

**DRC: CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG**

**Công ty**

DRC thành lập năm 1975, tại Đà Nẵng. Công ty tiến hành cổ phần hoá vào năm 2005 với số vốn điều lệ 49 tỷ đồng và bắt đầu niêm yết trên sàn từ tháng 12 năm 2006. Hiện vốn điều lệ của Công ty đạt 307 tỷ, vốn hoá 1.129 tỷ. Hiện DRC là thành viên của Tập đoàn Hoà chất Việt Nam.

Sản phẩm chủ lực của DRC là lốp xe tải nặng và xe nông nghiệp, chiếm 80% doanh thu và dẫn đầu thị phần lốp xe tải với 35% thị phần, các sản phẩm khác gồm có sảm lốp xe máy và xe đạp.

**Thông tin cổ phiếu**  
(30/11/2010)



Giá niêm yết (VND)	36.700
Số CP đang lưu hành	30.769.200
Vốn hóa (tỷ đ)	1.129
% sở hữu tổ chức	51%
% sở hữu nhà ĐTNN	18,8%
KL trung bình 3 tháng	93.563

**Thông tin doanh nghiệp:**

Địa chỉ: Số 01 Lê Văn Hiến,  
Thành phố Đà Nẵng  
Điện thoại: +84-(0)511-84.74.08  
Fax: +84-(0)511-83.61.95  
[www.drc.com.vn](http://www.drc.com.vn)

**Người được phỏng vấn**

Bà: Phạm Thị Thoa  
Kế toán trưởng

**Chuyên viên phân tích:**

Đặng Việt Hùng  
[hung.dangviet@vndirect.com.vn](mailto:hung.dangviet@vndirect.com.vn)

Năm	2009 A	2010E	2011E	Năm	2009 A	9T2010 A
Doanh thu (tỷ đ)	1.815	2.084	2.470	Tổng tài sản (tỷ đ)	785	877
Biên LN gộp (%)	29%	16%	17%	Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	558	669
Lợi nhuận ròng (tỷ đ)	393	172	205	Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	547	635
EPS (đ)	25.563	5.586	6.585	Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	183	168
Tăng trưởng EPS (%)	659%	-78%	18%	Hệ số nợ vay/Vốn CSH	10%	4%
P/E (lần)	1,44	6,57	5,57	Hệ số thanh toán nhanh	111 %	187%
P/B (lần)	2,03	1,55	1,27	Vòng quay TS cố định	8	9
Cổ tức/giá (%)	2%	4%	4%	Số ngày phải thu	25	26
ROA (%)	50%	20%	18%	Số ngày tồn kho	95	67
ROE (%)	70%	24%	23%	Số ngày phải trả	7	6

**Quan điểm đầu tư:**

*DRC là công ty chuyên sản xuất sảm lốp xe tải lớn nhất tại Việt Nam với 35% thị phần lốp xe tải. Công ty cũng là đơn vị đầu tiên tại Đông Nam Á có thể sản xuất được lốp xe siêu tải 2,3 tấn. Trong những năm tới, động lực tăng trưởng của DRC đến từ 3 yếu tố: (1) thị trường tăng trưởng khá (2) thương hiệu ngày càng được khẳng định (3) hiệu quả hoạt động và chất lượng nâng cao nhờ đẩy mạnh đầu tư*

*Năm 2010 là một năm khó khăn cho ngành sảm lốp khi có nhiều yếu tố vĩ mô không thuận lợi và áp lực tăng giá cao su nguyên liệu ngày càng đè nặng vào 2 quý cuối năm. Tuy vậy, 9T đầu năm DRC vẫn đạt được kết quả khá tốt: hoàn thành 100% kế hoạch lợi nhuận. Ước tính LNST cả năm Công ty đạt 172 tỷ, hoàn thành 127% kế hoạch. Bên cạnh đó, bức tranh tài chính của DRC cho thấy những chuyển biến tích cực so với quá khứ và tốt hơn so với các công ty cùng ngành.*

*Năm 2011, trong bối cảnh nền kinh tế phục hồi chậm và giá cao su tăng nhẹ, doanh thu Ngành sảm lốp sẽ tăng trưởng khá tuy biên lợi nhuận chưa có nhiều cải thiện so với năm 2010. Dự báo doanh thu và lợi nhuận của DRC sẽ tăng khoảng 19% so với năm 2010.*

*Tại mức giá 36.700 đ/cp, DRC đang được giao dịch với PE~6,57, PB~1,55 cho triển vọng 2011. Mức định giá này thấp hơn đáng kể so với thị trường chung và trung bình ngành, theo chúng tôi là khá hấp dẫn cho đầu tư trong 12 tháng tới.*

*Rủi ro đáng chú ý: biến động giá cao su và tỷ giá VND so với các ngoại tệ khác có thể ảnh hưởng đáng kể tới kết quả kinh doanh 2011 của DRC. Rủi ro pha loãng cổ phiếu cũng dần hiện hữu trong 2 năm tới.*

## **Hoạt động**

Lốp xe tải và máy kéo là nhân tố chính đóng góp hơn 80% doanh thu 2009 của DRC, phần còn lại là các sản phẩm khác như săm lốp xe máy và xe đạp. Trong vài năm tới cơ cấu này được dự báo sẽ không có nhiều thay đổi.

**Thị trường mở rộng là nhân tố chính cho sự tăng trưởng của DRC.** Thị trường săm lốp xe tải được dẫn dắt bởi ngành công nghiệp, nơi nhu cầu vận tải luôn ở mức cao. Theo số liệu từ tổng cục thống kê, tốc độ tăng trưởng công nghiệp tháng 10/2010 đạt 13,5%, trong đó sản lượng xe tải tăng 20% so với cùng kì. Chính vì thế sự mở rộng của thị trường là động lực chính cho sự tăng trưởng của DRC hiện tại và trong thời gian tới.

**DRC dẫn đầu trong thị trường lốp ô tô tải và máy kéo tại Việt Nam với 35% thị phần, là doanh nghiệp đầu tiên tại Đông Nam Á và duy nhất tại Việt Nam sản xuất thành công lốp xe siêu tải 2,3 tấn.** Thị trường săm lốp Việt Nam có tính cạnh tranh cao do các chính sách mở cửa của chính phủ, 60% sản phẩm săm lốp xe tải hiện nay có nguồn gốc nhập khẩu, trong đó đa phần là các sản phẩm có chất lượng và giá cả trung bình từ Trung Quốc, Thái Lan... Đây là các đối thủ cạnh tranh trực tiếp với DRC. Xét về công nghệ và chất lượng, sản phẩm của DRC không thua kém so với các đối thủ khác. Thêm vào đó, DRC còn có lợi thế gần nguồn nguyên liệu và gần thị trường tiêu thụ nên khả năng cạnh tranh khá tốt so với các sản phẩm nhập khẩu.

**Hoạt động marketing khá hiệu quả, tuy nhiên trong thời gian tới cần những hình thức sáng tạo hơn. DRC cũng cần quan tâm nhiều hơn tới thị trường xuất khẩu.** Hiện tại, DRC tập trung khai thác tốt thị trường trong nước, năm 2009 xuất khẩu chỉ chiếm 10% doanh thu của DRC. Tuy nhiên việc đẩy mạnh thị trường xuất khẩu là một điều tất yếu, đặc biệt là sau khi nhà máy radial đi vào hoạt động. Khoảng 90% doanh thu nội địa của DRC đến từ hệ thống đại lý với hơn 100 đơn vị trên cả nước, được quản lý theo vị trí địa lý nhằm tránh cạnh tranh lẫn nhau. Hoạt động quảng bá thương hiệu được thực hiện chủ yếu thông qua các chương trình khuyến mãi và quảng cáo trên radio. Cách làm này đã phát huy hiệu quả trong thời gian qua. Tuy nhiên chúng tôi cũng cho rằng trong thời gian tới DRC cần tìm hiểu thêm những kênh marketing khác như internet, truyền hình, tài trợ sự kiện...

**DRC đang hoạt động 100% công suất lốp ô tô, khoảng 750 ngàn lốp/năm và khó có thể tăng sản lượng trong ngắn hạn.** Tuy đã có kế hoạch nâng công suất lên 1 triệu lốp trong 6 tháng đầu năm 2011 nhưng một số khó khăn trong thương lượng di dời nhà máy với chính quyền địa phương khiến Công ty chưa thể chắc chắn về thời điểm bắt đầu đầu tư. Về dài hạn, sự chậm trễ này có thể không ảnh hưởng nhiều tới tiềm năng phát triển của DRC, nhưng có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh của Công ty trong năm 2011.

**Dự án Radial:** vốn đầu tư khoảng 3.000 tỷ trong đó tỷ lệ vốn tự có/vốn vay là 3/7. Dự án có công suất 600 ngàn lốp xe tải/năm và đầu tư theo 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 sẽ hoàn tất vào cuối năm 2012 với công suất 300 ngàn lốp/năm, vốn đầu tư khoảng 1.700 tỷ. Giai đoạn 2 sẽ hoàn tất vào cuối năm 2013, nâng tổng công suất lên 600 ngàn lốp/năm. Hiện DRC đang chuẩn bị khởi công xây dựng nhà xưởng- dự định sẽ tiến hành vào tháng 3/2011. Theo đó, trong năm 2011, nhu cầu vốn cho dự án vào khoảng 400 tỷ trong đó 100 tỷ huy động từ nguồn vốn vay. Với mức độ vay nợ thấp như hiện nay (chỉ số nợ vay/vốn CSH= 4%) DRC hoàn toàn có khả năng đáp ứng cho khoản vay này mà không cần tăng vốn. Bắt đầu từ năm 2012, nhu cầu vốn của Công ty khoảng 1.400 tỷ, khá lớn so với qui mô vốn chủ sở hữu của Công ty lúc đó (khoảng 850 tỷ). Do đó, nhiều khả năng DRC sẽ tăng vốn từ 50-100% trong 2 năm tới.

### Kết quả kinh doanh 9T/2010

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 DRC đạt 1.512 tỷ DT và 136 tỷ LNST tương ứng hoàn thành 72% và 100% kế hoạch cả năm. Việc hoàn thành và vượt mục tiêu của DRC cho thấy: (1) sản lượng tiêu thụ của DRC ít bị ảnh hưởng bởi sự tăng giá (sản lượng tiêu thụ 2010 tương đương với 2009, trong khi giá tăng 30%). Điều này có thể lý giải là do tính đặc thù của sản phẩm lốp xe tải (phục vụ sản xuất và yêu cầu thay lốp đúng hạn). (2) khả năng dự báo và lên kế hoạch thị trường đầu ra (sản lượng, giá bán) của Công ty khá tốt. (3) công ty có xu hướng quá thận trọng trong việc lập kế hoạch lợi nhuận (9 tháng đã hoàn thành 100% kế hoạch) điều này có thể dẫn tới giảm động lực cải tiến hoạt động.

<b>BẢNG 1: PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH THEO MÔ HÌNH DUPON VÀ ĐỊNH GIÁ</b>										
	Tổng TS/vốn CSH	Vòng quay tài sản	Biên LN gộp	Khả năng quản lý chi phí ngoài giá vốn	Lợi thế thuế	ROE	PE 201 0	PB 201 0	PE 20 11	PB 201 1
<b>DRC</b>	1,20	2,37	16%	67%	75%	24%	6,57	1,55	5,5 7	1,27
<b>CSM</b>	1,82	1,60	15%	47%	76%	15%	8,50	1,30	6,4 5	1,11
<b>SRC</b>	2,59	1,83	10%	22%	87%	9%	15,5 5	1,43	n/a	n/a
<b>Trung bình ngành</b>	1,87	1,93	14%	45%	79%	16%	10,2 1	1,42	6,0 1	1,19
<b>Nguồn: VNDIRECT</b>										

**Bảng 1: so sánh với các công ty cùng ngành, DRC xếp thứ nhất về khả năng sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE)** Nguyên nhân đến từ hiệu quả hoạt động của Công ty, thể hiện qua vòng quay tổng tài sản và khả năng quản lý chi phí ngoài giá vốn vượt trội so với các công ty cùng ngành. Tỷ lệ tổng tài sản/vốn chủ sở hữu ở mức thấp một mặt thể hiện mức độ an toàn nợ

cao, mặt khác cũng làm giảm ROE. Tuy nhiên trong điều kiện chi phí vốn cao như hiện nay, việc duy trì tỷ lệ tổng TS/vốn CSH ở mức thấp là một nét tích cực của DRC.

#### **Triển vọng Q4/2010 và 2011**

Q4/2010 tiếp tục chứng kiến giá cao su tăng lên mức kỷ lục mới, kèm theo đó là việc thực thi chính sách tiền tệ thắt chặt nhằm kiềm chế lạm phát. Vì thế so với Q3, kết quả kinh doanh Q4 của DRC sẽ không có nhiều cải thiện, ước đạt 570 tỷ doanh thu và 36 tỷ LNST. Tính chung cả năm 2010, DRC đạt 2.083 tỷ DT và 171 tỷ LNST, hoàn thành 100% và 127% kế hoạch.

Như đã đề cập ở trên, tiềm năng tăng trưởng của ngành sản lốp trong năm 2011 là khá tốt. Tuy nhiên công suất là câu hỏi lớn đặt ra cho DRC. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng sẽ không có sự thay đổi đáng kể trong công suất nhà máy trong năm 2011, do đó sản lượng tiêu thụ sẽ tương đương với năm 2010. Sự tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ yếu tố tăng giá (tăng khoảng 16% so với 2010) và một phần nhỏ đến từ tăng trưởng các dòng sản phẩm khác của DRC. Giá cao su dự báo sẽ xoay quanh mức 4.000 USD/tấn và không có nhiều biến động (VNDS). Trên cơ sở đó, DRC ước đạt 2.470 tỷ DT và 205 tỷ LNST cho năm 2011, tương ứng với mức tăng 19% so với cùng kì.

#### **Định giá:**

Tại mức giá 36.700 đ/cp, DRC đang được giao dịch với mức định giá PE2010~6,57, PB2010~1,55, thấp hơn so với thị trường chung (PE~9,50 và PB~2,75 - VNDIRECT50) và so với trung bình ngành (PE~10,21 và PB~1,42). Cho triển vọng năm 2011, định giá PE, PB của DRC tương ứng là 5,57 và 1.27 thấp hơn so với trung bình ngành (PE~6,01 và PB~1,19)

#### **Rủi ro đầu tư:**

- (1) Rủi ro hoạt động: nếu sau năm 2011 DRC vẫn chưa mở rộng công suất lắp ô tô thì triển vọng đầu tư của Công ty sẽ giảm đáng kể. Tiến độ và kết quả của việc đầu tư dự án nhà máy lốp Radial cũng có thể ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh và giá cổ phiếu. Bên cạnh đó, cũng như các công ty khác trong Ngành, kết quả kinh doanh của DRC phụ thuộc mạnh vào giá cao su tự nhiên và sẽ chịu nhiều bất lợi nếu giá cao su tăng hơn 20% trong năm 2011
- (2) Rủi ro lãi suất: dự án Radial đòi hỏi một lượng vốn vay khá lớn trong vài năm tới. Tổng số vốn vay trong suốt giai đoạn đầu tư có thể lên đến 2.000 tỷ Đồng. Vì vậy những biến động về lãi suất trong quá trình thực hiện sẽ làm tăng chi phí đầu tư của dự án (vốn hoá lãi vay).
- (3) Rủi ro tỷ giá: hơn 50% nguyên liệu và phần lớn thiết bị của DRC có nguồn gốc nhập khẩu. Những biến động trên thị trường tiền tệ trong nước và thế giới có thể tác động tới kết quả kinh doanh của DRC theo hướng tích cực hoặc tiêu cực. Trong đó, cần chú ý tới diễn biến của 2 đồng tiền chính là USD và Nhân Dân Tệ.
- (4) Rủi ro pha loãng cổ phiếu: trong 2 năm tới, nhiều khả năng DRC sẽ tiến hành tăng vốn để tài trợ cho dự án Radial. Chính vì thế những quan ngại về tác động pha loãng cổ phiếu có

thể dần hiện hữu trong 12 tháng tới. Tác động tiêu cực từ việc pha loãng sẽ giảm bớt nếu DRC sử dụng vốn huy động được một cách hiệu quả, thể hiện qua tiến độ và hiệu quả của dự án Radial.

**Khuyến cáo :**

Những thông tin đưa ra trong báo cáo được lấy từ những nguồn đáng tin cậy, tuy nhiên chúng tôi không đảm bảo tính chính xác và đầy đủ. Báo cáo thể hiện quan điểm của nhóm tác giả về vấn đề đang xem xét, không được coi là quan điểm của VNDIRECT và chỉ có giá trị khuyến nghị tại thời điểm làm báo cáo, VNDIRECT không chịu trách nhiệm trước mọi khoản thua lỗ do sử dụng những thông tin cung cấp trong báo cáo. Ngoài ra, VNDIRECT không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi và thông báo cho người đọc trong trường hợp những quan điểm, dự báo, ước tính trở nên không chính xác.

Mọi hành vi sao chép, phát hành, phân phối từng phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của công ty chứng khoán VNDIRECT và nhóm tác giả. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn những thông tin có trong báo cáo.

**Địa chỉ liên hệ:****Hà Nội**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền, Q. Hai Bà Trưng

Hà Nội – Việt Nam

Tel: +84-34-941 0510

Fax: +84-34-972 4600

**TP. Hồ Chí Minh**

Phòng 602 Tòa nhà FIDECO, 81 – 85 Hàm

Nghi, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

Tel: +84-38-9.146.925

Fax: +84-38-9.146.924