

CTCP Cao su Đồng Phú (HSX: DPR)

Ngành Cao su, Bất động sản Khu công nghiệp

XẾP HẠNG

MUA

Giá đóng cửa 22/10/2024	VND38,650
Giá mục tiêu 12 tháng	VND48,500
vs Consensus	-0.8%
Lợi nhuận kì vọng	25.5%

Chuyên viên phân tích

Lê Anh Sơn

sonla@vpbanks.com.vn

VỤ MÙA THU HOẠCH ĐANG TỚI GẦN

KQKD Q3/24 và 9T24: Duy trì đà hồi phục như kì vọng

Trong Q3/24, DPR ghi nhận KQKD ấn tượng với doanh thu tăng 21.8% svck, trong bối cảnh sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ 3.2% svck, tuy nhiên giá bán cao su toàn cầu vượt đỉnh là bàn đạp cho giá cao su bán ra của DPR tăng 41.1% svck lên mức 46.2 trđ/tấn. Từ đó, LN ròng Q3/24 tăng 19.3% svck.

Lũy kế 9T24, doanh thu ghi nhận tăng 25.5% svck, LN ròng tăng 40.1% svck nhờ ghi nhận khoản tiền đền bù đất trong Q2/24 (43 tỷ đồng).

Triển vọng 2024-25: Chúng tôi dự phóng LN ròng 2024-25 sẽ ghi nhận mức tăng trưởng 24.8%/67.4% svck nhờ 2 mảng kinh doanh cốt lõi:

- Cao su sẽ được cải thiện mạnh mẽ cả sản lượng cũng như giá bán từ (1) vụ mùa khai thác mủ cao su với năng suất cao nhất vào Q4 hàng năm, (2) giá bán cao su tiếp tục neo cao trong bối cảnh nguồn cung cao su thế giới tiếp tục thiếu hụt.
- BĐS Khu công nghiệp được dẫn dắt bởi câu chuyện chuyển đổi đất cao su sang đất KCN khi những vướng mắc về pháp lý cho dự án KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng đã được tháo gỡ trước đó. Chúng tôi kì vọng KCN Bắc Đồng Phú mở rộng sẽ nhận được chủ trương đầu tư trong năm 2025 và thủ tục đền bù đất sẽ diễn ra trong giai đoạn 2025-26. Trong giai đoạn 2025-27, chúng tôi kì vọng DPR sẽ ghi nhận khoản tiền lớn từ đền bù đất, ước khoảng 860 tỷ đồng.

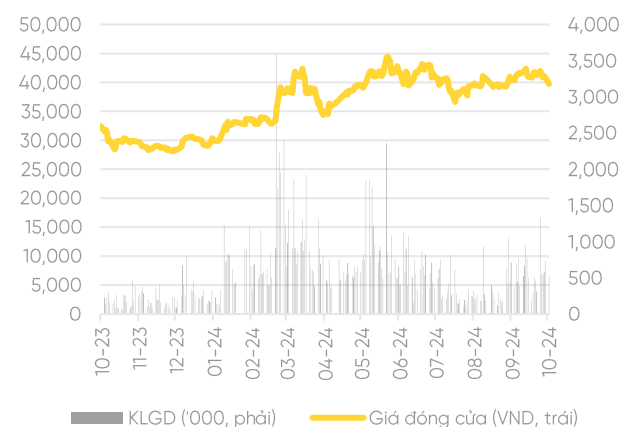
Định giá

Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 48,500VND/cp – mức định giá mà chúng tôi cho rằng hấp dẫn với mục tiêu đầu tư ngắn hạn cũng như trung, dài hạn sau những nhịp điều chỉnh giá gần đây của DPR tới từ (1) P/E và P/B forward cho năm 2025 lần lượt 8.7x và 1.2x, thấp hơn trung bình 3 năm gần nhất của DPR và (3) khả năng sinh lời ROE, ROA năm 2025 sẽ được cải thiện mạnh mẽ nhờ khoản tiền đền bù đất.

THÔNG TIN GIAO DỊCH

KLGD TB 52 tuần	561,361
SLCP lưu hành	86,885,932
Biên độ 52 tuần (VND)	28,070 – 44,420
Vốn hóa doanh nghiệp (tỷ VND)	3,454
Free float	45%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN hiện tại	8.2%
Beta	1.2

Diễn biến giá	1 tháng	3 tháng	12 tháng
DPR	-1.9%	-3.0%	22.6%
VNINDEX	0.6%	1.2%	15.5%



(Đơn vị: tỷ VND)	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	1,042	1,192	1,271
LN gộp	274	324	354
LN khác ròng	32	74	99
LN ròng	209	261	436
Biên LN gộp	26.3%	27.1%	27.8%
Biên LN ròng	20.1%	21.9%	34.3%
P/E (x)	17.06	13.87	8.78
P/B (x)	1.52	1.34	1.19
ROE	10.9%	9.8%	14.3%
ROA	5.0%	7.0%	10.3%

Báo cáo này được thực hiện bởi VPBankS Research, và được sử dụng như một nguồn tham khảo. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư tìm đọc các phương pháp xếp hạng, cam kết của chuyên viên phân tích, tuyên bố miễn trừ trách nhiệm, và các công bố quan trọng khác bởi VPBankS, được trình bày trong phụ lục tại cuối báo cáo.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông

Theo nhóm cổ công lớn

Tập đoàn Công nghiệp cao su (GVR)	55.2%
Samarang Ucits – Samarang Asia Prosperity	4.9%
Khác	39.9%

Theo hình thức góp vốn

Vốn nhà nước	55.2%
Vốn nước ngoài	8.2%
Cá nhân và khác	36.6%

- CTCP Cao su Đồng Phú (HOSE: DPR) tiền thân là Đồn điền Thuận Lợi của Công ty Michelin, Pháp và chính thức được thành lập năm 1993. DPR là một trong công ty con trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp cao su (GVR) với tỷ lệ sở hữu là 55.2%.
- Với quỹ đất cao su hơn 9,300ha tại Bình Phước, gần 6,500ha tại Campuchia và 750ha tại Đắk Nông, DPR là một trong 2 công ty con sở hữu quỹ đất cũng như năng lực trồng/khai thác cao su lớn nhất của GVR.
- Theo kế hoạch của tập đoàn mẹ, DPR cũng đang dần chuyển đổi quỹ đất lớn từ trồng cao su sang phát triển các dự án BĐS Khu công nghiệp.

CÁC MẢNG KINH DOANH CỐT LÕI

Cao su & sản phẩm từ cao su

BDS Khu công nghiệp

Thanh lý cây cao su

Khác (gỗ, dịch vụ..)

Tỷ trọng đóng góp doanh thu

74.0%

6.9%

8.4%

10.6%

Biên LN gộp

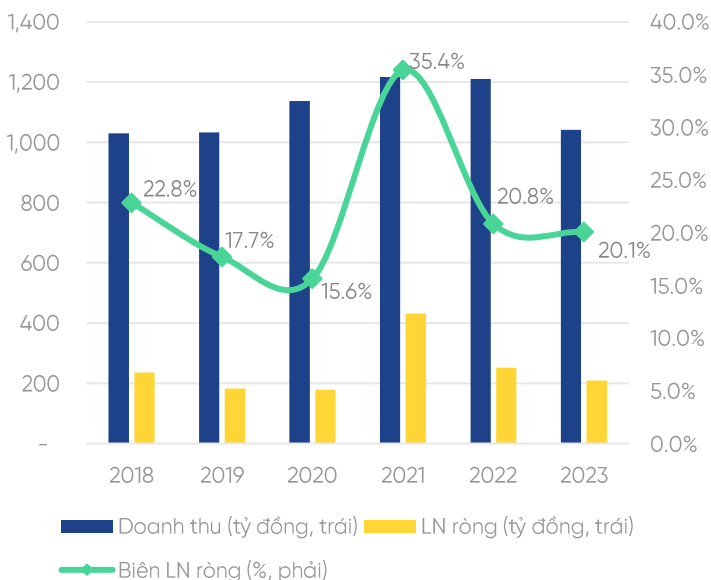
15.1%

47.4%

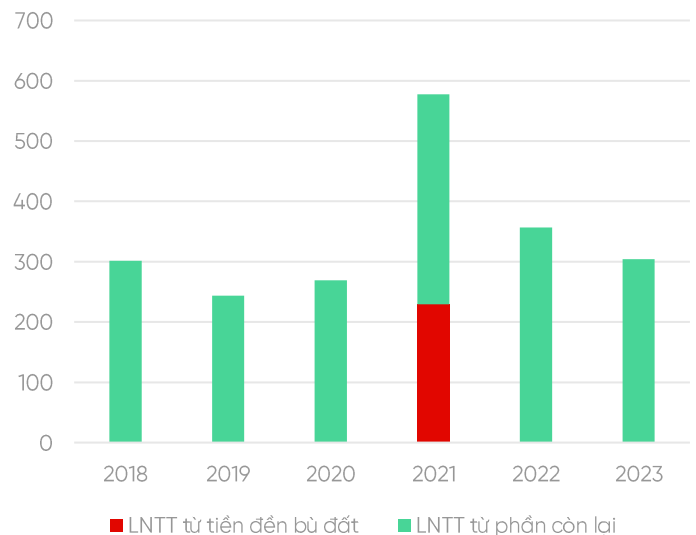
86.7%

43.7%

Doanh thu và LN ròng



Ghi nhận tiến đến bù chuyển đổi đất cao su giúp LN tăng mạnh



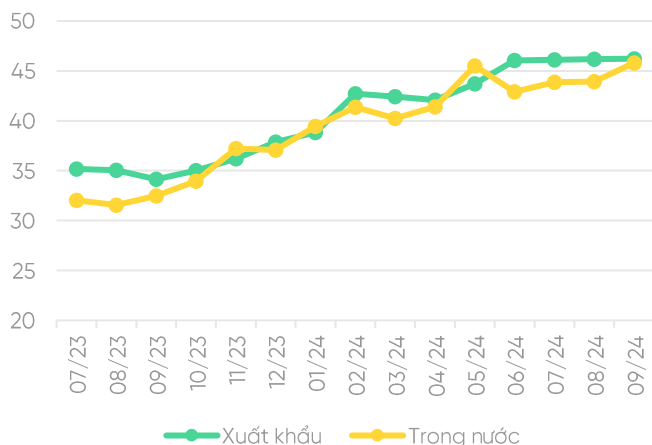
Tóm tắt KQKD Q3/24 và 9T24: Duy trì đà hồi phục như kì vọng

Đvi: Tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	% svck	9T24	9T23	% svck
Doanh thu	348	286	21.8%	768	612	25.5%
LN gộp	82	64	28.7%	211	163	29.2%
Chi phí BH&QLDN	34	26	28.1%	79	73	7.8%
Thu nhập tài chính ròng	18	25	-29.4%	62	85	-27.3%
Thu nhập khác ròng	4	5	-26.1%	53	16	235.3%
LNTT	70	68	3.0%	246	190	29.4%
LNST	61	57	7.8%	203	155	31.1%
LN ròng	44	37	19.3%	170	121	40.1%
<i>Biên LN gộp</i>	23.5%	22.3%	1.3 điểm %	27.5%	26.7%	0.8 điểm %
<i>Biên LN ròng</i>	12.7%	13.0%	-0.3 điểm %	22.1%	19.8%	2.3 điểm %

Hoạt động sản xuất cao su trong 9T24

Đvi: tấn	9T24	9T23	%svck
Sản lượng đầu vào	7,254	7,524	-3.6%
_Khai thác	6,679	6,803	-1.8%
_Thu mua	575	721	-20.2%
Sản lượng tiêu thụ	7,270	7,487	-2.9%
_Xuất khẩu	2,017	2,177	-7.3%
_Trong nước	5,253	5,310	-1.1%
Sản lượng tồn kho	804	1,604	-49.9%

Giá bán cao su theo tháng (tr đồng/tấn)



- Trong Q3/24, DPR đã ghi nhận KQKD mạnh mẽ với doanh thu tăng 21.8% svck, đánh dấu những bước đầu của vụ mùa khai thác cao su nửa cuối năm. Trong Q3/24, mặc dù sản lượng tiêu thụ chỉ đạt 4,587 tấn, giảm 3.2% svck, tuy nhiên giá bán cao su toàn cầu vượt đỉnh là bàn đạp cho giá cao su bán ra của DPR tăng 41.1% svck lên mức 46.2 trđ/tấn. Từ hoạt động kinh doanh tích cực, LN gộp và LN ròng Q3/24 lần lượt tăng 28.7%/19.3% svck, tuy nhiên biên LN ròng giảm nhẹ 0.3 điểm % do sự suy giảm của thu nhập tài chính và thu nhập khác.
- Lũy kế 9T24, doanh thu ghi nhận tăng trưởng 25.5% svck. Mặc dù sản lượng tiêu thụ cao su 9T24 giảm 2.9% svck, tuy nhiên đà tăng trưởng doanh thu được hỗ trợ bởi nền giá bán cao, giá cao su bình quân 9T24 ghi nhận tăng 26.2% svck với xuất khẩu (44.8trđ/tấn) và 37.1% svck (44.5trđ/tấn) với tiêu thụ trong nước.
- Từ đó, LN ròng lũy kế 9T24 đạt mức tăng 40.1% svck lên 170 tỷ đồng, hoàn thành 68% dự phóng

Triển vọng 2024-25: Vụ mùa thu hoạch đang tới gần

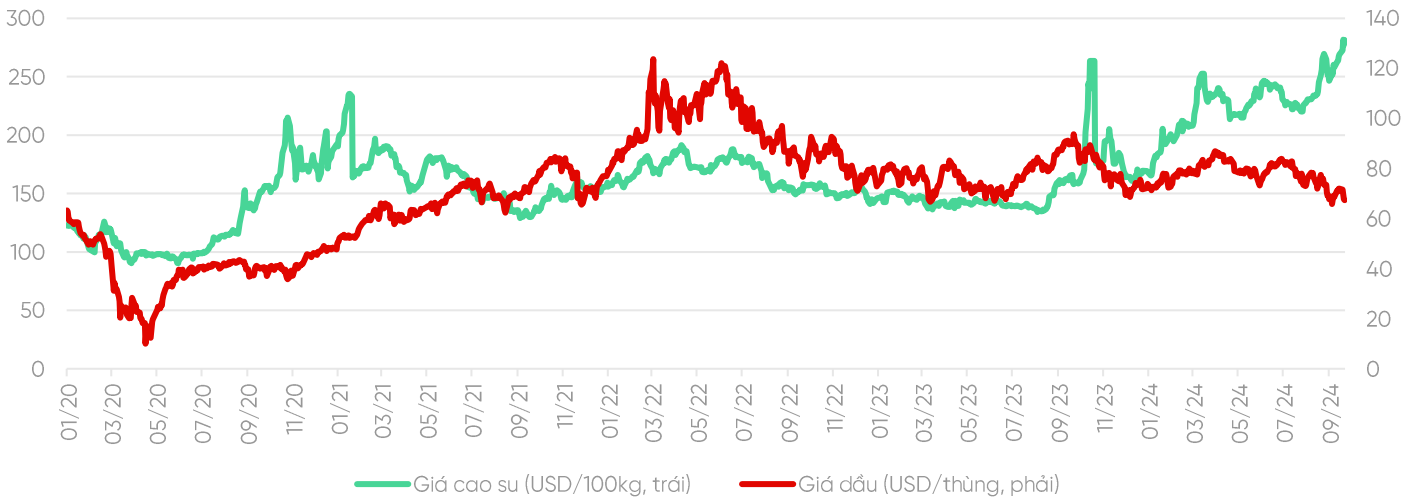
Thay đổi dự phóng KQKD 2024-25

Đvi: Tỷ đồng	Cũ		Mới			
	2024	2025	2024	% thay đổi	2025	% thay đổi
Doanh thu	1,152	1,211	1,192	3.5%	1,271	4.9%
_Cao su & sản phẩm cao su	855	909	895	4.7%	969	6.6%
_BDS KCN	79	87	79	0.0%	87	0.0%
_Thanh lý cây cao su	110	105	110	0.0%	105	0.0%
_Khác	107	110	107	0.0%	110	0.0%
LN gộp	308	329	324	5.1%	354	7.6%
Chi phí BH&QLDN	114	120	118	3.5%	126	4.9%
Thu nhập tài chính ròng	90	99	90	0.0%	99	0.0%
Thu nhập khác ròng	74	257	74	0.0%	257	0.0%
LNTT	358	565	371	3.6%	586	3.7%
LNST	293	463	304	3.6%	480	3.7%
LN ròng	250	419	261	4.2%	436	4.1%
<i>Biên LN gộp</i>	<i>26.7%</i>	<i>27.1%</i>	<i>27.1%</i>	<i>0.4 điểm %</i>	<i>27.8%</i>	<i>0.7 điểm %</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>21.7%</i>	<i>34.6%</i>	<i>21.9%</i>	<i>0.2 điểm %</i>	<i>34.3%</i>	<i>-0.3 điểm %</i>

- Chúng tôi điều chỉnh nâng doanh thu 2024-25 lần lượt 3.5%/4.9% so với dự phóng trước đó, chủ yếu tới từ việc điều chỉnh tăng doanh thu mảng cao su và các sản phẩm cao su (lần lượt tăng 4.7%/6.6% so với dự phóng trước đó), để phản ánh giá cao su tăng cao hơn so với kì vọng. Các mảng kinh doanh còn lại: BDS KCN, thanh lý cây cao su chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng trước đó.
- Chúng tôi điều chỉnh LN gộp 2024-25 lần lượt tăng 5.1%/7.6% cùng với việc biên LN gộp 2024-25 được mở rộng lần lượt 0.4 điểm%/0.7 điểm % so với dự phóng trước đó tới từ việc kì vọng DPR sẽ hưởng lợi mạnh mẽ từ đà tăng giá cao su trong khi chi phí, giá vốn trồng và khai thác mỏ cao su duy trì ổn định.
- Từ đó, chúng tôi điều chỉnh tăng LN ròng 2024-25 lần lượt 4.2%/4.1% so với dự phóng trước đó, dẫn tới tăng trưởng LN ròng năm 2024-25 lần lượt là 24.8%/67.4% svck.

Cao su: Triển vọng tích cực theo đà tăng giá

Giá cao su toàn cầu đã vượt đỉnh và thể hiện xu hướng trái ngược với giá dầu

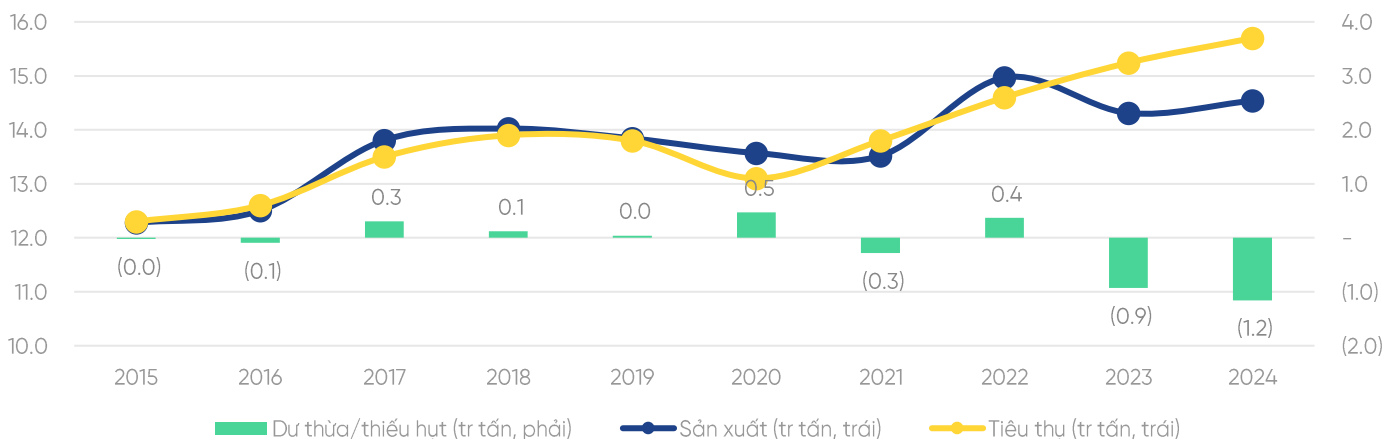


Kể từ đầu năm 2024, giá cao su thiên nhiên toàn cầu đã liên tục ghi nhận sự hồi phục mạnh mẽ sau mức giảm sâu của năm 2023. **Tính tới hết tháng 9/2024, giá cao su toàn cầu đã tiếp đà tăng giá và thiết lập đỉnh giá mới, bất chấp xu hướng đối lập của giá dầu** (đánh dấu xu hướng đối lập về biến động giá giữa cao su và dầu sau thời gian dài diễn biến đồng pha).

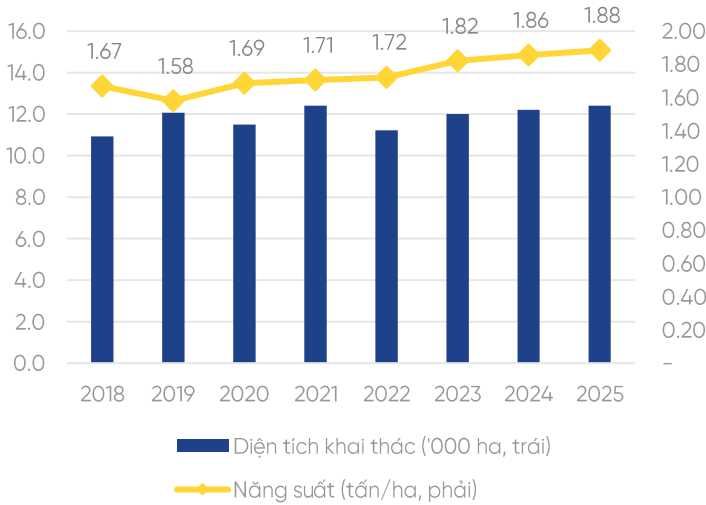
Chúng tôi cho rằng, **nguyên nhân chính đã thúc đẩy đà tăng giá cao su trong năm 2024 tới từ sự gia tăng thiếu hụt nguồn cung cao su toàn cầu theo ANRPC dự phóng trong bối cảnh:**

- Nguồn cung cao su tại Thái Lan, Indonesia (2 quốc gia dẫn đầu nguồn cung thế giới) sẽ suy giảm lần lượt 1-2%/6-8% svck trong năm 2024 do năng suất khai thác cao su của 2 quốc gia này sẽ bị ảnh hưởng nặng nề bởi yếu tố thời tiết khắc nghiệt, mưa bão nửa cuối năm trùng với thời điểm mùa vụ khai thác cao su của khu vực Đông Nam Á.
- Nhu cầu cao su vẫn duy trì ở mức cao với kì vọng Trung Quốc và Ấn Độ - 2 quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới sẽ gia tăng nhập khẩu/tiêu thụ cao su nửa cuối năm cho các mục tiêu tích trữ, đáp ứng được nhu cầu sản xuất lốp xe.

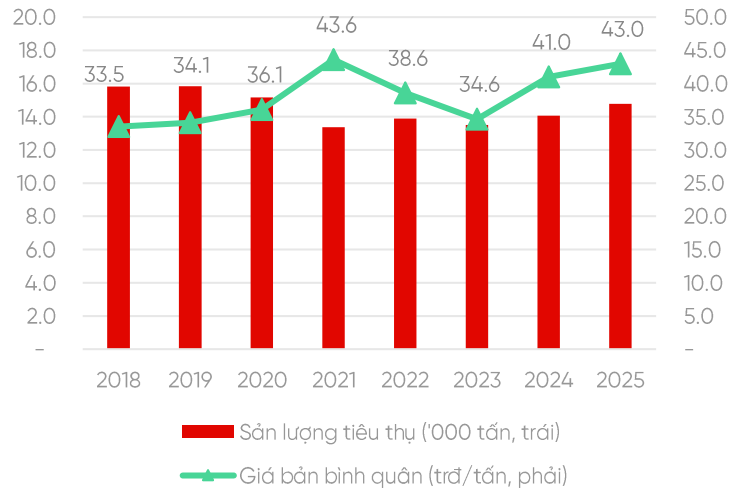
Cao su toàn cầu sẽ tiếp tục chứng kiến thiếu hụt nguồn cung trong năm 2024



Năng suất khai thác cao su của DPR được kì vọng tiếp tục được cải thiện



Chúng tôi cho rằng giá bán cao su bình quân sẽ tăng mạnh mẽ trong năm 2024



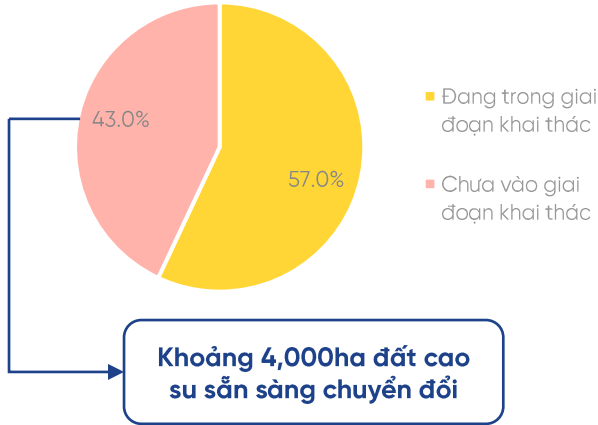
Mặc dù chia sẻ chung những yếu tố thời tiết mưa bão kéo dài tương tự như Thái Lan, Indonesia, tuy nhiên chúng tôi cho rằng Việt Nam hoàn toàn có thể tiếp tục gia tăng nguồn cung cao su trong năm 2024 (+3-5% theo ANRPC) nhờ **(1)** vườn cây cao su tại Việt Nam có tuổi khai thác trung bình cho năng suất khai thác cao, **(2)** nhiều DN cao su trong nước chủ động đa dạng nguồn cung cao su từ các vườn cây tại Lào, Campuchia thuộc sở hữu của các công ty con.

Từ đó, cao su Việt Nam sẽ nắm bắt cơ hội này để khẳng định vị thế trên thị trường cao su toàn cầu, chúng tôi cho rằng **DPR – một trong những doanh nghiệp trồng, sản xuất cao su lớn nhất cả nước sẽ nắm bắt cơ hội và cải thiện KQKD mảng cao su từ nửa cuối năm 2024.**

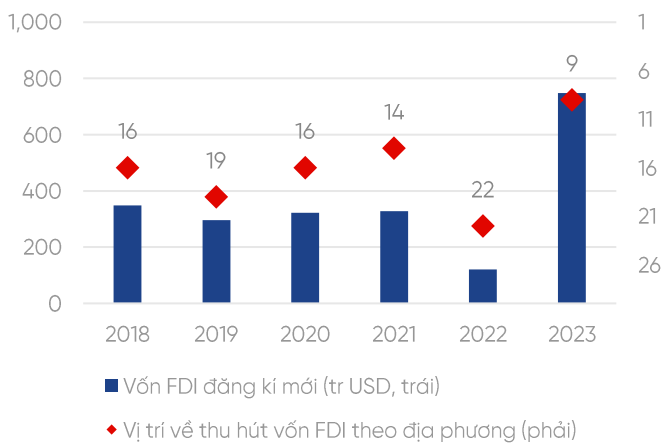
- Chúng tôi kì vọng DPR sẽ tiếp tục cải thiện năng lực trồng, sản xuất cao su của công ty với năng suất năm 2024 đạt 1.86 tấn/ha, tăng 20% svck trong bối cảnh diện tích trồng và khai thác cao su vẫn duy trì ổn định nhờ **(1)** năng lực khai thác vườn cây tại Bình Phước được cải thiện nhờ sự đóng góp của phần diện tích vườn cây trồng mới giai đoạn 2016-2020 bắt đầu có khả năng khai thác, **(2)** sự gia tăng năng lực khai thác từ vườn cây tại Campuchia đã được trồng từ năm 2009.
- Năng lực khai thác, sản xuất được đảm bảo sẽ giúp DPR có được động lực vững chắc để cải thiện doanh số bán cao su. **Chúng tôi kì vọng sản lượng cao su của DPR trong năm 2024 đạt 14.8 nghìn tấn, tăng 4.2% svck, trong đó 75% sản lượng tiêu thụ vẫn tập trung cho thị trường trong nước.**
- **Giá bán bình quân năm 2024 kì vọng ghi nhận mức tăng mạnh mẽ 18.4% svck, đạt 41.0 trđ/tấn**, trong đó, chúng tôi kì vọng giá xuất khẩu bình quân đạt 42.9 trđ/tấn (+20% svck) và giá bán trong nước bình quân đạt 40.4 trđ/tấn (+18% svck).

BDS KCN: Chờ đợi cho câu chuyện chuyển đổi đất

Đất trồng cao su tại tỉnh Bình Phước của DPR



Bình Phước đang nổi lên là điểm thu hút vốn FDI mới



Chúng tôi cho rằng **DPR sở hữu quỹ đất cao su tiềm năng tại tỉnh Bình Phước, có khả năng chuyển đổi thành đất KCN** để nắm bắt dòng vốn FDI mạnh mẽ đang có xu hướng đổ vào tỉnh Bình Phước tới từ:

- DPR hiện mới chỉ khai thác khoảng 57% trong tổng diện tích 9,300ha đất trồng cao su tại tỉnh Bình Phước. Với vườn trồng cao su tại Campuchia sẽ dần cải thiện năng suất, gia tăng sản lượng khai thác trong những năm tiếp theo, **chúng tôi cho rằng DPR hoàn toàn có thể chuyển đổi toàn bộ quỹ đất trồng cao su chưa khai thác vào việc chuyển đổi sang KCN trong những năm tới, ước khoảng 4,000ha.**
- Bình Phước đang là một trong những thị trường mới nổi về thu hút vốn FDI. Sau năm 2022 khó khăn, dòng vốn FDI đổ vào Bình Phước đã khai thông điểm tắc nghẽn và tăng mạnh mẽ trong năm 2023 đưa Bình Phước vươn lên vị trí thứ 9 toàn quốc về vốn FDI đăng ký mới.

Từ đó chúng tôi cho rằng **2 dự án KCN trọng điểm của DPR là Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng, với vị trí đắc địa tại tỉnh Bình Phước sẽ là điểm đến tiềm năng cho dòng vốn FDI trong bối cảnh nút thắt về phê duyệt pháp lý đang dần được tháo gỡ.**

Danh mục dự án BDS KCN của DPR

Dự án	Thời hạn thuê	Tỷ lệ sở hữu của DPR	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Tổng diện tích	Diện tích cho thuê	Tỷ lệ lấp đầy	Giá cho thuê (USD/m ² /thời hạn thuê)	Tiến độ
Bắc Đồng Phú	2009-2059	51%	227	189	137	100%	70-75	Đã lấp đầy
Nam Đồng Phú	2010-2060	51%	122	69	52	100%	70-75	Đã lấp đầy
Bắc Đồng Phú mở rộng	kỳ vọng cho thuê từ 2025	51%	1,360	317	222	0%	95-100	Chờ phê duyệt chủ trương đầu tư từ Thủ tướng Chính phủ
Nam Đồng Phú mở rộng	kỳ vọng cho thuê từ 2027	51%	1,830	480	336	0%	95-100	Đang chuẩn bị hồ sơ để trình chủ trương đầu tư (sẽ đẩy nhanh tiến độ sau khi được chấp nhận KCN Bắc Đồng Phú mở rộng)

Danh sách KCN ưu tiên thành lập mới giai đoạn 2021-2030

Dự án	Vị trí	Diện tích (ha)
KCN Tân Khai II	Huyện Hớn Quản	160
KCN Minh Hưng 2 - mở rộng GD 2	Thị xã Chơn Thành	578
KCN Bắc Đồng Phú mở rộng	TP Đồng Xoài và huyện Đồng Phú	317
KCN Nam Đồng Phú mở rộng	Huyện Đồng Phú	480
KCN Hoa Lư	Khu KTCK Hoa Lư	150
KCN Ledana	Khu KTCK Hoa Lư	200
Các KCN Đông Nam Đồng Phú	Huyện Đồng Phú	1,619

Thay đổi trong quy hoạch sử dụng đất tại các tỉnh thành miền Nam tới năm 2025 (Đơn vị: ha)

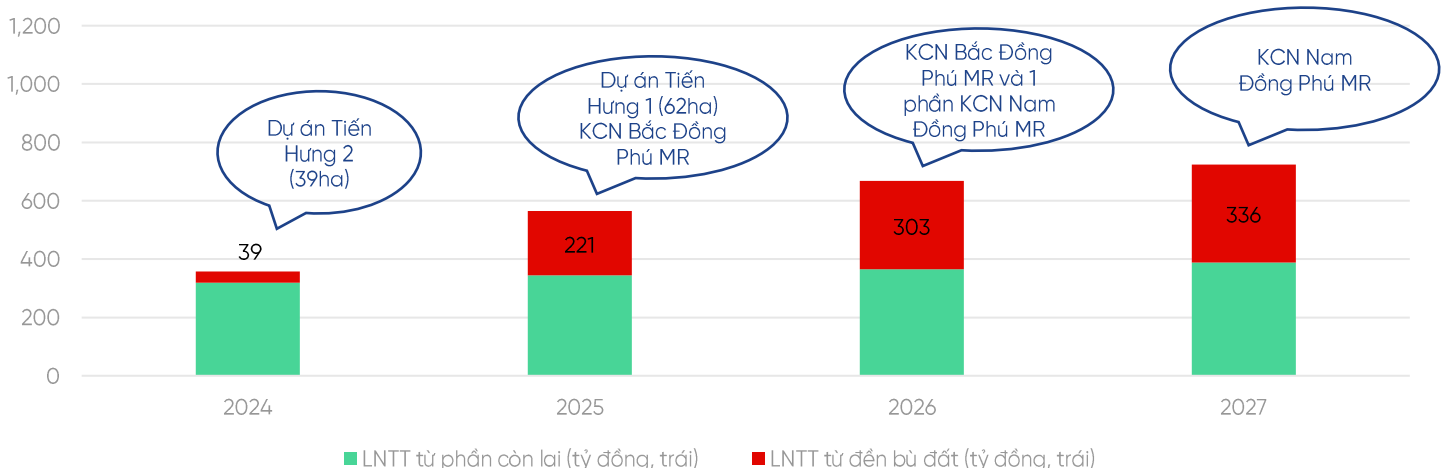
	Theo QĐ 326 (năm 2022)	Theo QĐ 227 (năm 2024)	Dư địa tăng thêm
Bình Dương	11,990	11,990	-
Đồng Nai	12,470	12,470	-
Bình Phước	4,258	4,908	650
BR-VT	8,550	8,079	(471)
Tây Ninh	3,580	3,580	-
Long An	10,479	10,479	-

Chúng tôi cho rằng nút thắt về phê duyệt pháp lý cho 2 dự án KCN của DPR đã được tháo gỡ tới từ:

- KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng đều nằm trong danh sách ưu tiên phê duyệt thành lập mới theo quy hoạch 2021-30 của tỉnh Bình Phước theo Quyết định 1489/QĐ-TTg được Thủ tướng Chính phủ kí ngày 24/11/2023. Đặc biệt khi KCN Bắc Đồng Phú được tỉnh Bình Phước chấp nhận đầu tư sớm nhất trong danh sách các KCN được ưu tiên (từ năm 2021).
- Kết hợp cùng với việc quỹ đất KCN tỉnh Bình Phước được mở rộng sau Quyết định 227/QĐ-TTg được Thủ tướng Chính Phủ kí ngày 12/03/2024 điều chỉnh về quy hoạch sử dụng đất tới năm 2025 của 63 tỉnh thành/phố. Với 650ha mới được tăng thêm sau điều chỉnh, chúng tôi ước tính tỉnh Bình Phước sẽ có dư địa ước khoảng gần 850ha để phê duyệt các dự án đang chờ triển khai.

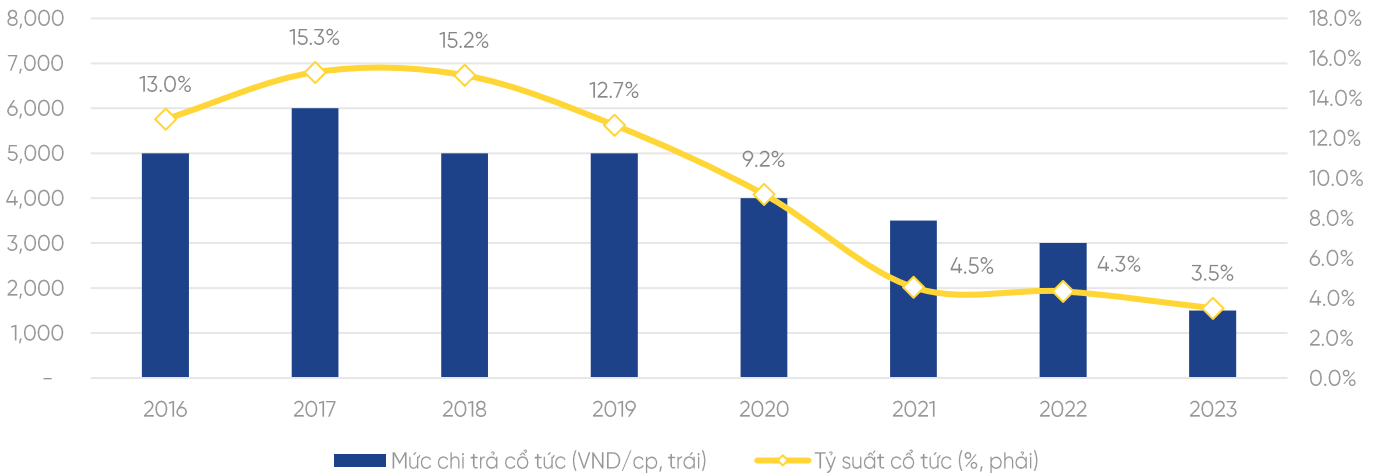
Từ đó, chúng tôi kì vọng KCN Bắc Đồng Phú mở rộng sẽ được phê duyệt chủ trương đầu tư trong năm 2025 và thủ tục đền bù đất sẽ diễn ra trong giai đoạn 2025-26. Song song với đó, KCN Nam Đồng Phú mở rộng được kì vọng sẽ bắt đầu đóng góp tiền đền bù đất từ năm 2026.

DPR sẽ bước vào giai đoạn tăng trưởng LN mạnh mẽ từ tiền đền bù đất



Cổ tức tiền mặt thấp nhất lịch sử, nhưng kì vọng sẽ cải thiện từ năm 2025

Lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt của DPR



* Tỷ suất cổ tức được tính trên thị giá đóng cửa của ngày liền trước ngày giao dịch không hưởng quyền*

- DPR luôn duy trì lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt tương đối cao và ổn định những năm qua. Tuy nhiên kể từ năm 2021, cổ tức tiền mặt cũng như tỷ suất cổ tức có xu hướng suy giảm, nguyên nhân chính chủ yếu do **(1)** hoạt động kinh doanh cao su không cho hiệu suất cao do xu hướng giảm và đi ngang của giá cao su, **(2)** thiếu hụt nguồn thu từ tiền đền bù đất chuyển đổi đất cao su sang KCN.
- Gần đây nhất DPR đã thông qua phương án chi trả cổ tức tiền mặt cho năm 2023 với mức chi 1,500 VND/cp, với ngày giao dịch không hưởng quyền là ngày 21/10/2024.** Đây là mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt thấp nhất trong lịch sử của DPR.
- Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng DPR hoàn toàn có khả năng gia tăng chi trả cổ tức kể từ năm 2025,** giúp nâng tỷ suất cổ tức lên cao ngang với chu kì 2016-2020, nhờ triển vọng tích cực tới từ **(1)** hoạt động kinh doanh cao su sẽ được hưởng lợi nhờ đà tăng của giá bán cao su, **(2)** các dự án chuyển đổi đất cao su sang đất KCN sẽ mang lại nguồn thu lớn từ tiền đền bù đất, từ đó giúp LN bật tăng mạnh mẽ.

Định giá

Phương pháp định giá từng phần SOTP

Giá định cho WACC

Phần bù rủi ro thị trường	7.8%
Lãi suất phi rủi ro	2.8%
Beta	1.2
Chi phí sử dụng vốn	12.2%
Chi phí sử dụng nợ	5.0%
Tỷ lệ nợ	0.0%
Tỷ lệ vốn	100.0%
WACC	12.2%

Dự án	Phương pháp	Giá trị hợp lý (tỷ đồng)
BDS KCN		1,074
_KCN Bắc Đồng Phú mở rộng	DCF	665
_KCN Nam Đồng Phú mở rộng	DCF	409
Cao su, gỗ, thanh lý cây cao su	DCF	1,290
Tiền đền bù đất từ GPMB	DCF	868
<i>Cộng:</i>		
Tiền và tương đương tiền	BV	1,825
Đầu tư tài chính ngắn hạn	BV	132
<i>Trừ:</i>		
Nợ ròng	BV	-
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	BV	745
RNAV		4,444
Chiết khấu		5%
SLCP lưu hành		86,885,932
Giá mục tiêu (VND/cp)		48,500

Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DPR cùng **giá mục tiêu 1 năm là 48,500 VND/cp** tới từ:

- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với giả định WACC là 11.7% cho 2 dự án KCN trọng điểm là KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng, tuy nhiên chúng tôi áp dụng mức chiết khấu khác nhau với 2 dự án này tương ứng với tiến độ pháp lý, khả năng triển khai với từng dự án.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với các mảng cao su, gỗ và thanh lý cây cao su với dòng tiền chiết khấu 10 năm cùng giả định WACC là 12.2%.
- Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá DCF với khoản tiền đền bù từ GPMB chuyển đổi đất cao su sang đất KCN từ nay cho tới năm 2030 theo phần diện tích đất chuyển đổi thông qua quy hoạch tỉnh Bình Phước giai đoạn 2021-30.
- Chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách cho các chỉ tiêu: tiền và tương đương tiền, đầu tư tài chính, nợ ròng tính tới cuối Q2/24.
- Chúng tôi áp dụng tỷ lệ chiết khấu RNAV là 5% để phản ánh những rủi ro tới từ yếu tố vĩ mô trong nước cũng như thế giới.

Phân tích độ nhạy

- Chúng tôi phân tích độ nhạy của giá mục tiêu cho DPR với những thay đổi của giả định WACC do định giá các mảng kinh doanh của DPR hầu hết sử dụng phương pháp DCF, chịu ảnh hưởng lớn bởi sự thay đổi của WACC

Phân tích độ nhạy Giá mục tiêu theo WACC

WACC	10.7%	11.2%	11.7%	12.2%	12.7%	13.2%	13.7%
Giá mục tiêu (đồng/cp)	51,200	50,300	49,400	48,500	47,700	46,800	46,000

- Chúng tôi phân tích độ nhạy của giá mục tiêu DPR theo tiến độ phê duyệt pháp lý cho dự án KCN Bắc Đồng Phú mở rộng do **(1)** đây là dự án có tiềm năng được phê duyệt chủ trương đầu tư trong ngắn hạn (giai đoạn 2024-25), **(2)** tiến độ phê duyệt dự án này sẽ ảnh hưởng lớn tới dự phóng KQKD của DPR trong giai đoạn 2024-25 và **(3)** các cổ phiếu cao su chuyển đổi đất KCN có độ nhạy tương đối cao với thời điểm các thông tin về phê duyệt pháp lý được thông qua.

Phân tích độ nhạy Giá mục tiêu theo tiến độ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng

	Kịch bản kém tích cực	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực
Thời điểm phê duyệt chủ trương đầu tư	Nửa cuối năm 2025	Nửa đầu năm 2025	Q4/24
Thời điểm nhận tiền đền bù đất	Năm 2026	Nửa cuối năm 2025	Nửa đầu năm 2025
Tỷ lệ chiết khấu	40%	20%	0%
Giá mục tiêu (VND/cp)	46,700	48,500	50,400

So sánh Doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 22/10/2024)

Doanh nghiệp	Vốn hóa (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	D/E (lần)	P/E trượt 12T (lần)	P/B hiện tại (lần)
Nhóm phát triển dự án KCN						
BCM	68,828	14.1%	5.1%	1.1	25.9	3.7
VGC	18,651	8.2%	3.4%	0.5	23.4	2.3
KBC	20,917	1.0%	0.7%	0.2	87.4	1.1
IDC	18,347	30.0%	10.6%	0.5	10.0	3.9
SIP	15,222	26.7%	5.0%	0.7	14.1	3.9
SZC	6,983	11.4%	3.7%	0.8	24.7	2.3
NTC	4,689	25.4%	5.8%	0.1	17.8	4.1
LHG	1,755	12.7%	6.6%	0.1	9.2	1.1
<i>Trung bình</i>		16.2%	5.1%	0.5	26.6	2.8
Nhóm thuần kinh doanh cao su						
TRC	1,242	9.0%	7.5%	0.1	8.2	0.7
RTB	2,349	9.2%	7.6%	0.1	10.8	1.7
BRR	2,025	9.4%	8.2%	-	15.8	1.5
DRI	894	14.1%	11.6%	0.1	12.3	1.9
<i>Trung bình</i>		10.4%	8.7%	0.1	11.8	1.5
Nhóm kinh doanh cao su và chuyển đổi sang KCN						
GVR	140,800	5.0%	3.6%	0.1	50.8	2.7
PHR	7,669	10.8%	6.8%	0.1	18.7	2.0
<i>Trung bình</i>		7.9%	5.2%	0.1	34.8	2.4
Trung bình hỗn hợp		10.6%	6.1%	0.2	27.0	2.2
Trung vị hỗn hợp		11.1%	6.2%	0.1	16.8	2.2
DPR	3,454	8.1%	5.9%	-	14.0	1.5

- Chúng tôi so sánh DPR với 3 nhóm doanh nghiệp cùng ngành bao gồm **(1)** nhóm doanh nghiệp chuyên nghiệp phát triển KCN, **(2)** nhóm doanh nghiệp thuần kinh doanh cao su và **(3)** nhóm doanh nghiệp kinh doanh cao su và chuyển đổi sang KCN với mô hình tương tự với DPR, đặc biệt là PHR.
- Mặc dù DPR có khả năng sinh lời thấp hơn so với hầu hết các nhóm doanh nghiệp cùng ngành, tuy nhiên chúng tôi cho rằng định giá DPR là hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư ngắn hạn cũng như trung, dài hạn sau những nhịp điều chỉnh giá gần đây tới từ **(1)** DPR đang giao dịch ở P/E trượt 12T và P/B hiện tại là 14.0x và 1.5x, thấp hơn hầu hết trung bình các nhóm ngành mà chúng tôi so sánh, **(2)** P/E và P/B forward cho năm 2025 lần lượt 8.7x và 1.2x, thấp hơn trung bình 3 năm gần nhất của DPR và **(3)** khả năng sinh lời ROE, ROA năm 2025 sẽ được cải thiện mạnh mẽ khi DPR ghi nhận những khoản tiền đến bù đất trong những năm tới.

PHỤ LỤC 1 (Đơn vị: Tỷ đồng)

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2023	2024F	2025F
TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,006	2,170	2,701
Tiền & đương tiền	320	480	963
Đầu tư ngắn hạn	1,303	1,329	1,356
Phải thu ngắn hạn	108	86	92
Hàng tồn kho rỗng	164	202	214
Tài sản ngắn hạn khác	111	73	78
TÀI SẢN DÀI HẠN	2,253	2,272	2,216
Khoản phải thu dài hạn	4	53	57
Tài sản cố định	1,380	1,294	1,223
Bất động sản đầu tư	140	124	111
Tài sản dang dở dài hạn	218	218	218
Đầu tư tài chính dài hạn	119	128	124
Tài sản dài hạn khác	392	454	484
TỔNG TÀI SẢN	4,259	4,442	4,918
NỢ PHẢI TRẢ	1,204	1,287	1,372
Nợ ngắn hạn	239	407	466
Vay nợ ngắn hạn	-	-	-
Phải trả ngắn hạn khác	239	407	466
Nợ dài hạn	965	880	906
Vay nợ dài hạn	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	965	880	906
VỐN CHỦ SỞ HỮU	3,054	3,155	3,546
Cổ phiếu phổ thông	869	869	869
Thặng dư vốn cổ phần	201	201	201
LNST chưa phân phối	373	252	573
Các quỹ	810	1,061	1,046
Khác	96	75	74
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	704	696	782
TỔNG NGUỒN VỐN	4,259	4,442	4,918

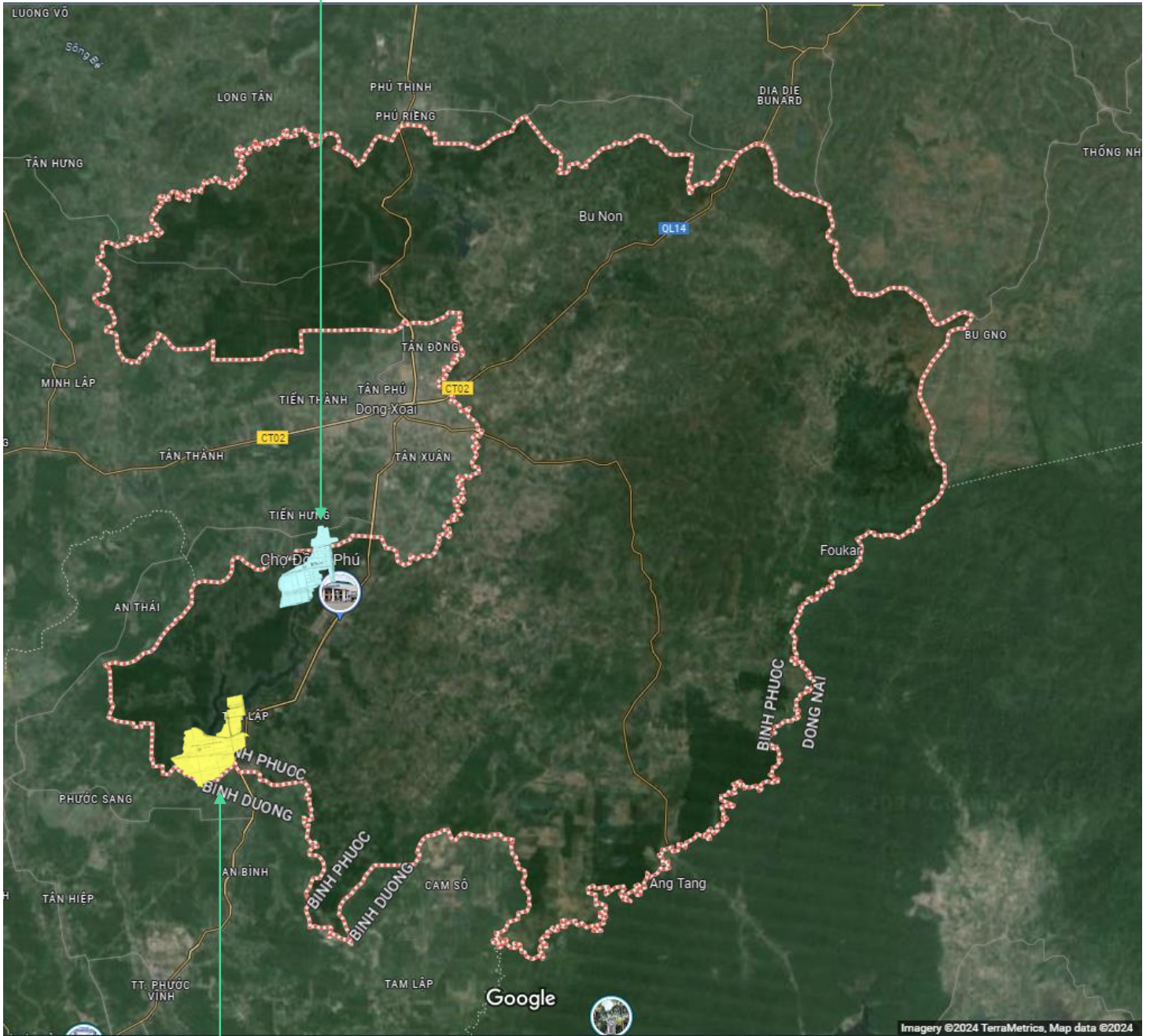
BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH	2023	2024F	2025F
Doanh thu	1,041	1,192	1,271
Giá vốn hàng bán	(767)	(868)	(917)
Lợi nhuận gộp	274	324	354
Chi phí bán hàng	(22)	(24)	(26)
Chi phí QLDN	(94)	(94)	(100)
Lợi nhuận HĐKD	158	206	228
Doanh thu tài chính	120	94	103
Chi phí tài chính	(6)	(4)	(4)
Lợi nhuận khác rỗng	31	75	259
Lãi/lỗ từ công ty liên kết	1	-	-
Lợi nhuận trước thuế	304	371	586
Chi phí thuế	(50)	(67)	(105)
Lợi nhuận sau thuế	254	304	480
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	45	43	44
Lợi nhuận ròng	209	261	436

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2023	2024F	2025F
CFO	451	462	761
CFI	(116)	(132)	(96)
CFF	(131)	(154)	(156)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	204	176	508

PHỤ LỤC 2

Quy hoạch 2 dự án KCN của DPR theo quy hoạch sử dụng đất tỉnh Bình Phước năm 2023

**KCN Bắc Đồng Phú mở rộng
(Đất sử dụng: Nông trường Cao su Thuận Phú)**



**KCN Nam Đồng Phú mở rộng
(Đất sử dụng: Nông trường Cao su Tân Lập)**

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, số liệu thống kê và khuyến nghị trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, được dựa trên các nguồn thông tin công bố đại chúng theo quy định của pháp luật, hoặc các nguồn thông tin mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy tính đến thời điểm phát hành báo cáo. Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu chỉ sử dụng mà không thực hiện xác minh lại các thông tin này, do đó Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu không đảm bảo về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Các nhận định, khuyến nghị, so sánh trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn trọng, theo đánh giá chủ quan của người lập là hợp lý tại thời điểm thực hiện báo cáo. Do đó các phân tích này có thể thay đổi trong tương lai theo tình hình biến động thực tế mà chúng tôi không có trách nhiệm tự động cập nhật liên tục, trừ trường hợp được yêu cầu chính thức từ Ban lãnh đạo Công ty hoặc ràng buộc trong các điều khoản điều kiện của hợp đồng kinh tế đã được công ty ký kết với các đối tác liên quan.

Báo cáo phân tích, định giá này nhằm mục đích tham khảo và không có giá trị pháp lý như một chứng thư thẩm định giá. Báo cáo phân tích này và các tài liệu đi kèm được lập bởi Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu – CTCP Chứng Khoán VPBank, tất cả các quyền sở hữu trí tuệ liên quan đến báo cáo này đều thuộc sở hữu của CTCP Chứng Khoán VPBank. Công ty nghiêm cấm mọi việc sử dụng, in ấn, sao chép, tái xuất bản toàn bộ hoặc từng phần bản Báo cáo này vì bất cứ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của Công ty.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần Chứng khoán VPBank

Tầng 25, tòa nhà VPBANK, số 89 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Thành phố Hà Nội

Điện thoại: 1900 636679

Email: cskh@vpbanks.com.vn

Website: www.vpbanks.com.vn

Phòng Phân tích Ngành & Cổ phiếu

Email: research@vpbanks.com

Chuyên viên cao cấp Phân tích

Lê Anh Sơn

Bất động sản Khu công nghiệp

Email: sonla@vpbanks.com.vn