



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội, Tháng 12 - 2010

www.shs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐỒNG PHÚ (DORUCO)



NHỮNG NỘI DUNG CHÍNH

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	DPR
Sàn giao dịch:	HOSE
Giá thấp nhất 52 tuần:	45.000
Giá cao nhất 52 tuần:	67.740
Giá thị trường (ngày 01/12/2010):	62.000
Giá kỳ vọng:	77.500
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng):	2.666
Số lượng cổ phần lưu hành:	43.000.000
KLGD trung bình 10 ngày:	13.481
Tỷ lệ trả cổ tức 2009:	20%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước:	60%
Sở hữu nước ngoài:	22,02%
Sở hữu khác:	17,98%

ĐỒ THỊ GIÁ



DORUCO hiện đang là doanh nghiệp sản xuất cao su có năng suất khai thác cao nhất trong Hiệp hội Cao su Việt Nam. Sở hữu vườn cây đang trong độ tuổi khai thác tốt nhất (tỷ trọng cây 10-15 năm tuổi chiếm đến 32%) và điều kiện thổ nhưỡng phù hợp cho sự phát triển của cây cao su, nên năng suất vườn cây trong vòng 3 năm vừa qua tăng trưởng trung bình 10%/năm và đạt 2,21 tấn/ha, năng suất cao nhất trong Hiệp hội Cao su Việt Nam.

Sản lượng khai thác được dự báo sẽ có mức tăng trưởng ổn định trong các năm tới do Doruco có kế hoạch trồng và tái canh hợp lý - Đây là một ưu điểm khá lớn của **Doruco**. Công ty vẫn triển khai việc tái canh trồng mới nhằm tăng năng suất, nhưng luôn có kế hoạch gối đầu diện tích khai thác hợp lý, điều này đã giúp cho năng suất khai thác và sản lượng của Công ty luôn giữ ổn định trong các năm tới. Kể từ sau năm 2015, khi mà diện tích trồng mới được đưa vào khai thác thì sản lượng cao su của **Doruco** sẽ có sự tăng trưởng mạnh.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010. Sản lượng cao su khai thác năm nay vẫn sẽ được duy trì ổn định ở mức khoảng 16.000 tấn, sản lượng thu mua theo kế hoạch là 2.500 tấn. Với giá bán trung bình ước tính 54 triệu đồng/tấn, dự kiến doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2010 của **Doruco** đạt tương ứng là 1.000 và 300 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi đánh giá cao hiệu quả hoạt động và tiềm năng tăng trưởng của **Doruco**. Trên cơ sở kết hợp các phương pháp định giá FCFE, FCFF, P/E và P/B với các giả định hợp lý, chúng tôi kỳ vọng mức giá hợp lý của cổ phiếu **DPR** sẽ ở vùng **77.500** đồng/cp. Với giá thị trường hiện tại đang ở quanh mức 62.000 đồng/cp, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu **DPR** cho mục đích đầu tư dài hạn. Trong ngắn hạn, nhà đầu tư cần lưu ý đến rủi ro thanh khoản do khối lượng giao dịch của cổ phiếu **DPR** hiện đang ở mức khá thấp.

TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Chỉ số tài chính	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E
Tổng tài sản (triệu VNĐ)	1.691.717	1.133.608	1.045.096	1.246.311	1.466.912
Vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	471.702	668.134	680.846	867.644	1.268.337
Doanh thu thuần (triệu VNĐ)	602.105	703.796	728.795	648.310	1.003.691
Lợi nhuận sau thuế (triệu VNĐ)	151.217	232.041	234.044	210.759	333.597
ROA (%)	8,94%	20,47%	22,39%	16,91%	22,74%
ROE (%)	32,06%	34,73%	34,38%	24,29%	26,30%
EPS cơ bản (VNĐ)	3.780	5.801	5.851	5.269	7.758
P/E (x)	16,40	10,69	10,60	11,77	7,99
P/B (x)	6,20	3,93	3,84	2,99	2,15

* P/E, P/B được xác định theo giá thị trường ngày 01/12/2010

DIỄN BIẾN NGÀNH CAO SU TỰ NHIÊN NĂM 2010

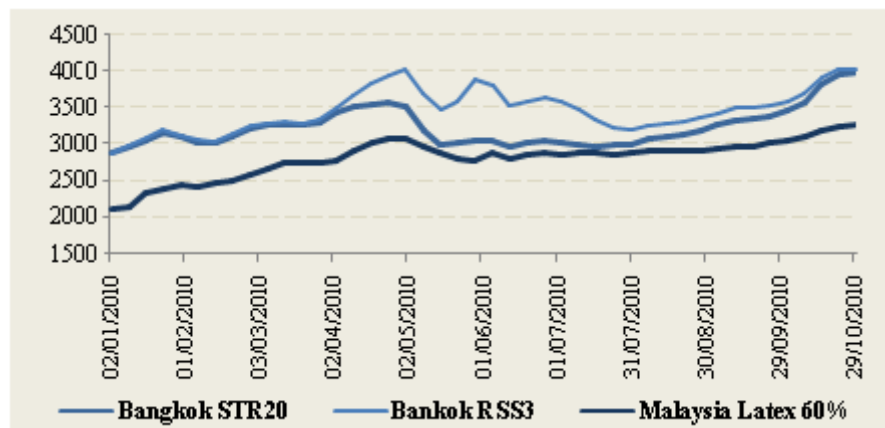
1. Ngành cao su tự nhiên thế giới

Cao su tự nhiên đang trong tình trạng lo ngại do khan hiếm nguồn cung bởi thời tiết xấu. Theo nhóm nghiên cứu cao su quốc tế (IRSG) thì sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu sẽ tăng thêm 6,3% lên mức 10,25 triệu tấn trong năm 2010 và tăng 7,3% lên mức 11 triệu tấn trong năm 2011, tuy nhiên hiện tượng thời tiết xấu và mưa trái mùa tại các vùng sản xuất cao su tự nhiên chính là Thái Lan, Malaysia và Ấn Độ sẽ khiến cho nguồn cung xấu đi trong quý 4/2010 - Vì thế nguồn cung cao su toàn cầu khó có khả năng vượt quá con số 9,7 triệu tấn trong năm nay. Bên cạnh đó, các nước sản xuất cao su lớn đều không có khả năng tăng đột biến được nguồn cung trong những năm tới đây.

Theo dự báo, nhu cầu tiêu thụ vẫn ở mức cao và vượt quá nguồn cung khá nhiều, điều đó làm cho giá cao su tự nhiên tăng trong thời gian gần đây. Do sự phục hồi của ngành công nghiệp ô tô nói riêng và kinh tế thế giới nói chung đang có tốc độ phát triển lạc quan, nên IRSG đã dự báo nhu cầu tiêu thụ cao su thế giới năm 2010 có thể sẽ đạt tới mức 13,3 triệu tấn, cao hơn khá nhiều so với khả năng đáp ứng của nguồn cung; cùng với đó là mối lo gián đoạn sản xuất do thời tiết xấu tại các nước sản xuất cao su tự nhiên lớn đã khiến cho giá cao su tự nhiên liên tục tăng cao trong quý 3 và có thể là cả quý 4 năm nay.

Diễn biến giá cao su tự nhiên 03 quý đầu năm 2010

Đơn vị: USD/tấn



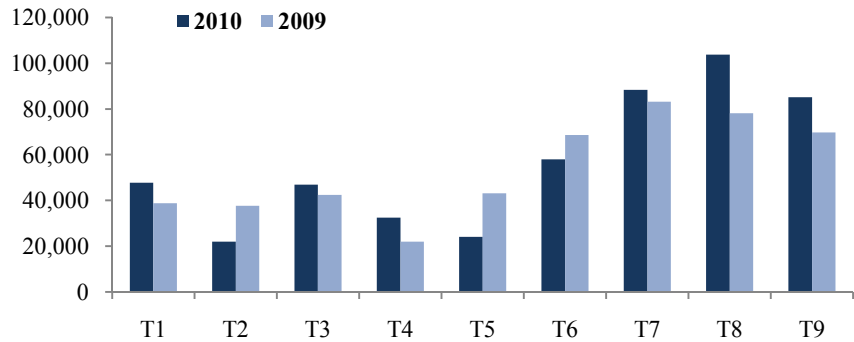
Nguồn: ANRPC, SHS Research.

2. Ngành cao su tự nhiên Việt Nam

Xuất khẩu gặp thuận lợi do giá tăng cao. Trong 9 tháng đầu năm 2010, sản lượng cao su Việt Nam xuất khẩu đạt hơn 500 ngàn tấn, nhỉnh hơn đôi chút so với 480 ngàn tấn thực hiện trong 9 tháng đầu năm 2009. Tuy nhiên, xét về giá trị thì kim ngạch xuất khẩu cao su trong 9 tháng đầu năm 2010 đã đạt hơn 1,4 tỷ USD, cao hơn so với kim ngạch xuất khẩu cao su của cả năm 2009 - Nguyên nhân là do giá cao su tự nhiên trên thị trường thế giới tăng cao đột biến trong năm nay. Theo dự báo, nếu giá cao su vẫn duy trì ở mức cao thì xuất khẩu cao su tự

nhiên năm nay của Việt Nam sẽ được hưởng lợi rất nhiều, sản lượng xuất khẩu có thể không tăng đáng kể nhưng giá trị có thể đạt tới 2 tỷ USD (ước cao hơn 66% so với năm 2009).

Sản lượng xuất khẩu cao su 9 tháng đầu năm 2009 và 2010



Nguồn: Tổng cục thống kê, SHS Research.

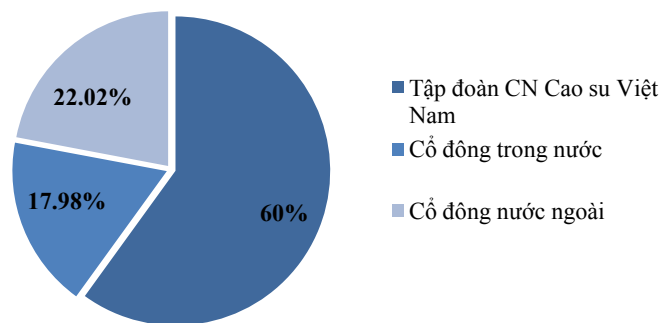
Thị trường xuất khẩu chính của Việt Nam là Trung Quốc đang trong tình trạng thiếu cao su do ngành công nghiệp ô tô ở đây phát triển mạnh mẽ. Theo số liệu của 43 nhà sản xuất lốp xe lớn thuộc Hiệp hội Công nghiệp Cao su Trung Quốc (CRIIA) thì nửa đầu năm nay nước này đã cung cấp 126,7 triệu chiếc, tăng 22,7%. Trung Quốc hiện vẫn đang là thị trường ô tô lớn nhất thế giới với tốc độ tăng trưởng cao, nhưng hoạt động xuất khẩu ô tô vẫn chưa đạt đến tầm các nhà chiến lược mong muốn. Trong thời gian tới đây, nhu cầu cao su tự nhiên phục vụ cho ngành công nghiệp ô tô nước này dự báo vẫn sẽ còn tăng cao, và đây là thị trường vẫn còn rất tiềm năng cho xuất khẩu cao su tự nhiên của Việt Nam.

CÔNG TY CP CAO SU ĐỒNG PHÚ (DORUCO)

Công ty Cổ phần cao su Đồng Phú tiền thân là Đồn điền Phú Riềng, đồn điền này đã có từ tháng 6/1927. Công ty đã thực hiện chuyển đổi mô hình hoạt động thành công ty cổ phần kể từ ngày 28/12/2006. Tháng 11/2007, **Doruco** chính thức niêm yết tại HOSE với quy mô vốn điều lệ là 400 tỷ đồng. Hiện nay, **Doruco** hoạt động trong các lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính bao gồm:

- Trồng và khai thác, chế biến cao su tự nhiên
- Đầu tư xây dựng công trình công nghiệp và khu dân cư
- Trồng rừng, khoanh nuôi bảo vệ rừng, khai thác chế biến các sản phẩm từ rừng trồng.

Cơ cấu cổ đông Doruco (ngày 31/12/2009)



Nguồn: Doruco, SHS Research

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam vẫn nắm quyền kiểm soát và chi phối **Doruco** với tỷ lệ sở hữu 60% kể từ khi cổ phần hóa. Cổ đông nước ngoài cũng có tỷ lệ nắm giữ khá cao với tỷ lệ sở hữu 22,02%, nhưng không có tổ chức hoặc cá nhân nước ngoài nào nắm giữ trên 5% vốn điều lệ.

Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam đóng vai trò quan trọng trong việc đồng nhất quy trình sản xuất và điều hành cơ chế giá, chi phí nhân công của doanh nghiệp.

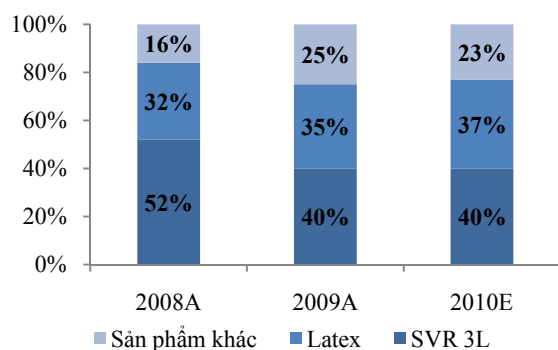
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh chính của Doruco là trồng, khai thác và chế biến mủ cao su. Hoạt động này luôn chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của **Doruco**. Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu từ thành phẩm cao su của Công ty chiếm tỷ trọng 86,17%, chưa kể tới hoạt động thanh lý vườn cây.

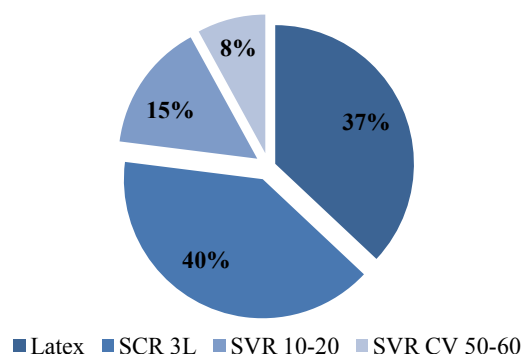
Sản phẩm chính của Doruco là 2 loại mủ cao su Latex và SVR 3L. **Doruco** có 2 nhà máy chế biến mủ là Nhà máy Chế biến Tân Lập với dây chuyền chế biến mủ Latex công suất 6.000 tấn/năm; Nhà máy Chế biến Thuận Phú chuyên chế biến mủ khối SVR 3L và một số loại mủ khối khác với công suất 16.000 tấn/năm. SVR 3L và Latex là 2 loại mủ chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu sản xuất và tiêu thụ,

cũng như trong cơ cấu doanh thu của **Doruco** trong những năm gần đây.

Cơ cấu sản phẩm tiêu thụ của Doruco



Cơ cấu doanh thu năm 2009 của Doruco



Nguồn: Doruco, SHS Research

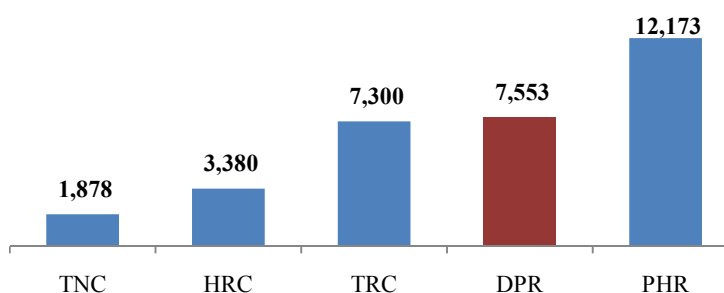
Trong 2 năm trở lại đây, có thể thấy sự chuyển dịch trong cơ cấu sản phẩm của **Doruco** khá rõ ràng khi mà tỷ trọng tiêu thụ mủ Latex, loại mủ có kỹ thuật sản xuất cao hơn và biên lợi nhuận lớn hơn, đang có xu hướng tăng dần; trong khi tỷ trọng tiêu thụ mủ khối sơ chế SVR 3L, một loại mủ được sản xuất khá phổ biến ở Việt Nam hiện nay, đang giảm dần từ hơn tỷ trọng 50% xuống chỉ còn khoảng 40%.

Bên cạnh đó, Công ty Cổ phần Cao su kỹ thuật Đồng Phú (**Doruco** góp 40% vốn điều lệ) đã đi vào hoạt động kể từ tháng 8/2010. Dự kiến Công ty này sẽ tiêu thụ khoảng từ 3.000 - 4.000 tấn mủ Latex mỗi năm để sản xuất sản phẩm nệm và gối. Việc Công ty này đi vào hoạt động sẽ giúp đẩy mạnh hơn nữa sức tiêu thụ đối với mặt hàng mủ Latex của **Doruco**.

Diện tích đất trồng cao su của Doruco hiện tại là 9.198 ha, đứng ở vị trí trung bình so với các thành viên trong Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Diện tích khai thác cao su của Công ty đang có xu hướng giảm dần trong các năm qua do hoạt động thanh lý, tái canh vườn cây diễn ra thường xuyên. Tính đến cuối năm 2009, diện tích khai thác cao su của **Doruco** là 7.553 ha, đứng thứ 2 trong số các doanh nghiệp sản xuất cao su tự nhiên đã niêm yết, sau Công ty Cổ phần Cao su Phước Hòa (PHR).

Diện tích khai thác của các DN trong ngành

Đơn vị: ha



Nguồn: SHS tổng hợp

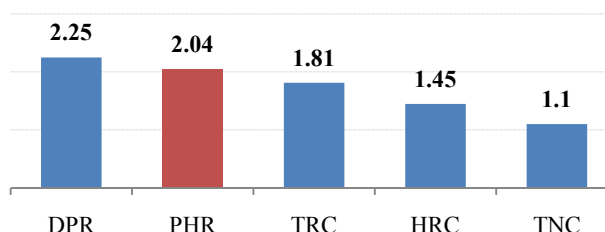
Điều kiện thổ nhưỡng khá thuận lợi, cùng với vườn cây đang ở độ tuổi khai thác tốt đã mang lại lợi thế về năng suất cho Doruco. Chất lượng đất trồng tại Bình Phước khá tốt (đất đỏ bazan, phù sa) phù hợp với việc phát triển vườn cây cao su; bên cạnh đó, tỷ lệ vườn cây ở độ tuổi từ 11 - 15 tuổi, đây là độ tuổi cho năng suất khai thác cao nhất, chiếm khá cao (31,89%) trong cơ cấu vườn cây của **Doruco**. Vì thế **Doruco** hiện có năng suất cao nhất so với các doanh nghiệp trong Hiệp hội Cao su Việt Nam và mỗi năm đạt mức tăng trưởng trung bình hơn 10% trong 3 năm gần đây.

Cơ cấu vườn cây (2010)	DT (ha)	Tỷ trọng (%)	Năng suất BQ (tấn/ha)	Sản lượng (tấn)
Từ 1-10 năm tuổi cạo	2.005	27,67	1,985	3.980
Từ 11-15 năm tuổi cạo	2.302	31,89	2,493	5.738
Từ 16-21 tuổi cạo	2.930	40,44	2,145	6.284

Nguồn: Doruco, SHS Research

Năng suất của Doanh nghiệp cao su năm 2009

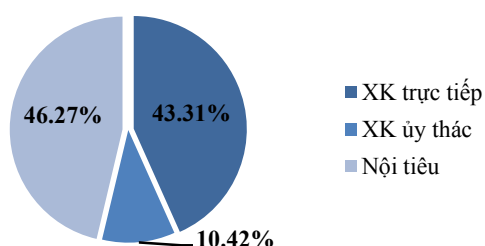
Đơn vị: tấn/ha



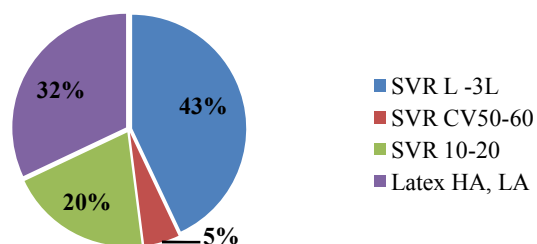
Nguồn: SHS tổng hợp

Thị trường đầu ra rộng và tương đối ổn định. Với chất lượng sản phẩm tốt và ổn định, thỏa mãn được yêu cầu khắt khe của khách hàng. **Doruco** đã xây dựng được nhiều đầu mối khách hàng lớn ở các nước khác nhau và một phần được tiêu thụ nội địa với các đối tác truyền thống - Trong đó khoảng 50-60% tổng sản lượng tiêu thụ của **Doruco** được xuất khẩu ra nước ngoài. Thị trường tiêu thụ chính của **Doruco** tập trung ở khu vực Đông Bắc Á như Hàn Quốc, Đài Loan, Nhật Bản... và các nước khu vực Đông Nam Á như Singapore, Châu Âu như Pháp, Bỉ, Hà Lan, Anh. Với cơ cấu thị trường đa dạng, **Doruco** đã hạn chế được việc bị phụ thuộc vào thị trường Trung Quốc như đa phần các đơn vị sản xuất cao su tự nhiên khác.

Cơ cấu thị trường tiêu thụ 2010



Cơ cấu sản phẩm DORUCO



Nguồn: Doruco, SHS Research

CÁC DỰ ÁN ĐẦU TƯ DÀI HẠN

Do đặc thù của Việt Nam là quỹ đất dành cho nông nghiệp nói chung và trồng cây cao su nói riêng đang có xu hướng bị thu hẹp dần, do vậy các doanh nghiệp khó có khả năng mở rộng sản xuất do bị những hạn chế về quỹ đất. Trước thực trạng đó, **Doruco** đã tập trung đầu tư dài hạn và mở rộng diện tích sản xuất ở các khu vực khác, đặc biệt là tại Campuchia. Đồng thời, Công ty cũng đầu tư vào các công ty con và công ty liên kết nhằm đa dạng hóa ngành nghề như chế biến hàng tiêu dùng từ mủ cao su, đầu tư xây dựng bất động sản...

Hiện nay **Doruco** đang đầu tư vào 2 công ty con và 2 công ty liên kết, đó là:

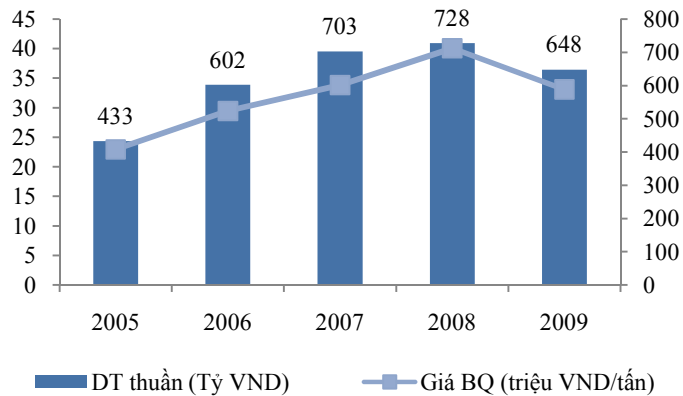
- **CTCP Cao su Đồng Phú Đắknông (Doruco nắm giữ 90% vốn điều lệ):** Công ty này có quy mô vốn điều lệ 120 tỷ đồng, hiện đang triển khai dự án trồng 3.000 - 4.000 ha cao su tại tỉnh Đắknông. Trong năm 2009, Công ty đã trồng mới được 230 ha và dự kiến sẽ triển khai trồng thêm 160 ha trong năm 2010.
- **CTCP Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú (Doruco nắm giữ 51% vốn điều lệ):** Công ty có quy mô vốn điều lệ 100 tỷ đồng với ngành nghề chính là đầu tư kinh doanh bất động sản. Hiện nay Công ty này đang đầu tư vào 2 dự án chính, bao gồm dự án KCN Bắc Đồng Phú với quy mô 186 ha, bắt đầu khởi công từ cuối năm 2009 và dự án Khu dân cư Cao su Đồng Phú với quy mô 38 ha, dự kiến dự án này sẽ hoàn thành và giao ngay trong năm 2011.
- **CTCP Cao su Đồng Phú Kratie (Doruco chiếm 40% vốn điều lệ):** Công ty này có quy mô vốn điều lệ 200 tỷ đồng, hiện đang triển khai dự án trồng 10.000 ha cao su tại tỉnh Kratie (Campuchia). Tính đến hết năm 2009, Công ty đã trồng mới được 1.070 ha và dự kiến sẽ trồng xong toàn bộ diện tích trong năm 2012.
- **CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú (Doruco chiếm 40% vốn điều lệ):** Công ty có quy mô vốn điều lệ 90 tỷ đồng, hiện đang triển khai dự án Nhà máy Sản xuất Nệm và Gối từ mủ latex với quy mô 300 nệm và 600 gối/ngày. Công ty này đã đi vào hoạt động từ tháng 8/2010. Sau khi đi vào hoạt động, dự kiến Công ty này sẽ tiêu thụ khoảng 3.000 - 4.000 tấn mủ latex mỗi năm.

Ngoài ra, **Doruco** cũng đang triển khai thành lập Công ty TNHH Đồng Phú - Senoul tại Campuchia. Quy mô sản xuất sẽ đạt đến 10.000 ha với tổng vốn đầu tư dự kiến lên tới 1.200 tỷ đồng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Doanh thu biến động mạnh theo giá mủ cao su trên thị trường. Sản lượng tiêu thụ qua các năm của **Doruco** luôn duy trì ở mức ổn định do năng suất ổn định và thị trường tiêu thụ tốt, vì vậy doanh thu của **Doruco** chủ yếu bị phụ thuộc vào giá mủ cao su trên thị trường.

Biến động doanh thu và giá bán qua các năm

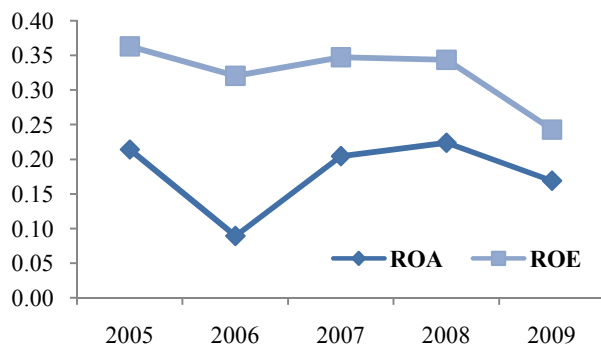


Nguồn: Doruco

Biên lợi nhuận của Doruco hiện cao nhất trong nhóm các công ty sản xuất cao su tự nhiên đã niêm yết. Do có năng suất khai thác cao nhất trong nhóm các doanh nghiệp thuộc Hiệp hội Cao su Việt Nam và thực hành các biện pháp tiết kiệm chi phí sản xuất tốt, nên **Doruco** là doanh nghiệp có biên lợi nhuận cao nhất so với các công ty sản xuất cao su tự nhiên đã niêm yết cổ phiếu.

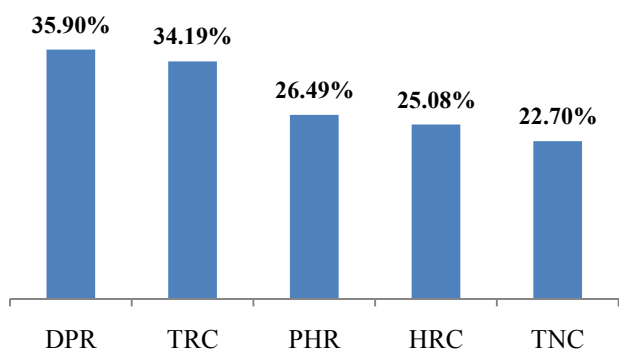
Khả năng sinh lời luôn duy trì ở mức cao. Các chỉ số sinh lời của **Doruco** tăng trưởng khá tốt trong giai đoạn 2006 - 2008. Trong năm 2009, do giá cao su trên thị trường sụt giảm so với năm 2008, đồng thời tổng tài sản và vốn chủ sở hữu của **Doruco** tăng lên do tích lũy từ nguồn lợi nhuận giữ lại, nên các chỉ tiêu ROA và ROE giảm. Dự kiến tỷ lệ này sẽ tăng trở lại trong năm 2010 do giá bán thành phẩm trên thị trường đã tăng cao đột biến.

Tỷ suất sinh lời Doruco qua các năm



Nguồn: Doruco

Biên lợi nhuận gộp của các DN trong ngành (2009)

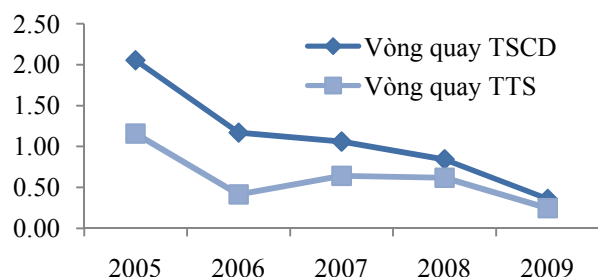


Nguồn: SHS tổng hợp

Chỉ tiêu hiệu quả hoạt động của Doruco có xu hướng giảm do các dự án đầu tư chưa phát huy hiệu quả. Đứng đầu về năng suất khai thác, **Doruco** luôn duy trì hoạt động sản xuất có hiệu quả cao so với các doanh nghiệp khác trong cùng ngành. Năm 2009 là năm khó khăn của ngành do tác động của suy giảm kinh tế toàn cầu, nhưng **Doruco** vẫn giữ được mức tiêu thụ cao và hạn chế lượng hàng tồn kho, vòng quay hàng tồn kho trên doanh thu đạt 7,04 lần, đây là mức cao nhất trong nhóm công ty sản xuất cao su tự nhiên đã niêm yết.

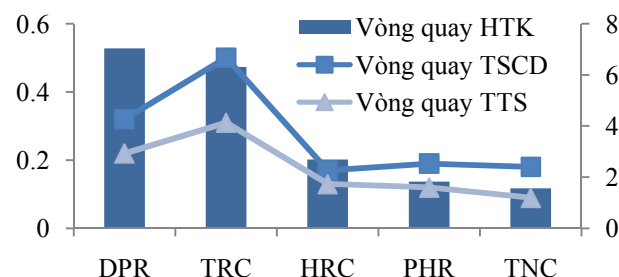
Tuy nhiên, do mới tập trung mở rộng vào các dự án đầu tư trung và dài hạn, chủ yếu là trồng và khai thác mủ cao su, với thời gian đầu tư dài và chưa thể có được hiệu quả ngay, nên hiệu quả hoạt động của **Doruco** có xu hướng giảm qua các năm.

Hiệu quả hoạt động Doruco qua các năm



Nguồn: Doruco

Hiệu quả hoạt động của các DN trong ngành (2009)

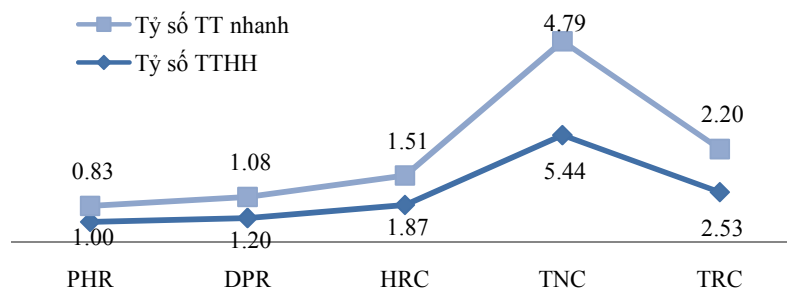


Nguồn: SHS tổng hợp

Khả năng thanh toán

Đặc thù của các doanh nghiệp hoạt động trong ngành cao su là có nguồn thu nhập khá ổn định với chi phí đầu tư ít, nên nhu cầu về vay vốn lưu động là không nhiều - Do vậy, các chỉ số về khả năng thanh toán luôn duy trì ở mức cao. **Doruco** và Phuruco là các doanh nghiệp có nhiều dự án đầu tư trung hạn và ngắn hạn, nên hệ số thanh toán có phần thấp hơn các doanh nghiệp khác trong ngành, nhưng các Công ty này vẫn luôn đảm bảo khả năng thanh toán với tỷ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành luôn đạt mức trên 1 lần.

Chỉ tiêu thanh toán của doanh nghiệp trong ngành (2009)



Nguồn: SHS tổng hợp

ĐỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2010

Trong 9 tháng đầu năm 2010, sản lượng tiêu thụ của **Doruco** giảm so với cùng kỳ năm 2009, tuy nhiên lợi nhuận lại tăng mạnh vượt mức kế hoạch cả năm do giá cao su tự nhiên tăng đột biến. Sản lượng sản xuất 9 tháng đầu năm 2010 của **Doruco** đạt 9.728 tấn, bằng 61% so với kế hoạch cả năm, giảm 9,3% so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng tiêu thụ 9 tháng cũng đạt 11.226 tấn, bằng 61% so với kế hoạch. Giá bán trung bình 9 tháng đầu năm 2010 là 57 triệu đồng/tấn, tăng 43% so với mức ước tính khi xây dựng kế hoạch; vì thế tổng doanh thu của **Doruco** trong kỳ đạt 692,48 tỷ đồng, hoàn thành 89% kế hoạch cả năm và lợi nhuận trước thuế cũng đạt 233 tỷ đồng, hoàn thành 100% kế hoạch cả năm 2010.

Đánh giá sản lượng quý 4 năm 2010 và lợi nhuận lũy kế cả năm. Do đặc thù mang tính mùa vụ, quý 3 và 4 thường là 2 quý có sản lượng cao nhất trong năm, vì vậy chúng tôi dự báo sản lượng cao su sản xuất trong quý 4 của **Doruco** có thể sẽ đạt 6.272 tấn và Công ty sẽ hoàn thành kế hoạch sản lượng sản xuất cả năm ở mức 16.000 tấn. Bên cạnh đó, giá cao su tự nhiên nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong quý 4/2010 do ảnh hưởng của vấn đề thiếu hụt nguồn cung của các nước sản xuất chính trong khu vực. Mức giá cao su trung bình trong cả năm 2010 có thể đạt mức 54,22 triệu đồng/tấn - Tổng doanh thu của **Doruco** ước đạt 1.000 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế ước đạt 333,6 tỷ đồng, tăng khoảng 40% so với kế hoạch cả năm. EPS cả năm của **Doruco** ước đạt 7.758 đồng/cổ phần.

Chỉ tiêu	9 T/2010	KH 2010 của DPR	Dự báo của SHS	% KH của DPR	% Dự báo của SHS
Tổng doanh thu (triệu đồng)	692.481	775.772	1.003.691	89%	69%
LNTT (triệu đồng)	232.871	233.972	360.645	100%	65%
LNST (triệu đồng)	213.831	228.972	333.597	93%	64%

Nguồn: Doruco, SHS Research

ĐỊNH GIÁ

1/ Phương pháp P/E và P/B

- EPS dự kiến năm 2010 của **Doruco** là 7.758 đồng, P/E trung bình ngành cao su tự nhiên tính tại thời điểm đầu tháng 11/2010 là 10,88. Giả sử đây là mức kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu DPR tương ứng sẽ là:

$$10,88 \times 7.758 = \mathbf{84.423 \text{ đồng/cổ phần}}$$

- Giá trị sổ sách (Book value) của cổ phiếu DPR hiện nay là 28.771 đồng, với P/B bình quân ngành cao su tự nhiên vào thời điểm đầu tháng 11/2010 là 2,92 lần. Giả sử đây là mức P/B kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu DPR tương ứng sẽ là:

$$2,92 \times 28.771 = \mathbf{84.120 \text{ đồng/cổ phần}}$$

2/ Phương pháp DCF

Mô hình chiết khấu dòng tiền dựa trên các giả định sau:

- Giá cao su tự nhiên trên thế giới được dự báo theo mô hình hồi quy so với



giá dầu thô thế giới. Dự báo giá dầu trong 2 năm gần nhất được tham khảo theo kết quả tổng hợp của *Reuters*. Các năm còn lại giả định giá cao su sẽ tăng theo tốc độ lạm phát trung bình của thế giới (3%/năm).

- Năng suất cây cao su tính theo giá trị hiện thời của từng độ tuổi, bỏ qua các yếu tố thiên tai có thể tác động đến trong giai đoạn định giá.

Kết quả định giá:

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Giá theo trọng số
FCFE (g=5,5%;Ke=16,6%)	65.263	25%	16.316
FCFF (g=5,5%;WACC=14,9%)	76.482	25%	19.121
P/E	84.423	25%	21.106
P/B	84.120	25%	21.030
Giá kỳ vọng (làm tròn số) đồng/cp			77.500

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ

Phòng Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính

Tòa nhà Đào Duy Anh, số 9 - Đào Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: (84-4) 3537 8010

Fax: (84-4) 3537 8005

Chi nhánh Hồ Chí Minh

41 - Pasteur, Quận I, TP.Hồ Chí Minh

Tel: (84-8) 3915 1368

Fax: (84-8) 3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

97 - Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng

Tel: (84-511) 3525 777

Fax: (84-511) 3525 779

Chi nhánh Nghệ An

9A - Hồ Tùng Mậu, Hưng Bình, TP.Vinh

Tel: (84-38) 8602 767

Fax: (84-38) 8602 757

Website: www.shs.com.vn

Người thực hiện:

Cao Thị Tĩnh

Tinh.ct@shs.com.vn

Kiểm duyệt:

Nguyễn Hải Dương

duong.nh@shs.com.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được tiến hành thu thập và xem xét cẩn trọng; tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và 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 SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu 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 nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo khi nghiên cứu đầu tư.

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