



CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

Ngành: Cao su tự nhiên

Mã chứng khoán: DPR

Sàn: HOSE

GIÁ MỤC TIÊU: 68.700

Chuyên viên phân tích: Đặng Thị Mỹ Lệ

Email: le.dtm@mhbs.vn Tel: 08.4.456.6789 Ext: 322

Vốn điều lệ (tỷ đồng)	430
SLCP đang lưu hành hiện tại (cp)	43.000.000
GTVH thị trường (tỷ đồng)	2.859,5
KLCPLHBQ 10 ngày (cp)	24.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	46.500
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	70.000
EPS trailing (đồng)	8.064
BV 30/9/2010 (đồng)	26.098
P/E (lần)	8,25
P/B (lần)	2,6

Thời điểm: Ngày 11/01/2011

Biểu đồ giá đã được điều chỉnh: (11/01/2010 – 11/01/2011)



Chỉ tiêu tài chính cơ bản			
Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010E
Tổng Tài sản	1.045	1.246	1.483
Nợ phải trả	396	400	329
Vốn chủ sở hữu	646	829	1.132
Doanh thu thuần	729	648	1.053
Lợi nhuận gộp	252	234	418
Lợi nhuận gộp/Doanh thu	35%	36%	40%
Lợi nhuận sau thuế	234	211	345
Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu	32%	33%	33%
ROA	21%	18%	25%
ROE	37%	29%	34%
EPS (đồng/cp)	5.851	5.269	8.015
Tăng trưởng EPS		-10%	52%

Kết quả định giá

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị đóng góp
P/E	68.127	50%	34.064
P/B	69.398	50%	34.699
Giá trị hợp lý			68.763

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- DPR hiện đạt năng suất cao nhất trong tập đoàn Cao su Việt Nam. Năm 2009 năng suất đạt 2,25 tấn/ha đứng vị trí số 1 trong Tập đoàn Cao su Việt Nam và ước tính năng suất khai thác vào năm 2010 đạt 2,21 tấn/ha. Hiện công ty có cơ cấu vườn cây trẻ (từ 11-15 tuổi), chiếm khoảng 32%.
- DPR duy trì được sản lượng khai thác ổn định trong 05 năm tới, nhờ vào hoạt động đầu tư liên tục vào trồng mới, và tái canh.
- DPR có biên lợi nhuận gộp luôn giữ vững vị trí cao nhất qua 02 năm gần đây, so với các doanh nghiệp niêm yết cùng ngành. 09 tháng đầu năm 2010 biên lợi nhuận gộp đạt 41%, cao hơn cùng kỳ năm 2009 là 9%.
- Công ty có cấu trúc vốn an toàn, năng lực tài chính mạnh. Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản luôn giảm dần qua các năm và hiện tại ngày 30/09/2010 là 22%. Khả năng thanh toán cải thiện dần và đang ở mức trên 1.
- DPR đã đầu tư mở rộng diện tích trồng cao su khoảng 8.000 ha tại Đắk Nông và biên giới Campuchia, hiện tỷ lệ thực hiện hoàn tất là 50%. Thời điểm dự kiến thu hoạch của dự án là 2014 – khi đó sẽ tạo đột biến về doanh thu cho DPR.
- Giá cao su hiện đang tăng lập đỉnh cao nhất trong lịch sử và có thể tăng tiếp trong năm 2011. Hiện ngành ô tô đang tăng trưởng mạnh trở lại theo tốc độ hồi phục dần của nền kinh tế thế giới. Do vậy, nhu cầu cao su tự nhiên cho ngành sầm lốc tăng cao. Nhưng hiện nay, nguồn cung cao su tại Châu Á bị sụt giảm mạnh do ảnh hưởng của bão La Nina và cần thời gian dài để tái canh.

RỦI RO

- Kinh tế thế giới chưa có dấu hiệu hồi phục rõ rệt. Hệ quả là xu hướng tăng giá của cao su tự nhiên và dầu thô trên thế giới không ổn định và rất dễ nhạy cảm giảm với các thông tin xấu của kinh tế vĩ mô thế giới.
- Rủi ro lệ thuộc vào nhà tiêu thụ mủ cao su tự nhiên hàng đầu Thế giới – Trung Quốc (chiếm 1/3 lượng tiêu thụ cao su tự nhiên toàn cầu). Xuất khẩu mủ cao su tự nhiên của Việt nam vào thị trường Trung Quốc 11T/2010 chiếm 62% tổng lượng mủ cao su tự nhiên xuất khẩu, trong đó 80% lượng cao su Việt Nam xuất khẩu vào nước này theo đường mậu biên.
- Các điều kiện thời tiết thời tiết gần đây có nhiều bất lợi: hạn hán, bão lụt, và kèm theo dịch bệnh... Do vậy, rủi ro sản lượng và chất lượng cao su thu hoạch không như kỳ vọng. Bên cạnh đó, do đặc thù ngành là công nghệ khai thác thủ công, nên kết quả thu hoạch mủ cao su còn lệ thuộc nhiều vào tay nghề của công nhân trong kỹ thuật chăm sóc và cạo mủ.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Theo nhận định của MHBS, mã cổ phiếu DPR các nhà đầu tư nên xem xét MUA cho mục tiêu trung hạn (1-2 năm). Và đối với các nhà đầu tư ngắn hạn thì nên xem xét các ngưỡng giá mua/bán: Mua quanh vùng giá 60.000 – 61.000 đồng/cp; Bán vùng giá 68.000 - 69.000 đồng/cp. So với giá đóng cửa ngày 11/01/2011, thì mức giá chúng tôi tính toán đưa ra là 68.700 đồng/cp, cao hơn khoảng 3%.

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ

Địa chỉ: Xã Thuận Phú – Đồng Phú – Bình Phước

Tel: 0651- 3819786 Fax: 0651- 3819620

Website: <http://doruco.com.vn>



Sản phẩm cao su

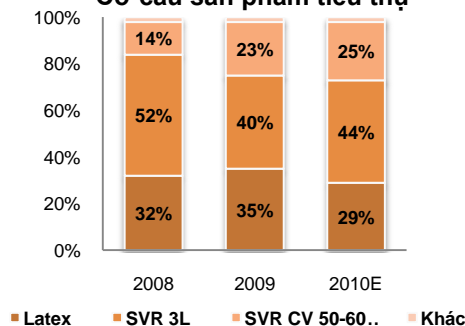


SVR 20

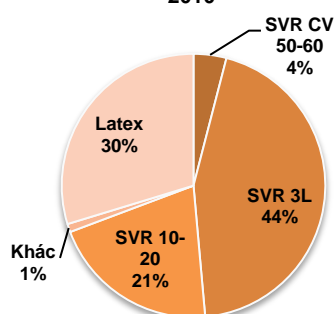


SVR 3L

Cơ cấu sản phẩm tiêu thụ



Cơ cấu doanh thu ước tính năm 2010



Nguồn: DPR và MHBS

Tóm Tắt quá trình hình thành và phát triển

- Tiền thân là đồn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin – Pháp, được (tái) thành lập dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước vào ngày 21 tháng 05 năm 1981, với vốn điều lệ 48 tỷ đồng.
- Công ty được cổ phần hóa vào ngày 28/12/2006 và trực thuộc Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam với vốn điều lệ được tăng lên 400 tỷ đồng.
- Ngày 30/11/2007 cổ phiếu Công ty cổ phần cao su Đồng Phú chính thức niêm yết giao dịch tại Sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (mã chứng khoán DPR), với số lượng cổ phiếu niêm yết 40 triệu. Quy mô vốn hóa thị trường được xếp vào nhóm "Midcap".
- 30/6/2010 vốn điều lệ của công ty Đồng Phú (DPR) tăng lên 430 tỷ đồng, hiện tại tổng diện tích vườn cây cao su là 10.038 ha.

Hoạt động kinh doanh chính:

Hoạt động kinh doanh chính của công ty là: trồng, khai thác và chế biến xuất khẩu mủ cao su thiên nhiên dạng khối và lỏng ly tâm. Hoạt động kinh doanh chính thường chiếm trên 90% tổng doanh thu qua các năm. Phần còn lại là thu nhập từ thanh lý cây cao su.

Sản phẩm cao su

- Mủ cao su khối chủ yếu là SVR CV60, SVR3L, SVRCV 50, SVR 10, SVR 20 thường được dùng trong công nghiệp sản xuất lốp ô tô.
Sản phẩm SVR 3L chiếm phần lớn trong cơ cấu tiêu thụ khoảng 40 – 52% và chủ yếu dùng để xuất khẩu sang các thị trường Đông Bắc Á.
- Mủ cao su ly tâm (Latex): dạng mủ nước (hàm lượng cao su khoảng 60%), dùng để chế biến các sản phẩm cao su dạng nhúng, chủ yếu là sản phẩm chăm sóc sức khỏe. Sản phẩm này có kỹ thuật sản xuất cao và biên lợi nhuận lớn hơn mủ cao su khối. Sản phẩm Latex có biến động theo hướng tăng nhẹ trong 2 năm gần đây, nhưng trong năm 2010 trước tình hình nhu cầu thị trường về mủ cao su khối dùng sản xuất xăm lốp tăng cao và yêu cầu đầu tư bồn chứa và kỹ thuật tạo mủ Latex phức tạp, tốn nhiều thời gian, công ty đã giảm nhẹ tỷ trọng sản phẩm mủ Latex khoảng 6% so với cùng kỳ. Sản phẩm này chủ yếu tiêu thụ ở các nước như Hàn Quốc, Singapore, Bỉ, Hà Lan, Anh.
- Dự kiến năm 2011, khi vườn cây cao su tại Nông trường Tân Hưng (1.300ha) bắt đầu đưa vào khai thác công ty sẽ xây dựng thêm 01 nhà máy chế biến loại sản phẩm cao su mủ tờ (RSS), loại cao su này thuộc nhóm cao su mủ khối. Mủ tờ có tính sạch sẽ, màu sắc, có tính kháng đứt, kháng mòn cao rất thích hợp cho các sản phẩm xăm lốp

Định hướng và chiến lược phát triển giai đoạn 2010 – 2015

- Công ty định hướng mở rộng vườn cao su tại những nơi có thổ nhưỡng phù hợp cho cây phát triển tốt và có chính sách Nhà nước khuyến khích trồng cao su :
 - Dự án Đồng Phú - Kratie tại Campuchia
 - Dự án Đồng Phú – Đắk Nông
- Bên cạnh đó, công ty tăng cường nghiên cứu đầu tư phát triển chiều sâu nhằm đảm bảo sự phát triển ổn định và bền vững:
 - Đẩy mạnh thâm canh tăng năng suất vườn cây trên diện tích hiện có, xây dựng kế hoạch thanh lý, tái canh hợp lý để có cơ cấu vườn cây trẻ năng suất cao.
 - Thành lập Công ty kỹ thuật cao su Đồng Phú chế biến nệm, gối từ mủ latex

của DPR.

- Ngoài ra, DPR tham gia góp vốn đầu tư vào các lĩnh vực kinh doanh khác ngoài ngành:
 - Đầu tư vào bất động sản với dự án khu công nghiệp Bắc Đồng Phú
 - Đầu tư tài chính dài hạn khác như: góp vốn vào các dự án đầu tư BOT đường giao thông, mua cổ phiếu của Quỹ đầu tư tăng trưởng Việt Long, góp vốn vào Công ty cổ phần Gỗ Thuận An...

Ưu đãi, miễn giảm thuế:

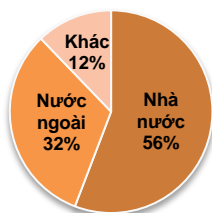
Hoạt động trồng, khai thác và chế biến mùn cao su của công ty mẹ từ năm 2010 - 2013 chịu thuế TNDN là 7,5%, năm 2014 - 2017 thuế TNDN là 15%. Đây là lợi thế không nhỏ của DPR so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Cơ cấu cổ đông

Cổ đông nhà nước là Tập Đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam (VRG) chiếm 55,81%, đại diện nắm giữ là Nguyễn Thanh Hải (Chủ tịch Hội Đồng Quản Trị) và Nguyễn Tiến Đức (Ủy viên). Thành viên Hội đồng quản trị và Ban giám đốc điều hành nắm giữ 33.200 cổ phần chiếm tỷ lệ 0,08% vốn điều lệ. Trong cơ cấu cổ đông của DPR, với quyền chi phối điều hành thuộc VRG, do đó bị ảnh hưởng bởi cơ chế quản lý theo mô hình của doanh nghiệp nhà nước.

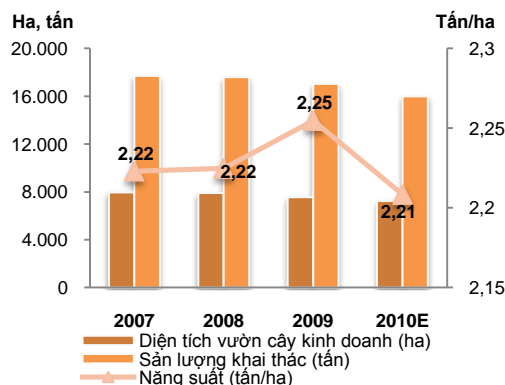
Cổ đông nước ngoài sở hữu với tỷ lệ 32% so với "room" 49% dành cho cổ đông nước ngoài. Tỷ lệ sở hữu này khá cao so với các công ty niêm yết trong ngành, chỉ thấp hơn 1% tỷ lệ sở hữu nước ngoài đối với cổ phiếu TRC (33%). Điều này cho thấy cổ phiếu DPR có sức hấp dẫn so với các công ty niêm yết hoạt động cùng ngành.

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: MHBS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT – KINH DOANH



Nguồn: DPR

Chu kỳ sinh trưởng của cây cao su trung bình khoảng 27 năm, tùy theo giống cây, đất canh tác và thời gian kiến thiết xây dựng vườn cây cơ bản. Thời gian kiến thiết xây dựng vườn cây cơ bản mất khoảng từ 6 – 8 năm và thời gian khai thác mùn cao su là 20 năm. Sau thời gian khai thác (>21 tuổi) đưa vào diện tích thanh lý gỗ.

Năng lực sản xuất

Công nghệ khai thác thủ công, không tự động hóa, hỗ trợ máy móc gì nhiều chủ yếu phụ thuộc vào tay nghề và kinh nghiệm của nhân công. Do vậy, thế mạnh ưu thế thuộc về: (1) độ tuổi cây đang khai thác mùn, (2) tay nghề của cá nhân về kỹ thuật chăm sóc, khai thác và chế biến mùn cao su.

• Cơ cấu độ tuổi vườn cây năm 2010

Nhóm tuổi cạo (năm)	Diện tích (ha)	Tỷ trọng (%)	Năng suất (tấn/ha)	Sản lượng (tấn)
1 – 10	2.004,9	27,67	1,99	3.981
11 - 15	2.310,6	31,89	2,49	5.760
16 - 21	2.929,8	40,44	2,15	6.286
Cộng	7.245,3	100	2,21	16.026

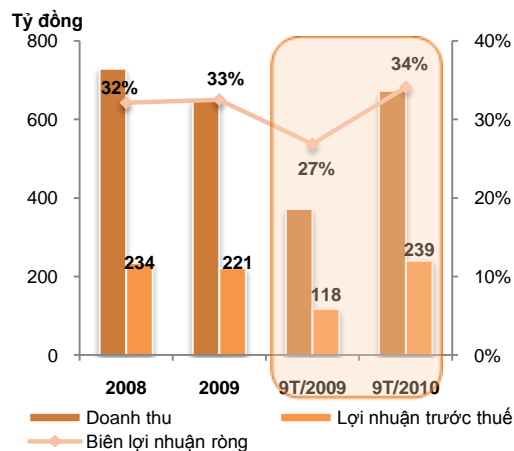
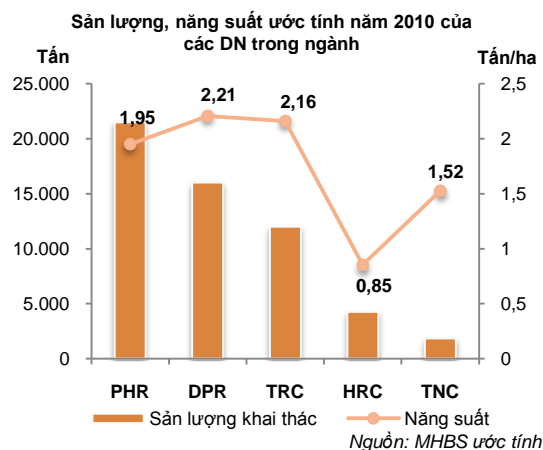
Nguồn: DPR

• Lịch khai thác

Năm	2010	2011	2012	2013	2014
(1) Tổng DT vườn cây	10.141	10.046	9.946	9.846	9.746
(2) DT khai thác đầu năm	7.245	7.182	7.402	7.727	7.612
(3) Tỷ lệ khai thác [(2)/(1)]	71%	71%	74%	78%	78%
(4) Năng suất	2,21	2,09	2,04	2,05	2,05
(5) Cạo tận thu thanh lý cây	478	100	400	402	386
(6) DT đưa vào khai thác mới		415	320	725	286

(7) DT khai thác cuối kỳ [(2)-(5)+(6)]	6.767	7.497	7.322	8.051	7.512
(8) Sản lượng khai thác [(4)*(2)]	16.000	15.000	15.100	15.841	15.604
(9) Sản lượng mua ngoài	2.500	2.000	2.000	2.000	2.000

Nguồn: DPR



• **Khả năng quản lý:** Ban lãnh đạo của công ty là những người có trình độ cao và kinh nghiệm lâu năm trong nghề (trên 15 năm). Chính vì thế, kỹ thuật chăm sóc cây trồng rất sâu rộng - là cơ sở nâng cao và duy trì tốt năng suất khai thác mủ cao su. Bên cạnh đó, chính sách quản lý nhân công cao mủ cao su ngày càng được nâng cao, tránh thất thoát nhiều trong quy trình thu hoạch mủ cao su.

• **Nhân công:** hiện có khoảng 4.000 công nhân cơ hữu, chưa tính nhân lực thuê thời vụ. Hằng năm, công ty đều tổ chức các cuộc thi về cạo mủ nhằm nâng cao tay nghề cho công nhân. Theo công bố của công ty, lương trung bình của công nhân cạo mủ cao su là 6 - 7 triệu đồng/tháng – đây là mức lương khá cạnh tranh trong vùng. Do vậy, công ty luôn duy trì ổn định đội ngũ nhân công và khá thuận lợi tuyển dụng nhân lực khi vào mùa vụ.

Kết luận: DPR có cơ cấu vườn cây cao su trẻ với năng suất luôn duy trì ở vị trí cao nhất trong Tập đoàn Cao su Việt Nam. Đó là kết quả của: (1) Liên tục đầu tư trồng mới, tái canh hợp lý; (2) Khả năng quản lý tốt của ban điều hành nên giảm tỷ lệ thất thoát trong thu hoạch cạo mủ cao su; (3) Chú trọng đào tạo nâng cao tay nghề của nhân lực; và (4) Chú trọng cải thiện đời sống phúc lợi cho người công nhân.

Kết quả hoạt động sản xuất - kinh doanh

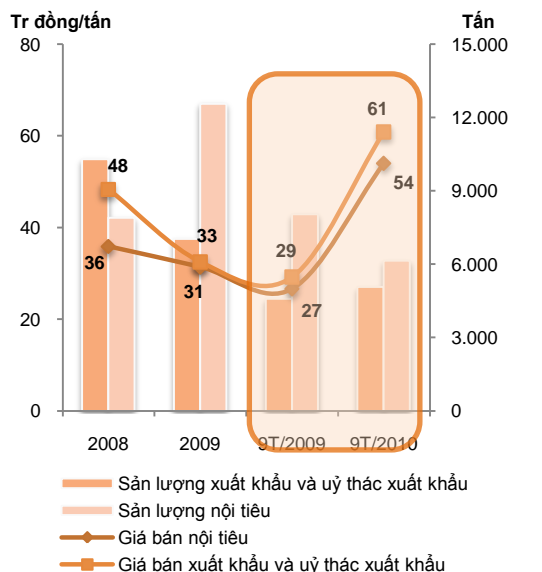
Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu thuần đạt 672 tỷ đồng (trong đó 3,72% là phần doanh thu thanh lý cây cao su): tăng đột biến 81% so với cùng kỳ 2009, vượt 4% tổng doanh thu năm 2009, và hoàn thành 91% kế hoạch năm 2010. Còn nếu so với kết quả năm 2008 – thời kỳ Kinh tế Việt Nam chưa bị ảnh hưởng suy giảm rõ rệt từ cuộc suy thoái kinh tế toàn cầu, doanh thu 09 tháng 2010 đã đạt 92% tổng doanh thu cả năm 2008, lợi nhuận trước thuế vượt hơn 5 tỷ đồng, và tỷ trọng lợi nhuận ròng biên vượt 2%. Đây là một kết quả rất ấn tượng, cho thấy sự hồi phục mạnh mẽ và tăng trưởng so với trước khi bị ảnh hưởng suy thoái toàn cầu.

09 tháng đầu năm 2010, xét về sản lượng bán hàng, tổng sản lượng bán hàng (bao gồm cả nội tiêu và xuất khẩu) đạt 11.226 tấn, giảm 11% so với cùng kỳ năm 2009, và đạt 61% kế hoạch năm 2010. Quan sát theo cơ cấu nguồn cung cấp & thị trường tiêu thụ, sản lượng, doanh thu 9T/2010 có các nét đặc trưng sau:

(1) **Tỷ trọng sản lượng mủ cao su mua ngoài giảm 11% so với cùng kỳ,** nhưng xét về giá trị, doanh thu cao su mua ngoài 9T/2010 tăng 77% so với cùng kỳ và chiếm 12% trong tổng doanh thu. Ước tính trong năm 2010, công ty thu mua khoảng 2.500 tấn mủ cao su.

Xét về mặt hiệu quả đầu tư, nguồn mủ cao su mua ngoài có biên lợi nhuận gộp thấp hơn nguồn mủ cao su công ty trồng khai thác, do chi phí giá thành thường cao hơn. Và hoạt động kinh doanh này được duy trì ổn định nhằm: (1) đảm bảo lượng mủ cao su bổ sung cho các hợp đồng ký kết cả năm với khách hàng, (2) như là công cụ đảm bảo nguồn tiêu thụ mủ cao su cho các tiểu điền của tỉnh theo chỉ đạo của Nhà nước, và (3) tiết kiệm chi phí hoạt động do khai thác hết công suất thừa của nhà máy chế biến mủ cao su của công ty.

(2) **Sản lượng cao su xuất khẩu 9T/2010 đạt 5.073 tấn - tăng 10% so với**



Nguồn: DPR

cùng kỳ năm 2009, trong khi sản lượng tiêu thụ nội địa đạt 6.153 tấn - giảm 23,5% so với cùng kỳ năm 2009. Ước tính cả năm 2010, sản lượng tiêu thụ đạt được khoảng 16.500 tấn, trong đó xuất khẩu khoảng 7.800 tấn – chiếm 49% cơ cấu doanh thu.

Sản phẩm mủ cao su Đồng phú được xuất khẩu chủ yếu sang các nước Đông Bắc Á như Đài Loan, Hàn Quốc... và các nước khu vực Đông Nam Á như Singapore, Châu Âu như Pháp, Bỉ, Hà Lan – đây là các thị trường thường đòi hỏi các tiêu chuẩn khắt khe về thời gian, sản lượng, đồng đều chất lượng mủ cao su. Còn thị trường trong nước, công ty chủ yếu phân phối cho các công ty thương mại mua bán mủ cao su – chuyên cung cấp mủ cao su cho các nhà sản xuất lốp xe trong nước (khoảng 10 - 15%), và phần còn lại dùng để xuất khẩu.

Về mặt sinh lời, lợi nhuận trước thuế của 09 tháng đầu năm 2010 đạt 239,5 tỷ (trong đó 13 tỷ lợi nhuận thanh lý cây cao su), tăng 104% so với cùng kỳ, vượt 9% lợi nhuận trước thuế cả năm 2009, và vượt 3% kế hoạch năm 2010. Nguyên nhân tạo kết quả ấn tượng là do lợi nhuận trước thuế hoạt động khai thác mủ cao su từ nguồn tự trồng và từ nguồn thu mua tăng tương ứng 111,34% và 38,4% so với cùng kỳ năm 2009.

Theo thông tin của DPR, năm 2010 doanh thu ước tính khoảng 1.028 tỷ, lợi nhuận trước thuế đạt 339 tỷ đồng (không bao gồm giá trị từ thanh lý cây cao su).

Nhân tố chính tạo doanh thu thuần đột biến:

(1) **Giá bán cao su tự nhiên từ đầu năm 2010 đến nay liên tục lập đỉnh, 9T/2010 giá bán cao su bình quân của DPR đạt 57 triệu đồng/tấn - tăng gấp đôi so với cùng kỳ.** Do nền kinh tế thế giới phục hồi, nhu cầu tiêu thụ mủ cao su (đặc biệt tại Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia) dùng cho ngành sản lốp, sản xuất găng tay... tăng cao, trong khi đó nguồn cầu bị giảm sút do bão La Nina hoành hành các nước khu vực Châu Á (Thái Lan, Indonesia...). Giá dầu thô thế giới cũng là nhân tố tác động quan trọng lên giá cao su nhân tạo – tăng 23% trong năm 2010, hiện tại giá dầu thô ở quanh vùng 90 USD/thùng.

(2) **Tỷ giá tăng làm sinh lợi xuất khẩu tăng, DPR hưởng lợi thế đáng kể với cơ cấu sản phẩm xuất khẩu cao.** Giai đoạn khủng hoảng kinh tế toàn cầu (2008 - 2009), ngân hàng nhà nước Việt Nam thiếu hụt ngoại tệ từ nguồn FDI, FPI, ODA. Thâm hụt cán cân thương mại những tháng đầu năm 2010 ngày càng trở nên căng thẳng. Do đó, tỷ giá USD/VND được điều chỉnh 2 lần tăng 5,46% trong 9 tháng đầu năm 2010.

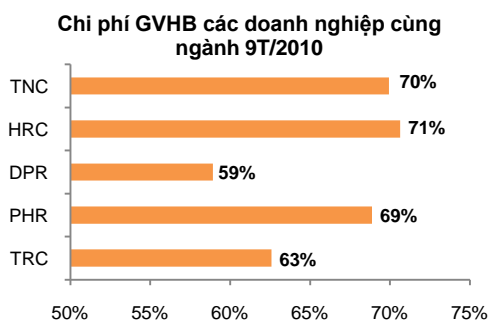
Khả năng kiểm soát giá thành tốt.

Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên tổng doanh thu của DPR cải thiện qua các năm, giảm từ 65% năm 2008 xuống 64% năm 2009, và chỉ còn 59% trong 9 tháng đầu năm 2010. Trong cơ cấu giá vốn hàng bán chi phí nhân công chiếm 41%, chi phí nguyên vật liệu chiếm 18%, chi phí khấu hao chiếm 14%. Tỷ trọng các khoản chi phí này tính trên doanh thu giảm so với cùng kỳ. Hệ quả là biên lợi nhuận trong 9 tháng đầu năm đạt 41%, tăng 9% so với cùng kỳ năm 2009.

Cập nhật 9 tháng đầu năm 2010, so với các công ty niêm yết trong ngành, DPR có lợi thế lớn về giá vốn hàng bán. Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu ở mức thấp nhất trong nhóm. Các khoản chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tính trên doanh thu ở mức trung bình ngành. Do vậy, DPR đã tạo biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2010 đạt 41% và biên lợi nhuận ròng đạt 34% - mức cao nhất so với các công ty điển hình trong ngành.

Cơ cấu chi phí	2008	2009	9T/2009	9T/2010
Chi phí giá vốn hàng bán	65%	64%	68%	59%
Chi phí tài chính	3%	1%	0,6%	1,7%
Chi phí bán hàng	2%	1%	0,8%	1,1%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	4%	4%	5%	7%
Chi phí khác	2%	1%	0,2%	1%

Ghi chú: chi phí tính trên doanh thu thuần



Nguồn: MHB tổng hợp

Chỉ tiêu	TRC	PHR	DPR	HRC	TNC
Chi phí GVHB	62,6%	68,9%	58,9%	70,6%	69,9%
Chi phí tài chính	0,5%	1,5%	1,7%	2,2%	1,2%

Chỉ tiêu	2008	2009	30/9/2009	30/9/2010
Thanh toán hiện hành	0,78	1,07	0,91	1,98
Thanh toán nhanh	0,61	0,96	0,79	1,81
Tỷ số nợ/tổng tài sản	0,38	0,32	0,35	0,22
Tỷ số tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1,62	1,0	1,56	1,31

Nguồn: MHBS tổng hợp

Khả năng thanh toán 30/9/2010	TRC	PHR	DPR	HRC	TNC
Thanh toán hiện hành	2,49	0,9	1,98	1,68	5,09
Thanh toán nhanh	2,16	0,7	1,81	1,08	4,21

Chỉ tiêu	2008	2009	9T/2009	9T/2010
Biên lợi nhuận gộp	35%	36%	32%	41%
Biên lợi nhuận ròng	32%	33%	27%	34%
Vòng quay tài sản	0,67	0,57	0,51	0,73
Đòn bẩy tài chính	1,71	1,55	1,58	1,41
ROA (*)	21%	18%	14%	25%
ROE (*)	37%	29%	22%	35%

(*): lấy dữ liệu 4 quý gần nhất

Chỉ tiêu	2008	2009	30/9/2009	30/9/2010
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	15,1	12,9	15,5	18,2
Số ngày phải trả (ngày)	1,7	2,3	6,2	4,9
Số ngày bán hàng tồn kho (ngày)	36,5	43,7	49,9	29,9

Chi phí bán hàng	1,0%	1,0%	1,1%	1,3%	0,1%
Chi phí quản lý	7,4%	6,0%	7,0%	3,2%	5,2%
Chi phí khác	2,2%	1,8%	0,9%	0,4%	3,2%

Năng lực tài chính và khả năng thanh toán

Cấu trúc vốn an toàn, năng lực tài chính mạnh: thể hiện qua tỷ lệ nợ thấp và xu hướng giảm dần trong 2 năm gần đây. Tại thời điểm ngày 30/9/2010, tỷ lệ nợ/tổng tài sản chỉ còn 22% (riêng nợ trả lãi/tổng tài sản là 14%), giảm 31% so với thời điểm 31/12/2009, và giảm 37% so với ngày 30/09/2009. Với tỷ trọng nợ thấp, công ty hạn chế được rủi ro lãi suất vay tăng cao, và dễ dàng huy động vốn vay cho nhu cầu đầu tư mở rộng sản xuất kinh doanh. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ thấp cũng có phần hạn chế hiệu quả đòn bẩy tài chính kích tỷ suất ROE tăng.

Luân chuyển tiền mặt của công ty cải thiện trong 09 tháng đầu năm 2010.

Nhờ vào hoạt động bán hàng thuận lợi trên cả thị trường xuất khẩu & nội địa, nên số dư tiền mặt vào ngày 30/09/2010 tăng gấp 3 lần so với cùng ngày năm 2009. Từ đó, công ty đã nới lỏng chính sách tín dụng trả chậm cho khách hàng làm khoản phải thu ngắn hạn tăng gấp 5 lần, và tài sản ngắn hạn khác tăng gấp đôi. Hệ quả là số ngày thu tiền bán hàng là 18,2 ngày (tăng gần 19% so với cùng kỳ năm 2009). Bên cạnh đó, công ty cũng chủ động thanh toán nhà cung cấp, làm giảm 91% nợ vay ngắn hạn so với cùng kỳ năm 2009, làm giảm số ngày phải trả xuống còn 4,9 ngày vào ngày 30/09/2010, thay vì là 6,2 ngày vào ngày 30/09/2009.

Tính đến ngày 30/09/2010, khả năng thanh toán hiện hành đạt 1,98 lần, khả năng thanh toán nhanh đạt 1,81 lần cả hai chỉ số đều tăng gấp đôi so với cùng kỳ năm 2009. Đây là hệ quả của sự cải thiện về số dư tiền mặt, tăng các khoản phải thu và giảm các khoản nợ phải trả.

So với các công ty niêm yết cùng ngành, khả năng thanh toán tại ngày 30/9/2010 của DPR ở mức bình quân ngành.

Khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu và các nhân tố tác động

Do giá cao su giảm mạnh vào năm 2009 – như là hệ quả của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản (ROA) và tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) đều giảm so với năm 2008, xuống còn 18% và 29% tương ứng.

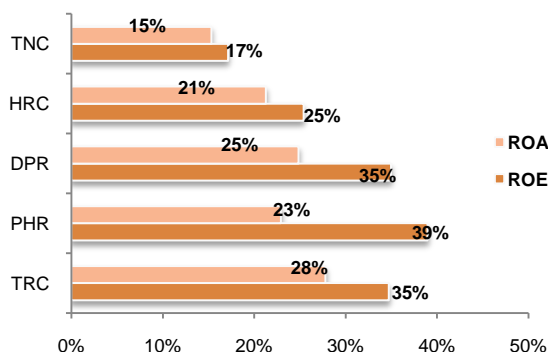
Trong 09 tháng đầu năm 2010, hai chỉ số này cải thiện rõ rệt, tăng gần trở lại mức trước khi bị ảnh hưởng khủng hoảng kinh tế thế giới: ROA & ROE lần lượt đạt 25% và 35%, trong khi năm 2008 là 21% và 37% tương ứng, và tăng lần lượt 11% và 13% so với cùng kỳ năm 2009.

Các nhân tố chính tạo nên bước đột phá về khả năng sinh lời là: biên lợi nhuận ròng và vòng quay tài sản.

- (1) **Tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu thuần đạt 34% (tăng 7% so với cùng kỳ):** nhờ vào giá cao su tự nhiên bình quân của DPR tăng gấp đôi so với cùng kỳ (từ 28 – 57 triệu/tấn) nên doanh thu 9 tháng đầu năm 2010 tăng 81% so với cùng kỳ năm 2009. Cộng hưởng với tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu thuần giảm 9%, làm cho lợi nhuận ròng có tốc độ tăng nhanh hơn của doanh thu tăng 94% so với cùng kỳ 2009. Tỷ lệ tăng lợi nhuận ròng mạnh hơn doanh thu thuần, theo đó lợi nhuận ròng biên tăng 7%.
- (2) **Hệ số vòng quay tài sản tăng 43% (từ 0,51 vòng trong cùng kỳ năm 2009 lên 0,73 vòng):** với mức tăng 29% của tổng tài sản (chủ yếu từ các khoản: tiền và tương đương tiền, khoản phải thu khách hàng và tài sản ngắn hạn khác), thì tốc độ tăng doanh thu cao hơn rất nhiều so với mức tăng của tài sản đã kéo hệ số vòng quay tài sản tăng 43%.

Theo nhận định của chúng tôi, trong thời gian tới khả năng sinh lời của công

Khả năng sinh lợi so với các doanh nghiệp trong ngành 9T/2010



Nguồn: MHBS tổng hợp

ty chủ yếu phụ thuộc vào giá bán cao su, và giá trị cây cao su thanh lý. Điều này sẽ là rủi ro cho công ty trước khi diện tích trồng mới đến độ tuổi khai thác vào năm 2014.

Khả năng sinh lời của DPR đứng thứ 2 trong số các công ty niêm yết cùng ngành. Tỷ suất ROA đạt 25% chỉ thấp hơn vị trí cao nhất - TRC là 3%, và tỷ suất ROE thấp hơn vị trí thứ nhất - PHR là 4%.

Tỷ suất ROE của DPR trong 09 tháng đầu năm 2010 thấp hơn PHR vì: PHR có quy mô vườn cây khai thác lớn hơn và sử dụng nợ cao hơn. Trong 05 năm tới sản lượng khai thác mủ cao su của DPR sẽ tăng mạnh khi dự án lớn mở rộng diện tích cây cao su của công ty tại Campuchia và Đắk Nông đi vào khai thác.

Chỉ tiêu 9T/2010	TRC	PHR	DPR	HRC	TNC
Biên lợi nhuận gộp	37%	31%	41%	29%	30%
Biên lợi nhuận ròng	34%	24%	34%	27%	24%
Vòng quay tài sản	0,83	0,95	0,73	0,78	0,63
Đòn bẩy tài chính	1,25	1,7	1,41	1,19	1,12
ROE (*)	35%	39%	35%	25%	17%

(*): lấy dữ liệu 4 quý gần nhất

HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ

Đơn vị tính: tỷ đồng

Dự án	Vốn điều lệ	Góp vốn của DPR	% góp vốn	Quy mô vườn trồng hoặc xây dựng (ha)	Tiến trình của DA đến hiện tại	Giải ngân đến hiện tại	Năm bắt đầu tính doanh thu
Đồng Phú Kratie	350	140	40%	10.000	Trồng được 3.300 ha	127,9	2014
Senoul	1.000	1.000	100%	10.000	Đang tiến hành thủ tục	Đang tiến hành thủ tục	chưa biết
Đồng Phú - Đaknong	120	108	90%	4.000	Trồng được 1.000 ha	79,7	2014
Kỹ thuật Cao Su Đồng Phú	110	56	50,9%	SX nệm gối	Cho ra sản phẩm đầu tiên trên thị trường	52,6	2010
Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú	100	51	51%	233	Đã cho thuê được 8,5 ha	20,38	2012

Nguồn: DPR và MHBS

Các dự án đầu tư của DPR mang tính đầu tư chiều rộng cả chiều sâu

Đầu tư mở rộng:

- **Dự án Đồng Phú Kratie:** nhận đất 6.900 ha và dự kiến trồng 5.900 ha cao su. Đến nay, công ty đã trồng được 3.300 ha: năm 2008 trồng 70 ha, năm 2009 trồng 1.100 ha, và năm 2010 trồng 2.130 ha hoàn thành 56% so với kế hoạch trồng của dự án. Dự kiến đến năm 2012 công ty sẽ hoàn tất diện tích trồng cao su, ước tổng vốn đầu tư cho diện tích trồng này trong giai đoạn 1 khoảng 1.000 tỷ đồng. Vườn cây trồng mới dự kiến sẽ đưa vào khai thác từng phần và sớm nhất vào năm 2014.
- **Dự án trồng cao su tại Senoul (Campuchia):** DPR là chủ sở hữu 100% với vốn đầu tư khoảng 1.000 tỷ đồng, nhận đất 10.000 ha nhưng dự kiến trồng khoảng 8.000 đến 9.000 ha cây cao su. Đây là dự án có quy mô vốn lớn, công ty dự kiến huy động thêm vốn từ nguồn vốn vay 50%, và 50% còn lại từ nguồn vốn tự có. Dự án này được hưởng chính sách vay ưu đãi với lãi suất 9,6%/năm. Vốn tự có với chính sách cổ phần hóa nên Tập đoàn cao su Việt Nam cho phép DPR phát hành riêng lẻ 7 triệu cổ phiếu, hiện tại chỉ mới thực hiện bán 3 triệu cổ phiếu. Hiện tại công ty đang trong giai đoạn xin giấy phép thuê đất và khai thác.
- **Dự án trồng cao su tại Đắk Nông:** dự án này dự kiến trồng 2.000 ha trên quy mô 4.000 ha đất. Tiến độ trồng cao su của dự án diễn ra khá chậm: năm 2009 đã trồng được 840 ha, năm 2010 trồng được 160 ha, và tổng vốn đã đầu tư là khoảng 80 tỷ đồng. Dự án này được kỳ vọng mang lại doanh thu khai thác vào năm 2014.

Đầu tư chiều sâu:

- **Dự án nhà máy kỹ thuật cao su Đồng Phú (Dorufoarm):** chuyên sản xuất hàng tiêu dùng như nệm, gối... từ nguyên liệu mủ latex chế biến của công ty - nhằm tăng lợi nhuận và giảm dần tỷ lệ xuất khẩu nguyên liệu thô. Dự kiến hằng năm nhà máy sẽ tiêu thụ 3.000 tấn mủ quy khô của công ty. Hiện tại nhà máy đã xây dựng xong và đang trong giai đoạn chạy kiểm tra ra sản phẩm đầu tiên (nệm cao su). Hiện nay, do nguyên liệu mủ cao su đang cao nên nhà máy chỉ sản xuất cảm chường. Sản phẩm sản xuất ra dự kiến sẽ xuất khẩu chủ yếu sang

thị trường EU và Nhật Bản. Theo dự kiến, nhà máy sẽ sinh lời trung bình khoảng 9-10 tỷ đồng/năm khi đi vào hoạt động ổn định hết 90% công suất từ năm 2012 trở đi.

Ngoài ra, DPR còn mở rộng lĩnh vực đầu tư vào bất động sản theo hình thức hợp tác với Công ty cổ phần Khu công nghiệp Nam Tân Uyên thực hiện dự án KCN Bắc Đồng Phú: bao gồm KCN Bắc Đồng Phú với quy mô gần 186 ha và Khu dân cư trên địa bàn thị xã Đồng Xoài, tỉnh Bình Phước với tổng diện tích khoảng 47 ha. Dự án KCN và KDC Đồng Phú được đầu tư xây dựng theo hình thức cuốn chiếu nên giảm phần nào về áp lực vốn đầu tư. Năm 2011, DPR dự kiến chi 10 tỷ để góp vốn vào dự án này.

Công ty đã khởi công đầu tư hạ tầng KCN Bắc Đồng Phú vào tháng 5/2009 và bắt đầu kinh doanh từ năm 2010. Công ty đã ký biên bản ghi nhớ cho thuê khoảng 10ha đất, trong đó đã ký hợp đồng cho thuê khoảng 8,5 ha, giá cho thuê từ 17 – 19 USD/m² trong thời hạn 50 năm.

Riêng dự án Khu dân cư cũng đã hoàn thành các thủ tục xin cấp phép đầu tư và đã khởi công trong quý 4/2010. Dự án này công ty đã bán được 40% diện tích đất nền, với giá thấp ưu đãi tối thiểu 1,1 triệu/m² cho chủ yếu cán bộ công nhân viên trong công ty. Công ty dự tính cần 200 tỷ đồng để xây dựng cơ sở hạ tầng cho dự án KDC.

PHÂN TÍCH SWOT

<p>Thế mạnh (S)</p> <ul style="list-style-type: none"> Quy mô về tài sản, vốn chủ sở hữu, tổng diện tích vườn cây và diện tích khai thác lớn thứ hai so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành. Lợi thế về thổ nhưỡng màu mỡ phù hợp trồng cây cao su, cùng với đội ngũ quản lý có kinh nghiệm lâu năm nên kỹ thuật chăm sóc cây rất tốt tạo cho cây trồng phát triển tốt sớm đi vào khai thác và cho năng suất cao. Năng suất khai thác cao nhất trong ngành nhờ vào cơ cấu độ tuổi vườn cây trẻ (chiếm 32% tổng diện tích vườn cây khai thác). Khả năng kiểm soát chi phí đầu vào tốt nên tỷ suất lợi nhuận gộp luôn đạt ở mức ổn định và cao nhất trong ngành. Cấu trúc nợ thấp, luân chuyển tiền nhích nhanh với nguồn tài trợ vốn chính từ vốn tự có (78% tổng tài sản). Chuỗi giá trị được gia tăng từ chiến lược đầu tư theo chiều rộng lẫn chiều sâu, từ đó hoạt động kinh doanh ngày càng tăng trưởng ổn định lâu dài và khả năng sinh lời cải thiện. 	<p>Cơ hội (O)</p> <ul style="list-style-type: none"> Kinh tế thế giới và trong nước đang hồi phục – tạo động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cao su tự nhiên tăng mạnh trong thời gian tới, đặc biệt là sự hồi phục trở lại của ngành sản xuất ô tô. Giá dầu mỏ dự báo sẽ tăng trở lại theo đà hồi phục kinh tế thế giới – làm cho giá cơ sở cao su tổng hợp tăng theo. Vì thế, sẽ có xu hướng chuyển dịch giảm nhu cầu cao su tổng hợp và tăng nhu cầu cao su tự nhiên, đồng thời làm giá cao su tự nhiên không giảm và có thể tăng tiếp. 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 săm lốp, giảm tay ở TQ. Ngày 1/10/2010, Thái Lan áp dụng chính sách thuế tăng đối với mặt hàng cao su xuất khẩu, làm cho giá cao su xuất khẩu của Thái Lan cao lên, giảm khả năng cạnh tranh trên trường quốc tế. Hệ quả là các nước đang tiêu thụ nguồn hàng cao su tự nhiên của Thái Lan sẽ có xu hướng tìm kiếm nguồn hàng mới từ các nước giá rẻ, như Việt Nam.
<p>Điểm yếu (W)</p> <ul style="list-style-type: none"> Giai đoạn 2011 - 2013 các dự án trồng cao su chưa đưa vào khai thác được thì sự gia tăng về doanh thu, lợi nhuận chủ yếu là dựa vào giá bán cao su và giá trị vườn cây thanh lý. Xuất khẩu chủ yếu là sản phẩm thô do đó khả năng cạnh tranh thấp. Vườn cây của công ty được trồng phân tán ở nhiều khu vực do đó sẽ gặp khó khăn trong quản lý. 	<p>Thách thức (T)</p> <ul style="list-style-type: none"> Thời tiết, khí hậu diễn biến phức tạp như mưa bão lũ lụt, hạn hán kèm với dịch bệnh sẽ gây ảnh hưởng lớn đến sản lượng khai thác của các doanh nghiệp trong ngành. Thị trường xuất khẩu chính yếu là Trung Quốc. Do đó, các công ty trong ngành sẽ chịu rủi ro lệ thuộc cao vào thay đổi chính sách xuất nhập khẩu và diễn biến tăng trưởng kinh tế của nước này. Trong năm 2011, Trung Quốc sẽ phải đối mặt với ba thách thức lớn - đó là: lạm phát, nợ công và bong bóng bất động sản phình to. Thị trường tiêu thụ mủ cao su tại Châu Âu, Nhật Bản, Hàn Quốc ... đòi hỏi chất lượng mủ đồng đều và hạng cao, do đó sẽ gây khó khăn cho các doanh nghiệp trong ngành khi mở rộng xuất khẩu qua các thị trường mới khó tính này..

PHÂN TÍCH NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN

Tác động từ phía nhà cung cấp

Nguồn cung có ảnh hưởng tương đối lớn đối với ngành cao su tự nhiên là đất trồng, cây giống, lao động, và phân bón. Đất trồng và cây giống là yếu tố quan trọng hàng đầu ảnh hưởng đến sản lượng, năng suất khai thác đối với các doanh nghiệp trong ngành. Hiện nay xu hướng hiện đại hóa - công nghiệp hóa sẽ làm diện tích đất nông nghiệp ngày càng bị thu hẹp, điều này tạo áp lực lớn đối với ngành. Lao động là nguồn cung chiếm khoảng 50% đối với ngành trong đó quan trọng nhất là kỹ thuật khai thác mủ của công nhân sẽ tác động trực tiếp đến sản lượng khai thác, nhưng hiện nay nguồn cung ở Việt Nam dồi dào và kỹ thuật cạo ngày càng nâng cao vì thế mức độ ảnh hưởng không đáng kể đối với ngành. Phân bón là nguồn cung không thể thiếu đối với ngành, nhưng nó chỉ tác động nhiều nhất đối với những vườn cây trồng mới, và đất đai bạc màu.

Tác động từ phía nhu cầu

Nhu cầu cao su tự nhiên tăng trưởng cùng với ngành sản xuất lốp xe ô tô bởi cao su tự nhiên chiếm đến 50% trong ngành sản xuất lốp. Trung Quốc, Malaysia, Ấn Độ là 3 nước tiêu thụ cao su tự nhiên hàng đầu của thế giới chiếm 47% lượng cầu cao su toàn thế giới, so với cùng kỳ 9 tháng đầu năm 2010 sản lượng tiêu thụ của Trung Quốc tăng 16%, Malaysia tăng 6,5%, Ấn Độ tăng 4% tuy nhiên tốc độ tăng qua các quý giảm (*nguồn Hiệp Hội Các nước Sản xuất Cao su Thiên nhiên - ANPRC*). Việt Nam xuất khẩu khoảng 60 - 80% lượng cao su tự nhiên, do đó tác động từ sức cầu thế giới rất lớn đối với ngành này trong nước. Hơn thế nữa, sản lượng khai thác trong ngành có xu hướng giảm trong ngắn hạn, sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chủ yếu phụ thuộc vào phía cầu tăng để quyết định giá cả cao su tự nhiên biến động theo chiều hướng thuận lợi.

Sản phẩm thay thế

Cao su tổng hợp là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên: tuy nhiên tính ứng dụng của cao su tự nhiên cao hơn cao su tổng hợp, cao su tổng hợp lại được cấu tạo phần lớn từ dầu mỏ, nhưng nguồn dầu mỏ là nguồn năng lượng có hạn và phục vụ cho rất nhiều ngành công nghiệp. Hơn thế nữa, kinh tế phục hồi giá dầu có xu hướng gia tăng vì thế giá cao su tổng hợp cũng tăng theo. Do đó, áp lực đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành này về sản phẩm thay thế trong dài hạn sẽ không đáng kể.

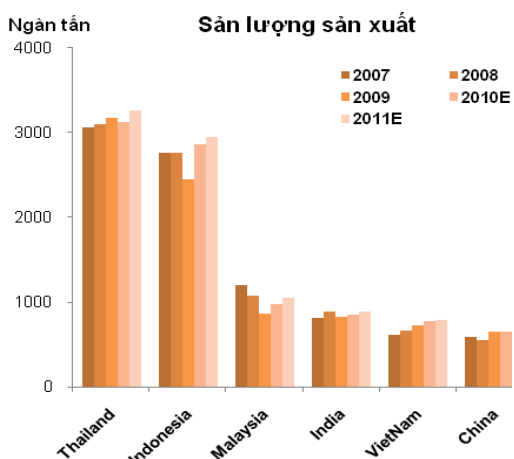
Rào cản thị trường và các đối thủ tiềm năng

Rào cản gia nhập ngành cao su tự nhiên là quỹ đất, kỹ thuật trồng và khai thác mủ, thổ nhưỡng. Quỹ đất trong nước dành cho nông nghiệp hiện đang thu hẹp dần, thổ nhưỡng phù hợp cho trồng cây cao su hầu như đã được khai thác. Kỹ thuật trồng và khai thác mủ cao su đối với lao động trong nghề rất cần vì thế đối với các doanh nghiệp mới muốn gia nhập ngành rất khó và phải mất thời gian lâu để có đội ngũ công nhân có tay nghề cao.

Sự cạnh tranh đối với các doanh nghiệp trong ngành

Trong ngành cao su tự nhiên công ty nào có diện tích khai thác lớn và cơ cấu độ tuổi vườn cây trẻ thì công ty đó chiếm ưu thế. Mỗi công ty đều có quỹ đất khác nhau nên diện tích trồng và diện tích khai thác khác nhau, thêm vào đó cơ cấu vườn cây cao su của các công ty khác nhau nên năng suất đạt được cũng khác nhau. Thêm vào đó, nguồn cầu luôn có xu hướng gia tăng nhanh khi kinh tế tăng trưởng, trong khi nguồn cung thường không ổn định hoặc tăng trưởng chậm do biến động của thời tiết. Vì thế sự cạnh tranh của các công ty trong ngành không cao.

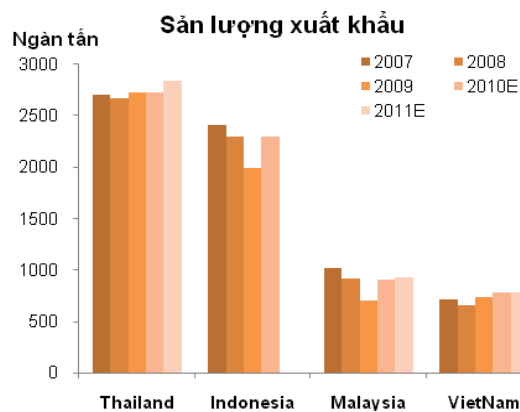
THỰC TRẠNG NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN Ở VIỆT NAM VÀ TIỀM NĂNG PHÁT TRIỂN



Nguồn: ANPRC

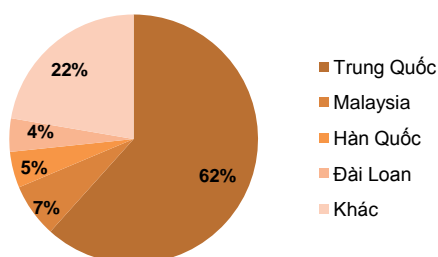
Tình hình sản xuất

Việt Nam đứng thứ 4 về xuất khẩu cao su tự nhiên trên thế giới (sau Thái Lan, Indonesia, và Malaysia). Theo thống kê của ANPRC Việt Nam đứng thứ 5 về sản xuất cao su tự nhiên trên thế giới, với lượng cao su tự nhiên đạt từ 700 – 750 ngàn tấn/năm. Theo báo cáo của ANPRC, 9T/2010 sản lượng cao su sản xuất đạt 459,8 ngàn tấn tăng 8% so với cùng kỳ, ước tính quý 4/2010 đạt 310,2 ngàn tấn. Dự báo cả năm 2010 sản lượng đạt 770 ngàn tấn, tăng 6% so với cùng kỳ. Cây cao su đã được trồng mới tại một số tỉnh Tây Bắc và đầu tư trồng mới tại Lào và Campuchia, Nam Phi và Myanmar, ngoài diện tích cao su trồng mới ở những vùng truyền thống ở miền Trung Tây Nguyên và Tây Nam Bộ. (*Theo báo cáo Hiệp Hội cao su Việt Nam.*) Năm 2020, mục tiêu Việt Nam sẽ đạt sản lượng khai thác hơn một triệu tấn để phục vụ nhu cầu xuất khẩu và phần đầu trở thành một trong những nước dẫn đầu về sản xuất cao su tự nhiên.



Nguồn: ANPRC

Cơ cấu thị trường xuất khẩu 11T/2010



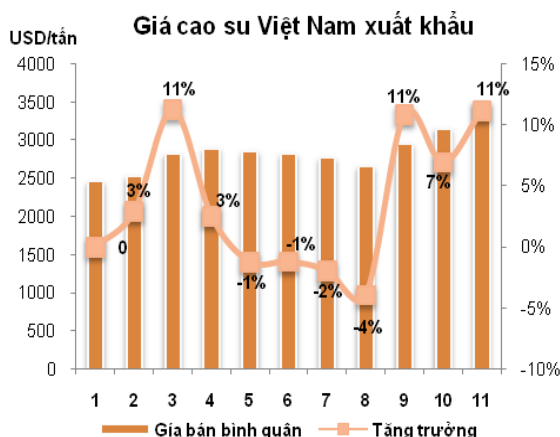
Nguồn: Tổng Cục Hải Quan

ĐỒ THỊ GIÁ CAO SU THẾ GIỚI 1 NĂM



Ghi chú: Rubber Smoked Sheet, FOB Malaysian/Singapore, US

cents per pound



Nguồn: Tổng Cục Hải Quan

Sản lượng và kim ngạch xuất khẩu

Cao su là một trong những mặt hàng xuất khẩu chủ lực của Việt Nam. Giai đoạn 2006 – 2009, giá trị xuất khẩu cao su Việt Nam đạt trên 1 tỷ USD, tỷ trọng xuất khẩu chiếm 1,2% - 2,9% trên tổng giá trị của các mặt hàng xuất khẩu của Việt Nam. Năm 2009, sản lượng xuất khẩu đạt 731,4 ngàn tấn với kim ngạch 1,2 tỷ USD tăng 11% về lượng nhưng giảm 23,5% về kim ngạch do giá xuất khẩu bình quân giảm so với năm 2008.

Giá trị xuất khẩu cao su năm 2010 có thể lên 773 ngàn tấn, kim ngạch đạt 2,32 tỷ USD, dựa trên ước giá trị xuất khẩu của tháng 12/2010 đạt 90 ngàn tấn, kim ngạch đạt 325 triệu USD – tuy kết quả xuất khẩu cao su năm 2010 chỉ tăng 5,7% về lượng nhưng kim ngạch tăng tới 89,1%. (Theo báo cáo của Bộ Nông nghiệp và phát triển nông thôn).

Thị trường xuất khẩu

Phần lớn xuất khẩu cao su tự nhiên của Việt Nam sang thị trường Trung Quốc, năm 2009 xuất khẩu sang thị trường này đạt 510 ngàn tấn, với giá trị 1,2 tỷ USD chiếm đến 70% thị phần xuất khẩu của Việt Nam. Tính đến tháng 11/2010 Trung Quốc vẫn là thị trường chủ lực của Việt Nam với thị phần chiếm 62%, sau đó là thị trường Malaysia 7%, Hàn Quốc 5% và Đài Loan chiếm 4%. Để hạn chế rủi ro lệ thuộc thị trường, Việt Nam đang cố gắng nâng cao chất lượng sản phẩm cao su xuất khẩu để tăng lượng xuất khẩu qua thị trường các nước Châu Âu.

Sản phẩm cao su tự nhiên xuất khẩu chủ yếu là sản phẩm cao su SVR 3L – loại cao su phục vụ cho sản xuất lốp xe ô tô, mà Trung Quốc là thị trường sản xuất ô tô lớn nhất thế giới. Vì thế, Việt Nam sẽ chịu rủi ro phụ thuộc nhiều vào ngành sản phẩm của Trung Quốc.

Thị trường nội địa

Thị trường nội địa trong những năm qua tiêu thụ khoảng 10 - 15% sản lượng cao su sản xuất trong nước, chủ yếu cho 03 công ty thuộc ngành sản phẩm: Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng, Công ty cổ phần cao su Sao Vàng, và Công ty cổ phần cao su Miền Nam. Ngoài ra, từ năm 2008 ở Việt Nam xuất hiện nhà máy sản xuất sản phẩm radial cho xe khách và xe tải nhỏ của Kumho Hàn Quốc ở KCN Mỹ Phước 3, tỉnh Bình Dương, với năng suất 3.150.000 lốp/năm hoạt động. Với nhận định tình hình kinh tế trong nước hồi phục dần từ năm 2010, ngành sản xuất sản phẩm xe sẽ tăng trưởng trở lại, và đặc biệt các doanh nghiệp sản xuất lốp xe trong nước đều có kế hoạch đầu tư nâng công suất nhà máy và mở rộng sản phẩm lốp xe radial. Do vậy, tỷ lệ tăng trưởng tại thị trường nội địa ước tính lên đến 25 - 30%.

Giá cao su

Giá cao su thế giới liên tục lập đỉnh và đang giao dịch ở mức cao nhất trong lịch sử. Tại Việt Nam, giá xuất khẩu bình quân tháng 11/2010 đạt 3.153 USD/tấn trong đó giá cao su SVR-3L xuất khẩu đạt 4.200 USD/tấn. Nếu tính bình quân 11 tháng đầu năm 2010, thì giá cao su xuất khẩu ở khoảng 2.912 USD/tấn, cao hơn so với cùng kỳ năm 2009 là 81%. Hệ quả là: đến thời điểm hiện tại, các doanh nghiệp trong ngành đều vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận. Lý do làm giá cao su biến động mạnh như vậy là do: (1) Trong năm 2010, nền kinh tế thế giới hồi phục dần – dẫn đến nhu cầu cao su thiên nhiên tăng mạnh trở lại sau một năm (2009) rớt giá nhiều. Đặc biệt nhu cầu cao su tự nhiên tại các thị trường tiêu thụ chính của thế giới là Trung Quốc, Ấn Độ tăng mạnh trở lại, (2) nguồn cung bị thiếu hụt do bão La Nina đã làm thiệt hại lớn đối với vườn cây của Thái Lan và các nước trong khu vực Châu Á, cùng với mưa lớn tại Malaysia, núi lửa tại Indonesia. Hiện tại, giá cao su giao tương lai tại các thị trường lớn (TOCOM, SICOM, Malaysia) vẫn duy trì ở mức cao và duy trì tăng đến tháng 5/2011 do tâm lý lo sợ nguồn cung thiếu hụt, trong khi nhu cầu tiêu thụ của thị trường chính thế giới - Trung Quốc vẫn tăng mạnh.

Tiềm năng phát triển cho ngành cao su tự nhiên của Việt Nam.

Sản lượng cao su của Việt Nam có xu hướng duy trì hoặc giảm nhẹ do diện tích mới đưa vào khai thác không tăng đáng kể. Do vậy, theo nhận định của MHBS, triển vọng tăng trưởng ngành trồng khai thác cao su thiên nhiên chủ yếu dựa vào mối quan hệ cung cầu tiêu thụ cao su tự nhiên và xu hướng biến động giá cao su và giá dầu thô trên thế giới.

Xu hướng nguồn cung tăng trưởng chậm và bất thường do nguy cơ thiên tai lũ lụt luôn đe dọa. Năm 2010 sản lượng cao su tự nhiên thế giới đạt 9,47 triệu tấn. Sang năm 2011 sản lượng cao su tự nhiên sẽ ổn định và có thể tăng 4,2% đạt 9,9 triệu tấn, do Thái Lan bắt đầu đưa vào khai thác mới 16.000 ha trồng từ năm 2004 (Theo dự báo của ANPRC).

Xu hướng cầu tăng mạnh trở lại. Theo dự báo của Hội nghiên cứu cao su Thế Giới (IRSG), năm 2010 nhu cầu cao su tự nhiên của thế giới khoảng 13,3 triệu tấn tăng thêm 114 ngàn tấn, so với mức dự báo trước đây, và tăng 41% so với nhu cầu tiêu thụ năm 2009. Theo báo cáo của Hiệp Hội cao su Trung Quốc, sản lượng lốp xe nước này dự kiến sẽ đạt 420 triệu chiếc trong năm 2010, cao hơn 10,5% so với năm 2009. Mục tiêu đến năm 2015 mỗi năm sản xuất 569,5 triệu lốp xe. ANPRC cho biết tiêu thụ cao su thiên nhiên của Ấn Độ dự kiến sẽ tăng 5% trong năm tới, lên 1 triệu tấn, so với mức tăng 5,2% của năm nay lên 952.000 tấn. Bridgestone Corp hãng sản xuất lốp xe lớn nhất thế giới của Nhật cũng dự kiến tổng doanh số bán hàng từ năm 2009 - 2015 sẽ tăng 40%.

Giá dầu thô thế giới: xu hướng tăng sau khủng hoảng

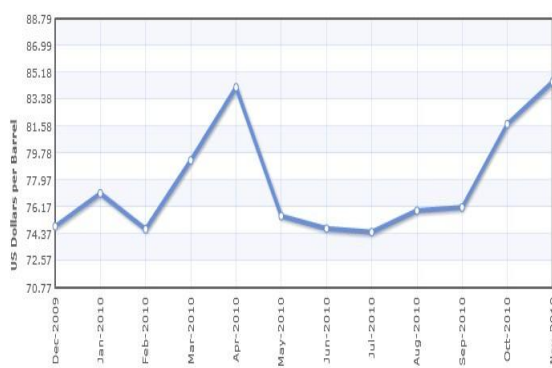
OPEC dự báo nhu cầu dầu thô của thế giới trong năm 2011 là 87 triệu thùng/ngày, trong khi các nước thuộc OPEC (chiếm 40% sản lượng dầu của thế giới) có thể tăng cung cấp lên đến 52,52 triệu thùng/ngày. Năm 2011, Hiệp hội các nước sản xuất dầu thô trên thế giới (OPEC) dự báo tốc độ tăng trưởng nền kinh tế của thế giới khoảng 3,6% (chậm hơn năm 2010), trong đó nền kinh tế tăng trưởng mạnh nhất là Trung Quốc với 8,5%, Ấn Độ với 7,7%. Theo dự báo IMF, giá dầu thô trong năm 2011 là 83 USD/thùng. Và APEC dự báo giá dầu thô thế giới khoảng 75 – 85 USD/thùng trong năm 2011, do kinh tế sẽ tăng trưởng chậm lại vào năm 2011.

Giá cao su tự nhiên: nhận định được duy trì mức tương đối tốt trong 2011

Theo Tiến Sĩ Hidde P.Smit, cựu Tổng thư ký IRSG xác định triển vọng của giá dựa trên 3 kịch bản. Kịch bản thứ nhất về tăng trưởng kinh tế ảnh hưởng đến kịch bản tiêu thụ ô tô, lốp xe và cao su. Kịch bản thứ hai về tiềm năng sản lượng cao su thiên nhiên - việc thực hiện chính sách trồng, cải tiến năng suất và nguồn lao động sẵn có bao gồm ảnh hưởng của biến đổi khí hậu lên sản lượng cao su thiên nhiên. Kịch bản thứ ba về ảnh hưởng của giá dầu mỏ đến cao su tổng hợp butadiene. Ông đưa ra kết luận: (1) giá cao su thiên nhiên sẽ tiếp tục được duy trì ở mức tương đối tốt trong năm 2011; (2) do ảnh hưởng của trồng mới trong giai đoạn (2005 – 2008), sẽ có khoảng 2,55 triệu ha (chiếm 36% tổng diện tích khai thác hiện có của các Quốc gia hội viên của ANPRC) vào khai thác mới trong giai đoạn (2012 – 2017), nên có kết quả là: giá sẽ xuống thấp hơn kể từ năm 2012 trở đi, nhưng trường hợp giá sẽ sụt giảm mạnh thì ít có khả năng xảy ra.

Theo nhận định của chúng tôi giá cao su tự nhiên xuất khẩu của Việt Nam bình quân 6 tháng đầu năm 2011 có thể duy trì ở mức bình quân của tháng 12/2010, hoặc nhích nhẹ 3 – 5% dựa trên cơ sở: tình hình cầu vượt xa cung, xu hướng giá cao su kỳ hạn tăng tại các thị trường lớn, như Thái Lan, Nhật Bản, Ấn độ. Sang quý 3 và 4/2011 cao su vào mùa, nếu không bị ảnh hưởng của thời tiết thì cung mủ cao su tự nhiên toàn cầu sẽ ổn định, và giá cao su bình quân 6 tháng cuối năm sẽ giảm khoảng 15 - 20% so với 6 tháng đầu năm 2011. Tính bình quân cả năm 2011, giá

ĐỒ THỊ GIÁ DẦU THẾ GIỚI 1 NĂM



cao su sẽ cao hơn so với giá bình quân năm 2010.

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Tổng hợp mô hình

Phương pháp	Giá trị cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá trị đóng góp
P/E	68.127	50%	34.064
P/B	69.398	50%	34.699
Giá trị hợp lý			68.763

Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi chỉ dùng phương pháp P/E, P/B để định giá cổ phiếu DPR. Chỉ số P/E và P/B bình quân dựa trên EPS 4 quý gần nhất, giá trị sổ sách tại thời điểm 30/9/2010 và giá đóng cửa ngày 11/01/2011 của 05 doanh nghiệp niêm yết trong ngành: PHR, HRC, DPR, TRC, TNC. Tỷ trọng đóng góp vào chỉ số P/E, P/B bình quân theo tỷ lệ vốn hóa thị trường của các doanh nghiệp đó.

- Tỷ số P/E bình quân ngành là 8,5: EPS forward năm 2010 của DPR ước tính 8.015 đồng/cổ phiếu, và kết quả định giá theo P/E là 68.127 đồng/cổ phiếu.
- Tỷ số P/B bình quân ngành là 2,6: giá trị sổ sách ước tính của DPR ngày 31/12/2010 là 26.690 đồng/cp, kết quả định giá theo P/B là 69.398 đồng/cổ phiếu.

PHỤ LỤC

Ban lãnh đạo

Hội đồng quản trị		Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Nguyễn Thanh Hải	Chủ tịch	Kỹ sư nông học_Cử nhân QTKD	30 năm
Phạm Văn Luyện	Ủy viên	Kỹ sư nông học	29 năm
Đặng Gia Anh	Ủy viên	Cử nhân quản lý hành chính	23 năm
Nguyễn Tấn Đức	Ủy viên	Tiến sĩ nông học	34 năm
Trần Thị Kim Thanh	Ủy viên	Thạc sĩ kinh tế	Hơn 20 năm
Ban điều hành		Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Nguyễn Thanh Hải	TGD	Kỹ sư nông học_Cử nhân QTKD	30 năm
Phạm Văn Luyện	PTGD	Kỹ sư nông học	29 năm
Ngô Trường Kỳ	PTGD	Cử nhân tài chính	33 năm
Đặng Gia Anh	PTGD	Cử nhân quản lý hành chính	23 năm
Ban kiểm soát		Trình độ chuyên môn	Kinh nghiệm
Huỳnh Minh Tâm	Trưởng ban	Cử nhân kinh tế	Hơn 25 năm
Phạm Ngọc Huy	Ủy viên	Cử nhân tài chính	15 năm
Trần Vĩnh Tuấn	Ủy viên	Kỹ sư nông nghiệp	15 năm

Hoạt động đầu tư

Danh sách công ty con

Tên công ty	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn góp	Địa điểm
Công ty cổ phần cao su Đồng Phú - ĐắkNông	120	90%	Xã EaPo, huyện CưJut, tỉnh ĐắkNông
Công ty CP khu CN Bắc Đồng Phú	100	51%	Thị trấn Tân phú, huyện Tân Phú, tỉnh Bình Phước
Công ty CP kỹ thuật cao su Đồng Phú	110	50,9%	Xã Tân Lập, huyện Đồng Phú, tỉnh Bình Phước

Danh sách công ty liên kết

Tên công ty	Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	Tỷ lệ vốn góp	Địa điểm
Công ty CP Đồng Phú - Kratie	350	40%	Xã Thuận Phú, huyện Đồng Phú, tỉnh Bình Phước

Chính sách cổ tức, tỷ lệ trích lập quỹ

Căn cứ điều lệ của công ty, chính sách cổ tức và trích lập các quỹ như sau:

- Kết thúc niên độ tài chính, HĐQT có trách nhiệm xây dựng phương án phân phối lợi nhuận và trích lập các quỹ để trình ĐHĐCĐ.
- Trích lập các quỹ khác :

STT	Quỹ trích lập	Tỷ lệ trích
1	Đầu tư phát triển	
3	Dự phòng tài chính	10%
4	Khen thưởng, Phúc lợi	10%

- HĐQT có thể thanh toán cổ tức giữa kỳ nếu xét thấy việc chi trả này phù hợp với khả năng sinh lời của công ty.
- Tình hình thực hiện chi trả cổ tức của công ty.

Hình thức trả cổ tức	2007	2008	2009	2010E
Bằng tiền	30%	20%	20%	30%

Ghi chú: Công ty đã tạm ứng cổ tức đợt 1 là 15% vào ngày 7/12/2010.

BẢNG CĐKT TÓM TẮT

Đvt: Tỷ đồng	2008	2009	9T/2010
A - TÀI SẢN NGẮN HẠN	277	393	582
Tiền và các khoản tương đương tiền	39	279	333
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	140	11	43
Các khoản phải thu ngắn hạn	29	43	118
Hàng tồn kho	61	38	50
Tài sản ngắn hạn khác	9	21	38
B - TÀI SẢN DÀI HẠN	768	854	886
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	0
Tài sản cố định	551	567	567
Bất động sản đầu tư	-	-	0
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	180	253	306
Lợi thế thương mại	-	-	0
Tài sản dài hạn khác	37	34	14
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.045	1.246	1.468
A - NỢ PHẢI TRẢ	396	400	324
Nợ ngắn hạn	356	368	293
Nợ dài hạn	40	32	30
B - VỐN CHỦ SỞ HỮU	646	829	1.122
Vốn chủ sở hữu	645	829	1.122
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	-	0
C. LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	3	17	22
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.045	1.246	1.468

Đvt: Tỷ đồng	2008	2009	9T/2010
BẢNG KQKD TÓM TẮT			
Tổng doanh thu	729	648	673
Các khoản giảm trừ	-	-	-
Doanh thu thuần	729	648	673
Giá vốn hàng bán	477	415	396
Lợi nhuận gộp	252	233	276
DT HĐTC	23	27	24
Chi phí tài chính	25	9	11
- Trong đó: Chi phí lãi vay	4	15	8
Chi phí bán hàng	11	6	7
Chi phí QLDN	30	29	47
Lợi nhuận từ HĐKD	209	217	235
Thu nhập khác	41	12	11
Chi phí khác	16	8	6
Lợi nhuận khác	25	3	5
Lãi (lỗ) trong LKLD	-	-	-
LNTT	234	221	239
Thuế TNDN	-	10	21
Thuế TNDN hoãn lại	-	-	-
LNST	234	211	219
Lợi ích của CĐTS	-	0	0
LNST của công ty mẹ	234	211	219
Thu nhập cổ phần thường	234	211	219

TỶ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010E
I. TĂNG TRƯỞNG			
1. Tăng trưởng doanh thu thuần	4%	-11%	62%
2. Tăng trưởng lợi nhuận gộp	-1%	-7%	79, %
3. Tăng trưởng lợi nhuận ròng	1%	-10%	64%
4. Tăng trưởng tổng tài sản	-8%	19%	20%
5. Tăng trưởng vốn chủ sở hữu	2%	28%	39%
II. KHẢ NĂNG SINH LỢI			
1. Lợi nhuận gộp biên	35%	36%	40%
2. Lợi nhuận trước thuế biên	32%	34%	36%
3. Lợi nhuận ròng biên	32%	33%	33%
4. ROA	21%	18%	25%
5. ROE	37%	29%	35%
III. PHÂN TÍCH DUPONT			
1. Lợi nhuận ròng biên (1)	32%	33%	33%
2. Vòng quay tổng tài sản (2)	0,7	0,6	0,8
3. Đòn bẩy tài chính (3)	1,7	1,6	1,4
4. ROE = (1) x (2) x (3)	37%	29%	35%

IV. SỨC MẠNH TÀI CHÍNH	2008	2009	2010E
1. Thanh toán hiện tại	0,8	1,1	1,98
2. Thanh toán nhanh	0,5	0,9	1,59
3. Tỷ số Nợ dài hạn - Tổng tài sản	0,04	0,03	0,02
4. Tỷ số Tổng nợ - Tổng tài sản	0,38	0,32	0,22
5. Tỷ số Tổng tài sản - Tổng vốn chủ sở hữu	1,62	1,50	1,31
V. HIỆU QUẢ QUẢN LÝ			
1. Vòng quay phải thu	25,5	15,0	11,7
2. Vòng quay phải trả	2,0	1,8	3,5
3. Vòng quay tồn kho	7,8	10,8	10,0
4. Chu kỳ tiền mặt	210,7	216,9	108,3
5. Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,6	0,8
6. Vòng quay tài sản dài hạn	1,0	0,8	1,2
7. Vòng quay tài sản cố định	1,4	1,2	1,9

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.



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN MHB

Hội sở chính

236 – 238, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel: 08.4.456.6789

Fax: 08.3.824.1572

Website: www.mhbs.vn

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, Minexport, 28 Bà Triệu, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: 04. 6.268.2888

Fax: 04. 627.02146

PGD Nguyễn Công Trứ

84, Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM

Tel: 08.3915.3674 – 75

Fax: 08.3915.3676

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.