

DRC [HSX] NEUTRAL

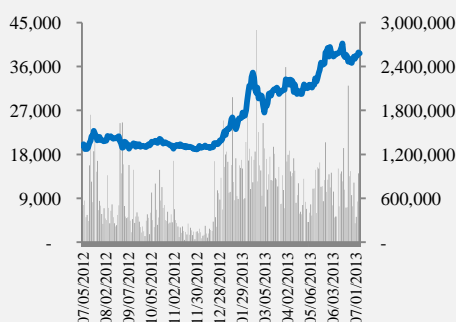
Giá mục tiêu* 38.000

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (04/07/2013)	VND	38.700
Chênh lệch **	%	-1,8%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	3.215
Số cp lưu hành	Triệu cp	83,1
Số cp được chuyển nhượng tự do	Triệu cp	69,2
Giá trị công ty	Tỷ đồng	3.461
Diễn biến (30 ngày)	%	0,00%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	785.892
Lĩnh vực	Săm lốp	

** Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH



Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Cổ phiếu	0,00%	17,41%	69,59%
Vs VN- index	7,42%	22,27%	56,22%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3 9146888

leduykhanh@baoviet.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị “**Neutral**” đối với cổ phiếu DRC. DRC được hưởng lợi khá lớn nhờ giá cao su nguyên liệu giảm mạnh trong năm 2013, do đó triển vọng kinh doanh khá tích cực trong nửa đầu năm nay. 2 quý còn lại của năm 2013 dự báo sẽ vẫn tốt, tuy nhiên với tác động của lãi vay và khấu hao từ dự án Radial thì dự báo kết quả kinh doanh sẽ không khả quan như 1H 2013. Chúng tôi nhận thấy rằng triển vọng tích cực 2013 đã phản ánh vào giá cổ phiếu DRC khi giá đã tăng 46,4% kể từ đầu năm 2013. Giá mục tiêu của DRC trong ngắn hạn là 38.000 đồng/cp dựa trên phương pháp PE, gần tương đương với giá hiện tại. Tuy nhiên, trong dài hạn cổ phiếu DRC vẫn rất triển vọng nhờ tiềm năng từ dự án Radial, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE giá trị của DRC lần lượt là 49.758 đồng/cp và 51.964 đồng/cp.

Triển vọng 2013

Dự báo doanh thu 2013 đạt 3.154 tỷ đồng, tăng 13,3% so với cùng kỳ, cao hơn 4,4% so với kế hoạch 2013 (3.020 tỷ đồng). LNTT ước đạt 408 tỷ đồng, giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ và kế hoạch công ty đặt ra là 417 tỷ đồng. EPS pha loãng 2013 dự phóng đạt 3.902 đồng/cp, giảm 13,6 % so với cùng kỳ. P/E forward là 10,1x.

Ước thực hiện doanh thu và LNTT trong 6 tháng đầu năm 2013 lần lượt là 1.430 tỷ đồng và 250 tỷ đồng, tương ứng 45% và 61% mức dự phóng cả năm 2013 của BVSC.

Triển vọng dài hạn

Động lực tăng trưởng chính của DRC chủ yếu đến từ dự án Radial. Tuy nhiên, dự báo năm 2014 LNTT của DRC sẽ giảm khoảng 22,5% so với 2013 đạt 317 tỷ đồng. Nguyên nhân là do lợi nhuận thu được từ lớp Radial chưa đủ bù đắp cho phần khấu hao và lãi vay từ dự án cùng với chi phí bán hàng và quản lý tăng lên tương ứng.

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh kể từ 2015. Theo đánh giá của chúng tôi thì kể từ năm 2015 sản lượng tiêu thụ lớp Radial sẽ rất khả quan và mang lại lợi nhuận đáng kể cho DRC.

	ĐVT	2010	2011	2012	2013F
Doanh thu	Tỷ VND	2.160	2.637	2.785	3.154
EBIT	Tỷ VND	270	279	426	508
EBITDA	Tỷ VND	320	327	475	635
LNST	Tỷ VND	196	198	312	306
EPS	VND	6.376	4.282	4.509	3.902
Tăng trưởng EPS	%	-75%	-33%	5%	-13.5%
P/E	x	6,1	9,0	8,6	9,9
Suất cổ tức	%	1,0%	1,7%	5,2%	0,0%
P/B	x	1,6	2,0	2,3	2,48

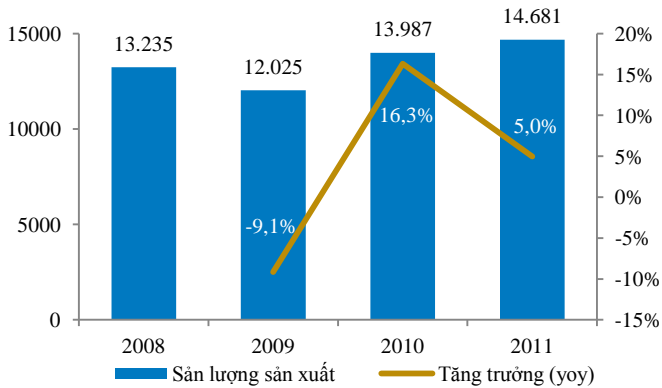
(Nguồn: DRC, BVSC dự phóng)

TỔNG QUAN NGÀNH SẴM LỚP

1. Ngành sẵm lớp thế giới

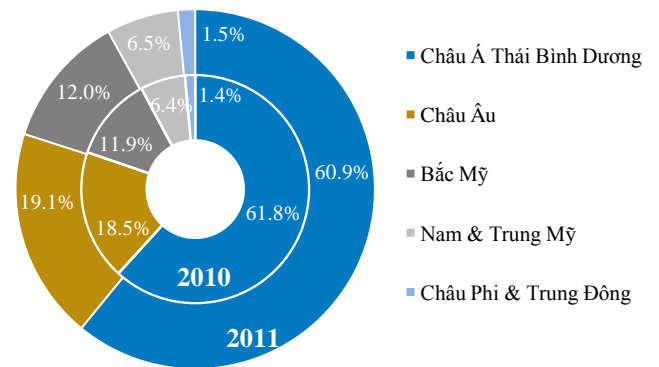
Tốc độ tăng trưởng của ngành sẵm lớp thế giới biến động theo chu kỳ kinh tế. Tốc độ tăng trưởng trung bình của ngành sẵm lớp thế giới thường vào khoảng 10% -15%. Tuy nhiên, trong thời kỳ suy thoái kinh tế thì tốc độ tăng trưởng của ngành chỉ khoảng 2% - 5% hoặc thậm chí tăng trưởng âm. Trong năm 2011, sản lượng sản xuất toàn cầu của ngành ước tính khoảng 14,68 triệu tấn, tăng 5% so với năm trước.

Sản lượng sản xuất sẵm lớp thế giới (ngàn tấn)



(Nguồn: IRSG)

Sản lượng sản xuất sẵm lớp thế giới phân theo khu vực

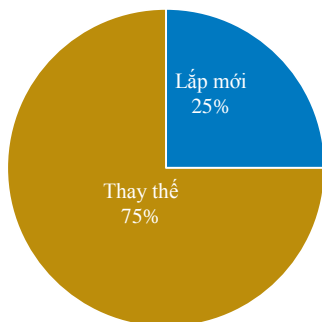


(Nguồn: IRSG)

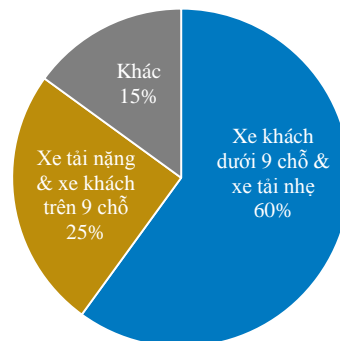
Châu Á Thái Bình Dương chiếm đến 60% tổng sản lượng sản xuất sẵm lớp của thế giới. Khu vực Châu Á Thái Bình Dương sở hữu nhiều yếu tố thuận lợi cho sản xuất sẵm lớp như nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, chi phí nhân công rẻ. Do đó, các công ty sản xuất hàng đầu thế giới đã mở nhiều nhà máy ở khu vực này, đặc biệt tại Trung Quốc, Ấn Độ và Thái Lan nhằm tận dụng những điều kiện thuận lợi có sẵn.

Nhu cầu thay thế chiếm hơn 75% doanh thu. 25% doanh thu còn lại đến từ thị trường lắp mới. Nếu phân theo loại sản phẩm thì doanh thu từ sẵm lớp cho phân khúc xe khách dưới 9 chỗ và xe tải nhẹ chiếm tỷ trọng lớn với khoảng 60% doanh thu của ngành sẵm lớp thế giới.

Doanh thu ngành sẵm lớp thế giới phân theo phân khúc thị trường



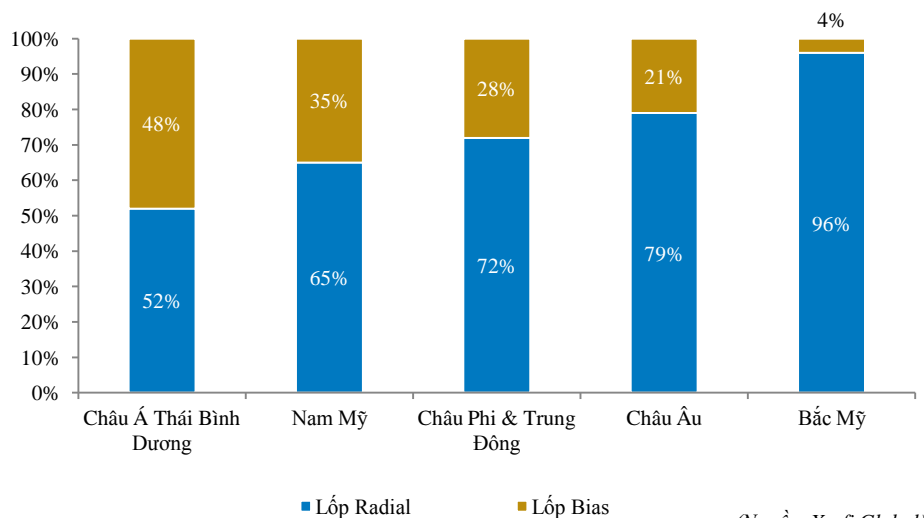
Doanh thu ngành sẵm lớp thế giới phân theo sản phẩm



(Nguồn: Xerfi Global)

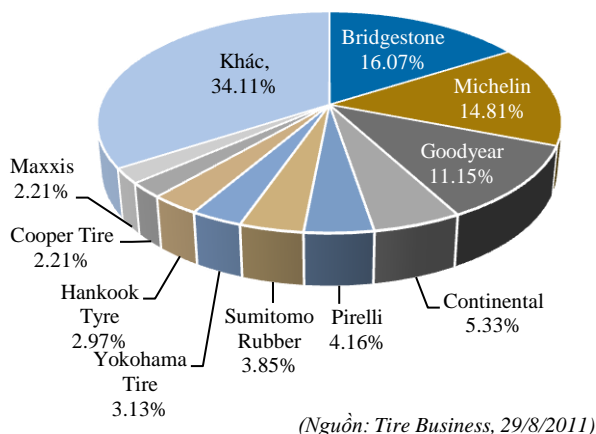
Xu hướng Radial hóa. Lớp Radial chiếm khoảng 90% số lượng lốp tiêu thụ ở các nước đang phát triển, trong khi tỷ lệ này ở các nước đang phát triển thấp hơn (dưới 60%), đây là cơ hội phát triển cho ngành sản lốp, đặc biệt khi cơ sở hạ tầng ở các nước đang phát triển được cải thiện.

Tình hình sử dụng lớp radial của thế giới

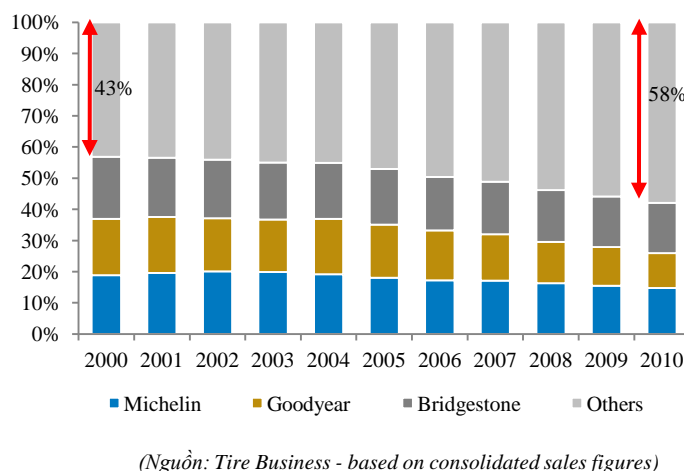


Thị phần ngành sản lốp thế giới bị chiếm lĩnh bởi 3 doanh nghiệp dẫn đầu. Tuy nhiên, các doanh nghiệp quy mô nhỏ đã dần chiếm thêm thị phần. Hàng thập kỷ qua, 3 doanh nghiệp sản lốp hàng đầu thế giới vẫn là Bridgestone (Nhật Bản), Michelin (Pháp) và Goodyear (Mỹ), 3 doanh nghiệp này vẫn chiếm lĩnh thị trường sản lốp thế giới với tổng thị phần trong năm 2010 là 42,03%. Tuy nhiên, thị phần này đã liên tục sụt giảm trong 10 năm qua từ mức 57% trong năm 2000. Trong giai đoạn này, các công ty có quy mô nhỏ hơn đã liên tục tăng thị phần bằng cách áp dụng chiến lược cạnh tranh về giá, tập trung vào các phân khúc nhỏ hơn và khu vực địa lý riêng.

Thị phần ngành sản lốp thế giới



Thị phần ngành sản lốp thế giới

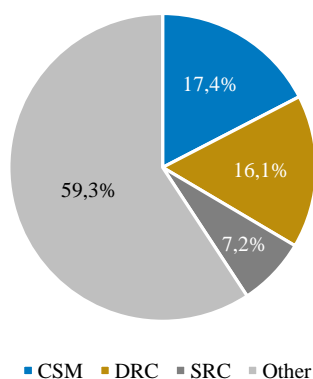


2. Ngành sản lốp Việt Nam

Ngành sản lốp Việt Nam có quy mô thị trường tương đối nhỏ, khoảng 16.800 tỷ đồng tương đương khoảng 800 triệu USD. So với quy mô thị trường sản lốp thế giới hiện tại vào khoảng 235 tỷ USD thì Việt Nam chỉ chiếm khoảng 0,34% thị trường sản lốp thế giới. Nguyên nhân chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ lốp ô tô quá thấp, chỉ khoảng 4,3 triệu lốp/năm so với hơn 1,3 tỷ lốp/năm trên toàn thế giới.

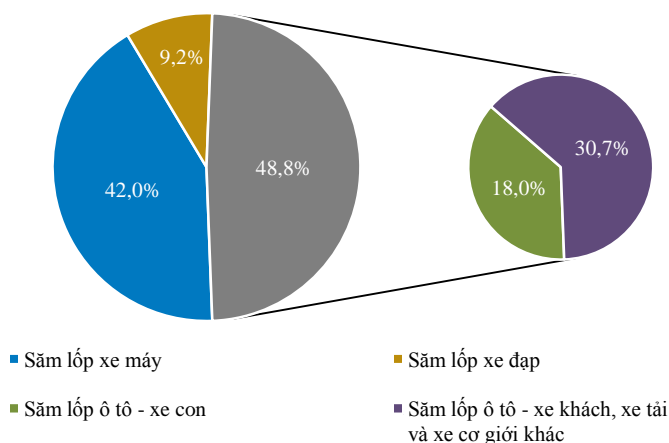
3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem chiếm khoảng 40,7% thị phần, dẫn đầu trong nhiều phân khúc riêng. Nếu tính theo tỷ trọng doanh thu tiêu thụ trên quy mô ngành thì CSM chiếm khoảng 17,4%, DRC chiếm 16,1% và SRC là 7,2%. Tổng cộng 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem chiếm khoảng 40,7% tổng thị phần. Tuy nhiên, nếu tính riêng dòng lốp xe khách và xe tải (hầu như sử dụng lốp Bias) thì DRC dẫn đầu với 35% thị phần, trong khi CSM chiếm khoảng 25%. Cũng thuộc phân khúc này thì lốp đặc chủng (lốp OTR) là thế mạnh của DRC, công ty chiếm đến 90% thị phần. Còn đối với phân khúc sản phẩm sản lốp xe máy thì CSM chiếm khoảng 20% thị phần và dẫn đầu ngành.

Thị phần ngành sản lốp Việt Nam năm 2011



(Nguồn: BCTC CSM, DRC, SRC, Cục Đăng Kiểm Việt Nam, BMI, BVSC tổng hợp, ước tính)

Cơ cấu giá trị ngành sản lốp VN năm 2011



(Nguồn: BVSC tổng hợp, ước tính)

Nhu cầu thay thế chiếm tỷ trọng doanh thu cao. Đối với các doanh nghiệp trực thuộc Vinachem thì các sản phẩm chủ yếu được phân phối ở thị trường lốp nội địa, chiếm 86% doanh thu, trong đó thì hầu hết là đến từ nhu cầu thay thế (94%) còn lại là từ lắp mới (6%).

Các công ty trong ngành có thể kiểm soát tốt giá bán, nhiều khả năng có sự đồng thuận về giá bán từ 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem. Vì sản lượng tiêu thụ chủ yếu từ nhu cầu thay thế, trong khi nhu cầu thay thế sản lốp là một nhu cầu thiết yếu, và cá nhân là đối tượng sử dụng chính với nhu cầu thay thế riêng lẻ nên ưu thế trong việc đàm phán giá bán sản phẩm sản lốp không thực sự thuộc về người mua. Các công ty trong ngành có thể kiểm soát tốt giá bán. Lịch sử cho thấy các doanh nghiệp có thể tăng 20-25% giá bán nếu giá nguyên liệu cao su tăng mạnh trong khi chỉ giảm khoảng 3-5% giá bán khi nguyên liệu đầu vào giảm mạnh trong thời gian qua. Bên cạnh đó 3 doanh nghiệp trực thuộc Vinachem với tổng thị phần tương đối lớn, và với việc có chung cổ đông lớn là Vinachem sở hữu trên 50% thì nhiều khả năng có sự đồng thuận về giá bán.

Thị trường xăm lốp nội địa tuy ổn định nhờ nhu cầu thay thế nhưng tiềm năng tăng trưởng trong ngắn và trung hạn không hấp dẫn. Đối với phân khúc xăm lốp xe đạp thì do nhu cầu đã bão hòa nên hầu như không còn tăng trưởng. Còn đối với phân khúc xăm lốp xe máy và ô tô thì tốc độ tăng trưởng trong 5 năm tới dự báo cũng chỉ ở mức 5,1% và 5,7% do nhu cầu tiêu thụ ô tô và xe máy cũng không tăng nhiều.

Tiềm năng xuất khẩu lớn. Với quy mô thị trường xăm lốp trong nước rất nhỏ so với thị trường xăm lốp thế giới thì tiềm năng tăng trưởng của các doanh nghiệp nhờ đẩy mạnh xuất khẩu là rất lớn. Việt Nam có nhiều điều kiện thuận lợi để sản xuất xăm lốp như nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, nhân công rẻ và thuế xuất khẩu mặt hàng xăm lốp là 0% so với mức 8% ở Trung Quốc thì tiềm năng tăng trưởng từ xuất khẩu các sản phẩm xăm lốp còn rất nhiều.

Radial hóa là một xu hướng tất yếu. Ở Việt Nam thì tỷ lệ sử dụng lốp Radial khá thấp, chỉ chiếm khoảng 10% và được sử dụng chủ yếu cho xe con. Lốp Radial có tính năng ưu việt hơn hẳn lốp Bias như độ bền gấp 2 lần, giảm tiêu hao nhiên liệu 12%-16%, sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh, tuổi thọ cao và đặc biệt phù hợp với yêu cầu xe ô tô phải chạy tốc độ cao nên lốp Radial ngày càng được sử dụng nhiều và dần thay thế lốp Bias. Với sự phát triển của nhiều dự án đường cao tốc sắp tới thì nhu cầu thay thế lốp Bias bằng Radial là một nhu cầu tất yếu.

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG

1. Sơ lược về công ty:

Công ty Cổ phần cao su Đà Nẵng (DRC) tiền thân là nhà máy đắp vỏ xe của quân đội Mỹ. Đến nay DRC đã có quá trình phát triển liên tục hơn 35 năm. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty là sản xuất và kinh doanh các sản phẩm xăm lốp với thế mạnh là dòng sản phẩm ô tô tải và lốp đặc chủng với thị phần dẫn đầu ở Việt Nam. DRC được cổ phần hóa vào năm 2006 với vốn điều lệ ban đầu là 92,5 tỷ đồng, hiện nay vốn điều lệ của công ty đã tăng lên 830,7 tỷ đồng. Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam chiếm tỷ lệ 50,51%.

2. Hoạt động kinh doanh:

DRC có hệ thống sản phẩm đa dạng với hơn 140 sản phẩm các loại. Trong đó lốp ô tô tải và lốp đặc chủng là 2 dòng sản phẩm thế mạnh của công ty. Dòng ô tô tải của DRC được tin dùng nhờ chịu tải nặng, chịu mài mòn tốt. Bên cạnh đó, DRC còn là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất lốp đặc chủng dành cho các xe khai thác hầm mỏ, công trường, bến cảng... DRC cũng là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất sản xuất lốp Radial toàn thép. Hiện DRC dẫn đầu thị phần lốp ô tô tải.

Sản phẩm	Số sản phẩm
Lốp xe đạp	20
Lốp xe máy	27
Lốp tải nhẹ	6
Lốp tải nặng	16
Lốp nông nghiệp	10
Lốp đặc chủng	10
Săm xe đạp xe máy	26
Săm ô tô	N/A
Cao su kỹ thuật	25

(Nguồn: DRC)

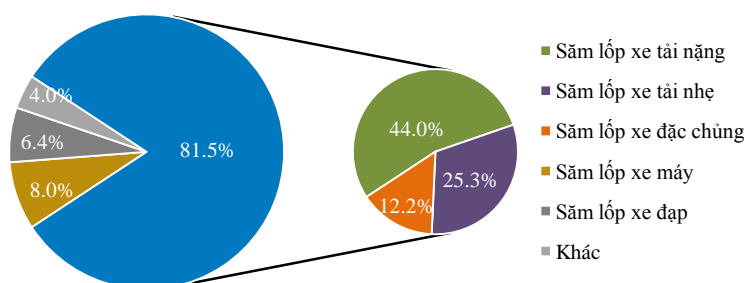
Năng lực sản xuất được nâng lên đáng kể trong năm 2013 sau khi hoàn tất di dời dự án sản xuất lốp xe đạp xe máy, và đưa nhà máy Radial toàn thép vào hoạt động. Nhà máy sản xuất lốp ô tô sẽ hoàn tất di dời trong quý 2/2014. Năng lực sản xuất cụ thể của DRC như sau:

	Đơn vị	Tiêu thụ 2012	Công suất trước di dời	% công suất trước di dời	Công suất sau di dời	% công suất sau di dời	Công suất hiện tại	% công suất hiện tại	Ghi chú
Lốp xe đạp	chiếc	3.483.000	4.000.000	87%	6.000.000	58%	6.000.000	58%	Đã hoàn tất di dời trong năm 2012
Săm xe đạp	chiếc	4.284.000	2.000.000	214%	3.000.000	143%	3.000.000	143%	
Lốp xe máy	chiếc	1.122.500	800.000	140%	2.000.000	56%	2.000.000	56%	
Săm xe máy	chiếc	2.822.000	800.000	353%	2.000.000	141%	2.000.000	141%	
Lốp ô tô	chiếc	703.000	500.000	141%	780.000	90%	500.000	141%	Dự kiến hoàn tất di dời vào quý 2 năm 2014
Săm ô tô	chiếc	517.000	400.000	129%	800.000	65%	400.000	129%	
Yếm ô tô	chiếc	398.000	N/A	N/A	390.000	102%	N/A	N/A	
Lốp ô tô lắp	chiếc	52.500	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	Tham khảo thêm phần dự án Radial
Lốp Radial	chiếc	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	600.000	-	
SP cao su kỹ thuật	tỷ đồng	5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	

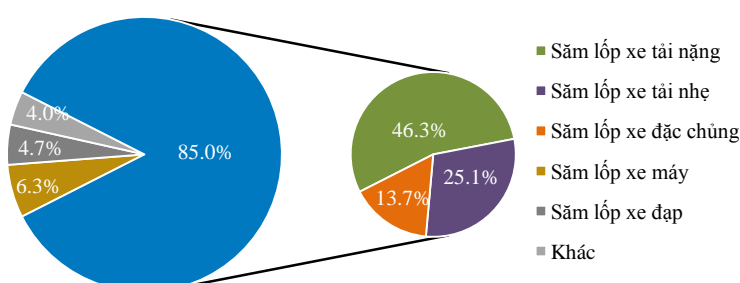
(Nguồn: DRC)

Doanh thu và lợi nhuận chủ yếu đến từ sản phẩm lốp ô tô. Mặc dù sản lượng thấp, nhưng do giá bán cao nên doanh thu và lợi nhuận của DRC chủ yếu đến từ sản phẩm lốp ô tô. Sản phẩm lốp ô tô của DRC chiếm đến 81,5% tổng doanh thu trong năm 2012. Bên cạnh đó, dòng sản phẩm này cũng đóng góp đến 85% lợi nhuận gộp do tỷ suất lợi nhuận gộp của dòng sản phẩm lốp ô tô (28,4%) cao hơn nhiều so với dòng sản phẩm xe đạp và xe máy (sản phẩm xe đạp 18,5% , sản phẩm xe máy 19,9%). Sắp tới khi dự án 600.000 lốp Radial đi vào hoạt động thì doanh thu từ sản phẩm lốp ô tô sẽ tiếp tục tăng.

Cơ cấu doanh thu DRC năm 2012



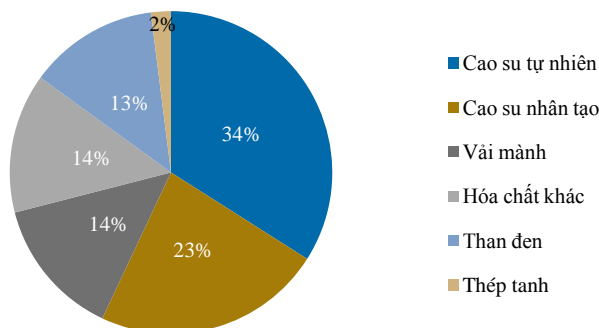
Cơ cấu lợi nhuận gộp DRC năm 2012



(Nguồn: DRC)

Nguyên liệu cao su chiếm tỷ trọng cao trong tổng chi phí nguyên liệu. Nguyên liệu sản xuất của DRC khá đa dạng. Trong đó nguyên liệu chính là cao su tự nhiên và cao su nhân tạo chiếm đến 57% chi phí nguyên vật liệu. Các nguyên liệu khác bao gồm vải màn, than đen, thép tanh, và các hóa chất khác. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 80% giá vốn hàng bán.

Cơ cấu nguyên liệu DRC



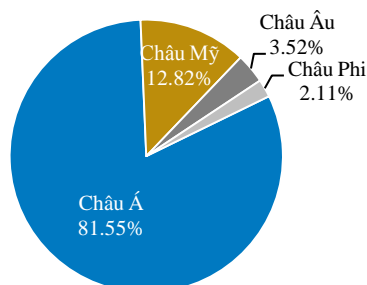
(Nguồn: DRC)

Kênh phân phối chủ lực tập trung ở Miền Trung. DRC có khoảng hơn 100 đại lý cấp 1, thấp hơn so với CSM (khoảng 200 đại lý) và SRC (khoảng 130 đại lý). Tuy nhiên, kênh phân phối của DRC khá mạnh ở khu vực miền Trung với hơn 60% đại lý cấp 1 tập trung ở khu vực này.

Kênh phân phối trực tiếp đến khách hàng tổ chức lớn là thế mạnh của DRC. Với đặc thù sản phẩm thế mạnh của DRC là lốp xe tải và lốp đặc chủng, DRC khá mạnh đối với kênh phân phối là các khách hàng trực tiếp là các nhà sản xuất lắp ráp ô tô như Tổng Công ty Công Nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor và các khách hàng tổ chức lớn có nhu cầu thường xuyên và ổn định như các công ty thuộc tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, Becamex, Xi măng Bim Sơn, các công trình thủy điện ... Ngoài vai trò đảm bảo đầu ra ổn định cho DRC, các khách hàng này còn giảm đáng kể chi phí bán hàng của DRC so với phân phối qua kênh đại lý. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu thuần của DRC luôn được duy trì ở mức thấp qua các năm.

Doanh thu nội địa chiếm đến 92,6% tổng doanh thu. Trong năm 2012, doanh thu từ thị trường xuất khẩu chỉ chiếm khoảng 7,4% tổng doanh thu. Thị trường xuất khẩu của DRC chủ yếu tập trung vào khu vực Châu Á.

Cơ cấu thị trường xuất khẩu DRC năm 2012

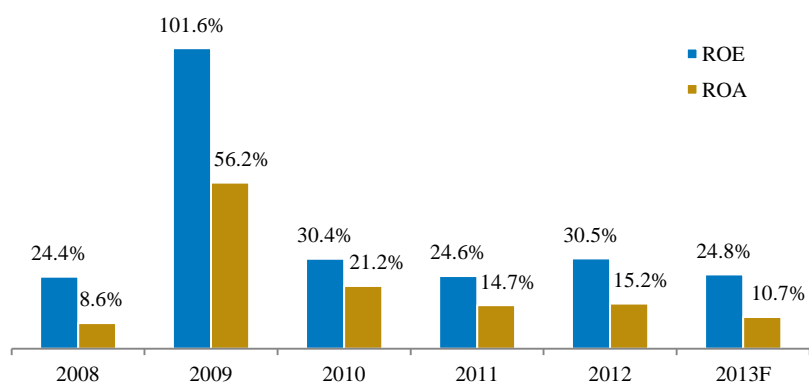


(Nguồn: DRC)

3. Phân tích tài chính

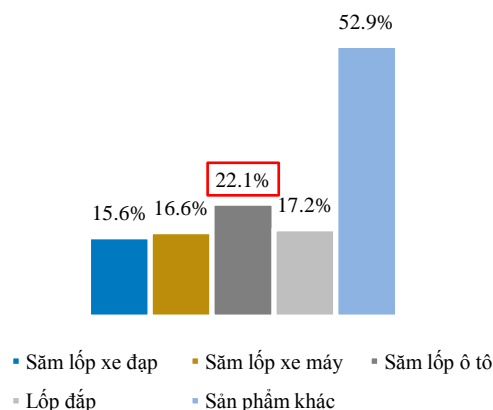
Khả năng sinh lời tốt và khá ổn định. Mặc dù lợi nhuận ngành sản phẩm phụ thuộc nhiều vào biến động giá cao su nguyên liệu đầu vào, trong các năm qua giá cao su nguyên liệu đầu vào biến động rất mạnh, tuy nhiên khả năng sinh lời của DRC khá ổn định, ROE luôn ở mức trên 24%. Nguyên nhân là do sản phẩm chủ lực của DRC là sản phẩm lốp ô tô có biên lợi nhuận gộp khá cao, đồng thời DRC không khó để tăng giá bán khi giá nguyên liệu đầu vào tăng. Vì đặc thù là một đơn vị sản xuất, tài sản cố định nhiều nên DRC có ROA không cao, chỉ khoảng trên 10%.

Biến động ROE, ROA của DRC



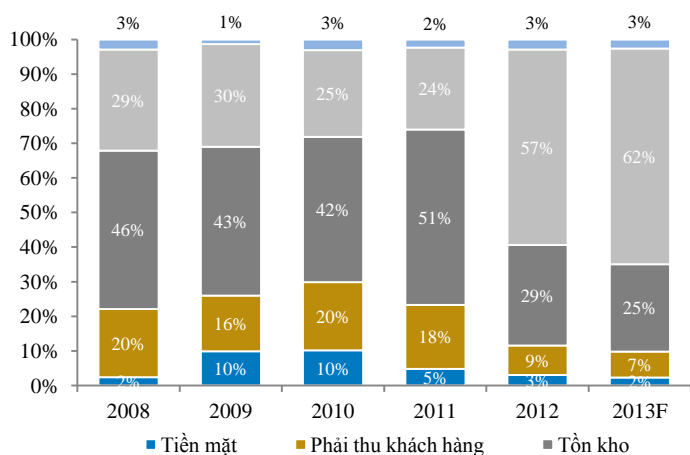
(Nguồn: BCTC DRC, BVSC tổng hợp)

Lợi nhuận gộp biên sản phẩm DRC năm 2012



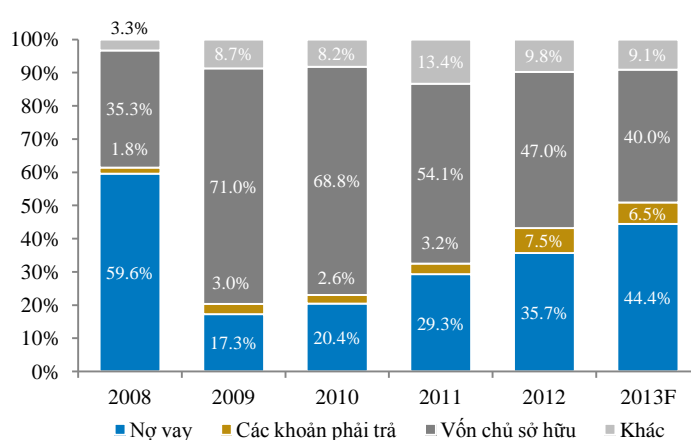
Tài sản cố định và vốn vay tăng mạnh trong 2 năm gần đây. Với nhiều dự án đang triển khai như di dời nhà máy săm lốp cũ và dự án Radial, DRC chủ yếu sử dụng vốn vay để tài trợ cho dự án. Do đó trong cơ cấu tài sản và nguồn vốn thì tỷ trọng tài sản cố định và vốn vay tăng mạnh trong 2 năm gần đây. Tuy nhiên tỷ lệ nợ/VCSH của DRC trong năm 2012 là 0,76x, vẫn khá an toàn. Theo ước tính của chúng tôi thì tỷ lệ này trong năm 2013 là 1,13x và vẫn nằm trong giới hạn an toàn.

Cơ cấu tài sản DRC



(Nguồn: BCTC DRC)

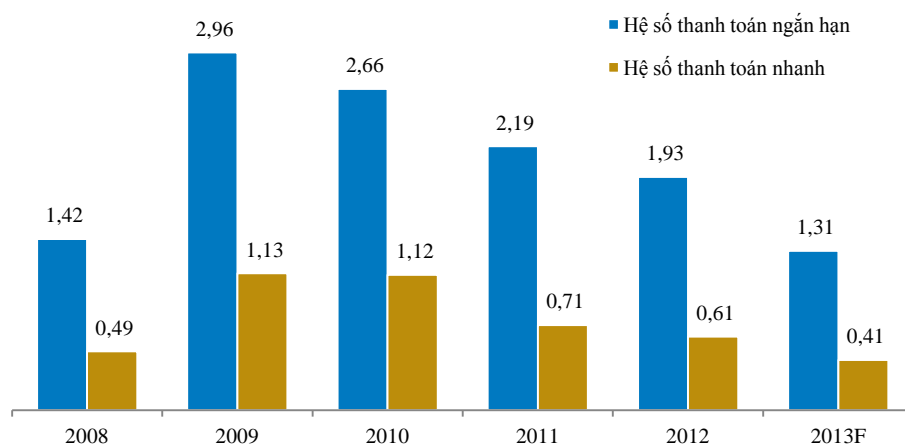
Cơ cấu nguồn vốn DRC



(Nguồn: BCTC DRC)

Khả năng thanh toán nhanh giảm dần. Việc tăng nợ vay trong những năm gần đây đã làm cho khả năng thanh toán của DRC giảm dần qua các năm. Hệ số thanh toán ngắn hạn năm 2012 của DRC là 1,93x, tỷ lệ này tương đối an toàn. Tuy nhiên hệ số thanh toán ngắn hạn của DRC 2 năm gần đây đều dưới 1x. Đây là đặc trưng riêng của các doanh nghiệp săm lốp. Thường thời điểm cuối năm các công ty thường trữ nguyên liệu cao su giá rẻ nên tồn kho tăng mạnh, trong khi nợ vay cũng tăng để tài trợ cho hoạt động này. Do đó, tỷ lệ thanh toán nhanh thời điểm cuối năm thường thấp. Do đó, khi đánh giá khả năng thanh toán của DRC thì việc đánh giá dựa trên tỷ lệ thanh toán ngắn hạn thì chính xác hơn.

Hệ số thanh toán DRC



(Nguồn: BCTC DRC, BVSC tổng hợp)

4. Dự án:

Di dời nhà máy sản xuất lốp ô tô:

Công suất trước và sau khi di dời:

Đơn vị: (chiếc)	Trước di dời	Sau di dời
Lốp ô tô	500.000	780.000
Săm ô tô	400.000	800.000
Yếm ô tô	N/A	390.000

Tổng vốn đầu tư:

Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	674
<i>Trong đó:</i>	
Tài sản cũ	94
Đầu tư mới	580
<i>Tài trợ bởi:</i>	
TP. Đà Nẵng hỗ trợ	160
Vốn vay	380
Vốn tự có	40

Tiến độ:

Thời gian thực hiện từ Q1/12 đến tháng 6 năm 2014.

Tính đến cuối năm 2012 đã giải ngân được 61 tỷ đồng, phần lớn dùng để xây dựng nhà xưởng.

Tác động đến doanh thu trong năm 2013: Chúng tôi cho rằng doanh thu sản phẩm ô tô truyền thống của DRC sẽ không bị ảnh hưởng nhiều do di dời nhà máy nhờ 2 yếu tố: thứ nhất, sẽ di dời từng phần, những dòng sản phẩm nào không di dời sẽ tiếp tục sản xuất. Thứ hai, DRC sẽ chủ động tồn kho thành phẩm trước khi di dời nhằm đảm bảo đủ hàng hóa tiêu thụ. Mặt khác tiến độ di dời đã được giãn sang đến tháng 6 năm 2014.

Dự án Radial:

Vốn đầu tư: Dự án có 2 giai đoạn với tổng vốn đầu tư là 2.992 tỷ đồng.

Tiến độ:

Có sản phẩm đầu tiên vào ngày 25/03/13.

Khánh thành nhà máy vào ngày 29/06/13, và ký hợp đồng với Stamford Tires International tiêu thụ 10.000 lốp Radial/tháng.

Tổng vốn đã đầu tư cho dự án đến cuối Q2/2013 ước tính khoảng 1.700 tỷ đồng, trong đó vốn vay khoảng 1.100 tỷ đồng chiếm 65% tổng vốn đầu tư. DRC gần như hoàn thành đầu tư cơ bản cho giai đoạn 1 cho dự án Radial.

Sản lượng sản xuất và tiêu thụ dự kiến trong năm 2013:

Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ lốp Radial trong năm 2013 khoảng 70 ngàn lốp. Trong đó 50 ngàn lốp xuất cho Stamford Tires (giả sử xuất từ đầu tháng 8), phần còn lại sẽ được tiêu thụ trong nước.

Theo chúng tôi, giá bán 1 lốp Radial khoảng 5,3 triệu đồng (chưa tính VAT). Như vậy, doanh thu từ lốp Radial của DRC trong năm 2013 khoảng 364 tỷ đồng. Nếu không tính chi phí khấu hao thì ước tính biên lợi nhuận gộp của lốp Radial khoảng 20%, do đó DRC có thể thu được 72,6 tỷ đồng lợi nhuận gộp (chưa trừ khấu hao).

Chi phí lãi vay và khấu hao: Dự kiến chi phí lãi vay và khấu hao của dự án Radial sẽ được bút toán trong 6 tháng cuối năm 2013. Ước tính chi phí khấu hao tăng thêm từ dự án Radial khoảng 79,6 tỷ đồng, chi phí lãi vay từ các khoản vay tài trợ cho dự án được ghi nhận chi phí trong năm 2013 là 47,6 tỷ đồng. Hiện lãi suất áp dụng cho các khoản vay tài trợ dự án Radial chịu lãi suất 12,5%/năm đối với các khoản vay bằng tiền đồng, đối với các khoản vay bằng USD thì lãi suất là 7,2%. Ước tính cuối năm 2013 tổng vay dài hạn cho dự án Radial khoảng 1.100 tỷ đồng, trong đó vay bằng USD (sử dụng để nhập máy móc thiết bị) chiếm tỷ lệ khá cao, khoảng 85%.

5. Triển vọng & Dự báo:

5.1. Triển vọng 2013:

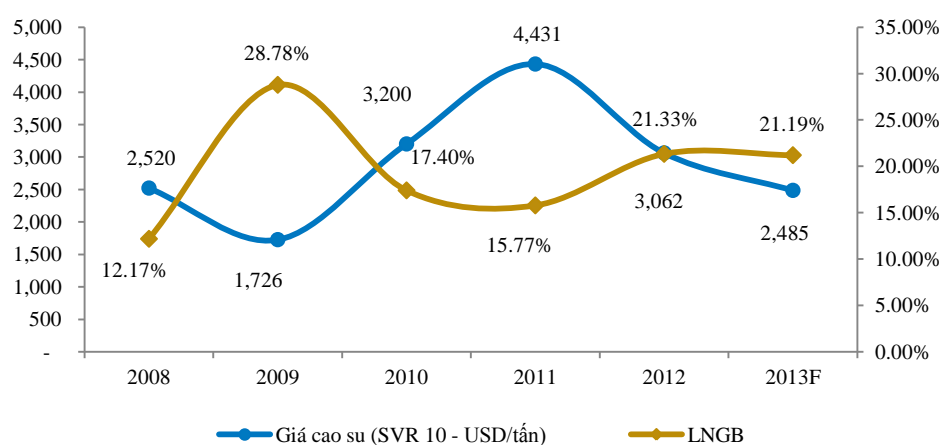
Doanh thu: Dự báo doanh thu 2013 đạt 3.154 tỷ đồng, tăng 13,3% so với cùng kỳ, cao hơn 4,4% so với kế hoạch 2013 (3.020 tỷ đồng). Trong đó doanh thu từ dự án Radial khoảng 364 tỷ đồng, sản lượng tiêu thụ lốp xe máy tăng khoảng 20% do DRC đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm nhằm tận dụng công suất xí nghiệp xe đạp xe máy đã được nâng lên sau di dời. Tình hình tiêu thụ sản phẩm ô tô tích cực trong 6 tháng đầu năm chúng tôi cũng giả định sản lượng tiêu thụ sản phẩm ô tô tăng khoảng 1% trong năm 2013. Với giá bán giảm 3% từ đầu Q3/2012 và nhiều khả năng sẽ giảm tiếp 3% từ đầu Q3/2013 (do giá nguyên liệu đầu vào giảm khá mạnh) thì giá bán trung bình năm 2013 thấp hơn khoảng 3% so với năm 2012.

Khấu hao và lãi vay: như đã trình bày ở phần dự án Radial, chi phí khấu hao trong năm 2013 ghi nhận thêm 79,6 tỷ đồng, đồng thời chi phí lãi vay cũng tăng thêm 47,6 tỷ đồng từ các khoản vay tài trợ cho dự án Radial. Đồng thời tỷ giá VND/USD dự kiến tăng khoảng 2% trong năm 2013.

Tỷ giá VND/USD tăng sẽ tác động không đáng kể đến lợi nhuận của DRC do ngoài phần doanh thu xuất khẩu của các sản phẩm lốp truyền thống thì DRC còn thu được khoảng 12,5 triệu USD từ xuất khẩu lốp Radial trong năm 2013.

Lợi nhuận gộp biên: Với diễn biến giá cao su giảm liên tục trong 6 tháng đầu năm 2013, chúng tôi dự báo giá cao su trung bình trong năm 2013 sẽ thấp hơn khoảng 21,5% so với năm 2012. Tuy nhiên, với chi phí khấu hao tăng mạnh, biên lợi nhuận lốp Radial giai đoạn đầu khá thấp, cùng với giá bán trung bình giảm khoảng 3% so với năm trước thì chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp năm 2013 của DRC ở mức 21,19%, giảm nhẹ so với năm trước.

Biến động giá cao su và LNGB của DRC



(Nguồn: DRC, VRA, BVSC tổng hợp)

Dự báo năm 2013 DRC có thể đạt được 408 tỷ đồng LNTT, giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ và kế hoạch công ty đặt ra là 417 tỷ đồng. LNST ước đạt 306 tỷ đồng. EPS pha loãng 2013 dự phóng đạt 3.902 đồng/cp, giảm 13,6 % so với cùng kỳ.

Ước thực hiện doanh thu và LNTT trong 6 tháng đầu năm 2013 lần lượt là 1.430 tỷ đồng và 250 tỷ đồng, tương ứng 45% và 61% mức dự phóng cả năm 2013 của BVSC. Dự kiến trong 2 quý còn lại năm 2013 thì doanh thu sẽ tăng mạnh, nhờ doanh thu từ dự án Radial, tuy nhiên LNST sẽ kém khả quan hơn so với 2 quý đầu năm do chi phí lãi vay và khấu hao tăng.

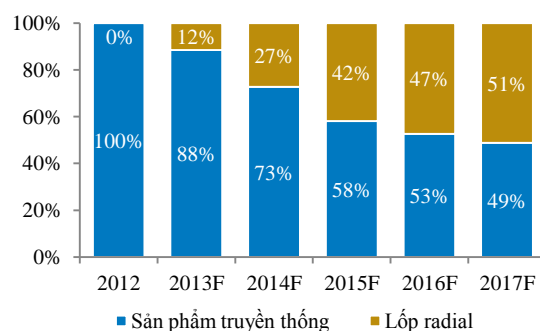
5.2. Triển vọng trong dài hạn:

Động lực tăng trưởng chính của DRC chủ yếu đến từ dự án Radial. Doanh thu dự kiến sẽ tăng mạnh trong năm 2014 và 2015 khi mà nhà máy Radial đi vào hoạt động ổn định. Nhờ doanh thu tăng nhanh từ dự án Radial, tổng doanh thu của DRC dự kiến tăng gấp đôi trong năm 2017. Tỷ lệ đóng góp doanh thu từ dự án Radial sẽ ngày càng cao, chiếm khoảng 51% tổng doanh thu trong năm 2017.

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận DRC giai đoạn 2012 - 2017

(tỷ đồng)	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	2.785	3.154	4.031	5.295	6.187	6.891
Tăng trưởng		13,3%	27,8%	31,4%	16,8%	11,4%
LNTT	417	408	317	482	718	937
Tăng trưởng		-2,1%	-22,4%	52,4%	48,8%	30,5%

Dự phóng cơ cấu doanh thu DRC



(Nguồn: DRC, BVSC dự phóng)

Dự báo năm 2014 LNTT của DRC sẽ giảm khoảng 22,4% so với 2013 đạt 317 tỷ đồng. Nguyên nhân là do lợi nhuận thu được từ lốp Radial chưa đủ bù đắp cho phần khấu hao và lãi vay từ dự án cùng với chi phí bán hàng và quản lý tăng lên tương ứng. Ước tính tổng chi phí lãi vay và khấu hao từ dự án Radial trong năm 2014 lên đến 300 tỷ. Trong đó chi phí lãi vay khoảng 100 tỷ đồng, chi phí khấu hao khoảng 200 tỷ đồng.

Lợi nhuận tăng trưởng mạnh kể từ 2015. Theo đánh giá của chúng tôi thì DRC có thể tiêu thụ tốt lốp Radial nhờ tiềm năng rất lớn từ thị trường xuất khẩu đồng thời Radial hóa là một xu hướng tất yếu, tỷ lệ lốp Radial sẽ tăng dần qua các năm. Kể từ năm 2015 sản lượng tiêu thụ lốp Radial sẽ rất khả quan và mang lại lợi nhuận đáng kể cho DRC.

6. Định giá:

Mô hình định giá DCF của chúng tôi có kết quả định giá FCFF là 49.758 đồng/cp, FCFE là 51.964 đồng/cp. Chúng tôi sử dụng WACC ngắn hạn ở mức 19,49% cho giai đoạn 2013-2030. Trong dài hạn suất chiết khấu được áp dụng là 12,46%. Thuế thu nhập doanh nghiệp trong mô hình định giá cho năm 2013 là 25%, năm 2014 và 2015 là 22% và năm 2016 trở đi là 20%. Kết quả định giá thể hiện tiềm năng trong dài hạn của dự án Radial.

Đối với phương pháp định giá PE chúng tôi thu được giá mục tiêu của DRC là 38.000 đồng/cp trong đó:

- P/E được sử dụng là 11,05x, tương đương với P/E trung bình của các doanh nghiệp ngành sản lốp trên thế giới có vốn hóa tương đương với DRC.

- Chúng tôi sử dụng trung bình EPS dự phóng trong năm 2013 và 2014, tương đương 3.437 đồng/cp.

Mức định giá theo phương pháp PE phản ánh triển vọng ngắn hạn của DRC.

7. Khuyến nghị đầu tư:

Chúng tôi khuyến nghị **“Neutral”** đối với cổ phiếu DRC. DRC được hưởng lợi khá lớn nhờ giá cao su nguyên liệu giảm mạnh trong năm 2013, do đó triển vọng kinh doanh khá tích cực trong nửa đầu năm nay. 2 quý còn lại của năm 2013 dự báo sẽ vẫn tốt, tuy nhiên với tác động của lãi vay và khấu hao từ dự án Radial thì dự báo kết quả kinh doanh sẽ không khả quan như 1H 2013. Chúng tôi nhận thấy rằng triển vọng tích cực 2013 đã phản ánh vào giá cổ phiếu DRC khi giá đã tăng 46,4% kể từ đầu năm 2013. Giá mục tiêu của DRC trong ngắn hạn là 38.000 đồng/cp dựa trên phương pháp PE, gần tương đương với giá hiện tại. Tuy nhiên, trong dài hạn cổ phiếu DRC vẫn rất triển vọng nhờ tiềm năng từ dự án Radial, theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE giá trị của DRC lần lượt là 49.758 đồng/cp và 51.964 đồng/cp.

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC



Báo cáo	Ngày cập nhật	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	11/2012	25.500	Neutral
Báo cáo cập nhật	4/2013	38.700	Outperform
Báo cáo đầy đủ	7/2013	39.300	Neutral

BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Doanh thu thuần	2.160.139	2.636.696	2.784.934
Lợi nhuận gộp	375.783	415.890	594.014
EBITDA	319.785	327.475	474.889
Khấu hao	(113.347)	(131.690)	(126.305)
EBIT	269.936	279.417	425.908
Lợi nhuận trước thuế	260.948	263.613	417.116
Chi phí thuế	64.764	65.959	104.988
Cổ đông thiểu số	-	-	-
Lợi nhuận ròng	196.184	197.654	312.129
EPS	6.376	4.282	4.509

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Tiền và tương đương tiền	108.061	78.140	75.550
Khoản phải thu	210.153	299.880	211.923
Hàng tồn kho	446.313	821.504	712.407
Khác	6.953	13.632	44.164
Tài sản ngắn hạn	771.480	1.213.155	1.044.043
Tài sản cố định	267.158	383.923	1.406.077
Đầu tư dài hạn	6.554	8.181	8.181
Khác	19.000	16.330	19.789
Tổng tài sản	1.064.193	1.621.589	2.478.090
Nợ phải trả	332.542	743.840	1.308.610
Vay ngắn hạn	176.225	287.194	117.177
Khoản phải trả	27.419	52.018	176.590
Khác	84.845	209.289	232.009
Nợ ngắn hạn	290.042	555.015	537.544
Nợ dài hạn	41.357	187.497	771.034
Nợ khác	1.123	1.305	-
Tổng nợ	332.542	743.840	1.308.610
Nguồn vốn chủ sở hữu	731.651	877.749	1.169.480
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông lớn	Số cp	Tỷ lệ	Tính đến ngày
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	27.971.730	50,50%	13/05/2013
Deutsche Bank	4.180.963	5,03%	13/05/2013
Templeton	4.074.096	4,90%	13/05/2013

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Triệu đồng	2010A	2011A	2012A
Thay đổi trong vốn lưu động	(189.482)	(440.319)	321.626
Dòng tiền từ HĐKD	46.942	41.528	554.231
Tiền chi mua sắm, xây dựng	(85.694)	(249.701)	(722.146)
Dòng tiền tự do	132.636	291.229	1.276.377
Thay đổi trong VCSH	0	0	0
Thay đổi trong nợ	1.727.392	1.933.815	1.743.288
Cổ tức phải trả	(11.655)	(30.373)	0
Dòng tiền ròng	30.101	(29.930)	(2.576)
Tiền mặt đầu kỳ	77.969	108.061	78.140
Tiền mặt cuối kỳ	108.061	78.140	75.550

PHÂN TÍCH CÁC TỶ SỐ

%	2010A	2011A	2012A
Biên EBITDA	14,8%	12,4%	17,1%
Biên lợi nhuận hoạt động	11,9%	9,8%	14,8%
Biên lợi nhuận ròng	9,1%	7,5%	11,2%
ROAA	21,2%	14,7%	15,2%
ROEA	30,4%	24,6%	30,5%
Tăng trưởng doanh thu	19,0%	22,1%	5,6%
Tăng trưởng LNST	-33,9%	1,0%	58,2%
Tăng trưởng doanh thu /cp	-40,5%	-18,6%	-29,6%
Tăng trưởng EPS	-75,1%	-32,8%	5,3%
Tăng trưởng tổng tài sản	35,6%	52,4%	52,8%
Tỷ số thanh toán lãi vay	28,03	15,68	46,44
Nợ trên tổng tài sản	0,31	0,46	0,53
Nợ trên vốn chủ sở hữu	0,45	0,85	1,12
Doanh thu/tài sản	2,03	1,63	1,12
Capex/Doanh thu	(0,05)	(0,05)	(0,05)
EPS cơ bản (VND)	6.376	4.282	4.509
EBITDA mỗi cp (VND)	4.505	2.516	4.074
Cổ tức mỗi cổ phần (VND)	379	658	-
Giá trị sổ sách (VND)	23.779	19.018	16.893

CHỨNG NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Lê Duy Khánh**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh Hồ Chí Minh

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP Hồ Chí Minh

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999