

## Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

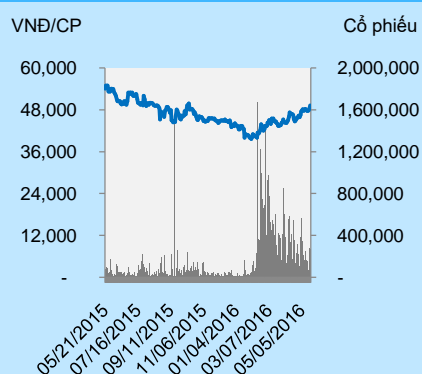
Tháng 5, 2016

Khuyến nghị	<b>OUTPERFORM</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>58.000</b>
Giá thị trường (19/5/2016)	49.300
Lợi nhuận kỳ vọng	+17,7%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	39.600-54.900
Vốn hóa	4.505 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	91.380.003
KLGD bình quân 10 ngày	198.344
Sở hữu nước ngoài	29,82%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,6

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	-8,9%	10,3%	13,3%	8,4%
VN-Index	12,1%	9,0%	10,3%	3,2%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122  
truongsyphu@baoviet.com.vn

# Công ty cổ phần Cao Su Đà Nẵng

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

## Tiêu thụ Radial khả quan có thể tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng nhẹ về lợi nhuận bất chấp thay đổi về chính sách khấu hao.

**Cập nhật KQKD Q1 2016:** DRC ghi nhận tổng doanh thu thuần 746 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế 88 tỷ đồng (+1% yoy), hoàn thành lần lượt 21% và 22% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận. Các điểm nhấn chính như sau:

- (i) Sản lượng Bias tăng 3,5% và Radial tăng 40%;
- (ii) Giá bán tương đối ổn định và không giảm nhiều so với Q4 2015;
- (iii) Biên lợi nhuận mảng truyền thống được cải thiện đáng kể nhờ giá đầu vào giảm mạnh.
- (iv) Biên lợi nhuận lớp Radial âm -11,8% do chi phí khấu hao tăng gấp đôi so với cùng kỳ và giá bán bình quân bị kéo giảm 17% do tỷ trọng xuất khẩu ngày càng lớn.

**Trả cổ tức tỉ lệ cao trong Q2-Q3 2016:** bao gồm 30% cổ tức tiền mặt và 30% cổ tức bằng cổ phiếu.

**Dự báo 2016:** BVSC dự báo tổng doanh thu đạt 3.578 tỷ đồng (+7,8% yoy) và lợi nhuận ròng 439 tỷ đồng (+5,8% yoy). **EPS dự phóng 4.803 đồng/cp và P/E forward 2016 10,3 lần.** Một số giả định chính:

- (i) Sản lượng Radial đạt 265.000 lốp. Giá bán 3,9 triệu đồng/lốp.
- (ii) Sản lượng Bias tăng trưởng nhẹ 2,4%. Giá bán ổn định như Q1.
- (iii) Giá cao su bình quân 1.560USD/tấn, tương đương năm 2015.
- (iv) Giá dầu bình quân 41USD/thùng, giảm 15% yoy.
- (v) Tỷ giá VND/USD tăng ở mức 2-3%.

Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng có thể tham khảo thêm các kịch bản khác tại phần phân tích tình huống ở cuối báo cáo.

**Khuyến nghị đầu tư:** Kể từ khi chạm đáy quanh 40.000 đồng/cp vào tháng 2/2016 thì giá DRC đã có mức hồi phục ấn tượng gần 20%, phản ánh kỳ vọng tiêu thụ khả quan của lớp Radial trong bối cảnh doanh số ô tô trong nước tiếp tục có diễn biến tích cực, bên cạnh các thông tin khác như cổ tức ở tỷ lệ cao. Sau khi điều chỉnh dự báo năm 2016 theo diễn biến bán hàng của DRC, cũng như giá nguyên vật liệu trong những tháng đầu năm, BVSC đưa ra mức giá hợp lý của DRC là **58.000 đồng/cp**, cao hơn thị giá hiện tại 17,7%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DRC và khuyến cáo nhà đầu tư theo dõi và tích lũy ở vùng giá dưới 46.000 đồng/cp nếu thị trường điều chỉnh và sau khi DRC chốt quyền cổ tức tiền mặt.

Việc chia cổ tức tiền mặt ở tỷ lệ 30% và cổ phiếu ở tỷ lệ 30%, cũng như khả năng được đưa vào rổ ETF FTSE sẽ là một trong những tâm điểm chính trong thời gian sắp tới.

# Một số chỉ số tài chính của DRC

Chỉ số tài chính		2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	Tỷ VND	2.804	3.251	3.318	3.578
EBITDA	Tỷ VND	622	537	834	899
EBIT	Tỷ VND	540	537	587	648
LNST	Tỷ VND	375	353	415	439
EPS	VND	4.519	4.246	4.542	4.809
P/E	x	10,9	11,6	10,9	10,3
P/B	x	3,0	2,7	2,7	2,4
ROA	%	13%	11%	13%	12,9%
ROE	%	29%	24%	26%	25,1%

**Báo cáo cập nhật DRC**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	50,51%
Sở hữu nước ngoài	29,80%
Sở hữu khác	19,69%

**CƠ ĐỒNG LỚN**

VINACHEM	50,51%
----------	--------

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu	2.804	3.251	3.318	3.578
Giá vốn	(2.087)	(2.448)	(2.518)	2.756
Lợi nhuận gộp	717	804	799	821
Doanh thu tài chính	11	10	11	8,4
Chi phí tài chính	(85)	(143)	(124)	102
Lợi nhuận sau thuế	375	353	415	439

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016F
Tiền & khoản tương đương tiền	54	85	240	240
Các khoản phải thu ngắn hạn	257	268	263	300
Hàng tồn kho	901	716	785	859
Tài sản cố định hữu hình	1.716	1.921	1.759	2.209
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	7	5	5	-
<b>Tổng tài sản</b>	<b>3.188</b>	<b>3.137</b>	<b>3.143</b>	<b>3.678</b>
Nợ ngắn hạn	934	793	877	887
Nợ dài hạn	874	808	593	964
Vốn chủ sở hữu	1.380	1.536	1.673	1.827
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>3.188</b>	<b>3.137</b>	<b>3.143</b>	<b>3.678</b>

**Chỉ số tài chính**

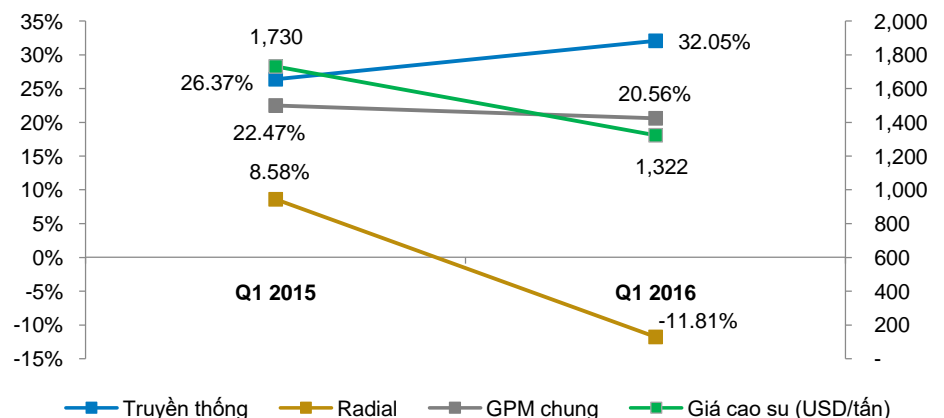
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	0,7%	16,0%	2,0%	+7,8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	20,3%	-6,0%	17,7%	+5,9%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	25,6%	24,7%	24,1%	23%
ROA (%)	13,3%	11,2%	13,2%	12,9%
ROE (%)	29,5%	24,2%	25,9%	25,1%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,57	0,51	0,47	50%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,31	1,04	0,88	101%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	4.519	4.246	4.542	4.803
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	16.609	18.487	18.307	19.900

## Cập nhật KQKD Q1 2016

DRC ghi nhận tổng doanh thu thuần 746 tỷ đồng, tương đương với cùng kỳ và lợi nhuận sau thuế 88 tỷ đồng (+1% yoy), hoàn thành lần lượt 21% và 22% kế hoạch năm về doanh thu và lợi nhuận. Các điểm nhấn chính như sau:

- ❖ **Mảng bias ổn định với tổng sản lượng đạt 194.702 lốp, tăng trưởng 3,5% yoy**, trong đó lốp tải nhẹ tăng 16% và lốp tải nặng tăng 5%. Tuy nhiên, do **giá bán bình quân ở mức tương đương Q4 2015 – thấp hơn khoảng trên 10% yoy** nên tổng doanh thu từ mảng bias giảm 12% yoy.
- ❖ **Tiêu thụ Radial đạt 49.558 lốp, tăng trưởng 40% yoy**, trong đó tiêu thụ nội địa khoảng 27.958 lốp và xuất khẩu 21.600 lốp. Tiêu thụ nội địa qua kênh OEM còn tương đối thấp, chỉ chiếm khoảng 15% sản lượng trong khi phần lớn được bán qua các nhà phân phối. **Giá bán bình quân trong Q1 2016 đạt 3,9 triệu đồng/lốp, giảm khoảng 17% yoy và 3% so với Q4 2015**. Tỷ trọng xuất khẩu lớn là lý do giá bán bình quân giảm mạnh trong khi giá bán trong nước vẫn khá ổn định ở mức 4,1-4,2 triệu đồng/lốp.
- ❖ **Biên gộp chung đạt 20,6% giảm 1,9% so với năm trước**, tuy nhiên biên gộp từ mảng truyền thống vẫn tăng mạnh từ 26,4% lên 32,1% dù giá bán giảm rất đáng kể. **Biên gộp Radial vẫn ở mức -11,8%** vì một số lý do chính: (i) giá bán giảm 17% yoy; (ii) chi phí cố định tăng mạnh theo chính sách khấu hao nhanh nhà máy, nếu loại bỏ yếu tố này biên gộp Radial ước tính đạt 1-2,5%. **Chúng tôi nhận thấy giá cao su RSS3 trong Q1 2016 đang thấp hơn cùng kỳ 23,6%.**

So sánh biên gộp Q1 2016 - Q1 2015



(Nguồn: BVSC, DRC)

- ❖ **Ghi nhận lỗ tài chính 12 tỷ đồng, giảm mạnh 61% yoy**, trong đó: (i) lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 6 tỷ đồng; (ii) chi phí lãi vay giảm 27% - 4 tỷ đồng và (iii) chiết khấu thanh toán giảm trên 10 tỷ đồng.

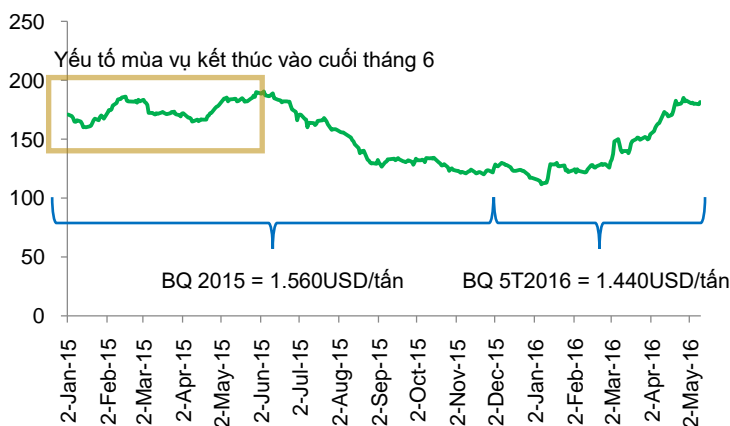
## Dự báo 2016

BVSC dự báo tổng doanh thu đạt 3.578 tỷ đồng (+7,8% yoy) và lợi nhuận ròng 439 tỷ đồng (+5,8% yoy). **EPS dự phóng 4.803 đồng/cp và P/E forward 2016 10,3 lần.**

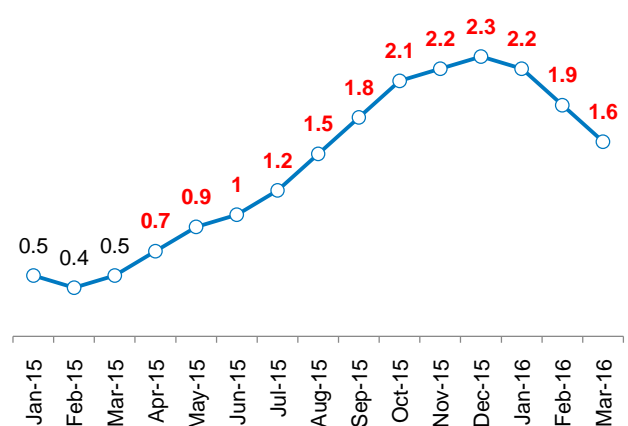
### Một số giả định chính:

- ❖ Sản lượng lốp Bias (bao gồm cả lốp đắp) đạt 899.389 lốp, tăng trưởng 2,4% yoy. Giá bán ổn định như Q1 2016.
- ❖ Sản lượng lốp Radial đạt 265.000 lốp như kế hoạch mà DRC đề ra. Chúng tôi được biết tình hình tiêu thụ Radial của DRC đang rất khả quan và tiêu thụ hoàn toàn có thể vượt mức 72.000 lốp trong kế hoạch Q2 2016. Giá bình quân 3,9 triệu đồng/lốp.
- ❖ Chúng tôi cho rằng giá cao su có thể sẽ hạ nhiệt trong nửa sau năm 2016 và bình quân cả năm đạt 1.560USD/tấn – tương đương với năm 2015. Điều này dựa trên quan điểm của NOAA về việc El Nino sẽ giảm dần vào nửa cuối 2016 và có khả năng sẽ chuyển sang La Nina kể từ mùa thu. Thực tế cho thấy chỉ số ONI Index đang có xu hướng giảm liên tục. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy giá cao su thường tăng trong 2 quý đầu năm – khoảng thời gian mà sản lượng cạo mủ chưa nhiều.
- ❖ Giá dầu bình quân ở mức 41 USD/thùng, giảm 15% yoy.
- ❖ VND/USD tăng 2% so với bình quân 2015.

Diễn biến giá cao su



Diễn biến chỉ số ONI



(Nguồn: BVSC, Bloomberg, NOAA)

**Ghi Chú:** ONI là chỉ số được NOAA sử dụng để dự báo El Nino và La Nina. Theo đó, chỉ số lớn hơn 0,5 là tín hiệu cảnh báo El Nino trong khi thấp hơn -0,5 là tín hiệu cảnh báo La Nina.

## Phân tích tình huống

Giá cao su và sản lượng Radial là 2 trong các biến số quan trọng nhất ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của DRC trong năm 2016. Ở trường hợp cơ bản, BVSC chọn giá cao su bình quân 1.560USD/tấn (+0% yoy) và sản lượng Radial 265.000 lốp. Nhà đầu tư có thể tham khảo các tình huống khác qua bảng sau:

Tỷ VNĐ	1.408	1.482	1.560	1.638	1.720
145.000	441	425	408	391	375
185.000	454	436	418	401	383
225.000	466	448	429	410	392
265.000	479	459	439	420	400
300.000	490	469	449	428	407

(Nguồn: BVSC dự báo)

## Định giá DRC

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu **56.000 đồng/cp** đối với DRC bằng 2 phương pháp DCF và so sánh P/E với tỷ trọng 70 – 30:

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
DCF	70%	62.700
P/E	30%	47.069
<b>Bình quân gia quyền</b>		<b>58.011</b>

Một số công ty cùng ngành nghề trong khu vực

Mã	Tên công ty	Sàn GD	Vốn hoá (triệu VND)	P/E
DRC VN Equity	DANANG RUBBER JSC	HCM	4.441.068	10,5
IRC TB Equity	INOUE RUBBER (THAILAND) PCL	Bangkok	2.512.251	8,7
GDYR IN Equity	GOODYEAR INDIA LTD	BSE India	3.876.846	10,9
SRTY IN Equity	TVS SRICHAKRA LTD	Natl India	6.047.723	9,7
<b>Bình quân</b>			<b>10.383.646</b>	<b>9,8</b>

## Khuyến nghị đầu tư

Kể từ khi chạm đáy quanh 40.000 đồng/cp vào tháng 2/2016 thì giá DRC đã có mức hồi phục ấn tượng gần 20%, phản ánh kỳ vọng tiêu thụ khả quan của lốp Radial trong bối cảnh doanh số ô tô trong nước tiếp tục có diễn biến tích cực, bên cạnh các thông tin khác như cổ tức ở tỷ lệ cao. Sau khi điều chỉnh dự báo năm 2016 theo diễn biến bán hàng của DRC, cũng như giá nguyên vật liệu trong những tháng đầu năm, BVSC đưa ra mức giá hợp lý của DRC là **58.000 đồng/cp**, cao hơn thị giá hiện tại 17,7%. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với DRC và khuyến cáo nhà đầu tư theo dõi và tích lũy ở vùng giá dưới 46.000 đồng/cp nếu thị trường điều chỉnh và sau khi DRC chốt quyền cổ tức tiền mặt.

Việc chia cổ tức tiền mặt ở tỷ lệ 30% và cổ phiếu ở tỷ lệ 30%, cũng như khả năng được đưa vào rổ ETF FTSE sẽ là một trong những tâm điểm chính trong thời gian sắp tới.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

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

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999