Ngành: BẤT ĐỘNG SẢN KHU CÔNG NGHIỆP| BSC RESEARCH

KHUYẾN NGHỊ MUA

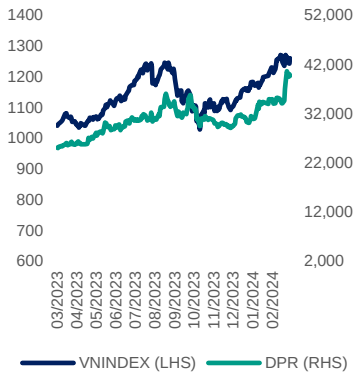
CTCP CAO SU ĐỒNG PHÚ (HSX: DPR)
TIỀM NĂNG TỪ CHUYỂN ĐỔI QUỸ ĐẤT TRỒNG CAO SU

Giá hiện tại:	**42,650**	Ngày viết báo cáo:	03/04/2024	**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**	
Giá mục tiêu:	**49,700**	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	86.9	Tập đoàn công nghiệp cao su VN (GVR)	55.2%
Tỷ suất cổ tức	**7%**	Vốn hóa (tỷ VND)	3,719	Samarang UCITS	5.0%
Tiềm năng tăng giá	**24%**	Thanh khoản bình quân (triệu CP)	1.2		
		Sỡ hữu nước ngoài	3.0%		

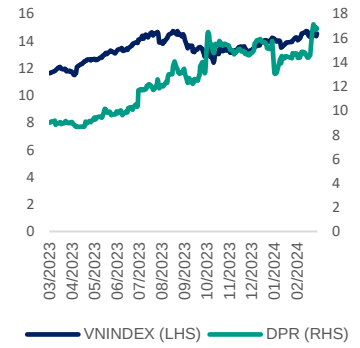
Bộ phận Research:

Vũ Xuân Trường
(Xây dựng, BĐS KCN)
truongvx@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DPR** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **49,700 VNĐ/CP** (Upside 24% so với giá đóng cửa ngày 03/04/2024, đã bao gồm lợi suất cổ tức 7%), dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP với đóng góp chính đến từ **(1)** Định giá 2 KCN chuẩn bị được triển khai với giả định KCN Bắc Đồng Phú mở rộng bắt đầu hoạt động vào 2025F và KCN Nam Đồng Phú mở rộng bắt đầu hoạt động vào 2027F, **(2)** Thu nhập từ đền bù 1,766 ha đất còn lại sẽ được bàn giao hết cho đến 2030.

Chúng tôi sử dụng phương pháp **(1)** RNAV cho mảng Khu công nghiệp, với tỷ lệ chiết khấu lần lượt 30% và 50% đối với KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng để phản ánh rủi ro tiến độ triển khai các dự án này chậm hơn so với kỳ vọng; **(2)** DCF cho mảng cao su với tỷ lệ chiết khấu WACC = 12% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn giả định là 2%/năm, **(3)** DCF cho khoản thu nhập từ đền bù đất trồng cao su.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Chiến lược chuyển đổi mô hình kinh doanh sang phát triển KCN sẽ đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn cho DPR nhờ **(1)** Giảm dần tỷ trọng doanh thu của mảng cao su có tính biến động cao, **(2)** Mang về dòng tiền 200-300 tỷ VNĐ/năm từ bàn giao đất cho tỉnh Bình Phước. Theo đó, chúng tôi dự phóng **LNST của DPR sẽ tăng trưởng mạnh với CAGR đạt 46%/năm trong giai đoạn 2024-2025,** với giả định **(i)** KCN Bắc Đồng Phú bắt đầu đi vào hoạt động từ 2025F và ghi nhận cho thuê 20 ha trong năm, **(ii)** Diện tích đền bù đất trồng cao su trong 2024-2025 đạt lần lượt 41 ha và 259 ha, với đơn giá đền bù là 1 tỷ VNĐ/ha.
2. Mảng cao su dự phóng tăng trưởng +10% yoy trong năm 2024 nhờ nhu cầu tiêu thụ cao su phục hồi và nguồn cung suy giảm.
3. Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hàng năm hấp dẫn (7%/mệnh giá).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo DPR ghi nhận **DTT đạt 1,177 tỷ VND (+13% yoy), LNST-CĐTS đạt 262 tỷ VNĐ (+26% yoy)** nhờ **(i)** Sản lượng cao su tiêu thụ đạt 13,793 tấn (+2% yoy), **(ii)** Giá bán bình quân đạt 38.1 triệu VNĐ/tấn (+8% yoy), **(iii)** Diện tích thanh lý đạt 500 ha (+114% yoy), tương đương với trung bình giai đoạn 2019-2022, **(iv)** Thu nhập từ đền bù đất trồng cao su đạt 41 tỷ VNĐ nhờ bàn giao lại 41 ha cho tỉnh Bình Phước để phát triển khu dân cư Tiên Hưng 2, với đơn giá đền bù là 1 tỷ VNĐ/ha.

Sang năm 2025, BSC dự báo DPR ghi nhận **DTT đạt 1,219 tỷ VNĐ (+4% yoy), LNST-CĐTS đạt 443 tỷ VNĐ (+69% yoy)** chủ yếu nhờ **(i)** Ghi nhận cho thuê 20 ha tại KCN Bắc Đồng Phú mở rộng, **(ii)** Thu nhập từ đền bù đất trồng cao su đạt 259 tỷ VNĐ.

RỦI RO: **(1)** Giá cao su giảm, **(2)** Triển vọng định giá của DPR sẽ phụ thuộc khá nhiều vào (i) Tiến độ phát triển các KCN mới và (ii) Tiến độ bàn giao đất trồng cao su cho tỉnh Bình Phước, chiếm tổng cộng 44% định giá của BSC.

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VN Index
PE (x)	14.5	14.1	8.4	14.6
PB (x)	1.3	1.6	1.5	1.8
PS (x)	2.7	3.1	3.0	1.5
ROE (%)	6.7%	8.6%	13.7%	11.3%
ROA (%)	4.8%	6.1%	9.2%	1.9%

KQKD	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	1,211	1,041	1,177	1,219
Lợi nhuận gộp	368	274	362	386
LNST-CĐTS	248	209	262	443
EPS	5,766	2,372	3,018	5,100
Tăng trưởng EPS	-42%	-59%	27%	69%

I. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2023

Hình. Cập nhật KQKD năm 2023

KQKD (tỷ VND)	Q4.2023	%yoy	2022	2023	% yoy	Cập nhật
Doanh thu	**407**	***7%***	**1,211**	**1,041**	***-14%***	**Trong Q4.2023, DPR ghi nhận DTT = 407 tỷ VNĐ (+10% yoy), LNST-CĐTS = 85 tỷ VNĐ (+30% yoy)**
Cao su			903	771	*-15%*	
KCN			76	72	*-5%*	
Thanh lý cao su			141	87	*-38%*	**Lũy kế cả năm 2023, DPR ghi nhận DTT = 1,041 tỷ VNĐ (-14% yoy),** hoàn thành 81% kế hoạch năm, chủ yếu do **(1)** Giá bán cao su trung bình giảm -11% yoy, **(2)** Sản lượng tiêu thụ giảm -1.3% yoy, **(3)** Doanh thu thanh lý cao su giảm -38% yoy.
Giá vốn hàng bán	(296)	*2%*	(844)	(767)	*-9%*	
Lợi nhuận gộp	**111**	***20%***	**368**	**274**	***-26%***	
Cao su			*184*	*116*	*-37%*	
KCN			*34*	*34*	*-*	**Chi phí BH&QLDN = 114 tỷ VNĐ, giảm nhẹ -5% yoy**
Thanh lý cao su			*132*	*76*	*-42%*	
Chi phí bán hàng	(8)	*-24%*	(27)	(22)	*-19%*	**Doanh thu tài chính = 120 tỷ VNĐ (+78% yoy)** nhờ (i) Lãi tiền gửi, cho vay tăng +58% yoy, (ii) Cổ tức tăng +255% yoy.
Chi phí QLDN	(33)	*8%*	(95)	(94)	*-3%*	
LN từ CTLDLK	-	*-*	-	-	*-*	
Doanh thu tài chính	33	*42%*	68	120	*78%*	**Chi phí tài chính = 6 tỷ VNĐ (+187% yoy)** chủ yếu do ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá. DPR không ghi nhận chi phí lãi vay trong năm 2023 do không còn dư nợ.
Chi phí tài chính	(3)	*279%*	(2)	(6)	*187%*	
Chi phí lãi vay	-	*-100%*	*(1)*	-	*-100%*	
Lãi/Lỗ HĐKD	**100**	***35%***	**311**	**272**	***-12%***	
Thu nhập khác, ròng	12	*-14%*	46	28	*-29%*	**Thu nhập khác = 55 tỷ VNĐ (-16% yoy)** nhờ ghi nhận (i) Thu nhập đền bù = 5 tỷ VNĐ (+290% yoy), (ii) Thu nhập nhượng quyền khai thác mủ = 12 tỷ VNĐ (-51% yoy)
LNTT	**112**	***27%***	**357**	**304**	***-14%***	
Thuế thu nhập DN	(14)	*-45%*	(59)	(50)	*-15%*	
LNST	**98**	***57%***	**296**	**254**	***-14%***	Qua đó, khiến cho **LNST giảm -14% yoy, đạt 25 tỷ VNĐ,** hoàn thành 83% kế hoạch năm.
CĐTS	(13)	*30%*	(43)	(45)	*7%*	
LNST-CĐTS	**85**	***62%***	**253**	**209**	***-17%***	
Biên lợi nhuận gộp	**27.3%**	***+3.0 ppt***	**30.4%**	**26.4%**	***-4.0 ppt***	
Cao su			*20.3%*	*15.1%*	*-5.2 ppt*	
KCN			*44.1%*	*47.4%*	*+3.3 ppt*	
Thanh lý cao su			*93.4%*	*86.7%*	*-6.7 ppt*	
Biên lợi nhuận ròng	**24.0%**	***+7.7 ppt***	**20.9%**	**20.1%**	***-0.5 ppt***	

Nguồn: DPR, BSC Research tổng hợp

II. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Chiến lược chuyển đổi mô hình kinh doanh sang phát triển KCN sẽ đảm bảo triển vọng tăng trưởng dài hạn cho DPR nhờ (1) Giảm dần tỷ trọng doanh thu của mảng cao su có tính biến động cao, (2) Mang về dòng tiền 200-300 tỷ VNĐ/năm từ bàn giao đất cho tỉnh Bình Phước.

Mảng kinh doanh cao su hiện đang chiếm tỷ trọng lớn, trung bình lần lượt 75% và 48% trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp hàng năm của DPR. Với việc hoạt động kinh doanh cao su có tính biến động cao, phụ thuộc nhiều vào cung-cầu của thị trường thế giới, khiến cho lợi nhuận của doanh nghiệp không được duy trì ổn định, **công ty định hướng sẽ giảm bớt diện tích trồng cây cao su để chuyển đổi phát triển thành KCN.** Trong đó 2 dự án đang được DPR triển khai bao gồm Bắc Đồng Phú mở rộng (317 ha) và Nam Đồng Phú mở rộng (480 ha). Theo quy hoạch tổng thể tỉnh Bình Phước giai đoạn 2021-2030 phê duyệt T11/2023, 2 KCN này đều nằm trong danh sách các dự án ưu tiên thành lập mới khi đáp ứng đủ điều kiện theo quy định của pháp luật.

Hình. Danh mục các dự án KCN chuẩn bị triển khai của DPR

TT	Dự án	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu của DPR	Tổng diện tích (ha)	Diện tích cho thuê ước tính (ha)	Thời gian hoạt động dự kiến	Cập nhật tiến độ
1	Bắc Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	51%	317	222	2025F	Đã trình TTCP phê duyệt chủ trương đầu tư
2	Nam Đồng Phú mở rộng	Bình Phước	51%	480	336	2027F	Đã được phê duyệt trong quy hoạch tỉnh giai đoạn 2021-2030

Nguồn: DPR, BSC Research tổng hợp

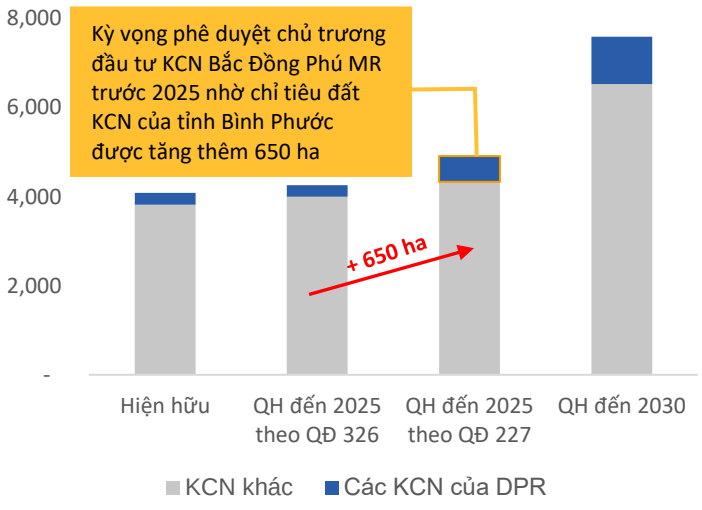
Ngoài ra, theo quyết định số 227/QĐ-TTg phê duyệt T3/2024, Chính phủ đã điều chỉnh tăng chỉ tiêu sử dụng đất khu công nghiệp của tỉnh Bình Phước đến 2025 lên 4,908 ha; **tăng thêm 650 ha** so với quy hoạch tại quyết định số 326/QĐ-TTg năm 2022; qua đó, tạo thêm dư địa 828 ha để phân bổ cho các dự án mới.

BSC đánh giá dự án Bắc Đồng Phú mở rộng (317 ha) sẽ có khả năng cao được nằm trong phần diện tích đất KCN quy hoạch 828 ha tăng thêm kể trên nhờ **(i)** Dự án này đã được tỉnh Bình Phước chấp thuận đầu tư kể từ năm 2021, sớm nhất trong danh sách các KCN khả thi, **(ii)** Hồ sơ pháp lý của dự án cũng đã được hoàn thiện đầy đủ, trình lên Bộ KHĐT và chỉ chờ phê duyệt chủ trương cuối cùng của TTCP. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng KCN Bắc Đồng Phú mở rộng sẽ sớm hoàn thiện thủ tục pháp lý để bắt đầu đi vào hoạt động vào năm 2025. Với việc quỹ đất quy hoạch đến 2030 của Bình Phước lên tới 7,584 ha (tăng 2,676 ha so với năm 2025); BSC kỳ vọng KCN Nam Đồng Phú cũng sẽ sớm được thông qua chủ trương đầu tư và bắt đầu đi hoạt động kể từ năm 2027.

Hình. Các KCN nằm trong danh sách ưu tiên thành lập mới theo quy hoạch tỉnh Bình Phước thời kì 2021-2030

KCN	Vị trí	Diện tích (ha)
Tân Khai II	H.Hớn Quản	160
Minh Hưng III MR	TX Chơn Thành	578
Bắc Đồng Phú MR	TP Đồng Xoài & H. Đồng Phú	317
Nam Đồng Phú MR	H.Đồng Phú	480
Hoa Lư	KKTCK Hoa Lư	150
Ledana	KKTCK Hoa Lư	200
Các KCN Đông Nam Đồng Phú	H.Đồng Phú	1,619

Hình. Diện tích phát triển KCN tại Bình Phước đến năm 2025 và 2030

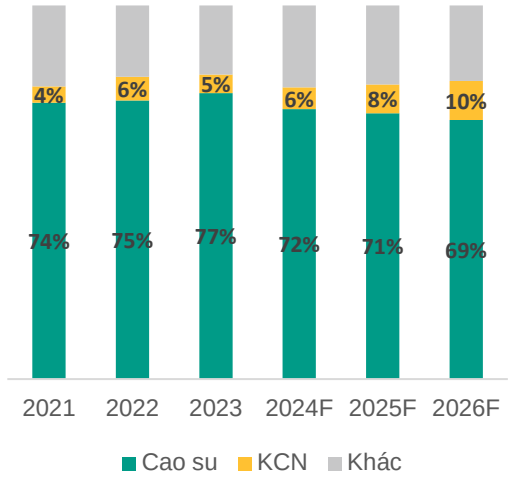


Nguồn: QH Bình Phước thời kì 2021-2030, QĐ 326/2022, QĐ 227/2023, BSC Research tổng hợp

BSC cho rằng tốc độ lấp đầy 2 KCN này có thể diễn ra nhanh chóng trong 10-12 năm nhờ **(1)** Các dự án Bắc & Nam Đồng Phú hiện hữu cũng đã đạt được tỷ lệ lấp đầy > 95% sau khoảng thời gian tương đương**, (2)** Cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2025, qua đó giúp cho hạ tầng giao thông giữa Bình Phước và các trung tâm công nghiệp khu vực miền Nam được kết nối thuận tiện hơn, **(3)** Hưởng lợi từ xu hướng dịch chuyển sản xuất ra các tỉnh/thành loại 2 nhờ vị trí thuận lợi nằm ngay sát với tỉnh Bình Dương; trong bối cảnh tỷ lệ lấp đầy các KCN tại trung tâm kinh tế loại 1 này đã là rất cao, đạt trên 90%.

BSC dự phóng dòng tiền trung bình đến từ quỹ đất cho thuê tại 2 dự án này sẽ đạt lần lượt 530 tỷ VNĐ/năm, và 830 tỷ VNĐ/năm, với giả định giá cho thuê khởi điểm là 75 USD/m2/kỳ hạn thuê, tương đương với giá cho thuê hiện tại của KCN Bắc Đồng Phú hiện hữu, tốc độ tăng trưởng giá cho thuê (CAGR) đạt 5%/năm. Tính trong năm 2025, BSC ước tính doanh thu mảng KCN của DPR sẽ đạt 464 tỷ VNĐ, tăng trưởng mạnh, gấp 6.8 lần so với cùng kỳ, nhờ KCN Bắc Đồng Phú mở rộng bắt đầu đi vào hoạt động. Chúng tôi giả định DPR sẽ tiếp tục hạch toán doanh thu từ các KCN mới theo phương thức từng phần như đang áp dụng cho các KCN hiện hữu.

Hình. Mảng KCN tăng dần tỷ trọng trong cơ cấu DT của DPR kể từ năm 2025, qua đó giảm dần sự phụ thuộc vào mảng kinh doanh cao su.



Hình. KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và Nam Đồng Phú mở rộng nằm ở vị trí thuận lợi, sát với Bình Dương và đường cao tốc TP.HCM – Thủ Dầu Một – Chơn Thành.

Nguồn: Bản đồ quy hoạch giao thông TP.HCM, DPR, BSC Research

Thu nhập từ đền bù đất trồng cao su ước tính đạt 200-300 tỷ VNĐ/năm, sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của DPR trong giai đoạn 2024-2030. Cụ thể, theo quy hoạch của tỉnh Bình Phước, đến năm 2030, DPR sẽ bàn giao lại cho UBND tỉnh **khoảng 2,000 ha** đất trồng cao su để phát triển các dự án KCN, cụm công nghiệp, và khu dân cư, trong đó tổng diện tích đã thu hồi đạt 234 ha, chủ yếu được thực hiện trong năm 2021. Với 1,766 ha đất còn lại, BSC dự phóng DPR có thể nhận đền bù cho khoảng 41 ha trong năm 2024 để phát triển khu dân cư Tiên Hưng 2 từ chủ đầu tư là CTCP Tập đoàn địa ốc Cát Tường, sau đó tiếp tục bàn giao trung bình khoảng 250 ha/năm trong giai đoạn 2025-2030. BSC ước tính đơn giá đền bù đạt 1 tỷ VNĐ/ha căn cứ vào các dự án đã được thu hồi trước đây.

Tổng kết lại, BSC đánh giá chiến lược chuyển đổi mô hình kinh doanh sang mảng KCN sẽ mang lại hiệu quả và đảm bảo tăng trưởng KQKD cho DPR trong dài hạn nhờ **(1)** Phù hợp với định hướng phát triển các KCN vừa và nhỏ của tỉnh Bình Phước, **(2)** Biên lợi nhuận gộp từ việc cho thuê KCN (45-55%) là tốt hơn nhiều so với mảng cao su (15-20%, và phụ thuộc nhiều vào yếu tố thị trường), **(3)** Ghi nhận thêm được khoản thu nhập từ chuyển nhượng lại đất trồng cao su như đã trình bày ở phần trên.

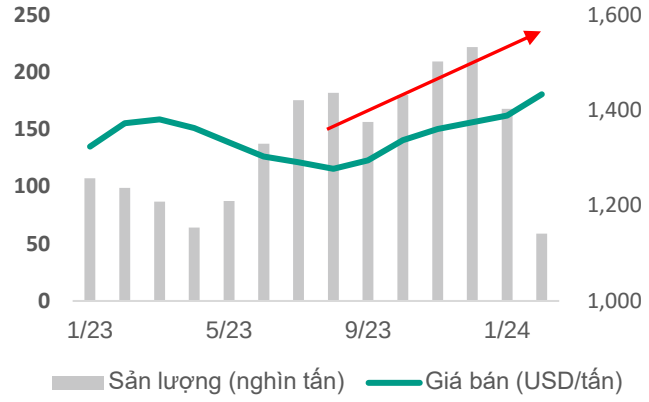
2. Doanh thu mảng cao su dự phóng tăng trưởng +10% yoy nhờ nhu cầu tiêu thụ cao su phục hồi và nguồn cung suy giảm.

BSC cho rằng nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe và các sản phẩm khác của Trung Quốc sẽ gia tăng trong năm 2024 nhờ **(i)** Kinh tế phục hồi thúc đẩy bởi nhu cầu sản xuất và tiêu dùng gia tăng, **(ii)** Mảng chế tạo xe điện của Trung Quốc đang được đẩy mạnh đầu tư. Qua đó, tác động tích cực lên giá cao su tự nhiên do Trung Quốc hiện đang là quốc gia nhập khẩu cao su lớn nhất thế giới, chiếm 22% thị phần xuất khẩu toàn cầu và 78% sản lượng xuất khẩu cao su của Việt Nam. Một số dấu hiệu cho thấy sự tăng trưởng bao gồm:

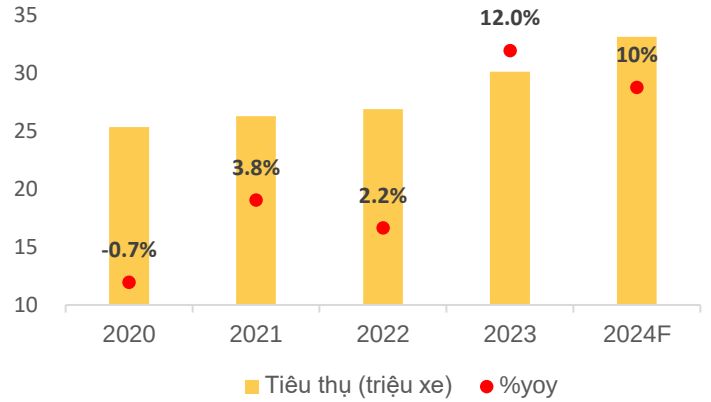
(1) Nhu cầu nhập khẩu cao su của Trung Quốc đang cho thấy sự phục hồi. Theo Tổng cục Hải quan, sản lượng xuất khẩu cao su năm 2023 đạt hơn 1.71 triệu tấn, tăng +7% yoy. Đặc biệt, sản lượng xuất khẩu trong 6 tháng cao điểm cuối năm đạt 1.26 triệu tấn, tăng +5% yoy.

(2) Doanh số xe ô tô tiêu thụ tại Trung Quốc tiếp tục gia tăng kể từ năm 2020, sẽ hỗ trợ tích cực cho nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe. Theo CAAM, tổng sản lượng xe bán ra năm 2023 tăng mạnh 12% so với cùng kỳ.

Hình. Giá xuất khẩu cao su qua Trung Quốc duy trì đà tăng kể từ tháng 8/2023.



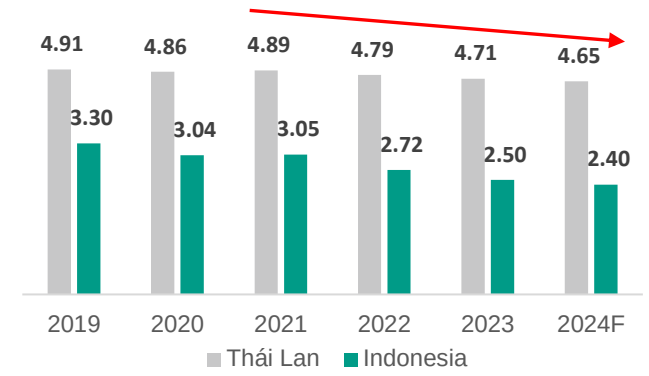
Hình. Doanh số tiêu thụ ô tô gia tăng thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu cao su để sản xuất lốp xe của Trung Quốc.



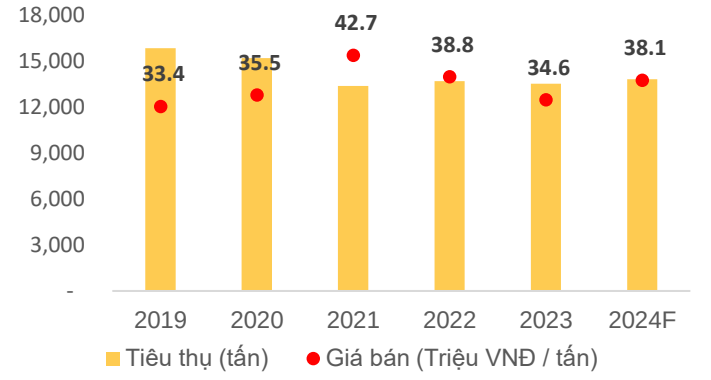
Nguồn: Tổng cục hải quan, CAAM, BSC Research tổng hợp

Bên cạnh đó, sản lượng khai thác của 2 quốc gia sản xuất chính là Thái Lan và Indonesia dự báo tiếp tục duy trì đà giảm trong năm 2024 do (i) Xác suất xảy ra hiện tượng La Nina tăng dần kể từ 2H.2024 - trùng với mùa cao điểm khai thác cao su, **(ii)** Diện tích trồng cao su sụt giảm do xu hướng chuyển đổi vùng trồng cao su sang các loại cây trồng khác đem lại hiệu quả kinh tế cao hơn. Theo đó, BSC dự phóng giá bán thành phẩm và sản lượng tiêu thụ của DPR năm 2024 sẽ tăng lần lượt +8% yoy và +2% yoy. Qua đó, giúp cho doanh thu mảng cao su tăng +10% yoy.

Hình. Sản lượng khai thác của Thái Lan và Indonesia dự báo tiếp tục đà giảm trong năm 2024. (Đ/v: Triệu tấn)



Hình. Giá bán & sản lượng tiêu thụ của DPR năm 2024 dự phóng tăng lần lượt 8% yoy và 2% yoy.



Nguồn: Tổng cục thống kê Thái Lan, Tổng cục thống kê Indonessia, DPR, BSC Research tổng hợp

III. DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Trong năm 2024, BSC dự báo DPR ghi nhận DTT đạt 1,177 tỷ VND (+13% yoy), LNST-CĐTS đạt 263 tỷ VNĐ (+26% yoy), tương đương EPS fwd = 3,026 VNĐ/CP, P/E fwd = 14.3x, P/B fwd = 1.6x. Chi tiết giả định như sau:

- **Doanh thu mảng cao su đạt 850 tỷ VNĐ (+10% yoy),** dựa trên giả định **(i)** Sản lượng cao su tiêu thụ đạt 13,793 tấn (+2% yoy), **(ii)** Giá bán bình quân đạt 38.1 triệu VNĐ/tấn (+8% yoy). Biên lợi nhuận gộp đạt 18%, tăng 2.9 điểm % so với cùng kỳ, nhờ giá bán cao su phục hồi.
- **Doanh thu mảng khu công nghiệp đạt 68 tỷ VNĐ (-6% yoy),** nhờ ghi nhận cho thuê 1 ha tại KCN Bắc Đồng Phú và ghi nhận từng phần từ các hợp đồng cho thuê trước đó. Biên lợi nhuận gộp đạt 47.7%, tăng 2.0 điểm % so với cùng kỳ.
- **Doanh thu thanh lý cây cao su đạt 148 tỷ VNĐ (+69% yoy),** dựa trên giả định **(i)** Diện tích thanh lý đạt 500 ha (+114% yoy), tương đương với trung bình giai đoạn 2019-2022, **(ii)** Giá thanh lý bình quân đạt 0.3 tỷ VNĐ/ha. Biên lợi nhuận gộp đạt 86.7%, đi ngang so với cùng kỳ.
- **Thu nhập từ đền bù đất trồng cao su đạt 41 tỷ VNĐ** nhờ bàn giao lại 41 ha cho tỉnh Bình Phước để phát triển khu dân cư Tiên Hưng 2, với đơn giá đền bù là 1 tỷ VNĐ/ha.

Sang năm 2025, BSC dự báo DPR ghi nhận DTT đạt 1,219 tỷ VNĐ (+4% yoy), LNST-CĐTS đạt 443 tỷ VNĐ (+69% yoy), tương đương EPS fwd = 5,100 VNĐ/CP, P/E fwd = 8.4x, P/B fwd = 1.5x, chủ yếu nhờ **(i)** Ghi nhận cho thuê 20 ha tại KCN Bắc Đồng Phú mở rộng, **(ii)** Thu nhập từ đền bù đất trồng cao su đạt 259 tỷ VNĐ nhờ bàn giao 259 ha. Tại ĐHCĐ thường niên năm 2023, BLĐ công ty cho biết DPR sẽ bàn giao cho tỉnh khoảng 300 ha trong giai đoạn 2023-2025.

Hình. Dự báo Kết quả kinh doanh năm 2024-2025

KQKD (tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**1,211**	**1,041**	**1,177**	**1,219**
Cao su	903	771	850	867
Khu công nghiệp	76	72	68	94
Thanh lý cao su	141	87	148	148
Lãi gộp	**368**	**274**	**362**	**386**
Cao su	184	116	153	156
Khu công nghiệp	34	34	33	53
Thanh lý cao su	132	76	128	128
Thu nhập tài chính	68	120	90	106
Chi phí tài chính	(2)	(6)	(6)	(6)
Trong đó: Chi phí lãi vay	*(1)*	-	-	-
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(27)	(22)	(28)	(29)
Chi phí QLDN	(95)	(94)	(94)	(97)
Lãi từ HĐKD	**311**	**272**	**324**	**360**
Thu nhập khác, ròng	39	31	43	261
LNTT	**350**	**304**	**367**	**621**
Thuế TNDN	(59)	(50)	(63)	(107)
LNST	**291**	**254**	**304**	**514**
Lợi ích CĐTS	(43)	(45)	(42)	(71)
LNST-CĐTS	**248**	**209**	**262**	**443**
Biên LNG	**30.4%**	**26.4%**	**30.9%**	**31.6%**
Cao su	20.3%	15.1%	18.0%	18.0%
Khu công nghiệp	44.1%	47.4%	49.4%	57.0%
Thanh lý cao su	93.4%	86.7%	86.7%	86.7%

Biên LNR	**20.5%**	**20.1%**	**22.3%**	**36.3%**

Nguồn: BSC Research dự báo

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

DPR hiện đang được giao dịch ở mức P/E fwd 2024 = 14.3x và P/E fwd 2025 = 8.4x, thấp hơn so với P/E trung bình ngành cao su hiện tại = 18.0x. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hấp dẫn đối với một doanh nghiệp có **(i)** Tiềm năng tăng trưởng lớn từ chuyển đổi quỹ đất trồng cao su, **(ii)** Cơ cấu tài chính lành mạnh với lượng tiền mặt dồi dào, không có nợ vay và tỷ lệ trả cổ tức cao, đều đặn hàng năm.

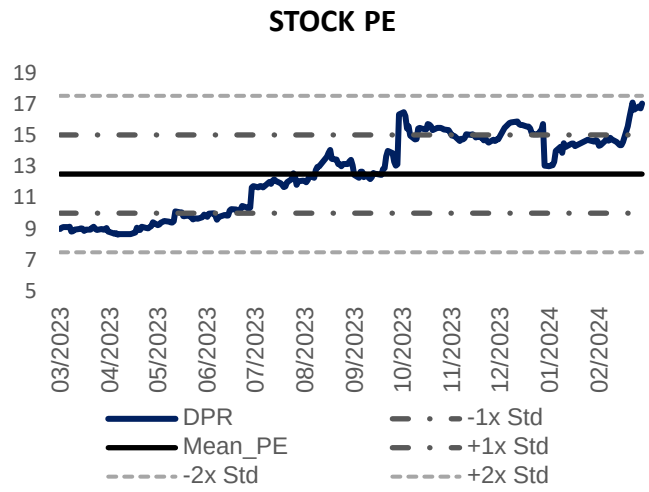
Theo đó, BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **DPR** với giá trị hợp lý cho năm 2024 là **49,700 VNĐ/CP (Upside 24% so với giá đóng cửa ngày 29/03/2024, đã bao gồm lợi suất cổ tức 7%)**, dựa trên phương pháp định giá từng phần SOTP, với đóng góp chính đến từ **(1)** Định giá của 2 KCN chuẩn bị được triển khai với giả định KCN Bắc Đồng Phú mở rộng bắt đầu hoạt động vào 2025F và KCN Nam Đồng Phú mở rộng bắt đầu hoạt động vào 2027F, **(2)** Thu nhập từ đền bù 1,766 ha đất còn lại sẽ được bàn giao hết cho đến 2030.

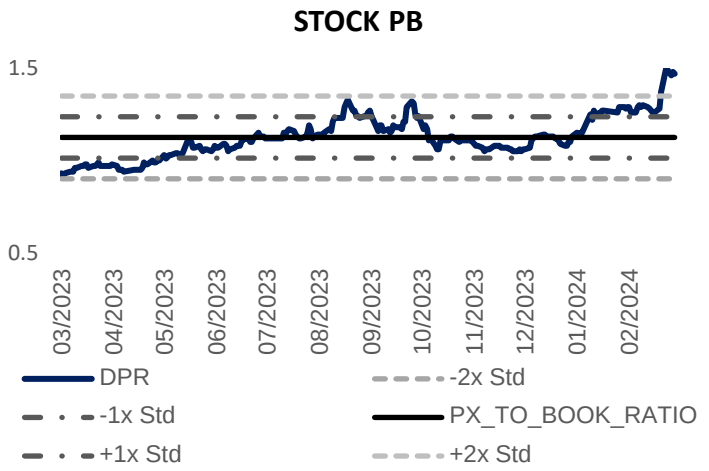
Chúng tôi sử dụng phương pháp **(1)** RNAV cho mảng Khu công nghiệp, với tỷ lê chiết khấu lần lượt 30% và 50% đối với KCN Bắc Đồng Phú mở rộng và KCN Nam Đồng Phú mở rộng để phản ánh rủi ro tiến độ triển khai các dự án này chậm hơn so với kỳ vọng; **(2)** DCF cho mảng cao su với tỷ lệ chiết khấu WACC = 12% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn giả định là 2%/năm, **(3)** DCF cho khoản thu nhập từ đền bù đất trồng cao su. Chúng tôi lưu ý rằng mức định giá hiện tại của DPR sẽ phụ thuộc khá nhiều vào **(i)** Tiến độ phát triển các KCN mới và **(ii)** Tiến độ bàn giao đất trồng cao su cho tỉnh Bình Phước, chiếm tổng cộng khoảng 44% định giá của BSC.

Hình. Định giá cổ phiếu

Mảng kinh doanh	Phương pháp	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ chiết khấu	Giá trị hợp lý
Cao su	**DCF**			**1,208**
Khu công nghiệp	**RNAV**			**841**
Bắc Đồng Phú		51%		12
Bắc Đồng Phú mở rộng		51%	30%	475
Nam Đồng Phú mở rộng		51%	50%	354
Thu nhập từ đền bù đất	**DCF**			**1,084**
Công ty LDLK & Đầu tư góp vốn				**128**
(+) Tiền và tương đương tiền				652
(+) Đầu tư ngắn hạn				1,108
(-) Nợ vay				-
(-) Lợi ích CĐTS				(704)
Giá trị doanh nghiệp				**4,315**
SLCP đang lưu hành (triệu CP)				87
Giá mục tiêu				**49,700**
Tỷ lệ cổ tức				**7%**
Tiềm năng tăng giá				**24%**

Nguồn: BSC Research dự báo





Nguồn: FinnPro, BSC Research tổng hợp

V. RỦI RO

1. Giá cao su giảm.

2. Tiến độ phát triển các khu công nghiệp mới kéo dài do vướng mắc về thủ tục pháp lý.

3. Tiến độ bàn giao đất trồng cao su cho tỉnh Bình Phước chậm hơn so với kế hoạch.

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**1,211**	**1,041**	**1,177**	**1,219**
Giá vốn hàng bán	(843)	(767)	(815)	(834)
Lợi nhuận gộp	**368**	**274**	**362**	**386**
Chi phí bán hàng	(27)	(22)	(28)	(29)
Chi phí QLDN	(95)	(94)	(94)	(97)
Lãi/Lỗ HĐKD	245	158	241	**260**
Doanh thu tài chính	68	120	90	106
Chi phí tài chính	(2)	(6)	(6)	(6)
Chi phí lãi vay	(1)	-	-	-
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	46	31	43	261
Lợi nhuận trước thuế	357	304	367	621
Thuế thu nhập DN	(61)	(50)	(63)	(107)
LN sau thuế	**296**	**254**	**304**	**514**
CĐTS	43	45	42	71
LNST-CĐTS	**253**	**209**	**262**	**443**
EPS	5,766	2,372	3,018	5,100

LCTT (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Lỗ/LNTT	**357**	**304**	**367**	**621**
Khấu hao và phân bổ	129	126	133	135
Lãi/(lỗ) trước thay đổi vốn lưu	291	220	375	579
LCTT từ HĐKD	**283**	**301**	**423**	**855**
Tiền chi mua TSCĐ	(79)	(90)	(21)	(33)
LCTT từ HĐ Đầu tư	**(346)**	**(88)**	**170**	**(276)**
Tiền chi trả cổ tức	(171)	(206)	(261)	(261)
Tiền từ vay ròng	(49)	-	-	-
LCTT từ HĐTC	**(220)**	**(206)**	**(261)**	**(261)**
Dòng tiền đầu kỳ	593	311	320	652
Tiền trong kỳ	(284)	8	332	318
Dòng tiền cuối kỳ	**311**	**320**	**652**	**970**

CĐKT (tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền và TĐ tiền	311	320	652	970
Đầu tư ngắn hạn	1,209	1,303	1,108	1,297
Phải thu ngắn hạn	81	109	70	125
Tồn kho	194	164	228	182
TS ngắn hạn khác	90	111	90	105
TS ngắn hạn	1,885	2,006	2,148	2,679
TS cố định	1,426	1,380	1,279	1,188
TS dở dang dài hạn	154	218	222	275
ĐT dài hạn	124	119	119	119
TS dài hạn khác	419	392	397	417
TS dài hạn	2,280	2,252	2,164	2,127
Tổng TS	**4,165**	**4,259**	**4,312**	**4,807**
Phải trả người bán	5	5	7	5
Vay ngắn hạn	5	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	289	234	308	296
Tổng Nợ ngắn hạn	299	239	316	301
Vay dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	874	965	941	1,267
Tổng Nợ dài hạn	874	965	941	1,267
Tổng Nợ	**1,174**	**1,204**	**1,256**	**1,568**
Vốn góp	430	869	869	869
Thặng dư vốn CP	192	201	201	201
LN để lại	433	373	349	487
Vốn chủ khác	1,253	906	933	977
CĐTS	683	704	704	704
Tổng Vốn CSH	2,991	3,054	3,056	3,238
Tổng nguồn vốn	**4,165**	**4,258**	**4,312**	**4,807**
Số lượng CP lưu hành (tr)	43	43	87	87

Chỉ số (%)	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	6.3	8.4	6.8	8.9
Hệ số TT nhanh	5.7	7.7	6.1	8.3
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	0.3	0.3	0.3	0.3
Hệ số Nợ/VCSH	0.4	0.4	0.4	0.5
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	77	90	88	90
Số ngày phải thu	11	13	11	11
Số ngày phải trả	3	3	3	3
CCC	86	100	96	99
Tỉ suất lợi nhuận				
LN gộp	30%	26%	31%	32%
LNST	24%	24%	26%	42%
ROE	8%	7%	9%	14%
ROA	6%	5%	6%	9%
Định giá				
P/E	9.7	14.5	14.1	8.4
P/B	1.0	1.3	1.6	1.5
P/S	1.9	2.7	3.1	3.0
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	6%	-14%	13%	4%
Tăng trưởng LNTT	33%	-47%	21%	69%
Tăng trưởng EPS	-42%	-59%	27%	69%

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 VND 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 8 & 9 Tòa nhà Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, 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>