

Trung Lập

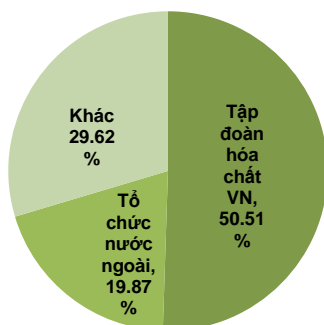
Giá mục tiêu	33,200	VNĐ
Giá đóng cửa	31,750	VNĐ
22/06/2017		

Phạm Văn Tuấn
(+84-8) 5413 5472

Thông tin cổ phiếu

Mã CP	DRC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1,187
CP đang lưu hành	118,792,605
Vốn hóa (tỷ đồng)	3,771
Biên độ 52 tuần (đồng)	26,800 ~ 39,200
KLGD trung bình 3 tháng	647,565
Beta	0.82
Sở hữu nước ngoài	19.87%
Ngày niêm yết đầu tiên	29/12/2006

Cổ đông lớn



Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
DRC	-4.47%	3.4%	-15.56%
VN-INDEX	7.12%	15.86%	22.5%

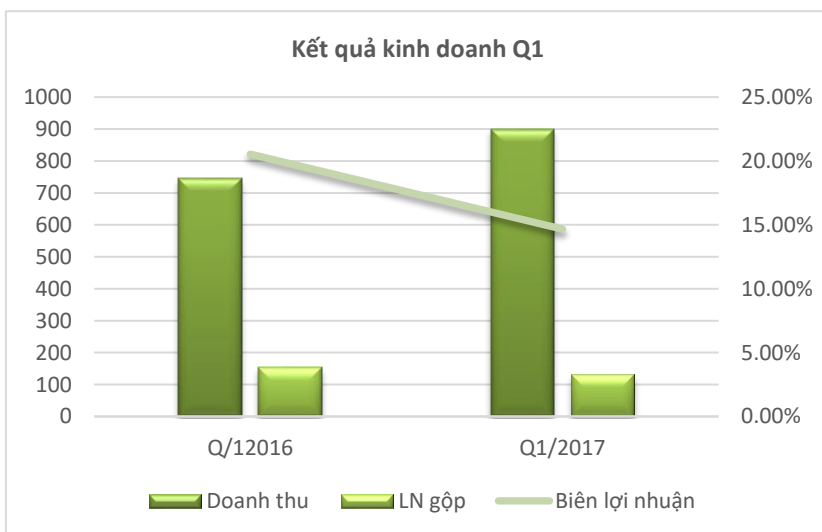


Hoài nghi về động lực tăng trưởng

Kết quả kinh doanh Q1/2017 và dự báo KQKD 2017

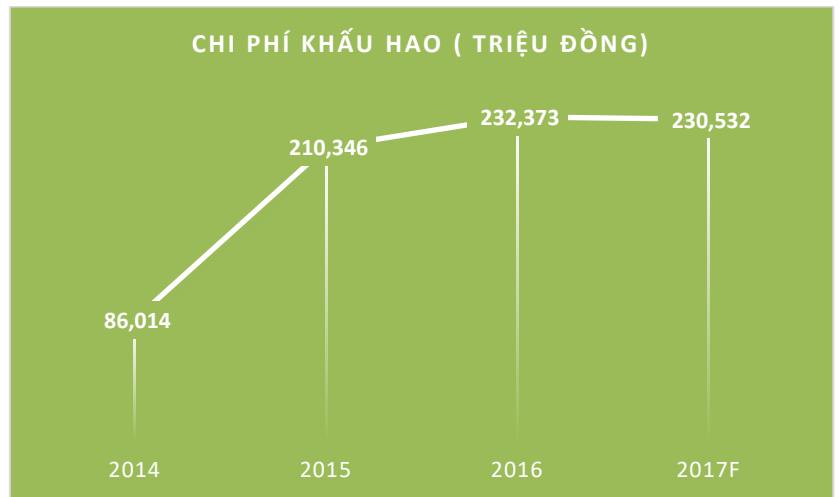
Sau quãng thời gian tươi đẹp hưởng lợi kép từ việc giá dầu thô giảm kéo giá cao su tổng hợp đi xuống theo và đồng thời giá cao su thiên nhiên giảm sâu vào khoảng từ năm 2015 tới giữa 2016 (50% giá vốn cấu tạo nên sản phẩm là từ cao su – 39% cao su tự nhiên, 14% cao su nhân tạo), các doanh nghiệp sản xuất săm lốp đang phải đối mặt với khó khăn khi giá cao su nguyên liệu có xu hướng quay đầu tăng lại trong năm nay và được dự báo là xác lập xu thế tăng dài hạn trong tương lai.

Do vậy, kết thúc Q1/2017 Doanh thu thuần của DRC tuy tăng 20.8% so với Q1/2016, đạt mức 900 tỷ nhưng do giá vốn biến động mạnh đã làm lợi nhuận gộp sụt giảm và chỉ đạt 132 tỷ (-13.7%yoy). Chúng tôi cho rằng việc giá cao su thiên nhiên tăng mạnh từ mức trung bình 30 triệu đồng/tấn lên mức xấp xỉ 50 triệu đồng/tấn vào đầu năm nay và dự kiến sẽ giữ nguyên ở mức trung bình khoảng 40 triệu/ tấn trong suốt năm nay sẽ làm cho kết quả kinh doanh của DRC kém tích cực trong năm 2017. Cũng chính vì thế giá của cổ phiếu DRC đã giảm mạnh từ mức đỉnh 40,400VNĐ về mức 33,000VNĐ.



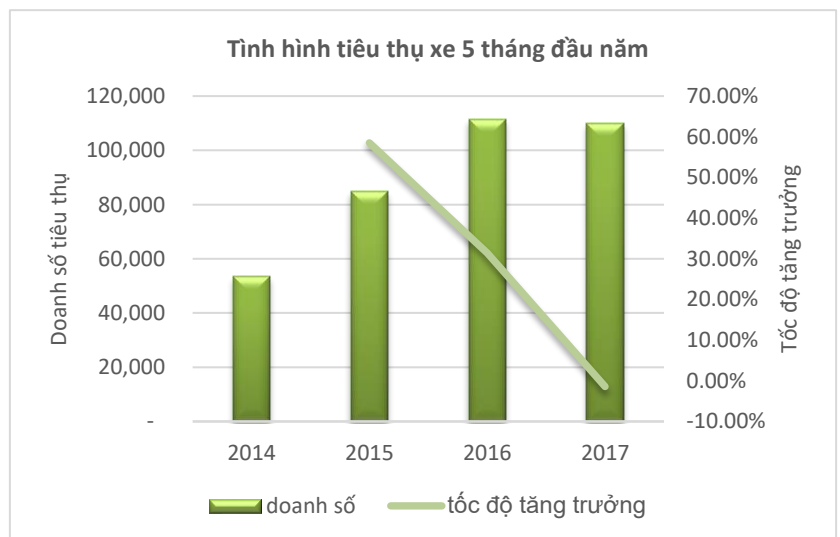
(nguồn : DRC, PHS tổng hợp)

Ngoài việc giá cao su nguyên liệu đầu vào tăng gây khó dễ cho hoạt động của DRC, chúng tôi cũng lưu ý rằng việc DRC đẩy nhanh tiến độ khấu hao của nhà máy radial giai đoạn 1 đã góp phần nào khiến giá vốn tăng mạnh. Theo BCTC của DRC, bắt đầu từ năm 2015 khi nhà máy radial giai đoạn 1 đi vào hoạt động, công ty đã bắt đầu ghi nhận khấu hao nhanh và việc này khiến cho việc sản xuất lốp radial không đạt được lợi nhuận cao. Chúng tôi cho rằng khi nhà máy radial giai đoạn 2 đi vào hoạt động, việc trích lập khấu hao sẽ chậm lại và giúp cho biên lợi nhuận được cải thiện.



(nguồn : DRC, PHS dự phóng)

Chúng tôi cho rằng 2017 sẽ là một năm đầy khó khăn của DRC khi ngoài yếu tố nguyên liệu đầu vào tăng mạnh ảnh hưởng tới kết quả kinh doanh. Doanh nghiệp còn phải chịu **tác động tiêu cực đến từ việc thị trường xe ô tô có dấu hiệu chững lại trong năm nay**. Theo báo cáo của hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA), lượng xe tiêu thụ tại Việt Nam trong 5 tháng đầu năm 2017 chỉ đạt 103,903 chiếc giảm nhẹ 1.4% so với số liệu cùng kỳ, cần phải lưu ý khi sản lượng tiêu thụ xe 5 tháng đầu năm ở các năm trước luôn ghi nhận mức tăng trưởng 2 con số. Trong đó số xe sản xuất trong nước giảm -4% trong khi số xe nhập khẩu nguyên chiếc tăng +18% so với cùng kỳ năm trước. Tuy vậy theo chúng tôi tác động này sẽ chỉ có ảnh hưởng trong năm nay do tâm lý thận trọng, người tiêu dùng chờ đợi mức thuế mới sẽ giúp cho dòng xe có dung tích dưới 2L sẽ giảm trong thời gian tới. qua tới 2018 và trở về sau, mức tăng có thể sẽ duy trì trở lại như các năm trước. Do vậy sản lượng tiêu thụ lớp xe ô tô có thể sẽ tăng chậm hơn so với các năm trước, ở đây chúng tôi giả định rằng DRC sẽ tạo ra ưu thế nhờ vào thương hiệu đầu ngành vào tạo ra mức sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 9% cho sẫm và 12% cho lớp ô tô (Mức tăng này vẫn thấp hơn so với các năm trước).

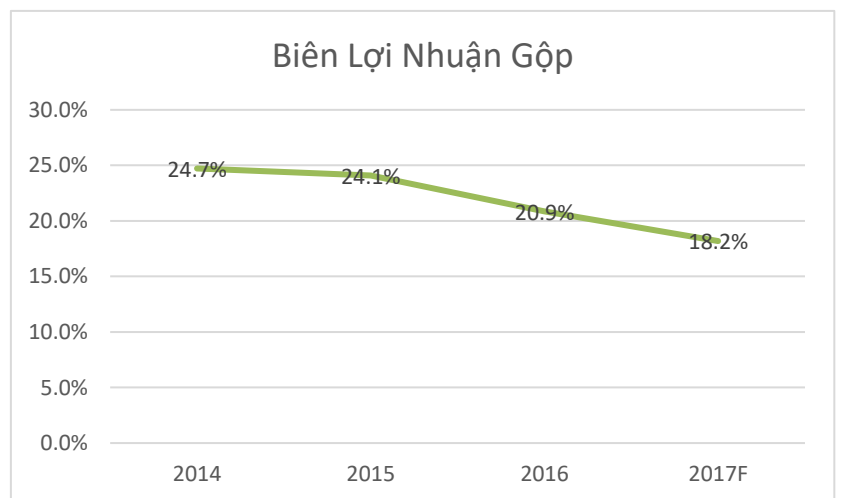


(nguồn : VAMA, PHS tổng hợp)

Biên lợi nhuận suy giảm do giá vốn tăng. Các năm trước khi giá nguyên liệu giảm, DRC đã tối ưu hóa lợi thế bằng việc giảm giá hàng bán nhằm cạnh tranh và gia tăng thị phần với các đối thủ sản xuất lốp xe giá rẻ Trung Quốc. Tuy vậy với tình hình hiện tại lợi thế này đã không còn, theo quan sát của chúng tôi, giá bán sản phẩm nhìn chung đã tăng khoảng từ 5-10% so với năm trước. Cũng cần lưu ý do giá nguyên liệu biến động mạnh khiến cho việc điều chỉnh giá bán không theo kịp, góp phần ảnh hưởng xấu tới biên lợi nhuận của DRC trong quý vừa rồi nhưng khi giá nguyên liệu đang có xu hướng ổn định trở lại trong thời gian gần đây, chúng tôi cho rằng giá bán sẽ ổn định trở lại. Do đó chúng tôi cho rằng **giá bán có thể sẽ tăng trung bình khoảng 7%** trong năm nay cho dòng lốp xe ô tô.

Miếng bánh thị phần bị cạnh tranh gay gắt. Hiện nay thị trường tiêu thụ sản phẩm đang bị cạnh tranh mạnh mẽ từ đối thủ giá rẻ Trung Quốc, các công ty sản phẩm của Thế giới hoạt động tại Việt Nam Như BridgeStone, Kumho Tire.... cũng đã bắt đầu chuyển hướng sang phân khúc này. Nhận thấy điều này, DRC hiện đã bắt tay hợp tác với Black Donuts nhằm gia tăng năng lực cạnh tranh và đẩy mạnh thương hiệu DRC.

Chúng tôi dự báo DRC có thể đạt **3,880 tỷ đồng doanh thu thuần (+15.43% YoY)** nhờ vào các giả định tăng giá bán và sản lượng đã được đề cập ở trên. Trong đó chiếm chủ đạo vẫn là mảng sản phẩm, yếm ô tô với 3,242 tỷ đồng doanh thu (+16.12% YoY), chiếm 83.6% trong tổng cơ cấu doanh thu. Các mảng sản phẩm xe đạp, xe máy vẫn sẽ tăng trưởng đều đặn ở mức trung bình khoảng 10% so với năm trước. Tuy vậy do biên lợi nhuận bị ảnh hưởng xấu do giá vốn tăng, DRC có thể chỉ đạt **374 tỷ Lợi nhuận sau thuế, giảm 5.13% so với 2016**



(nguồn DRC, PHS dự phóng)

Định giá và quan điểm đầu tư

Chi tiết định giá

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2017F	2018F	2019F	2020F
LNST	374,926	422,935	460,732	527,264
Lãi Vay Sau thuế	38,506	55,287	54,863	45,322
Khấu hao	230,532	173,970	173,970	173,970
Thay đổi VLĐ	(10,909)	96,341	102,864	101,297
Chi TSCĐ	350,000	350,000	25,000	25,000
FCFF	304,873	205,851	561,701	620,258
WACC	14.30%			
Kỳ chiết khấu	1.00	2.0	3.00	4.0
Hệ số chiết khấu	0.87	0.77	0.67	0.59
PV CF	266,722	157,555	376,119	363,355
PV Giá trị cuối cùng	1,482,616			
Giá trị DN	4,798,692			
Nợ	(905,059)			
Tiền mặt	50,834			
Giá trị vốn hóa	3,944,737			
CP lưu hành	118,792,605			
Giá mỗi cổ phiếu(vnđ)	33,200			

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do cho doanh nghiệp FCFF sau khi đã loại trừ quỹ đầu tư phát triển và chi trả cổ tức, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu DRC là 33,200vnđ/cổ phiếu, tương ứng với mức P/E forward 2017 là 10.5x, dựa vào tình hình kém khả quan của doanh nghiệp trong năm nay, mức P/E forward 10.5x là tương đối hợp lý với doanh nghiệp DRC, do vậy chúng tôi đưa ra khuyến nghị : **Trung Lập** đối với cổ phiếu DRC khi mức giá hiện tại đang là 31,600VNĐ/Cổ phiếu, tương ứng với mức P/E trailing là 10.03x.

Rủi Ro

Có thể nói việc phụ thuộc vào ngành công nghiệp ô tô sẽ ảnh hưởng mạnh mẽ tới kết quả kinh doanh của DRC khi cơ cấu doanh thu đến phần lớn đến từ mảng này (80%). Do vậy nếu có sự biến động lớn trong nhu cầu sản xuất ô tô sẽ có tác động tiêu cực tới DRC.

Giá đầu vào đặc biệt là sao su nguyên liệu gây ảnh hưởng xấu tới doanh nghiệp. Giá nguyên liệu tăng mạnh từ cuối năm 2016 tới khoảng đầu năm 2017 phần nào khiến cho doanh nghiệp gặp khó khăn, tuy giá cao su đã giảm mạnh so với hồi đầu năm nhưng nỗi lo giá sẽ phục hồi trong tương lai vẫn là điều mà doanh nghiệp cũng cần phải quan tâm.

Thị trường bị cạnh tranh gay gắt bởi đối thủ lớp xe giá rẻ đến từ Trung Quốc sẽ là bài toán khó cho DRC trong việc tìm lời giải, đồng thời các đối thủ truyền thống cũng dần xê dịch sang phân khúc này nhằm chiếm lĩnh thị phần sẽ làm gia tăng áp lực lên giá bán của DRC trong tương lai.

Sơ lược về công ty

Tiền thân là nhà máy lắp vỏ xe của quân đội Mỹ, đến nay Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng, tên gọi quốc tế là DRC, đã có quá trình phát triển liên tục hơn 35 năm.

Nằm tại vị trí cách Sân bay quốc tế Đà Nẵng 5 km, cách cảng Tiên Sa 10km, DRC có vị trí địa lý thuận lợi giao thương trong nước và quốc tế.

Công ty luôn cập nhật thông tin về máy móc thiết bị để đầu tư phục vụ nâng cao chất lượng sản phẩm. Dây chuyền sản xuất được đầu tư đồng bộ với nhiều máy móc hiện đại, tiêu biểu là :

- Dây chuyền luyện kín công suất 270 lít nhập của Ý, là thiết bị tiên tiến, có qui trình tự động hoá cao, cung cấp cao su bán thành phẩm với chất lượng ổn định.
- Hệ thống ép đùn mặt lốp nhập từ CHLB Đức, cung cấp cao su mặt lốp 3 thành phần đạt tiêu chuẩn chất lượng cao, giúp lốp chịu mài mòn và gia tăng tuổi thọ.
- Hệ thống máy thành hình lốp ô tô giúp cho việc phân bố kết cấu lốp đồng đều, đảm bảo lốp chịu tải nặng và an toàn .
- Hệ thống máy lưu hoá lốp ô tô, tự động vào ra lốp và kiểm soát thời gian lưu hoá, đáp ứng tốt tính năng kỹ thuật của lốp ô tô ...
- Cao su bán thành phẩm trong quá trình sản xuất được kiểm tra nghiêm ngặt bằng các thiết bị chuyên dùng như: máy kiểm tra độ khuếch tán than đen, máy đo tốc độ lưu hoá, máy đo cường lực kéo đứt....
- Lốp thành phẩm được chạy thử nghiệm trên máy đo cân bằng lốp, máy chạy lý trình, ... Tất cả sản phẩm lỗi được loại bỏ. Chỉ những sản phẩm đủ tiêu chuẩn chất lượng, gắn phiếu bảo hành trước khi bán ra thị trường.
- Hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001 giúp cho sản phẩm DRC có độ tin cậy cao. Săm lốp ô tô - xe máy DRC đạt tiêu chuẩn công nghiệp Nhật Bản JIS . Lốp ô tô DRC đạt tiêu chuẩn an toàn DOT 119 của Mỹ.

Các dòng sản phẩm của DRC

Lốp ô tô DRC được người tiêu dùng tin dùng nhờ chịu tải nặng, chịu mài mòn tốt, tuổi thọ cao và được bảo hành chu đáo

- Dòng lốp tải nhẹ có nhiều qui cách, phù hợp với xe khách từ 24 -35 chỗ ngồi, các loại xe tải nhẹ và xe ben dưới 5 tấn...

- Dòng lốp tải nặng có nhiều qui cách, phù hợp với các loại xe vận tải hàng hoá, xe ben từ 5 tấn trở lên, xe buýt ...

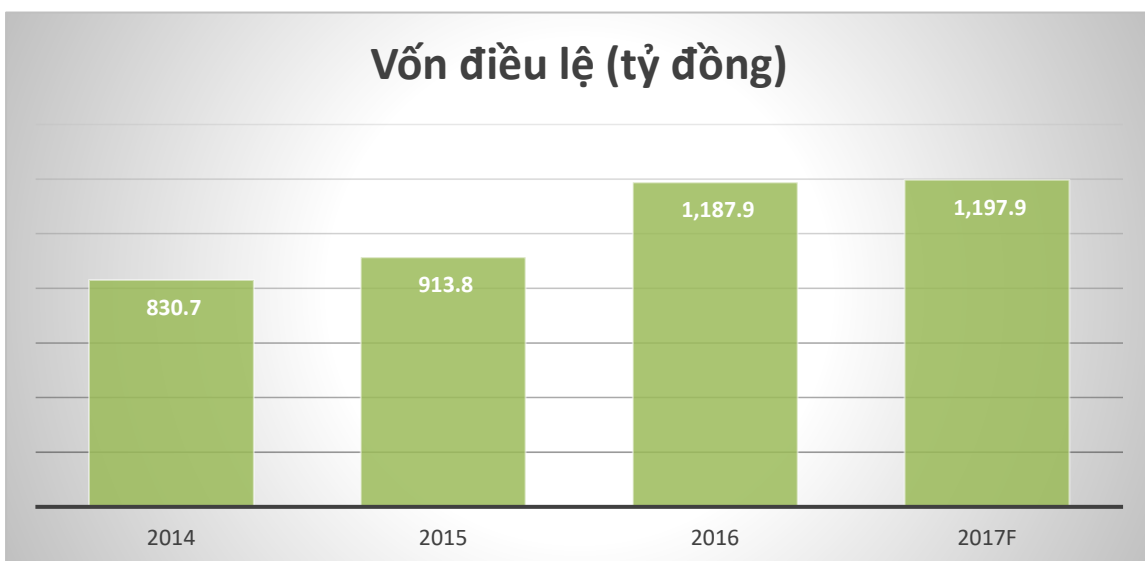
- Dòng lốp đặc chủng có nhiều qui cách phục vụ máy cày, máy kéo nông nghiệp. Đặc biệt DRC là doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam sản xuất lốp ô tô siêu tải nặng dành cho các loại xe, máy đặc chủng khai thác hầm mỏ, xe cẩu container tại bến Cảng, xe san, ủi đất đá ...với nhiều qui cách có cỡ vành từ 24 inch đến 51 inch...

- Dòng lốp ô tô đáp mang lại lợi ích kinh tế cho người tiêu dùng với giá bán thấp, nhưng giá trị sử dụng tương đương lốp chính phẩm.

- Dòng sản phẩm săm lốp xe đạp, xe máy quen thuộc với đông đảo người tiêu dùng từ hơn 30 năm qua; sản phẩm thường xuyên được cải tiến đổi mới, đáp ứng tốt thị hiếu người tiêu dùng và xuất khẩu đi nhiều nước.

- DRC còn sản xuất nhiều chủng loại sản phẩm cao su kỹ thuật đáp ứng nhu cầu đa dạng tại các công trình giao thông, bến cảng, các chi tiết cao su kỹ thuật của xe ô tô ...

Quá trình tăng vốn của công ty



(Nguồn: DRC, PHS dự phóng)

Chỉ số tài chính (tỷ đồng)

Kết quả kinh doanh	2014	2015	2016	2017F
Doanh thu thuần	3,251	3,317	3,361	3,879
Giá vốn hàng bán	2,447	2,518	2,660	3,174
Lợi nhuận gộp	803	799	700	705
Chi phí bán hàng	161	76	85	98
Chi phí QLDN	68	83	73	80
Lợi nhuận từ HĐKD	574	638	542	526
Lợi nhuận tài chính	10	10	16	15
Chi phí lãi vay	84	54	42	46
Lợi nhuận trước thuế	452	532	494	468
Lợi nhuận sau thuế	352	415	395	374
Lợi nhuận sau thuế CĐ công ty mẹ	352	415	395	374
Cân đối kế toán	2014	2015	2016	2017F
Tài Sản Ngắn Hạn	1,111	1,304	1,247	1,494
Tiền và tương đương tiền	85	240	51	116
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	299	281	422	397
Hàng tồn kho	716	785	771	974
Tài sản ngắn hạn khác	15	0	6	10
Tài Sản Dài Hạn	2,026	1,839	1,568	1,697
Phải thu dài hạn	-	0	0	-
Tài sản cố định	1,922	1,760	1,488	1,258
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	70	59	16	366
Đầu tư tài chính dài hạn	6	6	6	6
Tài sản dài hạn khác	29	16	59	68
Lợi thế thương mại	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	3,137	3,143	2,815	3,191
Nợ phải trả	1,602	1,470	1,233	1,602
Nợ ngắn hạn	793	877	842	793
Nợ dài hạn	808	593	392	612
Vốn chủ sở hữu	1,536	1,673	1,582	1,660
Vốn điều lệ	831	914	1,188	1,188
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	3,137	3,143	2,815	3,191

Lưu chuyển tiền tệ	2014	2015	2016	2017F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	762	611	490	617
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(285)	(110)	(100)	(359)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(446)	(345)	(580)	(192)
Tiền trong kỳ	30	155	(189)	65
Tiền mặt đầu năm	54	84	240	50
Tiền mặt cuối năm	84	240	50	116
Định giá	2014	2015	2016	2017F
EPS (VND)	2,956	3,493	3,326	3,156
BVPS (VND)	12,928	14,083	13,318	13,974
P/E				10.5
P/B				2.37
Chỉ số tài chính	2014	2015	2016	2017F
Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.35	0.41	0.44	0.47
TS dài hạn/Tổng TS	0.65	0.59	0.56	0.53
Tổng Nợ/VCSH	0.75	0.62	0.57	0.20
Tổng Nợ/Tổng TS	0.36	0.33	0.32	0.12
Chỉ số chi trả lãi vay	6.79	11.67	12.73	10.94
Chỉ số thanh khoản				
Thanh khoản hiện thời	1.40	1.49	1.48	3.54
Thanh khoản nhanh	0.50	0.59	0.57	0.57
Hiệu quả hoạt động				
Số ngày tồn kho	121	109	107	100
Số ngày thu tiền	36	32	38	39
Số ngày phải trả	25	20	18	18
Vòng quay TS ngắn hạn	2.7	2.7	2.6	0.8
Vòng quay TS cố định	1.8	1.8	2.1	2.8
Vòng quay tổng TS	1.0	1.1	1.1	0.3
Tỷ suất lợi nhuận				
Tỷ suất LN gộp	24.7%	24.1%	20.9%	18.2%
Tỷ suất LN HĐKD	17.7%	19.3%	16.1%	13.6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	10.8%	12.5%	11.8%	9.7%
ROA	11.2%	13.2%	13.3%	5.8%
ROE	24.2%	25.9%	24.3%	23.1%

(Nguồn : DRC, PHS dự phóng)

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

Fax: (84-8) 5 413 5472

Customer Service: (84-8) 5 411 8855

Call Center: (84-8) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P.

Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5478

Fax: (84-8) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam,

157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 3 820 8068

Fax: (84-8) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 1, Tòa nhà 18T2, Lê Văn Lương,

Trung Hòa Nhân Chính, Quận Thanh

Xuân, Hà Nội.

Phone: (84-4) 6 250 9999

Fax: (84-4) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2,

364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân

Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (84-8) 3 813 2401

Fax: (84-8) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 3, Tòa nhà Naforimex,

19 Bà Triệu, Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội

Phone: (84-4) 3 933 4566

Fax: (84-4) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng

Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (84-31) 384 1810

Fax: (84-31) 384 1801