

Ngành Săm Lốp

Báo cáo cập nhật

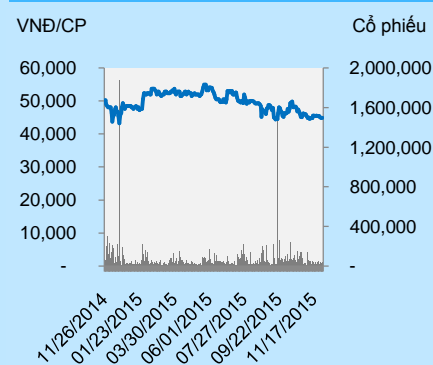
Tháng 12, 2015

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VND)	53.300
Giá thị trường (01/12/2015)	44.800
Lợi nhuận kỳ vọng	19%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	43.100-54.900
Vốn hóa	4.103 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	91.380.003
KLGD bình quân 10 ngày	26.802
Sở hữu nước ngoài	37,35%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	-
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	-
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	-10,6%	-2,0%	-6,3%	-11,1%
VN-Index	-1,0%	-6,6%	-0,3%	-1,7%

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

Vững vàng trước áp lực cạnh tranh từ lốp xe Trung Quốc.

Kết quả kinh doanh 9T 2015 khả quan: Tổng doanh thu thuần đạt 2.463 tỷ đồng (+5,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 289 tỷ đồng (+15,6% yoy). Các điểm nhấn chính bao gồm:

- ❖ Giá bán bình quân giảm 8% do cạnh tranh với hàng Trung Quốc.
- ❖ Sản lượng Bias vẫn tăng trưởng tốt 10% dù trước đây dự báo sẽ giảm nhẹ do sự thay thế của lốp Radial.
- ❖ Sản lượng Radial đạt 125.102 lốp, tương đối chậm so với dự kiến trước đây những vẫn đánh dấu mức tăng trưởng 70%.
- ❖ Lỗ tỷ giá 24 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 5% của VND/USD.
- ❖ Giảm thời gian khấu hao nhà máy Radial để mở đường đầu tư giai đoạn 2. Chi phí khấu hao hàng năm sẽ tăng từ 95 lên 205 tỷ đồng.

Cần phải nhấn mạnh rằng đây là kết quả rất tốt khi lợi nhuận của DRC vẫn đánh dấu được mức tăng trưởng khả quan dù môi trường hoạt động kinh doanh không thực sự thuận lợi.

KQKD Q4 2015 dự báo giảm nhẹ do áp lực khấu hao: doanh thu dự báo đạt 858 tỷ đồng (-6% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 95 tỷ đồng (-7,8% yoy) với các giả định chính như sau: (i) giá bán duy trì ở mức thấp như Q3, tức giảm 8% so với cùng kỳ; (ii) sản lượng Radial đạt 45.000 lốp và (iii) tỷ giá VND/USD không tăng thêm trong Q4 2015.

Như vậy doanh thu cả năm 2015 ước tính đạt 3.321 tỷ đồng (+2,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 383 tỷ đồng (+8,5% yoy). **EPS dự phóng 4.194 đồng/cp tương ứng với P/E 2015 10,7 lần.**

BVSC lạc quan về triển vọng năm 2016: Dự báo tổng doanh thu đạt 3.627 tỷ đồng (+9,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 434 tỷ đồng (+13,3% yoy). **EPS dự phóng 4.750 đồng/cp tương ứng với P/E forward 2016 9,4 lần.** Một số giả định chính: (i) sản lượng Radial đạt 240.000 lốp, sản lượng Bias ổn định; (ii) giá cao su đầu vào bình quân thấp hơn 6%; (iii) tỷ giá VND/USD tăng thêm 2%.

Khả năng tạm ứng cổ tức trong Q4 2015: DRC đang xin ý kiến cổ đông bằng văn bản để thực hiện tạm ứng 15% cổ tức tiền mặt.

Khuyến nghị đầu tư: Với vị thế là một trong những doanh nghiệp sản xuất lốp xe ngành, DRC đang cho thấy sức mạnh tại thị trường nội địa và sự vững vàng của mình trước những cạnh tranh với các sản phẩm từ Trung Quốc. Sau khi điều chỉnh tiến độ bán hàng và đầu tư giai đoạn 2 của dự án Radial, BVSC đưa ra giá mục tiêu **53.300 đồng/cp**, cao hơn 19% so với giá thị trường hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DRC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn; **vùng giá tích lũy từ 42.000 đến 44.000 đồng/cp.**

Nhà đầu tư cần lưu ý rằng trong ngắn hạn giá cổ phiếu DRC có thể chịu những tác động trái chiều từ các yếu tố thông tin như sau: (i) khả năng tạm ứng cổ tức 15% trong Q4 2015; (ii) kết quả kinh doanh Q4 2015 có lẽ sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ do khấu hao từ nhà máy Radial tăng mạnh.

Một số chỉ số tài chính của DRC

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	2.785	2.804	3.251	3.321
EBITDA	Tỷ VND	499	650	660	741
EBIT	Tỷ VND	452	572	574	588
LNST	Tỷ VND	313	375	353	383
EPS	VND	4.516	4.520	4.246	4.194
P/E	x	8,6	8,1	12	10,7
P/B	x	2,3	2,1	2,9	2,4
ROA	%	13%	13,2%	11,2%	12,2%
ROE	%	27%	29,4%	24,2%	23,7%

Báo cáo cập nhật DRC
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	50,51%
Sở hữu nước ngoài	37,35%
Sở hữu khác	12,14%

CƠ 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	3.321
Giá vốn	2.191	2.086	2.448	2.544
Lợi nhuận gộp	594	716	803	777
Doanh thu tài chính	4	11	10	11
Chi phí tài chính	45	85	143	120
Lợi nhuận sau thuế	313	375	353	383

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	76	54	85	63
Các khoản phải thu ngắn hạn	212	333	296	437
Hàng tồn kho	722	901	716	1.087
Tài sản cố định hữu hình	176	1.720	1.921	1.511
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	8	8	5	7
Tổng tài sản	2.487	3.188	3.137	3.151
Nợ ngắn hạn	117	544	337	400
Nợ dài hạn	771	874	809	546
Vốn chủ sở hữu	1.170	1.379	1.534	1.697
Tổng nguồn vốn	2.487	3.188	3.137	3.151

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	6%	15,7%	16%	2,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	58%	20%	-5,9%	+8,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	21%	25,7%	24,7%	23,4%
ROA (%)	13%	13,2%	11,2%	12,2%
ROE (%)	27%	29,4%	24,2%	23,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	53%	57%	51%	46%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	113%	131%	104%	86%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.516	4.520	4.246	4.194
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.788	16.608	17.368	18.573

Cập nhật KQKD 9T và dự báo Q4 2015

Kết quả kinh doanh 9T 2015 khả quan: Tổng doanh thu thuần đạt 2.463 tỷ đồng (+5,4% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 289 tỷ đồng (+15,6% yoy). Các điểm nhấn chính bao gồm:

- ❖ **Giảm giá bán do áp lực cạnh tranh lớn:** Giá bán 9T 2015 giảm bình quân 8%, mạnh nhất ở hai mặt hàng lốp xe máy và lốp đắp với mức giảm lần lượt 10% và 12%. Đây là hiệu quả tất yếu sau đồng CNY liên tục bị phá giá, cộng với áp lực tồn kho sẫm lốp lớn từ Trung Quốc khiến cho hàng nhập khẩu từ nước này giảm giá từ 10-15%.
- ❖ **Sản lượng Bias tăng trưởng tốt:** Theo kinh nghiệm từ những khu vực khác, xu hướng thay thế của lốp Radial đối với Bias là tất yếu nhờ những đặc tính ưu việt hơn. Tuy nhiên nếu nhìn vào kết quả 9T 2015, sản lượng lốp xe tải nhẹ tăng 11% trong khi lốp xe tải nặng (mặt hàng thay thế trực tiếp của lốp Radial mà DRC đang sản xuất) vẫn đạt mức tăng 9%. BVSC cho rằng do thị trường xe tải tiêu thụ rất tốt, kéo theo nhu cầu thay thế lốp đang tạo điều kiện cho DRC duy trì sản lượng Bias trong khi vẫn mở rộng sản xuất lốp Radial, đồng nghĩa với việc tăng thêm thị phần.
- ❖ **Tiêu thụ Radial hơi thấp so với kỳ vọng:** Sản lượng Radial 9T 2015 của DRC là 125.102 lốp, chỉ bằng 62,5% dự báo cả năm của chúng tôi trước đây. Tuy nhiên, đây cũng là mức tăng ấn tượng 70% so với năm trước. Giá bán bình quân 4,4 triệu đồng/lốp và biên lợi nhuận gộp -4,5%.
- ❖ **Điều chỉnh thời gian khấu hao của nhà máy Radial:** DRC cho biết với phần máy móc thiết bị sẽ giảm thời gian khấu hao xuống còn 7 năm, so với mức bình quân 12 năm trước đây. Với cách tính mới này, tổng khấu hao hằng năm của dự án sẽ từ 95 lên 205 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng đây là động thái của DRC để mở đường đầu tư cho giai đoạn 2 của dự án, nâng tổng công suất lên 600.000 lốp/năm.
- ❖ **Lỗ tỷ giá vì khoản vay USD:** Mức lỗ tỷ giá trong 9T 2015 là 24 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng 5% của VND/USD. Ước tính nợ USD của DRC hiện tại là khoảng 24 triệu USD.

Cần phải nhấn mạnh rằng đây là kết quả rất tốt khi lợi nhuận của DRC vẫn đánh dấu được mức tăng trưởng khả quan dù: (i) vấp phải cạnh tranh mạnh mẽ từ lốp Trung Quốc, (ii) biến động tỷ giá bên cạnh việc khấu hao nhanh nhà máy Radial.

KQKD Q4 2015 dự báo giảm nhẹ do áp lực khấu hao: doanh thu dự báo đạt 858 tỷ đồng (-6% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 95 tỷ đồng (-7,8% yoy) với các giả định chính như sau: (i) giá bán duy trì ở mức thấp như Q3, tức giảm 8% so với cùng kỳ; (ii) sản lượng Radial đạt 45.000 lốp và (iii) tỷ giá VND/USD không tăng thêm trong Q4 2015.

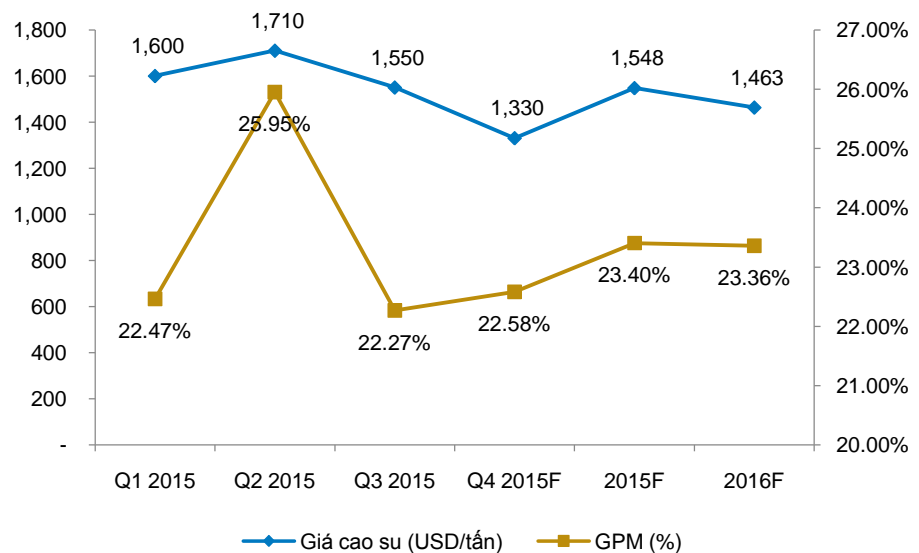
Như vậy doanh thu cả năm 2015 ước tính đạt 3.321 tỷ đồng (+2,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 383 tỷ đồng (+8,5% yoy). **EPS dự phóng 4.194 đồng/cp tương ứng với P/E 2015 10,7 lần.**

Triển vọng 2016

BVSC lạc quan về triển vọng năm 2016: Dự báo tổng doanh thu đạt 3.627 tỷ đồng (+9,2% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 434 tỷ đồng (+13,3% yoy). **EPS dự phóng 4.750 đồng/cp tương ứng với P/E forward 2016 9,4 lần.**

- ❖ **Tăng trưởng sản lượng từ dự án Radial:** thống kê VAMA cho thấy doanh số xe tải toàn thị trường đạt 77.825 chiếc (+75% yoy) trong 10 tháng 2015. Do đó, tác động tích cực lên nhu cầu lốp thay thế sẽ được phản ánh rõ nét hơn trong năm 2016. BVSC dự báo sản lượng Radial của DRC đạt 240.000 lốp trong năm tới, tăng thêm 70.000 lốp trong khi sản lượng Bias tiếp tục ổn định.
- ❖ **Giá cao su đầu vào giảm nhẹ 6%:** yếu tố cung – cầu hiện tại đang khá trái ngược nhau khi: (i) nguồn cung cao su thế giới có thể bị ảnh hưởng bởi sự kiện El Nino, để ngỏ khả năng giá cao su có thể hồi phục trong ngắn hạn; (ii) nhu cầu cao su tại Trung Quốc không cao khi nền kinh tế nước này giảm tốc. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng giả định giá cao su tự nhiên tăng 10% so với mức hiện tại; như vậy xét bình quân, giá đầu vào trong năm tới của DRC sẽ thấp hơn khoảng 6% so với năm nay.
- ❖ **Tỷ giá VND/USD tăng thêm 2%:** Lỗ tỷ giá liên quan đến nợ vay USD dự báo ở mức 10 tỷ đồng, giảm 58% so với mức 24 tỷ trong năm nay. Lỗ tỷ giá biến động bình quân 5 tỷ đồng cho mỗi phần trăm thay đổi của VND/USD.

Diễn biến giá cao su và biên gộp của DRC



(Nguồn: DRC, BVSC, Bloomberg)

Khuyến nghị đầu tư

Với vị thế là một trong những doanh nghiệp sẫm lớp đầu ngành, DRC đang cho thấy sức mạnh tại thị trường nội địa và sự vững vàng của mình trước những cạnh tranh với các sản phẩm từ Trung Quốc. Sau khi điều chỉnh tiến độ bán hàng và đầu tư giai đoạn 2 của dự án Radial, BVSC đưa ra giá mục tiêu **53.300 đồng/cp**, cao hơn 19% so với giá thị trường hiện tại. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu DRC cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn; **vùng giá tích lũy từ 42.000 đến 44.000 đồng/cp**.

Nhà đầu tư cần lưu ý rằng trong ngắn hạn giá cổ phiếu DRC có thể chịu những tác động trái chiều từ các yếu tố thông tin như sau: (i) khả năng tạm ứng cổ tức 15% trong Q4 2015; (ii) kết quả kinh doanh Q4 2015 có lẽ sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ do khấu hao từ nhà máy Radial tăng mạnh.

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.

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