh hoạt theo giá bán, chúng tôi cho rằng DPR vẫn sẽ duy trì được tỷ suất sinh lời ở mức hấp dẫn so với các công ty trong ngành và trung bình thị trường. Về dài hạn, diện tích khai thác của công ty tiếp tục được mở rộng với quy mô lớn trong 5 năm tới, cùng với đà hồi phục của giá cao su, chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của DPR là khá khả quan. Với định giá hợp lý theo chúng tôi khoảng **42.700 đồng/cổ phần**, cao hơn 10% so với mức hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** với cổ phiếu DPR.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999