

Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

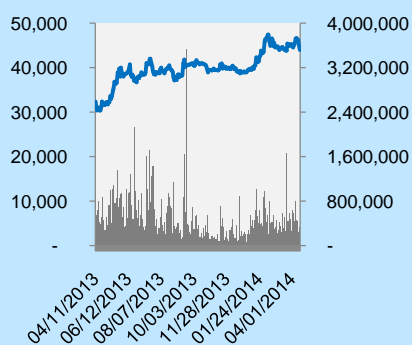
15 tháng 04, 2014

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VND)	50.400
Giá thị trường (15/04/2014)	43.900
Lợi nhuận kỳ vọng	14,8%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	30.300 – 47.400
Vốn hóa	3.647 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	83.073.849 CP
KLGD bình quân 10 ngày	454.401 CP
% sở hữu nước ngoài	27,99%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,56%
Beta	1,08

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	35,8%	-0,2%	11,1%	7,3%
VN-Index	16,3%	-2,3%	12,9%	17,3%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

Giá cao su thuận lợi cùng với tiêu thụ Radial tăng làm giảm đáng kể áp lực chi phí lớn, lợi nhuận năm 2014 tiếp tục ổn định.

Điểm nhấn đầu tư:

- **Lốp Radial trở thành động lực tăng trưởng doanh thu chính, dự báo doanh thu 2014 tăng mạnh 22%, đạt 3.420 tỷ đồng.** Trong đó, các sản phẩm truyền thống đóng góp 2.650 tỷ đồng, nhà máy Radial đóng góp 770 tỷ đồng vào tổng doanh thu.
- **Sản lượng tiêu thụ Radial được cải thiện đáng kể.** Dự báo khoảng 135.000 lốp Radial sẽ được tiêu thụ trong năm 2014, tăng gấp 9 lần so với mức tiêu thụ 15.000 lốp năm trước.
- **DRC tiếp tục hưởng lợi nhờ giá cao su giảm mạnh hơn dự kiến.** Với xu hướng hiện tại, BVSC dự báo giá cao su giảm bình quân cả năm 15%, qua đó góp phần chia sẻ áp lực chi phí lớn từ nhà máy Radial.
- Nhờ tiêu thụ Radial biến chuyển tích cực, chi phí nguyên liệu đầu vào giảm mạnh, **lợi nhuận sau thuế năm 2014 dự báo ổn định ở mức tương đương năm trước, ước khoảng 371 tỷ đồng. EPS đạt 4.475 đồng/cổ phiếu.**

Khuyến nghị: Chúng tôi đánh giá DRC là cổ phiếu cơ bản có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ vào khả năng đẩy mạnh doanh thu từ các thị trường xuất khẩu lớn, trong đó có Mỹ và Châu Âu. Giá nguyên liệu cao su đầu vào thuận lợi, cũng như công suất tiêu thụ Radial được cải thiện tốt sẽ làm giảm đáng kể áp lực khấu hao và lãi vay lớn từ nhà máy Radial, lợi nhuận năm 2014 của DRC sẽ tiếp tục được duy trì ổn định, đạt mức tương đương năm trước. Chúng tôi tạm thời tiếp tục giữ khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DRC, với mức giá mục tiêu là **50.400 đồng/cp**; các nhà đầu tư dài hạn có thể tiếp tục nắm giữ và tích lũy thêm cổ phiếu DRC ở những vùng giá thấp hơn giá mục tiêu 15%. Cuối cùng, các nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến rủi ro biến động giá cao su tự nhiên và ảnh hưởng không thuận lợi từ hiệp định TPP.

Một số chỉ số tài chính DRC

Chỉ số tài chính		2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	Tỷ VND	2.637	2.785	2.804	3.420
EBITDA	Tỷ VND	357	499	650	813
EBIT	Tỷ VND	315	452	572	626
LNST	Tỷ VND	198	313	375	371
EPS	VND	4.282	4.516	4.520	4.475
P/E	x	9,1	8,6	8,1	11
P/B	x	2,0	2,3	2,1	2,8
ROA	%	12%	13%	13,2%	11,2%
ROE	%	23%	27%	29,4%	27%

Báo cáo cập nhật Q1/2014
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	50,50%
Sở hữu nước ngoài	27,99%
Sở hữu khác	21,51%

CÓ ĐỒNG LỚN

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	40,4%
Deutsche Bank & Deutsche Investment	6,04%
FTIF	5,88%

Chỉ số tài chính dự báo
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu	2.160	2.637	2.785	2.804	3.420
Giá vốn	1.784	2.221	2.191	2.086	2.614
Lợi nhuận gộp	376	416	594	716	799
Doanh thu tài chính	7	8	4	11	12,5
Chi phí tài chính	42	65	45	85	162,5
Lợi nhuận sau thuế	196	198	313	375	371

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2010	2011	2012	2013	2014F
Tiền & khoản tương đương tiền	108	78	76	54	86
Các khoản phải thu ngắn hạn	210	300	212	333	406
Hàng tồn kho	446	822	722	901	861
Tài sản cố định hữu hình	185	154	176	1.720	2,050
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	7	8	8	8	8
Tổng tài sản	1.064	1.622	2.487	3.188	3.877
Nợ ngắn hạn	176	287	117	544	580
Nợ dài hạn	41	187	771	874	975
Vốn chủ sở hữu	732	878	1.170	1.379	1.428
Tổng nguồn vốn	1.064	1.622	2.487	3.188	3.443

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013	2014F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	19%	22%	6%	15,7%	22%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-50%	1%	58%	20%	-1,1%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	17%	16%	21%	25,7%	23,4%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9%	7%	11%	13,4%	10,8%
ROA (%)	18%	12%	13%	13,2%	11,2%
ROE (%)	27%	23%	27%	29,4%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	31%	46%	53%	57%	59%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	45%	85%	113%	131%	141%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	6.376	4.282	4.516	4.520	4.475
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	36.028	21.447	25.788	16.608	17.200

Triển vọng 2014 – BVSC dự báo

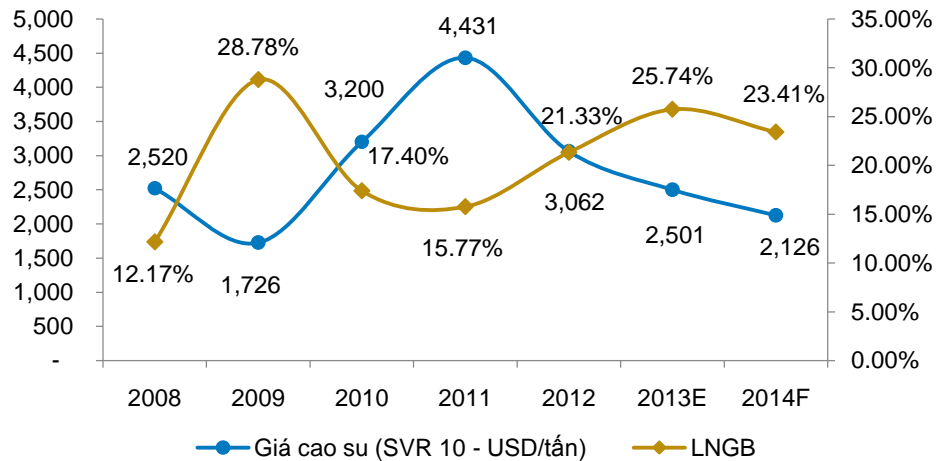
Đơn vị (tỷ VND)	KH 2014	Dự Báo	% Hoàn Thành	Yoy (%)
Doanh thu thuần	3.350	3.420	102%	+22%
Lợi nhuận trước thuế	425	476	112%	-5%
Lợi nhuận sau thuế	332	372	139%	-1,1%

Dòng sản phẩm Radial mới bắt đầu thể hiện vai trò là động lực tăng trưởng chính, dự báo doanh thu 2014 tăng mạnh. Cụ thể, tổng doanh thu ước đạt 3.420 tỷ đồng, tăng 22%, trong đó doanh thu từ các sản phẩm truyền thống tiếp tục được duy trì ổn định, đạt 2.650 tỷ đồng. **Sản lượng tiêu thụ Radial dự báo sẽ được cải thiện đáng kể, đạt 135.000 lốp so với 15.000 lốp của năm trước, đóng góp 770 tỷ đồng vào tổng doanh thu.** Theo chúng tôi, mức tiêu thụ này là hoàn toàn hợp lý vì ở thời điểm hiện tại, DRC đã ký kết thành công hợp đồng với đối tác lớn Stamyord Singapore để có thể bán được 120.000 lốp trong năm 2014. Ngoài ra, sản phẩm Radial mới của DRC cũng đã được công nhận đạt tiêu chuẩn chất lượng DOT và EMARK. Đây là tiền đề rất quan trọng để công ty có thể đẩy mạnh xuất khẩu dòng sản phẩm mới này sang các thị trường quốc tế, đặc biệt là Mỹ và Châu Âu. Tuy nhiên, nhà đầu tư cần lưu ý rằng ở mức công suất dự báo trên, dự án Radial vẫn còn lỗ khoảng 40 tỷ đồng vì công suất hoà vốn toàn ước tính khoảng 280.000 lốp.

Chi phí lớn từ nhà máy Radial sẽ tác động mạnh đến hoạt động kinh doanh 2014 của DRC. Chi phí khấu hao dự kiến tăng mạnh 2,4 lần đạt 187 tỷ đồng, trong đó khấu hao của riêng nhà máy Radial là 125 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chi phí lãi vay năm nay dự báo tăng đến 2,7 lần đạt 106 tỷ đồng do các khoản liên quan đến dự án Radial không còn được vốn hoá, ước chiếm gần 70% tổng lãi vay.

Giá cao su tự nhiên đầu vào giảm mạnh hơn so với dự kiến, các doanh nghiệp sản xuất sẽ tiếp tục hưởng lợi. Thông thường, Q1 trong năm sẽ là thời điểm giá cao su đạt mức cao nhất phản ánh nguồn cung hạn chế và giảm dần đến cuối năm khi vào mùa cao điểm khai thác. Tuy vậy, trong 2 tháng đầu năm, giá cao su tự nhiên đã tiếp tục giảm đến 15%. Với quan điểm thận trọng về sự hồi phục nhẹ của nhu cầu cao su do nền kinh tế trong và ngoài nước dần đi vào ổn định, chúng tôi dự báo giá cao su khó có thể giảm sâu thêm và ước cả năm giảm trung bình khoảng 15%.

Biến động giá cao su và LNGB của DRC



(Nguồn: DRC, VRA, BVSC tổng hợp)

Chi phí nguyên liệu cao su đầu vào giảm mạnh góp phần chia sẻ đáng kể áp lực chi phí khấu hao và lãi vay lớn từ nhà máy Radial, lợi nhuận gộp biên năm 2014 dự báo chỉ giảm nhẹ. Do dòng sản phẩm Radial mới ước tính chiếm đến 22,5% tổng doanh thu năm 2014 nhưng lại có lợi nhuận gộp biên khá thấp chỉ vào khoảng 5%, lợi nhuận gộp biên chung của DRC trong năm tới dự báo giảm 2,3% còn 23,4%. Nếu loại trừ ảnh hưởng từ nhà máy Radial thì lợi nhuận gộp biên của các sản phẩm truyền thống tiếp tục lập mức cao mới, ước tính đạt đến 28,7% phản ánh xu hướng giá cao su tự nhiên đầu vào thuận lợi.

Dựa vào những cơ sở đã nêu trên, BVSC dự báo lợi nhuận sau thuế năm 2014 của DRC ổn định ở mức tương đương năm ngoái, ước đạt 371 tỷ đồng, tương ứng với EPS 4.475 đồng/cổ phiếu.

Dự báo kết quả kinh doanh Q1/2014

Đơn vị (tỷ VND)	Q1 2014F	Q1 2013	Yoy (%)
Doanh thu thuần	786	626	+26%
Lợi nhuận trước thuế	102	104	-1,9%
Lợi nhuận sau thuế	79	78	+1,3%

Phân tích tình huống LNTT DRC năm 2014

Giá cao su tự nhiên và sản lượng tiêu thụ lốp Radial sẽ là hai biến số quan trọng ảnh hưởng đến lợi nhuận của DRC. Sau đây là dự báo biến động lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng) của DRC trong năm 2014 theo những kịch bản giá cao su và sản lượng Radial khác nhau:

		Giá cao su tự nhiên (SVR 10, USD/tấn)						
		2,461	2,344	2,232	2,126	2,020	1,919	1,823
Sản lượng tiêu thụ lốp Radial (lốp)	82,907	302.8	346.7	388.5	428.3	468.1	505.9	541.9
	97,537	312.6	357.8	400.8	441.8	482.8	521.8	558.8
	114,750	324.1	370.8	415.3	457.7	500.1	540.4	578.6
	135,000	337.7	386.2	432.4	476.4	520.5	562.3	602.0
	155,250	351.2	401.6	449.5	495.2	540.8	584.2	625.4
	178,537	366.8	419.2	469.1	516.7	564.2	609.4	652.3
	205,318	384.7	439.5	491.7	541.4	591.1	638.4	683.2

TPP – Cơ hội ít, rủi ro nhiều

Thị trường nội địa cạnh tranh khốc liệt. Nếu TPP được thông qua và rào cản thuế quan mặt hàng xăm lốp bị dỡ bỏ, chúng tôi hơi quan ngại về khả năng cạnh tranh của ngành ngay tại thị trường nội địa. NĐT cần lưu ý là với mức thuế nhập khẩu lốp xe vào Việt Nam hiện dao động khoảng 15-30% tùy mặt hàng, nếu đưa các mức thuế này về 0% thì đây sẽ là một thách thức lớn đối với khả năng cạnh tranh của các doanh nghiệp xăm lốp tại thị trường trong nước.

Tiềm năng củng cố thế mạnh xuất khẩu không lớn. Hiện thuế nhập khẩu mà Mỹ (thị trường xuất khẩu lớn nhất của mặt hàng xăm lốp Việt Nam) áp dụng đối với mặt hàng xăm lốp là 4%, là mức không cao lắm để có thể làm gia tăng mạnh sức cạnh tranh của sản phẩm xăm lốp Việt Nam nếu gỡ bỏ mức thuế này.

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đánh giá DRC là cổ phiếu cơ bản có tiềm năng tăng trưởng tốt nhờ vào khả năng đẩy mạnh doanh thu từ các thị trường xuất khẩu lớn, trong đó có Mỹ và Châu Âu. Giá nguyên liệu cao su đầu vào thuận lợi, cũng như công suất tiêu thụ Radial được cải thiện tốt sẽ làm giảm đáng kể áp lực khấu hao và lãi vay lớn từ nhà máy Radial, lợi nhuận năm 2014 của DRC sẽ tiếp tục được duy trì ổn định, đạt mức tương đương năm trước. Do đó, chúng tôi tạm thời tiếp tục giữ khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DRC, mức giá mục tiêu là **50.400 đồng/cp**; các nhà đầu tư dài hạn có thể tiếp tục nắm giữ và tích lũy thêm cổ phiếu DRC ở vùng giá thấp hơn giá mục tiêu 15%. Cuối cùng, các nhà đầu tư cũng cần lưu ý đến rủi ro biến động giá cao su tự nhiên và ảnh hưởng không thuận lợi từ hiệp định TPP.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA, etc). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 3 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999