

23/07/2012



Nguyễn Xuân Huy
Chuyên viên cao cấp
Huy.nguyen@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 139

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu **24.900**
Giảm % **11**

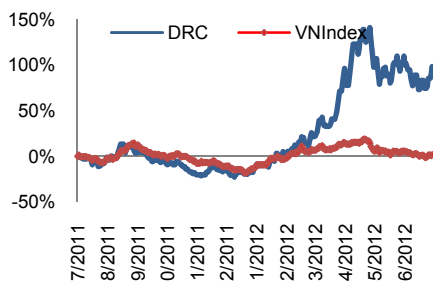
Công nghiệp

Các chỉ số chính

Giá ngày 20/07/2012	28.000
Mức thấp nhất 52 tuần	10.667
Mức cao nhất 52 tuần	33.300
GTGD bình quân 30 ngày	518.616
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	69
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	1.938
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	92
TL sở hữu nước ngoài	19

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	2.855	3.568	3.396
Tăng trưởng EPS	0,7	25,0	-4,8
Lợi suất cổ tức	3,8	0,0	0,0
P/E (thị giá)	9,8	7,8	8,2
P/B (thị giá)	2,2	1,7	1,4
EV / EBITDA	3,9	7,2	8,6
ROE	24,6	24,7	18,9
ROA	14,7	11,6	6,8
ROIC	17,2	13,2	7,5
Nợ/CSH	54,1	112,7	188,0

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Giá trị tuyệt đối	-3,9	125,4	94,9
Giá trị tương đối	-0,5	108,7	93,0



Cơ cấu cổ đông	%
Vinachem	50,5
Franklin Resource	7,8
Franklin Templeton	7,8
Templeton Frontier	4,9

Lợi nhuận cao nhưng các chỉ số cơ bản ngày càng kém khả quan

DRC là một trong các nhà sản xuất sẫm lốp hàng đầu tại Việt Nam. Các sản phẩm sẫm lốp ô tô chiếm trên 80% doanh thu của công ty. Cao su, có giá luôn biến động, chiếm gần một nửa chi phí sản xuất. Theo DRC, công ty cung cấp 90% sẫm lốp cho Trường Hải, nhà sản xuất ô tô lớn thứ hai trong nước. Trường Hải chỉ chiếm 10% doanh số bán hàng của DRC. Sản phẩm chính của DRC là lốp đặc chủng OTR, có thể hoạt động ngay cả trong điều kiện đường xá khó khăn, một phần được bán cho Vinacomin, tập đoàn khoáng sản quốc doanh lớn. Nhờ nhu cầu dành cho các sản phẩm DRC luôn ở mức cao nên công suất trung bình tại nhà máy hiện tại đạt tới 140% trong giai đoạn từ 2008 đến 2011.

DRC có tỷ lệ sinh lời cao nhất trong số các nhà sản xuất sẫm lốp được niêm yết trong nước lần tại các thị trường mới nổi. Khi giá cao su tăng mạnh lên 5.700USD/tấn vào năm 2011 và lợi nhuận của các nhà sản xuất sẫm lốp bị tác động mạnh thì DRC trở thành công ty sẫm lốp có tỷ lệ sinh lời cao nhất trong khu vực với biên lợi nhuận ròng cao nhất trong khi năm 2010 chỉ đứng thứ 3. Điều này cho thấy DRC có khả năng chuyển giao chi phí và quản lý hàng tồn kho tốt hơn các công ty sẫm lốp khác.

Tuy nhiên, DRC hiện đang giao dịch tại mức P/E 7,8x EPS 2012, cao hơn 11% so với P/E mục tiêu của chúng tôi (7x). Chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận âm năm 2013 (-4,8%) và 2014 (-16%). Hai dự án nhằm mở rộng công suất sẽ làm bằng cân đối kế toán của DRC xấu đi (gia tăng nợ) và/hoặc sự pha loãng cổ phiếu (thông qua việc phát hành cổ phiếu mới). Rất có thể công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong vài năm tới.

Chúng tôi thực hiện báo cáo lần đầu cho DRC với khuyến nghị GIẢM với giá mục tiêu là 24.900 đồng (giảm 11%). Giá mục tiêu của chúng tôi được tính theo phương pháp định giá so sánh, sử dụng P/E mục tiêu là 7x và EPS 2012 là 3.568 đồng. Chúng tôi lấy tỷ lệ chiết khấu 23% so với trung bình ngành (9x) để phản ánh các chỉ số cơ bản của DRC xấu đi so với cân đối kế toán tốt như trước đây. DRC hiện đang thực hiện hai dự án với tổng đầu tư trị giá 3.573 tỷ đồng (khoảng 2,2x tổng tài sản). Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ/chủ sở hữu sẽ tăng từ 0,5x năm 2011 lên 1,1x năm 2012 và 1,9x năm 2013. Theo đó, tỷ số khả năng thanh toán lãi vay sẽ giảm từ 17,7x năm 2011 xuống 11,6x năm 2012 và 4x năm 2013.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng lợi nhuận năm 2012 đạt 25% nhưng sẽ âm vào năm 2013 và 2014. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ tăng 25% lên 247 tỷ đồng, vượt mục tiêu khá thấp của công ty là 43% nhờ giá cao su giảm mạnh so với mức đỉnh năm 2011. Điều này có thể khiến cổ phiếu tăng giá ngắn hạn dù chỉ số cơ bản của công ty ngày càng kém khả quan. Nhưng như đã phát biểu trên đây, chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS 2013-14 sẽ âm do chi phí khấu hao và lãi vay tăng sẽ lần lượt làm giảm biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng.

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp tăng 2% lên 17,8%. Chúng tôi dự báo giá cao su giảm sẽ tác động tích cực lên biên lợi nhuận gộp của DRC. Cao su tự nhiên (TSR 20) đã giảm từ mức đỉnh 5.700USD/tấn vào tháng 10/2011 xuống 2.900USD/tấn. Chúng tôi không thấy tín hiệu nào giá cao su sẽ tăng mạnh trở lại. Cao su chiếm 49% tổng chi phí sản xuất, vì vậy chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng.

Rủi ro. Rủi ro bao gồm việc giá cao su biến động bất thường, khiến biên lợi nhuận gộp của công ty có thể tăng tới 28,8% năm 2009 hoặc giảm tới 11,8% năm 2008. Rủi ro thứ hai là nguy cơ pha loãng. Để tài trợ cho các dự án mới, công ty sẽ cần phải vay nợ hoặc phát hành thêm cổ phiếu và công ty cho biết sẽ nghiêng về giải pháp thứ hai.

Luận điểm đầu tư

Khuyến nghị **GIẢM**, giá mục tiêu **24.900 đồng** (giảm 11%)

- Biên lợi nhuận ròng cao nhất (7,5%) so với các công ty được niêm yết trong nước và trên các thị trường mới nổi của châu Á (2%) năm 2011.
- Hệ thống khách hàng vững chắc (Trường Hải Auto, Vinacomin) và sản phẩm có khả năng cạnh tranh cao (lốp OTR).
- Biên lợi nhuận gộp tăng, nhờ giá cao su giảm.
- Tuy nhiên, các chỉ số cơ bản ngày càng kém khả quan: đến năm 2013, tỷ lệ nợ/chủ sở hữu sẽ tăng lên 1,9x, khả năng thanh toán lãi vay năm 2013 giảm xuống 4x so với 17,7x năm 2011.
- Cổ phiếu hiện đang giao dịch tại mức P/E dự phóng 7,8x, cao hơn P/E mục tiêu của chúng tôi là 7x.
- Tăng trưởng EPS âm 4,8% trong năm 2013, âm 16% trong năm 2014.
- Rất có thể công ty sẽ không trả cổ tức bằng tiền mặt trong vòng 2 năm tới do nhu cầu vốn đầu tư vào cơ sở hạ tầng.

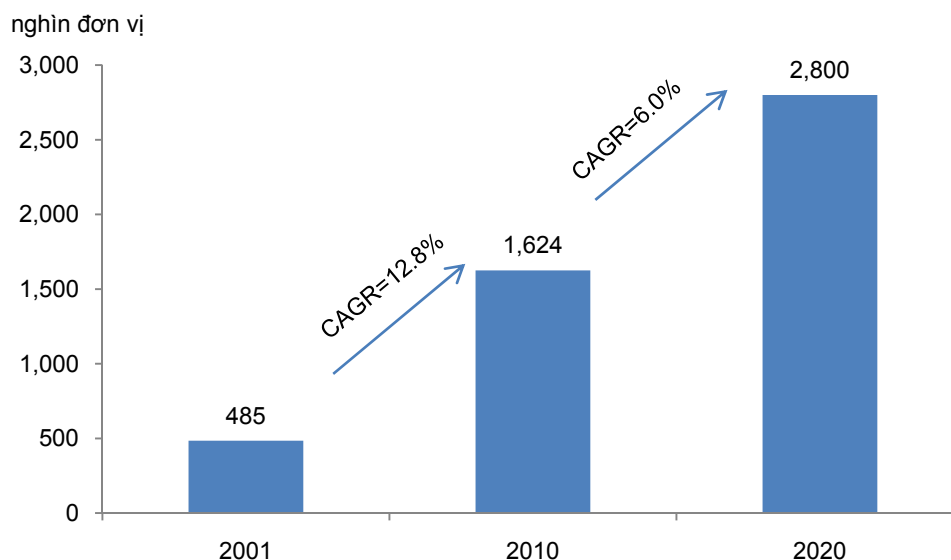
Rủi ro

- Cao su chiếm một nửa chi phí sản xuất có giá biến động bất thường.
- Việc phát hành thêm cổ phiếu nhằm tài trợ các dự án mở rộng quy mô sản xuất có thể dẫn đến tình trạng pha loãng cổ phiếu.

Tổng quan tình hình ngành công nghiệp ô tô

Ngành công nghiệp ô tô của Việt Nam được xem là trong tình trạng kém phát triển, với tỷ lệ sở hữu trung bình chỉ là 18,7 chiếc/1.000 người, bằng với tỷ lệ của Thái Lan cách đây 15 năm, theo số liệu của chính phủ. Ngành công nghiệp ô tô đã phát triển với tỷ lệ CAGR 12,8% từ mức 484,917 đơn vị năm 2001 lên 1.624.406 đơn vị năm 2010. Theo kế hoạch phát triển của chính phủ, số lượng ô tô dự kiến sẽ đạt 2,8 triệu năm 2020, với CAGR là 6%. Là một phần của ngành công nghiệp ô tô, ngành sản xuất lốp dự kiến sẽ phát triển với tốc độ tương tự.

Hình 1: Tăng trưởng của ngành sản xuất ô tô Việt Nam



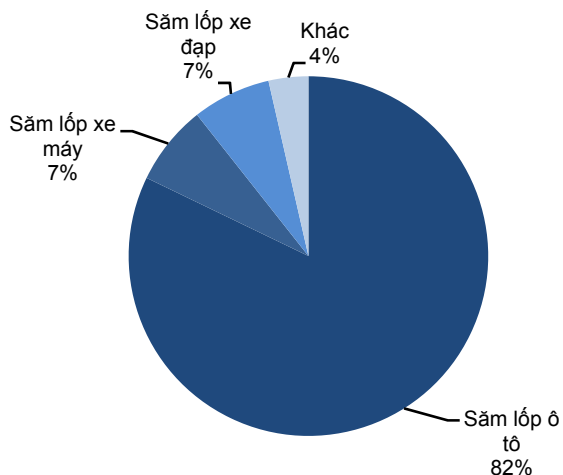
Nguồn: Kế hoạch phát triển của nhà nước, VCSC

Tổng quan về công ty

Hoạt động của DRC bắt nguồn từ 12/1975 khi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) tiếp quản. DRC được niêm yết lần đầu trên Sàn Giao dịch Chứng khoán TP. HCM vào tháng 12/2006. Dù đã niêm yết toàn bộ cổ phiếu, công ty vẫn hoạt động với tư cách một doanh nghiệp quốc doanh với tỷ lệ cổ phần của Vinachem là 50,5%. Vì vậy, hoạt động của DRC chịu sự kiểm soát rất lớn của Vinachem.

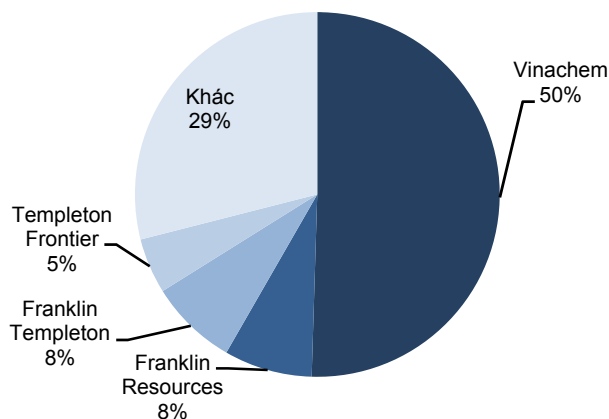
DRC là một trong các nhà sản xuất săm lốp hàng đầu Việt Nam với các sản phẩm săm lốp ô tô chiếm 82,2% doanh thu năm 2011. Lợi thế cạnh tranh của công ty là tập trung vào thị trường ngách (niche market), trong đó lốp OTR là sản phẩm chủ đạo. Lợi thế cạnh tranh thứ hai là hệ thống khách hàng. Công ty cho biết họ đáp ứng 90% nhu cầu của Trường Hải Auto, nhà sản xuất ô tô lớn thứ 2 Việt Nam sau Toyota Vietnam. Ngoài ra, trong số các khách hàng của công ty còn có Tập đoàn Than và Khoáng sản Việt Nam.

Hình 2a: Thành phần doanh thu năm 2011



Nguồn: DRC, Bloomberg, VCSC

Hình 2b: Cơ cấu cổ đông

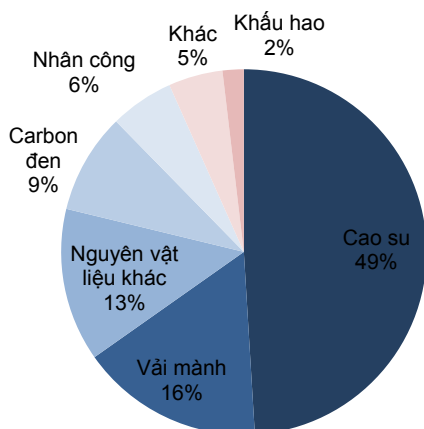


Nguồn: DRC, Bloomberg, VCSC

Cao su chiếm một nửa chi phí sản xuất

Trong số các thành phần chi phí sản xuất thì cao su (bao gồm cả cao thu thiên nhiên lẫn cao su tổng hợp) chiếm một nửa (49%) tổng chi phí sản xuất, sau đó là vải mảnh (16%), carbon đen (9%). Do vậy, giá cao su có tác động rất lớn đối với chi phí sản xuất và khả năng sinh lời của công ty. Việc giá cao su hay biến động bất thường có thể làm biến lợi nhuận gộp của công ty tăng lên 28,8% năm 2009 hoặc giảm xuống 11,8% năm 2008. Phân tích độ nhạy của chúng tôi cho thấy nếu giá cao su tăng/giảm 30% thì chi phí sản xuất sẽ tăng/giảm 15%. Dù công ty vẫn có thể tăng giá bán khi giá cao su lên cao, thì tỷ lệ tăng giá bán vẫn thấp hơn tỷ lệ tăng giá của cao su, khiến lợi nhuận của công ty giảm.

Hình 3a: Thành phần chi phí sản xuất



Nguồn: DRC, VCSC

Hình 3b: Tác động của giá cao su lên chi phí vốn hàng bán

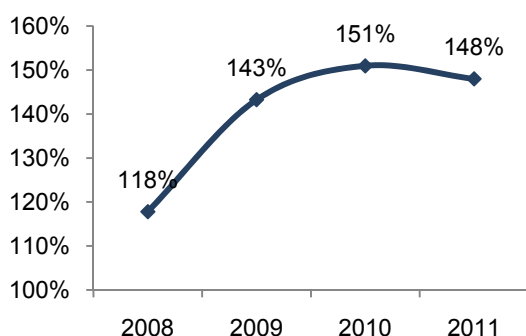
Giá cao su đổi	Chi phí vốn hàng bán
-45%	-22%
-30%	-15%
-15%	-7%
0%	0%
+15%	+7%
+30%	+15%
+45%	+22%

Nguồn: DRC, Bloomberg, VCSC

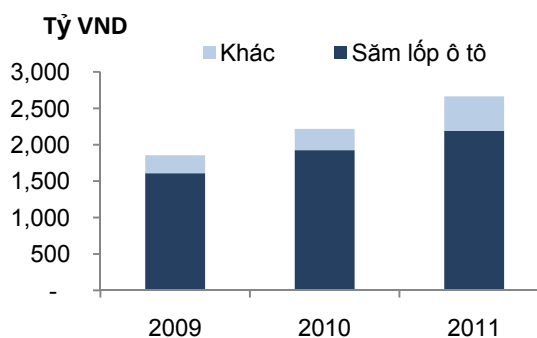
Mở rộng quy mô sản xuất do nhà máy luôn hoạt động quá công suất

Với công suất hiện tại 500.000 đơn vị/năm, chiếm 82% doanh thu của công ty và là nhân tố chính thúc đẩy doanh thu, nhà máy sản xuất đã chạy với 118%-151% công suất trong giai đoạn 2008-2011. Việc hoạt động quá công suất đã chứng minh nhu cầu dành cho sản phẩm của công ty. Do công suất hạn chế, công ty đã quyết định xây dựng một nhà máy lốp radial với công suất 600.000 đơn vị/năm.

Hình 4a: Công suất sản xuất lốp ô tô của DRC



Hình 4b: Doanh thu từ sản xuất lốp ô tô của DRC so với các sản phẩm khác

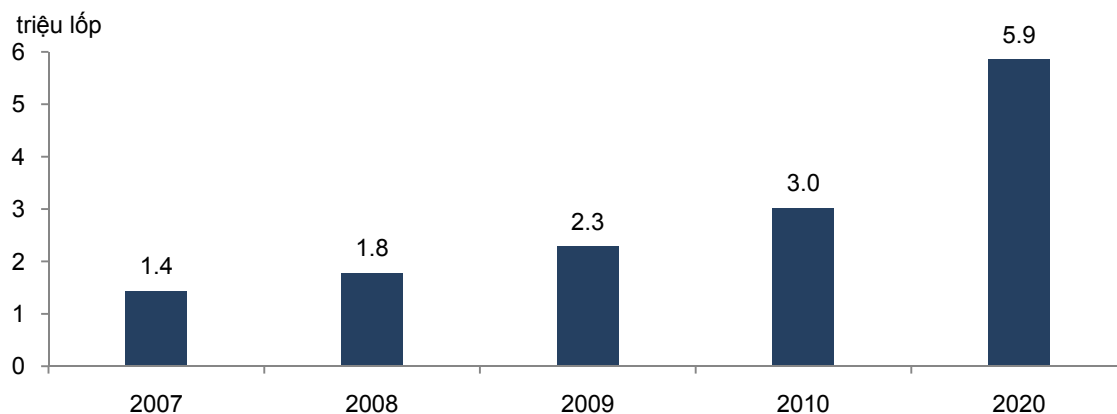


Nguồn: DRC, VCSC

Ngành công nghiệp lốp xe radial: thị trường đang tăng trưởng nhanh

Theo Ford Việt Nam, tỷ lệ tiêu thụ lốp xe radial ở Việt Nam sẽ tăng với tốc độ CAGR là 11,4% từ 1,4 triệu đơn vị năm 2007 lên 5,8 triệu đơn vị vào năm 2020. Thị trường lốp xe radial hiện đang được thống trị bởi các nhà sản xuất nước ngoài và có ít nhà sản xuất lốp xe radial trong nước. Do hạn chế về thiết bị và công nghệ, DRC không sản xuất lốp radial để kinh doanh. Khi nhà máy sản xuất lốp xe radial đi vào hoạt động, sẽ có nhiều cơ hội giúp DRC tăng trưởng.

Hình 5: Dự báo tiêu thụ lốp xe radial tại Việt Nam



Nguồn: Ford Vietnam, VCSC

So với lốp xe bias, lốp xe radial có những ưu nhược điểm như sau:

Hình 6: Ưu nhược điểm của lốp xe radial

Ưu điểm	Nhược điểm
<ul style="list-style-type: none"> Tiêu thụ ít nhiên liệu hơn: do lốp radial có sức cản lăn thấp hơn. Độ nén lên bề mặt và hông hóc thấp hơn Ít hao hụt năng lượng thấp hơn Độ bền cao hơn: có tuổi thọ cao hơn so với lốp bias do tạo ra ít nhiệt hơn. Chạy êm hơn: Lốp radial có độ đàn hồi cao hơn và mạnh hơn, vì vậy chống sóc tốt hơn. 	<ul style="list-style-type: none"> Lốp radial có giá cao hơn so với lốp bias Lốp radial sửa khó hơn Điều khiển nặng hơn khi chạy với tốc độ thấp.

Nguồn: Michelin, VCSC

Vinachem đang thực hiện nhiều dự án lốp xe radial

Theo kế hoạch 5 năm của Vinachem, có ít nhất hai dự án lốp xe radial, bao gồm cả dự án của DRC. Tổng công suất của hai dự án là 1,6 triệu đơn vị/năm. Ngoài các dự án lốp xe radial, chúng tôi cho rằng Vinachem còn có các dự án lốp xe ô tô khác, vì Vinachem dự kiến sẽ tăng tổng sản lượng lốp xe ô tô từ 1,8 triệu đơn vị trong năm 2011 lên 4 triệu đơn vị vào năm 2015. Điều này làm tăng mối lo ngại rằng thị trường có thể dư cung vào năm 2015.

CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC)

GIẢM

Hình 7: Dự kiến sản xuất của Vinachem

	2011	2012	2013	2014	2015
Số lượng (triệu đơn vị)	1,8	1,9	2,6	3,2	4,0

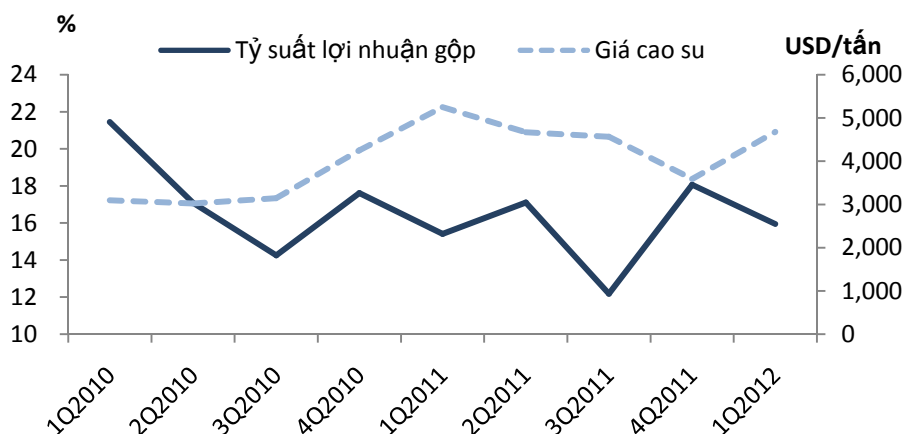
Nguồn: Vinachem, VCSC

Biên lợi nhuận gộp giả định

Do công ty có nhiều sản phẩm với mức giá khác nhau, và có nhiều thành phần trong vật liệu sản xuất, trong đó cao su biến động giá nhiều nhất, chúng tôi cho rằng phương pháp tiếp cận tốt nhất để dự báo lợi nhuận của công ty là giả định một biên lợi nhuận gộp dài hạn, dựa theo giá cao su dài hạn giả định. Khi cao su tăng giá, lợi nhuận của công ty sẽ thu hẹp xuống và ngược lại. Chúng tôi giả định lợi nhuận dài hạn là 17,8%, dựa theo giá cao su dài hạn giả định là 3.000 USD/tấn.

Giai đoạn đầu của nhà máy sản xuất lốp xe radial sẽ đi vào hoạt động vào năm 2013. Vì đây là một nhà máy mới, và vẫn trong giai đoạn thử nghiệm một thời gian, do đó, chúng tôi hạ lợi nhuận gộp xuống 16,4% cho năm 2013 và 2014. Từ năm 2015, chúng tôi dự báo tổng lợi nhuận sẽ tăng trở lại mức giả định dài hạn của chúng tôi 17,8%.

Hình 8: Diễn biến biên lợi nhuận gộp của DRC so với giá cao su (TSR20)

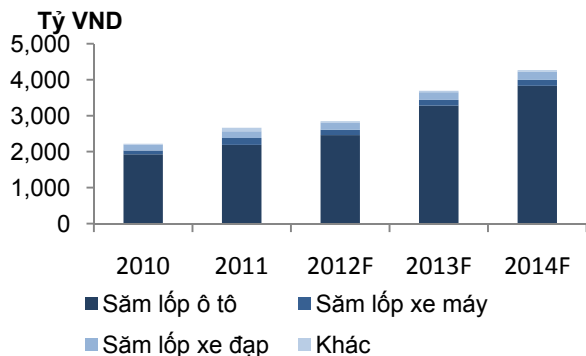


Nguồn: DRC, VCSC

Triển vọng doanh thu

Chúng tôi dự báo doanh thu năm 2012 của công ty sẽ tăng 5,1% đạt 2.771 tỷ đồng. Mức tăng trưởng danh nghĩa này là do khó khăn của ngành công nghiệp ô tô trong năm 2012. Theo Business Monitor International, doanh số bán ô tô dự báo giảm 12% trong năm 2012. Từ năm 2013, chúng tôi dự báo công ty sẽ tăng trưởng cao nhờ hoạt động của nhà máy sản xuất lốp xe radial. Chúng tôi dự báo tốc độ CAGR là 22,5% cho giai đoạn 2012-2014. Công ty sẽ vẫn có nhiều cơ hội tăng trưởng hơn nữa nếu nhu cầu lốp xe radial của công ty cao vì chúng tôi giả định tỷ lệ sử dụng công suất thấp hơn so với các năm trước.

Hình 9: Dự báo doanh thu



Nguồn: DRC, VCSC

Hình 10: Giả định doanh số bán hàng từ săm lốp ô tô (nghìn đơn vị)

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Số lượng bán ra	755	740	730	930	1,030
Công suất	500	500	500	1,100	1,380
% công suất	151	148	146	85	75

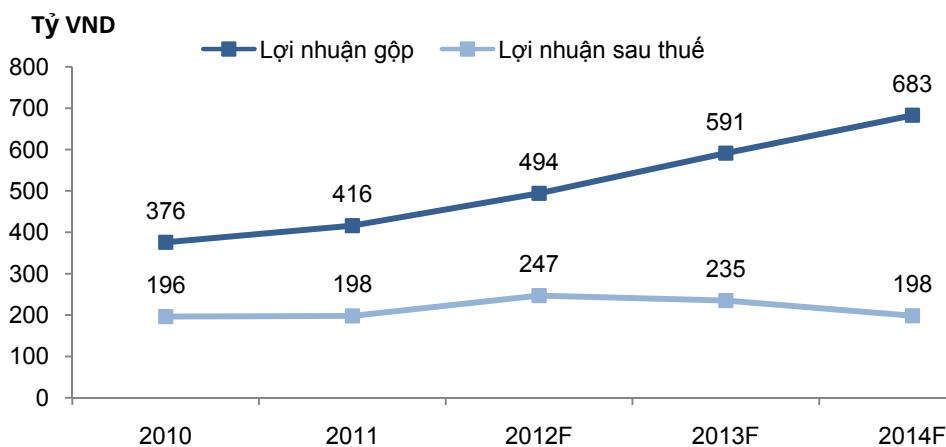
Nguồn: DRC, VCSC

Lợi nhuận gộp tăng, nhưng lợi nhuận ròng giảm

Chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp của công ty tăng 18,8% trong năm 2012 đạt 494 tỷ đồng nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn vì giá cao su giảm. Chúng tôi dự báo công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng vào năm 2013 và 2014, dù tỷ suất lợi nhuận gộp giả định 16,4% cho các năm này thấp hơn.

Tuy nhiên, sau khi đạt tăng trưởng 24,9% trong năm 2012, chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của công ty giảm 4,8% vào năm 2013 và 15,8% vào năm 2014 do chi phí trả lãi vay dự báo sẽ tăng từ 31 tỷ đồng trong năm 2012 lên 105 tỷ đồng vào năm 2013 và 219 tỷ đồng vào năm 2014.

Hình 11: Triển vọng lãi gộp và lãi ròng



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Bảng cân đối kế toán tăng gấp đôi

Ngoài dự án lốp xe radial, nhà máy lốp xe ô tô hiện tại của công ty sắp chuyển đi nơi khác theo yêu cầu của chính quyền địa phương. Công suất cũng sẽ tăng từ công suất hiện tại 500.000 đơn vị/năm lên 780.000 đơn vị/năm. Chi phí của hai dự án tổng cộng là 3.573 tỷ đồng, tương đương với 2,2 lần tổng tài sản công ty trong năm 2011.

Hình 12: Thông tin dự án

	Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (lốp/năm)	Thời gian	Dự kiến nợ/CSH
Dự án lốp radial	2,993	600,000	2010-2015	70/30
Di dời nhà máy lốp ô tô	580	780,000	2012-2013	60/44

Nguồn: DRC, VCSC

Mặc dù dự kiến tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của hai dự án là 70/30 và 60/40, dòng tiền từ hoạt động (CFO) trong các năm trước rất thấp. CFO phụ thuộc vào giá cao su, vì khi giá cao su tăng, công ty sẽ cần thêm vốn lưu động như từng xảy ra năm 2010 và 2011. CFO của công ty chỉ đạt 47 tỷ đồng trong năm 2010 từ doanh thu 2.160 tỷ đồng và 44 tỷ đồng trong năm 2011 từ doanh thu 2.637 tỷ đồng. Trừ 585 tỷ đồng từ CFO năm 2012 nhờ doanh thu từ vốn lưu động, chúng tôi dự báo CFO của công ty năm 2013 và 2014 sẽ lần lượt đạt 171 tỷ đồng và 245 tỷ đồng tiền mặt, thấp so với vốn đầu tư dự án. Do đó, chúng tôi cho rằng phần lớn dự án sẽ được cấp vốn từ vay nợ. Chúng tôi dự báo tỷ lệ tổng vay nợ của công ty trên tổng tỷ lệ vốn chủ sở hữu sẽ tăng từ 0.5 trong năm 2011 lên 1,1 trong năm 2012 và 1,9 vào năm 2013.

Hình 13: Tổng quan các dòng tiền (tỷ đồng)

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Tiền đầu năm	78	108	78	101	205
Thu nhập ròng	196	198	247	235	198
Khấu hao TS vô hình & hữu hình	28	0	50	48	53
Các điều chỉnh ngoài tiền mặt khác	(199)	(202)	0	0	0
Thay đổi về vốn ngoài tiền mặt	0	0	286	(144)	(92)
CFO	47	44	585	171	245
Mua sắm TSCĐ	(86)	(250)	(1,356)	(1,356)	(353)
Khác	(6)	(1)	0	0	0
CFI	(92)	(250)	(1,356)	(1,356)	(353)
Tiền trả cổ tức	(12)	(30)	0	0	0
Tăng giảm nợ ngắn hạn	83	111	0	182	284
Tăng giảm nợ dài hạn	(1)	146	793	1,107	(89)
CFF	75	176	793	1,289	194
Thay đổi về tiền mặt	30	(30)	23	104	87
Tiền cuối năm	108	78	101	205	292

Nguồn: VCSC

Do vay nợ quá nhiều trong vài năm tới, chúng tôi dự báo khả năng thanh toán trả lãi vay của công ty sẽ giảm sâu từ 17,7 lần trong năm 2011 xuống 11,6 lần trong năm 2012 và chỉ còn 4

lần vào năm 2014. Tỷ số này có thể thấp hơn nữa nếu lãi suất vay vượt quá lãi suất vay dài hạn trung bình giả định của chúng tôi là 12%/năm.

Hình 14: Hệ số thanh toán nợ

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Tổng nợ/tổng tài sản	0,2	0,3	0,5	0,6	0,6
Tổng nợ/tổng vốn	0,2	0,4	0,5	0,7	0,6
Tổng nợ/CSH	0,3	0,5	1,1	1,9	1,8
Tỷ số thanh toán lãi vay	30,0	17,7	11,6	4,0	2,2

Nguồn: VCSC

Nguy cơ pha loãng trước mắt

Như công ty đã chỉ ra trong kế hoạch cho dự án nhà máy lốp xe radial, họ có thể phát hành thêm cổ phiếu để tăng vốn. Kế hoạch chi tiết chưa hoàn thành. Tuy nhiên, nếu tham khảo công ty cùng ngành trong nước là Casumina (CSM), cũng là một công ty sản xuất lốp xe và là công ty con của Vinachem. Hoạt động của 2 công ty tương tự nhau, trong đó họ cũng đang đầu tư một nhà máy sản xuất lốp xe radial mới theo chỉ đạo của Vinachem. CSM đã phát hành 10 triệu cổ phiếu để huy động tiền mặt cho nhà máy sản xuất lốp radial của họ. Tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu sau khi phát hành của họ là 1,1 lần. Nếu chúng tôi giả định nợ mục tiêu/vốn chủ sở hữu của DRC tương đương CSM, công ty sẽ phải phát hành thêm cổ phiếu vào năm 2013 để đáp ứng tỷ lệ này. Trong trường hợp đó, công ty sẽ cần phải phát hành cổ phiếu mới trị giá 965 tỷ đồng, tương đương 86% tổng số vốn chủ sở hữu tính đến năm 2012. Như vậy, chúng tôi dự báo tỷ lệ sở hữu sẽ có pha loãng sâu nếu công ty quyết định giữ tỷ lệ nợ mục tiêu/vốn chủ sở hữu ở mức hợp lý (1.1 lần).

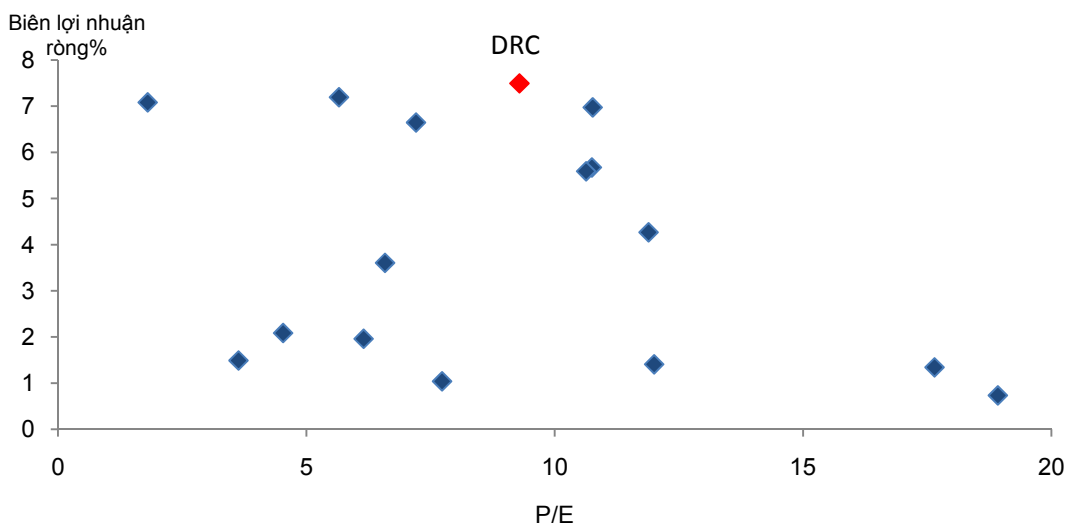
Định giá

Do công ty sẽ có mức vốn đầu tư dự án đáng kể trong hai năm tới, chúng tôi không cho rằng phương pháp định giá DCF đánh giá đúng giá trị công ty. Như vậy, chúng tôi đánh giá các công ty trên cơ sở P/E mục tiêu. Các công ty cùng ngành mà chúng tôi so sánh là các công ty sản xuất lốp xe từ thị trường mới nổi châu Á.

DRC có biên lợi nhuận 2011 cao nhất (7,5%) so với các công ty được niêm yết cùng ngành trong nước và các công ty trong khu vực. Lợi nhuận của các công ty sản xuất lốp xe giảm mạnh trong năm 2011 do giá cao su tăng; tuy nhiên, DRC đã trở thành công ty sản xuất lốp xe có lợi nhuận cao nhất trong năm 2011.

DRC đang giao dịch ở mức P/E 7,8 lần, thấp hơn 14% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành là 9,1 lần. Tuy nhiên, bảng cân đối kế toán đang xấu đi, với nguy cơ vay nợ quá nhiều trong vài năm tới, chúng tôi thiết lập mức P/E mục tiêu của DRC là 7 lần. Với mức EPS dự báo cho năm 2012 là 3.568 tỷ đồng, chúng tôi suy ra mức giá mục tiêu là 24.900 đồng/cổ phiếu, giảm tương đương 11%.

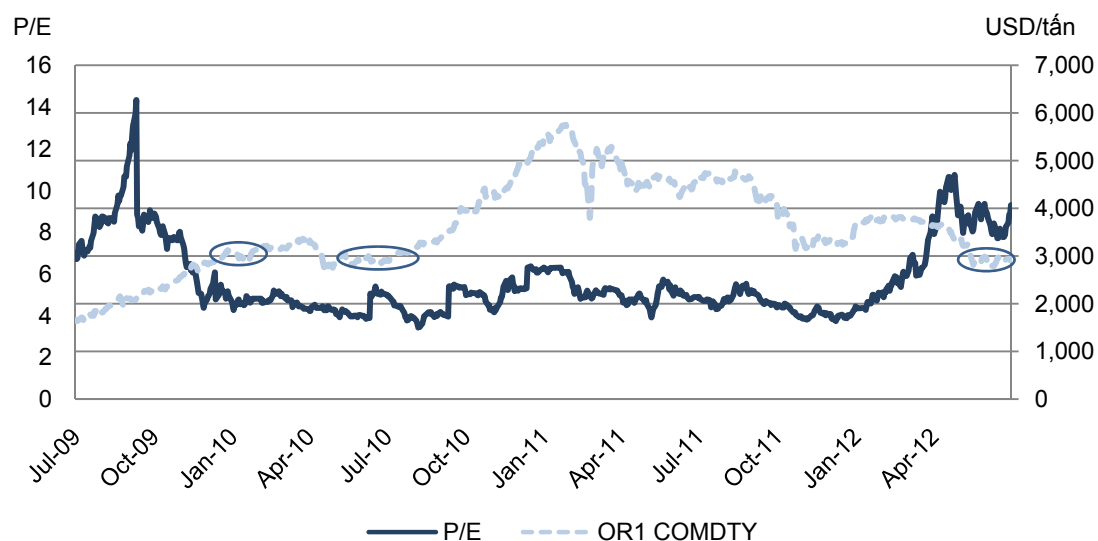
Hình 15: Biên lợi nhuận ròng của DRC năm 2011 so với các công ty sản xuất khác



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Mức P/E mục tiêu của chúng tôi được tính theo mức P/E trước đây của công ty so với giá cao su. Trước đây, khi giá cao su trong ngưỡng 2.900-3.100 USD/tấn, DRC đã giao dịch tại mức P/E 3.8 lần-5.2 lần trong giai đoạn từ tháng một đến tháng tám năm 2010, và tại mức P/E là 7,9 lần-9,3 lần trong giai đoạn từ tháng sáu đến tháng bảy năm 2012. Có khoảng cách về mức P/E giữa hai giai đoạn do chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư bắt đầu tin tưởng vào giá trị của công ty và các nhà đầu tư bắt đầu định giá trị cổ phiếu dựa trên giá cao su. Chúng tôi đã quan sát thấy điều này từ tháng hai năm 2012.

Hình 16: So sánh diễn biến P/E DRC với giá cao su (TSR20)



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Phân tích độ nhạy

Chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp dài hạn là chìa khóa để đánh giá công ty. Chúng tôi phân tích độ nhạy trên biên lợi nhuận gộp và mức P/E mục tiêu. Tại giá cổ phiếu hiện tại là 28.000 đồng/cổ phiếu, nhà đầu tư đang định giá công ty tại tỷ suất lợi nhuận gộp 17,8% và mức P/E 8 lần, hay tại tỷ suất lợi nhuận gộp 16,8% và mức P/E là 8,6 lần. Với các mức P/E này, chúng tôi cho rằng các nhà đầu tư không xem xét khả năng vay nợ quá nhiều và nguy cơ pha loãng đã được dự báo trước.

Hình 17 : Phân tích độ nhạy (biên lợi nhuận ròng vs. P/E)

	5	6	7	8	9
14,8%	13.300	16.000	18.700	21.300	24.000
15,8%	14.700	17.700	20.600	23.600	26.500
16,8%	16.200	19.500	22.800	26.000	29.300
17,8%	17.800	21.400	24.900	28.500	32.100
18,8%	19.300	23.100	27.000	30.800	34.700
19,8%	20.700	24.900	29.000	33.200	37.300
20,8%	22.300	26.700	31.200	35.600	40.100

Nguồn: VCSC

Các công ty cùng ngành

Nhóm các công ty cùng ngành với DRC được chọn từ thị trường mới nổi. Lợi nhuận của các công ty sản xuất lốp xe giảm mạnh trong năm 2011 do giá cao su tăng; tuy nhiên, DRC đã trở thành công ty sản xuất lốp xe có lợi nhuận cao nhất với biên lợi nhuận 7,5%. Ngoài ra nếu loại trừ các công ty cùng ngành có giá trị vốn hóa nhỏ, DRC có mức ROE và ROA cao nhất. Chúng tôi ghi nhận ban lãnh đạo của công ty đã kiểm soát hàng tồn kho tốt hơn và khả năng chuyển các chi phí sang người tiêu dùng hơn các công ty cùng ngành.

So với đối thủ cạnh tranh nội địa được niêm yết là CSM, tỷ suất lợi nhuận của DRC cao hơn 4.7 lần nhưng mức P/E 12 tháng trước đó thấp hơn (9,3 lần so với 17,6 lần). Như vậy, chúng tôi cho rằng đầu tư vào DRC tốt hơn vào CSM nếu nhà đầu tư phải đầu tư vào các công ty sản xuất lốp xe ô tô được niêm yết.

CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC)

GIẢM

Hình 18: Thông tin về một số công ty sản xuất khác

Công ty	Quốc gia	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B	2011 ROE	2011 ROA	Biên lợi nhuận 2011
Trung bình		48,8	9,1	1,4	10,5	4,7	2,0
Federal Corporation	Đài Loan	187,6	10,8	0,6	6,2	5,1	7,0
Goodyear India Ltd	Ấn Độ	139,0	11,9	2,4	22,0	10,0	4,3
CTCP Cao su Đà Nẵng	Việt Nam	95,7	9,3	2,2	24,6	14,7	7,5
Inoue Rubber (Thailand) Pcl	Thái Lan	85,3	-	1,4	7,4	4,4	2,5
Goodyear Thailand Pcl	Thái Lan	81,8	-	1,0	(4,0)	(2,9)	(2,9)
Cia Goodyear Del Peru-Invest	Peru	79,8	1,8	0,6	11,4	8,7	7,1
Jk Tyre & Industries Ltd	Ấn Độ	71,4	-	0,5	(4,0)	1,7	1,1
CTCP Công nghiệp cao su Miền Nam	Việt Nam	69,5	17,6	2,2	6,1	2,9	1,3
Hwa Fong Rubber Co Ltd	Đài Loan	66,7	-	0,6	(20,1)	(11,7)	(26,7)
Ceat Ltd	Ấn Độ	62,0	18,9	0,5	2,7	1,1	0,7
Hwafong Rubber Thailand Pcl	Thái Lan	51,0	10,7	1,1	9,5	7,2	5,7
Goodyear Indonesia Pt	Indonesia	47,6	7,7	1,0	4,6	1,7	1,0
Tvs Srichakra Ltd	Ấn Độ	46,7	6,6	1,8	30,9	-	3,6
Fu-Chian Tyre Co Ltd	Đài Loan	35,9	10,6	1,3	12,6	7,1	5,6
Service Industries Ltd	Pakistan	22,2	-	-	-	-	3,8
Indag Rubber Ltd	Ấn Độ	21,4	5,7	1,9	39,4	16,5	7,2
Falcon Tyres Ltd	Ấn Độ	16,7	4,5	0,4	9,1	2,3	2,1
Kelani Tyres Plc	Sri Lanka	16,1	7,2	1,7	29,1	13,1	6,6
General Tyre & Rubber Co	Pakistan	14,4	-	1,0	18,5	4,9	3,5
Goodway Integrated Indus Bhd	Malaysia	14,4	12,0	0,5	4,8	1,6	1,4
Dunlop India Ltd	Ấn Độ	13,0	-	0,1	0,2	0,1	1,2
Modi Rubber Ltd	Ấn Độ	12,6	-	0,8	(21,8)	-	-
Enkei Wheels India Ltd	Ấn Độ	10,4	-	8,2	-	-	0,1
Govind Rubber Ltd	Ấn Độ	7,2	3,6	1,3	44,3	2,7	1,5

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	2.160	2.637	2.771	3.595
- Giá vốn hàng bán	-1.784	-2.221	-2.277	-3.004
Lợi nhuận gộp	376	416	494	591
- Chi phí bán hàng	-43	-51	-53	-69
- Chi phí quản lí DN	-40	-50	-52	-68
Lợi nhuận thuần HĐKD	292	315	388	454
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-21	-26	-28	-36
- Lợi nhuận khác	-2	-10	0	0
Lợi nhuận khác	270	279	361	418
- Chi phí lãi vay	-9	-16	-31	-105
Lợi nhuận trước thuế	261	264	329	314
- Thuế TNDN	-65	-66	-82	-78
LNST	196	198	247	235
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mệ	196	198	247	235
EPS (đ)	2.834	2.855	3.568	3.396
EBITDA	319	327	413	497
Khấu hao	-49	-47	-53	-79
Tăng trưởng doanh thu	19,0%	22,1%	5,1%	29,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-33,2%	8,0%	23,1%	16,9%
Tăng trưởng EBIT	-33,9%	3,5%	29,1%	15,9%
Tăng trưởng EPS	-50,1%	0,7%	25,0%	-4,8%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2010	2011	2012	2013
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,4%	15,8%	17,8%	16,4%
Tỷ suất LNST	9,1%	7,5%	8,9%	6,5%
ROE DuPont	30,4%	24,6%	24,7%	18,9%
ROA DuPont	21,2%	14,7%	11,6%	6,8%
Tỷ suất EBIT	12,5%	10,6%	13,0%	11,6%
LNTT / LNST	75,2%	75,0%	75,0%	75,0%
LNTT / EBIT	96,7%	94,3%	91,4%	75,0%
Vòng quay tổng tài sản	2,3	2,0	1,3	1,0
Đòn bẩy tài chính	1,4	1,7	2,1	2,8
ROIC	23,9%	17,2%	13,2%	7,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2010	2011	2012	2013
Số ngày phải thu	80,2	104,2	110,9	79,3
Số ngày tồn kho	16,9	21,4	20,9	16,3
Số ngày phải trả	5,2	6,5	6,6	4,3
Thời gian luân chuyển tiền	91,8	119,1	125,2	91,3
COGS / Hàng tồn kho	4,6	3,5	3,3	4,6
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2010	2011	2012	2013
CS thanh toán hiện hành	2,66	2,19	1,73	1,57
CS thanh toán nhanh	1,12	0,71	0,69	0,65
CS thanh toán tiền mặt	0,37	0,14	0,19	0,25
Nợ / Tài sản	0,20	0,29	0,48	0,60
Nợ / Vốn sử dụng	0,23	0,35	0,53	0,65
Nợ / Vốn CSH	0,30	0,54	1,13	1,88
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,17	0,18	0,11	0,11
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,04	0,12	0,37	0,49
Khả năng TT lãi vay	30,03	17,68	11,58	4,00
Định giá	2010	2011	2012	2013
P/E	9,9	9,8	7,8	8,2
P/B	2,6	2,2	1,7	1,4
EV / EBITDA	4,4	3,9	7,2	8,6
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	10.568	12.679	16.247	19.642

CĐKT	2010	2011	2012	2013
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	108	78	101	205
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	132	177	140	181
+ Hàng tồn kho	446	822	563	742
+ Tài sản ngắn hạn khác	85	137	137	137
Tổng tài sản ngắn hạn	771	1.213	940	1.265
+ Tài sản dài hạn	738	896	2.252	3.608
+ Khấu hao lũy kế	-473	-513	-566	-646
+ Tài sản dài hạn	265	383	1.686	2.962
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	27	26	26	26
Tổng tài sản dài hạn	293	408	1.712	2.988
Tổng Tài sản	1.064	1.622	2.651	4.253
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	27	52	30	40
+ Vay và nợ ngắn hạn	176	287	287	470
+ Phải trả ngắn hạn khác	86	216	227	294
Nợ ngắn hạn	290	555	545	804
+ Vay và nợ dài hạn	41	187	981	2.088
+ Phải trả dài hạn	1	1	1	1
Nợ dài hạn	42	189	982	2.089
Tổng nợ	333	744	1.527	2.893
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	3	3	3	3
+ Vốn điều lệ	308	462	692	692
+ LN chưa phân phối	421	413	429	664
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	732	878	1.125	1.360
Tổng cộng nguồn vốn	1.064	1.622	2.651	4.253
Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013
Tiền đầu năm	78	108	78	101
Lợi nhuận sau thuế	196	198	247	235
+ Khấu hao lũy kế	50	48	53	79
+ Điều chỉnh	-199	-202	0	0
+ Thay đổi vốn lưu động	0	0	286	-144
Tiền từ hoạt động KD	47	44	585	171
+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-86	-250	-1.356	-1.356
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	-6	-1	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-92	-250	-1.356	-1.356
+ Cổ tức đã trả	-12	-30	0	0
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	83	111	0	182
+ Thay đổi nợ dài hạn	-1	146	0	0
+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	75	176	793	1.289
Tổng lưu chuyển tiền tệ	30	-30	23	104
Tiền cuối năm	108	78	101	205
Đơn vị: tỷ đồng				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Xuân Huy xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Ly, ext 147

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

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.