

Thứ năm, 29-07-2010

NĂM GIỮ

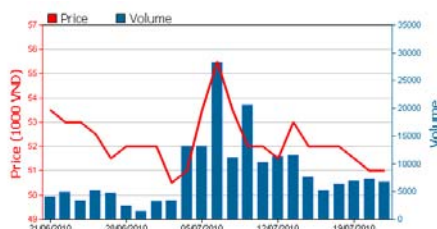
Giá mục tiêu 55,000

Hàng tiêu dùng – Sản xuất lốp xe

Các chỉ số chính

Giá @ 29/7/2010	46.500
Giá mục tiêu	55.000
Khả năng tăng đến giá mục tiêu	18,2%
Mức thấp nhất 52 tuần	39.900
Mức cao nhất 52 tuần	86.900
KLGD bình quân 10 ngày	82.147
Số lượng cổ phiếu lưu hành	30.769.248
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1.431
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	75
Sở hữu nước ngoài	12,7%

Định giá	2008	2009	2010E
EPS (VND)	1,683	12,684	5,927
Tăng trưởng EPS	-27%	654%	-53%
P/E	27.6	3.7	7.8
P/B	6.6	2.6	2.1
EV/EBITDA	13.6	3.2	4.8
ROE	24%	71%	27%
ROIC	18%	63%	27%
Debt/Equity	170%	25%	20%
Dividend yield	3%	4%	3%



Tỷ lệ sở hữu

Nhà nước	50,5%
Nước ngoài	12,7%
Khác	36,8%

Chuyên viên phân tích

Trương Vĩnh An

an.truong@vcsc.com.vn

T: +84 8 3914 3588, ext143

CƠ HỘI BẮT ĐÁY

Chúng tôi thực hiện báo cáo cập nhật cho CTCP Cao Su Đà Nẵng (DRC-HOSE) với khuyến nghị **NĂM GIỮ** trên cơ sở đánh giá hiệu quả hoạt động tương đối ổn định của công ty trong 6T2010. Chúng tôi tin rằng DRC vẫn là nhà sản xuất lốp xe trong nước có hiệu quả hoạt động tốt nhất. Sản phẩm của công ty có khả năng cạnh tranh tốt trong phân khúc chính là lốp xe tải, có tỷ suất lợi nhuận cao và cùng với đà hồi phục kinh tế thì DRC là một cổ phiếu đáng được quan tâm.

- Trong 6T2010, DRC có mức tăng trưởng doanh thu khá tốt nhưng tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ có phần chậm lại, chỉ ở mức từ 2% đến 4% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính có thể là do sự tăng trưởng đột ngột của doanh thu trong Q2-2009 khi gói kích cầu bắt đầu phát huy tác dụng, từ đó làm cho doanh thu 6T2009 tăng cao so với mức trung bình.
- Tỷ suất lợi nhuận giảm so với mức cao đột biến trong năm 2009. Tuy nhiên, mức giảm của biên lợi nhuận là không đáng kể so với sự tăng vọt của giá cao su, tăng 96% trong vòng 1 năm qua.
- Các phân tích so sánh cho thấy DRC có hiệu quả hoạt động tốt nhất trong ngành, thể hiện qua các chỉ số về tăng trưởng và tỷ suất sinh lời.
- Giá cổ phiếu đã giảm 33% từ đỉnh tháng 1/2010 và 46% từ mức đỉnh tháng 10/2009, mức cao nhất trong 1 năm qua. Theo đó, các chỉ số định giá hiện tại của DRC là khá hấp dẫn nếu so với các công ty cùng ngành cả trong nước và các nước trong khu vực.
- Cơ hội bắt đáy: sau một thời gian tăng đột biến, giá cao su đang dần ổn định trở lại. Nếu giá cao su ổn định trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng DRC có thể sẽ duy trì được tỷ suất lợi nhuận của mình ở mức cao. Do đó, triển vọng lợi nhuận của công ty trong thời gian tới sẽ tốt hơn.

Trên cơ sở định giá so sánh và đã cân nhắc đến những thế mạnh cũng như những rủi ro mà DRC gặp phải, chúng tôi xác định mức giá trị của doanh nghiệp vào khoảng 1.692 tỷ, tương đương 55.000 đồng/cổ phiếu. Theo đó, tại mức giá hiện tại 46.500, mức tăng giá dự kiến là 18% và do đó, chúng tôi kiến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu này.

Phân tích so sánh

Chỉ số định giá	DRC	CSM	SRC
Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	308	423	162
Giá hiện tại (đồng)	46,500	36,000	35,500
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1,431	1,521	575
LNST 2010 (Tỷ đồng)	182	139	50
PE2010	7.8	10.9	11.5
ROA 2009	50%	25%	18%
ROIC 2009	63%	36%	30%
ROE 2009	71%	52%	42%

Nguồn: Dữ liệu công ty, VCSC ước tính

Tóm tắt tình hình tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2008	2009	2010	Tăng trưởng	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	1,291	1,809	2,074	Doanh thu	10%	40%	15%
Giá vốn hàng bán	1,133	1,289	1,714	EBITDA	3%	250%	-35%
CP bán hàng & quản lý	54	86	85	EBIT	4%	319%	-40%
EBITDA	125	437	286	LN thuần	-27%	654%	-53%
Khấu hao	28	32	34	EPS	-27%	654%	-53%
EBIT	97	405	252	Tỷ suất LN gộp	12%	29%	17%
Chi phí lãi vay	45	14	9	EBITDA/Doanh thu	10%	24%	14%
Thu nhập khác	4	3	26	EBIT/Doanh thu	7%	22%	12%
LN trước thuế	52	392	243	EPS (VNĐ)	1,683	12,684	5,927
Thuế TNDN	-	1	61	DPS (VNĐ)	1,500	1,500	1,500
Lợi ích của CDTs	-	-	-				
LN sau thuế	52	390	182				

Bảng CĐKT (tỷ đồng)	2008	2009	2010	Chỉ số tài chính	2008	2009	2010
Tiền và CKTĐT	15	78	89	Khả năng thanh toán			
Đầu tư tài chính ngắn hạn	9	-	-	Khả năng TT hiện hành	1.42	2.93	3.51
Các khoản phải thu	121	126	144	Khả năng TT nhanh	0.49	1.13	1.35
Hàng tồn kho	282	336	385	Chỉ số sinh lợi			
TS ngắn hạn khác	3	6	6	ROE	24%	71%	27%
Tổng TS ngắn hạn	429	545	625	ROA	8%	50%	20%
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	ROIC	18%	63%	27%
TSCĐ	179	218	250	Hiệu quả HĐKD			
Bất động sản đầu tư	-	-	-	Số ngày phải thu	34	25	25
Đầu tư tài chính	-	-	-	Số ngày tồn kho	91	95	82
TS dài hạn khác	6	19	22	Số ngày phải trả	4	7	5
Tổng TS dài hạn	185	237	272	Đòn bẩy tài chính			
Tổng tài sản	615	782	897	Nợ/VCSH	170%	25%	20%
Nợ ngắn hạn	303	186	178	Nợ/Tổng vốn đầu tư	118%	23%	18%
Nợ dài hạn khác	95	43	43	Khả năng trả lãi vay	2.2x	29.6x	26.2x
Tổng nợ phải trả	398	229	222				
Vốn điều lệ	154	154	308	Định giá	2008	2009	2010
Thặng dư vốn cổ phần	3	3	3	Tại giá thị trường	46.5	46.5	46.5
Lợi nhuận giữ lại	54	370	337	P/E	27.6x	3.7x	7.8x
LN cổ đông thiểu số	-	-	-	P/B	6.6x	2.6x	2.1x
Tổng vốn CSH	216	553	675	EV/EBITDA	13.6x	3.2x	4.8x
Tổng cộng nguồn vốn	615	782	897	Suất sinh lợi cổ tức	3.0%	3.0%	3.0%

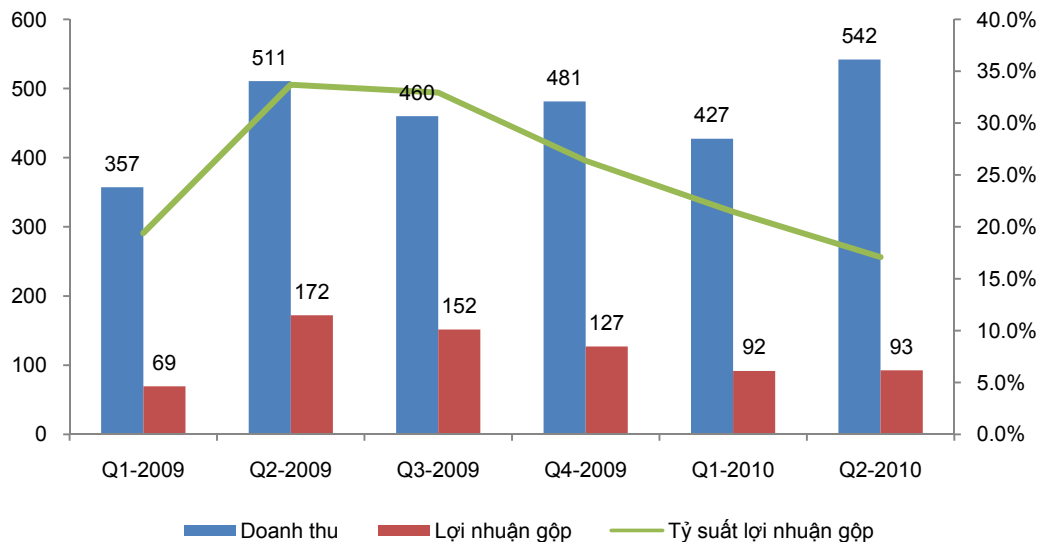
Nguồn: BCTC DRC, VCSC dự phóng

Phân tích công ty

Doanh thu tăng nhưng tốc độ tăng sản lượng có phần chậm lại

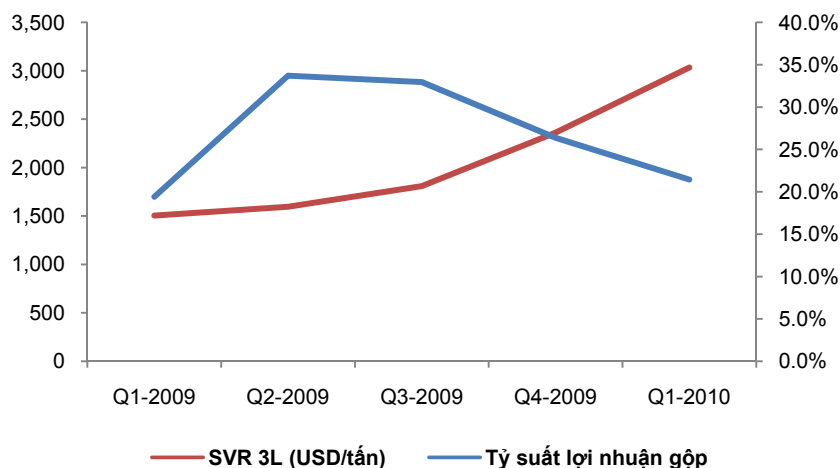
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm 2010 của DRC cho thấy doanh thu tăng 12% so với cùng kỳ năm trước nhưng lợi nhuận thuần giảm đáng kể 43%. Nguyên nhân chính làm cho lợi nhuận giảm là do diễn biến của giá nguyên liệu đầu vào, đặc biệt là giá cao su đã tăng 96% kể từ tháng 6/2009 đến tháng 6/2010. Mặc dù công ty cũng đã tăng giá bán khoảng 15% trong nửa đầu năm 2010 nhưng việc điều chỉnh giá này cũng không thể bắt kịp đà tăng của giá nguyên liệu, vì thế khiến cho biên lợi nhuận gộp giảm còn 19% từ mức trung bình 27,8% trong nửa đầu năm 2009.

Biểu đồ 1. Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm 2010 (tỷ đồng)



Nguồn: DRC

Biểu đồ 2. Biên lợi nhuận giảm khi giá cao su tăng vọt



Nguồn: DRC, Hiệp hội cao su Việt Nam

Doanh thu tăng một phần lớn là do tăng giá bán. Nếu loại trừ yếu tố tăng giá thì ước tính sản lượng bán ra của DRC trong 6 tháng đầu năm 2010 chỉ tăng nhẹ khoảng 2%-4% so với cùng kỳ năm trước.

Bảng 1. Doanh thu tăng phần lớn là nhờ tăng giá bán

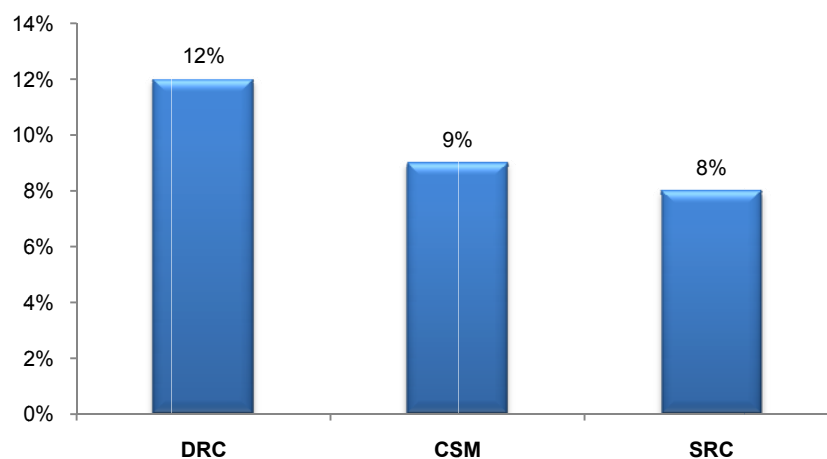
Tốc độ tăng doanh thu	12%
Giá tăng	15%
Tỷ lệ tăng giá đã điều chỉnh (*)	8% - 10%
Tốc độ tăng sản lượng	2% - 4%

(*) điều chỉnh cho cả 6 tháng đầu năm 2010 vì DRC tăng giá 2 lần vào 2 thời điểm khác nhau

Nguồn: DRC, VCSC ước tính

Việc sản lượng bán ra chỉ tăng nhẹ 2%-4% là một điều đáng quan tâm. Đây có thể chỉ là hiệu ứng thời vụ vì nửa đầu năm chưa phải là mùa cao điểm. Ngoài ra, một nguyên nhân khác có thể là do sự tăng trưởng đột ngột của doanh thu quý 2 năm 2009 do gói kích cầu của Chính phủ bắt đầu phát huy tác dụng, từ đó làm cho doanh thu 6T2009 tăng cao so với mọi năm. Do đó, trong năm nay khi gói kích cầu kết thúc thì tỉ lệ tăng trưởng có vẻ như khiêm tốn hơn hẳn so với mức 10% bình quân mỗi năm. Tuy nhiên, việc sản lượng chỉ tăng nhẹ cũng có thể là do công ty đang gặp khó khăn trong việc duy trì tốc độ tăng doanh thu ở mức cao. Mặc dù vậy, nếu so với các đối thủ trong nước thì kết quả kinh doanh của DRC vẫn nổi bật hơn rất nhiều khi số liệu cho thấy các đơn vị sản xuất lốp xe khác có mức tăng trưởng thậm chí còn chậm hơn DRC dù mức tăng giá là tương đối giống nhau.

Biểu đồ 3. DRC có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao nhất so với các nhà sản xuất lốp xe khác trong 6 tháng đầu năm 2010



Nguồn: Báo cáo tài chính 6 tháng đầu năm 2010 các công ty

DRC vẫn là nhà sản xuất lốp xe trong nước hiệu quả nhất

Mặc dù sản lượng bán ra trong 6 tháng đầu năm 2010 dường như chậm lại nhưng chúng tôi tin rằng danh mục sản phẩm của DRC, với thế mạnh là sản phẩm lốp xe tải, vẫn có triển vọng tốt nhờ lợi thế cạnh tranh của dòng sản phẩm này. Qua nhiều năm, công ty đã thiết lập được một chỗ đứng vững chắc trong khúc thị trường này nhờ mức giá cả hợp lý và chất

lượng cạnh tranh so với sản phẩm lốp xe cùng loại nhập khẩu. Khách hàng của DRC thường là các doanh nghiệp vận tải trong nước và giá cả là yếu tố quan tâm hàng đầu của họ, cho nên chính sách giá thấp của DRC rất thích hợp cho nhu cầu của khúc thị trường này.

Bảng 2. So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân	Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân	Tỷ suất lợi nhuận ròng bình quân
DRC	24%	16%	9%
CSM	13%	16%	5%
SRC	10%	13%	4%

Nguồn: dữ liệu của VCSC, số liệu bình quân được tính cho giai đoạn 2007-2009

Theo bảng so sánh trên, rõ ràng tốc độ tăng trưởng doanh thu của DRC là cao nhất trong số 3 nhà sản xuất lốp xe hàng đầu trong nước trong 3 năm vừa qua. SRC có tốc độ tăng trưởng thấp nhất vì công ty này tập trung vào thị trường lốp xe đạp trong khi quy mô phân khúc thị trường này đang ngày càng thu hẹp bởi ngày càng có ít người sử dụng xe đạp hơn.

Doanh thu của CSM thì chủ yếu phụ thuộc vào dòng sản phẩm lốp xe ô tô và xe máy. Nhìn chung cả hai phân khúc này đều đang gặp phải sự cạnh tranh quyết liệt từ các sản phẩm lốp xe nhập khẩu. Ở thị trường lốp xe máy, sự thay đổi nhu cầu của người tiêu dùng chuyển từ xe máy sang xe tay ga là một thách thức lớn cho CSM. Trên thực tế, CSM gần đây đã bắt đầu sản xuất lốp xe tay ga nhưng phần đóng góp vào doanh thu của sản phẩm này vẫn còn hạn chế. Bên cạnh đó đối tượng sử dụng xe tay ga thường là những người có thu nhập từ trung bình đến cao, mà họ lại thường thích sử dụng loại sản phẩm lốp xe nhập khẩu hơn vì chất lượng tốt hơn. Thói quen tiêu dùng này chính là một thử thách cho CSM khiến công ty khó xâm nhập vào phân khúc thị trường lốp xe tay ga hơn, và do đó, khả năng duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu ở mức cao cũng sẽ khó. Đối với sản phẩm lốp xe ô tô, CSM có thể cũng sẽ gặp phải khó khăn không nhỏ trong việc cạnh tranh với các sản phẩm cùng loại nhập khẩu với lý do tương tự.

Mặt khác, sản phẩm lốp xe tải của DRC dường như đang cạnh tranh rất thành công với các sản phẩm nhập khẩu nhờ vào lợi thế giá cả hợp lý và chất lượng cạnh tranh. Công ty đã ghi nhận tốc độ tăng trưởng doanh thu khá cao trong suốt 3 năm qua và khả năng sinh lợi cũng vượt trội so với các công ty khác trong ngành. Nhờ lợi thế cạnh tranh trên thị trường, DRC không phải chi tiêu nhiều cho hoạt động marketing và chiêu thị như CSM và SRC. Điều này giải thích tại sao biên lợi nhuận thuần của DRC cao hơn CSM và SRC bởi chi phí bán hàng tương đối thấp hơn.

Xu hướng tiêu dùng mới và sự cần thiết phải xây dựng một nhà máy lốp radial toàn thép

Trong quá khứ, DRC đã khá thành công với sản phẩm lốp xe tải và cũng đã thiết lập được chỗ đứng vững chắc trên thị trường. Tuy nhiên, trong tương lai, sự thay đổi của nhu cầu

tiêu dùng hướng đến sản phẩm lốp radial toàn thép sẽ là thử thách không nhỏ cho công ty. So với sản phẩm lốp vành chéo (bias) hiện nay thì sản phẩm lốp radial toàn thép là sản phẩm ưu việt, tiên tiến hơn, đòi hỏi công nghệ và kỹ thuật sản xuất cao hơn. Sản phẩm lốp radial toàn thép có độ bền lâu hơn và giúp các phương tiện vận tải giảm tiêu hao nhiên liệu tốt hơn lốp bias. Do đó, sản phẩm lốp radial toàn thép ngày càng được hầu hết những người sử dụng xe cộ ưa chuộng nhiều hơn mặc dù giá cả cao hơn lốp bias. Sự thay đổi này trong thói quen tiêu dùng là xu hướng tất yếu và các nhà sản xuất lốp xe phải tự chuẩn bị để thích nghi với xu thế mới này. Vì vậy, dự án nhà máy lốp radial toàn thép có vai trò rất quan trọng để duy trì lợi thế cạnh tranh lâu dài của công ty trong tương lai.

Dự án nhà máy lốp radial toàn thép

DRC sẽ đầu tư tổng cộng 2.900 tỷ đồng cho toàn bộ dự án này để sản xuất 600.000 lốp radial mỗi năm. Dự án sẽ trải qua 2 giai đoạn - trong giai đoạn thứ nhất, sản lượng sản xuất hàng năm ước tính khoảng 300.000 lốp. Công ty ước tính sẽ chi khoảng 1.600 tỷ đồng cho giai đoạn 1, dự kiến bắt đầu triển khai vào cuối năm 2010 và sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2011. DRC sẽ vay 70% tổng vốn đầu tư để tài trợ cho dự án.

Một thông tin tốt là DRC đang thương lượng với đối tác – bên bán máy móc – để sản xuất sản phẩm lốp radial trong một giai đoạn thử nghiệm. Sản phẩm sẽ mang thương hiệu DRC và sau đó sẽ được giới thiệu ra thị trường. Chỉ sau khi giai đoạn này đạt được một số thành công ban đầu, DRC mới bắt đầu xây dựng nhà máy và áp dụng dây chuyền sản xuất mới. Chúng tôi được biết, nếu không có gì trở ngại, sản phẩm thử nghiệm sẽ được tung ra thị trường chỉ trong vài tháng nữa - quý 4/2010. Theo chúng tôi nhận định, đây là một phương thức rất thông minh của DRC để đánh giá tính khả thi của các dự án mới. Với phương pháp này, không những công ty có thể đánh giá chất lượng sản phẩm được sản xuất bằng dây chuyền sản xuất mới mà còn có thể đánh giá nhu cầu thị trường và giá bán dự kiến sẽ khả thi đến mức nào trong thực tế. Mặc dù bức tranh đầy đủ về dự án này có thể vẫn chưa được thể hiện hết trong những tháng thử nghiệm nhưng phương thức này sẽ làm giảm rủi ro thất bại trong khi chi phí vẫn khá nhỏ.

Tiêu điểm đầu tư: mức giá hợp lý so với một doanh nghiệp hàng đầu

Như đã phân tích, DRC là một doanh nghiệp mạnh và có khả năng sinh lợi cao. Mặc dù chúng tôi có phần lo lắng về tốc độ tăng sản lượng 6 tháng đầu năm 2010 và sẽ cần thêm thời gian để xác định cụ thể nguyên nhân của việc này, nhưng chúng tôi muốn đề cập đến những yếu tố hỗ trợ đầu tư sẽ giúp DRC có một vị thế thuận lợi, đó là (i) diễn biến giá cao su đi ngang, (ii) khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận cao trong dài hạn.

Giá cao su trong xu hướng giảm

Tin tốt: giá cao su của các hợp đồng tương lai giao dịch trên Sàn Giao dịch hàng hóa giao sau Tokyo cho thấy chiều hướng giảm khoảng 10% từ đây đến cuối năm nay. Tương tự,

giá cao su của các hợp đồng giao tháng 12.2010 trên Sàn Giao Dịch hàng hóa nông sản giao sau của Thái Lan cũng có mức giảm khoảng 7%.

Bảng 3. Giá cao su của các hợp đồng tương lai trên TOCOM

Ngày giao	Giá (JPY/kg)	Thay đổi so với 8/2010
Tháng 8-2010	312,2	NA
Tháng 9-2010	297,0	-4.9%
Tháng 10-2010	282,8	-9.4%
Tháng 11-2010	280,0	-10.3%
Tháng 12-2010	279,8	-10.4%
Tháng 1-2011	280,0	-10.3%

Nguồn: TOCOM, giá đóng cửa ngày 2.8.2010

Bảng 4. Giá cao su của các hợp đồng tương lai trên AFET

Ngày giao	Giá (Baht/kg)	Thay đổi so với tháng 9/2010
Tháng 9-2010	106,2	NA
Tháng 10-2010	106,0	-0,2%
Tháng 11-2010	98,0	-7,7%
Tháng 12-2010	98,4	-7,3%
Tháng 1-2011	98,4	-7,3%
Tháng 2-2011	98,4	-7,3%
Tháng 3-2011	98,4	-7,4%

Nguồn: AFET, giá đóng cửa ngày 2.8.2010

Xu hướng giảm giá cao su có thể được giải thích là do tốc độ phục hồi của nền kinh tế thế giới đang diễn ra chậm hơn mong đợi. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cho rằng chính hoạt động đầu cơ đã đẩy giá cả hàng hóa này tăng trong năm vừa qua. Khi thực tế đã cho thấy là nhu cầu không tăng nhanh như mọi người đã kỳ vọng trước đó thì giá cao su cũng đã giảm tốc để song hành cùng tốc độ phục hồi của nhu cầu. Nếu vậy thì biên lợi nhuận của DRC sẽ có thể cải thiện từ đây cho đến cuối năm.

Chúng tôi đưa ra dự báo về mức lợi nhuận thuần của công ty trong 2 trường hợp. Trường hợp cơ sở, giả sử giá cao su trong 6 tháng cuối năm 2010 không có gì thay đổi thì sẽ LNST sẽ vào khoảng 182 tỷ đồng trên cơ sở biên lợi nhuận gộp là 15,9% cho hai quý còn lại. Theo đó, P/E 2010 của DRC sẽ vào khoảng 7,8 lần.

Bảng 5. Dự phóng KQKD năm 2010 trong trường hợp cơ sở

Tỷ đồng	Q1-2010	Q2-2010	Q3-2010	Q4-2010	2010
Doanh thu	427.357	542.389	539.639	564.732	2.074.117
Giá vốn hàng bán	335.690	449.725	453.834	474.937	1.714.185
Lợi nhuận gộp	91.667	92.664	85.805	89.795	359.931
Tỷ suất LN gộp	21,4%	17,1%	15,9%	15,9%	17,4%
Chi phí hoạt động	14.759	20.273	24.284	25.413	84.729
EBIT	76.908	72.391	61.521	64.382	275.202
Doanh thu tài chính	1.334	2.075	2.065	2.161	7.634
Chi phí tài chính	12.635	10.026	7.250	11.900	41.811
Chi phí khác	1.036	449	449	449	2.384
Lợi nhuận trước thuế	66.643	64.655	56.785	55.092	243.175
Thuế	16.661	16.191	14.196	13.773	60.821
Lợi nhuận ròng	49.982	48.464	42.589	41.319	182.354

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty và dữ liệu VCSC dự phóng

Trong một kịch bản lạc quan hơn, giả sử giá cao su có thể giảm 5% trong quý 3 và 5% trong quý 4 trong khi các chi phí khác không đổi, thì LNST sẽ cao hơn 12%, đạt 203 tỷ đồng. Khi đó, P/E 2010 của DRC sẽ giảm xuống còn 7,0 lần.

Bảng 6. Dự phóng KQKD năm 2010 trong trường hợp lạc quan

Tỷ đồng	Q1-2010	Q2-2010	Q3-2010	Q4-2010	2010
Doanh thu	427.357	542.389	539.639	564.732	2.074.117
Giá vốn hàng bán	335.690	449.725	446.336	454.011	1.685.761
Lợi nhuận gộp	91.667	92.664	93.304	110.721	388.355
Tỷ suất LN gộp	21,4%	17,1%	17,3%	19,6%	18,7%
Chi phí hoạt động	14.759	20.273	24.284	25.413	84.729
EBIT	76.908	72.391	69.020	85.308	303.626
Doanh thu tài chính	1.334	2.075	2.065	2.161	7.634
Chi phí tài chính	12.635	10.026	7.250	11.900	41.811
Chi phí khác	1.036	449	449	449	2.384
Lợi nhuận trước thuế	66.643	64.655	64.284	76.018	271.599
Thuế	16.661	16.191	16.071	19.004	67.927
Lợi nhuận ròng	49.982	48.464	48.213	57.013	203.672

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty và dữ liệu VCSC dự phóng

Bảng 7. Tóm tắt các tình huống dự báo

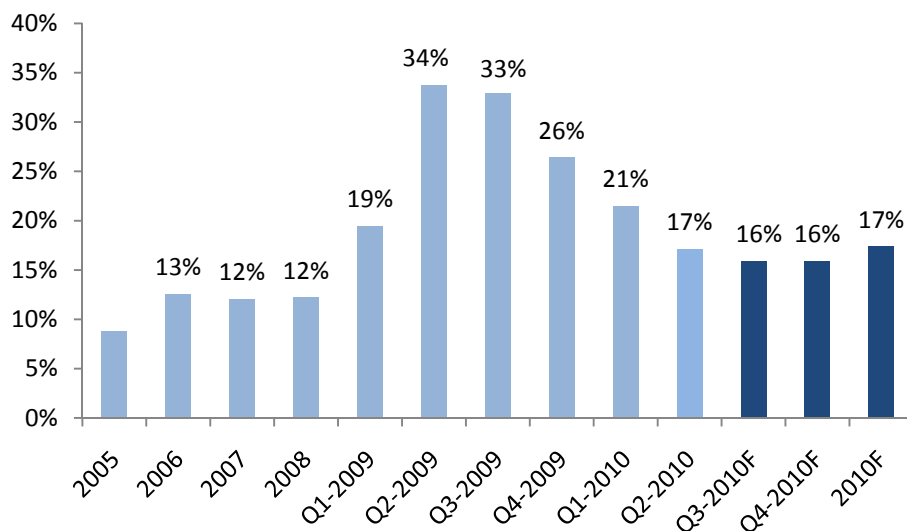
Dự báo lợi nhuận	Mô tả	LNST (tỷ đồng)	PE2010
Trường hợp cơ bản	Giá cao su không đổi	182	7,8
Trường hợp lạc quan	Giá cao su giảm 5% trong quý 3 và 5% trong quý 4	203	7,0

Nguồn: VCSC

Dự kiến biên lợi nhuận sẽ được giữ ở mức cao trong dài hạn

Nhờ giá cao su giảm, biên lợi nhuận của DRC đã tăng vọt lên gần 29% trong năm 2009 từ con số bình quân 12% trong suốt 3 năm trước đó. Trong tương lai, mặc dù con số 29% sẽ khó có thể giữ được, nhưng chúng tôi cho rằng DRC có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức cao hơn so với mức bình quân trong quá khứ vì công ty có thể tăng giá bán, miễn là giá cao su chỉ tăng vừa phải, song hành với tốc độ phục hồi dần của kinh tế thế giới. Nếu trường hợp này xảy ra, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận của công ty sẽ vào khoảng 15% - 16%, tăng 3% - 4% so với tỷ lệ bình quân 12% trong quá khứ.

Biểu đồ 4. Biên lợi nhuận gộp trong quá khứ và dự kiến (trường hợp cơ sở)



Nguồn: dữ liệu công ty, VCSC dự phóng

Trong trường hợp giá cao su giảm đúng như chỉ số hợp đồng tương lai cho thấy thì biên lợi nhuận của DRC sẽ còn tăng cao hơn vì mức lợi nhuận dự kiến trong biểu đồ này thể hiện trường hợp cơ sở - giá cao su không tăng trong 2 Quý còn lại.

Quan điểm định giá – DRC có thể đã chạm đáy

Từ những diễn biến kinh tế trong thời gian qua, có vẻ như sẽ không có khả năng xảy ra suy thoái kép nhưng triển vọng phục hồi nhanh chóng dường như cũng không thể. Đáng mừng là tốc độ hồi phục của nền kinh tế trong nước dường như ít bị ảnh hưởng bởi suy thoái toàn cầu, và nếu giá cao su có giảm thêm do tình hình kinh tế thế giới phục hồi chậm chạp thì điều đó có lợi cho các nhà sản xuất lốp xe trong nước. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng DRC có thể trở nên hấp dẫn hơn trong 2 trường hợp sau đây (i) kinh tế thế giới xấu hơn, (ii) tốc độ phục hồi kinh tế diễn ra chậm chạp như trong 6 tháng đầu năm 2010.

So sánh với các đối thủ khác trong khu vực – các nhà sản xuất lốp tại các thị trường mới nổi ở khu vực châu Á Thái Bình Dương – cho thấy DRC đang được giao dịch ở mức giá thấp hấp dẫn hơn so với trung bình ngành. P/E 2010 của DRC ước tính khoảng 7,8 lần trong khi P/E bốn quý gần nhất của nhóm này cao hơn 51% so với DRC. Mặt khác, ROE 2009 của công ty đạt 71%, cao hơn rất nhiều so với mức bình quân 26,4% của các đối thủ.

Bảng 8. So sánh với các đối thủ trong khu vực

STT	Mã giao dịch	Tên công ty	Tăng trưởng DT 1 năm	Tăng trưởng EPS 1 năm	P/E	ROE LF
1	900909 CH Equity	DOUBLE COIN HOLDINGS LTD-I	(10,3)		23,8	10,5
2	1899 HK Equity	XINGDA INT'L HOLDINGS	10,8	30,9	10,5	17,3
3	MRF IN Equity	MRF LTD	12,3	74,8	13,1	20,3
4	APTY IN Equity	APOLLO TYRES LTD	62,9	368,9	5,0	39,4
5	600469 CH Equity	AEOLUS TYRE CO LTD-A	(7,7)		10,6	23,4
6	000589 CH Equity	GUIZHOU TYRE CO LTD-A	7,8	610,0	7,3	26,2
7	600182 CH Equity	GITI TIRE CORP-A	(6,5)	7.233,3	17,8	33,0
8	000599 CH Equity	QINGDAO DOUBLESTAR CO LT	(3,3)		10,0	19,5
9	BIL IN Equity	BALKRISHNA INDUSTRIES LTD	11,7	194,6	5,0	16,6
10	600579 CH Equity	QINGDAO YELLOW SEA RUBBE	8,6		53,4	55,3
11	MASA IJ Equity	MULTISTRADA ARAH SARANA T	26,8	5.620,0	6,3	16,6
12	GDYR IN Equity	GOODYEAR INDIA LTD	10,4	127,1	8,0	38,9
13	GYT TB Equity	GOODYEAR THAILAND PCL	(9,1)	676,4	4,6	22,8
14	IRC TB Equity	INOUE RUBBER (THAILAND) PC	(20,2)	(6,5)	8,1	19,6
15	DRC VN Equity	DANANG RUBBER JSC	40,6	745,9	3,9	99,5
16	GDYR IJ Equity	GOODYEAR INDONESIA PT	3,9	14.665,0	4,1	44,4
17	HFT TB Equity	HWAFONG RUBBER THAILAND	(21,1)	55,2	12,7	9,4
18	SRTY IN Equity	TVS SRICHAKRA LTD	21,6	232,5	7,5	14,5
19	TYRE SL Equity	KELANI TYRES PLC	26,1	498,0	12,8	35,9
20	TREAD IN Equity	TREADSDIRECT LTD	24,8	(99,3)	13,4	8,1
21	GTYR PA Equity	GENERAL TYRE & RUBBER CO	15,9	(557,1)	5,2	27,9
22	GII MK Equity	GOODWAY INTEGRATED INDU	(23,7)		14,5	6,8
23	IDR IN Equity	INDAG RUBBER LTD	46,2	51,8	5,2	32,3
24	ERCL IN Equity	ELGI RUBBER COMPANY LTD	24,3	(38,7)	27,1	7,2
25	GVR IN Equity	GOVIND RUBBER LTD	17,5	128,0	11,7	14,0
26	ETR IN Equity	EASTERN TREADS LTD	39,5	91,4	5,3	
Bình quân			11,9	1.462,0	11,8	26,4

Nguồn: Bloomberg, giá tại ngày 23/7/2010

Trong khi đó, nếu so sánh với các đối thủ trong nước, có vẻ như mức chiều khấu của DRC hiện tại là không thực sự hợp lý.

Bảng 9. So sánh với các đối thủ trong nước

Chỉ số định giá	DRC	CSM	SRC
Vốn điều lệ (Tỷ đồng)	308	423	162
Giá hiện tại (đồng)	46.500	36.000	35.500
Vốn hóa (Tỷ đồng)	1.431	1.521	575
LNST 2010 (Tỷ đồng)	183	139	50
PE2010	7,8	10,9	11,5
ROA 2009	50%	25%	18%
ROIC 2009	63%	36%	30%
ROE 2009	71%	52%	42%

Nguồn: dữ liệu VCSC, giá tại ngày 29/7/2010

Với mức giá hiện tại 46.500 đồng/cp, DRC có khả năng đạt mức tăng trưởng khoảng 18% đến giá mục tiêu và vì thế, chúng tôi khuyến nghị GIỮ cổ phiếu này.

Định nghĩa các khuyến nghị

MUA	Cổ phiếu được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt 20%/năm hoặc hơn, với ít rủi ro giảm giá
GIỮ	Cổ phiếu theo chúng tôi đã được định giá hợp lý. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư đạt dưới 20%/năm nhưng rủi ro giảm giá không cao.
BÁN	Cổ phiếu không được chúng tôi đánh giá cao. Kỳ vọng lợi nhuận đầu tư thấp với nhiều rủi ro giảm giá.

Lịch sử các khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
29/7/2010	Năm giữ	46,500 đồng	55,000 đồng

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN BẢN VIỆT

67 Hàm Nghi, Quận 1, TPHCM, Việt Nam

Tel: (84 8) 3914 3588 | Fax: (84 8) 3914 3209

<http://www.vcsc.com.vn>