

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (DRC – HOSE)

Vững Bước Đi Qua Khó Khăn

- **DRC vững bước đi qua giai đoạn khó khăn**
- **Radial bắt đầu có lời, tăng trưởng sản lượng mạnh mẽ**
- **Lạc quan với tình hình kinh doanh trong nửa cuối năm 2017**

Quan điểm và Định giá:

CTCP Cao su Đà Nẵng là một doanh nghiệp nội địa có uy tín lớn trong ngành sản xuất sản phẩm lốp tại Việt Nam. Trong vài năm gần đây, sản phẩm mới của Công ty, lốp xe radial vẫn trong giai đoạn thâm nhập và phát triển thị trường, do đó KQKD chưa có chuyển biến đặc sắc.

Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá DRC vẫn đang gặp tình trạng khó khăn chung của toàn ngành là sự bất ổn định của giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt mảng lốp radial chịu thêm áp lực khấu hao nhanh khiến biên lợi nhuận của mảng lốp radial chưa đạt được kỳ vọng. Tuy nhiên, trong các quý tiếp theo của năm 2017, dựa trên kết quả bán hàng ngày càng tốt và giá cao su được dự báo là sẽ được giữ ổn định ở vùng giá thấp, chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh của DRC sẽ khởi sắc nhanh chóng. Đặc biệt dựa trên kết quả tiêu thụ trong và ngoài nước trong 6 tháng đầu năm cũng như các đơn hàng hiện có của doanh nghiệp, sản lượng sản phẩm radial sản xuất chúng tôi ước tính trong năm nay sẽ đạt 100% công suất thiết kế giai đoạn 1 (tương đương 300.000 lốp), đồng thời biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ bắt đầu dương.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy DRC thường chi trả cổ tức cao và đều đặn, hàng năm khoảng 2.000 – 3.000 VND/CP như hầu hết các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem). Vinachem hiện đã lên kế hoạch IPO trong năm nay tuy nhiên vẫn chưa có thông tin Tập đoàn sẽ thoái vốn khỏi DRC. Chúng tôi đánh giá khả năng thoái vốn sẽ khó xảy ra trong thời gian gần. Vì thế, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của DRC nhiều khả năng vẫn tiếp tục duy trì cao, và sẽ được nâng lên sau khi dự án radial có lợi nhuận ổn định.

Với những dự báo tích cực hơn về kết quả kinh doanh của DRC so với bản cập nhật trong Báo cáo chiến lược 2017, chúng tôi nâng giá mục tiêu của cổ phiếu này lên **40.600 đồng/cổ phiếu** đồng thời đưa ra khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm -T12 (Tỷ đồng)	FY2015	FY2016	1Q-FY17	FY2017E	FY2018F
Doanh thu thuần	3.318	3.361	933	3.876	4.128
% tăng trưởng	2	1,3	18	15,3	7,8
Lợi nhuận sau thuế	416	395	71	429	504
% tăng trưởng	17,8	-5,0	-20	8,5	17,5
Tỷ suất LNST (%)	10,9	12,5	7,6	11,8	11,2
ROA (%)	13,2	13,3		13,6	14,1
ROE (%)	27,2	25,3		24,9	27,7
EPS (VND)	3.493	3.327		3.318	3.899
Giá trị sổ sách (VND)	18.307	13.318		13.637	14.536
Cổ tức tiền mặt (VND)	3.000	3.000		3.000	3.000
P/E (x)	9,12	9,39		9,42	8,0
P/BV (x)	1,6	2,3		2,3	2,2

Nguồn: DRC, RongViet Research

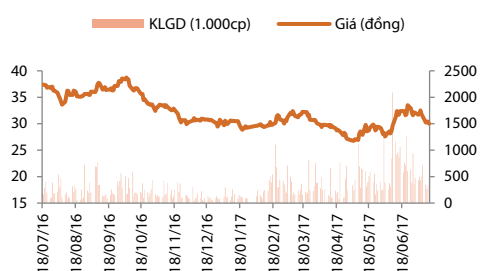
MUA

Giá thị trường (VND)	30.000
Giá mục tiêu (VND)	40.600

Thời gian đầu tư	Dài Hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Phụ tùng ô tô
Vốn hóa (tỷ đồng)	3.611
SLCPDLH	118.793.605
Beta	0.68
Free Float (%)	33
Giá cao nhất 52 tuần	38.800
Giá thấp nhất 52 tuần	26.800
KLGD bình quân 20 phiên	611.086



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DRC	3	-19	-2
VN30 Index	9	15	19
VN Index	7	16	29

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	50,51%
Sở hữu NĐTNN	30,03%

Lê Thị Anh Thư

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1521

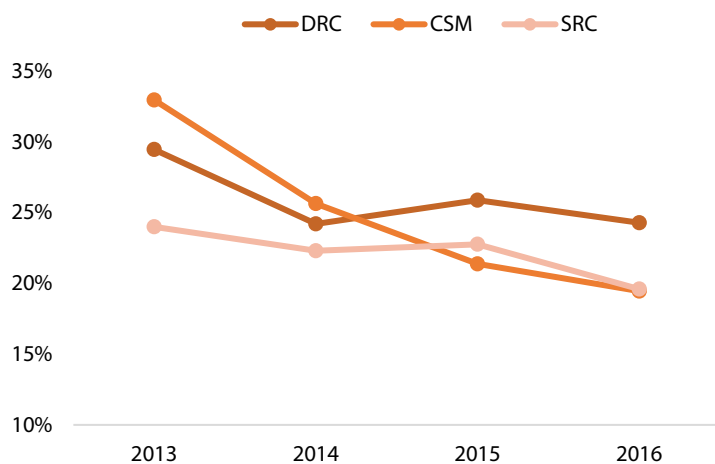
thu.lta@vdsc.com.vn

DRC – Vững bước đi qua thời kỳ khó khăn

Năm 2016, áp lực cạnh tranh đè nặng khi sản phẩm lốp Trung Quốc có giá thấp hơn từ 10% - 15% trong khi chiết khấu đại lý cao hơn 5 đến 8 lần so với lốp nội địa và các hãng nước ngoài lớn như Michelin, Bridgestone đã chuyển sang sản xuất lốp giá rẻ khiến các nhà sản xuất lốp nội địa phải liên tục giảm giá bán nhằm duy trì thị phần. Khó khăn nối tiếp khó khăn, giữa năm 2016, giá cao su thiên nhiên tăng mạnh. Hệ quả là doanh thu năm 2016 của các doanh nghiệp nội địa như CSM và SRC sụt giảm nghiêm trọng, lần lượt là -10% và -5% so với năm 2015. Trong khi đó, doanh thu của DRC vẫn tăng nhẹ 1% và sản lượng tiêu thụ tăng đáng kể 15%. Đây được coi là điểm đáng khích lệ đối với DRC khi vẫn duy trì được tăng trưởng sản lượng trong bối cảnh các DN nội địa sụt giảm mạnh khi gặp áp lực cạnh tranh lớn.

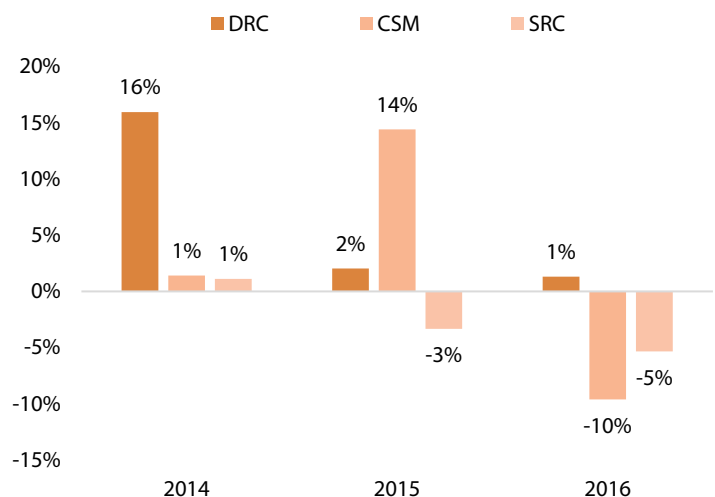
Đánh giá các chỉ tiêu lợi nhuận, chúng tôi nhận thấy năm 2016, DRC trở thành doanh nghiệp có hiệu quả sinh lời cao nhất trong các doanh nghiệp nội địa. Mặc dù chỉ tiêu ROE của doanh nghiệp có sự sụt giảm trong năm 2016 nhưng theo phân tích DuPont chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính là tuy sản lượng tăng nhưng giá bán giảm do cạnh tranh và giá vốn hàng bán tăng mạnh khiến biên lợi nhuận gộp giảm, trong khi đó hiệu suất sử dụng tài sản của công ty liên tục có sự cải thiện tích cực.

Hình 1: Chỉ tiêu ROE của các công ty sản xuất lốp nội địa giai đoạn 2013 - 2016



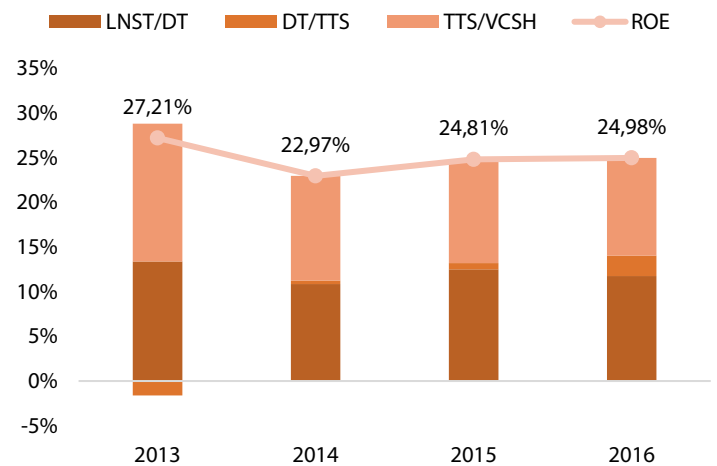
Nguồn: DRC, CSM, SRC, RongViet Research

Hình 3: Tốc độ tăng trưởng doanh thu của các công ty sản xuất lốp nội địa giai đoạn 2014 - 2016



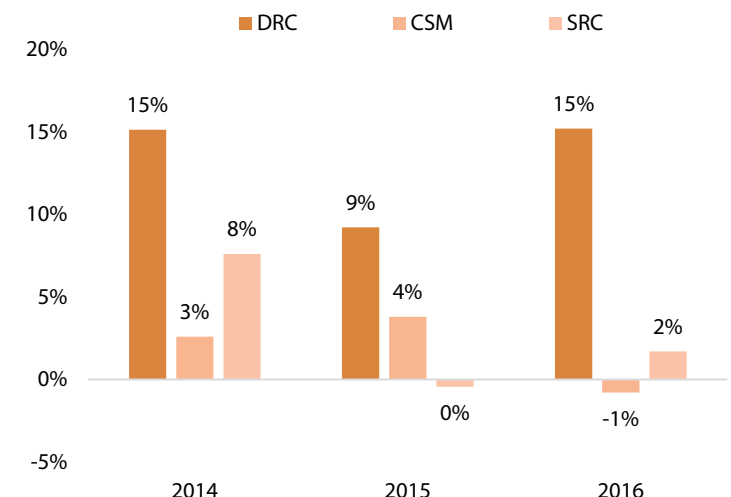
Nguồn: DRC, CSM, SRC, RongViet Research

Hình 2: Phân tích Dupont DRC giai đoạn 2013 - 2016



Nguồn: DRC, RongViet Research

Hình 4: Tốc độ tăng trưởng sản lượng của các công ty sản xuất lốp nội địa giai đoạn 2014 - 2016



Nguồn: DRC, CSM, SRC, RongViet Research

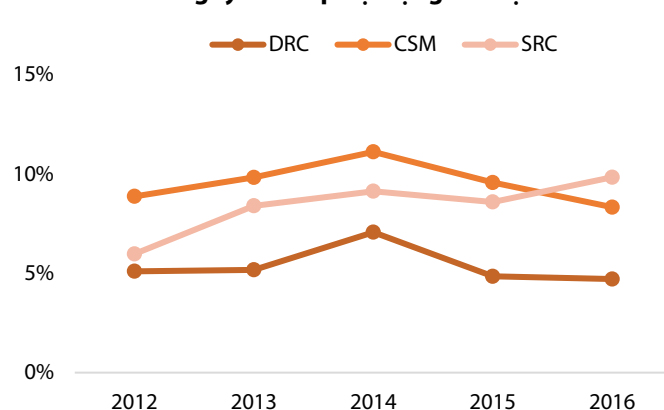
Sản phẩm của DRC được tiêu thụ rộng rãi trong nước thông qua 90 Nhà phân phối cấp 1 và hơn 2.000 Nhà phân phối cấp 2, tập trung chủ yếu ở khu vực miền Trung. Nếu xét về kênh phân phối qua đại lý, số lượng đại lý của DRC vẫn ít hơn so với CSM (162 đại lý cấp 1). Tuy nhiên, DRC, CSM và SRC đều là các công ty con trực thuộc Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam vì vậy chúng tôi cho rằng có khả năng Tập đoàn giữ vai trò điều phối, phân chia thị phần và định hướng các sản phẩm thế mạnh nhằm làm giảm mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp này. Bên cạnh đó, khi xảy ra tình trạng cạnh tranh gay gắt ở phân khúc sẫm lốp thay thế, doanh thu của CSM, SRC rất dễ bị tác động và sụt giảm nghiêm trọng. Trong khi đó, ưu thế chính giúp DRC vẫn có thể tăng trưởng sản lượng trong giai đoạn khó khăn chính là nhờ 20 – 25% tổng sản lượng được tiêu thụ thông qua khách hàng trực tiếp.

Bảng 1: Thống kê số lượng đại lý cấp 1 của một số doanh nghiệp sẫm lốp tại Việt Nam

	Miền bắc	Miền trung	Miền nam	Tổng
CSM	27	34	100	161
SRC	66	19	17	102
DRC	16	55	19	90
Michelin	31	15	26	72
Kumho Tire	17	11	17	45

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Hình 5: Tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí QLDN trên doanh thu của các công ty sẫm lốp nội địa giai đoạn 2013 – 2016

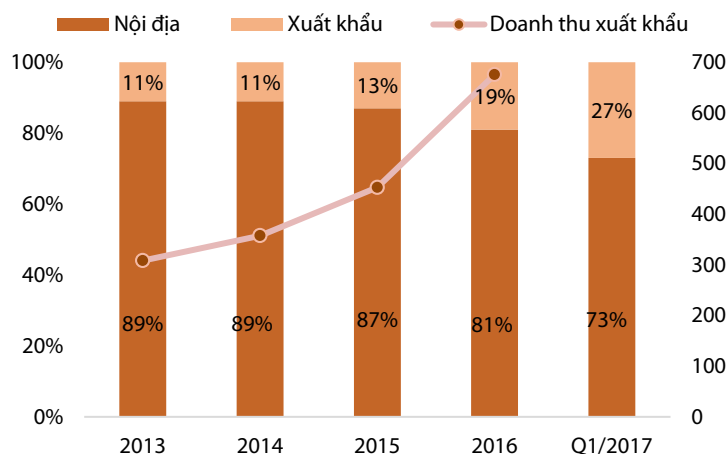


Nguồn: DRC, CSM, SRC, RongViet Research

Các nhà sản xuất lắp ráp ô tô và các khách hàng tổ chức lớn có nhu cầu thường xuyên, phải kể đến những cái tên như Tổng công ty Công nghiệp ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor, Công ty cổ phần TMT, Tập đoàn Than khoáng sản VN.

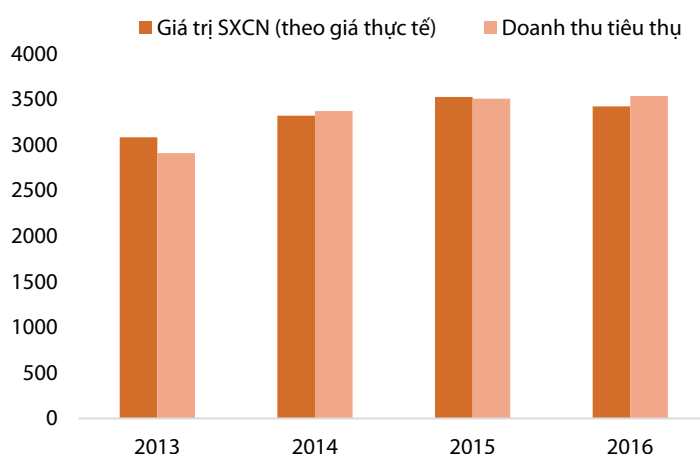
Chúng tôi cho rằng tuy khách hàng tổ chức có sức mạnh mặc cả lớn có thể khiến DRC gặp khó khăn trong việc đàm phán giá cả nhưng kênh phân phối trực tiếp này đang mang đến hai lợi thế cho DRC: (1) Đầu ra ổn định, sản lượng sản xuất của DRC luôn được tiêu thụ gần như 100% bất chấp áp lực cạnh tranh gay gắt; (2) Giảm đáng kể chi phí bán hàng so với kênh phân phối qua đại lý. DRC là doanh nghiệp luôn kiểm soát chi phí tốt nhất với mức tổng tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí doanh nghiệp trên doanh thu luôn thấp hơn rất nhiều so với CSM và SRC.

Hình 6: Tỷ trọng và trị giá doanh thu xuất khẩu của DRC



Nguồn: DRC, RongViet Research

Hình 7: Tổng sản lượng tiêu thụ (theo giá thực tế) và doanh thu thuần của DRC giai đoạn 2013 – 2016 (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: DRC, RongViet Research

Sản phẩm của DRC được tiêu thụ chủ yếu tại thị trường nội địa (trên 80%), trong khi đó, tỷ trọng xuất khẩu vẫn còn thấp. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy trị giá xuất khẩu cũng như tỷ trọng doanh thu xuất khẩu trong cơ cấu doanh thu của DRC đang dần được mở rộng qua các năm. DRC đã xuất khẩu sang hơn 35 nước trên thế giới, tập trung chủ yếu ở thị trường Mỹ, Ấn Độ, Trung Quốc, các nước Châu Á khác, Nam Mỹ, Châu Phi và Châu Âu. Năm 2016, kim ngạch xuất khẩu đạt xấp xỉ 30 triệu USD (+50% YoY), chiếm 19% tổng doanh thu. Với những nỗ lực cải thiện chất lượng sản phẩm cũng như tích cực tìm kiếm đối tác ở các thị trường tiềm năng, đặc biệt là với sự góp mặt của sản phẩm lốp radial, chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng xuất khẩu của DRC trong thời gian tới.

Radial: Biên lợi nhuận gộp bắt đầu dương từ năm nay

Doanh nghiệp nội địa tiên phong và duy nhất tiêu thụ tốt sản phẩm lốp radial toàn thép

Lốp Radial là loại lốp mảnh song song, có nhiều ưu điểm hơn lốp bias (mảnh chéo): bám đường tốt hơn, điều khiển dễ dàng hơn và tuổi thọ cao hơn do lượng mài mòn ít hơn so với lốp mảnh chéo, phù hợp với loại hình đường cao tốc đòi hỏi phải di chuyển với tốc độ lớn. Vì các ưu điểm vượt trội nêu trên, lốp radial đã và đang thay thế dần cho lốp mảnh chéo ở cả lĩnh vực là các loại xe chở khách và xe tải, chạy ở tốc độ cao.

Hình 8: Một số sản phẩm lốp radial tiêu biểu của DRC



Lốp radial 601



Lốp radial 721



Lốp radial 911

Nguồn: DRC

Trước đây, với loại lốp xe tải radial toàn thép, Việt Nam phải nhập 100% từ nước ngoài. Năm 2013, DRC là doanh nghiệp nội địa đầu tiên đưa nhà máy sản xuất loại lốp này vào hoạt động với tổng công suất thiết kế là 600.000 lốp/năm và giai đoạn 1 là 300.000 lốp/năm. Hiện tại, trong các doanh nghiệp nội địa, ngoài DRC chỉ có CSM sản xuất lốp radial toàn thép, với tổng công suất là 1 triệu lốp/năm. Tuy nhiên tính từ thời điểm đưa vào hoạt động là tháng 4/2014 đến nay, CSM chỉ mới tiêu thụ được khoảng 100.000 lốp/năm, đạt khoảng 30% công suất thiết kế giai đoạn 1 (350.000 lốp/năm) và chưa thể làm tiếp giai đoạn 2. Trong khi đó, năm 2016, DRC tiêu thụ được 265.000 lốp, đạt 77% công suất giai đoạn 1. Theo ước tính của chúng tôi, DRC sẽ đạt 100% công suất trong năm nay. Hiện DRC vẫn đang triển khai giai đoạn 2, nâng tổng công suất lên 600.000 lốp/năm.

Cập nhật dự án lốp radial

Năm 2015, DRC đẩy nhanh thời gian khấu hao thiết bị của nhà máy radial giai đoạn 1 từ 15 năm xuống còn 7 năm khiến biên lợi nhuận gộp của mảng radial năm 2015 và 2016 bị âm. Mặc dù vậy, điều này sẽ giúp DRC giảm được gánh nặng khấu hao và cải thiện nhanh biên lợi nhuận gộp trong những năm sau. Doanh nghiệp đặt ra mục tiêu sẽ đạt công suất 276.000 lốp/năm vào cuối năm 2017 (tương đương 92% công suất thiết kế của giai đoạn 1). Nhưng theo cập nhật mới nhất của chúng tôi, tính đến thời điểm cuối tháng 5, DRC đã đạt tới công suất sản xuất lốp radial là 27.000 – 28.000 lốp/tháng và sản lượng sản xuất ước tính 6 tháng đầu năm 2017 đã lên tới 170.000 lốp. Vì thế, chúng tôi cho rằng DRC sẽ đạt 100% công suất giai đoạn 1 trong năm nay.

Hiện doanh nghiệp đang trong quá trình xây dựng giai đoạn 2 của Dự án, đã lắp đặt bổ sung thiết bị để nâng cao công suất. Dự án giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành vào quý IV/2018 thay vì quý II/2016. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh tiến độ thực hiện dự án sẽ tạm thời làm dãn áp lực khấu hao cho doanh nghiệp.

Bảng 2: Đánh giá dự án sản xuất lốp Radial công suất 600.000 lốp/năm

Chỉ tiêu	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Tổng
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	1.710	705 *	2.415
Công suất	300.000 lốp/ năm	300.000 lốp/ năm	600.000 lốp/ năm
Khởi công	Q2/2011	Q2/2015	
Hoàn thành	Q4/2014	Q4/2018	
Ước tính thời gian đạt công suất thiết kế	2018	2021	
ROI			14%
IRR			16%
NPV			338 tỷ đồng
Thời gian hoàn vốn (**)			9,7 năm

Nguồn: RongViet Research ước tính, * Theo dự toán của DRC; (**) tính từ năm đầu tiên sản xuất

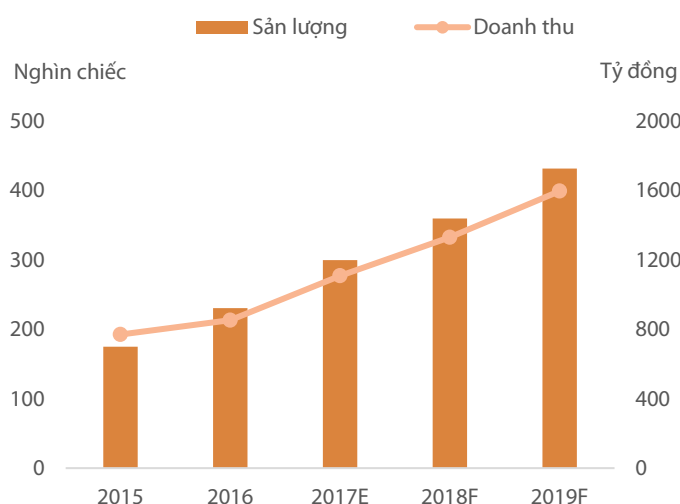
Bảng 3: Đánh giá sản lượng và dòng tiền thuần của dự án sản xuất lốp Radial công suất 600.000 lốp/năm

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018F	2019F	2020F	2021	2022
Sản lượng				14,8	114,8	175,0	230,6	297,4	356,9	428,3	492,5	566,4	600,0*
NATCF	-36,4	-192,8	-976,4	-407,9	298,3	501,1	410,1	-370,1	105,8	403,3	531,3	561,9	556,7

Nguồn: RongViet Research ước tính, * Công suất thiết kế của dự án

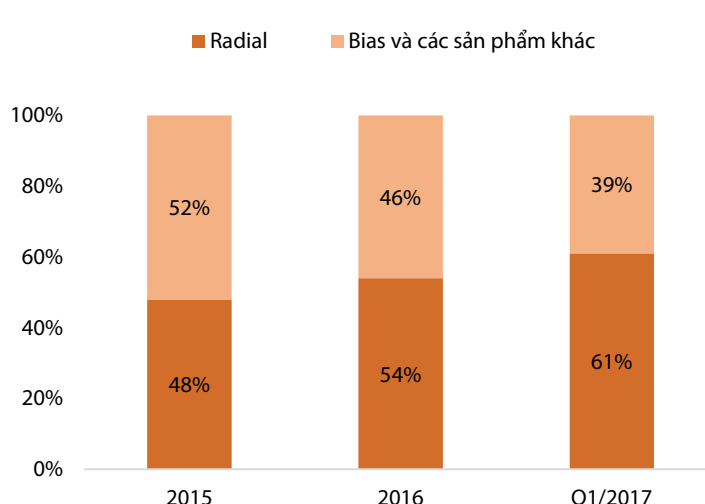
Ban đầu, lốp radial của DRC được sản xuất từ công nghệ chuyển giao của Sailun (Trung Quốc) khiến chất lượng sản phẩm không khác biệt với sản phẩm của Trung Quốc. Một lốp radial của DRC chỉ đi được 80.000 – 90.000 km trong khi sản phẩm của Maxxis hay Goodyear đi được đến khoảng 120.000 km. Vì thế để đưa sản phẩm lốp radial tiếp cận thị trường thuận lợi hơn và gia tăng sản lượng tiêu thụ, DRC đã chủ động chỉnh giảm giá bán thấp hơn so với giá sản phẩm tương tự của các hãng trên thị trường như Maxxis, Bridgestone, ... Trong năm 2016, DRC thực hiện dự án hợp tác với Black Donuts (công ty hàng đầu thế giới chuyên về tư vấn chuyển giao công nghệ, sản xuất lốp xe), chúng tôi kỳ vọng khi dự án được nghiệm thu vào T10/2017 sẽ tăng chất lượng sản phẩm lốp radial đáp ứng nhu cầu của khách hàng, hướng tới thị trường xuất khẩu cũng như cải thiện được giá bán.

Hình 9: Ước tính doanh thu và sản lượng sản phẩm lốp radial của DRC



Nguồn: RongViet Research

Hình 10: Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu của DRC theo sản phẩm



Nguồn: DRC, RongViet Research

Lốp Radial của DRC hầu hết được xuất khẩu, còn tiêu thụ trong nước chủ yếu qua các kênh phân phối của Đại lý cấp 1. Hiện tại, tình hình tiêu thụ radial của DRC tại thị trường nội địa còn nhiều khó khăn khi phải trực tiếp cạnh tranh với lốp giá rẻ của Trung Quốc và các hãng FDI khác. Cụ thể, trong quý 1/2017, sản lượng tiêu thụ radial nội địa giảm 11% so với cùng kỳ năm trước, chỉ đạt 24.854 lốp. Mặc dù vậy, theo cập nhật của chúng tôi, đã có một số doanh nghiệp lắp ráp là khách hàng tổ chức của DRC đang xem xét đặt hàng sản phẩm lốp radial. Điển hình là từ tháng 6/2017, THACO bắt đầu đặt hàng lốp radial để lắp ráp cho các dòng tải nặng.

Đối với thị trường xuất khẩu, sản lượng radial được tiêu thụ ngày càng tăng mạnh và dần chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu xuất khẩu. Thị trường xuất khẩu lớn nhất tính đến hết năm 2016 của DRC là Brazil với sản lượng 47.000 lốp và doanh thu đạt hơn 6,15 triệu USD, tương đương 21% giá trị xuất khẩu; kế đến là thị trường Thái Lan và Malaysia. Đáng chú ý là DRC bắt đầu xuất khẩu lốp radial sang thị trường Mỹ từ tháng 8/2015, trong quý 1/2017 Mỹ đã nhập khẩu 5.500 lốp radial của DRC, tương ứng giá trị hơn 700 nghìn USD và trở thành thị trường tiêu thụ lớn thứ hai. Doanh nghiệp cho biết họ đặt kỳ vọng rất lớn vào triển vọng tiêu thụ lốp radial vào thị trường này.

Ngoài ra, một cơ hội cho DRC là Ấn Độ đang trong quá trình xem xét việc áp thuế chống bán phá giá lên lốp radial nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện nhu cầu nhập khẩu lốp radial thay thế của nước này là hơn 40%, trong khi đó, DRC là doanh nghiệp nội địa duy nhất của Việt Nam đạt chứng nhận tiêu chuẩn ISI của Ấn Độ - chứng nhận đủ điều kiện xuất khẩu sản phẩm radial. Trong 3 tháng đầu năm, DRC đã xuất khẩu vào thị trường này 1.600 lốp, con số này tuy nhỏ bé nhưng chúng tôi cho rằng Ấn Độ vẫn sẽ là một thị trường tiềm năng trong tương lai.

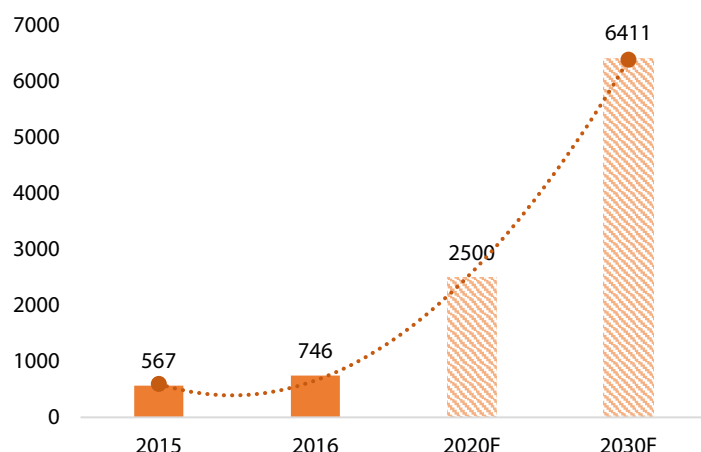
Tăng trưởng doanh thu của DRC sẽ phụ thuộc nhiều vào mảng lốp radial

Hiện tại, sản phẩm sảm lốp bias vẫn chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu doanh thu của DRC, tuy nhiên chúng tôi nhận thấy đang có xu hướng dần dịch chuyển sang lốp radial khi mà tỷ trọng radial trong doanh thu ngày càng lớn hơn.

Trong ngắn hạn, sự chuyển dịch cơ cấu này chưa thể diễn ra mạnh mẽ, nguyên nhân do sản phẩm bias là một trong những sản phẩm truyền thống của DRC, tiêu thụ tốt ở cả phân khúc OEM và thay thế tại thị trường nội địa, trong khi sản phẩm radial vẫn đang trong quá trình thâm nhập thị trường nội địa.

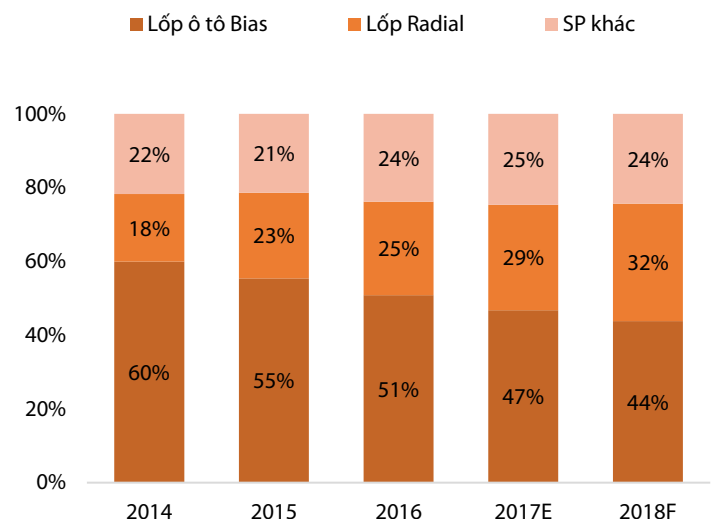
Tuy nhiên, trong những năm tiếp theo, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ mảng sảm lốp xe máy và xe đạp của DRC sẽ tăng trưởng không đáng kể do thị trường tiêu thụ hai loại phương tiện này đã gần đạt mức bão hòa. Bên cạnh đó, lốp bias đã đạt gần đến công suất thiết kế sẽ khiến tăng trưởng sản lượng sản xuất của lốp bias dần chững lại. Trong khi đó, đối với một quốc gia có tỷ lệ sử dụng radial thấp như Việt Nam cùng sự phát triển nhanh chóng của kết cấu hạ tầng sẽ mở ra triển vọng đầy lạc quan cho sản phẩm lốp radial. Kèm theo những tín hiệu tích cực trong cải thiện chất lượng sản phẩm cũng như sự quan tâm của các doanh nghiệp lắp ráp ô tô tải nội địa đối với sản phẩm này của DRC, chúng tôi cho rằng mảng lốp radial sẽ là động lực chính trong tăng trưởng doanh thu của DRC. Chúng tôi dự phóng doanh thu của DRC sẽ tăng trưởng bình quân khoảng 9,41%/ năm trong giai đoạn 2017 – 2020.

Hình 11: Dự báo số kilomet đường cao tốc được khai thác của Việt Nam giai đoạn 2015 - 2030



Nguồn: Bộ GTVT, RongViet Research

Hình 12: Cơ cấu doanh thu của DRC theo sản phẩm



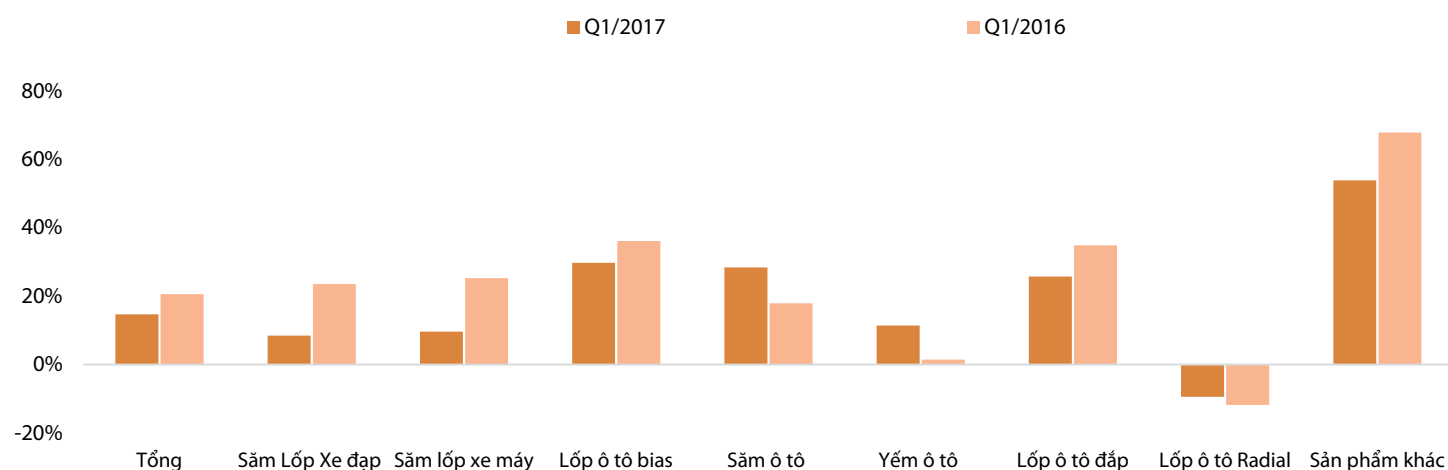
Nguồn: DRC, RongViet Research

Cập nhật KQKD Q1/2017: Tăng giá bán nhưng không bắt kịp đà tăng của nguyên liệu

Trong Q1/2017, doanh thu của DRC tăng mạnh 20,7% so với cùng kỳ, đạt 900 tỷ đồng. Tuy nhiên do giá cao su đầu vào liên tục tăng mạnh và chạm đỉnh vào cuối tháng 1 đã khiến lợi nhuận gộp của DRC giảm đáng kể 13,8% và LNST giảm 20,1% so với Q1/2016. DRC cho biết đã phải tăng giá bán hai lần trong năm 2017, mỗi lần tăng 5% nhưng không thể bắt kịp đà tăng của giá đầu vào khiến sản lượng và doanh thu tuy tăng nhưng biên gộp vẫn chưa cải thiện được. Cụ thể, biên gộp của hầu hết các mảng đều giảm so với cùng kỳ, biên gộp chung là 14,7%, giảm 590 điểm cơ bản so với Q1/2016. Kết quả là DRC chỉ hoàn thành được 84% kế hoạch lợi nhuận quý 1 và 16% kế hoạch năm, tương ứng với mức LNST là 70,62 tỷ đồng.

Riêng đối với mảng radial, mặc dù vẫn chưa đạt đến điểm hòa vốn do giá đầu vào và áp lực khấu hao nhanh, nhưng chúng tôi nhận thấy tín hiệu tích cực là sản lượng và doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ so với cùng kỳ, lần lượt đạt 55% và 39%, trong khi đó, biên gộp cũng tăng 2,39 điểm phần trăm.

Hình 13: So sánh biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm của DRC quý 1/2016 và quý 1/2017

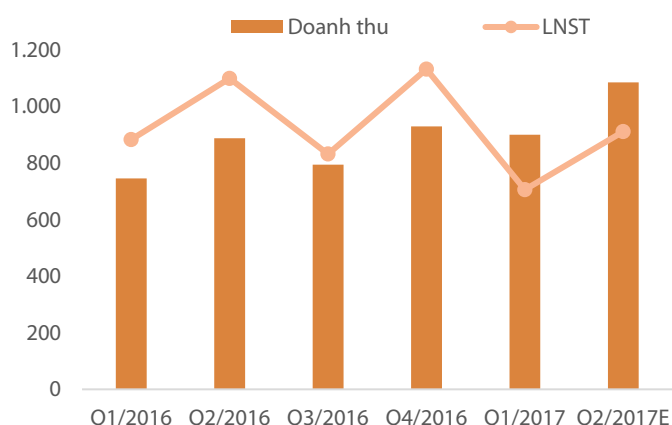


Nguồn: DRC, RongViet Research

Triển vọng năm 2017: khởi sắc trong 9 tháng cuối năm

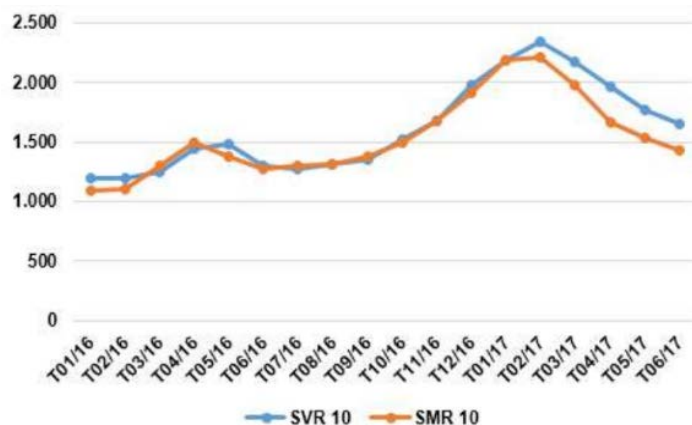
Từ đầu tháng 2/2017 đến nay, giá cao su đã giảm nhanh trở lại do sản lượng sản xuất ở các nước thành viên ANPRC phục hồi sau thiên tai. Mặc dù vậy, theo chia sẻ của doanh nghiệp, từ lúc ký hợp đồng thu mua đến khi cao su được nhập về kho và dùng để sản xuất có độ trễ nhất định, vì thế chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh quý 2 nói riêng và nửa đầu năm 2017 tuy có cải thiện đáng kể so với quý 1 nhưng vẫn sẽ thấp hơn cùng kỳ năm trước.

Hình 14: KQKD theo quý của DRC (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: DRC, RongViet Research

Hình 15: Biến động giá cao su TSR10



Nguồn: VRA, RongViet Research

Trong nửa cuối năm 2017, chúng tôi dự báo khó có khả năng giá cao su quay lại mức giá đỉnh như đầu năm, vì hai lý do: (1) Thái Lan đã bắt đầu phục hồi sản xuất cao su sau lũ lụt và chính phủ nước này tuyên bố sử dụng kho dự trữ để đáp ứng các đơn hàng xuất khẩu; (2) các nước vào giai đoạn cạo mủ (tháng 4) và gia tăng lượng cung lớn ra thị trường vào giữa quý 3.

Hưởng lợi từ độ trễ giảm giá đầu vào và khả năng giá cao su tiếp tục giao dịch ở vùng giá thấp, đồng thời giá bán có dấu hiệu phục hồi trở lại, chúng tôi kỳ vọng biên gộp chung của DRC được cải thiện tích cực, khiến KQKD 2 quý cuối năm sẽ khởi sắc mạnh mẽ. Cụ thể, doanh thu và lợi nhuận sau thuế nửa cuối năm được ước tính lần lượt đạt 1.890 tỷ đồng (tăng 9,6% so với cùng kỳ) và 267 tỷ đồng (tăng 35,9% so với cùng kỳ).

Bảng 4: Dự phóng KQKD Q2-FY2017

Chỉ tiêu (đv: tỷ đồng)	Q2-FY17	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	1.086	20,6%	22,3%
LNG	158	19,4%	-21,9%
EBIT	142	38,4%	-5,3%
LNST	91	29,1%	-17,3%

Nguồn: RongViet Research

Bảng 5: Dự phóng KQKD 2H2017 và năm 2017

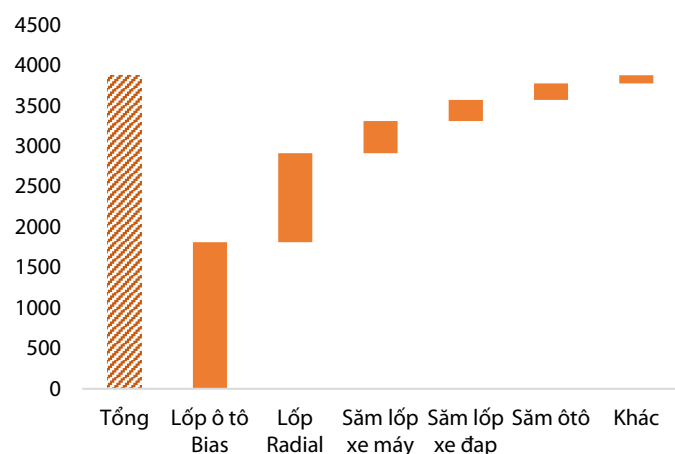
	2H2017	+/-yoy	2017E	+/-yoy
Doanh thu	1890	9,6%	3876	15,3%
LNG	471	37,3%	761	8,6%
EBIT	338	25,7%	583	7,4%
LNST	267	35,9%	429	8,5%

Nguồn: RongViet Research

Nhìn vào triển vọng cả năm 2017, chúng tôi nhận thấy có tín hiệu khả quan đến từ mảng lốp radial. Theo ước tính của chúng tôi, sản lượng sản xuất lốp radial trong năm nay sẽ đạt 300.000 lốp, tương ứng với 100% công suất thiết kế giai đoạn 1. Đồng thời, biên gộp của mảng này sau 2 năm luôn nhận giá trị âm do doanh nghiệp đẩy nhanh khấu hao nhà máy thì trong năm nay, nhờ giá nguyên liệu đầu vào giảm cùng với chi phí khấu hao trên 1 đơn vị sản phẩm giảm đáng kể theo sản lượng sẽ giúp cải thiện biên gộp của mảng này, ước tính đạt mức 2,75%.

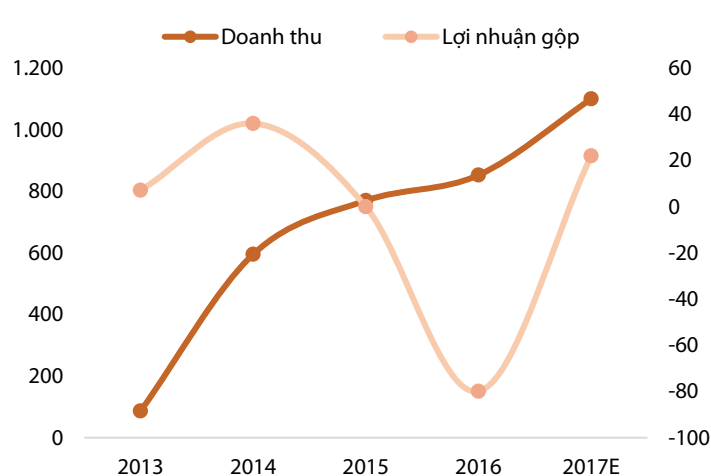
Doanh thu năm 2017 theo dự phóng đạt 3.876 tỷ đồng (tăng 15% so với năm 2016) và lợi nhuận sau thuế dự phóng đạt 429 tỷ đồng (tăng 8% so với năm 2016). EPS năm 2017 tương ứng đạt 3.318 đồng/cp.

Hình 16: Dự phóng doanh thu năm 2017 theo mảng sản phẩm



Nguồn: RongViet Research

Hình 17: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng lốp radial (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Research

Quan điểm & Định giá

CTCP Cao su Đà Nẵng là một doanh nghiệp nội địa có uy tín lớn trong ngành sản xuất xăm lốp tại Việt Nam. Trong vài năm gần đây, sản phẩm mới của Công ty, lốp xe radial vẫn trong giai đoạn thâm nhập và phát triển thị trường, do đó KQKD chưa có chuyển biến đặc sắc.

Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá DRC vẫn đang gặp tình trạng khó khăn chung của toàn ngành là sự bất ổn định của giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt mảng lốp radial chịu thêm áp lực khấu hao nhanh khiến biên lợi nhuận của mảng lốp radial chưa đạt được kỳ vọng. Tuy nhiên, trong các quý tiếp theo của năm 2017, dựa trên kết quả bán hàng ngày càng tốt và giá cao su được dự báo là sẽ được giữ ổn định ở vùng giá thấp, chúng tôi cho rằng tình hình kinh doanh của DRC sẽ khởi sắc nhanh chóng. Đặc biệt dựa trên kết quả tiêu thụ trong và ngoài nước trong 6 tháng đầu năm cũng như các đơn hàng hiện có của doanh nghiệp, sản lượng sản phẩm radial sản xuất chúng tôi ước tính trong năm nay sẽ đạt 100% công suất thiết kế giai đoạn 1 (tương đương 300.000 lốp), đồng thời biên lợi nhuận gộp của mảng này sẽ bắt đầu dương.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy DRC thường chi trả cổ tức cao và đều đặn, hàng năm khoảng 2.000 – 3.000 VND/CP như hầu hết các doanh nghiệp thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem). Vinachem hiện đã lên kế hoạch IPO trong năm nay tuy nhiên vẫn chưa có thông tin Tập đoàn sẽ thoái vốn khỏi DRC. Chúng tôi đánh giá khả năng thoái vốn sẽ khó xảy ra trong thời gian gần. Vì thế, tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của DRC nhiều khả năng vẫn tiếp tục duy trì cao, và sẽ được nâng lên sau khi dự án radial có lợi nhuận ổn định.

Với những dự báo tích cực hơn về kết quả kinh doanh của DRC so với bản cập nhật trong Báo cáo chiến lược 2017, chúng tôi nâng giá mục tiêu của cổ phiếu này lên **40.600 đồng/cổ phiếu** đồng thời đưa ra khuyến nghị nhà đầu tư **MUA** trong **DÀI HẠN**.

Bảng 6: Giá trị hợp lý của cổ phiếu DRC

PP định giá	Giá (đồng)	Tỷ trọng (%)	Giá theo tỷ trọng
FCFE	42.754	50	21.377
PE	38.505	50	19.252
Giá mục tiêu		100	40.629

Nguồn: RongViet Research

Đv: tỷ đồng

KQ HKKD	2015	2016	2017E	2018F
Doanh thu thuần	3.318	3.361	3.876	4.178
Giá vốn	2.518	2.660	3.114	3.288
Lãi gộp	800	701	761	890
Chi phí bán hàng	77	85	93	101
Chi phí quản lý	84	73	85	95
Thu nhập từ HĐTC	11	16	13	15
Chi phí tài chính	124	83	78	97
Lợi nhuận khác	7	18	18	18
LNTT	533	494	536	630
Thuế TNDN	117	99	107	126
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
LNST	416	395	429	504
EBIT	639	543	583	694
EBITDA	848	775	762	879

Đv: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2015	2016	2017E	2018F
Tăng trưởng				
Doanh thu	2,1%	1,3%	15,3%	7,8%
EBITDA	28,3%	-8,6%	-1,6%	15,3%
EBIT	11,3%	-15,1%	7,4%	19,1%
Lợi nhuận sau thuế	17,8%	-5,0%	8,5%	17,5%
Tổng tài sản	0,2%	-10,4%	23,3%	6,5%
Vốn chủ sở hữu	8,9%	-5,4%	2,4%	6,6%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	24,1%	20,9%	19,6%	21,3%
EBITDA/ Doanh thu	25,6%	23,1%	19,7%	21,0%
EBIT/ Doanh thu	19,3%	16,1%	15,0%	16,6%
LNST/ Doanh thu	12,5%	11,8%	11,1%	12,1%
ROA	13,2%	14,0%	12,3%	13,6%
ROIC	28,1%	27,3%	24,5%	27,0%
ROE	24,9%	25,0%	26,5%	29,2%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	11,9	8,0	8,7	8,7
Vòng quay hàng tồn kho	3,2	3,5	3,3	3,3
Vòng quay khoản phải trả	6,0	8,5	6,1	6,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,5	1,5	1,4	1,4
Nhanh	0,6	0,6	0,5	0,5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	62,1%	57,2%	81,8%	81,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	26,6%	32,5%	35,9%	33,9%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	35,4%	24,8%	45,9%	47,7%

Đv: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2015	2016	2017E	2018F
Tiền	240	51	99	127
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	0	0
Các khoản phải thu	278	419	446	480
Tồn kho	785	771	956	983
Tài sản ngắn hạn khác	0	6	7	7
Tài sản cố định hữu hình	1.818	1.499	1.893	2.026
Tài sản cố định vô hình	1	6	5	5
Đầu tư tài chính dài hạn	5	4	4	4
Tài sản dài hạn khác	16	59	62	65
TỔNG TÀI SẢN	3.143	2.815	3.472	3.699
Tiền hàng phải trả và ứng trước	420	312	511	547
Vay và nợ ngắn hạn	446	513	581	585
Vay và nợ dài hạn	593	392	743	824
Quỹ khen thưởng phúc lợi	11	16	16	16
Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
TỔNG NỢ	1.470	1.233	1.852	1.972
Vốn chủ sở hữu	917	1.188	1.188	1.188
Vốn đầu tư của CSH	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	461	225	233	304
Khoản thu nhập khác	62	21	21	21
Quỹ đầu tư phát triển	233	149	179	214
TỔNG NGUỒN VỐN	1.673	1.582	1.620	1.727
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2015	2016	2017E	2018F
LNTT	532	494	536	630
Khấu hao	284	245	179	185
Các điều chỉnh	(816)	(740)	-	-
Thay đổi vốn lưu động	612	491	(120)	(153)
Tiền thuần từ HĐKD	612	491	595	662
Thay đổi TSCĐ	(44)	44	(97)	(120)
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	(67)	(144)	-	-
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	-	-	-	-
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	(110)	(100)	(97)	(120)
Nhận/trả lại vốn góp	83	274	-	-
Vay mới/trả nợ vay	(107)	(133)	(284)	(77)
Cổ tức, LN trả cho CĐ	(322)	(721)	(170)	(436)
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	(346)	(580)	(454)	(513)
Tiền đầu năm	85	240	54	99
Tiền thuần trong kỳ	156	(189)	45	28
Tiền cuối kỳ	242	54	99	127

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP. Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2017.**