

### CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

Thông tin cổ phiếu	Ngày 28.09.2015
Mã	DPR
Ngành	Cao su tự nhiên
Sàn	HOSE
Giá đóng cửa (VND)	32.000
Thấp nhất – cao nhất 52 tuần(đồng)	40.400
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.275
KLĐLH	40.124.790
P/E trailing	6,23
P/B	0,48
EPS trailing (đồng)	5.120

- Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG) dự báo dư thừa cao su toàn cầu có thể giảm 46% trong năm 2015. Tuy nhiên, sản lượng vẫn vượt nhu cầu 202.000 tấn, giảm so với 371.000 tấn năm 2014 và 650.000 tấn so với năm 2013. Bên cạnh đó, giá dầu mặc dù khó giảm sâu nhưng cũng chưa thể tăng mạnh nên giá mủ cao su được dự báo sẽ ổn định hoặc tăng giá nhẹ trong nửa cuối năm 2015.
- Chúng tôi đánh giá DPR là doanh nghiệp cao su tự nhiên có cơ bản tốt nhờ: (1) Cơ cấu vườn cây trẻ có năng suất cao; (2) Cơ cấu sản phẩm tập trung vào các mặt hàng có giá bán cao và ít phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc; (3) Diện tích vườn cây cao su tại Campuchia khi đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận
- Kết thúc 6T.2015, DPR đạt 250 tỷ đồng DTT (-23,7% yoy) và 102,8 tỷ đồng LNST (+37,9% yoy). Mặc dù DTT giảm nhưng LNST lại tăng trưởng vượt bậc so với cùng kỳ 2014 chủ yếu do: (1) Biên LN gộp đạt 25,7% cao hơn cùng kỳ năm 2014 là 22,3% nhờ sản lượng mủ thu mua (có biên LN gộp thấp) giảm 36,5% yoy; (2) Khoản LN từ bán đất nền Khu dân cư Cao su Đồng Phú (4,6 tỷ đồng); (3) LN khác đạt 74,6 tỷ đồng (+214% yoy) nhờ thanh lý vườn cây cao su và khoản thu bồi thường tổn thất tài sản.
- Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF thì giá trị hợp lý cho một cổ phiếu DPR là 43.558 đồng/cổ phiếu, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng là 36,1%. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục đích đầu tư tăng trưởng dài hạn.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014
TTS (Tỷ đồng)	2.430	2.819	3.314	3.312
Vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	1.910	2.192	2.298	2.195
Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	430	430	430	430
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	1.837	1.390	1.100	938
EBIT (Tỷ đồng)	876	605	420	260
LNST (Tỷ đồng)	802	550	367	213
Nợ/ TTS (%)	1,5	4,5	5,8	8,3
TSLN gộp (%)	47,1	40,7	38,6	30,4
TSLN ròng (%)	43,7	39,6	33,4	22,8
ROA (%)	33	19,5	11,1	6,5
ROE (%)	13,6	4,6	1,6	0,6

#### NỘI DUNG:

- Thông tin doanh nghiệp: Trang 02-04
- Phân tích hoạt động kinh doanh giai đoạn 2011-2014: Trang 04-07
- Phân tích hoạt động tài chính giai đoạn 2011-2014: Trang 07-09
- Phân tích hoạt động kinh doanh giai đoạn 2015: Trang 09-10
- Dự báo KQKD cả năm 2015: Trang 10
- Triển vọng ngành: Trang 10-11
- Triển vọng công ty: Trang 11
- Định giá: Trang 12-13
- Quan điểm đầu tư: Trang 14
- Phụ lục: Trang 15-16

#### Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 17

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

**Bùi Tấn Độ**  
+84 8 3820 5510 (ext. 642)  
[btde@vcbs.com.vn](mailto:btde@vcbs.com.vn)

**28.09.2015**  
**Bộ phận Nghiên cứu – Phân tích**  
**VCBS**

### THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

#### Lịch sử hình thành và phát triển

2006: Công ty cổ phần Cao su Đồng Phú được chuyển đổi từ Doanh nghiệp Nhà nước chính thức đi vào hoạt động.

2007: Công ty chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán là DPR.

Tại thời điểm 31/12/2014, DPR có 5 công ty con và có 1 công ty liên kết nhưng chưa được hợp nhất do công ty này chưa lập xong BCTC. Danh sách các công ty con của DPR gồm:

Tên công ty	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)	Ngành nghề kinh doanh
<b>Công ty con</b>			
CTCP Cao su Đồng Phú Kratie	700	54,09	Trồng, khai thác và chế biến sản phẩm cao su
CTCP Cao su Đồng Phú Đắk Nông	120	88,41	Trồng, khai thác và chế biến sản phẩm cao su
CTCP Khu Công nghiệp Bắc Đồng Phú	100	51	Kinh doanh hạ tầng khu Công nghiệp
CTCP Cao su Kỹ thuật Đồng Phú	180	74,57	Sản xuất nệm cao su
CTCP Gỗ Đồng Phú	52	52	Chế biến gỗ

Nguồn: DPR, VCBS tổng hợp

#### Lĩnh vực hoạt động

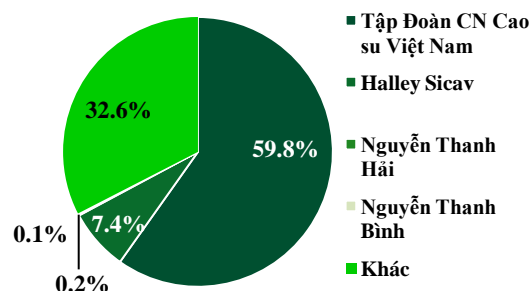
- 1) Trồng và chế biến mủ cao su
- 2) Mua bán, xuất nhập khẩu mủ cao su các loại
- 3) Thanh lý vườn cây cao su
- 4) Khai thác gỗ (cao su)
- 5) Cho thuê hạ tầng khu công nghiệp
- 6) Sản xuất và kinh doanh nệm cao su và các sản phẩm khác

#### Quá trình tăng vốn

Công ty niêm yết trên sàn chứng khoán với vốn điều lệ là 400 tỷ đồng năm 2007. Trong năm 2009, DPR quyết định tăng vốn lên 430 tỷ đồng và vốn điều lệ của công ty không đổi cho đến nay.

#### Thông tin cổ đông

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu (%)	Số lượng (triệu CP)
Nhà nước	59,81	24
Cá nhân và tổ chức trong nước	2,27	0,9
Cá nhân và tổ chức nước ngoài	27,01	10,8



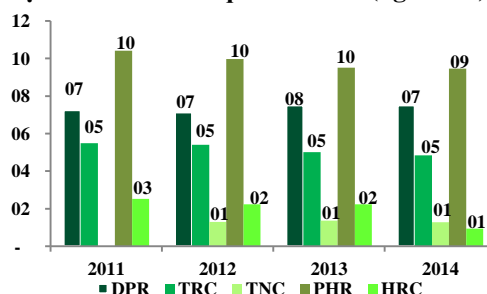
Cuối năm 2014, DPR có cơ cấu cổ đông khá cô đọng với 59,81% được nắm giữ bởi Tập Đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (VRG) và các cá nhân tổ chức nước ngoài hầu hết là các quỹ đầu tư nắm

27,01% vốn điều lệ. VRG là công ty mẹ có hỗ trợ rất nhiều cho DPR về giống, kỹ thuật và kinh doanh theo định hướng chung.

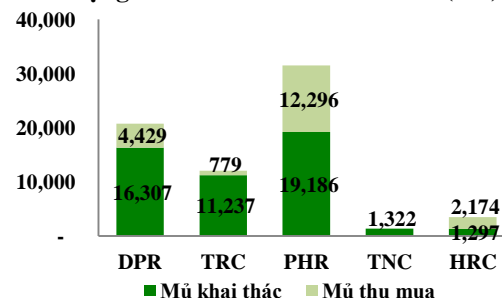
### Vị thế và năng lực

Tại thời điểm 2014, DPR là công ty cao su tự nhiên có năng suất cao thứ 2 (2,2 tấn/ha) sau TRC (2,36 tấn/ha) và có diện tích khai thác đứng thứ 2 (7.233 ha) sau PHR (hơn 10.000 ha). Hằng năm, công ty cung cấp ra thị trường khoảng 20.000 tấn mù sản phẩm các loại để xuất khẩu và bán lại trong nước. **Ngoài ra, công ty còn có khoảng 130 ha diện tích khu công nghiệp để cho thuê và hai công ty con chuyên sản xuất nệm mang thương hiệu Đồng Phú và sản phẩm Gỗ Đồng Phú giúp mang lại nguồn thu từ chính sản phẩm mủ và gỗ cây cao su của công ty.** Vườn cây của công ty tọa lạc tại tỉnh Bình Phước là 1 trong những tỉnh có thổ nhưỡng và điều kiện khí hậu rất phù hợp cho trồng cây cao su, vì thế năng suất của công ty luôn duy trì hơn 2 tấn/ha trong vòng 5 năm trở lại đây.

Diện tích khai thác qua các năm (nghìn ha)



Sản lượng khai thác và thu mua 2014 (tấn)



Nguồn: VBCS tổng hợp

### Thị trường tiêu thụ

Thị trường tiêu thụ cao su tự nhiên số 1 của Việt Nam là Trung Quốc (hơn 48% sản lượng), Malaysia (18% sản lượng), Ấn Độ (8,3% sản lượng). Tuy nhiên, DPR cho biết công ty không trực tiếp xuất sang Trung Quốc mà bán lại cho các công ty trong nước và các công ty này sau đó sẽ xuất sang các nước theo hợp đồng đã ký với khách hàng. Ngoài ra, DPR có thể ủy thác xuất khẩu thông qua Tập đoàn VRG nhưng số lượng tương đối ít. Điều này cũng phù hợp với việc Việt Nam tiêu thụ ở trong nước khoảng 80-85% (sau đó được xuất đi thông qua các đầu mối xuất khẩu) và xuất khẩu trực tiếp chỉ khoảng 15-20%.

### So sánh với các đối thủ trong ngành

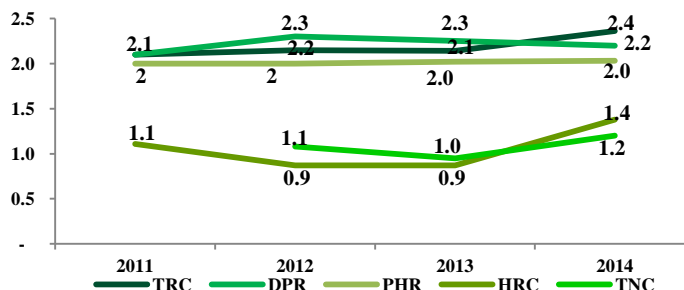
Mã	TTS (tỷ đồng)	VĐL (tỷ đồng)	Tỷ suất LN ròng (%)	Vốn vay/VCSH	ROA (%)	ROE (%)	Giá trị sổ sách (đồng)	EPS (ttm, đồng)
DPR	3.312	430	23	12	6,4	9,7	54.717	5.120
TRC	3.428	300	28	3	8,8	9,6	49.680	4.789
PHR	1.587	813	17	33	7,7	11,7	28.705	3.362
HRC	686	172	35	27	8,2	11,1	29.220	3.254
TNC	332	192	27	0	5,2	5,8	15.672	909
TB	1.869	381	26	15	7,2	9,5	35.598	3.486

Nguồn: VBCS tổng hợp

DPR có TTS cao thứ 2 (chỉ sau TRC) trong số các doanh nghiệp cao su tự nhiên niêm yết do có cơ cấu vườn cây trẻ và đang trong quá trình XDCB vườn cây tại Campuchia. Tỷ suất LN ròng của DPR thấp so với trung bình ngành (chỉ cao hơn PHR) do tỷ suất LN thanh lý vườn cây trên DT của các công ty khác cao hơn. Hệ số ROA và ROE của DPR lần lượt thấp và cao hơn so với trung bình ngành do DPR có TTS lớn và EPS cao nhất trong ngành. Hệ số Nợ vay/VCSH của DPR thấp hơn

trung bình ngành do công ty cơ bản đã hoàn thành trồng mới dự án ở Campuchia nên nhu cầu vay sẽ giảm dần.

**Năng suất vườn cây khai thác qua các năm (tấn/ha)**



Nguồn: VBCS tổng hợp

### PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá bán trung bình cao nhất ngành</li> <li>Cơ cấu vườn cây trẻ cho năng suất cao</li> <li>Được hỗ trợ về chuyên môn và hoạt động kinh doanh từ Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG)</li> <li>Tình hình tài chính lành mạnh</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Giá bán phụ thuộc hoàn toàn vào biến động giá cao su thế giới</li> <li>Thanh khoản trung bình của cổ phiếu khá thấp, chỉ khoảng 6.725 cổ phiếu/phiên</li> </ul>
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> <li>Diện tích vườn cây tại Campuchia đi vào khai thác sẽ giúp gia tăng DT và LN cho công ty</li> <li>Các quốc gia trồng cao su lớn trên thế giới đang cố gắng cắt giảm sản lượng nhằm hỗ trợ giá cao su</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diện tích trồng cao su tại Campuchia khoảng 6.300 ha nên sẽ cần một lượng lớn nhân công cạo mủ</li> <li>Rủi ro sâu bệnh hại, thời tiết xấu có thể làm chết cây hoặc làm năng suất giảm</li> <li>Nguồn cung cao su vẫn vượt nhu cầu do các diện tích mới đưa vào khai thác</li> </ul>

### HOẠT ĐỘNG KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2011-2014

#### Doanh thu

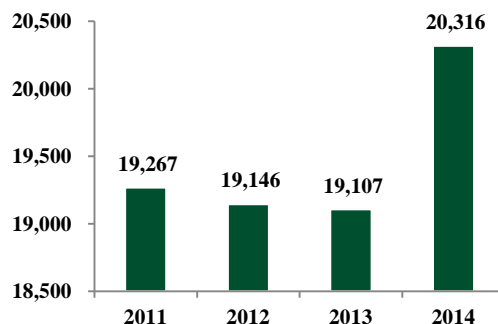
*Sự biến động doanh thu giai đoạn 2011-2014 tương quan chặt chẽ với biến động giá cao su thiên nhiên*

Trong bối cảnh dư thừa nguồn cung và lực cầu yếu của thị trường cao su thế giới nên giá cao su liên tục sụt giảm trong giai đoạn 2011-2014. Cụ thể, giá bán trung bình mủ cao su (RSS 3) đã giảm mạnh từ mức hơn 5.000 USD/tấn năm 2011 xuống dưới 1.500 USD/tấn trong 2014, tương đương mức giảm hơn 70%. DT của DPR cũng suy giảm liên tục (trung bình 20%/năm) từ 2011-2014 và giá bán trung bình trong giai đoạn này cũng giảm mạnh từ mức hơn 95 trđ/tấn xuống còn 46,2 trđ/tấn, tương đương mức giảm 51,3%.

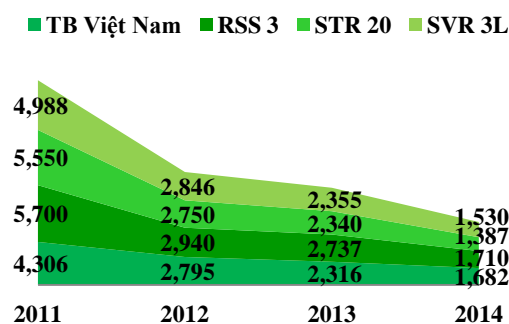
Cơ cấu DT của công ty khá tập trung trong giai đoạn này với hơn 70% đến từ **măng mủ cao su khai thác**, **măng cây cao su** chiếm khoảng 11%, **măng mủ cao su thu mua** chiếm khoảng 12%, **măng đậm cao su** có tỷ trọng tăng dần và chiếm 4% năm 2014, **hai mảng dịch vụ và khu công nghiệp** chiếm tỷ trọng không đáng kể. DT của công ty chủ yếu đến từ hoạt động kinh doanh chính là sản xuất, hoạt động tài chính (chủ yếu là lãi tiền gửi) chỉ chiếm 6-7% DT.

Trong năm 2014, DTT của DPR đạt 939 tỷ đồng (-14,2% yoy), sự suy giảm của DT chủ yếu do giá bán trung bình của công ty chỉ đạt 38,3 triệu đồng/tấn (-28% yoy) mặc dù sản lượng tiêu thụ đạt 20.316 tấn (+6,32% yoy). Trong đó, công ty đẩy mạnh mua và tiêu thụ mủ thu mua bên ngoài với sản lượng là 4.429 tấn (+59% yoy).

Sản lượng tiêu thụ của DPR (tấn)



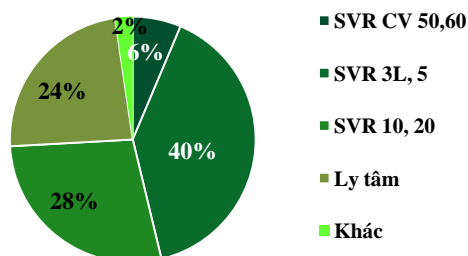
Giá cao su (USD/tấn)



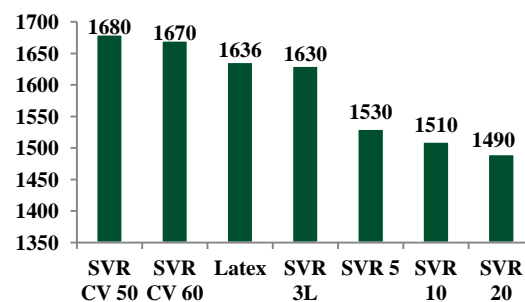
Nguồn: VBCS tổng hợp

Trong cơ cấu sản lượng theo sản phẩm mủ của DPR thì khoảng 40% là mủ SVR 3L/5, 28% là mủ SVR 10/20, 24% là cao su Latex ly tâm, 6% là mủ SVR CV 50/60 và 2% sản phẩm mủ khác. Tuy nhiên, công ty đang cố gắng từng bước chuyển đổi cơ cấu sản phẩm mủ theo đúng định hướng chung của VRG là giảm dần sản phẩm mủ SVR 3L và tăng dần các sản phẩm mủ có giá trị cao như SVR CV 50/60, SVR 10/20, RSS 3 đáp ứng được yêu cầu của thị trường. Hiện tại, SVR CV 50/60 có giá bán cao nhất, kế đến là Latex, RSS 3, SVR 3L, SVR 5 và cuối cùng là SVR 10/20.

Cơ cấu sản lượng theo sản phẩm của DPR



Giá bán sản phẩm cao su năm 2014 (USD/tấn)

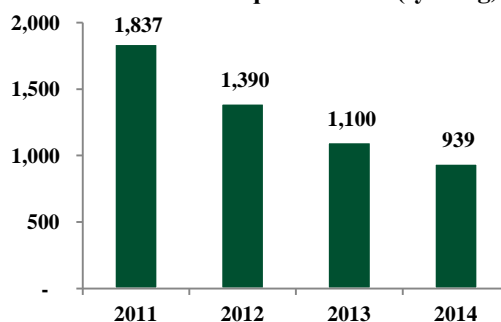


Nguồn: VBCS tổng hợp

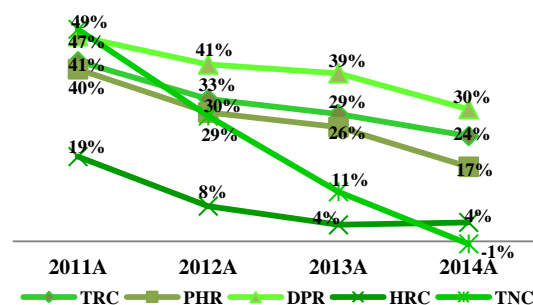
### Lợi nhuận gộp

Biên LN gộp có sự suy giảm nhưng vẫn cao hơn các công ty trong ngành

Doanh thu của DPR qua các năm (tỷ đồng)



Biên LN gộp của DPR và các công ty



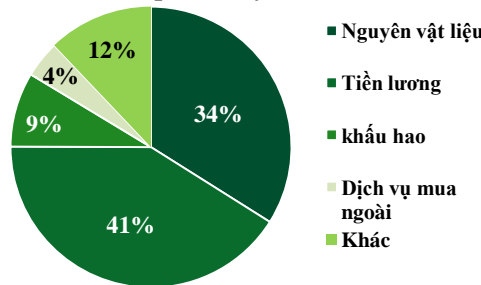
Nguồn: VBCS tổng hợp

**Biên LN gộp của DPR giảm từ 47% năm 2011 xuống còn 30% năm 2014 nhưng vẫn duy trì cao hơn các công ty trong cùng ngành. Trong cơ cấu LN gộp của công ty, mủ cao su khai thác có biên LN gộp giảm mạnh từ 52% xuống còn 26% và chiếm khoảng 70% giá trị tổng LN gộp. Mủ cao su thu mua và mủ đệm cao su có biên LN gộp ổn định lần lượt là 1% và 17% nhưng hai mủ chiếm giá trị không quá 2% trong tổng LN gộp. Mủ cây cao su có biên LN gộp lớn nhất với khoảng 85% và chiếm 35% trong tổng LN gộp của công ty. Mủ dịch vụ và khu công nghiệp đều có biên LN gộp khoảng 30% nhưng chiếm không đến 1% giá trị trong tổng LN gộp của công ty.**

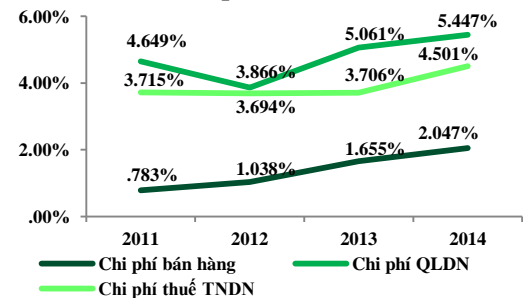
## Chi phí

Chi phí tiền lương chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí (khoảng 41%). DPR và các công ty trong ngành quản lý chi phí lương bằng cách khoán theo doanh thu

**Cơ cấu chi phí theo yếu tố năm 2014**



**Cơ cấu chi phí trên doanh thu**



Nguồn: DPR, VCBS tổng hợp

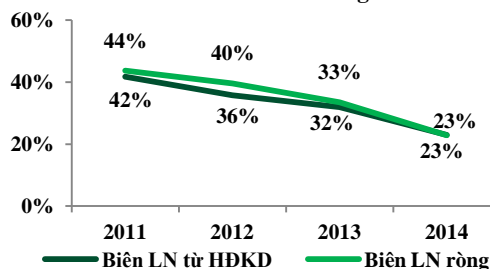
Trong cơ cấu chi phí theo yếu tố năm 2014 thì chi phí tiền lương chiếm tỷ lệ cao nhất với khoảng 41%, kế đến là chi phí nguyên vật liệu (chiếm 34%) và chi phí khấu hao (chiếm 9%). Do đặc thù là ngành thâm dụng lao động khi cần một lượng lớn nhân công cao su nên ngành cao su tự nhiên có chi phí tiền lương rất cao. Để quản lý tốt chi phí này thì các công ty trong ngành đã thực hiện khoán theo doanh thu, do đó khi giá mủ biến động thì chi phí tiền lương cũng sẽ biến động theo. Chi phí nguyên vật liệu chiếm 34% trong đó gồm chi phí mủ thu mua bên ngoài và chi phí phân bón (khoảng 5-10%). Chi phí khấu hao chiếm khoảng 9% do ngành cao su tiến hành khấu hao vườn cây theo năm với mức khấu hao tăng dần và chạm mức cao nhất vào năm thứ 11 (tỷ lệ 7%) rồi giảm dần sau đó. Do đó, chi phí khấu hao sẽ biến động chặt chẽ với sản lượng mủ tạo ra do bắt đầu từ năm thứ 6 - 7 cao su mới cho mủ và đạt đỉnh vào khoảng năm thứ 16.

Trong cơ cấu chi phí trên DT năm 2014 thì chi phí quản lý DN khá ổn định và chiếm tỷ lệ 5% chủ yếu là chi phí nhân công và chi phí khác bằng tiền. Chi phí thuế TNDN của DPR có xu hướng ổn định và chiếm tỷ lệ khoảng 4,5%, thấp hơn so với các công ty niêm yết cùng ngành do hoạt động thanh lý vườn cây của công ty được ghi nhận ở DTT nên chỉ chịu mức thuế suất là 15% so với việc ghi nhận ở LN khác (phải chịu thuế suất 22% như các công ty khác). Chi phí bán hàng cũng được DPR quản lý khá tốt khi chỉ chiếm khoảng 2% DT.

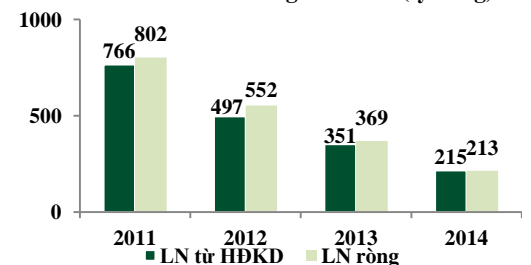
## Lợi nhuận

Biên LN từ hoạt động kinh doanh của DPR luôn duy trì cao hơn các công ty trong ngành trong giai đoạn 2011-2014 nhờ việc ghi nhận hoạt động bán cây cao su vào DTT.

**Biên LN từ HĐKD và LN ròng của DPR**



**LN từ HĐKD và LN ròng của DPR (tỷ đồng)**



Nguồn: DPR, VCBS tổng hợp

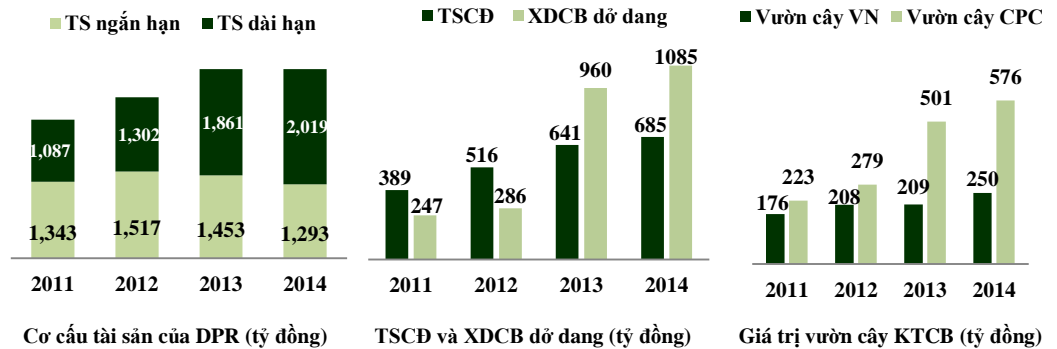


**Biên LN ròng của DPR giảm dần qua từng năm từ mức 44% năm 2011 xuống còn 23% năm 2014 chủ yếu do biên LN gộp giảm.** Các công ty cùng ngành với DPR có biên LN ròng luôn cao hơn biên LN hoạt động kinh doanh nhờ các khoản LN khác từ thanh lý vườn cây. Trong khi đó, DPR lại ghi nhận việc bán cây cao su vào DTT nên biên LN từ hoạt động kinh doanh của DPR không quá chênh lệch so với biên LN ròng và luôn duy trì cao hơn các công ty đối thủ.

## HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH GIAI ĐOẠN 2011-2014

### Tài sản

Tăng dần qua từng năm, chủ yếu là giá trị XDCB dở dang vườn cây cao su tại Campuchia



Nguồn: DPR, VBCS tổng hợp

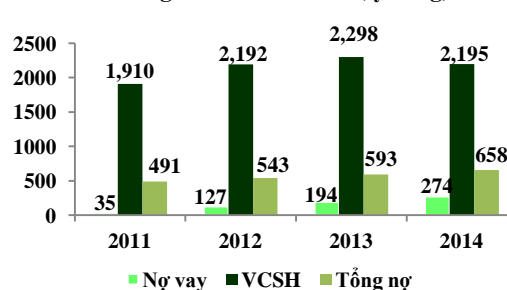
**Tổng tài sản, tài sản ngắn và dài hạn của DPR tăng trưởng với tốc độ CAGR lần lượt là 11%, -1% và 23% trong giai đoạn 2011-2014.** Năm 2014, cơ cấu tài sản của công ty chủ yếu tập trung ở tài sản dài hạn khi chiếm 61% và 39%. Trong cơ cấu tài sản dài hạn, chiếm tỷ trọng lớn nhất là TS cố định (21%) và chi phí xây dựng cơ bản dở dang (33%) khi công ty đang đưa vào khai thác các vườn cây mới trong nước và đầu tư vườn cây tại Campuchia. Đối với vườn cây tại Campuchia thì DPR đầu tư thông qua công ty con là Đồng Phú – Kratie (năm 54% VDL) đã hoàn thành trồng 6.300 ha vườn cây.

### Nguồn vốn

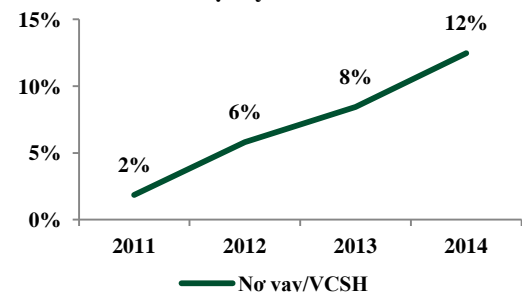
Nợ vay có xu hướng tăng trong giai đoạn 2011-2014, chủ yếu là vốn vay đầu tư cho vườn cây cao su tại Campuchia

Cơ cấu nguồn vốn của các công ty cao su tự nhiên niêm yết và DPR khá an toàn với nguồn vốn chủ sở hữu chiếm khoảng 70%. Tại thời điểm cuối 2014, hệ số Nợ vay/VCSH của DPR đang có xu hướng tăng dần và ở mức 0,12 lần cao hơn so với TRC là 0,03 lần nhưng thấp hơn nhiều so với các công ty khác. Bên cạnh đó, hệ số EBIT/lãi vay của DPR ở mức 48 lần và hệ số thanh toán hiện hành ở mức 3,9 lần. Mặc dù còn nhiều dư địa để tăng hệ số nợ vay nhưng hiện tại việc đầu tư vườn cây tại Campuchia cơ bản đã hoàn thành và chỉ còn chờ đầu tư nhà máy chế biến mủ của dự án vào năm 2017 theo chỉ đạo của VRG. **Chúng tôi lưu ý việc NHTW Campuchia yêu cầu các ngân hàng trong nước không cho vay vượt quá 8 triệu USD cho mỗi đơn vị. Đây được xem là vướng mắc khi các công ty cao su tại Việt Nam đi vào khai thác và đầu tư xây dựng nhà máy chế biến mủ tại quốc gia này.**

Cơ cấu nguồn vốn của DPR (tỷ đồng)



Nợ vay/VCSH



Nguồn: DPR, VBCS tổng hợp

Đến cuối năm 2014, DPR đã vay tổng cộng 13,88 triệu USD từ ngân hàng SHB Campuchia, như vậy giá trị của khoản vay đã vượt quá quy định trên của NHTW Campuchia. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Tập đoàn Cao su Việt Nam sẽ đứng ra giải quyết bằng cách cho DPR vay phần vượt hạn mức của NHTW Campuchia. Mặc dù DPR vay nợ bằng đồng USD nhưng rủi ro tỷ giá của công ty là không đáng kể do DT từ bán mủ cao su của công ty cũng được tính bằng USD nên sẽ hạn chế được rủi ro này.

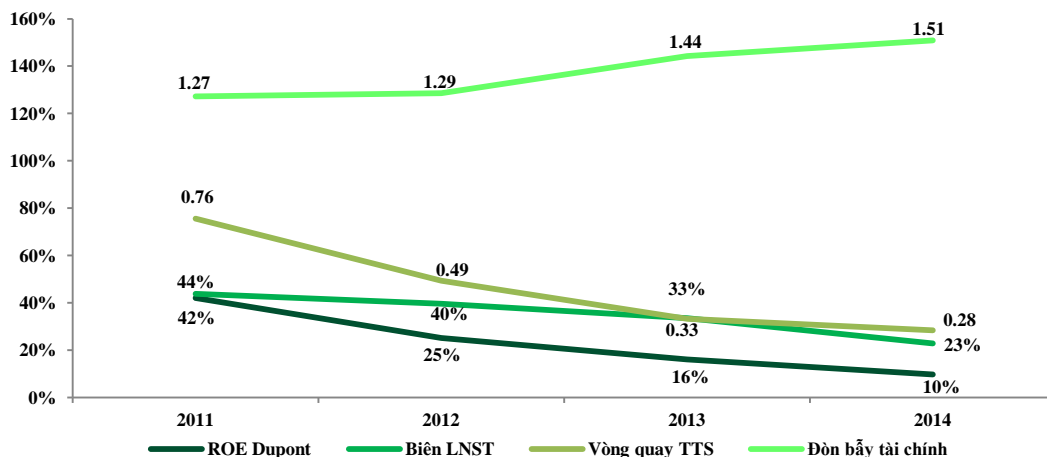
Giá trị khoản vay của DPR tại SHB – CN PhnômPenh cuối năm 2014 chiếm 72% tổng nợ dài hạn của công ty và chỉ có khoảng 7,2 tỷ đồng nợ dài hạn sẽ đáo hạn trong năm 2015 nên không có nhiều áp lực trả nợ trong ngắn hạn. Chi tiết các khoản vay tại SHB – CN PhnômPenh như sau:

STT	Giá trị (USD)	Lãi suất (%/năm)	Ngày đến hạn	Mục đích vay	Phải trả trong 2015 (tỷ đồng)
1	500.000	6	29/02/2024	Chăm sóc và trồng mới cây cao su	0
2	5.530.000	6	15/12/2025	Chăm sóc và trồng mới cây cao su	0
3	780.000	6	29/09/2026	Chăm sóc và trồng mới cây cao su	0

Nguồn: DPR, VCBS tổng hợp

### Hiệu quả HĐKD

ROE có xu hướng giảm trong giai đoạn 2011-2014 do khó khăn chung của ngành



Nguồn: DPR, VCBS tính toán

ROE của DPR giảm mạnh từ mức 42% năm 2011 xuống còn 10% năm 2014 do biên LNST và vòng quay tổng tài sản giảm bất chấp đòn bẩy tài chính tăng. Cụ thể, biên LNST của DPR giảm mạnh từ mức 44% năm 2011 xuống còn 23% năm 2014 do giá cao su liên tục sụt giảm đã làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của công ty. Ngoài ra, vòng quay tổng tài sản giảm từ 0,76 lần xuống còn 0,28 lần do phần lớn tài sản của công ty là vườn cây KTCB chưa tạo ra nhiều doanh thu cũng đã góp phần làm cho ROE của công ty suy giảm.

### Phân tích dòng tiền

Trong giai đoạn 2011-2014, Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh có xu hướng giảm nhưng luôn dương chủ yếu do doanh thu bán mủ suy giảm. Đặc trưng của ngành cao su Việt Nam chủ yếu là xuất khẩu hoặc bán cho một doanh nghiệp xuất khẩu khác và thu tiền ngay nên các khoản phải thu là không đáng kể và ít có phát sinh nợ khó đòi. Năm 2014, dòng tiền từ HĐKD giảm mạnh so với 2013 do trong năm DPR hợp nhất công ty con là Công ty cổ phần gỗ Đồng Phú (DPR sở hữu 52%



## Cổ tức

Cổ tức bằng tiền mặt cao nhưng có xu hướng giảm dần từ 2011

vốn) nên khoản mục tiền chi trả cho người cung cấp tăng lên. **Dòng tiền từ hoạt động đầu tư** liên tục âm trong giai đoạn này chủ yếu là tiền dùng để đầu tư dự án trồng cao su tại Campuchia và các khoản tiền gửi tại ngân hàng. **Dòng tiền từ hoạt động tài trợ** cũng liên tục âm trong giai đoạn 2011-2014 chủ yếu là dòng tiền chi trả cổ tức cho cổ đông.

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	KH 2015
Tỷ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá	50%	40%	35%	25% *	25%
Tỷ lệ chi trả cổ tức trên LNST	20,6%	40,5%	46,6%	79,2%	35%

\* Kế hoạch chia cổ tức bằng tiền cho năm 2014 là 30% và đã trả 25%

Nguồn: DPR

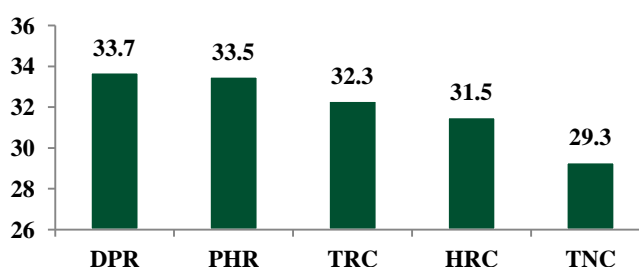
Các công ty cao su tự nhiên niêm yết luôn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho cổ đông qua các năm trong đó có DPR với mức chi trả năm 2014 là 25% (kế hoạch là 30%), PHR (20%), TRC (25%), TNC (5%) và HRC (25%). Năm 2015, DPR dự kiến chia cổ tức bằng tiền tỷ lệ 25% mệnh giá tương đương với 100,3 tỷ đồng. Số dư tiền và tương đương tiền cuối T6.2015 của DPR là hơn 754 tỷ đồng và hơn 132 tỷ đồng tiền gửi ngân hàng nên DPR hoàn toàn đủ khả năng chi trả khoản cổ tức trên.

## SẢN XUẤT KINH DOANH 6T.2015

Kết thúc 6T.2015, DPR đạt 250 tỷ đồng DTT (-23,7% yoy) và 102,8 tỷ đồng LNST (+37,9% yoy), biên LN gộp đạt 25,7% cao hơn mức 22,3% cùng kì năm 2014

Kết thúc 6T.2015, DPR đạt 250 tỷ đồng DTT (-23,7% yoy) và 102,8 tỷ đồng LNST (+37,9% yoy). DTT giảm so với cùng kì 2014 do sản lượng tiêu thụ đạt 5.394 tấn (-15,8% yoy) và giá bán bình quân đạt 33,7 triệu đồng/tấn (-22,7% yoy). Mặt khác, LNST lại tăng trưởng vượt bậc so với cùng kì 2014 chủ yếu do: (1) Biên LN gộp đạt 25,7% cao hơn cùng kì năm 2014 là 22,3% nhờ sản lượng mua thu mua (có biên LN gộp thấp) giảm 36,5% yoy; (2) LN từ bán đất nền Khu dân cư Cao su Đồng Phú đạt 4,6 tỷ đồng (cùng kì năm 2014 không phát sinh); (3) LN khác đạt 74,6 tỷ đồng (+214% yoy) nhờ công ty đẩy mạnh thanh lý vườn cây cao su (đạt hơn 51 tỷ đồng) và khoản thu bồi thường tổn thất tài sản hơn 17 tỷ đồng (cùng kì năm 2014 không phát sinh).

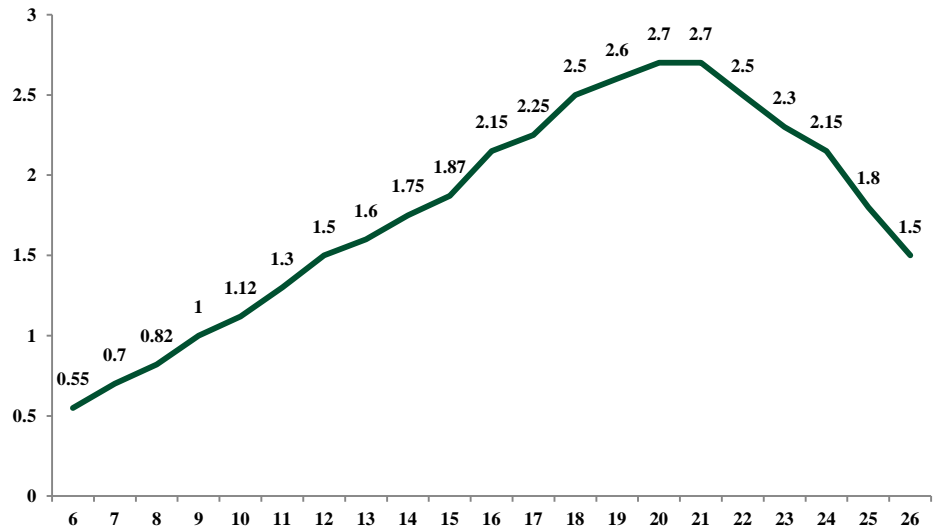
### Giá bán cao su bình quân 6T.2015 của các công ty niêm yết (trđ/tấn)



Nguồn: VCBS tổng hợp

Giá bán mủ cao su của DPR cao nhất so với các công ty niêm yết còn lại chủ yếu do DPR tập trung vào các sản phẩm có giá bán cao như Latex, SVR 3L (chiếm 72,5% trong cơ cấu sản phẩm). Ngoài ra, độ tuổi vườn cây của DPR khá trẻ chỉ khoảng 19 - 22 năm và thời điểm này cây cao su cho năng suất cao nhất (trong tổng vòng đời khoảng 24 - 26 năm). Minh chứng là việc DPR luôn duy trì mức năng suất hơn 2 tấn/ha trong vòng 5 năm qua. Mặt khác, DPR luôn đảm bảo việc thanh lý vườn cây già và đưa vào khai thác vườn cây mới một cách hợp lý nhằm gối đầu, đảm bảo cho năng suất ổn định.

**Năng suất theo vòng đời của cây cao su (tấn/ha)**



(Nguồn: VCBS tổng hợp)

**Điểm qua tình hình tài chính của DPR trong 6T.2015 như sau:** (1) TSCĐ giảm 13% so với đầu năm do công ty thực hiện thanh lý vườn cây hơn 21,5 tỷ đồng và các khoản giảm khác hơn 87 tỷ đồng; (2) Chi phí xây dựng cơ bản dở dang đạt 1.316 tỷ đồng (+9,1% so với đầu năm) do khoản tăng đầu tư vào vườn cây tại Campuchia (+30,2% so với đầu năm); (3) Đầu tư tài chính dài hạn giảm 46 tỷ đồng so với đầu năm chủ yếu là khoản thoái vốn hơn 43,4 tỷ đồng tại công ty TNHH Đầu tư hạ tầng VRG; (4) Vay nợ ngắn hạn giảm chỉ còn 6,1 tỷ đồng (tất cả là nợ dài hạn đến hạn trả) so với mức 67,7 tỷ đồng lúc đầu năm 2015; (5) Trong kì, công ty cũng đã thực hiện chia cổ tức đợt 2 năm 2014 với tỷ lệ 15% bằng tiền mặt cho cổ đông (dự kiến mức chia cổ tức cho năm 2015 từ 20 - 25%).

#### **Dự báo KQKD cả năm 2015**

Chúng tôi dự báo năm 2015, DPR đạt 793,2 tỷ đồng DTT (-15,5% yoy, hoàn thành vượt 25,9% KH 2015) dựa trên: (1) Sản lượng tiêu thụ đạt 20.721 tấn (+2% yoy, hoàn thành vượt 3,6% KH năm); (2) giá bán mủ trung bình được dự báo giảm 4% đạt 37,2 tỷ đồng do giá thế giới vẫn bị áp lực bởi nguồn cung dồi dào. Ngoài ra, chúng tôi dự báo LNST của DPR sẽ đạt 228,5 tỷ đồng (+6,8% yoy) nhờ lợi nhuận từ thanh lý vườn cây khoảng hơn 20 tỷ đồng cho 6 tháng cuối năm.

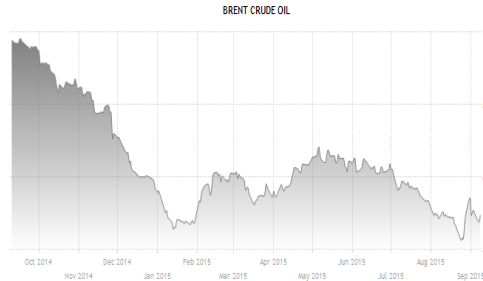
Chúng tôi lưu ý năm 2014 là năm cuối cùng DPR được xếp mảng cây cao su vào DTT do ưu đãi từ cổ phần hoá. **Từ 2015 trở đi DPR sẽ phải ghi nhận DT và chi phí từ bán cây cao su vào DT và chi phí khác giống như các công ty khác trong ngành và chịu mức thuế suất là 22% so với 15% của cách ghi nhận cũ.** Việc này sẽ tác động làm giảm biên LN gộp của DPR do hằng năm mảng cây cao su (có biên LN gộp khoảng 85%) đóng góp 35% vào tổng LN gộp của công ty, đồng thời chi phí thuế TNDN cũng sẽ tăng lên.

#### **TRIỂN VỌNG NGÀNH**

*Ngành Cao su tự nhiên trong năm 2015 vẫn còn nhiều thách thức mặc dù đã chạm đáy trong Q4.2014.*

Tổ chức Nghiên cứu Cao su Quốc tế (IRSG) dự báo dư thừa cao su toàn cầu có thể giảm 46% trong năm 2015. Tuy nhiên, sản lượng vẫn vượt nhu cầu 202.000 tấn, giảm so với 371.000 tấn năm 2014 và 650.000 tấn so với năm 2013. Bên cạnh đó, giá dầu mặc dù khó giảm sâu nhưng cũng chưa thể tăng mạnh nên giá mủ cao su được dự báo sẽ ổn định hoặc tăng giá nhẹ trong nửa cuối 2015. Kết

thức 6T.2015, ngành Cao su tự nhiên vẫn tiếp tục ghi nhận sự sụt giảm về DT và LN so với cùng kỳ do giá mủ bán vẫn còn ở mức thấp. Điểm lạc quan của ngành hiện tại là việc giá mủ cao su đã chạm đáy ngắn hạn trong Q4/2014.



**Giá dầu thế giới (USD/thùng)**



**Giá cao su SIR 20 (USD/tấn)**

(Nguồn: Trading economic, VRA)

*Hiện tượng El Nino có thể làm giảm sản lượng cung. Nhu cầu từ Ấn Độ sẽ hạn chế bớt đà giảm của giá.*

Theo thông tin từ hiệp hội các nước sản xuất cao su (IRCo) thì sản lượng cao su sản xuất giảm 35.000 tấn xuống còn 5.041 triệu tấn trong 6T.2015 so với mức 5.076 triệu tấn trong 6T.2014. Ngoài ra, giá bán thấp khiến nông dân không mặn mà cạo mủ cao su cùng với nắng nóng và khô hạn kéo dài do hiện tượng El Nino ở Đông Nam Á cũng là lý do khiến sản lượng giảm. Ngoài ra, sản lượng sản xuất cao su của Ấn Độ được dự báo có thể sẽ giảm khoảng 12% -15% (thấp nhất 20 năm qua) và nhu cầu dự báo tăng 4% nên Ấn Độ nhiều khả năng sẽ phải tăng nhập khẩu cao su khi nước này là quốc gia nhập khẩu cao su đứng thứ 2 thế giới và sản xuất cao su xếp thứ 5 thế giới. Ngoài ra, do nhu cầu ngành ô tô và sầm lốp xe tại Trung Quốc tăng nên việc tiêu thụ cao su tự nhiên sẽ tiếp tục tăng và dự kiến đạt 6,8 triệu tấn vào năm 2018 sau khi đã tăng 13,1% (4,8 triệu tấn) trong năm 2014.

Trung Quốc vừa tuyên bố phá giá đồng Nhân dân tệ 4.55% đã khiến giá hàng hoá toàn cầu bị ảnh hưởng trong đó có cao su. Tuy nhiên, về dài hạn chúng tôi cho rằng ngành cao su sẽ được hưởng lợi do Trung Quốc là quốc gia nhập khẩu cao su số 1 thế giới và việc giảm giá Nhân dân tệ nhằm thúc đẩy xuất khẩu của nước này sẽ giúp làm gia tăng nhu cầu cao su tự nhiên.

### **TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

*Phụ thuộc hoàn toàn vào giá cao su thế giới. KQKD được dự báo không có nhiều đột biến nhưng sẽ dần ổn định*

**Triển vọng của DPR phụ thuộc hoàn toàn vào biến động của giá cao su thế giới.** Do giá cao su về cơ bản đã chạm đáy trong Q4.2014 nên chúng tôi cho rằng thời kỳ khó khăn nhất của ngành cao su Việt Nam nói chung và DPR nói riêng đã qua. Trong thời gian tới kết quả kinh doanh của DPR không có nhiều đột biến nhưng sẽ dần ổn định. Dự báo, giá bán cao su sẽ ổn định trong nửa cuối năm 2015 và tương đương mức giá trung bình 6 tháng đầu năm.

**Ngoài ra, trong dài hạn thì dự án trồng cao su tại Campuchia hơn 6.300 ha sẽ là động lực tăng trưởng chính cho DPR từ 2018 trở đi.** Theo ước tính, sẽ có khoảng hơn 3.000 ha đi vào khai thác từ năm 2018 sẽ đóng góp khoảng 200-300 tỷ đồng DT. Với dự án này thì DPR được chấp thuận chủ trương xây dựng nhà máy sản xuất sản phẩm mủ từ SVR 10,20 có nhu cầu cao. Định hướng dài hạn của Tập đoàn cao su Việt Nam là các doanh nghiệp sầm lốp trong nước có thể dùng nguồn cao su thiên nhiên nội địa để sản xuất.

### ĐỊNH GIÁ DOANH NGHIỆP

**Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do (FCFF).**

*Kết quả định giá của DPR theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là 43.558 đồng/cổ phiếu*

#### Giả định mô hình:

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Giá thế giới (USD/tấn) của EIU</b>	<b>3.878</b>	<b>5.168</b>	<b>3.725</b>	<b>3.110</b>	<b>2.213</b>	<b>2.312</b>	<b>2.562</b>	<b>2.630</b>	<b>2.750</b>	<b>2.800</b>
% tăng trưởng		33%	-28%	-17%	-29%	4%	11%	3%	5%	2%
<b>Giá bán TB mở khai thác của DPR (triệu đồng/tấn)</b>	<b>56,78</b>	<b>85,99</b>	<b>62,81</b>	<b>50,59</b>	<b>38,81</b>	<b>37,26</b>	<b>38,75</b>	<b>43,01</b>	<b>44,3</b>	<b>46,52</b>
% tăng trưởng		51%	-27%	-19%	-23%	-4%	4%	11%	3%	5%

(Nguồn: DPR, EIU Economic and Commodity Forecast, T7.2015)

**Giá bán và sản lượng mở khai thác:** theo dự báo của tổ chức EIU thì giá cao su sẽ hồi phục nhẹ từ năm 2015 với mức tăng khoảng 4% trong năm 2015 nhờ sức cầu từ các nước sản xuất ô tô, nhu cầu nhập khẩu của Ấn Độ. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng giả định giá bán mở khai thác trung bình của DPR sẽ giảm 4% trong năm 2014 và sẽ tăng trở lại 4% trong năm 2016 như dự báo của EIU. Ngoài ra, chúng tôi giả định diện tích khai thác sẽ giảm 0,01%/năm do diện tích thanh lý vườn cây cao hơn so với diện tích vườn cây mới đi vào khai thác và năng suất vẫn duy trì ở mức 2,2 tấn/ha đến 2019.

**Sản lượng mở thu mua:** chúng tôi giả định mức sản lượng mở thu mua năm 2015 sẽ bằng năm 2014 và được giữ không đổi đến 2019 do mảng mở thu mua có biên LN gộp thấp nên không được đẩy mạnh. Theo công ty chia sẻ, hầu hết sản lượng mở thu mua được dùng để sản xuất mở SVR 10 và SVR 20 có chất lượng và giá bán thấp nhằm đáp ứng nhu cầu cho khách hàng, còn lượng mở khai thác sẽ được dùng để sản xuất các loại mở khác có giá trị cao hơn.

**Dự án vườn cây cao su tại Campuchia:** chúng tôi không đưa dự án tại Campuchia vào mô hình định giá với lý do giá mở giảm nên công ty sẽ không đưa dự án này vào hoạt động đúng với kế hoạch ban đầu (năm 2018). Ngoài ra, trong thời gian đầu vườn cây sẽ không cho năng suất cao nên hiệu quả của dự án là chưa rõ ràng.

**Capex:** do vườn cây tại Campuchia đã cơ bản hoàn thành nên nhu cầu vốn đầu tư cho dự án sẽ không cao như giai đoạn trước mà công ty sẽ tập trung chăm sóc vườn cây hiện tại. Dự kiến Capex dành cho xây dựng cơ bản mỗi năm khoảng từ 30-50 tỷ đồng. Theo chủ trương của Tập đoàn Cao su Việt Nam, năm 2017 sẽ xây dựng nhà máy chế biến mở tại công ty Đồng Nai Kratie phục vụ cho cả Đồng Nai Kratie và Đồng Phú Kratie. **Như vậy, DPR sẽ tạm thời dùng nhà máy tại đây để chế biến mở chứ chưa đầu tư xây mới nhà máy.**

**Diện tích và LN từ thanh lý vườn cây:** theo công ty chia sẻ thì DPR có kế hoạch thanh lý từ 300-400 ha/năm, giá bán dự kiến dao động khoảng 200 triệu đồng/ha. Do đó, chúng tôi giả định DPR sẽ ghi nhận mỗi năm khoảng 92 tỷ đồng LN từ thanh lý vườn cây.

### Xác định tỷ lệ chiết khấu

Lợi suất Trái phiếu CP kì hạn 10 năm (Rf)	7,35%
Beta sau điều chỉnh	0,55
Phần bù rủi ro thị trường (A. Damodaran)	12,56%
Chi phí vốn cổ phần (kce)	14,26%
Chi phí nợ (kd)	1,79%
D/E (Nợ vay/VCSH)	11,1%
Thuế suất	20%
Tăng trưởng dài hạn	2%
<b>WACC</b>	<b>12,84%</b>

### Xác định giá trị cổ phiếu DPR

Thời gian dự phóng	5 năm
Tổng hiện giá dòng tiền (Tỷ đồng)	596
Giá trị dòng tiền cuối (Tỷ đồng)	972
Tiền và các khoản tương đương tiền (Tỷ đồng)	914
Giá trị vốn cổ phần (Tỷ đồng)	1.748
Số cổ phiếu lưu hành (cổ phiếu)	40.124.790
<b>Giá mục tiêu 2015 (VND)</b>	<b>43.558</b>

### Kết quả định giá

Giá trị hợp lý một cổ phiếu DPR là 43.558 đồng/cổ phiếu

Phương pháp định giá	FCFF
Giá trị cổ phiếu DPR	43.558 đồng/cổ phiếu
TSLN kỳ vọng (so với giá ngày 28/9/2015)	36,1%

Giá trị hợp lý của cổ phiếu DPR theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do là 43.558 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu DPR cho mục đích đầu tư dài hạn từ 2 năm

trở lên.

### Quan điểm đầu tư

*Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** cổ phiếu DPR cho mục đích đầu tư tăng trưởng dài hạn*

Chúng tôi đánh giá DPR là doanh nghiệp cao tự nhiên có cơ bản tốt nhờ: (1) Cơ cấu vườn cây trẻ có năng suất cao; (2) Cơ cấu sản phẩm tập trung vào các mặt hàng có giá bán cao và ít phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc; (3) Diện tích vườn cây cao su tại Campuchia khi đi vào hoạt động sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận; (4) Dòng tiền từ HĐKD khá tốt và ổn định sẽ giúp công ty đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ và thực hiện trả cổ tức cho cổ đông; (5) Công ty con Cao su kỹ thuật Đồng Phú sử dụng sản phẩm Latex của công ty góp phần nâng giá trị gia tăng cho sản phẩm mủ của DPR. Theo các phương pháp định giá thì giá trị hợp lý cho một cổ phiếu DPR là 43.558 đồng/cổ phiếu, tỷ suất sinh lợi kỳ vọng là 36,1%, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DPR cho mục đích đầu tư tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, cần lưu ý nhà đầu tư rằng thanh khoản của DPR khá thấp chỉ khoảng 6.725 cổ phiếu/phiên được giao dịch.



### PHỤ LỤC

#### Dự phóng KQKD 2015 -2019

(Tỷ VND)	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Doanh thu</b>	<b>1.100</b>	<b>938</b>	<b>793</b>	<b>823</b>	<b>909</b>	<b>935</b>	<b>979</b>
GVHB	675	653	578	599	658	675	705
<b>LN gộp</b>	<b>425</b>	<b>285</b>	<b>215</b>	<b>224</b>	<b>251</b>	<b>260</b>	<b>274</b>
Chi phí bán hàng	(18)	(19)	(16)	(16)	(18)	(19)	(20)
Chi phí quản lý	(55)	(51)	(43)	(44)	(49)	(50)	(53)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>351</b>	<b>215</b>	<b>154</b>	<b>162</b>	<b>183</b>	<b>189</b>	<b>200</b>
Lãi (lỗ) từ HĐ tài chính	62	39	33	34	38	39	41
Lãi (lỗ) từ HĐ khác	6	5	92	92	92	92	92
<b>EBIT</b>	<b>420</b>	<b>260</b>	<b>280</b>	<b>288</b>	<b>313</b>	<b>320</b>	<b>333</b>
Chi phí lãi vay	(12)	(4,4)	(4,9)	(5,8)	(6,2)	(6,6)	(7)
LN từ công ty liên doanh, liên kết	0,5	-	-	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>408</b>	<b>256</b>	<b>275</b>	<b>283</b>	<b>307</b>	<b>314</b>	<b>326</b>
Thuế TNDN	(37)	(39,8)	(46,8)	(48,1)	(61,4)	(62,8)	(65)
Thuế hoãn lại	(3,2)	(2,3)	-	-	-	-	-
<b>LNST</b>	<b>367</b>	<b>214</b>	<b>228</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>251</b>	<b>261</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	1	(0,4)	-	-	-	-	-
<b>LNST công ty mẹ</b>	<b>368</b>	<b>213</b>	<b>228</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>251</b>	<b>261</b>

#### Dự phóng bảng CĐKT 2015 -2019

(Tỷ VND)	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền và tương đương tiền	762	638	718	711	706	698	687
Đầu tư ngắn hạn	262	275	275	275	275	275	275
Các khoản phải thu ngắn hạn	15	21	19	20	22	23	24
Hàng tồn kho	249	261	212	220	242	248	259
Tài sản ngắn hạn khác	163	95	95	95	95	95	95
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.453</b>	<b>1.293</b>	<b>1.322</b>	<b>1.324</b>	<b>1.342</b>	<b>1.342</b>	<b>1.343</b>
Giá trị TSCĐ thuần	1.010	1.110	1.252	1400	1.563	1.731	1.907
Hao mòn lũy kế	(369)	(423)	(368)	(307)	(238)	(163)	(80)
Giá trị TSCĐ ròng	641	687	884	1.093	1.324	1.568	1.827
Đầu tư dài hạn	230	225	225	225	225	225	225
Tài sản dài hạn khác	989	1.106	1.106	1.106	1.106	1.106	1.106
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.861</b>	<b>2.018</b>	<b>2.215</b>	<b>2.424</b>	<b>2.656</b>	<b>2.899</b>	<b>3.158</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.314</b>	<b>3.312</b>	<b>3.538</b>	<b>3.749</b>	<b>3.998</b>	<b>4.242</b>	<b>4.502</b>
Các khoản phải trả ngắn hạn	70	85	95	98	108	111	116
Vay ngắn hạn	138	67	67	72	76	81	86
Nợ ngắn hạn khác	176	111	126	131	145	149	156
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>385</b>	<b>264</b>	<b>289</b>	<b>302</b>	<b>330</b>	<b>342</b>	<b>359</b>
Vay dài hạn	55	205	231	247	262	279	296
Nợ dài hạn khác	151	187	187	187	187	187	187
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>206</b>	<b>393</b>	<b>419</b>	<b>434</b>	<b>449</b>	<b>467</b>	<b>484</b>
<b>Tổng nợ</b>	<b>592</b>	<b>658</b>	<b>708</b>	<b>737</b>	<b>780</b>	<b>809</b>	<b>843</b>
Vốn cổ phần ưu đãi	-	-	-	-	-	-	-

Thặng dư vốn cổ phần	147	147	147	147	147	147	147
Vốn góp	430	430	430	430	430	430	430
Cổ phiếu quỹ	(40)	(126)	(126)	(126)	(126)	(126)	(126)
LNST chưa phân phối	1.761	1.745	1.920	2.102	2.309	2.523	2.749
Lợi ích cổ đông thiểu số	423	458	458	458	458	458	458
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.298</b>	<b>2.195</b>	<b>2.829</b>	<b>3.011</b>	<b>3.218</b>	<b>3.432</b>	<b>3.658</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.314</b>	<b>3.312</b>	<b>3.538</b>	<b>3.749</b>	<b>3.998</b>	<b>4.242</b>	<b>4.502</b>

### Dự phóng bảng lưu chuyển tiền tệ 2015 -2019

(Tỷ VND)	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tiền đầu kỳ	638	718	711	706	698
LNTT	275	283	307	314	326
Khấu hao	(54)	(61)	(68)	(75)	(83)
Điều chỉnh các khoản không bằng tiền khác	15	4,7	13,8	4	7,1
Thay đổi vốn lưu động	59	(4,8)	(14,1)	(4,2)	(7,2)
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐKD</b>	<b>296</b>	<b>221</b>	<b>238</b>	<b>238</b>	<b>243</b>
Thanh lý TSCĐ	-	-	-	-	-
Capex	(142)	(147)	(163)	(167)	(175)
Thay đổi các khoản đầu tư	-	-	-	-	-
Các HĐ đầu tư khác	-	-	-	-	-
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>(142,3)</b>	<b>(147,6)</b>	<b>(163,1)</b>	<b>(167,7)</b>	<b>(175,7)</b>
Chi trả cổ tức	(100,3)	(100,3)	(100,3)	(100,3)	(100,3)
Mua lại cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	53,3	(26,5)	(24,8)	(29,8)	(32,9)
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-	4,6	(4,3)	5,1	4,9
Hoạt động tài chính khác	25,9	15,8	14,7	17,4	17
<b>Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính</b>	<b>(74,3)</b>	<b>(79,8)</b>	<b>(81)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Tăng (giảm) tiền trong kỳ</b>	<b>(79,3)</b>	<b>(6,1)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>(7,3)</b>	<b>(10,9)</b>
Ảnh hưởng thay đổi tỷ giá	-	-	-	-	-
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>718</b>	<b>711</b>	<b>706</b>	<b>698</b>	<b>687</b>

## CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367516/17/18/19/20; 39368601/02; 39365094/95; 39367516; 39366990 - Số máy lẻ: 213/218
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812