



Xã Thuận Phú, Huyện Bình Phú

Tỉnh Bình Phước

CTCP Cao su Đồng Phú

Mã chứng khoán : DPR

Ngành : Cao su tự nhiên

Sàn giao dịch : HoSE

Lĩnh vực : Trồng, khai thác mủ cao su

Khuyến nghị : Mua



Giá mục tiêu : 75,869 VND

EPS_2009 : 5,440 VND P/E : 12.2

Giá hiện tại : 66,500 VND

BVPS_2009 : 20,827 VND P/B : 3.19

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

Thông tin cơ bản về doanh nghiệp

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

Số điện thoại : 0651 381 9786

Fax : 0651 381 9620

Lĩnh vực hoạt động chính

- Trồng, khai thác và chế biến mủ cao su
- Công nghiệp hóa chất, phân bón, cao su
- Xây dựng, đầu tư xây dựng công trình, kinh doanh BĐS.

Biểu đồ 1 - Biến động giá DPR 1 năm qua



Bảng 1

Chỉ tiêu tài chính

ĐV: Tỷ đồng

	2007	2008	2009
DTT	703.796	728.795	648.310
LN gộp	255.792	252.024	232.775
LN từ HĐSXKD	225.394	208.912	220.392
LNST	232.041	234.044	217.582
Tổng tài sản	1,133.608	1,045.096	1,227.334
NV Chủ sở hữu	668.134	680.846	872.134
ROE (%)	34.73%	34.38%	24.95%
ROA (%)	20.47%	22.39%	17.73%
EPS ('000)	5.801	5.851	5.440
Giá trị sổ sách	15.761	16.133	20.827

Nhận định đầu tư

- DPR có tình hình tài chính lành mạnh: vay nợ thận trọng và hợp lý nên khả năng thanh toán tốt; năng lực hoạt động tốt và được cải thiện liên tục; khả năng sinh lời cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết.
- DPR có diện tích vườn cây ở mức trung bình song có lợi thế về thổ nhưỡng và cơ cấu vườn cây đang trong độ tuổi cho mủ tốt nhất vì vậy năng suất khai thác mủ cao trong ngành.
- Chúng tôi cho rằng, DPR có khả năng tạo lợi nhuận đột biến trong năm 2010 nhờ tăng giá xuất khẩu, không phải nhờ tăng sản lượng, căn cứ vào các nhân tố sau: cầu với cao su tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi; cung cao su tự nhiên bị thu hẹp do ảnh hưởng của thời tiết; giá dầu vẫn có xu hướng tăng và tỷ giá VND/USD có nhiều khả năng tiếp tục được nới lỏng.
- DPR cũng được đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng trung hạn nhờ chiến lược đầu tư theo hướng đồng thời mở rộng quy mô và phát triển công nghệ của công ty.

Nguồn : doruco, TVSI tổng hợp

Hệ thống số liệu được định dạng theo quy chuẩn quốc tế

Tin tức liên quan

23/02/2010	Lợi nhuận tháng 1 đạt 31 tỷ đồng
11/02/2010	Thúc đẩy phát triển công nghiệp cao su Thái Lan
11/02/2010	Cao su Châu Á: RSS3, SIR20 được bán ra nhưng người bán vẫn lo ngại
18/12/2009	Trung Quốc cắt giảm thuế nhập khẩu cao su thiên nhiên năm 2010
31/12/2009	Nghị quyết HĐQT chuyển phát hành riêng lẻ 3 triệu cổ phiếu sang quý 1/2010

www.doruco.com.vn
www.vra.com.vn
www.vra.com.vn
www.chinadaily.com.cn
www.doruco.com.vn

MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH NGÀNH

Tác động từ phía cung

Nguồn cung đất trồng được đảm bảo trong ngắn và trung hạn nhờ luân canh tăng vụ và mở rộng đầu tư sang Lào, Campuchia ...

Cây giống và lao động là nhân tố quan trọng song tác động đến hoạt động của ngành lại không lớn.

Gói hỗ trợ lãi suất 2% với ngành Nông nghiệp sẽ giảm bớt tác động do giá phân bón tăng.

Nguồn cung của ngành cao su tự nhiên bao gồm các nhân tố: đất trồng, cây giống, lao động và phân bón.

Đất trồng là yếu tố cơ bản quyết định sự sống còn của ngành cao su tự nhiên. Diện tích và cơ cấu vườn cây phản ánh khả năng gia tăng sản lượng của các doanh nghiệp trong ngành. Hiện nay, hầu hết vườn cây đều thuộc quản lý của Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam, một phần nhỏ thuộc về tiểu điền. Diện tích vườn cây hiện vào khoảng 500,000 ha, phân bố chủ yếu ở các tỉnh phía Nam theo thứ tự diện tích: Đông Nam Bộ; Tây Nguyên; Bắc Trung Bộ và Duyên Hải Nam Trung Bộ. Dự tính diện tích vườn cây của nước ta sẽ tăng lên 700,000 ha vào năm 2010 và mở rộng sang Lào, Campuchia thêm 200,000 ha. **Việc đẩy mạnh đầu tư sang các nước lân cận, một mặt thể hiện sự phát triển mạnh mẽ của ngành, mặt khác cho thấy thực trạng về diện tích đất trồng trong nước đang bị thu hẹp và ít còn khả năng mở rộng. Tuy nhiên, hiện tại mới có 70% diện tích vườn cây được khai thác, cùng với việc đầu tư trồng mới các đồn điền cao su lớn ở Tây Nguyên và Campuchia, nguồn cung đất trồng cho ngành cao su tự nhiên vẫn được đảm bảo trong ngắn và trung hạn.** Đất là hữu hạn, đặc biệt khi kinh tế ngày càng phát triển, cầu sử dụng đất vào xây dựng cơ sở hạ tầng ngày càng gia tăng thì đất dành cho trồng cây nông nghiệp sẽ ngày càng co hẹp.

DPR có 10,400 ha diện tích vườn cây, trong đó gần 7,900 ha đã đưa vào khai thác - diện tích ở mức trung bình so với ngành và ở vị trí thứ 2 so với các doanh nghiệp đang niêm yết (sau PHR). Để đảm bảo nguồn cung, doanh nghiệp góp vốn thành lập Đồng Phú Kratie - trồng 10,000 ha tại Campuchia, thành lập Đồng Phú - Đắk Nông để trồng 4,000 ha cao su tại Tây Nguyên.

Mặc dù cây giống là nhân tố quan trọng đối với ngành cao su tự nhiên nhưng tác động từ nguồn cung cây giống lại không lớn. Giá cây cao su giống có xu hướng tăng trong giai đoạn vừa qua do ảnh hưởng của thời tiết và việc mở rộng, trồng mới vườn cây. Song, vòng đời của một cây cao su thường dài - khoảng 30 năm và khả năng sống cao vì vậy giá cây giống chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ trong giá vốn hàng bán.

Chi phí lương chiếm tới 50% trong giá vốn hàng bán, tuy nhiên, nguồn cung nhân công ở Việt Nam rất dồi dào, đặc biệt là lao động trực tiếp, vì vậy, tác động của nhân tố lao động đến ngành không mạnh. Tuy nhiên, quy định mới về tăng mức lương cơ bản bắt đầu từ năm 2010, doanh nghiệp sẽ phải tăng thêm chi phí trả lương, ảnh hưởng tới lợi nhuận.

Chi phí phân bón chiếm tỷ trọng cao thứ hai sau chi phí lương, trong khi đó giá phân bón có xu hướng tăng liên tục do ảnh hưởng của giá dầu và lưu huỳnh cũng một số hóa chất khác tăng giá. **Ảnh hưởng của phân bón sẽ thể hiện rõ với các doanh nghiệp có diện tích lớn cây trồng lại, đang triển khai trồng mới các vườn cây hoặc đất trồng bạc màu.** Gói kích thích kinh tế thứ 2 dành cho ngành nông - lâm nghiệp sẽ hỗ trợ lãi suất 2% cho mua phân bón, sẽ giảm bớt phần nào ảnh hưởng của tăng giá phân bón tới hoạt động của ngành cao su tự nhiên.

Sản phẩm thay thế

Cao su tổng hợp được sản xuất từ dầu thô là sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên.

Cao su tự nhiên sẽ được ưu tiên sử dụng hơn trong thời gian tới do giá cao su tổng hợp có xu hướng tăng cùng giá dầu.

Sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên là cao su tổng hợp chủ yếu sản xuất từ dầu thô.

Số liệu thống kê cho thấy, tỷ lệ tiêu dùng giữa cao su tự nhiên và cao su tổng hợp trong các năm qua khá ổn định theo tỷ lệ 4:6. Do cao su tổng hợp có nhiều đặc tính vượt trội mà cao su tự nhiên không có như tính chịu nhiệt, tính dẻo ... nên nhu cầu sử dụng cao su tổng hợp vẫn lớn dù giá thường xuyên biến động tăng.

Quan hệ giữa giá cao su tự nhiên và giá cao su tổng hợp được thiết lập thông qua giá dầu thô. Khi giá dầu thô tăng, chi phí sản xuất cao su tổng hợp tăng dẫn đến giá tăng và cao su tự nhiên sẽ được ưa chuộng hơn. **Do đó, giá cao su tự nhiên tỷ lệ thuận với giá dầu thô.**

Trong giai đoạn vừa qua, giá dầu thô có nhiều biến động mạnh song vẫn trong xu hướng tăng, vì là nguồn tài nguyên hữu hạn và là nguồn nhiên liệu quan trọng nên xu hướng tăng chắc chắn sẽ kéo dài ở trung và dài hạn. Theo đó, cao su tổng hợp sẽ giảm khả năng cạnh tranh do giá cao và thay thế vào đó là cao su tự nhiên. Trong tương lai, tỷ lệ tiêu dùng giữa cao su tự nhiên và cao su nhân tạo có thể sẽ chuyển dịch dần theo hướng tăng cao su tự nhiên.

MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH NGÀNH

Tác động từ phía cầu

Xuất khẩu cao su Việt Nam phụ thuộc nhiều vào công nghiệp sản xuất lốp của Trung Quốc. Dự báo cầu cao su tự nhiên của Trung Quốc thời gian tới sẽ giảm đáng kể.

Cầu với cao su tự nhiên của thế giới có xu hướng tăng trong ngắn hạn.

Năm 2010, dự báo giá cao su xuất khẩu của Việt Nam sẽ tăng 30%.

Tác động từ phía cầu đến ngành cao su tự nhiên rất mạnh, thực tế, do nguồn cung cao su tự nhiên trong ngắn hạn khó gia tăng nên giá cao su tự nhiên phụ thuộc nhiều vào biến động từ phía cầu.

Cao su tự nhiên là nguyên liệu để sản xuất lốp, phục vụ công nghiệp ô tô, xe máy và một số ngành nhỏ khác. Cao su tự nhiên cũng là một mặt hàng để đầu cơ của các quỹ và nhà đầu cơ.

Khi giá dầu thô được dự đoán tăng - sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên tăng giá, **các quỹ đầu tư và các nhà đầu tư sẽ mua gom cao su tự nhiên để chờ tăng giá. Động thái này làm tăng cầu và tăng giá cao su tự nhiên trong ngắn hạn.** Còn ở trung và dài hạn, giá cao su tự nhiên bị tác động bởi ngành công nghiệp sản xuất ô tô.

Công nghiệp ô tô là ngành có chu kỳ thuận với chu kỳ kinh tế: nhu cầu tiêu thụ ô tô trên thế giới sụt giảm 20% khi kinh tế rơi vào suy thoái đầu năm 2009, kéo theo giá cao su tự nhiên giảm tới 50% so với cùng kỳ năm 2008. Các chính sách kích cầu của Mỹ và Trung Quốc giúp tăng doanh số tiêu thụ ô tô nhờ đó giá cao su tự nhiên cũng tăng trở lại trong những tháng cuối năm 2009.

80% sản lượng cao su của Việt Nam được xuất khẩu vào các thị trường: Trung Quốc, Nhật Bản, Nga, Mỹ ... Trong đó, **Trung Quốc là thị trường lớn nhất với 71% tổng kim ngạch xuất khẩu đạt 712 triệu USD năm 2009, xuất khẩu Việt Nam phụ thuộc nhiều vào Trung Quốc** với 90% sản phẩm bán sang thị trường này là cao su khối SVR3L phục vụ sản xuất lốp để xuất khẩu sang Mỹ. Theo đó, có một hệ lụy lớn mà chúng ta phải đối mặt là thu hẹp thị trường xuất khẩu khi Mỹ đánh thuế nhập khẩu 35% với các sản phẩm lốp của Trung Quốc thay vì 4% trước đây. Trung Quốc cũng đã có kế hoạch khôi phục lại diện tích vườn cây cao su bắt đầu từ năm 2009, do đó **cầu với cao su tự nhiên của Trung Quốc trong năm 2010 và các năm tiếp theo được dự báo sẽ giảm đáng kể.**

Tiêu thụ trong nước ít hơn rất nhiều so với thị trường xuất khẩu, chỉ chiếm khoảng 10 - 15% sản lượng mủ sản xuất hằng năm với các đối tác chủ yếu là Cao su Sao Vàng (SRC), Cao su Miền Nam (CSM) và Cao su Đà Nẵng (DRC). Các sản phẩm chế biến chủ yếu được tiêu thụ trong nước, do công nghệ chế biến còn thấp nên chỉ có 20% sản phẩm được xuất khẩu ra nước ngoài.

Năm 2010, kinh tế thế giới đang hồi phục, ngành công nghiệp ô tô đang trên đà phát triển, trong khi đó biến đổi khí hậu toàn cầu làm sản lượng mủ cao su có xu hướng giảm, tất yếu dẫn đến chênh lệch cung - cầu cao su tự nhiên trong ngắn hạn.

Năm 2009 xuất khẩu cao su nước ta đạt 726 nghìn tấn tương đương 1.2 tỷ USD, năm 2010 hứa hẹn một năm tăng trưởng tốt với dự báo giá xuất khẩu sẽ tăng 30%, sản lượng đạt 750 nghìn tấn và kim ngạch đạt 2.5 tỷ USD.

Cạnh tranh nội bộ ngành được đánh giá ở mức độ thấp.

Cạnh tranh quốc tế mạnh mẽ và Việt Nam đang ở thế yếu so với các nước cùng khu vực về công nghệ cũng như chất lượng sản phẩm.

Cạnh tranh các doanh nghiệp cùng ngành

Cạnh tranh nội bộ ngành

Số lượng doanh nghiệp thuộc ngành nhiều song hầu hết đều là thành viên của Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam với sở hữu trên 50%, phần lớn sản phẩm xuất khẩu của các doanh nghiệp thông qua Tập đoàn. Còn tiêu thụ trong nước chỉ chiếm một phần nhỏ sản lượng mủ chế biến. Thêm vào đó, cầu cao su tự nhiên ở mức cao và có xu hướng gia tăng trong khi nguồn cung khó gia tăng vì ảnh hưởng của biến đổi khí hậu. Do đó, **cạnh tranh nội bộ ngành cao su tự nhiên của Việt Nam không biểu hiện rõ, mức độ cạnh tranh không cao.**

Cạnh tranh quốc tế

Xuất khẩu Việt Nam phụ thuộc nhiều vào thị trường Trung Quốc và khả năng mở rộng thị trường đang bị hạn chế do sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam chủ yếu là sản phẩm thô với công nghệ khai thác và chế biến mủ còn khá lạc hậu, giá xuất khẩu thấp lại không đáp ứng được yêu cầu cao của các khách hàng như Nhật Bản, Hàn Quốc ... khả năng cạnh tranh của cao su tự nhiên Việt Nam với sản phẩm của Malaysia, Indonesia, Thái Lan ... là rất thấp, nói cách khác **ngành cao su tự nhiên của Việt Nam đang chịu sự cạnh tranh mạnh mẽ của từ thị trường quốc tế và khu vực.**

MÔI TRƯỜNG CẠNH TRANH NGÀNH

Bảng 2 - Sản lượng cao su
ĐV: '000 tấn

Quốc gia	2008	2009	Tăng/giảm	Thị phần
Thái Lan	3,090	2,900	-6.15%	30.53%
Indonesia	2,751	2,590	-5.85%	27.26%
Malaysia	1,072	951	-11.29%	10.01%
Việt Nam	662	680	2.72%	7.16%
Ấn Độ	861			
Thế giới	9,092	9,500	4.49%	100%

Việt Nam có lợi thế về khí hậu, thổ nhưỡng và nguồn nhân công rẻ.

Tỷ giá VNĐ/USD có xu hướng tăng giúp các doanh nghiệp đẩy mạnh xuất khẩu tăng doanh thu và lợi nhuận

Ngành sẽ nâng cao được năng lực cạnh tranh, cải thiện vị thế nếu cải tiến được công nghệ khai thác

Xuất khẩu cao su Việt Nam luôn đạt trên 1 tỷ USD và là một trong 11 mặt hàng xuất khẩu chủ lực, Việt Nam cũng nằm trong Top 5 quốc gia xuất khẩu cao su lớn nhất thế giới, vượt qua Trung Quốc để đứng ở vị trí thứ 4 thế giới về sản lượng khai thác mủ cao su tự nhiên, song khoảng cách với các quốc gia đứng đầu như Thái Lan, Indonesia là rất lớn - sản lượng cao su của Việt Nam năm 2009 chỉ chiếm 7.16% sản lượng cao su của toàn thế giới và bằng 23% so với sản lượng khai thác của Thái Lan. Trong các năm qua, ngành cao su tự nhiên Việt Nam cũng đã có những bước tiến đáng kể, năng suất khai thác tăng từ 0.9 tấn/ha năm lên tới 2.07 tấn/ha năm 2008 và chỉ đứng sau Thái Lan trên bảng xếp hạng thế giới.

Tỷ giá VNĐ/USD tăng tạo rất nhiều thuận lợi cho hoạt động xuất khẩu của ngành cao su tự nhiên, để kích thích xuất khẩu và hạn chế nhập khẩu, Chính phủ đã đang và sẽ tiếp tục duy trì tỷ giá ở mức cao.

Với lợi thế về khí hậu, thổ nhưỡng cũng như nguồn nhân công rẻ chỉ bằng 70% so với các nước trong khu vực, cùng với các chính sách ưu tiên và hỗ trợ của Chính phủ, ngành cao su tự nhiên có khả năng nâng cao năng lực cạnh tranh và cải thiện vị thế trên thị trường quốc tế nếu giải quyết được vấn đề công nghệ.

Vị thế doanh nghiệp trong ngành

Bảng 3 - Vị thế DPR so với các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết

MCK	TTS	VCSH	ĐN nhà nước	ĐN nước ngoài	Diện tích vườn cây (000 ha)	Diện tích khai thác (000 ha)	Năng suất (tấn/ha)
PHR	1,672.403	999.357	66.62%	12.75%	17	12.17	1.89
DPR	1,227.334	833.065	60%	21.71%	10.4	7.53	2.25
TRC	658.374	555.558	60%	27.70%	7.2	5.90	2.2
TNC	268.547	242.921	51%	2.20%	5	1,42	1.43
HRC	436.894	359.416	55.06%	19.47%	4	5.00	1.02

DPR có quy mô ở mức trung bình ngành và đứng thứ 2 so với các doanh nghiệp niêm yết.

DPR có lợi thế về thổ nhưỡng và cơ cấu vườn cây trẻ nên năng suất khai thác ở mức cao trong ngành.

Về dài hạn, DPR có vị thế tốt nhờ các dự án đầu tư mở rộng vườn cây tại Campuchia.

Ngành cao su tự nhiên có nhiều doanh nghiệp, lớn nhất phải kể đến Cao su Đồng Nai, Cao su Phú Riềng, cao su Dầu Tiếng ... Đang niêm yết trên sàn hiện có 5 doanh nghiệp, trong đó Cao su Phước Hòa - PHR đứng đầu cả về quy mô TTS, VCSH và diện tích vườn cây, **DPR ở vị trí thứ 2** vị trí cuối cùng thuộc về Cao su Hòa Bình - HRC.

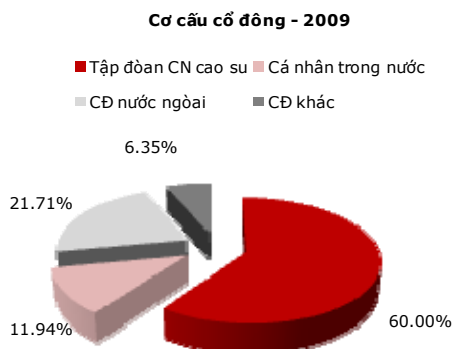
Về năng suất khai thác, DPR cũng ở vị trí thứ 2 với 2.18 tấn/ha, rất sát so với vị trí thứ nhất của TRC là 2.2 tấn/ha. **DPR có 7 nông trường cao su ở Bình Phước và Bình Dương, 2 xí nghiệp, nhà máy chế biến cao su** với công suất 15,000 tấn/năm và 3 doanh nghiệp thành viên cao su, sản xuất cao su kỹ thuật. **Diện tích vườn cây khai thác vào khoảng 7,553 ha, quy mô trung bình so với ngành nhưng có lợi thế về vườn cây với tuổi đời tương đối trẻ** - 52% cây có tuổi dưới 18 năm, 42% tuổi từ 18-23 năm và 6% cây trên 24 tuổi.

DPR còn có lợi thế về thổ nhưỡng - đất tốt, thuận lợi cho cây cao su phát triển thêm vào đó toàn bộ vườn cây của DPR đang trong độ tuổi cho mủ với 42% cây cho mủ tốt nhất, vì vậy năng suất khai thác của DPR hiện đang ở mức cao của ngành.

Cũng giống như nhiều doanh nghiệp khác trong ngành, DPR đã triển khai đầu tư mở rộng trồng cây cao su vào Tây Nguyên và sang Campuchia. Đây là hướng phát triển hợp lý, tuy nhiên, **tiến độ triển khai dự án của doanh nghiệp khá chậm** so với các doanh nghiệp cùng tham gia dự án, do giấy phép khai hoang được cấp theo từng năm và chậm trễ - trong năm 2008 doanh nghiệp mới trồng được 72 ha, năm 2009 tiến độ được cải thiện với kế hoạch khai hoang là 1,300 ha và trồng mới 1,000 ha. **Trong dài hạn, DPR có lợi thế hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành với dự án trồng 10,000 ha cao su tại Campuchia.**

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Biểu đồ 1



Bảng 4 - Cổ đông và Nhân sự chủ chốt

Cổ đông sáng lập	Số CP	Tỷ lệ
TĐ CN Cao su Việt Nam	240,000	60%
Đại diện. Nguyễn Thanh Hải	200,000	50%
Đại diện. Nguyễn Tấn Đức	40,000	10%
Nhân sự chủ chốt	Chức vụ	Tỷ lệ (%)
Nguyễn Thanh Hải	Chủ tịch kiêm TGD	56.25
Nguyễn Tấn Đức	TV HĐQT	10
Phạm Văn Luyện	TV HĐQT - PTGD	6.25
Hoàng Đình Huy	TV HĐQT- PTGD	6.25
Trần Kim Thanh	TV HĐQT	-
Ngô Trường Kỳ	PTGD	7.25
Huỳnh Minh Tâm	Trưởng ban	6
Nguyễn Thanh Bình	Kế toán trưởng	6.5

Bảng 5 - Lịch sử chi trả cổ tức

Tỷ lệ trả cổ tức	Hình thức
Đợt 1_2007	15% Tiền mặt
Đợt 2_2007	15% Tiền mặt
Đợt 3_2008	20% Tiền mặt

Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

Đánh giá chiến lược phát triển

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược đầu tư hiện tại của doanh nghiệp với hướng đầu tư theo cả chiều rộng và chiều sâu. Doanh nghiệp đã tiến hành đầu tư góp vốn cho 14 dự án với tổng giải ngân năm 2009 là 361 tỷ đồng, trong đó 4 dự án tiếp tục phải góp vốn và 7 dự án đã và sẽ mang lại doanh thu trong năm 2010.

Đầu tư chiều rộng- mở rộng bằng các dự án trồng cao su tại Campuchia và Tây Nguyên thông qua góp vốn vào CTCP cao su Đồng Phú - Đắk Nông, Đồng Phú - Kratie, Cao su Sa Thầy ... Chiến lược đầu tư này giải quyết vấn đề đất nông nghiệp bị thu hẹp ở trong nước đồng thời **trẻ hóa vườn cây, thay đổi cơ cấu vườn cây theo hướng đảm bảo phát triển dài hạn.**

Đầu tư chiều sâu - đầu tư công nghệ và đa dạng hóa danh mục đầu tư bằng khoản vốn góp 40% thành lập CTCP cao su kỹ thuật Đồng Phú với năng suất khai thác 4,000 - 7,000 tấn. Doanh nghiệp sẽ giữ lại 50% sản lượng mù khai thác để sản xuất gổ và nệm cao su xuất khẩu sang Nhật Bản với giá cao. **Đầu tư theo chiều dọc giúp doanh nghiệp giảm tỷ lệ sản phẩm thô, tăng xuất khẩu sản phẩm có giá trị với tỷ suất lợi nhuận cao.**

Doanh nghiệp cao su kỹ thuật Đồng Phú đã đi vào hoạt động từ giữa năm 2009 và dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận mỗi năm khoảng 12 tỷ đồng. DPR cũng mở rộng lĩnh vực đầu tư sang dự án khu công nghiệp 200 ha, khu dân cư 40 ha thông qua góp vốn vào CT TNHH XDKD CSHT Cao Su, CTCP KCN Nam Tân Uyên, Bắc Đồng Phú. **Các khoản đầu tư vào lĩnh vực bất động sản đảm bảo cho doanh nghiệp những nguồn thu lâu dài và khả năng tăng trưởng lợi nhuận cao nhưng tiềm ẩn nhiều rủi ro.**

Cổ đông chiến lược

Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam là cổ đông chiến lược duy nhất của doanh nghiệp với 60% vốn góp. Tập đoàn đóng vai trò là khách hàng quan trọng nhất với hầu hết các doanh nghiệp thuộc ngành - tập đoàn đứng giữa nhận ủy thác xuất khẩu sản phẩm mù ra nước ngoài. DPR là thành viên tương đối lớn thuộc tập đoàn với trên 6% thị phần.

Cơ cấu cổ đông và thành viên ban lãnh đạo

Chủ tịch Hội đồng quản trị kiêm Tổng giám đốc là đại diện cho 50% vốn góp của nhà nước tại DPR, cá nhân TGD cũng nắm giữ 6.25% cổ phiếu của doanh nghiệp, TV HĐQT cũng là hai PTGD giữ 12.5% cổ phiếu. **Việc gắn quyền sở hữu với quyền điều hành giúp rút ngắn thời gian đưa ra quyết định và hoạch định chính sách của doanh nghiệp.**

Tuy nhiên, **danh mục đầu tư của Tập đoàn công nghiệp cao su Việt Nam đang tập trung vào lĩnh vực bất động sản và tài chính** - những lĩnh vực có tỷ suất lợi nhuận cao nhưng nhiều rủi ro. **Vốn đóng băng trong các dự án này làm hạn chế đầu tư vào lĩnh vực công nghệ** - nhân tố then chốt để sản phẩm xuất khẩu của Việt Nam nâng cao năng lực cạnh tranh, đáp ứng nhu cầu của các thị trường tiềm năng như Nhật Bản, Hàn Quốc, Nga ... và bớt phụ thuộc vào Trung Quốc.

Cổ phiếu ngành cao su tự nhiên nhận được khá nhiều sự quan tâm của nhà đầu tư nước ngoài, trong đó DPR là một trong hai cổ phiếu được quan tâm nhất với tỷ lệ sở hữu 21.7%. Xu hướng đẩy mạnh đầu tư vào DPR của nhà đầu tư nước ngoài thể hiện rõ khi tỷ lệ sở hữu nước ngoài của DPR có sự gia tăng liên tục từ 14.91% tháng 3/2009 lên 21.7% vào cuối năm.

Chính sách vốn và cổ tức của doanh nghiệp

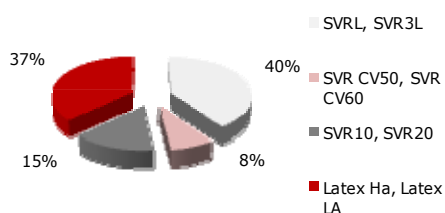
Doanh nghiệp có kế hoạch chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ 15% trong giai đoạn 2007 - 2009. Hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn này diễn ra khá thuận lợi, vì vậy, tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp cao - tổng tỷ lệ 3 đợt chi trả của năm 2008 bằng 50% - mức cổ tức hấp dẫn.

Quý 1 năm 2010, **doanh nghiệp sẽ phát hành 3 triệu cổ phiếu tăng vốn điều lệ lên 430 tỷ đồng**, hình thức chào bán riêng lẻ cho cổ đông chiến lược. Nguồn vốn huy động được sẽ được dùng để đầu tư trồng mới cao su tại Campuchia, Đắk Nông và sản xuất nệm, gổ từ mù Latex của doanh nghiệp. **Việc phát hành thêm cổ phiếu, mở rộng quy mô doanh nghiệp một mặt làm loãng EPS của năm 2010 mặt khác giúp doanh nghiệp huy động vốn đầu tư cho các dự án đang triển khai.**

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

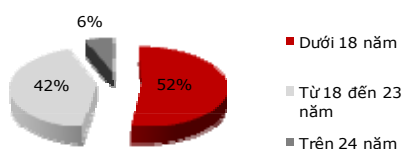
Biểu đồ 2

Cơ cấu doanh thu - 2009



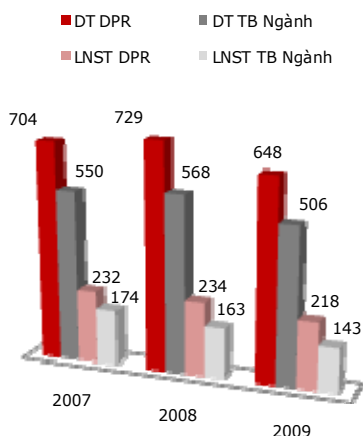
Biểu đồ 3

Cơ cấu vườn cây - 2009



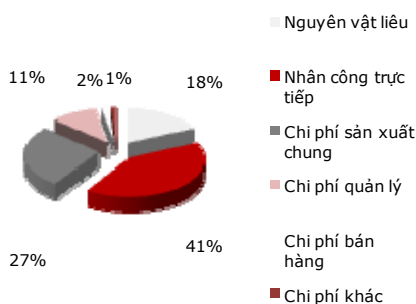
Biểu đồ 4

So sánh DPR - TB Ngành



Biểu đồ 5

Cơ cấu chi phí - 2009



Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

Tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp năm 2009

Sản phẩm của DPR gồm 2 loại: mủ khối như SVRL, SVR ... và mủ ly tâm - mủ latex HA và LA. Mủ khối dùng để sản xuất sản phẩm lốp ô tô xe máy và chiếm tỷ trọng trên 70% trong cơ cấu mủ cao su xuất khẩu nhưng giá xuất khẩu thấp hơn so với mủ Latex. **Cơ cấu sản phẩm của DPR chuyển dịch theo hướng tăng tỷ trọng sản phẩm có giá trị cao, giảm tỷ trọng sản phẩm giá trị thấp - mủ Latex tăng từ 32% lên 37%, SVR 3L giảm từ 52% xuống còn 40% trong năm 2009.** Chuyển dịch cơ cấu sản phẩm là vấn đề tất yếu mà tất cả các doanh nghiệp thuộc ngành đều phải thực hiện để duy trì và nâng cao khả năng cạnh tranh trên thị trường quốc tế. **Chúng tôi đánh giá cao những kết quả mà DPR đạt được trong chiến lược đầu tư theo chiều sâu - đầu tư công nghệ với CTCP cao su kỹ thuật Đồng Phú.**

DPR chủ động được nguồn nguyên liệu đảm bảo phục vụ sản xuất nhờ hơn 80% nguyên liệu mủ tự khai thác, **tỷ lệ mủ mua ngoài giảm dần qua các năm**, đến nay chỉ còn khoảng 10%/năm.

Nếu lấy 5 doanh nghiệp thuộc ngành cao su tự nhiên đang niêm yết trên sàn làm đại diện ngành để tính trung bình, DPR là doanh nghiệp có quy mô lớn thứ 2 trong ngành với **doanh thu cũng như lợi nhuận sau thuế cao vượt trội so với trung bình ngành trong giai đoạn 2007-2009.**

Năm 2009, doanh thu của DPR đạt 151% kế hoạch, lợi nhuận trước thuế đạt 240% so với kế hoạch đặt ra là 94 tỷ song giảm 3.61% so với cùng kỳ năm 2008. Giá cao su năm 2009 có sự phục hồi mạnh mẽ so với năm 2008 song giá thành phẩm của DPR không có nhiều sự gia tăng đột biến, giá bán trung bình chỉ tăng khoảng gần 40% lên mức trên 29.4 triệu/tấn.

DPR có lợi thế hơn so với doanh nghiệp cùng ngành về thổ nhưỡng và cơ cấu vườn cây với gần 100% vườn cây của DPR đều trong độ tuổi có khả năng cho mủ, vườn cây có độ tuổi trung bình thấp và trong giai đoạn cho mủ tốt nhất - từ 18 đến 23 năm tuổi.

Tuy nhiên, do đã khai thác hết 100% vườn cây nên **khả năng gia tăng sản lượng để gia tăng doanh thu - lợi nhuận của DPR sẽ bị giảm trong những năm tới. Doanh thu và lợi nhuận có thể tăng hoặc được duy trì ổn định nhờ nguồn cây thanh lý và khả năng tăng giá xuất khẩu.**

Để đảm bảo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận dài hạn, **DPR đa dạng hóa danh mục đầu tư bằng các khoản góp vốn thành lập doanh nghiệp đầu tư vào các dự án xây dựng cơ sở hạ tầng, khu dân cư ...** các dự án này hứa hẹn mang lại dòng tiền lớn cho DPR khi kinh tế phục hồi và tăng trưởng.

Cơ cấu chi phí của doanh nghiệp

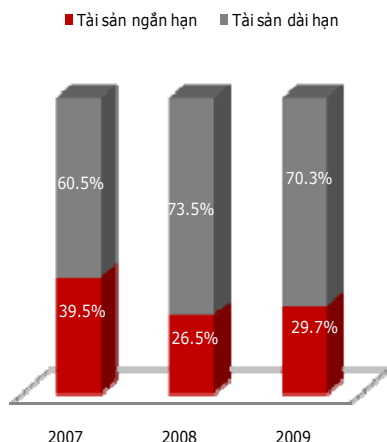
Doanh nghiệp duy trì trọng giá vốn hàng bán so với doanh thu thuần khá ổn định từ năm 2007 đến nay ở mức 64.10% trong năm 2009 giảm nhẹ so với 65.42% của năm 2008. Tuy nhiên, cơ cấu chi phí có một số biến động nhỏ.

Cũng như hầu hết các doanh nghiệp khác cùng ngành, **chi phí nhân công trực tiếp chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu chi phí của DPR.** Chi phí nhân công trực tiếp của DPR có xu hướng giảm dần qua các năm tuy nhiên quy định về tăng lương cơ bản từ 800,000 đồng lên 980,000 đồng sẽ làm tăng chi phí và ảnh hưởng tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Nếu tốc độ gia tăng doanh thu chậm hơn gia tăng chi phí, nhiều khả năng tỷ suất lợi nhuận của DPR sẽ có sự điều chỉnh. **Chi phí nguyên vật liệu trực tiếp và chi phí chung có xu hướng gia tăng** do doanh nghiệp đang triển khai nhiều dự án đầu tư mới.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

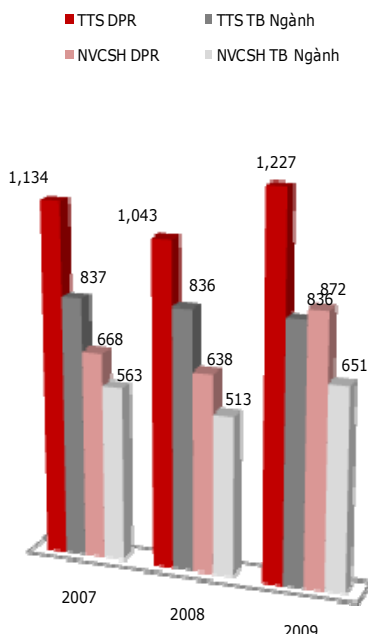
Biểu đồ 6

Cơ cấu tài sản - DPR



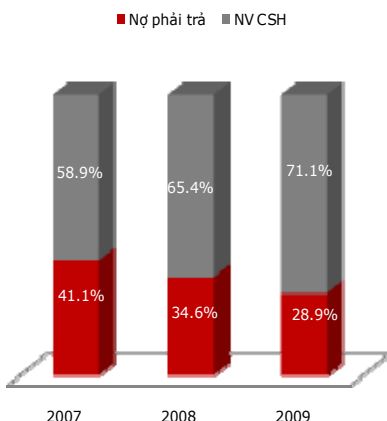
Biểu đồ 7

So sánh DPR - TB Ngành



Biểu đồ 8

Cơ cấu nguồn vốn - DPR



Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

Tình hình tài sản của doanh nghiệp

Cơ cấu tài sản của DPR được duy trì khá ổn định qua các năm với trên 70% tài sản là dài hạn.

Năm 2009, tiền mặt chiếm tới 70% trong tài sản ngắn hạn còn lại là các khoản phải thu khách hàng và hàng tồn kho. So với năm 2008, tỷ lệ hàng tồn kho so với tài sản ngắn hạn đã giảm đi một nửa, như vậy trong năm 2010, DPR sẽ không còn những khoản lợi nhuận thu về từ việc thanh lý hàng tồn kho như trong năm 2009. Đồng thời, các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn giảm mạnh, dòng tiền từ hoạt động tài chính tăng cho thấy, DPR đã hiện thực hóa các khoản lợi nhuận từ đầu tư tài chính, cho thấy DPR đang cắt giảm đầu tư bên ngoài, đẩy mạnh đầu tư vào lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính. Trong ngắn hạn sẽ làm giảm các khoản doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động đầu tư tài chính, nhưng sẽ nâng cao vị thế của công ty ở trung và dài hạn.

Tài sản dài hạn của doanh nghiệp gia tăng liên tục trong giai đoạn 2007-2009, trong đó tài sản cố định có xu hướng giảm, đầu tư tài chính gia tăng đáng kể do doanh nghiệp đẩy mạnh đầu tư vào 14 dự án với các doanh nghiệp liên doanh liên kết. Trong 5 doanh nghiệp thuộc ngành đang niêm yết trên sàn, DPR và HPR là hai doanh nghiệp có quy mô tổng tài sản lớn nhất - trên 1,000 tỷ đồng, 3 doanh nghiệp còn lại có quy mô khá nhỏ từ 270 - 700 tỷ.

Do tính mùa vụ nên trong Q1 và nửa đầu Q2, doanh nghiệp cao su tự nhiên không có khả năng khai thác mủ, doanh thu đến từ việc bán hàng tồn kho. Với xu hướng tăng giá cao su tự nhiên trong năm 2010, doanh nghiệp nào có nhiều hàng tồn kho hơn có khả năng gia tăng doanh thu và lợi nhuận. So với các doanh nghiệp trong ngành về cơ cấu tài sản ngắn hạn thì chúng tôi không đánh giá cao DPR do tỷ lệ hàng tồn kho cuối Q4 thấp. Kết cấu tài sản ngắn hạn của DPR năm 2009 không tốt bằng năm 2008.

Về số tuyệt đối, PHR và DPR có tài sản dài hạn lớn nhất, tỷ trọng tài sản dài hạn so với tổng tài sản của DPR cao hơn một chút so với PHR và ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi đánh giá tốt tiềm năng trung hạn của DPR thông qua kết cấu tài sản dài hạn nhờ tỷ trọng tài sản cố định hữu hình, đầu tư tài chính cao và chi phí xây dựng dở dang cao.

Các doanh nghiệp thuộc ngành cao su tự nhiên hoạt động có tính mùa vụ cao vì vậy kết cấu tài sản phản ánh được một phần tiềm năng của doanh nghiệp. DPR được đánh giá cao về tiềm năng tăng trưởng trung hạn, song trong ngắn hạn thì DPR không phải là doanh nghiệp có tiềm năng tốt nhất.

Tình hình nguồn vốn của doanh nghiệp

Xu hướng giảm nợ thể hiện rõ ràng trong giai đoạn 2007 - 2009.

Việc mở rộng quy mô của DPR không đi liền với việc tăng cường sử dụng đòn bẩy tài chính. Tỷ lệ nợ so với tổng tài sản của doanh nghiệp đã giảm từ 41.1% năm 2007 xuống 28.9% trong năm 2009. Với danh mục 14 dự án đầu tư từ năm 2007 đến nay, việc hạn chế vay vốn trong giai đoạn 2007-2009 giúp DPR tránh được những rủi ro về lãi suất và giảm bớt chi phí tài chính. Tuy nhiên, việc đánh giá tính an toàn sử dụng nợ và tính hợp lý của cơ cấu vốn chúng tôi sẽ đưa ra trong phần tiếp theo.

Trong quý 1, DPR sẽ phát hành thêm 30 triệu cổ phiếu, tăng vốn điều lệ lên 430 tỷ đồng với giá phát hành thỏa thuận không thấp hơn 80% giá bình quân 5 phiên gần nhất. Như vậy, cơ cấu nguồn vốn của DPR sẽ tiếp tục thay đổi theo hướng giảm nợ và tăng vốn chủ bắt đầu từ báo cáo tài chính quý 1/2010.

Do đặc thù hoạt động của ngành nên phần lớn nợ của DPR là nợ ngắn hạn, nợ ngắn hạn chiếm hơn 91% trong tổng nợ, song so với 4 doanh nghiệp còn lại thì DPR có tỷ lệ nợ ngắn hạn ở mức trung bình: PHR sử dụng 100% nợ ngắn hạn, TNC sử dụng 97.7%. Các khoản vay ngắn hạn được sử dụng để tài trợ cho các dự án trồng mới và tái canh vườn cao su: Tân Hưng, Đắk Nông từ năm 2007 cho đến nay. Do ngành cao su tự nhiên vẫn là đối tượng được hỗ trợ lãi suất trung hạn, nên việc DPR tăng sử dụng nợ ngắn và trung hạn là điều tất yếu.

DPR đang trong giai đoạn đẩy mạnh đầu tư vì vậy nhu cầu vốn sẽ gia tăng, DPR đã chọn cách phát hành cổ phiếu để huy động vốn thay vì vay nợ. Phát hành cổ phiếu riêng lẻ để huy động vốn một mặt cung cấp vốn đầu tư cho các dự án, mặt khác giúp doanh nghiệp tăng cường tính tự chủ về tài chính.

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Phân tích Cơ cấu vốn và khả năng thanh toán

Bảng 4 - Cơ cấu vốn, KNTT	2007	2008	2009				
			DPR	HRC	TNC	PHR	TRC
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0.41	0.35	0.29	0.16	0.09	0.38	0.20
Nợ phải trả/Nguồn vốn chủ sở hữu	0.70	0.53	0.41	0.19	0.10	0.61	0.25
Nợ dài hạn/Nguồn vốn chủ sở hữu	0.06	0.06	0.03	0.03	0.00	0.00	0.06
Khả năng thanh toán hiện hành	1.05	0.86	1.12	1.82	5.42	0.80	2.55
Khả năng thanh toán nhanh	0.97	0.67	1.00	1.47	4.77	0.62	2.22
Khả năng thanh toán bằng tiền	0.52	0.12	0.79	0.94	1.00	0.29	1.91

Tốc độ tăng nợ của DPR thấp hơn so với tốc độ tăng trưởng tổng tài sản, nhờ đó **hệ số nợ của DPR có xu hướng giảm trong giai đoạn 2007 - 2009**. Mặc dù vậy, DPR có hệ số nợ ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành, tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với PHR.

Năm 2010, các doanh nghiệp thuộc ngành Nông - Lâm nghiệp tiếp tục được hỗ trợ lãi suất 2% theo nội dung gói kích thích kinh tế thứ 2. Như vậy, nhiều khả năng song song với việc tăng vốn nhiều khả năng DPR sẽ vay thêm vốn để đẩy mạnh tiến độ dự án, **hệ số nợ và cơ cấu vốn của DPR trong năm 2010 sẽ không có nhiều thay đổi so với năm 2009**.

Hơn 90% nợ của DPR là nợ ngắn hạn vì vậy các chỉ tiêu khả năng thanh toán có nhiều ý nghĩa, **khả năng thanh toán được cải thiện liên tục qua các năm** song song với quá trình giảm nợ. So với các doanh nghiệp cùng ngành, **khả năng thanh toán của DPR không phải là tốt nhất nhưng tốt hơn so với PHR và ở mức không có rủi ro thanh khoản**.

Phân tích năng lực hoạt động

Bảng 5 - Năng lực hoạt động	2007	2008	2009				
			DPR	HRC	TNC	PHR	TRC
Vòng quay tổng tài sản	0.62	0.70	0.53	0.46	0.64	0.58	0.56
Vòng quay tồn kho	13.03	7.82	10.75	7.46	8.53	6.55	7.39
Vốn lưu động/Doanh thu	0.64	0.38	0.56	0.53	0.77	0.52	0.69
Vòng quay Tài sản cố định	1.36	1.32	1.30	2.06	1.64	1.62	1.36
Kỳ thu tiền bình quân	35.63	14.13	22.47	28.68	60.50	43.97	8.42
Nợ phải trả/Doanh thu	0.66	0.50	0.55	0.34	0.14	0.65	0.36
Tiền mặt/Doanh thu	0.31	0.05	0.40	0.27	0.14	0.19	0.52

Năng lực hoạt động của DPR có xu hướng được cải thiện từ năm 2008 sang năm 2009 và ở mức khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Mặc dù doanh thu năm 2008 tăng song các chỉ tiêu năng lực hoạt động lại giảm do ảnh hưởng của suy thoái kinh tế làm giảm giá cao su xuất khẩu. Năm 2009, kinh tế có những chuyển biến tích cực, giá cao su tự nhiên trên thế giới đã phục hồi mạnh, doanh thu và lợi nhuận của DPR mặc dù giảm so với năm 2008 song đều vượt xa kế hoạch, các chỉ tiêu năng lực hoạt động năm 2009 tăng lên đáng kể so với năm 2008.

Năm 2009, cầu cao su tự nhiên gia tăng mạnh mẽ cùng sự phục hồi kinh tế toàn cầu trong khi nguồn cung lại sụt giảm do ảnh hưởng của thời tiết tại một số nước xuất khẩu lớn. Vì vậy, sản phẩm làm ra được tiêu thụ nhanh chóng, vòng quay tồn kho của doanh nghiệp tăng mạnh. **Chúng tôi đánh giá cao chính sách bán hàng và quản lý hàng tồn kho của DPR, chỉ tiêu này của DPR hiện cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành**.

Chất lượng bán hàng của DPR cũng được đánh giá tốt nhờ tỷ lệ tiền mặt so với doanh thu tăng mạnh và ở mức cao so với các doanh nghiệp còn lại. Duy trì lượng tiền mặt và vốn lưu động lớn giúp doanh nghiệp đảm bảo thanh khoản tốt và chủ động với các khoản chi tiêu đầu tư.

Do liên tục mở rộng quy mô và nhiều dự án vẫn đang trong quá trình đầu tư chưa mang lại doanh thu nên một số chỉ tiêu của DPR chỉ ở mức trung bình ngành. Tuy nhiên, xét về dài hạn khi 14 dự án lần lượt tạo doanh thu thì DPR có nhiều khả năng để nâng cao năng lực hoạt động.

Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ TÀI CHÍNH

Phân tích khả năng sinh lời

Bảng 6 - Khả năng sinh lời	2007	2008	2009				
			DPR	HRC	TNC	PHR	TRC
Tỷ suất LNB gộp	36.34%	34.58%	35.90%	24.32%	22.70%	26.49%	34.23%
Tỷ suất LNB ST	32.97%	32.11%	33.56%	22.77%	17.46%	24.41%	35.98%
ROE	34.73%	34.38%	24.95%	12.55%	12.29%	22.92%	25.01%
ROA	20.47%	22.39%	17.73%	10.56%	11.16%	14.22%	20.01%
Tăng trưởng							
LN từ HĐSXKD	43.15%	-7.31%	188.74%	-	-	-	-
LNST	64.22%	0.86%	139.85%	-	-	-	-

Các doanh nghiệp thuộc ngành cao su tự nhiên luôn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn hẳn so với hầu hết các ngành khác. Các chỉ tiêu sinh lời của DPR được cải thiện liên tục qua các năm và cao vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành.

DPR có lợi thế về thổ nhưỡng và cơ cấu vườn cây đang trong độ tuổi cho mùa tốt nên năng suất khai thác trung bình của DPR cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành, nhờ đó tỷ suất lợi nhuận biên gộp và lợi nhuận biên sau thuế của DPR được duy trì trên 32% từ năm 2007 đến nay, tỷ suất này cũng là cao nhất trong ngành.

Do tổng tài sản và vốn chủ sở hữu đều tăng mạnh trong năm 2009 nên ROE và ROA của doanh nghiệp giảm mạnh, song so với các doanh nghiệp cùng ngành vẫn ở mức cao, sinh lời trên vốn chủ và tổng tài sản của DPR chỉ đứng sau TRC.

Năm 2010, dự kiến sản lượng của DPR sẽ ở mức tương đương năm 2009, giá cao su tự nhiên sẽ tăng khoảng 30% trong khi chi phí lương nhân viên tăng 22.5%, doanh thu và lợi nhuận của DPR trong năm 2010 khó có khả năng tăng trưởng đột biến, cùng với việc phát hành tăng vốn, các chỉ tiêu sinh lời của DPR sẽ khó có mức tăng trưởng cao. **Trong Q1 và Q2, do tính mùa vụ cây cao su, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của DPR được nâng đỡ nhờ hàng tồn kho và việc tăng giá bán, tuy nhiên lượng hàng tồn kho cuối Q4/2009 không lớn nên kết quả kinh doanh những tháng đầu năm hoàn toàn phụ thuộc vào việc tăng giá bán.**

Chúng tôi đánh giá cao chiến lược hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2007-2009 do tính hiệu quả và hợp lý. Việc hạn chế sử dụng nợ giúp doanh nghiệp tránh được tăng chi phí tài chính khi lãi suất cho vay tăng mạnh, đẩy mạnh đầu tư theo chiều sâu giúp doanh nghiệp gia tăng lợi nhuận trong điều kiện năng suất không tăng thêm.

Phân tích tỷ số giá trị thị trường

Bảng 7 - Tỷ số giá trị thị trường	2007	2008	2009				
			DPR	HRC	TNC	PHR	TRC
EPS điều chỉnh	5.801	5.851	5.440	3.731	1.557	3.227	5.281
Giá trị sổ sách	15.761	16.133	20.827	29.056	12.622	12.317	20.834
EPS trailing Q4	-	-	5,440	3,730	1,560	3,250	5,280
Giá ngày 22/02			63.000	36.500	14.000	38.100	74.000
P/E cơ bản (Giá ngày 22/02)	-	-	11.58	9.79	8.97	11.72	14.02
P/B (Giá ngày 22/02)	-	-	3.02	1.74	1.11	3.09	3.55

Tính theo mức giá ngày 22/02/2010, P/E trung bình của ngành cao su tự nhiên bằng 12.04x, P/B bằng 3.03x.

P/E của DPR hiện bằng 11.72x thấp hơn so với mức trung bình ngành, cao hơn so với HRC và TNC nhưng thấp hơn PHR và TRC là hai doanh nghiệp được đánh giá tương đương so với DPR.

Tương tự với P/B, giá trên giá trị sổ sách của DPR thấp hơn tương đối so với trung bình ngành, cao hơn so với HRC và TNC nhưng thấp hơn PHR và TRC.

Hệ số giá trị thị trường cho biết cổ phiếu đang được giao dịch với mức giá đắt hơn hay rẻ hơn so với thị trường và so với các cổ phiếu cùng ngành. Mức giá ngày 22/02 cho thấy DPR đang được giao dịch với mức giá rẻ tương đối.

Kết hợp đánh giá tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp và so sánh với giá được xác định trong phần tiếp theo, chúng tôi sẽ đưa ra kết luận nên mua hay bán và mua bán với mức giá nào là hợp lý với cổ phiếu DPR.

Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

PHÂN TÍCH SWOT**Điểm mạnh**

- Vườn cây chủ yếu tại Bình Phước với thổ nhưỡng tốt lại hạn chế được ảnh hưởng của thiên tai nên thuận lợi cho sự phát triển của cây cao su giúp tăng năng suất và sản lượng mùa khai thác.
- Gần 100% vườn cây trong độ tuổi cho mùa, trong đó 42% cây ở độ tuổi 18-23 năm tuổi có khả năng cho mùa tốt nhất nên năng suất khai thác của DPR cao hơn hẳn các doanh nghiệp cùng ngành.
- Chi phí tài chính nhỏ nhờ không có các khoản vay nợ với lãi suất cao trong năm 2008.

Điểm yếu

- Ít có khả năng tăng doanh thu nhờ tăng sản lượng trong 2 năm tới do vườn cây đang và đã qua độ tuổi cho mùa tốt nhất.
- Các dự án trồng mới vườn cây tại Campuchia triển khai chậm do thủ tục.
- Vườn cây phân tán gây khó khăn cho việc chăm sóc và quản lý, đòi hỏi nhiều nhân công nên ảnh hưởng tới chi phí.
- Xuất khẩu phần lớn sản phẩm vào Trung Quốc, vì vậy hoạt động sản xuất kinh doanh của DPR bị tác động mạnh bởi các chính sách kinh tế của nước này.
- Xuất khẩu chủ yếu là sản phẩm thô nên giá trị thấp và ít có khả năng cạnh tranh cũng như mở rộng thị trường.

Cơ hội

- Cao su tự nhiên chủ yếu phục vụ sản xuất lốp ô tô, vì vậy, cầu cao su tự nhiên trong thời gian tới sẽ gia tăng mạnh mẽ nhờ tăng trưởng ngành công nghiệp ô tô kinh tế phục hồi và tăng giá dầu thô.
- Tỷ giá VNĐ/USD có xu hướng tăng - phá giá đồng tiền giúp tăng sức cạnh tranh của doanh nghiệp xuất khẩu. Đồng thời, USD suy yếu trên thị trường quốc tế làm giá giao dịch cao su tự nhiên sẽ được duy trì ở mức cao.
- DPR cũng như các doanh nghiệp cùng ngành khác có khả năng nâng cao năng lực cạnh tranh với các quốc gia khác nhờ lợi thế về thổ nhưỡng, khí hậu và chi phí nhân công rẻ.
- Đầu tư mở rộng vườn cây sang Campuchia, Lào, Tây Nguyên tạo cơ hội cho các doanh nghiệp trong ngành tăng sản lượng và đảm bảo tăng trưởng dài hạn.

Thách thức

- Nhập khẩu cao su Trung Quốc có nguy cơ giảm do Mỹ tăng thuế nhập khẩu với sản phẩm lốp của Trung Quốc.
- Công nghệ khai thác và chế biến mùa của Việt Nam chưa đáp ứng được yêu cầu về chất lượng của các thị trường tiềm năng như Nhật Bản, Hàn Quốc ...
- Khí hậu biến đổi, thiên tai và bão lũ làm giảm năng suất và sản lượng mùa khai thác.
- Diện tích đất phục vụ trồng cao su, đất nông nghiệp trong nước không có khả năng mở rộng thậm chí đang có xu hướng thu hẹp nhanh.
- Giá các loại nguyên liệu đầu vào đều có xu hướng tăng.

Nguồn: doruco, TVSI tổng hợp

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Khả năng tạo lợi nhuận đột biến của DPR trong năm 2010 phụ thuộc nhiều vào 4 nhân tố:

- Thứ nhất, nhu cầu với cao su tự nhiên gia tăng mạnh nhờ kinh tế phục hồi - sự phát triển của ngành công nghiệp ô tô;
- Thứ hai, giá đầu thô có xu hướng tăng - tăng giá cao su tổng hợp là sản phẩm thay thế của cao su tự nhiên;
- Thứ ba, nguồn cung bị thu hẹp do ảnh hưởng của thay đổi khí hậu và thiên tai;
- Thứ tư, tỷ giá VNĐ/USD sẽ giữ nguyên hoặc tiếp tục tăng.

Nhân tố sản lượng khai thác không được đưa vào do không chắc chắn về khả năng gia tăng sản lượng: năng suất và diện tích khai thác mù của DPR đều đã ở mức tốt nhất, DPR có thể tăng thu mua mù bên ngoài về để chế biến nhưng hai nhà máy chế biến mù đã hoạt động hết công suất, vì vậy sản lượng thành phẩm sẽ không biến động nhiều so với mức 19,600 tấn/năm.

Trong phần này chúng tôi sẽ tiến hành định giá cổ phiếu DPR theo ba phương pháp cơ bản: DCF, P/E và P/B. Giá cổ phiếu DPR được xác định dựa trên hai kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với doanh nghiệp. Bằng đánh giá và nhận định mang tính chủ quan, chúng tôi sẽ xác định mức giá cuối cùng bằng cách lấy tỷ trọng của mỗi phương pháp và mỗi kịch bản dựa trên xác suất xảy ra của mỗi kịch bản.

Kịch bản lạc quan

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô bắt đầu từ năm 2010.

- Nền kinh tế trong nước và cả thế giới thực sự phục hồi và bước vào giai đoạn tăng trưởng mới với tốc độ 5.5% cho năm 2009 và tăng dần trong các năm tiếp theo (2010: 6.5%, 2011: 7%), lạm phát được kiểm soát ở mức 1 con số và dự tính sẽ không thấp hơn 7% trong năm 2010.
- Gói kích cầu thứ hai sẽ tiếp nối gói kích cầu thứ nhất phát huy những tác động tích cực đối với nền kinh tế. Thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, nâng cao đời sống của dân cư giúp đẩy mạnh nhu cầu với bất động sản.
- Không có thêm nhiều biến động đối với chính sách tiền tệ, cụ thể là lãi suất cơ bản sẽ không tăng đột biến như năm 2008, theo đó lãi suất cho vay cũng sẽ được kiểm soát.
- Tỷ giá có khả năng sẽ tiếp tục được nới lỏng, đồng nội tệ sẽ được phá giá thêm tuy nhiên biên độ không lớn.
- Công nghiệp ô tô tăng trưởng kéo theo nhu cầu với cao su sản xuất xăm lốp tăng mạnh. Giá đầu mỏ kéo dài xu thế tăng giá đẩy giá cao su tự nhiên tăng tối thiểu 30% trong năm 2010.
- Giá phân bón tăng cùng xu hướng tăng của dầu mỏ, song mức độ tăng có thể kiểm soát đồng thời Nhà nước sẽ tiếp tục các chính sách hỗ trợ hoạt động sản xuất nông nghiệp như hỗ trợ vốn mua phân bón, máy móc, thiết bị, vật tư nông nghiệp.
- Trung Quốc sẽ tiếp tục giảm thuế nhập khẩu thấp hơn mức mới giảm đầu năm 2010 là 2,000 NDT/tấn với cao su tự nhiên và 1,600 NDT/tấn với cao su hun khói.
- Mỹ sẽ dần giảm bớt thuế chống bán phá giá với sản phẩm xăm lốp của Trung Quốc xuất khẩu vào thị trường này.

Dự báo một số các yếu tố liên quan hoạt động đầu tư và kinh doanh của doanh nghiệp bắt đầu từ năm 2010.

- Vườn cây hiện tại của DPR tiếp tục cho năng suất 2.25 tấn/ha. DPR thu mua đủ nguyên liệu để khai thác tối đa dây chuyền sản xuất 19,000 tấn/năm.
- Các dự án trồng cao su đang triển khai tại Campuchia và Tây Nguyên đều được đảm bảo vốn và tiến hành đúng tiến độ, năm 2012 sẽ hoàn thành và năm 2015 sẽ bắt đầu cho mù.
- CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú sử dụng 16% sản lượng mù latex khai thác của DPR để sản xuất nệm, gối ... xuất khẩu sang Hàn Quốc và Nhật Bản hoạt động thuận lợi. Từ năm 2010 sẽ mang lại lợi nhuận khoảng 35 tỷ đồng/năm.
- DPR tiếp tục hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp 12.5% (giảm 50%) trong năm 2010 và 2 năm tiếp theo, 7 năm tiếp nữa nhận mức thuế 15%.
- Chi phí nhân công sẽ tiếp tục gia tăng do tăng lương cơ bản và tính chất độc hại của công việc khai thác mù.
- DPR phát hành riêng lẻ 3 triệu cổ phiếu cho cổ đông chiến lược nhằm huy động vốn cho các dự án đang triển khai trong quý 1/2010.

Phân tích tác động của giá xuất khẩu cao su và tỷ giá lên doanh thu của DPR

Diễn biến thị trường hai tháng đầu năm 2010 cho thấy, giá cao su tự nhiên có xu hướng tăng mạnh - giá bán cao su bình quân của DPR trong tháng 1 là 49.33 triệu/tấn tương đương hơn 2,680 USD/tấn trong khi giá dự kiến là 34 triệu/tấn.

Chúng tôi cho rằng, trong năm 2010 giá cao su tự nhiên sẽ dao động trong khoảng 2,200 USD - 3,200 USD/tấn.

Tỷ giá VNĐ/USD sẽ dao động trong khoảng 18,500 - 19,000 VNĐ/USD.

Sản lượng tiêu thụ của DPR trong năm 2010 sẽ dao động trong khoảng từ 19,000 tấn - 19,700 tấn.

Trên cơ sở dự tính các khoản chi phí và doanh thu khác từ thanh lý cây già, bán cây con và mù tạt thu. Chúng tôi xây dựng được bảng phân tích độ nhạy của Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông của DPR với tỷ giá, giá bán và sản lượng.

Phân tích độ nhạy cho biết, giá xuất khẩu thay đổi 100 USD và tỷ giá thay đổi 100 đồng thì lợi nhuận của DPR sẽ tăng lên bao nhiêu đồng. Tương tự như vậy với việc thay đổi của sản lượng và giá, hay sản lượng và tỷ giá.

Trường hợp 1

Đơn vị: Tỷ đồng

Giá xuất khẩu cao su (USD/tấn)

Tỷ giá VNĐ/USD	242.184	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600	2,700	2,800	2,900	3,000	3,100	3,200
		↓										
18.500	→	205	214	223	232	242	251	260	269	278	287	297
18.600	→	206	215	225	234	243	252	261	271	280	289	298
18.700		207	216	226	235	244	253	263	272	281	290	300
18.800		208	218	227	236	245	255	264	273	283	292	301
18.900		209	219	228	237	247	256	265	275	284	294	303
19.000		210	220	229	239	248	257	267	276	286	295	304

Cố định sản lượng tiêu thụ 19,000 tấn/năm. Xem xét biến thay đổi của LNST thuộc về cổ đông với tỷ giá và giá xuất khẩu. Như vậy, căn cứ tình hình hiện tại cùng với những giả định lạc quan về kinh tế thế giới, DPR có khả năng tạo lợi nhuận đột biến trong năm 2010 khi giá cao su xuất khẩu trung bình của công ty tăng qua ngưỡng 2,800 USD/tấn.

Trường hợp 2

Giá xuất khẩu cao su (USD/tấn)

Sản lượng (Tấn)	242.184	2,200	2,300	2,400	2,500	2,600	2,700	2,800	2,900	3,000	3,100	3,200
		↓										
19,000	→	205	215	224	233	242	251	261	270	279	288	293
19,100	→	207	216	225	234	243	253	262	271	280	290	294
19,200		208	217	226	235	245	254	263	272	282	291	296
19,300		209	218	227	237	246	255	265	274	283	293	298
19,400		210	219	228	238	247	257	266	275	285	294	299
19,500		211	220	230	239	248	258	267	277	286	296	301
19,600		212	221	231	240	250	259	269	278	288	297	306

Cố định tỷ giá ở mức 18,544 VNĐ/USD. Xem xét biến thay đổi của LNST thuộc về cổ đông với sản lượng và giá xuất khẩu. Như vậy, căn cứ tình hình hiện tại cùng với những giả định lạc quan về kinh tế thế giới 2010, DPR càng gia tăng sản lượng tiêu thụ, sẽ càng có nhiều lợi nhuận.

DPR đang trong giai đoạn tăng trưởng đều do vườn cây đã ở độ tuổi khai thác tốt nhất, không có khả năng gia tăng sản lượng, với giả định CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú hoạt động thuận lợi, DPR sẽ đảm bảo được tốc độ tăng trưởng ổn định cho đến khi các vườn cây tại Tây Nguyên và Campuchia có thể khai thác. Sau khi vườn cây mới bước vào độ tuổi khai thác tốt, với giả định cầu cao su thế giới vẫn tiếp tục tăng và nguồn cung vẫn chưa bùng phát, bằng việc gia tăng sản lượng, DPR có thể bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh. Khi những giả định về cầu và cung không còn ý nghĩa, DPR bước vào giai đoạn tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng giảm.

Sử dụng mô hình FCFF 3 giai đoạn: giai đoạn đầu kéo dài đến năm 2014, giai đoạn tăng trưởng nhanh từ năm 2015 đến năm 2020 và giai đoạn tiếp theo là tăng trưởng ổn định với tốc độ tăng trưởng thấp hơn.

Giai đoạn tăng trưởng đều đến năm 2014

Doanh thu thuần

Năng suất khai thác mủ của DPR khoảng 2.25 tấn/ha, mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành do toàn bộ vườn cây của doanh nghiệp đang trong độ tuổi cho mủ và phần lớn cây đang cho mủ tốt nhất. Doanh thu từ khai thác và xuất khẩu mủ thô trong năm 2010 có khả năng tăng 30% so với năm 2009 nhờ giả định tăng về giá xuất khẩu, khả năng tăng doanh thu nhờ tăng sản lượng là hạn chế.

Dự án sản xuất nệm mút đã đi vào hoạt động và mang lại doanh thu từ tháng 6/2009, dự kiến sẽ hoạt động hiệu quả hơn trong năm 2010 nhờ kinh tế phục hồi. Tỷ suất lợi nhuận từ mảng hoạt động này cao hơn so với xuất khẩu sản phẩm thô nên sẽ duy trì tăng trưởng lợi nhuận ổn định.

Giá vốn hàng bán

Đặc thù của các doanh nghiệp trồng và khai thác cao su tự nhiên là giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng thấp, tỷ lệ so với doanh thu khá ổn định qua các năm. Trong 3 năm gần đây, tỷ lệ giá vốn hàng bán so với doanh thu thuần của DPR luôn dao động quanh mức 64%. Chúng tôi cho rằng, tỷ lệ này sẽ không có nhiều thay đổi trong các năm tiếp theo do DPR cũng như các doanh nghiệp thuộc ngành cao su tự nhiên khác thường điều chỉnh để giữ ổn định hoặc giảm các khoản liên quan đến giá vốn hàng bán.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Cũng giống như giá vốn hàng bán, DPR quản lý chi phí khá hiệu quả, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng ổn định so với doanh thu thuần và có chiều hướng giảm dần. Chi phí này bao gồm các khoản chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công, khấu hao tài sản cố định và dịch vụ mua ngoài. Ước tính trong các năm tiếp theo, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp sẽ chiếm tỷ trọng khoảng 4.5% - 5.5% so với doanh thu thuần.

Doanh thu khác

Doanh thu khác của DPR đến từ các nguồn: thanh lý cây cao su, bán cây giống, mủ tận thu và bán nước sinh hoạt. Trong các năm tới, doanh nghiệp sẽ tiến hành thanh lý dần vườn cây do đã quá tuổi khai thác.

Doanh thu từ thanh lý vườn cây sẽ đẩy doanh thu khác tăng cao và bù đắp lại phần doanh thu bị giảm do giảm sản lượng. Giá gỗ cao su không có nhiều khả năng tăng thêm do các mặt hàng gỗ nhập khẩu vào Việt Nam từ năm 2010 chỉ phải chịu thuế xuất 0-3%, trong khi thuế xuất khẩu của doanh nghiệp trong nước là 10%. Do vậy, doanh thu từ thanh lý vườn cây cũng không có khả năng làm tăng đột biến doanh thu của doanh nghiệp như các năm trước.

Thuế thu nhập doanh nghiệp

Từ năm 2010 đến năm 2012, DPR sẽ chịu thuế suất 12.5% và 7 năm tiếp theo là 15% sau đó chưa có thêm ưu đãi nào về thuế thu nhập doanh nghiệp.

Tốc độ tăng trưởng

Giai đoạn này, tốc độ tăng trưởng được xác định: $g = (1-b) \times ROE = 18.07\%$

Trong đó: b là tỷ lệ tái đầu tư và ROE là tỷ lệ sinh lời trên vốn chủ sở hữu.

Giai đoạn tăng trưởng nhanh từ 2015 đến năm 2019

Các dự án trồng mới vườn cây cao su tại Tây Nguyên và Campuchia đang triển khai dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2012. Tính theo tuổi cây cao su thì diện tích trồng trong năm 2009 sẽ được khai thác vào năm 2015, vườn cây mới đưa vào khai thác sẽ đẩy cao năng suất và sản lượng khai thác mủ của doanh nghiệp. Ước tính diện tích vườn cây của DPR sẽ tăng lên gấp 2 và sản lượng theo đó có thể tăng hơn 2 lần. Doanh thu và lợi nhuận của DPR sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh từ năm 2015 và kéo dài đến năm 2019 khi vườn cây đi vào độ tuổi không còn khả năng gia tăng mủ. Trong giai đoạn này, DPR chịu thuế thu nhập doanh nghiệp là 15%.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn tăng trưởng nhanh xác định bằng tương đương tăng trưởng ngành công nghiệp trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng tốt bằng 24%/năm.

Giai đoạn tăng trưởng đều từ 2020

Công ty có thể tiếp tục tái đầu tư, cải canh và mở rộng vườn cây để gia tăng sản lượng. Tuy nhiên, yếu tố cầu không thể gia tăng mãi, chưa kể đến việc các doanh nghiệp khác và các quốc gia khác cũng có khả năng gia tăng vườn cây nên công ty không thể kéo dài mãi thời kỳ sản xuất ra bao nhiêu, tiêu thụ hết bấy nhiêu. Đất để mở rộng vườn cây ngày càng thu hẹp, khi đó vườn cây cao su bước vào độ tuổi khai thác mủ tốt nhất, năng suất và sản lượng vườn cây sẽ không có khả năng gia tăng. Doanh thu từ khai thác mủ có xu hướng giảm dần, mức độ giảm còn phụ thuộc vào thu từ thanh lý vườn cây và mủ tận thu, công ty sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng thấp hơn.

Do vai trò quan trọng của cao su tự nhiên và tính khan hiếm của sản phẩm thay thế cho nó là cao su tổng hợp nên dù kinh tế bước vào giai đoạn tăng trưởng ổn định, thì tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn này của doanh nghiệp cao su vẫn được giả định cao hơn tốc độ tăng trưởng kinh tế, tương đương tăng trưởng công nghiệp bằng 10%/năm.

Định giá theo FCFF 3 giai đoạn

Tiến hành chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp theo tỷ lệ chiết khấu tính theo chi phí vốn bình quân gia quyền WACC = 15.48% ở giai đoạn 1, và WACC = 18.58% ở giai đoạn 2, giai đoạn 3 có WACC = 9.9%. Trong đó, chi phí vốn vay kd xác định dựa trên giả định về lãi suất cơ bản điều chỉnh theo các ưu tiên của chính phủ đối với ngành cao su tự nhiên, tỷ lệ chiết khấu ke - chi phí vốn, được xác định bằng mô hình CAPM. Tỷ lệ chiết khấu ke = 16.32 % ở giai đoạn thứ nhất. Giai đoạn thứ 2 - tăng trưởng nhanh k = 19.83% do thay đổi về phần bù rủi ro và lãi suất phi rủi ro trong giai đoạn kinh tế tăng trưởng nhanh. Giai đoạn tăng trưởng đều lãi suất chiết khấu k giảm xuống còn 10% với giả định ngành công nghiệp ô tô cũng như các ngành sản xuất sử dụng nguyên liệu mủ cao su và nên kinh tế tăng trưởng ổn định. **Giá của một cổ phiếu trong kịch bản lạc quan theo phương pháp chiết khấu dòng tiền bằng 85,470 VNĐ**

Kịch bản thận trọng

Dự báo một số các yếu tố kinh tế vĩ mô bắt đầu từ năm 2010.

Kịch bản dựa trên những giả định thận trọng hơn về tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cũng như triển vọng của ngành bất động sản.

Cơ sở để đưa ra những giả định thận trọng với kinh tế vĩ mô: kinh tế thế giới dù bước qua suy thoái song tăng trưởng yếu, thị trường vàng - tài chính - tiền tệ thế giới vẫn có nhiều biến động, một số quốc gia đã thoát khỏi suy thoái và có tốc độ tăng trưởng tốt, cũng có những quốc gia đứng trước nguy cơ phá sản ... Công nghiệp ô tô đã bước qua đáy suy thoái nhưng chưa lấy lại nhịp tăng trưởng do cầu vẫn còn yếu vì vậy nhu cầu sử dụng cao su để sản xuất lốp ô tô không gia tăng mạnh. Vì vậy, giá dầu có thể vẫn trong xu thế tăng và nguồn cung cao su tự nhiên vẫn bị thu hẹp nhưng giá cao su tự nhiên không có khả năng bứt phá mạnh liên tục.

Vườn cao su hiện tại của DPR vẫn có thể duy trì năng suất và sản lượng tương đương năm 2009 nhưng nếu giá bán không tăng thì doanh thu và lợi nhuận từ hoạt động chính sẽ khó có khả năng tăng trưởng đột biến. Mấu chốt là dự án sản xuất nệm, mút với CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú, dù giả định thận trọng với kinh tế song chúng tôi vẫn đánh giá cao dự án này của DPR, dự án này sẽ đảm bảo tăng trưởng ổn định lợi nhuận cho DPR trong dài hạn.

Tương tự với kịch bản lạc quan, lãi suất chiết khấu vẫn được xác định theo WACC với từng giai đoạn lần lượt bằng: 17.22%, 18.93% và 10.5%, giá cổ phiếu DPR xác định trong kịch bản thận trọng bằng 66,070 VNĐ.

KẾT LUẬN:

Việc định giá doanh nghiệp thực chất là việc ước lượng với mức độ tin cậy cao nhất dựa trên những giả định về kinh tế, ngành và doanh nghiệp có nhiều khả năng xảy ra nhất. Các biến số trong mô hình được xác định dựa trên quá trình tìm hiểu thông tin, phân tích doanh nghiệp và các giả định vì vậy khi giả định thay đổi giá sẽ có sự điều chỉnh tương ứng.

Trung bình theo hai kịch bản giá của DPR được xác định bằng 75,770 VNĐ

Định giá theo phương pháp P/E và P/B**Theo phương pháp P/E****Giá CP DPR: 75,628 VNĐ**

Chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu DPR theo phương pháp P/E và P/B theo kịch bản lạc quan do chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra với kịch bản này nhiều hơn kịch bản còn lại.

P/E trung bình ngành cao su tự nhiên tính theo giá ngày 08/03/2010 bằng 12.851x. Tiến hành điều chỉnh theo tỷ trọng giá trị vốn hóa, tổng tài sản và nguồn vốn chủ sở hữu. Chúng tôi cho rằng, P/E mục tiêu cho giá cổ phiếu DPR trong năm 2010 bằng 14x. EPS trailing 2010 bằng 5,402 VNĐ. Giá DPR xác định theo phương pháp P/E bằng 75,628 VNĐ.

Bảng 9 - Tỷ số giá thị trường

ĐV: '000 VNĐ

	DPR	HRC	TNC	PHR	TRC
Số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại	40,000,000	17,160,970	19,250,000	80,828,017	30,000,000
Giá ngày 22/02/2009	66.500	38.900	15.200	41.800	72.000
Giá trị vốn hóa	2,660,000,000	667,561,733	292,600,000	3,378,611,111	2,160,000,000
EPS trailing Q4	5.440	3.730	1.560	3.250	5.280
Giá trị sổ sách	20.830	20.940	12.620	12.320	20.830
P/E	12.22	10.43	9.74	12.86	13.64
P/B	3.19	1.86	1.20	3.39	3.46

Theo phương pháp P/B**Giá CP DPR: 76,209 VNĐ**

P/B trung bình ngành cao su tự nhiên tính theo giá ngày 08/03/2010 bằng 2.998x. Tương tự P/E, chúng tôi tiến hành điều chỉnh theo tỷ trọng giá trị vốn hóa thị trường, quy mô tổng tài sản và nguồn vốn chủ sở hữu của DPR so với trung bình ngành. Chúng tôi xác định P/B mục tiêu cho giá của DPR trong năm 2010 là 3.5x. Book value của DPR trailing 2010 vào khoảng 21,774 VNĐ. Giá DPR xác định theo phương pháp P/B bằng 76,209 VNĐ.

Giá trung bình

Chúng tôi tiến hành định giá cho cả hai phương pháp DCF và tỷ số. Nếu như phương pháp P/E và P/B thích hợp cho việc đầu tư trong ngắn hạn thì phương pháp DCF với các dự báo sát với tình hình hoạt động của doanh nghiệp hơn sẽ thích hợp cho việc đầu tư trong dài hạn.

Dựa trên những phân tích trên chúng tôi lấy tỷ trọng cho mỗi phương pháp lần lượt là 30%, 30% và 40%. Tổng hợp lại giá mục tiêu cho cổ phiếu DPR xác định bằng 75,869 VNĐ.



CHỨNG KHOÁN TÂN VIỆT

Sàn giao dịch của mọi nhà

Mức khuyến nghị

	Bán với khối lượng lớn
	Nên bán
	Cầm giữ
	Nên mua
	Mua với khối lượng lớn

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Doanh nghiệp Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

ThS. Hoàng Thị Thanh Thùy

Chuyên viên phân tích:

Lưu Thị Hương

Email: huonglt@tvs.com.vn

Sản phẩm phòng phân tích TVSI:

- Báo cáo thường xuyên**

Thông tin cập nhật website hàng ngày

Morning Briefing

Thống kê giao dịch cuối ngày

Thống kê giao dịch tuần

Bản tin: bản tin tuần, trái phiếu

Lịch sự kiện theo tháng

- Báo cáo phân tích**

Báo cáo Kinh tế Đầu tư tháng

Báo cáo phân tích ngành

Báo cáo phân tích doanh nghiệp

- Báo cáo thống kê**

EPS Flash Report

Investment Tool

Top 50 mã CK có giá trị vốn hóa lớn nhất

- Sản phẩm giao dịch**

I-trade Home

I-trade Pro

- Hội thảo**

Hội thảo chuyên đề và hội thảo nhỏ

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ, Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo, Q. 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Chi nhánh Hoàn Kiếm

26C Trần Hưng Đạo, Q. Hoàn Kiếm

ĐT: (04) 39332233

Fax: (04) 39335120

Chi nhánh An Đông, HCM

95A Nguyễn Duy Dương, Q. 5

ĐT: (08) 38306547

Fax: (08) 38306547

Chi nhánh Hải Phòng

19 Điện Biên Phủ

ĐT: (031) 3757556

Fax: (031) 3757560

Chi nhánh Đà Nẵng

114 Quang Trung

ĐT: (0511) 3752282

Fax: (0511) 3752283

Website: www.tvs.com.vn

Email: contact@tvs.com.vn