

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG - DRC

Thông tin cổ phiếu	Ngày 4/11/2015
Mã chứng khoán	DRC
Ngành	Cao su sản phẩm
Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần (đồng)	44.400-63.500
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	4.212,62
KLCP đang lưu hành	91.380.003
P/E trailing (thị trường)	11,37

- 9T.2015: Doanh thu tăng chậm nhưng LNST khá khả quan. Lũy kế 9T.2015, DTT đạt 2,463 tỷ (+5,4% yoy), LNST đạt 370 tỷ (+15,6% yoy). Doanh thu tăng trưởng chậm chủ yếu đến từ việc giảm giá sản phẩm do áp lực cạnh tranh trong ngành, đặc biệt từ lớp Trung Quốc. Biên lợi nhuận có sự tăng trưởng nhẹ do hưởng lợi từ giá dầu và xuống thấp.
- Sản lượng tiêu thụ lớp Radial chậm hơn so với kế hoạch: Tính đến 9 tháng 2015, sản lượng tiêu thụ lớp ô tô radial đạt 125.000 lốp, bằng 1 nửa so với kế hoạch cả năm. Mặc dù cầu tiêu thụ lớp thường tích cực hơn vào cuối năm, chúng tôi nhận thấy khả năng hoàn thành kế hoạch 240.000 không cao và dự tính cả năm ở mức 190.000 lốp.
- Về dài hạn, DRC có thể gặp nhiều thử thách đến từ (1) Nguy cơ mất dần lợi thế giá dầu vào rê khi giá cao su đã chạm đáy; (2) Áp lực cạnh tranh tiếp tục gia tăng khi kinh tế Trung Quốc suy yếu và Mỹ áp thuế chống phá giá đối với lớp Trung Quốc làm gia tăng nguồn cung lên các thị trường khác (trong đó có Việt Nam); (3) Sản lượng lớp Radial còn thấp và cần thời gian để thị trường chấp nhận.
- VCBS dự báo doanh thu 2015 đạt 3.468 tỷ (+6,7%). LNST đạt 407 tỷ (+15,8%), EPS forward đạt 4.500 đồng/cp. Với mức giá 46.000 đồng ngày 3/11/2015, cổ phiếu DRC đang được giao dịch với mức PE forward 10,2, không quá hấp dẫn so với triển vọng chưa rõ ràng. Chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu DRC.

Chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	9T.2015
DTT (tỷ đồng)	2.785	2.804	3.251	2.463
+/- yoy (%)	+6%	+1%	+15,9%	+5,4%
LNST (tỷ đồng)	312	375	353	289
+/- yoy (%)	+58%	+20%	+9,4%	-15,7%
Nợ/TTS (%)	53%	57%	51%	51%
TS LN góp (%)	21%	26%	25%	24%
TS LN ròng (%)	15%	18%	11%	12%
EPS - TTM (đồng)	5.355	4.519	4.246	NA
ROA (%)	13%	12%	11%	9%
ROE (%)	27%	27%	23%	19%

NỘI DUNG:

- Kết quả kinh doanh 9T.2015 - Trang 2
- Triển vọng kinh doanh - Trang 3
- Quan điểm đầu tư - Trang 5

Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 6

Thống kê cổ phiếu theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx

Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp cập nhật tại www.vcbs.com.vn

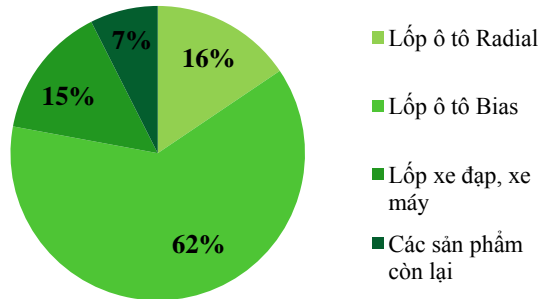
VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Trần Thu Hằng
tthang@vcbs.com.vn

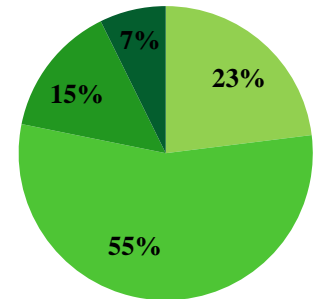
4.11.2015
Bộ phận Nghiên cứu-Phân tích
VCBS

KẾT QUẢ KINH DOANH 9T.2015

Doanh thu 9T.2014



Doanh thu 9T.2015

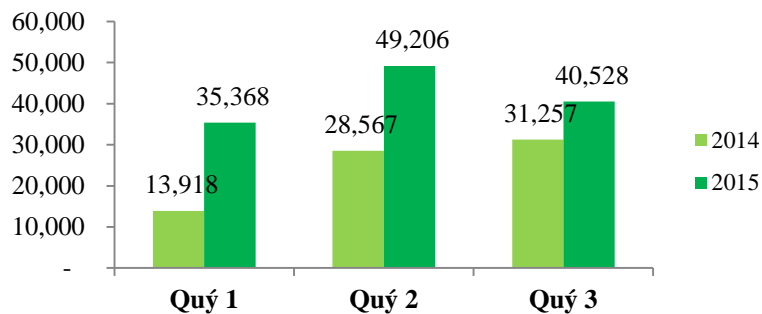


Nguồn: VCBS tổng hợp

9T.2015: Doanh thu tăng chậm nhưng LNST khá khả quan. Lũy kế 9T.2015, DTT đạt 2,463 tỷ (+5,4% yoy), LNTT đạt 370 tỷ (+15,6% yoy). Với kết quả này, doanh nghiệp hoàn thành 67% kế hoạch doanh thu và 81% kế hoạch lợi nhuận cho cả năm. Chi tiết một số hoạt động kinh doanh của DRC bao gồm:

- Doanh thu tăng trưởng chậm chủ yếu đến từ việc giảm giá sản phẩm.** Lũy kế 9 tháng, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 11%, nhưng do giảm giá ở hầu hết các sản phẩm (TB khoảng 5%) khiến tổng doanh thu chỉ tăng nhẹ 5,4%. Việc giảm giá đến từ (1) Giá nguyên liệu ở mức thấp. So với 9 tháng đầu năm 2014, giá cao su (nguyên liệu chính sản xuất cao su tự nhiên đã giảm 20%) và (2) Cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc, đặc biệt sau khi Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ và kinh tế suy giảm.
- Sản lượng tiêu thụ lốp Radial đang chậm so với kế hoạch.** Tính đến quý III/2015, sản lượng tiêu thụ lốp Radial đạt 125.000 lốp, tăng trưởng gấp đôi so với cùng kỳ nhưng chỉ đạt 52% kế hoạch cho cả năm. Theo chia sẻ từ phía doanh nghiệp, kỳ vọng năm nay khó hoàn thành kế hoạch, doanh nghiệp dự tính mức tiêu thụ khoảng 190.000 lốp (kế hoạch cả năm: 240.000 lốp).

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial



Nguồn: DRC

(3) Lợi nhuận gộp cải thiện nhẹ do giá nguyên liệu ở mức thấp

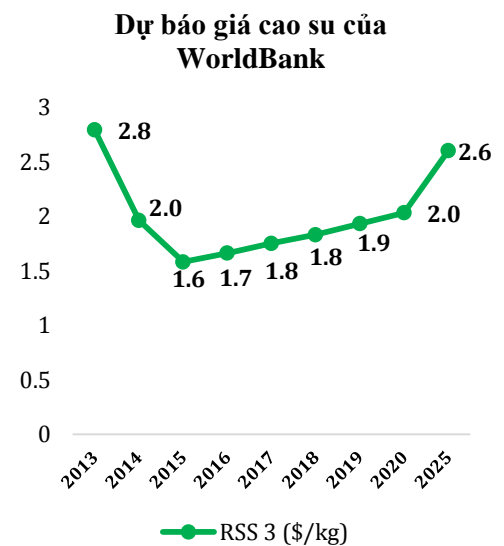
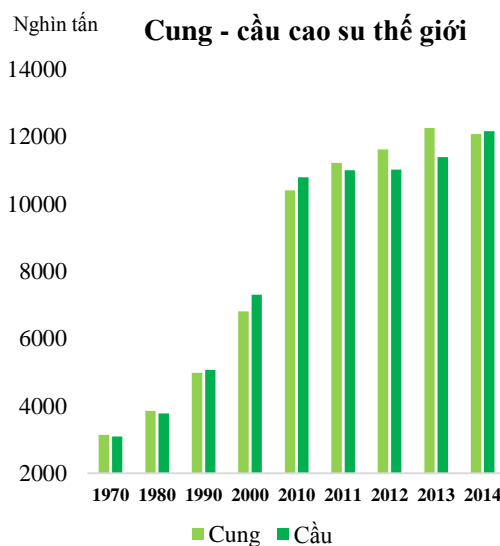
So với 9 tháng đầu năm 2014, giá các nguyên liệu chính như cao su tự nhiên, cao su tổng hợp đã giảm mạnh 20% (cao su tự nhiên), 10,8 (cao su tổng hợp). Nhờ đó, biên lợi nhuận gộp có sự cải thiện ở hầu hết các mặt hàng: lớp Radial biên lợi nhuận gộp tăng từ 1,6% lên 2,4% (chú ý biên LN gộp lớp Radial 9T thường thấp hơn cả năm do ghi nhận nhiều doanh thu Q4), lớp Bias tăng từ 30,2% lên 33,7%, lớp xe đạp xe máy tăng từ 22,7% lên 24%. Tuy nhiên, do lớp Radial (có biên lợi nhuận gộp thấp 1-2%) đóng góp vào doanh thu nhiều hơn (từ 16% lên 23%) nên tổng biên lợi nhuận gộp chỉ tăng nhẹ từ 22,9% lên 23,7%. Cần lưu ý rằng từ năm nay, DRC bắt đầu áp dụng thông tư 200, ghi nhận khuyến mại sản phẩm vào giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng như trước đây. Nếu điều chỉnh khoản này (không áp dụng thông tư 200) thì biên lợi nhuận gộp chung tăng từ 22,9% lên 24,3%.

TRIỂN VỌNG KINH DOANH

Như vậy, trong 9 tháng, câu chuyện tăng trưởng của DRC có thể thấy là giá đầu vào giảm thấp nhưng áp lực cạnh tranh ăn mòn khiến công ty không được hưởng lợi nhiều. Chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ tiếp tục chi phối KQKD của công ty trong quý cuối cùng của năm. Về dài hạn, một số yếu tố tác động đến triển vọng tăng trưởng kinh doanh của công ty có thể được xem xét như sau:

Nguy cơ mất dần lợi thế giá đầu vào rẻ do giá cao su chạm đáy

Giá cao su tự nhiên đã giảm 70% từ năm 2010 đến nay do dư thừa nguồn cung trong khi cầu tiêu thụ yếu. Tương tự, giá cao su nhân tạo cũng trên đà giảm thấp do tác động của giá dầu (nguyên liệu chính sản xuất cao su nhân tạo). Theo một báo cáo gần đây của WorldBank, giá cao su được dự báo đã chạm đáy vào năm 2015 và tăng lên chậm chạp từ năm 2016. Mặc dù không lạc quan như WorldBank, chúng tôi cho rằng giá cao su đã chạm đáy và khó có thể giảm sâu hơn nữa do sức ép nông dân chuyển đổi sang cây trồng khác trước tình hình giá cao su quá thấp và thời tiết không thuận lợi từ hiệu ứng El Niño. Lưu ý rằng, từ năm 2014, sản lượng cao su tự nhiên lần đầu tiên giảm 3,4%, khiến nguồn cung thiếu hụt nhẹ khoảng 60.000 tấn. Bởi vậy, trong dài hạn, DRC sẽ có nguy cơ mất dần lợi thế giá đầu vào rẻ, áp lực sẽ gia tăng nếu công ty chưa vượt qua điểm hòa vốn trước khi giá nguyên liệu chính thức đảo chiều.



Nguồn: Worldbank

Cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc sẽ tiếp diễn theo chiều hướng khốc liệt hơn

Trong năm nay, nhiều diễn biến thị trường cho thấy áp lực cạnh tranh của lớp Trung Quốc lên thị trường Việt Nam sẽ ngày càng lớn, bao gồm (1) Chính phủ Mỹ gia tăng thuế chống bán phá giá và thuế đối kháng đối với sản phẩm lớp Trung Quốc. Theo đó, tỷ lệ áp thuế chống bán phá giá là từ 14,35% đến 87,99%, thuế đối kháng là từ 20,73% đến 100,77%. Với mức thuế suất này, sản phẩm lớp Trung Quốc hầu như không còn sức cạnh tranh trên thị trường Mỹ và phải đẩy sang các thị trường xuất khẩu khác (trong đó có Việt Nam); (2) Trung Quốc là nước tiêu thụ sản phẩm này nhất (chiếm 25% cầu thế giới), kinh tế Trung Quốc suy yếu khiến cầu tiêu thụ các sản phẩm này giảm sút, gia tăng nguồn cung lớp xe trên toàn cầu; (3) Việc Trung Quốc phá giá đồng Nhân dân tệ trong tháng 8 vừa qua khiến giá bán lớp các sản phẩm này (vốn đã cạnh tranh hơn so với sản phẩm Việt Nam) càng gây áp lực.

Sự thành công của dự án Radial còn cần thời gian theo dõi

Thứ nhất, sản lượng Radial tiêu thụ hiện tại khá nhỏ, đang ở bước thăm dò thị trường. Tính đến 9T.2015, sản lượng tiêu thụ đạt 125.000 lốp, mặc dù tăng trưởng gấp đôi so với cùng kỳ, sản lượng này chỉ tương đương 1 hợp đồng xuất khẩu và bằng 1/6 sản lượng lớp bias trong điều kiện bình thường. Bởi vậy, số lượng lốp đến tay người tiêu dùng còn rất hạn chế, mới dừng ở mức thử nghiệm thị trường. Trong khi đó, mức độ đa dạng quy cách của lớp Radial còn chưa cao nếu so với lớp nhập khẩu, nhưng đa dạng hóa cũng không dễ do sản lượng sản xuất thấp trong khi chi phí khuôn lớp Radial cao hơn nhiều so với lớp Bias.

Thứ hai, tốc độ tiêu thụ chậm so với kế hoạch đang gây áp lực nhất định lên KQKD. Trong thời gian đầu đưa vào tiêu thụ, giá bán ban đầu giữ thấp để xâm nhập thị trường và gánh nặng khấu hao khiến biên lợi nhuận gộp rất thấp chỉ đạt 6-7% so với mức 20-30% của các sản phẩm hiện tại. Trên thực tế, nếu tính thêm chi phí lãi vay, DRC vẫn đang chịu lỗ đối với sản phẩm này. Nếu không có chi phí đầu vào xuống thấp như 2 năm vừa qua, biên lợi nhuận gộp chung sẽ còn giảm thay vì tăng nhẹ như báo cáo KQKD. Việc tiêu thụ chậm hơn so với kế hoạch có thể kéo dài thời gian hòa vốn đến quý 2 hoặc quý 3 năm sau (tương đương sản lượng 260.000 lốp) trong khi DRC đang tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 nhà máy lớp Radial với số vốn 705 tỷ.

Tuy vậy, điểm tích cực là DRC chọn phân khúc cạnh tranh với lớp Trung Quốc với giá thành khá cạnh tranh, chất lượng tốt và hướng tới thị trường xuất khẩu để có room tăng trưởng lớn hơn (và thuế xuất ưu đãi của các hiệp định thương mại tự do). Với tình hình hiện tại, chúng tôi sẽ đánh giá khả quan nếu DRC ký được các hợp đồng xuất khẩu hoặc OEM lớn, đủ để kéo sản lượng tiêu thụ tăng nhanh và giảm chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị sản xuất.

Các yếu tố khác tác động 2 chiều

Chính sách siết tải trọng khiến lượng ô tô tiêu thụ tăng mạnh nhưng cũng kéo dài tuổi thọ lớp xe. Từ năm ngoái đến nay, chính sách siết tải trọng khiến nhu cầu mua mới ô tô của các doanh nghiệp vận tải tăng mạnh. Theo báo cáo bán hàng VAMA, lượng ô tô tải tăng trưởng 22% so với cùng kỳ (9T.2015) còn theo Tổng cục Hải quan ô tô nhập khẩu tăng trưởng 106,7% so với cùng kỳ (6T.2015). Điều này tạo nên kỳ vọng về cầu tiêu thụ lớp xe cũng tăng tốt. Tuy nhiên, chúng tôi thận trọng với nhận định này do (1) Việc hạ tải xuống 2-3 lần có thể kéo dài tuổi thọ lớp xe, làm giảm nhu cầu thay thế; (2) Lượng xe tăng trưởng trong thời gian vừa qua tập trung vào dòng nhập khẩu, lớp OEM trong nước vì thế không được hưởng lợi. Bên cạnh đó, người tiêu dùng thường có xu hướng sử dụng lại loại lốp theo nhà sản xuất khi thay thế, thay vì chuyển đổi thường xuyên.

TPP cũng có tác động 2 chiều khi dỡ bỏ hàng rào thuế nhập khẩu giữa các nước, điều này dẫn đến (1) Lớp DRC xuất sang các thị trường Mỹ, Malaysia... được thuận lợi nhưng đồng thời

(2) Lớp nhập ngoại cũng có giá thành rẻ hơn, có thể gây áp lực cho sản phẩm trong nước. Nhìn chung, VCBS đánh giá trung lập với tác động này, mặc dù hơi nghiêng về phía tích cực do (1) Lớp ngoại nhập khẩu vào Việt Nam chủ yếu sản xuất từ Thái Lan, nước chưa là thành viên của TPP; (2) Phân khúc khách hàng lớp ngoại hướng đến là phân khúc cao cấp, không thực sự cạnh tranh với phân khúc thấp và trung bình của DRC (đối thủ cạnh tranh chính là lớp Trung Quốc); (3) DRC đã được cấp giấy chứng nhận DOT (Mỹ) và E-Mark (Châu Âu).

ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

*Chúng tôi khuyến nghị THEO
DỐI ĐỐI VỚI DRC*

Quan điểm đầu tư

9T.2015, mặc dù giá nguyên liệu tiếp tục xuống thấp, KQKD của DRC không thực sự ấn tượng do tác động cạnh tranh từ lớp Trung Quốc. Chúng tôi cho rằng diễn biến này sẽ tiếp tục chi phối hoạt động kinh doanh của công ty trong nửa cuối năm. Về dài hạn, DRC có thể gặp nhiều thử thách đến từ giá nguyên liệu đảo chiều, áp lực nguồn cung lớn khi kinh tế Trung Quốc suy yếu trong khi tình hình tiêu thụ lớp Radial đang chậm hơn kế hoạch và cần thời gian theo dõi thêm.

VCBS dự báo doanh thu 2015 đạt 3.468 tỷ (+6,7%). LNST đạt 407 tỷ (+15,8%), EPS forward đạt 4.500 đồng/cp. Với mức giá 46.100 đồng ngày 26/10/2015, cổ phiếu DRC đang được giao dịch với mức PE forward 10,2, không quá hấp dẫn so với triển vọng chưa rõ ràng. Chúng tôi khuyến nghị THEO DỐI ĐỐI với cổ phiếu DRC.

CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

CÔNG TYCHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 366990

Fax: 84 - 4 - 39 360 262

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
