

## Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 6, 2015

Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VND)	<b>54.000</b>
Giá thị trường (15/06/2015)	50.500
Lợi nhuận kỳ vọng	7%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	VND/CP 36.800-57.100
Vốn hóa	4.615 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	92.381.233
KLGD bình quân 10 ngày	49.062
Sở hữu nước ngoài	38,37%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,71

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	35,4%	-2,8%	-4,3%	10,1%
VN-Index	3,5%	9,3%	0,8%	6,6%

Chuyên viên phân tích

**Trương Sỹ Phú**

(84 8) 3914 6888 ext: 122

truongsyphu@baoviet.com.vn

# Công ty cổ phần Cao Su Đà Nẵng

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

## Giá cao su tự nhiên có dấu hiệu hồi phục, điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2015

**Kết quả Q1 2015 khả quan:** DRC đạt tổng doanh thu thuần đạt 766 tỷ đồng (+13% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 88 tỷ đồng (+2,3% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 22% kế hoạch về doanh thu và 24,7% kế hoạch về lợi nhuận trong năm 2015.

**Tiêu thụ Radial tích cực:** Trong Q1 DRC đã bán được khoảng 35.600 lốp Radial toàn thép (+154% yoy), trong đó bán nội địa là chủ yếu cho các khách hàng như THACO và TMT. Công ty cho rằng với tình hình tiêu thụ khả quan, sản lượng Radial có thể đạt 240.000 lốp trong năm 2015 và đạt công suất tối đa giai đoạn 1 – 300.000 lốp trong năm 2016.

**Tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 của dự án Radial toàn thép:** Theo nghị quyết HĐQT 24/04/2014 của DRC, công ty sẽ tiến hành đầu tư giai đoạn 2 nâng công suất lên 600.000 lốp/năm. Thời gian thực hiện kéo dài từ Q2 2015 đến hết Q4 2016. Chi phí đầu tư dự kiến 705 tỷ đồng, trong đó tỉ lệ nợ vay và vốn CSH là 70:30. BVSC cho rằng DRC sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc thu xếp vốn: (i) nhiều ngân hàng đang sẵn sàng cho DRC vay để đầu tư dự án; (ii) công ty có thể đảm bảo phần vốn CSH còn lại khoảng 200 tỷ đồng bằng cách chia cổ tức 2015 bằng cổ phiếu. Lợi nhuận chưa phân phối của DRC cuối Q1 2015 đang ở mức 583 tỷ đồng.

**Lợi nhuận 2015 có thể tăng nhẹ:** BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của DRC đạt lần lượt 3.563 tỷ đồng (+10% yoy) và 369 tỷ đồng (+5% yoy). EPS dự phóng đạt 4.040 đồng/cp và P/E forward 12,5 lần. Cơ sở dự báo của chúng tôi dựa trên các quan điểm như sau: (i) giá bán bình quân giảm 2,5%; (ii) tiêu thụ Radial cả năm đạt 200.000 lốp; (iii) giá cao su tự nhiên bình quân ở mức 1.800 USD/tấn trong năm 2015.

**Khuyến nghị đầu tư:** Sau một số thay đổi về giả định giá cao su tự nhiên đầu vào trong năm 2015 và 2016, BVSC đưa ra mức giá mục tiêu **54.000 đồng/cp** dựa trên số lượng cổ phiếu mới sau khi chia thưởng 10% vào ngày 03/06/2015. Cổ phiếu DRC hiện đang giao dịch quanh mức 50.500 đồng/cp tương ứng với P/E 2015 12,5 lần – đây là mức không còn quá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành săm lốp khác cũng như nhóm blue-chips. Do đó, chúng tôi thay đổi khuyến nghị đầu tư thành **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DRC. Các nhà đầu tư có thể tham khảo rủi ro biến động giá cao su ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận của công ty qua các kịch bản giá khác nhau ở phần phân tích tình huống ở cuối báo cáo.

### Một số chỉ số tài chính của DRC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VNĐ	2.785	2.804	3.251	3.563
EBITDA	Tỷ VNĐ	499	650	660	769
EBIT	Tỷ VNĐ	452	572	574	607
LNST	Tỷ VNĐ	313	375	353	369
EPS	VND	4.516	4.520	4.246	4.041
P/E	x	8,6	8,1	12	12,5
P/B	x	2,3	2,1	2,9	2,7
ROA	%	13%	13,2%	11,2%	11,4%
ROE	%	27%	29,4%	24,2%	22,9%

**Báo cáo cập nhật DRC**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	50,51%
Sở hữu nước ngoài	38,37%
Sở hữu khác	11,12%

**CÔNG ĐỒNG LỚN**

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	50,51%
----------------------------	--------

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	2.785	2.804	3.251	3.563
Giá vốn	2.191	2.086	2.448	2.704
Lợi nhuận gộp	594	716	803	859
Doanh thu tài chính	4	11	10	15
Chi phí tài chính	45	85	143	160
Lợi nhuận sau thuế	313	375	353	369

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	76	54	85	167
Các khoản phải thu ngắn hạn	212	333	296	324
Hàng tồn kho	722	901	716	976
Tài sản cố định hữu hình	176	1.720	1.921	1.846
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8	8	5	7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.487</b>	<b>3.188</b>	<b>3.137</b>	<b>3.365</b>
Nợ ngắn hạn	117	544	337	400
Nợ dài hạn	771	874	809	756
Vốn chủ sở hữu	1.170	1.379	1.534	1.684
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.487</b>	<b>3.188</b>	<b>3.137</b>	<b>3.365</b>

**Chỉ số tài chính**

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	6%	15,7%	16%	9,6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	58%	20%	-5,9%	+4,5%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	21%	25,7%	24,7%	24,1%
ROA (%)	13%	13,2%	11,2%	11,4%
ROE (%)	27%	29,4%	24,2%	22,9%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	53%	57%	51%	50%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	113%	131%	104%	100%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	4.516	4.520	4.246	4.041
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.788	16.608	17.368	18.433

## Cập nhật tình hình HĐKD DRC

Kết thúc Q1 2015, DRC đạt tổng doanh thu thuần đạt 766 tỷ đồng (+13% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 88 tỷ đồng (+2,3% yoy). Như vậy công ty đã hoàn thành 22% kế hoạch về doanh thu và 24,7% kế hoạch về lợi nhuận trong năm 2015.

**Tiêu thụ Radial tích cực:** Trong Q1 DRC đã bán được khoảng 35.600 lốp Radial toàn thép (+154% yoy), trong đó bán nội địa là chủ yếu cho các khách hàng như THACO và TMT. Công ty cho rằng với tình hình tiêu thụ khả quan, sản lượng Radial có thể đạt 240.000 lốp trong năm 2015 và đạt công suất tối đa giai đoạn 1 – 300.000 lốp trong năm 2016.

**Doanh thu truyền thống giảm nhẹ:** Ước tính các sản phẩm khác đóng góp khoảng 598 tỷ đồng, giảm nhẹ 3,5% so với cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân chủ yếu là từ việc giảm giá bán, đặc biệt ở các sản phẩm săm lốp xe tải (khoảng 5% so với Q4 2014).

**Kiểm soát chi phí hiệu quả:** Mặc dù doanh thu tăng trưởng tốt, các chi phí bán hàng và chi phí quản lý đều được duy trì ổn định. Ngoài ra, nhờ tổng dư nợ vay giảm 16%, chi phí lãi vay trong kỳ chỉ ở mức 14 tỷ đồng, giảm 36% so với cùng kỳ Q1 2014.

**Tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 của dự án Radial toàn thép:** Theo nghị quyết HĐQT 24/04/2014 của DRC, công ty sẽ tiến hành đầu tư giai đoạn 2 nâng công suất lên 600.000 lốp/năm. Thời gian thực hiện kéo dài từ Q2 2015 đến hết Q4 2016. Chi phí đầu tư dự kiến 705 tỷ đồng, trong đó tỉ lệ nợ vay và vốn CSH là 70:30. BVSC cho rằng DRC sẽ không gặp nhiều khó khăn trong việc thu xếp vốn: (i) nhiều ngân hàng đang sẵn sàng cho DRC vay để đầu tư dự án; (ii) công ty có thể đảm bảo phần vốn CSH còn lại khoảng 200 tỷ đồng bằng cách chia cổ tức 2015 bằng cổ phiếu. Lợi nhuận chưa phân phối của DRC cuối Q1 2015 đang ở mức 583 tỷ đồng.

## Triển vọng năm 2015

BVSC dự báo tổng doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2015 của DRC đạt lần lượt 3.563 tỷ đồng (+10% yoy) và 369 tỷ đồng (+5% yoy). EPS dự phóng đạt 4.040 đồng/cp và P/E forward 12,5 lần. Cơ sở dự báo của chúng tôi dựa trên các quan điểm như sau:

**Màng săm lốp truyền thống:** Dự báo đạt 2.605 tỷ đồng, giảm nhẹ 2,5% so với năm 2014: (i) giả định giá bán bình quân cả năm giảm 2,5%; (ii) sản lượng săm lốp xe máy tăng nhẹ 4% so với mức 11,7% của năm trước; (iii) sản lượng tiêu thụ lốp Bias tiếp tục ổn định trong những quý kế tiếp nhờ doanh số bán lẻ ô tô khả quan, tuy nhiên tính cả năm sẽ không tăng so với năm trước do công suất các sản phẩm này của DRC đã đạt mức tối đa.

**Màng Radial toàn thép:** Chúng tôi thận trọng dự báo tiêu thụ Radial cả năm đạt 200.000 lốp, thấp hơn 17% so với con số dự kiến của DRC. Với mức giá bán 4,8 triệu đồng/lốp, dự án Radial có thể đóng góp 957 tỷ đồng doanh thu trong năm 2015.

**Giá cao su trên đà hồi phục:** Theo thống kê của Tổng cục hải quan, xuất khẩu cao su Việt Nam trong 4 tháng đầu 2015 đạt 252.416 tấn (+33,9% yoy) và về giá trị đạt 360,7 triệu USD (-3,3% yoy). Giá cao su RSS3 xuất khẩu đang có xu hướng hồi phục trong thời gian gần đây và đang ở mức 1.820 USD/tấn. Chúng tôi cho rằng diễn biến trên đang phản ánh một số thông tin như sau: (i) Cục khí tượng học của Úc và Nhật đang cảnh báo sự hiện diện của hiện tượng thời tiết El Nino trong năm nay; nếu đợt El Nino lần này đi kèm với hạn hán trên diện rộng thì có khả năng giá các loại hàng hoá trong đó có cao su sẽ tăng trở lại do nguồn cung bị ảnh hưởng; (ii) Hiệp hội các nước sản xuất cao su tại Đông Nam Á đang có những cam kết nhằm hỗ trợ giá cao su. Do đó, BVSC giả định đầu vào bình quân của DRC trong năm 2015 tương ứng với mức giá RSS3 1.800 USD/tấn, cao hơn 6% so với lần cập nhật trước.

### Bảng phân tích tình huống biến động giá cao su tự nhiên đầu vào và sản lượng Radial năm 2015

		Giá cao su tự nhiên đầu vào RSS3 (USD/tấn)						
		1.565	1.636	1.714	1.800	1.900	1.980	2.070
Sản lượng tiêu thụ lớp Radial (lốp)	275.000	521.9	487.4	453.0	418.5	384.1	349.6	315.2
	250.000	505.8	471.3	436.9	402.4	368.0	333.5	299.1
	225.000	489.7	455.2	420.8	386.3	351.8	317.4	282.9
	200.000	473.6	439.1	404.6	369.0	335.7	301.3	266.8
	175.000	457.4	423.0	388.5	354.1	319.6	285.2	250.7
	150.000	441.3	406.9	372.4	338.0	303.5	269.1	234.6
	125.000	425.2	390.8	356.3	321.9	287.4	253.0	218.5

## Khuyến nghị đầu tư

Sau một số thay đổi về giả định giá cao su tự nhiên đầu vào trong năm 2015 và 2016, BVSC đưa ra mức giá mục tiêu **54.000 đồng/cp** dựa trên số lượng cổ phiếu mới sau khi chia thưởng 10% vào ngày 03/06/2015. Cổ phiếu DRC hiện đang giao dịch quanh mức 50.500 đồng/cp tương ứng với P/E 2015 12,5 lần – đây là mức không còn quá hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành sản phẩm khác cũng như nhóm blue-chips. Do đó, chúng tôi thay đổi khuyến nghị đầu tư thành **NEUTRAL** đối với cổ phiếu DRC. Các nhà đầu tư có thể tham khảo rủi ro biến động giá cao su ảnh hưởng như thế nào đến lợi nhuận của công ty qua các kịch bản giá khác nhau ở phần phân tích tình huống phân trên.

## 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,...). 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 5 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.

<b>Các mức khuyến nghị</b>	
<b>Khuyến nghị</b>	<b>Định nghĩa</b>
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