

Khuyến nghị

MUA

CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)  
Chuyển mình

|                        |         |                                |            |                |        |
|------------------------|---------|--------------------------------|------------|----------------|--------|
| Giá hiện tại:          | 94,000  | Ngày viết báo cáo:             | 05/04/2022 | CƠ CẤU CỔ ĐÔNG |        |
| Giá mục tiêu trước đây | -       | Cổ phiếu lưu hành (Triệu)      | 43         | GVR            | 55.81% |
| Giá mục tiêu (1 năm)   | 110,000 | Vốn hóa (tỷ đồng)              | 3,913      |                |        |
| Tỷ suất cổ tức         | 1.6%    | Thanh khoản bình quân 6 tháng: | 812,821    |                |        |
| Tiềm năng tăng giá     | 17%     | Sở hữu nước ngoài              | N/A        |                |        |

Bộ phận Retail Research:

Lê Hữu Ngọc  
[ngochl@bsc.com.vn](mailto:ngochl@bsc.com.vn)

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

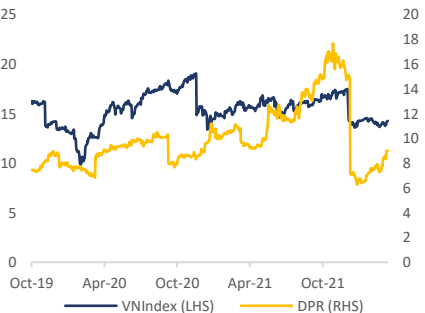
(Dành cho NĐT ngắn hạn)  
Vũ Việt Anh  
[vinhtq@bsc.com.vn](mailto:vinhtq@bsc.com.vn)

Giá khuyến nghị: 106,500 VND  
Giá cắt lỗ: 91,000 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPR với mức giá mục tiêu là **110,000 VND** được xác định bởi phương pháp định giá từng phần SOTP (DCF) các mảng thu nhập chính của DPR từ đó mức giá trị hợp lý được xác định là **110,000 VND/CP** tương ứng với mức **P/E mục tiêu 2022 = 10.6x** – và bằng mức P/E trung bình 3 năm của cổ phiếu.

DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo KQKD của DPR trong năm 2022: DTT và LNST&CĐTS của DPR lần lượt đạt **1,314 tỷ VND (+8.2% YoY)** và **445 tỷ VND (-0.8% YoY)**, **EPS FW2022 = 10,345 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2022 = 9.1x**, dựa trên giả định:

+ Doanh số mủ cao su đạt **921 tỷ VND (+7% YoY)** nhờ giá bán tăng **5% YoY**, đạt **42.8 triệu VND/tấn** và sản lượng tiêu thụ đạt **21,492 tấn (+2% YoY)**.

+ Thu nhập từ chuyển giao đất đạt **140 tỷ VND (-46% YoY)** với diện tích chuyển giao kỳ vọng đạt **140 ha (-46% YoY)** do tiến độ bị trì hoãn bởi covid, giá đền bù giữ mức **1 tỷ VND/ha**.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

- Triển vọng chuyển mình trong dài hạn, giảm dần phụ thuộc vào kinh doanh cao su nhờ (1) kế hoạch phát triển khu công nghiệp và (2) thu nhập từ chuyển nhượng đất.
- Hưởng lợi từ sự hồi phục nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu, doanh thu mủ cao su DPR tăng +7% YoY.

RỦI RO

- Rủi ro không trúng thầu các dự án KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú mở rộng
- Rủi ro giá đền bù thấp hơn kỳ vọng.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

- Sản lượng tiêu thụ 2M.2022 đạt **1,363 tấn (+33.9% YoY)** với giá bán đạt trung bình **41.61 triệu VND/tấn (-10% YoY)** từ đó ghi nhận doanh thu mủ cao su đạt **56 tỷ VND (+17% YoY)**.
- Lợi nhuận gộp 2M.2022 đạt **21 tỷ VND (+125% YoY)**

|                | 2021 | 2022F | Peer | VN-Index |
|----------------|------|-------|------|----------|
| PE (x)         | 9.1  | 9.1   | 17.2 | 14.7     |
| PB (x)         | 1.8  | 1.6   | 2.7  | 1.9      |
| PS (x)         | 3.2  | 2.9   | 2.2  | 1.5      |
| ROE (%)        | 19.1 | 16.2  | 15.8 | 13.3     |
| ROA (%)        | 12.6 | 11.4  | 2.6  | 2.4      |
| EV/ EBITDA (x) | 7.7  | 7.5   | 16.5 | 13.9     |

|                     | 2019  | 2020  | 2021   | 2022F  |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| Doanh thu thuần     | 1,033 | 1,138 | 1,215  | 1,314  |
| Lợi nhuận gộp       | 270   | 320   | 433    | 477    |
| Lợi nhuận sau thuế  | 191   | 212   | 491    | 484    |
| EPS                 | 4,558 | 4,435 | 10,752 | 10,345 |
| Tăng trưởng EPS (%) | -22.3 | -2.7  | 142.4  | -3.8   |
| Nợ ròng/ VCSH (%)   | 64.1  | 62.4  | 43.6   | 40.9   |

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

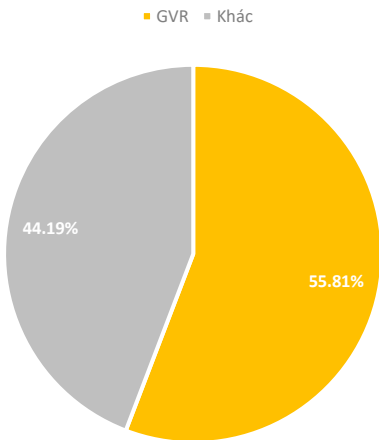
Công ty Cổ phần Cao su Đồng Phú (HSX: DPR) có tiền thân Đồn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin Pháp, được hình thành vào khoảng tháng 6 năm 1927. Sau thời gian dài hoạt động dưới hình thức doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng cục Cao su Việt Nam, CTCP Cao su Đồng Phú chính thức được cổ phần hóa vào ngày 13/11/2006 và niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE sau đó 1 năm, vào ngày 30/11/2007 với mã cổ phiếu DPR. Hiện nay, DPR là một trong những thành viên có quy mô lớn nhất và hoạt động hiệu quả nhất trong Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (HSX: GVR).

| Bảng 1: Cơ cấu tổ chức DPR        |              |                                        |
|-----------------------------------|--------------|----------------------------------------|
| Công ty con                       | Tỷ lệ sở hữu | Hoạt động kinh doanh                   |
| CTCP Cao su Đồng Phú – Đắk Nông   | 88.41%       | Trồng, khai thác và chế biến mủ cao su |
| CTCP Cao su kỹ thuật Đồng Phú     | 76.83%       | Sản xuất, kinh doanh nệm, gối          |
| CTCP Cao su Đồng Phú - Kratie     | 58.34%       | Trồng, khai thác và chế biến mủ cao su |
| CTCP Khu Công nghiệp Bắc Đồng Phú | 51.00%       | Kinh doanh hạ tầng khu công nghiệp     |
| Nguồn: DPR, BSC Research          |              |                                        |

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

DPR có duy nhất một cổ đông lớn, đồng thời là công ty mẹ GVR - Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Là thành viên của tập đoàn đem lại rất nhiều lợi ích cho DPR như: được hỗ trợ rất nhiều về mặt kĩ thuật, công nghệ sản xuất giúp cải nâng cao hiệu quả khai thác, chế biến mủ; đồng thời DPR có thể ủy thác Tập đoàn xuất khẩu giúp gia tăng khả năng tiếp cận thị trường.

Hình 1: Cơ cấu cổ đông DPR tại 05/04/2022 (%)

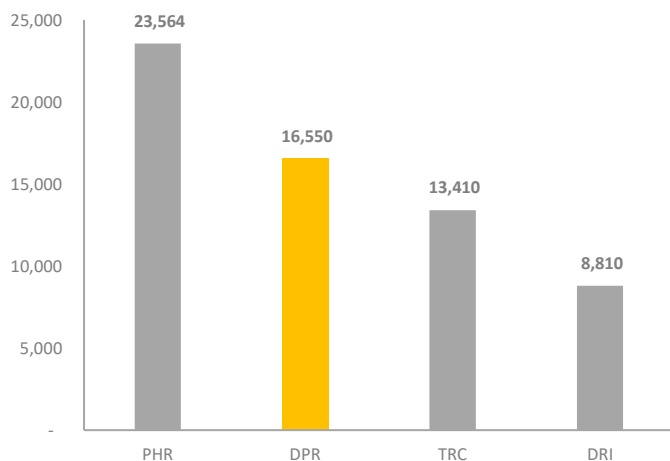


Nguồn: DPR, BSC Research

## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

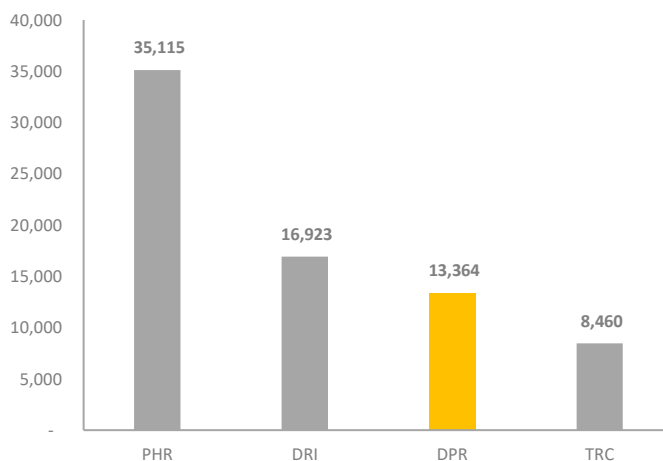
Kể từ khi thành lập, DPR luôn tập trung vào mảng kinh doanh cốt lõi là khai thác và chế biến mủ cao su. Hiện tại, DPR đang quản lý hơn **9,300 ha** đất cao su tại tỉnh Bình Phước, gần **6,500 ha** tại Campuchia và khoảng **750 ha** tại tỉnh Đắk Nông. Công suất chế biến của DPR hiện đạt hơn **22,000 tấn mủ/năm**, cụ thể gồm: nhà máy Tân Lập chuyên sản xuất mủ Latex với công suất **6,000 tấn/năm** và nhà máy Thuận Phú chuyên sản xuất mủ khối với công suất **16,000 tấn/năm**; các sản phẩm chính là: Latex HA, Latex LA, SVR 10, SVR 20, SVR 3L... Sản phẩm mủ của DPR được tiêu thụ cả trong nước và xuất khẩu, trong đó nội địa chiếm khoảng **70%** với khách hàng chính là các công ty thương mại (mua và xuất khẩu) và các doanh nghiệp sản xuất. Nhờ độ tuổi trung bình cây cao su trẻ nên DPR là một trong những doanh nghiệp có năng suất chế biến mủ cao nhất ngành từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động.

Hình 2: So sánh diện tích đất cao su quản lý (ha)



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 3: Sản lượng mủ tiêu thụ năm 2021 (tấn)

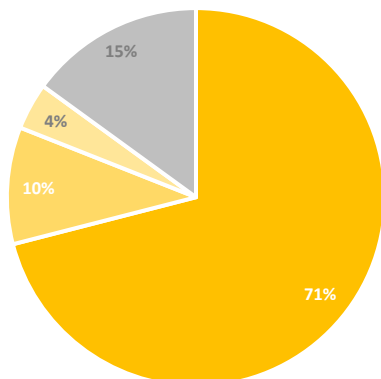


Nguồn: BSC Research tổng hợp

Ngoài ra, nhằm tận dụng lợi thế quản lý quỹ đất lớn và định hướng phát triển khu công nghiệp của Nhà nước, DPR đã cùng với CTCP Cao su Bình Phước và CTCP Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (Upcom: NTC) thành lập CTCP Khu công nghiệp Bắc Đồng Phú vào năm 2009 để phát triển hai khu công nghiệp Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú. Nhờ nhu cầu thuê KCN cao và mức giá cho thuê hấp dẫn so với các tỉnh cạnh tranh, hai KCN của DPR đã đạt tỷ lệ lấp đầy cao, cụ thể: Nam Đồng Phú và Bắc Đồng Phú đã lần lượt cho thuê **52 ha** và **132 ha** – tương ứng tỷ lệ lấp đầy **100%** và **96%**.

Hình 4: Cơ cấu doanh thu DPR 2021

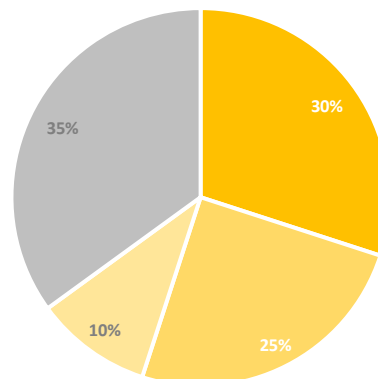
■ Mủ cao su ■ Thanh lý cây cao su ■ Khu công nghiệp ■ Khác



Nguồn: DPR, BSC Research

Hình 5: Cơ cấu lợi nhuận gộp DPR 2021

■ Mủ cao su ■ Thanh lý cây cao su ■ Khu công nghiệp ■ Khác



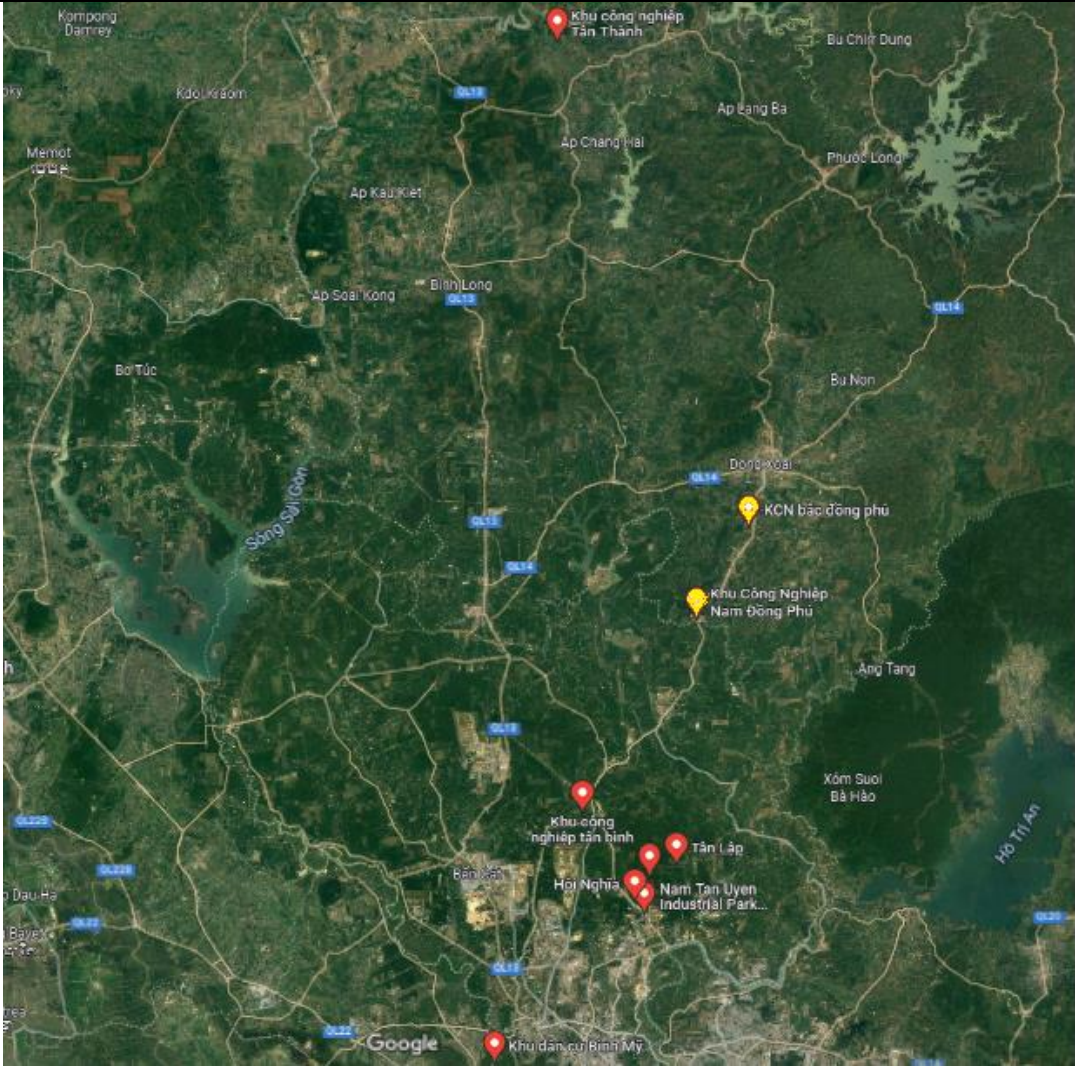
Nguồn: DPR, BSC Research

Bảng 2: So sánh chi tiết quy mô hoạt động các doanh nghiệp cao su

| Chỉ tiêu/Doanh nghiệp                  | Cao su Phước Hòa - PHR                                      | Cao su Đồng Phú - DPR                                                                    | Cao su Tây Ninh – TRC                                    | Cao su Đắk Lắk – DRI  |
|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|-----------------------|
|                                        | Tổng 23,564 ha, trong đó:                                   | Tổng 16,650 ha, trong đó:                                                                | Tổng 13,410 ha, trong đó:                                | Tổng 8,810 ha tại Lào |
| Diện tích đất cao su quản lý           | - 15,900 ha tại tỉnh Bình Dương<br>- 7,664 ha tại Campuchia | - 9,300 ha tại tỉnh Bình Phước<br>- 6,500 ha tại Campuchia<br>- 750 ha tại tỉnh Đắk Nông | - 7,000 ha tại tỉnh Tây Ninh<br>- 6,410 ha tại Campuchia |                       |
| Công suất chế biến mủ cao su (tấn/năm) | 33,000                                                      | 22,000                                                                                   | 15,000                                                   | 18,000                |
| Kế hoạch phát triển KCN                | 5,807 ha                                                    | 2,000 ha                                                                                 | -                                                        | -                     |

Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 6: Bản đồ các dự án KCN của DPR (màu vàng) và của PHR (màu đỏ)



Nguồn: BSC Research

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Triển vọng chuyển mình trong dài hạn, giảm dần phụ thuộc vào kinh doanh cao su nhờ (1) kế hoạch phát triển khu công nghiệp và (2) thu nhập từ chuyển nhượng đất

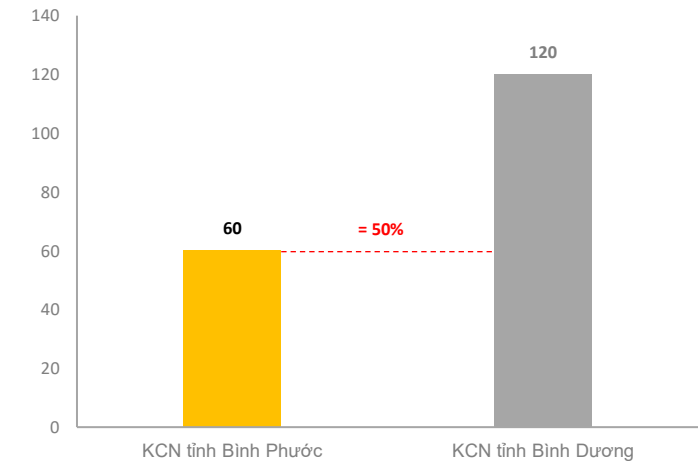
Kế hoạch phát triển 2,000 ha khu công nghiệp kỳ vọng đem về gần 700 tỷ VND từ năm 2026. Theo quy hoạch tổng thể phát triển khu công nghiệp giai đoạn 2020-2030 của tỉnh Bình Phước, 2,000 ha đất trong tổng 9,300 ha đất cao su DPR sẽ được DPR đầu tư phát triển thành khu công nghiệp hoặc khu nông nghiệp chất lượng cao. Trong đó, 317 ha sẽ dành cho mở rộng KCN Bắc Đồng Phú, 480 ha mở rộng KCN Nam Đồng Phú, còn lại 1,203 ha sẽ được bổ sung kế hoạch giai đoạn sau. Dự kiến hai dự án trên sẽ được UBND tỉnh Bình Phước thông qua trong năm 2022, từ đó lần lượt đi vào hoạt động vào năm 2023 đối với Bắc Đồng Phú và năm 2026 với Nam Đồng Phú. BSC cho rằng, hai dự án này sẽ lấy đầy trong khoảng thời gian 10-15 năm và đem về gần 700 tỷ VND doanh thu cho DPR từ năm 2026 nhờ (1) Dự án đường cao tốc nối TP.HCM – Bình Dương (Thủ Dầu Một) – Bình Phước (Chơn Thành) kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ năm 2025, giúp giảm tải ách tắc tại các tuyến đường hiện hữu đang xuống cấp và (2) Tỷ lệ lấp đầy KCN tỉnh Bình Dương hiện đã đạt mức cao – khoảng 88%, với mức giá thuê cao hơn gần gấp 2 lần so với KCN tỉnh Bình Phước.

Bảng 3: Kế hoạch phát triển 2,000 ha đất DPR

| Dự án                               | Diện tích | Đất thương phẩm | Thời gian lấp đầy | Giá cho thuê kỳ vọng (USD/m2/chu kỳ thuê) |
|-------------------------------------|-----------|-----------------|-------------------|-------------------------------------------|
| KCN Bắc Đồng Phú mở rộng            | 317 ha    | 222 ha          | 10 năm            | 65 USD                                    |
| KCN Nam Đồng Phú mở rộng            | 480 ha    | 336 ha          | 15 năm            | 70 USD                                    |
| KCN, khu nông nghiệp chất lượng cao | 1,203 ha  | N/A             | N/A               | N/A                                       |

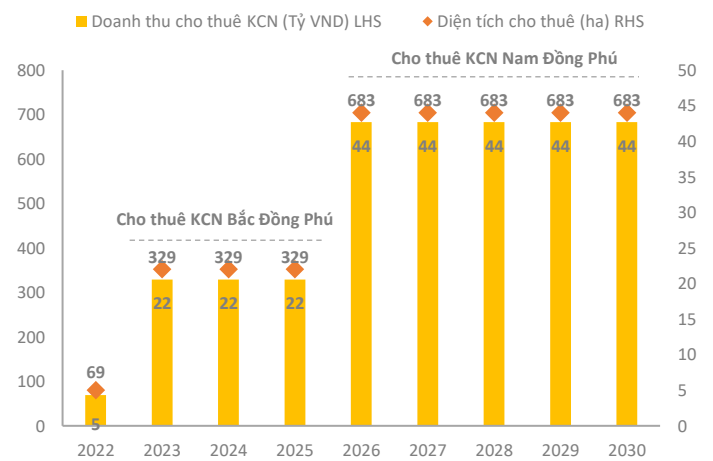
Nguồn: DPR, BSC Research

Hình 7: Giá thuê KCN tại Bình Phước chỉ bằng 50% so với tỉnh Bình Dương (USD/m2/chu kỳ thuê)



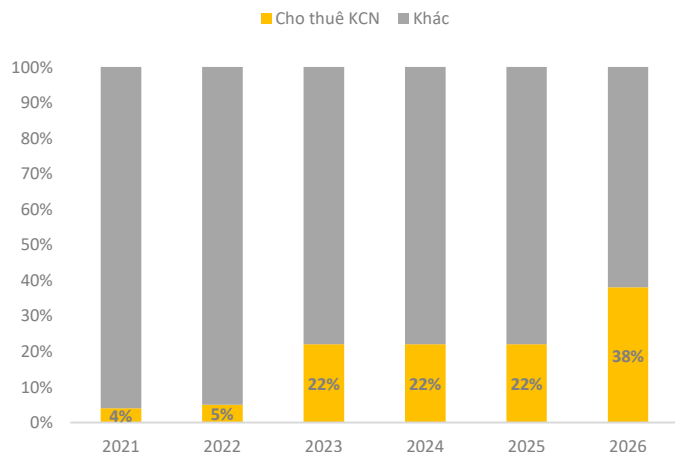
Nguồn: BSC Research tổng hợp

Hình 8: Diện tích KCN DPR cho thuê dự phóng đạt khoảng 44 ha/năm từ 2026



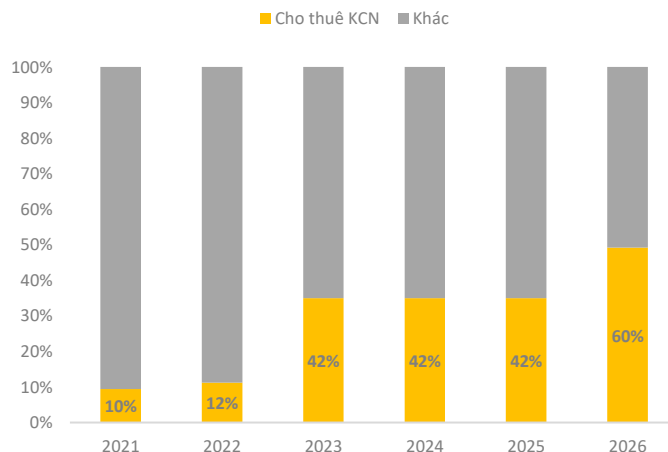
Nguồn: DPR, BSC Research

Hình 9: Mảng KCN tăng dần tỷ trọng trong cơ cấu DTT DPR (%)



Nguồn: DPR, BSC Research

Hình 10: Mảng KCN tăng dần tỷ trọng trong cơ cấu LNG DPR (%)

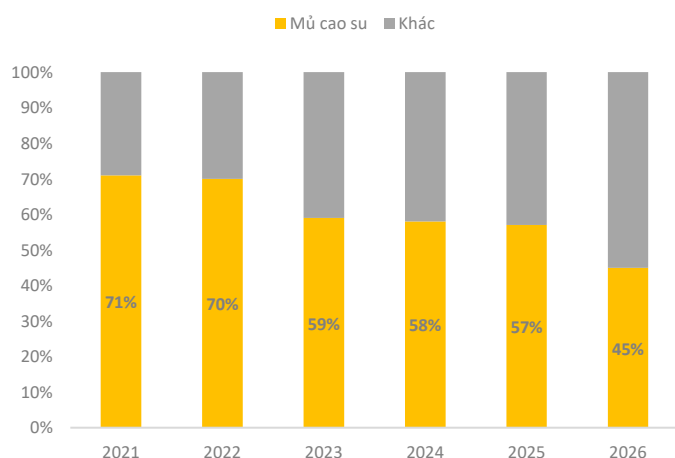


Nguồn: DPR, BSC Research

**Thu nhập từ chuyển nhượng đất ước tính khoảng 200 tỷ VND/năm trong giai đoạn 2022-2030 – đóng góp % lợi nhuận hàng năm.** Cũng nằm trong quy hoạch của UBND tỉnh Bình Phước, 2,000 ha đất cao su khác của DPR sẽ được UBND thu hồi để phát triển các dự án khu công nghiệp. Riêng trong năm 2021, UBND tỉnh Bình Phước đã thu hồi 260 ha đất cao su DPR, thấp hơn so với kế hoạch ban đầu là 317 ha, giá đền bù thực hiện 1 tỷ VND/ha. Với 1,740 ha đất còn lại, BSC cho rằng UBND sẽ chỉ thu hồi khoảng 140 ha trong năm 2022 nhằm giãn kế hoạch do Covid, sau đó thu hồi 200 ha/năm từ 2023; với giá đền bù tạm tính theo mức đã thực hiện trong năm 2021, kế hoạch chuyển nhượng đất sẽ đem về thu nhập ít nhất khoảng 200 tỷ VND/năm cho DPR – ước tính chiếm gần ...% lợi nhuận hàng năm của doanh nghiệp.

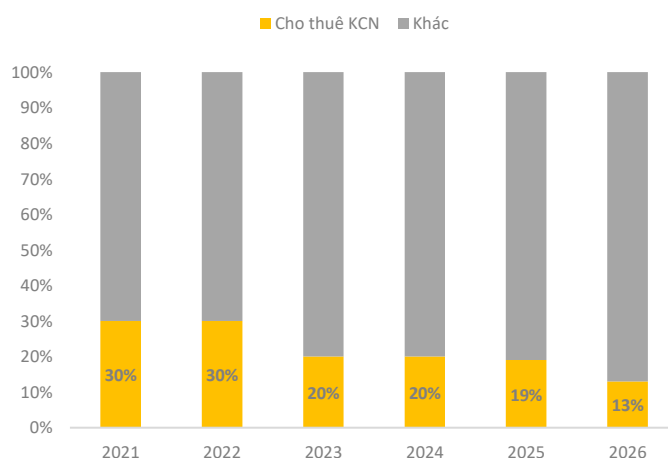
Nhờ (1) kế hoạch phát triển 2,000 ha đất khu công nghiệp và (2) thu nhập chuyển nhượng đất, mô hình kinh doanh DPR dần bớt sự phụ thuộc đối với hoạt động kinh doanh mủ cao su – vốn biến động mạnh và bất định theo cung – cầu hàng hóa. **BSC cho rằng kế hoạch chuyển đổi mô hình kinh doanh của DPR tương đối phù hợp và sẽ đem lại cho doanh nghiệp triển vọng tăng trưởng tích cực về kết quả kinh doanh theo hướng ổn định và bền vững hơn.**

Hình 11: Mảng kinh doanh mủ cao su giảm dần tỷ trọng trong cơ cấu DTT DPR (%)



Nguồn: DPR, BSC Research

Hình 12: Mảng kinh doanh mủ cao su giảm dần tỷ trọng trong cơ cấu LNG DPR (%)



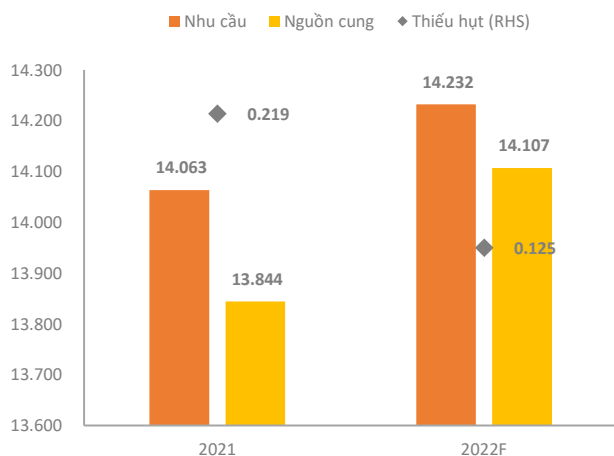
Nguồn: DPR, BSC Research

## Hưởng lợi từ sự hồi phục nhu cầu tiêu thụ cao su toàn cầu, doanh thu mủ cao su DPR tăng +7% YoY

Tiêu thụ cao su toàn cầu kỳ vọng **tăng +1.2% YoY** chủ yếu nhờ sự hồi phục nhu cầu sản phẩm từ ngành ô tô (chiếm khoảng 70% sản lượng tiêu thụ cao su thế giới) phục vụ cho cả hoạt động lắp ráp mới và thay thế nhằm đáp ứng việc giao thương hàng hóa trở lại sau dịch bệnh. Trong khi đó, nguồn cung lại bị ảnh hưởng tiêu cực bởi thời tiết và thiếu hụt lao động ở một số quốc gia xuất khẩu chính, từ đó gây ra sự thiếu hụt, ước tính khoảng **125,000 tấn** cho cả năm 2022 dẫn tới khả năng tăng giá cao su toàn cầu. Vì vậy, BSC cho rằng DTT mủ cao su của DPR sẽ đạt **921 tỷ VND (+7% YoY)** với (1) giá bán đạt **42.8 triệu VND/tấn (+5% YoY)** và (2) sản lượng tiêu thụ đạt **21,492 tấn (+2% YoY)** do việc chuyển giao đất cho UBND làm diện tích khai thác giảm.

Hình 13: Thiếu hụt nguồn cung cao su tự nhiên trong năm 2022 (triệu tấn)

Hình 14: Giá bán cao su RSS4 hồi phục từ đầu năm 2022 (USD/100Kg)



Nguồn: ANRPC, BSC Research



Nguồn: ANRPC, BSC Research

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro đấu thầu:** Các dự án KCN Bắc Đồng Phú và Nam Đồng Phú mở rộng sẽ được UBND tỉnh Bình Phước lựa chọn nhà đầu tư thông qua hình thức đấu thầu. Vì thế sẽ tồn tại khả năng DPR không trúng thầu cho các dự án này, từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến định giá DPR của BSC. Tuy nhiên, BSC cho rằng khả năng cao DPR sẽ là đơn vị trúng thầu vì là nhà đầu tư hiện hữu tại các dự án này và đã chứng minh được hiệu quả đầu tư.

**Rủi ro giảm giá đền bù:** Mức giá đền bù cho 1,740 ha đất cao su còn lại của DPR hiện chưa được đảm bảo, vì thế khả năng giảm giá so với mức giá thực hiện 1 tỷ VND/ha trong năm 2021 là có thể xảy ra, từ đó làm sụt giảm thu nhập đền bù của DPR và ảnh hưởng tiêu cực đến giá của BSC. Tuy nhiên, BSC cho rằng rủi ro giảm giá này tương đối thấp, thay vào đó khả năng mức giá đền bù gia tăng sẽ có xác suất cao hơn do nhu cầu thuê KCN Bình Phước cao nhờ (1) hệ thống giao thông kết nối phát triển và (2) các tỉnh cạnh tranh có tỷ lệ lấp đầy cao và mức giá cao hơn nhiều so với bình Phước.

## DỰ BÁO KQKD

BSC dự báo KQKD DPR năm 2022 như sau: DTT và LNST&CĐTS của DPR lần lượt đạt **1,314 tỷ VND (+8.2% YoY)** và **445 tỷ VND (-0.8% YoY)**, **EPS FW2022 = 10,345 VND/CP**, tương ứng với mức **P/E FW2022 = 9.1x**, dựa trên giả định:

+ Doanh số mủ cao su đạt **921 tỷ VND (+7% YoY)** nhờ giá bán tăng **5% YoY**, đạt **42.8 triệu VND/tấn** và sản lượng tiêu thụ đạt **21,492 tấn (+2% YoY)**.

+ Doanh số thanh lý cây cao su đạt **145 tỷ VND (+19% YoY)** nhờ diện tích thanh lý dự kiến theo kế hoạch của doanh nghiệp đạt **593 ha (+19% YoY)**.

+ Doanh thu cho thuê 5 ha còn lại của KCN Bắc Đồng Phú đạt **69 tỷ VND (+30% YoY)** với giá thuê đạt **60 USD/m2/chu kỳ thuê**.

+ Thu nhập từ chuyển giao đất đạt **140 tỷ VND (-46% YoY)** với diện tích chuyển giao kỳ vọng đạt **140 ha (-46% YoY)** do tiến độ bị trì hoãn bởi covid, giá đền bù giữ mức **1 tỷ VND/ha**.

**Bảng 4: Dự phóng Kết quả kinh doanh DPR (tỷ VND)**

|                             | 2019         | 2020         | 2021          | 2022F         |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>1,033</b> | <b>1,138</b> | <b>1,215</b>  | <b>1,314</b>  |
| Mủ cao su                   | 781          | 748          | 860           | 921           |
| Thanh lý cây cao su         | 177          | 157          | 122           | 145           |
| Khu công nghiệp             | 55           | 22           | 53            | 69            |
| Khác                        | 20           | 211          | 180           | 180           |
| Giá vốn hàng bán            | <b>-763</b>  | <b>-818</b>  | <b>-782</b>   | <b>-837</b>   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>        | <b>270</b>   | <b>320</b>   | <b>433</b>    | <b>477</b>    |
| Chi phí bán hàng            | <b>-19</b>   | <b>-19</b>   | <b>-31</b>    | <b>-34</b>    |
| Chi phí QLDN                | (82)         | (92)         | (87)          | (94)          |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>          | <b>215</b>   | <b>258</b>   | <b>368</b>    | <b>349</b>    |
| Doanh thu tài chính         | 69           | 64           | 60            | 89            |
| Chi phí tài chính           | (23)         | (15)         | (7)           | (3)           |
| Lãi/lỗ khác                 | 29           | 11           | 226           | 151           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>244</b>   | <b>269</b>   | <b>594</b>    | <b>586</b>    |
| Thuế thu nhập DN            | (53)         | (58)         | (103)         | (102)         |
| <b>LN sau thuế</b>          | <b>191</b>   | <b>212</b>   | <b>491</b>    | <b>484</b>    |
| CĐTS                        | <b>8</b>     | <b>34</b>    | <b>42</b>     | <b>39</b>     |
| <b>LNST - CĐTS</b>          | <b>183</b>   | <b>178</b>   | <b>449</b>    | <b>445</b>    |
| <b>EPS</b>                  | <b>4,558</b> | <b>4,435</b> | <b>10,752</b> | <b>10,345</b> |

Nguồn: BSC Research

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DPR với giá mục tiêu **110,000 VND/CP**. Mức giá này tương đương upside **17%** (theo giá tham chiếu ngày 05/04/2022 là **94,000 VND**)

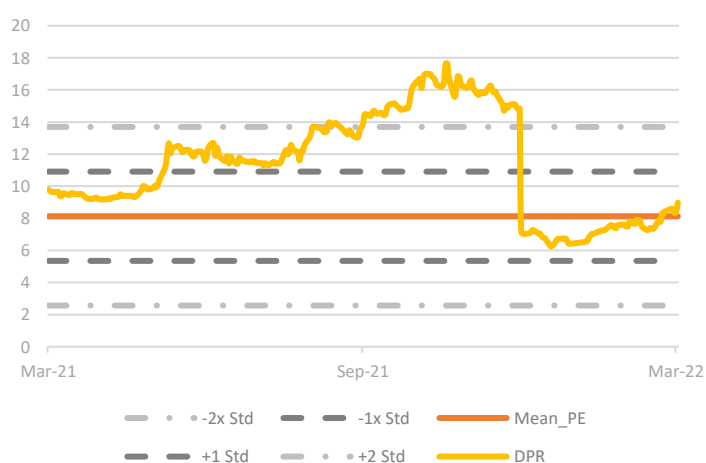
### Phương pháp định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá từng phần SOTP (DCF) các mảng thu nhập chính của DPR từ đó xác định mức giá trị hợp lý là **110,000 VND/CP** tương ứng với mức **P/E mục tiêu 2022 = 10.6x** – tương đương mức P/E trung bình 3 năm của cổ phiếu. Đồng thời, DPR cho thấy mức định giá hấp dẫn do đang được giao dịch tại mức P/E và P/B trượt lần lượt là **8.8x** và **1.8x** thấp hơn mức trung bình ngành là **15.6x** và **2.2x** trong khi mức sinh lời ROE ở mức cao nhất ngành **17.0%**.

Bảng 5: Định giá từng phần DPR

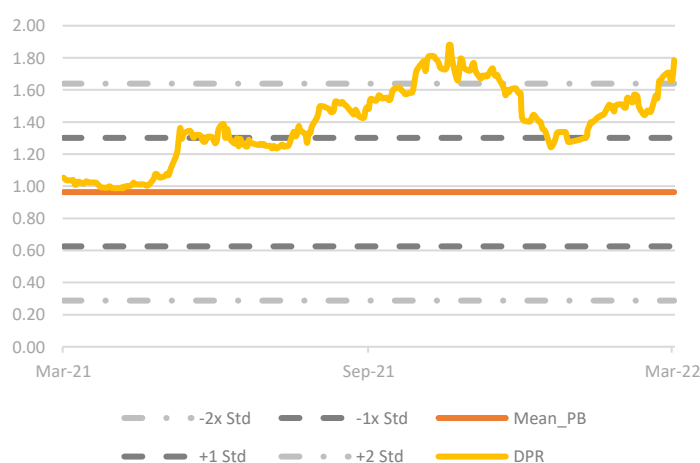
| Chỉ tiêu (Tỷ VND)                     | NPV            |
|---------------------------------------|----------------|
| Mảng cao su                           | 2,105          |
| Thu nhập chuyển giao đất              | 845            |
| KCN Bắc Đồng Phú                      | 17             |
| KCN Bắc Đồng Phú mở rộng              | 555            |
| KCN Nam Đồng Phú mở rộng              | 798            |
| <b>Tổng giá trị</b>                   | <b>4,320</b>   |
| (+) Tương đương tiền và ĐTTCTH        | 1,290          |
| (-) Vay nợ ròng                       | 313            |
| (-) Lợi ích CĐT                       | 550            |
| <b>Giá trị ròng</b>                   | <b>4,747</b>   |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (Triệu CP) | 43             |
| <b>Giá trị cổ phiếu (VND/CP)</b>      | <b>110,395</b> |
| Nguồn: BSC Research                   |                |

Hình 15: P/E DPR



Nguồn: BSC Research

Hình 16: P/B DPR



Nguồn: BSC Research

**Bảng 6: So sánh định giá các doanh nghiệp ngành cao su (Tỷ VND)**

| Doanh nghiệp/Chỉ tiêu | Doanh thu | Lợi nhuận sau thuế | ROE (%) | P/E  | P/B |
|-----------------------|-----------|--------------------|---------|------|-----|
| PHR                   | 1,945     | 478                | 14.9    | 22.9 | 3.9 |
| DPR                   | 1,217     | 431                | 17.0    | 8.8  | 1.8 |
| DRI                   | 586       | 84                 | 11.3    | 16.9 | 2.0 |
| TRC                   | 417       | 97                 | 6.2     | 13.9 | 0.9 |
| Trung bình            |           |                    | 12.4    | 15.6 | 2.2 |

Nguồn: BSC Research

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

**Bảng 7: Cập nhật DPR**

| Tỷ VND                               | 2020  | 2021   | %YoY  | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|--------------------------------------|-------|--------|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Doanh số thuần                       | 1,138 | 1,215  | 7%    | <b>DTT DPR 2021 đạt 1,215 tỷ VND (+6.8% YoY)</b> chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mảng kinh doanh mủ cao su cốt lõi với DTT đạt <b>860 tỷ VND (+15% YoY)</b> , tuy sản lượng tiêu thụ sụt giảm <b>-13.3% YoY</b> , đạt <b>13,145 tấn</b> nhưng nhờ thiếu hụt nguồn cung toàn cầu giúp giá bán tăng mạnh, đạt trung bình <b>42.7 triệu VND/tấn (+20.3% YoY)</b> .                                                       |
| Mủ cao su                            | 748   | 860    | 15%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thanh lý cây cao su                  | 157   | 122    | -22%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Khác                                 | 233   | 233    | 0%    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Giá vốn hàng bán                     | (818) | (782)  | -4%   | <b>Thu nhập khác tăng mạnh đạt 226 tỷ VND (=20.5x vs 2020)</b> do ghi nhận thu nhập <b>260 tỷ VND</b> từ chuyển giao <b>260 ha</b> đất cao su với đơn giá <b>1 tỷ VND/ha</b> cho UBND tỉnh Bình Phước; thấp hơn kế hoạch ban đầu là chuyển giao <b>317 ha trong 2021</b> .                                                                                                                                       |
| Lãi gộp                              | 320   | 433    | 35%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thu nhập tài chính                   | 64    | 60     | -6%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí tài chính                    | (15)  | (7)    | -54%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí bán hàng                     | (19)  | (31)   | 62%   | <b>Cập nhật KQKQ 2M.2022:</b><br><b>Sản lượng tiêu thụ đạt 1,363 tấn (+33.9% YoY)</b> với giá bán đạt trung bình <b>41.61 triệu VND/tấn (-10% YoY)</b> từ đó ghi nhận doanh thu mủ cao su đạt <b>56 tỷ VND (+17% YoY)</b> .<br>Doanh thu gổ cao su đạt <b>11 tỷ VND (cùng kỳ = 0)</b><br>Doanh thu thanh lý cây cao su và khác đạt <b>15 tỷ VND (+96% YoY)</b><br><b>Lợi nhuận gộp đạt 21 tỷ VND (+125% YoY)</b> |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp         | (92)  | (87)   | -5%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh     | 258   | 368    | 42%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Thu nhập khác, ròng                  | 11    | 226    | 1964% |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lãi/(lỗ) ròng trước thuế             | 269   | 594    | 121%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp   | (58)  | (103)  | 79%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lãi/(lỗ) thuần sau thuế              | 212   | 491    | 132%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số         | 34    | 42     | 25%   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ | 178   | 449    | 152%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| EPS                                  | 4,435 | 10,752 | 142%  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

Nguồn: DPR, BSC Research

## PHỤ LỤC

| KQKD (Tỷ VND)               | 2019         | 2020         | 2021          | 2022F         |
|-----------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>      | <b>1,033</b> | <b>1,138</b> | <b>1,215</b>  | <b>1,314</b>  |
| Giá vốn hàng bán            | (763)        | (818)        | (782)         | (837)         |
| Lợi nhuận gộp               | 270          | 320          | 433           | 477           |
| Chi phí bán hàng            | (19)         | (19)         | (31)          | (34)          |
| Chi phí QLDN                | (82)         | (92)         | (87)          | (94)          |
| <b>Lãi/lỗ HĐKD</b>          | <b>215</b>   | <b>258</b>   | <b>368</b>    | <b>349</b>    |
| Doanh thu tài chính         | 69           | 64           | 60            | 89            |
| Chi phí tài chính           | (23)         | (15)         | (7)           | (3)           |
| Chi phí lãi vay             | (18)         | (14)         | (5)           | (2)           |
| Lợi nhuận từ CTLĐ/LK        | 0            | 0            | 0             | 0             |
| Lãi/lỗ khác                 | 29           | 11           | 226           | 151           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b> | <b>244</b>   | <b>269</b>   | <b>594</b>    | <b>586</b>    |
| Thuế thu nhập DN            | (53)         | (58)         | (103)         | (102)         |
| <b>LN sau thuế</b>          | <b>191</b>   | <b>212</b>   | <b>491</b>    | <b>484</b>    |
| CĐTS                        | 8            | 34           | 42            | 39            |
| <b>LNST - CĐTS</b>          | <b>183</b>   | <b>178</b>   | <b>449</b>    | <b>445</b>    |
| <b>EPS</b>                  | <b>4,558</b> | <b>4,435</b> | <b>10,752</b> | <b>10,345</b> |

| CĐKT (Tỷ VND)                   | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Tiền và tương đương tiền</b> | <b>312</b>   | <b>366</b>   | <b>593</b>   | <b>1,106</b> |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 789          | 496          | 705          | 705          |
| Phải thu ngắn hạn               | 85           | 146          | 53           | 70           |
| Tồn kho                         | 128          | 162          | 214          | 161          |
| TS ngắn hạn khác                | 97           | 57           | 61           | 66           |
| <b>TS ngắn hạn</b>              | <b>1,411</b> | <b>1,228</b> | <b>1,626</b> | <b>2,109</b> |
| TS hữu hình                     | 2,208        | 2,277        | 2,294        | 2,349        |
| Khấu hao                        | (645)        | (731)        | (820)        | (955)        |
| TS dở dang dài hạn              | 255          | 167          | 129          | 129          |
| ĐT dài hạn                      | 173          | 140          | 134          | 145          |
| TS dài hạn khác                 | 335          | 695          | 671          | 2,069        |
| <b>TS dài hạn</b>               | <b>2,326</b> | <b>2,547</b> | <b>2,408</b> | <b>2,344</b> |
| <b>Tổng TS</b>                  | <b>3,737</b> | <b>3,775</b> | <b>4,034</b> | <b>4,452</b> |

|                            |              |              |              |              |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Vay ngắn hạn               | 106          | 104          | 29           | 0            |
| Nợ ngắn hạn khác           | 486          | 452          | 370          | 411          |
| <b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>    | <b>592</b>   | <b>556</b>   | <b>399</b>   | <b>411</b>   |
| Vay dài hạn                | 175          | 105          | 25           | 15           |
| Nợ dài hạn khác            | 692          | 789          | 801          | 867          |
| <b>Tổng Nợ dài hạn</b>     | <b>867</b>   | <b>894</b>   | <b>826</b>   | <b>882</b>   |
| <b>Tổng Nợ</b>             | <b>1,459</b> | <b>1,450</b> | <b>1,225</b> | <b>1,293</b> |
| Vốn góp                    | 430          | 430          | 430          | 430          |
| Thặng dư vốn cổ phần       | 147          | 147          | 192          | 192          |
| LN chưa phân phối          | 161          | 154          | 459          | 755          |
| Vốn chủ khác               | 1,033        | 1,061        | 1,185        | 1,200        |
| Cổ đông thiểu số           | 506          | 533          | 544          | 583          |
| <b>Tổng Vốn chủ sở hữu</b> | <b>2,278</b> | <b>2,325</b> | <b>2,809</b> | <b>3,159</b> |
| <b>Tổng nguồn vốn</b>      | <b>3,737</b> | <b>3,775</b> | <b>4,034</b> | <b>4,452</b> |
| SLCPLH (Triệu CP)          | 30           | 30           | 43           | 43           |

| LCTT (Tỷ VND)               | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| (Lỗ)/LNST                   | 191          | 212          | 491          | 484          |
| Khấu hao và phân bổ         | 102          | 116          | 124          | 135          |
| Thay đổi vốn lưu động       | 78           | (242)        | (377)        | 96           |
| <b>LCTT từ HĐ KD</b>        | <b>371</b>   | <b>86</b>    | <b>238</b>   | <b>715</b>   |
| Tiền chi mua TSCĐ           | (120)        | (94)         | (64)         | (55)         |
| Đầu tư khác                 | (52)         | 344          | 234          | (11)         |
| <b>LCTT từ HĐ Đầu tư</b>    | <b>(173)</b> | <b>249</b>   | <b>170</b>   | <b>(66)</b>  |
| Tiền chi trả cổ tức         | (208)        | (206)        | (197)        | (86)         |
| Tiền từ vay ròng            | 43           | (76)         | (156)        | (39)         |
| Tiền thu khác               | 0            | 0            | 171          | (10)         |
| <b>LCTT từ HĐ Tài chính</b> | <b>(164)</b> | <b>(281)</b> | <b>(182)</b> | <b>(135)</b> |
| Dòng tiền đầu kỳ            | 277          | 312          | 366          | 593          |
| Tiền trong kì               | 35           | 54           | 226          | 514          |
| <b>Dòng tiền cuối kỳ</b>    | <b>312</b>   | <b>366</b>   | <b>593</b>   | <b>1,106</b> |

| Chỉ số (%)                 | 2019  | 2020  | 2021  | 2022F |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Khả năng thanh toán</b> |       |       |       |       |
| Hổ TT ngắn hạn             | 2.4   | 2.2   | 4.1   | 5.1   |
| Hổ TT nhanh                | 2.2   | 1.9   | 3.5   | 4.7   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>          |       |       |       |       |
| Hổ Nợ/TTS                  | 39.0% | 38.4% | 30.4% | 29.0% |
| Hổ Nợ/VCSH                 | 64.1% | 62.4% | 43.6% | 40.9% |
| <b>Năng lực hoạt động</b>  |       |       |       |       |
| Số ngày HTK                | 66    | 65    | 88    | 82    |
| Số ngày phải thu           | 8     | 11    | 8     | 6     |
| Số ngày phải trả           | 7     | 4     | 3     | 3     |
| CCC                        | 66    | 72    | 93    | 84    |

|                          |       |       |       |       |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Tỉ suất lợi nhuận</b> |       |       |       |       |
| Lợi nhuận gộp            | 26.2% | 28.1% | 35.6% | 36.3% |
| LNTT                     | 23.6% | 23.7% | 48.9% | 44.6% |
| ROE                      | 8.1%  | 9.2%  | 19.1% | 16.2% |
| ROA                      | 5.2%  | 5.6%  | 12.6% | 11.4% |

|                 |      |      |     |     |
|-----------------|------|------|-----|-----|
| <b>Định Giá</b> |      |      |     |     |
| PE              | 30.9 | 33.2 | 9.1 | 9.1 |
| PB              | 2.2  | 2.2  | 1.8 | 1.6 |

|                    |        |       |        |        |
|--------------------|--------|-------|--------|--------|
| <b>Tăng trưởng</b> |        |       |        |        |
| Tăng trưởng DTT    | 0.3%   | 10.1% | 6.8%   | 8.2%   |
| Tăng trưởng EBIT   | -26.0% | 20.1% | 42.5%  | -5.2%  |
| Tăng trưởng LNTT   | -19.2% | 10.4% | 120.6% | -1.4%  |
| Tăng trưởng EPS    | -22.3% | -2.7% | 142.4% | -12.0% |

Nguồn: BSC Research

## QUAN ĐIỂM KỸ THUẬT

DPR – CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)

Giá mục tiêu: 106.5

Giá cắt lỗ: 91.0

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá
- Chỉ báo xu hướng MACD: MACD ở trên đường tín hiệu và đang tiếp tục duy trì xu hướng
- Chỉ báo RSI: tiếp tục xu hướng tăng

**Nhận định:** DPR đã bắt đầu xu hướng tăng giá với khối lượng giao dịch tương đối khả quan khi kết thúc phiên ngày 01/04 với mẫu hình nến Marubozu hoàn hảo. Mức giá đã nằm trên MA20, MA50 và M100 đường MA20 ở trên MA50, MA100, MA50 đang có dấu hiệu cắt lên MA100 đồng thuận với đà tăng giá của cổ phiếu. Thanh khoản hiện vẫn đang duy trì ở mức khá tốt khi KLGD dao động quanh mức trung bình 20 phiên gần nhất. Chỉ báo kỹ thuật RSI và MACD tương đối khả quan khi MACD vẫn đang ở trên đường tín hiệu còn đường RSI đang có xu hướng giảm. Vùng kháng cự gần nhất dao động từ 99-100.

**Khuyến nghị:** BSC khuyến nghị các nhà đầu tư trung hạn có thể mở vị thế với cổ phiếu tại ngưỡng 96.7, chốt lãi tại ngưỡng 106.5, cắt lỗ cổ phiếu tại mức giá 91.0.



## Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và 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, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

### BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: +84439352722  
Fax: +84422200669

### BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: +84838218885  
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>  
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

**Bloomberg: RESP BSCV <GO>**

