

**Ngành Săm Lốp - ICB 3357
Ngày 29 tháng 05 năm 2014**

BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP Công ty Cổ Phần Cao Su Đà Nẵng (DRC)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ❖ **Thị trường nội địa ổn định nhờ nhu cầu thay thế sản phẩm.** Quy mô thị trường nội địa vào khoảng 800 triệu USD, trong đó, 94% sản lượng tiêu thụ đến từ nhu cầu thay thế sản phẩm.
- ❖ **Giá cao su thiên nhiên tiếp tục giảm mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất:** Cao su nguyên liệu chiếm khoảng 60% cơ cấu nguyên liệu của DRC. Quý 1/2014, giá cao su thiên nhiên tiếp tục giảm 10,83% so với cuối năm 2013.
- ❖ **DRC là doanh nghiệp đầu ngành sản xuất về quy mô tổng tài sản và lợi nhuận sau thuế.** Xét về doanh thu, DRC đứng ngay sau CSM với doanh thu thuần năm 2013 đạt 2.804 tỷ đồng. Tuy nhiên, nhờ có lợi thế về chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, lợi nhuận sau thuế của DRC đạt 375 tỷ đồng, cao hơn CSM (đạt 360 tỷ đồng).
- ❖ **Động lực tăng trưởng từ nhà máy lốp radial mới và mở rộng thị trường xuất khẩu:** Nhà máy lốp radial (với tổng công suất là 600.000 lốp, dự kiến xuất khẩu 30-35% sản lượng) được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính của công ty trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ trong nước ổn định. Chúng tôi ước đoán, doanh thu toàn công ty sẽ tăng trưởng bình quân hàng năm là 17,09% từ 2013-2016 và 8,59% từ 2016-2020.
- ❖ **Lợi thế về phân phối tạo cho công ty nguồn đầu ra ổn định với chi phí bán hàng thấp:** DRC có nhiều hợp đồng cung ứng dài hạn với các khách hàng tổ chức có nhu cầu thường xuyên như: Tổng Công ty Công nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor, các công ty thuộc tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, Becamex, Xi măng Bim Sơn, các công trình thủy điện,... Thêm vào đó, DRC hiện có hợp đồng cung ứng 10.000 lốp radial /tháng với tập đoàn Stamford Tires International Pte, Singapore.
- ❖ **KQKD quý 1/2014 khả quan với lợi nhuận sau thuế đạt 85,75 tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ giá cao su nguyên liệu giảm mạnh.** Theo chúng tôi đánh giá, năm 2014, công ty tiếp tục được hưởng lợi từ mặt bằng giá cao su thấp. Năm 2014, công ty đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 3.485 tỷ đồng (tăng 20%) và 425 tỷ đồng (giảm 15%). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sau thuế DRC đạt lần lượt là 3.438 tỷ đồng và 366 tỷ đồng (EPS là 4.406 đồng), giảm nhẹ so với năm 2013 (-2,50%).

Quan điểm đầu tư: DRC có các chỉ tiêu cơ bản khá tốt, sản phẩm lốp radial nếu tiêu thụ tốt sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng trong dài hạn cho công ty. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DRC với giá kỳ vọng trong 12 tháng tới là 51.900 đồng, cao hơn giá hiện tại 18,22%.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	Q1/2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2.637	2.785	2.804	2.869
% tăng trưởng y-o-y	22,06%	5,62%	0,68%	2,32%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1.622	2.478	3.188	3.243
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	878	1.169	1.380	1.465
Vốn điều lệ (tỷ đ)	462	692	831	831
CPLH bình quân (Triệu cp)	46,15	69,23	78,07	78,07
LN sau thuế (tỷ đ)	198	312	375	383
% tăng trưởng y-o-y	0,75%	57,92%	20,28%	1,99%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	4.282	5.355	4.519	4.905
Giá trị sổ sách (đ/cp)	19,018	16,893	17,673	18,771
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,77%	21,33%	25,57%	25,94%
ROS	7,50%	11,21%	13,39%	13,35%
ROE	24,56%	30,49%	29,45%	30,62%
ROA	14,72%	15,23%	13,25%	14,35%

Nguồn: BCTC DRC



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh

đv KLG: 10,000cp

Quan điểm đầu tư	Mua
Giá kỳ vọng	51.900
Giá thị trường (28/5/2014)	45.900
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

CPLH hiện tại (triệu cp)	83,07
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	3813,33
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1465,49
Sở hữu nước ngoài (%)	28,24%
Giá hiện tại (đ/cp)	45.900
KLTB 10 ngày (cp)	333.462
Giá thấp nhất 52T (đ)	31.500
Giá cao nhất 52T (đ)	47.400
+/- 7 ngày qua	6,5%
+/- 1 tháng qua	4,6%

Trợ lý phân tích

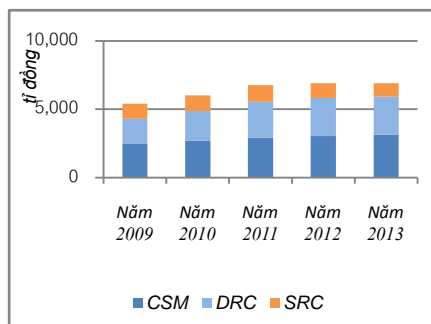
Trần Thị Hồng Tươi

Email: tuoith@bsc.com.vn

Tel: 0439352722 (108)

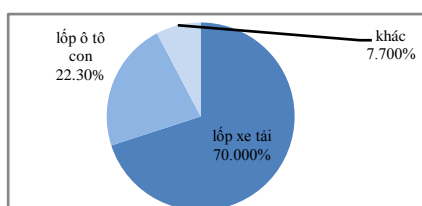
TRIỂN VỌNG NGÀNH KINH DOANH

Doanh thu của các doanh nghiệp sản xuất lốp CSM, DRC, SRC



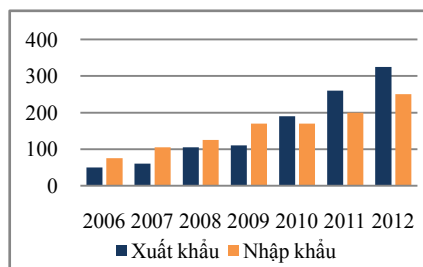
(Nguồn: CSM, DRC, SRC)

Cơ cấu nhập khẩu



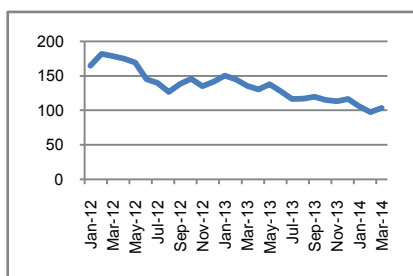
(Nguồn: ITC, Hiệp hội cao su VN, Bản tin thị trường cao su VN-số tháng 4/2013)

Kim ngạch xuất-nhập khẩu lốp xe VN 2006-2012 (triệu đô)



Nguồn: ITC, Hiệp hội cao su VN, Bản tin thị trường cao su VN-số tháng 4/2013

Diễn biến giá cao su giao ngay RSS3



(Nguồn: Index Mudi, WB)

Thị trường nội địa ổn định nhờ nhu cầu thay thế sản phẩm: Thị trường sản phẩm Việt Nam có quy mô tương đối nhỏ, đạt 16.800 tỷ đồng. Trong đó, 94% doanh số thị trường đến từ nhu cầu thay thế sản phẩm hàng năm. Tiềm năng tăng trưởng của thị trường không cao do cầu đối với phân khúc xe đạp, xe máy đã bão hòa, phân khúc ô tô tăng trưởng khá nhưng doanh số bán hàng chưa cao, sản xuất lốp ô tô trong nước mới chỉ đáp ứng được 30-40% nhu cầu tiêu thụ.

Tiềm năng thị trường lốp radial nội địa: So với lốp Bias, lốp Radial có các đặc tính vượt trội như độ bền tăng gấp 2 lần, giảm tiêu hao nhiên liệu từ 12%-16%, sinh nhiệt thấp, tản nhiệt nhanh,... và đặc biệt là phù hợp với yêu cầu xe ô tô chạy tốc độ cao. Ở các nước phát triển, lốp Radial chiếm hơn 90% tổng lượng lốp xe lưu hành, ở các nước đang phát triển, con số này là 60%, tuy nhiên, ở VN tỉ lệ này còn thấp, chỉ chiếm khoảng 10%. Trong đó, 90% sản lượng tiêu thụ phải nhập khẩu.

Tiềm năng tăng trưởng nhờ đẩy mạnh xuất khẩu: Theo báo cáo của Freedonia Group và Pirelli, nhu cầu lốp thế giới sẽ tăng trưởng bình quân 4,7%/năm, đạt 3,3 tỉ chiếc vào năm 2015. Việt Nam có lợi thế về nguồn nguyên liệu cao su tự nhiên dồi dào, giá nhân công rẻ, thuế xuất khẩu sản phẩm là 0% thấp hơn mức 8% ở quốc gia xuất khẩu sản phẩm lớn nhất thế giới-Trung Quốc. Tuy nhiên, thị trường xuất khẩu hiện đang bị chiếm lĩnh bởi các doanh nghiệp có vốn FDI, ba công ty SRC, CSM và DRC chỉ chiếm 12,8% thị phần xuất khẩu. Dự kiến, sản lượng và doanh thu xuất khẩu của DRC và CSM sẽ tăng sau khi nhà máy lốp radial đi vào hoạt động.

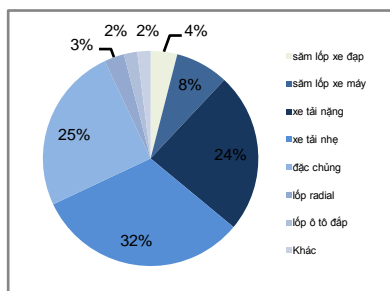
Giá cao su thiên nhiên tiếp tục giảm mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất: Cao su nguyên liệu chiếm 57% cơ cấu nguyên liệu của DRC. Năm 2013, giá cao su thiên nhiên giảm 16,7% so với năm 2012, quý 1/2014, giá cao su thiên nhiên tiếp tục giảm 10,83% so với cuối năm 2013. Lũy kế Q1/2014, biên lợi nhuận gộp của CSM, DRC đạt 27,06%, 25,94% và cao hơn so với cuối năm 2013 là 26,72%, 25,57%.

Phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu: Ngoài cao su tự nhiên, Việt Nam phải nhập khẩu hầu hết các nguyên liệu sản xuất còn lại (khoảng 65%). Do đó, các công ty trong nước chịu tác động lớn từ biến động giá nguyên liệu thế giới và rủi ro tỷ giá.

Hiệp định TPP nếu đạt được sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu nhưng cũng đồng thời làm tăng tính cạnh tranh tại thị trường trong nước: Xét về giá trị, Việt Nam chủ yếu xuất khẩu sản phẩm sang Mỹ (23%), Malaysia (8%) trong khi đó, nhập khẩu nhiều nhất từ Thái Lan (44%), Nhật Bản (17%) và Trung Quốc (12%). Nếu hiệp định TPP được ký kết, thuế suất xuất nhập khẩu tiến dần về 0%, giúp các doanh nghiệp sản xuất tăng xuất khẩu, đặc biệt là vào thị trường Mỹ và Malaysia. Trong khi đó, thuế nhập khẩu vào Việt Nam cũng giảm dần từ 10-25% về 0% cũng sẽ làm tăng nguồn cung các sản phẩm sản phẩm nhập ngoại.

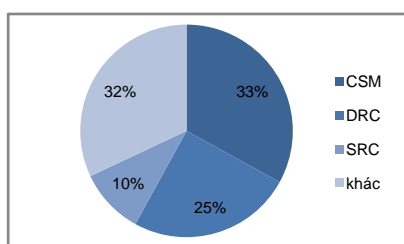
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH

Cơ cấu doanh thu DRC 2013



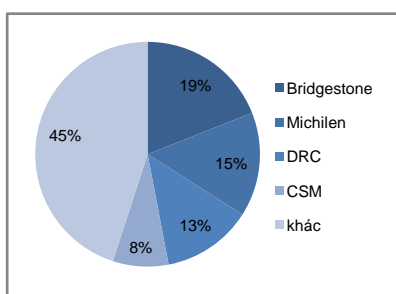
(Nguồn: DRC, BSC tổng hợp)

Thị phần nội địa



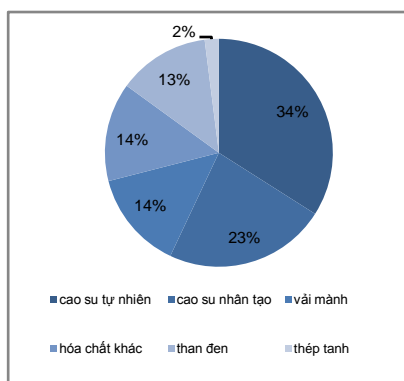
(Nguồn: CSM)

Thị phần sản phẩm lốp ô tô tải nội địa



(Nguồn: BSC tổng hợp)

Cơ cấu nguyên liệu 2012



(Nguồn: DRC)

DRC là doanh nghiệp nội địa dẫn đầu thị phần lốp ô tô tải với 13% thị phần.

Sản phẩm sản phẩm lốp ô tô chiếm 81% tổng doanh thu của công ty. Trong đó sản phẩm lốp ô tô tải nhẹ, tải nặng và sản phẩm đặc chủng chiếm tỉ trọng lần lượt là 32%; 24% và 25%; sản phẩm lốp radial mặc dù mới được ghi nhận doanh thu trong quý 4/2013 cũng đã đóng góp đến 3% tổng doanh thu của công ty (90 tỷ đồng). Dự kiến, sau khi nhà máy lốp radial mới- tập trung sản xuất lốp xe tải, xe khách đi vào hoạt động, thị phần sản phẩm lốp ô tô của DRC sẽ tăng lên. Mục tiêu, năm 2017, sản phẩm lốp ô tô tải chiếm 75% doanh thu của DRC, trong đó, sản phẩm radial chiếm 45% doanh thu, lốp ô tô tải nặng và tải nhẹ bias giảm còn lần lượt là 17% và 13%.

Doanh thu từ dòng sản phẩm lốp ô tô đặc chủng tăng mạnh: Tăng gấp đôi từ 334 tỷ đồng (12% doanh thu) năm 2012 lên 670 tỷ đồng (chiếm 25% doanh thu) trong năm 2013. Dòng sản phẩm này được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng tốt trong thời gian tới, tuy nhiên cơ cấu doanh thu có thể giảm do tăng trưởng doanh thu của dòng sản phẩm lốp radial.

Lợi thế phân phối mang lại nguồn doanh thu ổn định và chi phí bán hàng thấp: với thế mạnh là dòng sản phẩm sản phẩm lốp xe tải, DRC có nhiều hợp đồng cung ứng dài hạn với các khách hàng tổ chức như: Tổng Công ty Công Nghiệp Ô tô Việt Nam, Ô tô Trường Hải, Hyundai Vina Motor, các công ty thuộc tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, Becamex, Xi măng Bỉm Sơn, các công trình thủy điện,... Năm 2013, công ty đã ký thêm được 9 hợp đồng mua hàng trực tiếp với các khách hàng tổ chức lớn, thiết lập 6 nhà phân phối trong và ngoài nước, đóng góp thêm 55 tỷ đồng doanh thu cho DRC.

Động lực tăng trưởng mới từ nhà máy lốp radial toàn thép: Trong 2 năm gần đây, tốc độ tăng trưởng doanh thu của DRC đã chứng tỏ do sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp ô tô của công ty đã vượt công suất thiết kế gần 50%. Năm 2014, công suất thiết kế đối với dòng sản phẩm sản phẩm lốp ô tô tăng gấp đôi, đạt 1,88 nghìn chiếc/năm sau khi hoàn thành dự án nhà máy lốp radial và dự án di dời nhà máy về khu công nghiệp Liên Chiểu. Đặc biệt, dự án nhà máy lốp radial (khánh thành tháng 6/2013) với tổng công suất thiết kế lên tới 600.000 lốp/năm được kỳ vọng mang lại tốc độ tăng trưởng cao cho DRC do tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán cao hơn đối với dòng sản phẩm lốp radial. Năm 2014, công ty đặt kế hoạch tiêu thụ 135.000 lốp radial (phần đầu đạt 190.000 lốp), đóng góp khoảng 24% doanh thu.

Đẩy mạnh xuất khẩu: Hoạt động xuất khẩu hiện tại của DRC còn khá khiêm tốn, xuất khẩu chiếm khoảng 11% doanh thu công ty năm 2013. Tuy nhiên, sau khi nhà máy lốp radial đi vào hoạt động, công ty dự kiến xuất khẩu 30-35% sản lượng nhà máy. Hiện, DRC đã ký hợp đồng xuất khẩu 10.000 lốp radial/tháng với tập đoàn Stamford Tires International Pte. Ltd, Singapore. Công ty cũng đang tiếp cận với các nhà nhập khẩu để xuất khẩu lốp radial sang các thị trường nước ngoài (lốp radial của DRC vừa được cấp chứng nhận DOT của Mỹ và E-Mark của Châu Âu).

KQKD năm 2013 và quý 1/2014 khả quan với lợi nhuận sau thuế đạt 375 tỷ đồng, tăng 20% và đạt 85,75 tỷ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ giá cao su nguyên liệu giảm mạnh. Theo chúng tôi đánh giá, năm 2014, công ty tiếp tục được hưởng lợi từ mặt bằng giá cao su thấp. Tuy nhiên, biên lợi nhuận sau thuế có thể

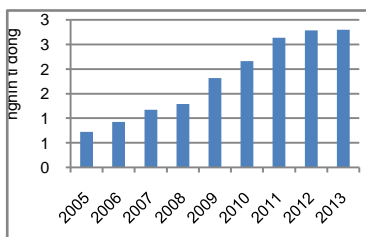
giảm (từ 13,39% năm 2013 xuống còn 10,65% năm 2014) do tăng chi phí khấu hao và chi phí lãi vay nhà máy mới không còn được vốn hóa. Năm 2014, công ty đạt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 3.350 tỉ đồng (tăng 20%) và 425 tỉ đồng (giảm 15%). Chúng tôi đánh giá đây là một kế hoạch khá thận trọng của DRC và kỳ vọng DRC đạt doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2014 lần lượt là 3.438 tỉ đồng và 366 tỉ đồng (tương đương EPS đạt 4.406đồng).

Rủi ro đầu tư:

- **Rủi ro cạnh tranh:** Chúng tôi đánh giá rủi ro này không cao. Sản phẩm của DRC không cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp nội địa và doanh nghiệp nước ngoài có nhà máy sản xuất tại Việt Nam do khác biệt về phân khúc sản phẩm và thị trường tiêu thụ. Về cạnh tranh với hàng nhập khẩu, sản phẩm của DRC có lợi thế về giá (do các doanh nghiệp xuất khẩu sang Việt Nam phải chịu thuế nhập khẩu là 10% đối với khu vực AFTA và 25% đối với khu vực ngoài AFTA) và chế độ bảo hành tốt. Tuy nhiên, nếu hiệp định TPP được ký kết, sảm lớp nhập khẩu từ các nước thành viên TPP tăng sẽ làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường nội địa.
- **Rủi ro tiêu thụ sản phẩm lốp radial:** Đây là rủi ro chính đối với hoạt động của nhà máy lốp radial cũng như đối với kế hoạch phát triển trong tương lai của công ty. Mặc dù, thời gian tới, nhiều doanh nghiệp dự kiến đầu tư và đi vào hoạt động nhà máy lốp radial ở Việt Nam, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá hoạt động này không làm tăng tính cạnh tranh trên thị trường lốp radial nội địa. Do các công ty này tập trung vào phân khúc lốp ô tô con, ô tô du lịch và hướng tới thị trường xuất khẩu, trong khi đó, nhà máy lốp radial mới của DRC chủ yếu sản xuất lốp ô tô siêu tải nặng. Trên thị trường quốc tế, sản phẩm của DRC có thể sẽ gặp phải cạnh tranh về giá với các sản phẩm sảm lớp Trung Quốc.
- **Rủi ro giá nguyên liệu tăng:** Nguyên liệu đầu vào chiếm đến 80% giá vốn hàng bán. Năm 2014, giá cao su nguyên liệu (chiếm 57% chi phí nguyên liệu) được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp.
- **Rủi ro tỉ giá:** Ngoài cao su tự nhiên, DRC phải nhập khẩu khoảng 65% nguyên liệu đầu vào và có khoản nợ trị giá 32,5 triệu đô. Theo chúng tôi dự đoán, năm 2014, tỉ giá có thể tăng từ 1-2% làm tăng chi phí sản xuất và chi phí lãi vay của DRC. Để giảm rủi ro tỉ giá, DRC đã tham gia góp vốn liên doanh cùng với công ty Philips Carbon Black của Ấn Độ xây dựng nhà máy sản xuất than đen tại Việt Nam (than đen chiếm 7-10% chi phí nguyên liệu đầu vào).
- **Rủi ro lãi suất:** Do DRC có tỉ lệ nợ vay lớn (chiếm 44,64% tổng nguồn vốn). Năm 2014, Ngân hàng Nhà nước chủ trương tiếp tục giảm lãi suất cho vay từ 1-2%.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Doanh thu thuần 2005-2013



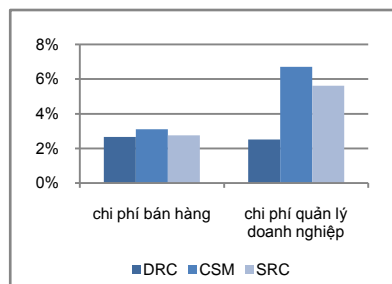
(Nguồn: DRC)

Năm 2013 và quý 1/2014, lợi nhuận của DRC được cải thiện nhờ giá cao su giảm mạnh. Công ty có lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng sau thuế cao nhất trong số các công ty sảm lớp niêm yết của Việt Nam.

Đánh giá sự tăng trưởng:

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của DRC đã chứng lại. Năm 2013, doanh thu gần như không đổi so với năm 2012, đạt 2.799 tỉ đồng (tăng trưởng 0,5%). Trong khi đó, lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh và lợi nhuận ròng sau thuế tăng

Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp 2013



(Nguồn: DRC, CSM, SRC)

manh, lần lượt là 20,90% và 20,25% do giá cao su giảm mạnh (khoảng 16,7%) trong năm 2013. Quý 1/2014, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của công ty đạt lần lượt là 678 tỉ đồng, tăng 11,51% và 85,75 tỉ đồng, tăng 9,7% so với cùng kỳ.

Năm 2014, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của công ty sẽ tăng khoảng 23,51% do tiêu thụ sản phẩm lốp radial mới.

Cơ cấu vốn và cơ cấu tài sản:

➤ **Tỉ trọng tài sản dài hạn cao** và tăng lần lượt là 351,11% và 32,09% trong năm 2012 và 2013 do ghi nhận giá trị đầu tư nhà máy mới.

➤ **Nợ vay tăng:** năm 2012 và năm 2013 tăng lần lượt là 75,93% và 38,72% so với năm liền kề. Tỉ trọng nợ so với tổng nguồn vốn cao, chiếm đến 44,64% do nhà máy mới được tài trợ bằng khoảng 60% nợ.

Chỉ tiêu về khả năng thanh toán: thấp hơn của CSM và SRC do công ty có tỉ trọng nợ ngắn hạn lớn.

Chỉ tiêu về năng lực hoạt động:

Số ngày phải thu tăng do công ty tăng cường hỗ trợ tín dụng đối với các khách hàng.

Chỉ tiêu về khả năng sinh lời: Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời được cải thiện. Mặc dù doanh thu Q1/2014 giảm 11,51% so với cùng kỳ nhưng lợi nhuận ròng sau thuế tăng 9,7% lên 85,75 tỉ đồng. DRC là công ty có lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng sau thuế cao nhất trong số các công ty sản xuất lốp của Việt Nam.

➤ **Biên lợi nhuận gộp tăng:** từ 24,04% quý 1/2013 lên 25,61% năm quý 1/2014 nhờ giá cao su nguyên liệu giảm.

➤ **Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh và biên lợi nhuận sau thuế vượt trội so với CSM, SRC** do tiết giảm được chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp.

Chỉ tiêu cơ bản	DRC			CSM	SRC
	2011	2012	2013		
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0,54	0,76	1,03	0,99	0,42
Tổng tài sản/VCSH	1,85	2,12	2,31	2,21	1,69
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ Tổng TS	25,19%	57,87%	59,28%	58,34%	22,76%
TS ngắn hạn/Tổng TS	74,81%	42,13%	40,72%	41,66%	77,24%
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0,71	0,62	0,42	0,50	0,65
Hệ số TT ngắn hạn	2,19	1,94	1,39	1,56	2,03
Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	21,32	21,44	26,25	39,82	181,07
Số ngày tồn kho	102,76	126,02	139,19	142,06	599,70
Số ngày phải trả	11,02	39,53	51,26	31,32	74,24
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	15,77%	21,33%	25,57%	25,94%	19,29%
ROS	7,50%	11,21%	13,39%	13,35%	8,68%
ROE	24,56%	30,49%	29,45%	30,62%	21,42%
ROA	14,72%	15,23%	13,25%	14,35%	12,37%

Nguồn: BSC tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chi phí vốn bình quân	
Lãi suất phi rủi ro	9,20%
Lợi suất thị trường	16,19%
Beta	1,21
Chi phí vốn chủ sở hữu	17,63%
Chi phí vốn nợ	7,7%
Giá trị thị trường của nợ (tỉ đ)	1.815
Giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu (tỉ đ)	3.671,9
Chi phí vốn bình quân	13,79%

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

Kết quả định giá

	Giá	Tỉ trọng
FCFF	57.073	60%
P/E	43.826	40%
Giá hợp lý	51.800	

(Nguồn: BSC tổng hợp)

I. ĐỊNH GIÁ

Báo cáo sử dụng hai phương pháp định giá là FCFF và P/E.

- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

Chúng tôi đánh giá FCFF là một phương pháp hợp lý để định giá DRC do phương pháp này có tính đến dòng tiền chiết khấu; do công ty có tỉ lệ nợ vay cao và đang tăng trong thời gian gần đây.

Chúng tôi áp dụng mô hình FCFF 2 giai đoạn gồm: (1) giai đoạn 1: từ 2014-2020, ứng với thời gian nhà máy lốp radial lắp đầy công suất và hoạt động ổn định; (2) giai đoạn 2: tăng trưởng dài hạn.

- Giai đoạn 1:

Doanh thu: tăng trưởng chủ yếu nhờ tiêu thụ dòng sản phẩm lốp radial. Chúng tôi ước đoán, doanh thu trung bình năm tăng 12,15% từ 2013-2020, trong đó, tăng trưởng 17,09% trong 2013-2016 và khoảng 8,59% trong 2016-2020. Doanh thu 2014 ước đạt 3.438 tỉ đồng, tăng 22,63% so với năm 2013.

Lợi nhuận gộp biên: Chúng tôi ước tính, lợi nhuận gộp biên giảm từ 25,57% năm 2013 xuống còn 24,66% năm 2020 do lốp radial có biên giá vốn hàng bán cao hơn.

Lợi nhuận ròng: tăng trưởng lợi nhuận ròng ước tính hàng năm là 12,70% từ 2013-2020. Biên lợi nhuận ròng giảm từ 13,39% năm 2013 xuống còn 10,65% năm 2014 do lợi nhuận gộp biên giảm, tăng chi phí lãi vay, tăng chi phí khấu hao; và tăng dần trong các năm sau nhờ tăng quy mô. Năm 2014, lợi nhuận ròng ước đạt 366 tỉ đồng, tương đương EPS là 4.406 đồng, giảm nhẹ so với năm 2013 (-2,50%).

Dòng tiền tự do: Dự báo, năm 2014, dòng tiền có thể âm do tăng tài sản cố định (ghi nhận giá trị tăng lên từ dự án di dời nhà máy về khu công nghiệp Liên Chiểu) và do tăng vốn lưu động ròng sau khi nhà máy lốp radial đi vào hoạt động. Tăng trưởng dòng tiền bình quân khoảng 12,15%/năm trong 2015-2020.

- **Giai đoạn 2:** Chúng tôi ước tính tăng trưởng dòng tiền trong dài hạn là 4%.

Chi phí vốn bình quân: Chúng tôi sử dụng mô hình CAPM để tính toán chi phí vốn chủ sở hữu, với hệ số beta được cập nhật từ Bloomberg là 1,21, lợi suất phi rủi ro và lợi suất thị trường lần lượt là lợi suất của trái phiếu chính phủ 10 năm (9,2%) và lợi suất của chỉ số VN-index (16,19%). Chi phí vốn nợ được tính toán dựa trên báo cáo tài chính năm 2013 với thuế suất là 22% trong năm hai năm là 2014 và 2015, giảm còn 20% từ 1/1/2016.

Theo phương pháp này, giá hợp lý của DRC là 57.073 đồng.

- Phương pháp P/E:

Để tiến hành định giá cổ phiếu DRC chúng tôi lựa chọn các công ty trong ngành sản xuất có một số yếu tố cơ bản tương tự DRC như:

- Doanh thu 4 quý gần nhất tương đương 1.500-4.500 tỉ đồng
- Hoạt động sản xuất kinh doanh chính là sản xuất ô tô, xe tải và máy công-nông nghiệp.
- Có nhà máy sản xuất lốp radial đang đi vào hoạt động hoặc dự kiến hoạt động trong thời gian tới.

Khi đó:

Hệ số P/E ngành là 10

EPS kỳ vọng bằng 4.406 đồng,

Theo phương pháp này, giá hợp lý của cổ phiếu DRC là 44.060 đồng.

Kết quả định giá:

Phương pháp định giá	Tỉ trọng	Giá (đồng)
FCFF	60%	57.073
P/E	40%	44.060
Giá mục tiêu	51.867 đồng	

Quan điểm đầu tư: DRC có các chỉ tiêu cơ bản khá tốt, sản phẩm lốp radial nếu tiêu thụ tốt sẽ mang lại triển vọng tăng trưởng trong dài hạn cho công ty. Chúng tôi khuyến nghị mua cổ phiếu DRC với giá kỳ vọng trong 12 tháng tới là 51.900 đồng, cao hơn giá hiện tại 18,22%.

Công ty	Thị trường niêm yết	Doanh thu (TTM) (tỉ đồng)	Tổng tài sản	P/E	P/B	ROE (%)	ROA (%)
Cao su Đà Nẵng	Việt Nam	2.125	3.243	9,63	2,61	30,62%	14,35%
Xiamen Sunrise Wheel Group-A	Trung Quốc	4.183	8.940	50.00	1,51	2,99%	1,48%
Falcon Tyres Ltd	Ấn Độ	3.889	4.469	-	0,53	-22,64%	-5,25%
Good year Indonesia PT	Trung Quốc	3.875	2.361	13,86	1,17	9,92%	4,56%
Shandong Himile Mechanical- A	Trung Quốc	3.838	8.599	26,15	3,68	14,72%	13,68%
Cia Goodyear Del Peru-invest	Peru	3.529	4.129	4,19	0,46	11,43%	8,78%
Cao su Miền Nam	Việt Nam	3.117	2.921	7,37	2,18	33,01%	15,13%
Goodyear Thailand	Thái Lan	2.470	2.886	10,25	0,94	9,41%	7,38%
General Tire& Rubber Co	Pakistan	1.873	1.214	12,52	2,7	24,34%	6,01%

(Nguồn: Bloomberg, BSC tổng hợp)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Nguyễn Thanh Hoa

Tel: 0439352722 (155)

Email: hoant@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức

Nguyễn Tiến Đức

Tel: 0439352722 (254)

Email: ducnt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

