

Báo cáo cập nhật

25/10/2011

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG

Lợi nhuận biên của ngành sảm lốp tiếp tục giảm

Ngày 20/10/2011, Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC) đã thông báo kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2011. DRC là một trong ba công ty sản xuất lốp xe lớn nhất Việt Nam và đứng thứ hai về thị phần. Mặc dù DRC gặp nhiều thách thức, như áp lực chi phí đầu vào luôn ở mức cao, đối mặt khó khăn của ngành, DRC dự kiến vẫn sẽ đạt mục tiêu năm 2011 với sự giảm nhẹ biên lợi nhuận ròng.

9 tháng đầu năm doanh thu tăng 30% so với cùng kỳ năm trước và đạt 2,009 tỷ đồng: DRC đã ghi nhận doanh thu là 2.009 tỷ đồng tăng 30% so với cùng kỳ năm trước đạt 85.5% kế hoạch năm. Giá cao su tổng hợp và cao su tự nhiên tăng lần lượt 40% và 15% trong 9 tháng đầu năm, do vậy đã làm giảm biên lợi nhuận gộp. Tuy nhiên, biên lợi nhuận chỉ giảm từ 16.9% (9 tháng 2010) xuống còn 14.6% (9 tháng 2011).

Chi phí lãi vay cao: Tính đến 30/9/2011, nợ ròng của DRC là 279 tỷ đồng, tăng gấp 10 lần so với cùng kỳ năm trước và do đó phát sinh chi phí lãi vay cao hơn trong 9 tháng đầu năm 2011. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí lãi vay cao sẽ chỉ làm giảm 3.4% lợi nhuận gộp phát sinh từ việc cải thiện giá bán.

Biên lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) đạt 7.9%, giảm 32% so với quý trước: DRC đã ghi nhận biên EBIT là 7.9% giảm 32% so với quý trước. Chi phí quản lý giảm 33% đạt 10 tỷ đồng, và chi phí bán hàng giảm 7% đạt 12 tỷ đồng, trong khi tỷ lệ giá vốn nguyên vật liệu trên doanh thu thuần tăng 1.1% so với quý trước và lên đến 85.4%. Hoạt động kinh doanh của DRC cũng đã ghi nhận biên lợi nhuận giảm 32% trong bối cảnh áp lực chi phí đầu vào cao.

Nâng mục tiêu lợi nhuận: DRC đã nâng mục tiêu lợi nhuận tăng 12.5% từ 150 tỷ đồng lên 168 tỷ đồng. Trong 9 tháng đầu năm, lợi nhuận ròng của DRC đạt 138.6 tỷ đồng, đạt 82% kế hoạch sửa đổi. Ban lãnh đạo công ty hy vọng sẽ thu về 30.1 tỷ đồng lợi nhuận thuần trong quý 4/2011 để đáp ứng mục tiêu mới đã đề ra.

Định giá: Chúng tôi kỳ vọng DRC vẫn có kết quả hoạt động tốt trong năm 2011, mức EPS dự phóng sẽ là 4,378 đồng/cổ phiếu và chỉ số PE dự phóng năm 2011 là 4.3 lần. Chúng tôi sử dụng phương pháp PE để định giá mục tiêu một năm là 20,500 đồng/cổ phiếu (0.99USD), cao hơn 9% so với mức giá hiện hành là 18,800 đồng/cổ phiếu (0.90USD).

Thông tin tài chính

(VND/Triệu), kết thúc 31/12

	2007	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu	1,182	1,317	1,855	2,218	2,661
LN sau thuế	71	52	393	196	168
Tỷ lệ tăng trưởng	28%	-27%	659%	-50%	-14%
EPS(VND)	1,793	1,233	8,274	5,556	4,378
DPS(VND)	3,000	1,900	1,500	1,000	1,000
Tỷ suất cổ tức	16%	10%	8%	5%	5%
ROE(%)	17%	17%	62%	21%	15%
ROA(%)	24%	24%	102%	30%	21%
P/E(x)	3.0	4.9	0.7	2.2	4.3
P/B(x)	1.2	1.3	0.5	0.8	1.0

Nguồn: DRC, SBS

NẮM GIỮ

Giá hiện tại	VND 18,800
Giá mục tiêu	VND 20,500

Thông tin cổ phiếu

Bloomberg Ticker	DRC VN Equity
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	46.1
Vốn hoá thị trường (VNDtỷ)	867
Giá cao – thấp nhất 52 tuần	15,100 – 30,000
Khối lượng giao dịch trung bình 3 tháng ('000)	102,000
Beta	1.22
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài(%)	20.07

Cổ đông lớn

Vinachem	50.5%
Templeton Frontier MK	7.81%
Franklin resources Inc	7.58%
Vietnam Holding	4.94%

Biến động giá cổ phiếu

Tháng	Giá trị (VND)	(%)
1 tháng	(2,600)	(12%)
3 tháng	(1,400)	(7%)
6 tháng	333	2%
12 tháng	(6,260)	(24%)

Võ Bạch Ngọc Anh Thư
 thu.vbna@sbsc.com.vn
 +84 (8) 6268 6868

ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP PE

Trên cơ sở phương pháp PE, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sau thuế của DRC đạt 168 tỷ đồng, với mức EPS dự phóng là 4,378 đồng/cổ phiếu. Hiện tại có hai công ty khác niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam: Công ty Cổ phần Cao su Miền Nam(CSM) và Công ty Cổ phần Cao su Sao Vàng (SRC) – hoạt động trong lĩnh vực sản xuất lốp xe. Do đó, việc so sánh công bằng cho định giá DRC chỉ có thể được thực hiện khi được so sánh với các công ty trong ngành sản lốp được niêm yết trong khu vực. Chúng tôi trình bày việc so sánh trong bảng dưới đây, điều cần lưu ý rằng chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 35% trên mức PE của khu vực khi áp dụng cho Việt Nam, phát sinh từ những rủi ro trong nước và quy mô thị trường nhỏ.

Phương pháp định giá của chúng tôi đưa ra mức giá cổ phiếu DRC là 20,500 đồng, cao hơn 9% so với mức giá hiện hành.

Bảng 1: Định giá theo PE , số liệu năm 2011		PE trong khu vực
Lợi nhuận ròng (VND'triệu)		168,393
Số lượng cổ phiếu (trung bình)		38,461,550
DRC's EPS (VND)		4,378
PE trung bình trong khu vực		7.2
Chiết khấu (%)		35%
PE trung bình PE khu vực sau khi chiết khấu		4.7
Giá cổ phiếu (VND)		20,500

Nguồn: SBS

Bảng 2: So sánh PER với các công ty trong khu vực					
Mã cổ phiếu	Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	PE (x)	Tốc độ tăng EPS trong 1 năm	Tỷ suất cổ tức (%)
MRF IN Equity	Công ty TNHH MRF	553.2	7.7	42.6	0.4
APTY IN Equity	Hãng lốp xe APOLLO	548.5	6.2	(32.6)	0.9
BIL IN Equity	Công ty TNHH BALKRISHNA	330.3	8.5	(11.1)	0.8
GDYR IN Equity	Công ty TNHH GOODYEAR INDIA	139.0	9.0	2.3	2.3
SRTY IN Equity	Công ty TNHH TVS SRICHAKRA	58.5	7.4		3.3
JKI IN Equity	Công ty TNHH lốp xe & công nghiệp JK	57.1	4.4	(70.5)	4.3
CEAT IN Equity	Công ty TNHH CEAT	50.7	9.7	(83.7)	2.7
GDYR IJ Equity	GOODYEAR INDONESIA PT	47.2	6.4	(35.7)	2.5
TYRE SL Equity	KELANI TYRES PLC	31.4	13.3	24.6	3.3
FT IN Equity	Công ty TNHH lốp xe FALCON	24.7	2.6		6.9
IDR IN Equity	Công ty TNHH cao su INDAG	14.3	6.6	(7.1)	2.9
GVR IN Equity	Công ty TNHH GOVIND	4.5	4.6	55.1	-
PE trung bình trong khu vực		154.9	7.2	(11.6)	2.5

Công ty tương đương trong nước					
DRC VN Equity	Công ty CP cao su Đà Nẵng	41.4	4.4	(50.1)	3.5
CSM VN Equity	Công ty CP Công nghiệp Cao su Miền Nam	23.2	6.0	(62.4)	17.4
SRC VN Equity	Công ty CP Cao su Sao Vàng	8.2	127.6	(85.5)	14.2

Nguồn: Bloomberg, SBS

DỰ ÁN RADIAL

Căn cứ vào kế hoạch vốn đầu tư 2,993 tỷ đồng, quy mô của dự án xây dựng nhà máy sản xuất lốp xe tải Radial lớn hơn nhiều so với tài sản của DRC khoảng 1,345 tỷ đồng. Do đó, dự án sẽ làm tăng đáng kể các khoản nợ vay và rủi ro hoạt động sau khi hoàn thành. Mặc dù, dự báo sẽ đem lại tiềm năng sản lượng cao, nhưng hiệu quả hoạt động trong điều kiện thị trường biến động có thể phải đối mặt với nhiều thách thức.

Với dự án này, tổng công suất hoạt động là 600,000 lốp/năm, dự kiến sẽ bắt đầu sản xuất vào quý 1/2013. Khi bắt đầu hoạt động, dự kiến sẽ đem về doanh thu 2,000 tỷ/năm.

Dự án được tài trợ từ vốn chủ sở hữu là 30% và vay nợ 70%, hợp đồng vay vốn được ký với Ngân hàng Công Thương vào tháng 7/2010.

Bảng 3: Chi phí đầu tư dự án (VND'tỷ)

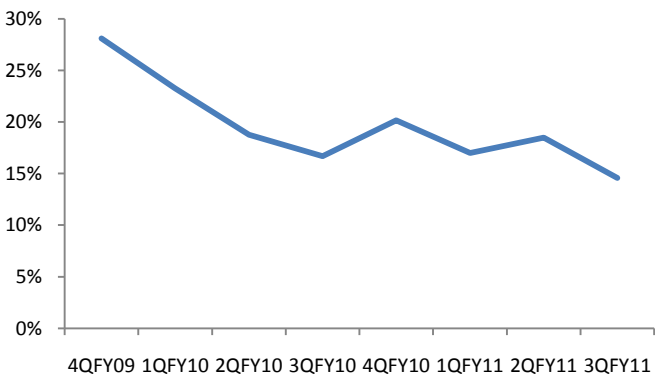
Chi phí thiết bị	1,663
Chi phí xây dựng	567
Chi phí khác	383
Chi phí dự phòng	300
Chi phí tư vấn xây dựng	58
Chi phí quản lý dự án	21
Chi phí bồi thường	1
Tổng cộng	2,993

Nguồn: DRC, SBS

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Biên lợi nhuận gộp tiếp tục phải chịu áp lực trong bối cảnh giá cao su tăng. Tuy nhiên, bất kỳ sự giảm giá nào của cao su từ mức hiện tại cũng sẽ đem lại lợi nhuận cao hơn trong tương lai. .

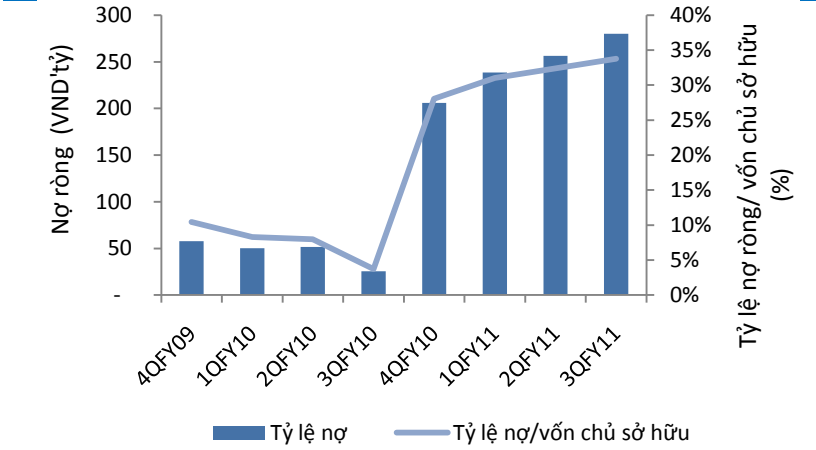
Biểu đồ 1: Biên lợi nhuận gộp (%)



Nguồn: DRC, SBS

Từ Quý 4/2010, DRC đã tăng tỷ lệ nợ vì nhu cầu kinh phí cho các dự án Radial. Tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu của DRC hiện nay đang thấp cho thấy công ty đã không có chủ trương trong việc tài trợ mạnh cho tăng trưởng với nợ. Tuy nhiên, sự gia tăng đáng kể tỷ lệ này có thể làm cho các khoản thu nhập bị biến động nhiều hơn do mức lãi vay tăng thêm.

Biểu đồ 2: Nợ và tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu (%)

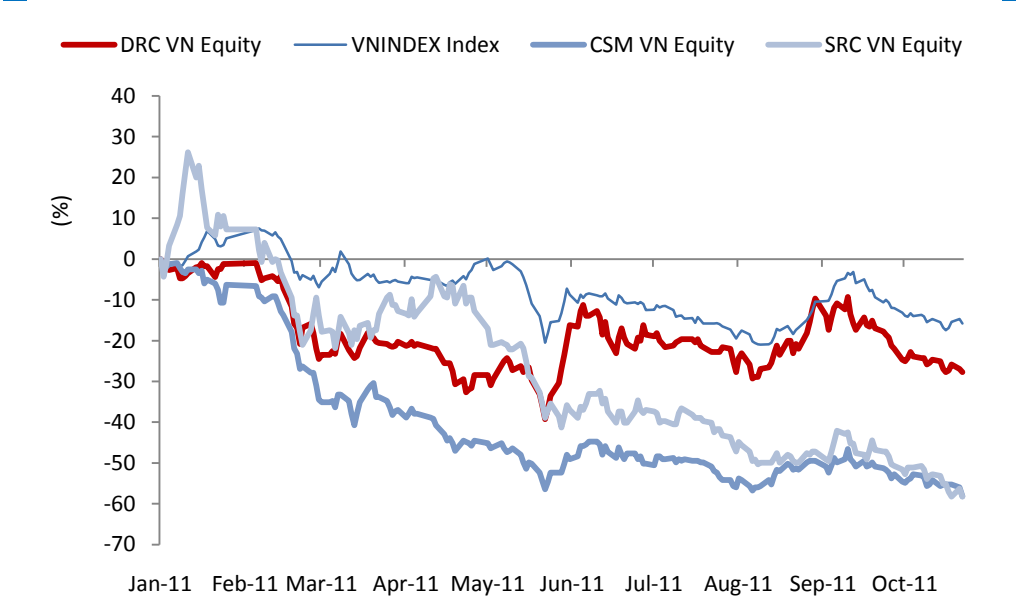


Nguồn: DRC, SBS

DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU DRC TỐT HƠN SO VỚI CÁC CỔ PHIẾU KHÁC CÙNG NGÀNH

Tính đến thời điểm này, cổ phiếu DRC có biến động kém so với chỉ số VNIndex. Giá cao su tăng mạnh đã ảnh hưởng đến thu nhập của công ty, hiện tại DRC đang giao dịch ở mức PE dự phóng là 4.3 lần. Biến động giá của DRC hiện nay khá sát với biến động của VNIndex và tốt hơn CSM và SRC. Từ đầu năm đến nay, giá cổ phiếu DRC đã giảm 27% so với VNIndex giảm 15%, CSM giảm 58% và SRC giảm 58%.

Biểu đồ 3: Biến động cổ phiếu DRC và VNIndex



Nguồn: Bloomberg, SBS

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Tỷ)				
	4Q-10	1Q-11	2Q-11	3Q-11
Tài sản	1,049.0	1,216.0	1,268.8	1,344.7
Tài sản ngắn hạn	777.9	915.3	969.0	1,020.8
Tài sản cố định và đầu tư dài hạn	271.1	300.7	299.7	323.9
Tài sản cố định	266.9	275.8	281.5	298.8
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn		6.8	8.2	8.2
Nguồn vốn	1,049.0	1,216.0	1,268.8	1,344.7
Nợ phải trả	315.3	447.3	476.9	515.3
Nợ ngắn hạn	259.8	384.4	343.1	388.3
Nợ dài hạn	55.5	62.9	133.8	127.1
Nguồn vốn chủ sở hữu	733.7	768.7	791.9	829.4
Nguồn vốn – Quỹ	731.9	751.9	780.5	818.9
Vốn điều lệ	307.7	307.7	461.5	461.5
Thặng dư vốn	3.3	3.3	3.3	3.3
Lợi nhuận chưa phân phối	266.6	271.1	146.0	184.4

BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Tỷ)				
	4Q-10	1Q-11	2Q-11	3Q-11
Doanh thu thuần	669.0	585.5	725.0	699.2
Giá vốn bán hàng	648.3	574.6	713.0	680.1
COGS	534.1	486.1	591.0	597.3
Lợi nhuận gộp	114.2	88.5	122.0	82.8
Thu nhập hoạt động tài chính	2.2	1.6	3.7	1.3
Chi phí hoạt động tài chính	11.3	15.8	18.3	10.7
<i>Lãi vay phải trả</i>	3.2	4.0	3.8	2.6
Chi phí bán hàng	15.4	10.8	13.2	12.2
Chi phí quản lý doanh nghiệp	12.1	10.5	16.2	10.9
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	77.6	53.0	77.9	50.3
Thu nhập khác	1.8	1.6	1.8	1.1
Chi phí khác	0.6	0.3	0.3	0.2
Tổng lợi nhuận trước thuế	78.8	54.2	79.3	51.2
Thuế TNDN phải nộp	19.7	13.6	19.9	12.8
Lợi nhuận sau thuế	59.1	40.7	59.5	38.4
Lợi nhuận ròng	59.1	40.7	59.5	38.4

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH			
	1Q-11	2Q-11	3Q-11
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	33.8%	31.0%	25.3%
Lợi nhuận gộp	-3%	32%	7%
Lợi nhuận ròng	-18%	23%	1%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	15.4%	17.1%	12.2%
EBIT biên	10.1%	11.7%	7.9%
Lợi nhuận ròng biên	7.1%	8.3%	5.6%
ROA (4Q)	18.8%	17.9%	16.2%
ROE (4Q)	26.7%	26.9%	25.6%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	36	33	42
Số ngày tồn kho	88	81	84
Số ngày phải trả	1	1	1
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	2.4	2.8	2.6
Thanh toán nhanh	1.2	1.3	1.2
Thanh toán tiền mặt	0.2	0.1	0.1
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	59.5%	61.1%	62.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	36.8%	37.6%	38.3%
Tổng tài sản/Vốn chủ	161.7%	162.5%	164.2%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PER	3.1	3.3	3.7
EPS (VND/CP)	6052	5698	5139



Khuyến cáo

Báo cáo đã phát hành

Tên báo cáo	Ngày phát hành	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Giá thị trường ngày phát hành
Báo cáo cập nhật	05/11/2009	Nắm giữ	VND157,000	VND 147,000
Báo cáo cập nhật	05/11/2009	Nắm giữ	VND52,000 (Đã điều chỉnh)*	VND49,000 (Đã điều chỉnh)*

Ghi chú: (*) Tháng 5/2010: DRC phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 1:1
Tháng 5/2011: DRC phát hành cổ phiếu thưởng, tỷ lệ 2:1

Hệ thống khuyến nghị đầu tư của Sacombank-SBS

- Mua:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 12 tháng tới
- Mua ngắn hạn:** Giá cổ phiếu có thể tăng 15% trong vòng 3 tháng tới, tuy nhiên triển vọng dài hạn vẫn không chắc chắn.
- Trung Lập:** Giá cổ phiếu có thể dao động trong mức +/- 15% trong 12 tháng tới
- Hiện thực hóa lợi nhuận:** Đã đạt giá mục tiêu, tìm kiếm cơ hội mua ở mức giá thấp hơn mức hiện tại.
- Bán:** Giá cổ phiếu có thể giảm sâu hơn 15% trong vòng 12 tháng tới
- Không Xếp hạng (NR):** Cổ phiếu không nằm trong phạm vi theo dõi

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. Công ty SBS cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. SBS sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và SBS hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Công ty cổ phần chứng khoán Sài Gòn Thương Tín (Hội sở)

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Quận 3 TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 6268 6868 Fax: +84 (8) 6255 5957 www.sbsc.com.vn

Singapore (DMG)

DMG & Partners
Securities Pte. Ltd.
10 Collyer Quay
#09-08 Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Tel : + (65) 6533 1818
Fax : + (65) 6532 6211

Chi nhánh Sài Gòn

63B Đường Calmette Phường Nguyễn
Thái Bình, Quận 1, TP HCM Việt Nam
Tel: +84 (8) 3821 4888
Fax: +84 (8) 3821 3015

Cambodia

Sacombank Securities (Cambodia) PLC
56 Preah Norodom Blvd
Sangkat CheyChumneas, Khan Daun
Penh,
Cambodia
Tel: +855 23 999 890
Fax: +855 23 999 891

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6-7, 88 Lý Thường Kiệt Quận Hoàn
Kiếm Hà Nội Việt Nam
Tel: +84 (4) 3942 8076
Fax: +84 (8) 3942 8075
Email: hanoi@sbsc.com.vn

Laos

Lanexang Securities Public Company
5th Floor, LSX Building, Ban Phonthan
Vientiane Capital
The Lao P.D.R