

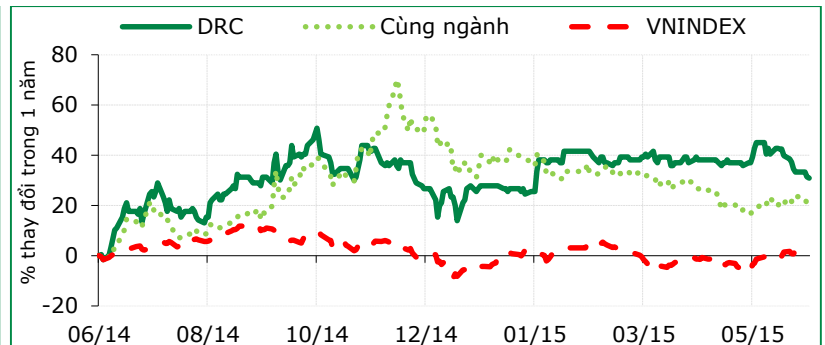
CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (DRC)

Ngày 23 tháng 6 năm 2015

BÁO CÁO LẦN ĐẦU: NĂM GIỮ



Giá hiện tại (19/6/2015)	Đồng	49.700
Giá mục tiêu:	Đồng	48.600
Khuyến nghị ngắn hạn		BÁN
Ngưỡng kháng cự	VND	55.500
Ngưỡng hỗ trợ	VND	45.000
Mã Bloomberg: DRC VN	Sàn:	HSX
Ngành:		Cao su, sảm lốp
Bêta (1 năm)		0,86
Cao/thấp nhất 52 tuần		57.120/ 37.301
Số lượng cổ phiếu		91.381.230
Vốn hóa (Tỷ đồng)		4.542
SLCP tự do chuyển nhượng		33.754.780
KLGDĐQ 12 tháng		133.597
Sở hữu nước ngoài		38,11%



	Lợi tức	EPS(Đồng)
2015 VPBS dự báo	4,0%	4.165
2014	6,0%	3.907
2013	4,0%	4.158
2012	4,0%	4.926

	2010-14 CAGR	2015F Tỷ đồng	2014-19 CAGR
Doanh thu	10,8%	3.937	11,2%
EBITDA	19,8%	840	7,1%
Lợi nhuận ròng	15,7%	414	7,0%

Chỉ số	DRC	Cùng ngành	VNI
P/E	13,95	9,09	12,56
P/B	2,80	1,19	1,78
EV/EBITDA	7,95	5,59	8,66
Nợ vay/ VCSH	0,75	0,70	0,99
Biên LN ròng	10,6%	8,7%	10,4%
ROA	10,9%	10,7%	2,7%
ROE	22,9%	20,8%	15,0%

Giới thiệu công ty:

- DRC là công ty nhà nước thuộc Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), được thành lập vào năm 1975. Công ty đã niêm yết cổ phiếu trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh vào năm 2006.
- Lĩnh vực hoạt động: Sản xuất các sản phẩm sảm lốp cho xe tải nhẹ, xe tải nặng, xe đặc chủng, lốp đắp, xe đạp, xe máy. Các sản phẩm khác như cao su kỹ thuật cho công trình giao thông, bến cảng, bộ phận xe ô tô.
- Kết quả năm 2014: Tổng tài sản: 3.138 tỷ đồng; Vốn chủ sở hữu: 1.536 tỷ đồng; Doanh thu thuần: 3.251 tỷ đồng; Lợi nhuận ròng: 353 tỷ đồng

Trong báo cáo lần đầu về CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC), chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn. Nhà đầu tư nên chờ đợi và cân nhắc mua vào tại ngưỡng hỗ trợ kỹ thuật là 45.000 đồng/cổ phiếu.

- ❖ **Dự án lốp radial sẽ là động lực cho sự tăng trưởng:** Hệ số sử dụng công suất của các sản phẩm truyền thống đang ở mức cao, nên tốc độ tăng trưởng trong tương lai sẽ phụ thuộc lớn vào sự thành công của dự án lốp radial. Dự án lốp radial giai đoạn 2 kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động từ năm 2017, có công suất thiết kế bằng với giai đoạn 1 nhưng vốn đầu tư chỉ khoảng 40%, do vậy sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận của công ty khi được đưa vào hoạt động.
- ❖ **Khả năng sinh lợi hiện ở mức cao nhưng dự kiến sẽ giảm dần:** DRC có khả năng sinh lợi ấn tượng trong các năm qua, tuy nhiên những chỉ số này dự kiến sẽ giảm dần trong tương lai do:
 - **Biên lợi nhuận của lốp radial ở mức thấp:** Sản phẩm lốp radial sẽ có đóng góp lớn vào sự tăng trưởng doanh thu, tuy nhiên biên lợi nhuận thấp hơn các sản phẩm truyền thống và phải chịu chi phí khấu hao lớn.
 - **Chi phí đầu vào ổn định:** Chúng tôi kỳ vọng giá cao su thiên nhiên sẽ dần phục hồi, dẫn đến biên lợi nhuận của DRC sụt giảm.
- ❖ **Thị trường sảm lốp trong nước sẽ tăng trưởng mạnh trong khi thị trường xuất khẩu rất tiềm năng:** Thị trường ô tô Việt Nam dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh trong thời gian tới nhờ vào: quy định mới về giới hạn tải trọng phương tiện lưu thông, và việc xóa bỏ thuế nhập khẩu xe ô tô từ năm 2018 theo ATIGA. Thị trường xuất khẩu sẽ rất tiềm năng khi TPP được thông qua.
- ❖ **Đang được định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành trong khu vực:** DRC đang giao dịch tại mức P/E tương đối cao hơn nhiều so với nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực. P/E tương đối cao hơn là hợp lý do DRC có tiềm năng tăng trưởng lớn và biên lợi nhuận tốt hơn, tuy nhiên chúng tôi cho rằng mức thặng dư này hiện quá cao.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

TỔNG QUAN NGÀNH SẴM LỘP.....	3
NGÀNH SẴM LỘP THẾ GIỚI.....	3
NGÀNH SẴM LỘP VIỆT NAM	5
TỔNG QUAN CÔNG TY.....	8
LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN	8
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	8
BAN QUẢN LÝ	9
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	9
SẢN PHẨM	9
SẢN XUẤT	10
THỊ TRƯỜNG.....	12
DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI: ĐỘNG LỰC CHO SỰ TĂNG TRƯỞNG	13
HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH	14
TĂNG TRƯỞNG VÀ LỢI NHUẬN	14
TÍNH THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN	17
GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG.....	18
ĐỊNH GIÁ	20
PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN	20
PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH	20
PHÂN TÍCH ĐỘ NHAY	21
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	22
KẾT LUẬN	23

TỔNG QUAN NGÀNH SẴM LỐP

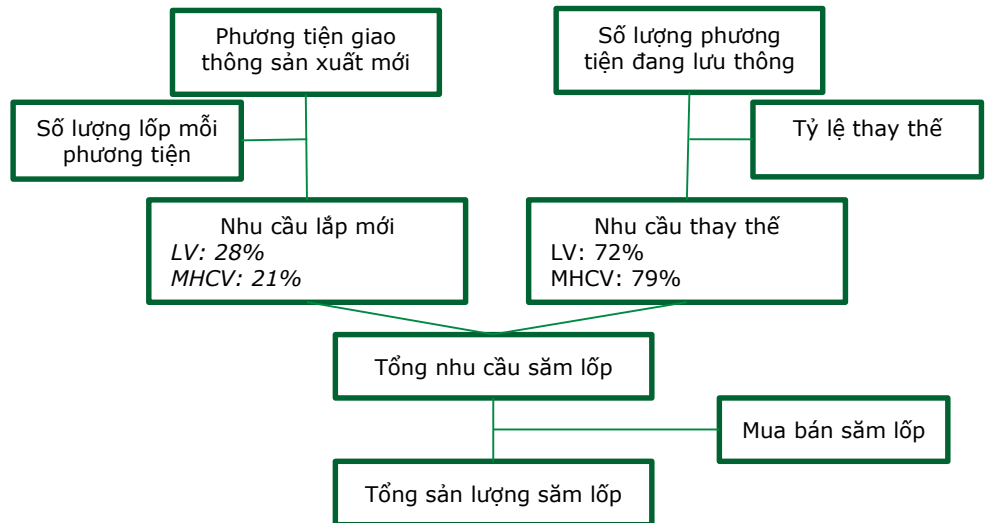
NGÀNH SẴM LỐP THẾ GIỚI

Phần lớn sẵm lốp đợc sản xuất cho nhu cầu thay thế

Nhu cầu thay thế chiếm đến 70-75% tổng số lượng sẵm lốp bán ra.

Ngành sẵm lốp thế giới đợc chia thành hai thị trường chính dựa trên mục đích sử dụng cuối cùng: nhu cầu lắp mới (OEM) và nhu cầu thay thế. Nhu cầu thay thế là thị trường chính của ngành sẵm lốp và chiếm tới 70-75% tổng số lượng sẵm lốp bán ra.

Nhu cầu sử dụng sẵm lốp

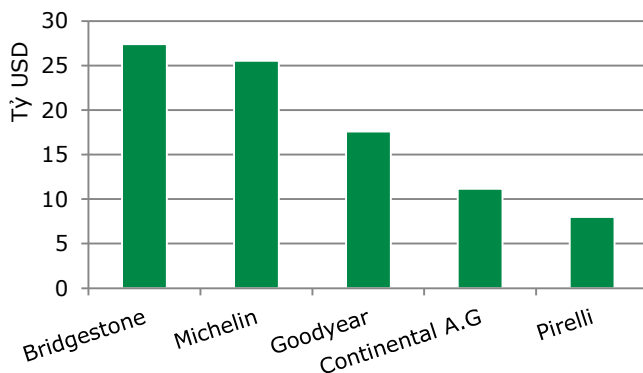


Ghi chú: LV (light vehicle): Xe du lịch và xe tải nhẹ; MHCV (medium and heavy commercial vehicle): xe tải trung và nặng. Nguồn: LMC International 2013, VPBS

Sản xuất sẵm lốp phụ thuộc vào thị trường xe

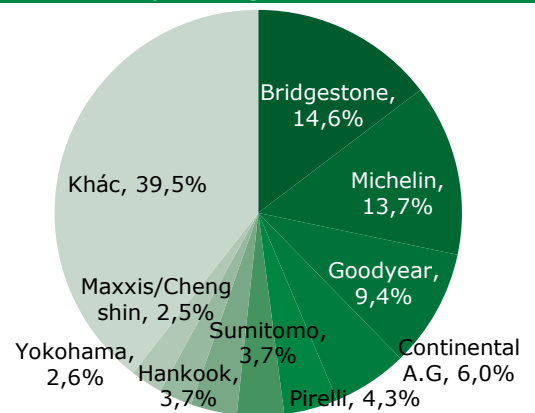
Sự sản xuất sẵm lốp trên thế giới có mức độ tập trung cao theo thương hiệu, với 5 công ty sẵm lốp lớn nhất chiếm tới khoảng một nửa giá trị sản xuất hàng năm.

Doanh thu sẵm lốp của 5 công ty lớn nhất



Nguồn: Tire Business: Báo cáo Global Tire Report số 29

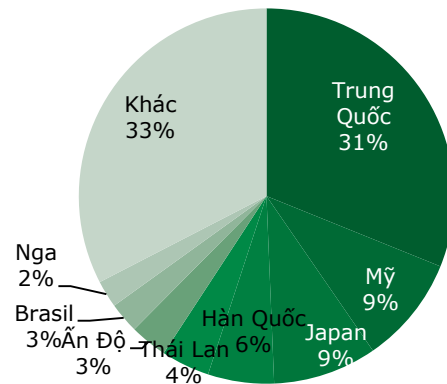
Thị phần sẵm lốp theo giá trị doanh thu



Nguồn: Tire Business, dựa trên doanh thu năm 2013

Trung Quốc là quốc gia sản xuất sảm lốp lớn nhất thế giới, với tổng sản lượng đạt 541 triệu lốp trong năm 2014 (bao gồm lốp cho xe du lịch, xe tải nhẹ/ trung/ nặng), chiếm khoảng 31% sản lượng sản xuất toàn cầu. Sản lượng lốp của Trung Quốc gấp khoảng ba lần so với quốc gia sản xuất lớn thứ hai là Mỹ.

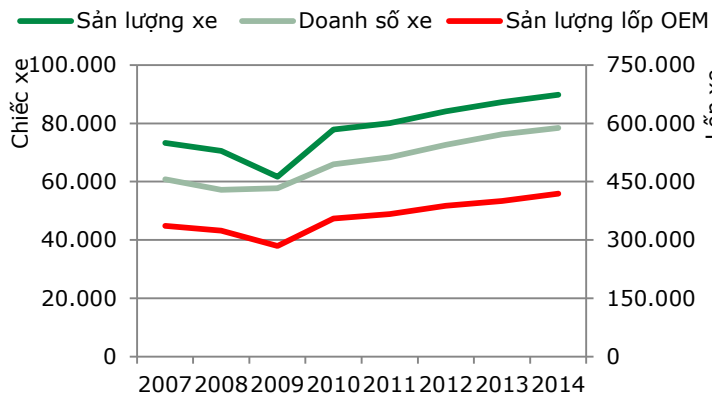
Sản lượng lốp xe năm 2014 theo quốc gia



Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam – Bản tin tháng 5/2015

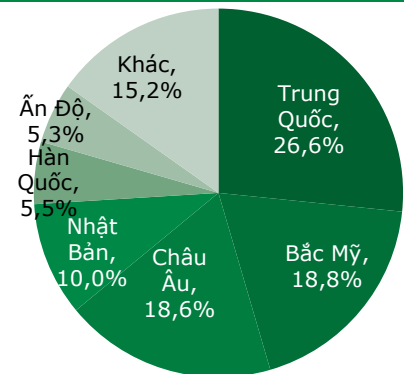
Sản lượng sảm lốp phụ thuộc lớn vào sản lượng xe bán ra. Trong giai đoạn từ năm 2007 đến năm 2014, sản lượng xe bán ra đạt tốc độ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) là 3,71% trong khi sản lượng sảm lốp OEM tăng trưởng với CAGR là 3,2%. Trung Quốc là nước sản xuất sảm lốp OEM lớn nhất, tiếp theo là Bắc Mỹ và Châu Âu.

Sản lượng lốp OEM và doanh số bán xe



Nguồn: just-auto, Bloomberg

Sản lượng lốp OEM theo quốc gia



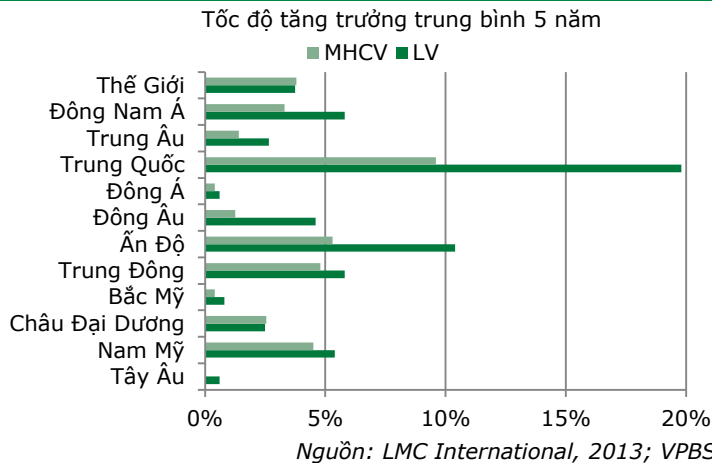
Nguồn: just-auto, Bloomberg

Nhu cầu sảm lốp tăng trưởng gần đây chủ yếu nhờ vào sự đóng góp từ các nước đang phát triển

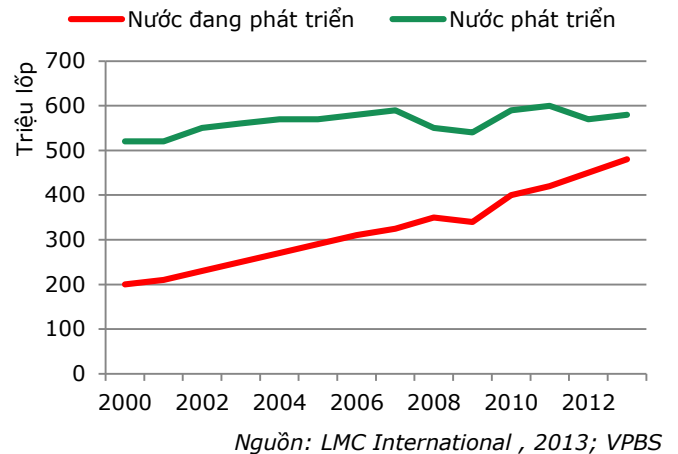
Số lượng xe đang tăng trưởng mạnh mẽ tại các nước đang phát triển, đặc biệt là Trung Quốc và Ấn Độ trong khi các nước phát triển có tốc độ tăng trưởng chậm như các nước trong khu vực mậu dịch tự do Bắc Mỹ (NAFTA) và Tây Âu.

Các nước đang phát triển tạo ra nhu cầu tăng trưởng của thị trường sảm lốp toàn cầu hiện tại.

Sự tăng trưởng số lượng xe lưu hành theo quốc gia



Doanh số lốp thay thế xe du lịch và xe tải nhẹ



NGÀNH SẴM LỐP VIỆT NAM

Hầu hết sản phẩm lốp tại Việt Nam được sản xuất bởi các công ty FDI

Hầu hết sản phẩm lốp tại Việt Nam được sản xuất bởi các công ty FDI nhưng sự cạnh tranh giữa công ty FDI và công ty nội địa ở mức thấp.

Cuối năm 2012, Việt Nam có 830 doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất lốp, trong đó có 30 công ty sản xuất, còn lại là các công ty thương mại. Các công ty nội địa có công suất nhỏ hơn nhiều so với các công ty FDI. Ba công ty sản xuất nội địa lớn là: CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (CSM); CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) và CTCP Cao su Sao Vàng (SRC).

Một số công ty sản xuất sản phẩm lốp lớn tại Việt Nam

Công ty	Công suất sản phẩm lốp ô tô
CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (Casumina)	350.000 lốp radial/năm và 34.950 tấn nguyên liệu/năm cho những sản phẩm lốp khác
CTCP Cao su Đà Nẵng	1,08 triệu chiếc/năm
CTCP Cao su Sao Vàng	500.000 chiếc/năm
Bridgestone Việt Nam	25.000 chiếc/ngày (khoảng 9 triệu chiếc/năm)
Cheng Shin (Việt Nam)	64.720 chiếc/ngày (khoảng 23 triệu chiếc/năm – bao gồm lốp ô tô và xe máy)
Kumho Tire Việt Nam	3 triệu chiếc/năm
Sailun Việt Nam	7,8 triệu chiếc/năm
Yokohama Tyre Việt Nam	800.000 lốp ô tô/năm và 180 tấn nguyên liệu/năm cho lốp ô tô và lốp xe máy

Nguồn: Tire Business: Báo cáo Global Tire Report số 29, VPBS

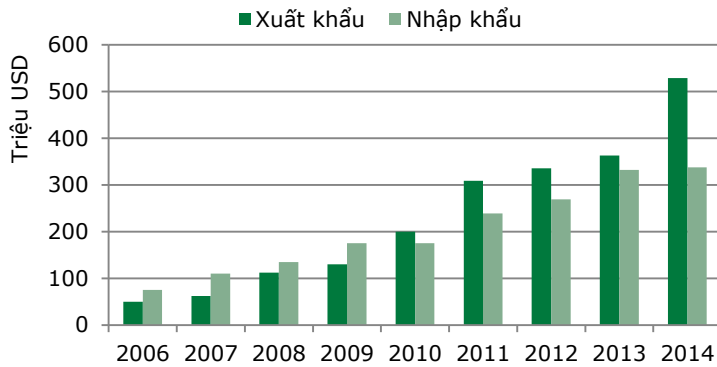
Doanh nghiệp sản xuất lốp FDI tại Việt Nam tập trung vào xuất khẩu và ít có sự cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp nội địa vốn có phần lớn doanh thu từ thị trường trong nước.

Xuất siêu sản phẩm lốp

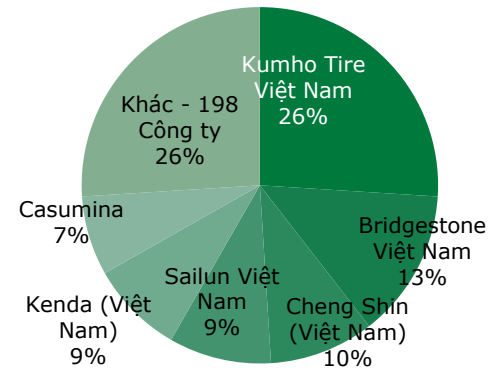
Giá trị xuất khẩu sản phẩm lốp vượt qua nhập khẩu lần đầu tiên trong năm 2010 và tiếp tục xu hướng đó cho đến thời điểm hiện tại. Trong năm 2014, tổng giá trị xuất khẩu sản phẩm lốp đạt 529 triệu USD trong khi tổng giá trị nhập khẩu là 338 triệu USD. Các doanh nghiệp FDI có đóng góp lớn trong tổng kim ngạch xuất khẩu, trong đó Công ty Kumho Tire Việt Nam đóng góp nhiều nhất với tỷ trọng là 26%.

Giá trị xuất nhập khẩu sắm lốp của Việt Nam

Công ty xuất khẩu sắm lốp lớn năm 2014



Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam



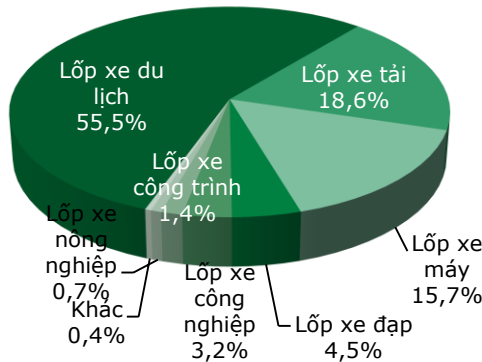
Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam

Hơn một nửa doanh số xuất khẩu sắm lốp đến từ phân khúc xe du lịch. Nhật Bản và Mỹ là hai thị trường xuất khẩu lốp xe lớn nhất của Việt Nam.

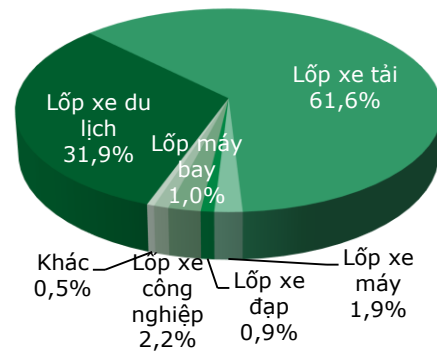
Đối với nhập khẩu, lốp xe tải chiếm tới 62% tổng giá trị nhập khẩu. Việt Nam nhập khẩu lốp xe nhiều nhất từ hai thị trường Thái Lan và Trung Quốc, chiếm hơn một nửa tổng giá trị nhập khẩu lốp xe năm 2014.

Giá trị xuất khẩu theo dòng sản phẩm năm 2014

Giá trị nhập khẩu theo dòng sản phẩm năm 2014



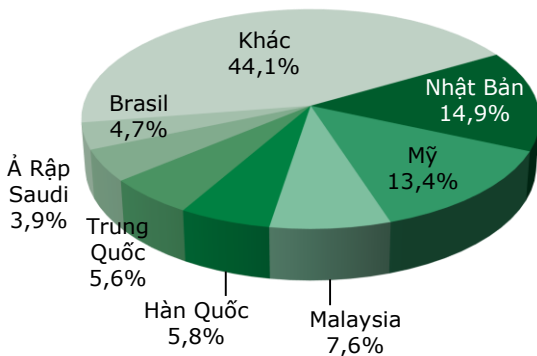
Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam – Bản tin tháng 5/2015



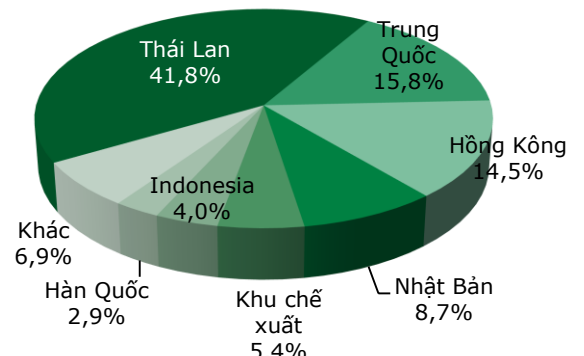
Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam – Bản tin tháng 5/2015

Giá trị xuất khẩu theo quốc gia năm 2014

Giá trị nhập khẩu theo quốc gia năm 2014



Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam – Bản tin tháng 5/2015

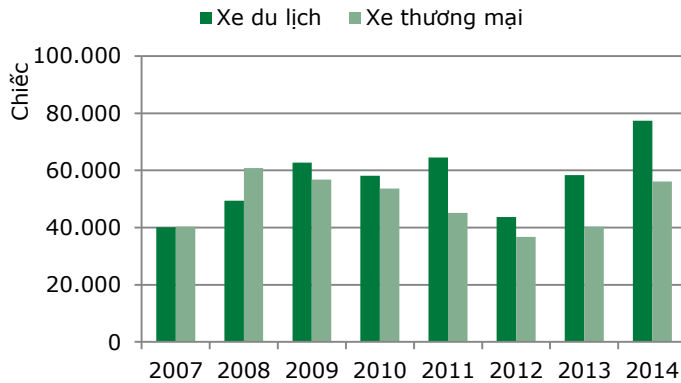


Nguồn: Hiệp Hội Cao Su Việt Nam – Bản tin tháng 5/2015

Thị trường sắm lốp Việt Nam có tiềm năng rất lớn

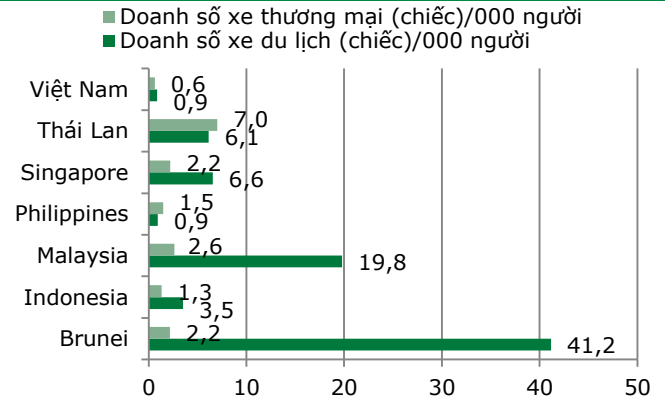
Thị trường sắm lốp Việt Nam có tiềm năng rất lớn nhờ vào sự tăng trưởng mạnh mẽ của thị trường ô tô trong nước. Hiện tại thị trường ô tô Việt Nam vẫn còn nhỏ so với những quốc gia khác trong khu vực, nhưng nhu cầu tăng mạnh nhờ vào tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế và sự phát triển của cơ sở hạ tầng. Trong ba năm trở lại đây, thị trường ô tô đã cho thấy sự tăng trưởng ấn tượng của doanh số xe bán ra.

Doanh số bán xe ô tô tại Việt Nam



Nguồn: Hiệp hội ô tô Đông Nam Á

So sánh với các nước trong khu vực



Nguồn: Hiệp hội ô tô Đông Nam Á

Trong thời gian tới, ngành sắm lốp Việt Nam dự kiến sẽ nhận được nhiều thuận lợi nhờ vào những thay đổi sau:

- Thuế nhập khẩu ô tô từ những nước trong khu vực ASEAN sẽ giảm xuống 0% từ năm 2018 theo hiệp định ATIGA (thuế suất nhập khẩu xe du lịch và xe tải hiện lần lượt là 50% và 5%). Do vậy nhu cầu xe ô tô của Việt Nam dự kiến sẽ tăng đáng kể từ năm 2018.
- Công văn số 3703/BGTVT-VT có hiệu lực từ ngày 1 tháng 4 năm 2014 liên quan đến kiểm soát tải trọng sẽ giúp giảm tải trọng thực tế của phương tiện giao thông và làm tăng nhu cầu dòng xe thương mại trong tương lai.
- Hiệp định Đối tác Kinh tế Xuyên Thái Bình Dương (TPP) nếu được thông qua sẽ thúc đẩy hoạt động kinh doanh xuất khẩu của các công ty sắm lốp tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng TPP sẽ không ảnh hưởng đến sự cạnh tranh tại thị trường sắm lốp Việt Nam bởi vì Việt Nam nhập khẩu sắm lốp chủ yếu từ những nước Châu Á như Thái Lan, Trung Quốc, những quốc gia này không phải là thành viên của TPP. Trong những thành viên TPP, Mỹ là thị trường tiêu thụ sắm lốp lớn nhất, tuy nhiên thuế suất nhập khẩu các sản phẩm sắm lốp hiện tại chỉ ở mức 4%, do đó các công ty sản xuất sắm lốp tại Việt Nam hưởng lợi không đáng kể từ TPP.
- Trung Quốc là nước xuất khẩu sắm lốp nhiều nhất vào thị trường Mỹ nhưng hiện đang là đối tượng bị điều tra áp dụng các biện pháp chống bán phá giá lên sản phẩm sắm lốp xe du lịch và xe tải nhẹ. Ngày 21 tháng 1 năm 2015, Bộ Thương mại Hoa Kỳ thông báo sơ bộ quyết định chống bán phá giá, theo đó mức thuế suất chống bán phá giá áp dụng cho sắm lốp từ Trung Quốc nhập khẩu vào Mỹ sẽ từ 19,17% đến 87,99%. Nếu dự luật này thông qua, đây sẽ là một cơ hội rất lớn cho công ty sắm lốp tại các quốc gia khác, kể cả Việt Nam.

TỔNG QUAN CÔNG TY

LỊCH SỬ HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN

DRC là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam và được thành lập vào năm 1975.

CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) và được thành lập vào tháng 12 năm 1975. Công ty niêm yết cổ phiếu trên Sàn chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSX) vào ngày 29 tháng 12 năm 2006.

DRC chuyên sản xuất các sản phẩm sảm lốp bao gồm lốp xe tải, lốp xe tải hạng nặng, lốp xe đặc chủng với nhiều kích cỡ phục vụ cho máy kéo nông nghiệp, lĩnh vực khai khoáng và xây dựng, lốp ô tô đăp, lốp xe đạp và lốp xe gắn máy. Công ty cũng sản xuất các loại sản phẩm cao su kỹ thuật cho công trình xây dựng giao thông, bến cảng và các bộ phận ô tô với chất liệu làm từ cao su.

DRC chỉ có một công ty liên kết là CTCP Philips Carbon Black Việt Nam. DRC hiện đang sở hữu 5% cổ phần với giá trị đầu tư 6,1 tỷ đồng tại công ty này.

Các cột mốc

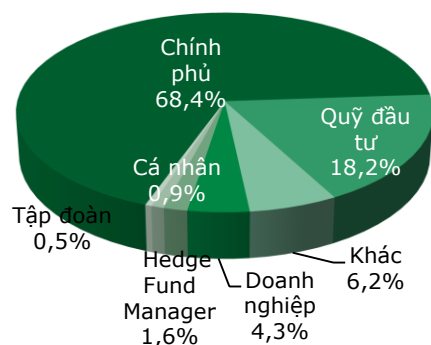
1975	Nhà máy của DRC được thành lập từ một xưởng đăp vỏ xe ô tô của quân đội chính quyền Sài Gòn trước 30/4/1975
2005	Chuyển thành công ty cổ phần
2006	Niêm yết tại sàn giao dịch Chứng khoán TP. Hồ Chí Minh
2013	Nhà máy lốp radial toàn thép công suất 300.000 lốp/năm đi vào hoạt động
2014	Hoàn thành việc di dời nhà máy lốp xe ô tô tới khu công nghiệp Liên Chiểu
2015	Tiến hành khởi công xây dựng nhà máy radial giai đoạn 2 từ Q2/2015

Nguồn: DRC

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

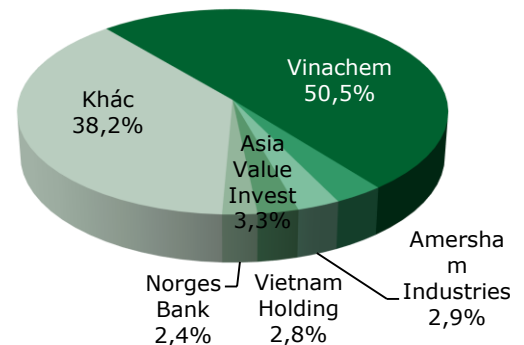
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) là cổ đông lớn nắm quyền chi phối với 50,51% cổ phần. Các nhà đầu tư nước ngoài đang sở hữu 30%, trong đó có hai cổ đông lớn là Asia Value Invest Ltd và Amersham Industries Ltd.

Cơ cấu sở hữu



Dữ liệu ngày 12/6/2015. Nguồn: Bloomberg

Các cổ đông lớn



Dữ liệu ngày 12/6/2015. Nguồn: Bloomberg

BAN QUẢN LÝ

Với quyền sở hữu chi phối, Vinachem đóng vai trò quyết định trong việc xác định chiến lược phát triển cũng như phân bổ nhân sự chủ chốt trong DRC cho phù hợp với kế hoạch phát triển của Vinachem. Ban Quản trị và Điều hành của DRC có nhiều năm kinh nghiệm trong ngành công nghiệp sản xuất và hóa chất.

Danh sách các thành viên của Hội đồng quản trị, Ban giám đốc và Ban kiểm soát

Hội đồng quản trị	Chức vụ	Kinh nghiệm/Trình độ học vấn	Sở hữu
Nguyễn Văn Thiệu	Chủ tịch HĐQT	Cử nhân kinh tế. Được bổ nhiệm từ năm 2014.	0,01%
Nguyễn Thanh Bình	TV HĐQT	Thạc sĩ Công nghệ. Tham gia DRC từ năm 1983 và được bổ nhiệm làm thành viên HĐQT truyền hình từ năm 2006. Được bổ nhiệm làm Tổng Giám đốc kể từ tháng 1 năm 2014.	0,28%
Nguyễn Mạnh Sơn	TV HĐQT	Cử nhân kinh tế, Kỹ sư Hóa học. Tham gia DRC từ năm 1984 và được bổ nhiệm làm TV HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc kể từ năm 2006.	0,03%
Hà Phước Lộc	TV HĐQT	Cử nhân kinh tế. Tham gia DRC từ năm 1990 và được bổ nhiệm làm TV HĐQT kiêm PTGD kể từ năm 2005.	0,07%
Phạm Ngọc Phú	TV HĐQT	Tiến sĩ Kinh tế. Bổ nhiệm kể từ tháng 3 năm 2009.	0,14%
Nguyễn Huy Hiểu	TV HĐQT	Cử nhân Luật. Được bổ nhiệm từ năm 2014.	0,00%
Hoàng Mạnh Thăng	TV HĐQT	Thạc sĩ kinh tế. Được bổ nhiệm từ năm 2014.	0,06%
Ban giám đốc			
Nguyễn Thanh Bình	TGD	Như trên.	0,28%
Hà Phước Lộc	PTGD	Như trên.	0,07%
Nguyễn Mạnh Sơn	PTGD	Như trên.	0,03%
Phạm Quang Vinh	PTGD	Kỹ sư điện. Tham gia DRC từ năm 1981 và được bổ nhiệm làm PTGD kể từ năm 2007.	0,07%
Trần Thị Mỹ Lệ	KTT	Cử nhân kinh tế - chuyên ngành kế toán. Tham gia DRC từ năm 2006.	0,00%
Ban kiểm soát			
Nguyễn Thị Vân Hoa	Trưởng BKS	Thạc sĩ tài chính	0,01%
Chu Quang Tuấn	TV BKS	Cử nhân kinh tế	0,00%
Võ Thị Hồng	TV BKS	Cử nhân ngoại ngữ - chuyên ngành tiếng Anh	0,00%

Nguồn: Báo cáo thường niên; tỷ lệ sở hữu tại ngày 26/1/2015 lấy từ báo cáo quản trị năm 2014

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

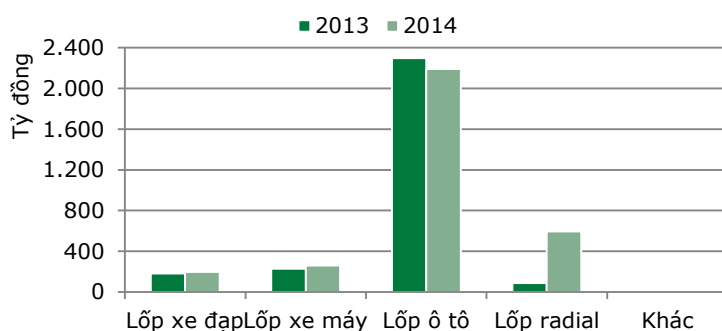
SẢN PHẨM

Sản lốp và yếm ô tô đóng góp phần lớn doanh thu

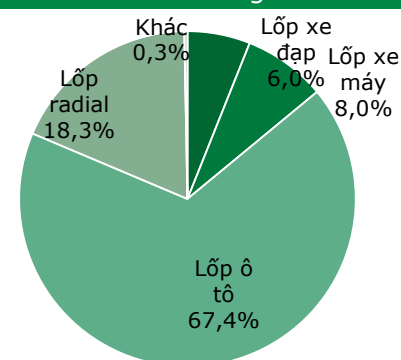
Lốp xe, sảm xe, yếm xe chiếm tới 85% doanh thu. Tất cả các sản phẩm này chủ yếu cung cấp cho xe tải và xe đặc chủng.

Sản phẩm của DRC là lốp xe, sảm xe, yếm xe được phân loại theo loại xe. Các sản phẩm đó cung cấp cho xe đạp, xe gắn máy, xe ô tô và các sản phẩm cao su kỹ thuật. Các sản phẩm của công ty đa dạng, tuy nhiên doanh thu được tập trung cao vào phân khúc sản phẩm cho xe ô tô (bao gồm lốp bias, lốp radial, sảm xe, yếm xe) đóng góp khoảng 85% doanh thu.

Cơ cấu doanh thu theo từng dòng sản phẩm



Cơ cấu doanh thu trong năm 2014



Nguồn: DRC

Lốp xe ô tô: tập trung vào lốp xe tải và lốp xe đặc chủng

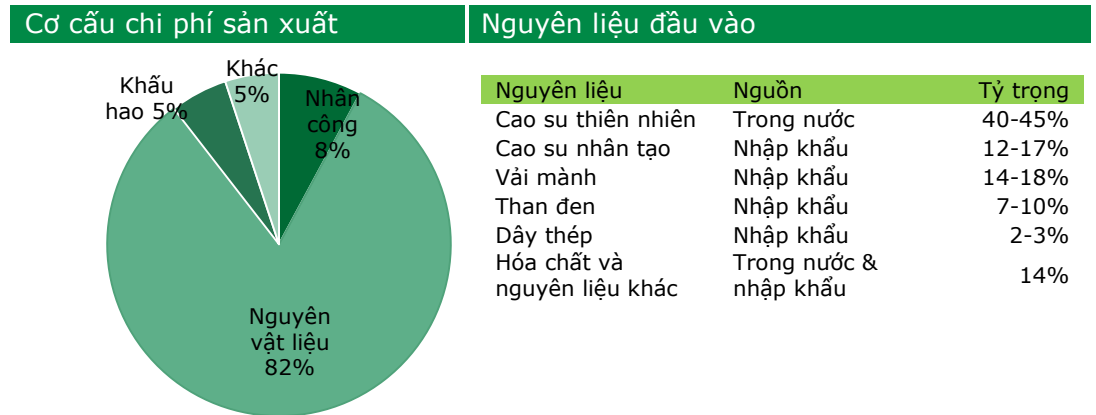
Tất cả các sản phẩm lốp ô tô của DRC được sử dụng cho xe tải, và lốp xe đặc chủng (OTR) cho máy kéo nông nghiệp, máy khai thác mỏ, cần cẩu, xe nâng tại các cảng, máy ủi đất, máy đào, v.v. Hiện nay, DRC không sản xuất lốp xe cho xe ô tô du lịch vì sản phẩm này đòi hỏi công nghệ cao và phải đối mặt với sự cạnh tranh lớn từ các công ty nước ngoài. Bên cạnh đó, những dòng xe này có giá trị cao và người tiêu dùng chú trọng đến chất lượng của sản phẩm cũng như thương hiệu của lốp xe hơn là giá bán.

SẢN XUẤT

Cao su tự nhiên chiếm hơn 45% tổng nguyên liệu đầu vào

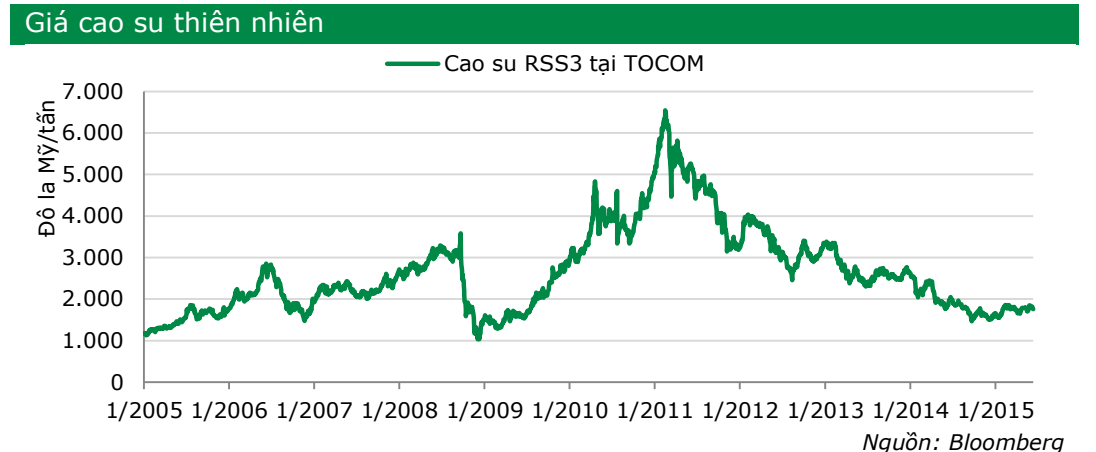
Nguyên liệu đầu vào chiếm khoảng 80% tổng chi phí sản xuất, bao gồm cao su tự nhiên, cao su tổng hợp, vải, than đen, dây thép, và các hóa chất; trong đó cao su tự nhiên là vật liệu chính chiếm khoảng 40-45% tổng giá trị và hoàn toàn được cung cấp từ nguồn trong nước. Các vật liệu khác đều phải nhập khẩu. Vì lốp xe tải và lốp OTR sử dụng cao su thiên nhiên nhiều hơn lốp xe du lịch, nên việc tập trung vào phân khúc lốp xe tải và lốp OTR tạo cho DRC một lợi thế lớn so với các đối thủ cạnh tranh trong và ngoài nước do DRC khai thác được nguồn cung cao su thiên nhiên tại Việt Nam với giá thành cạnh tranh.

Việc tập trung vào các dòng lốp xe tải và OTR tạo nên lợi thế lớn cho DRC.



Nguồn : DRC, VPBS

Nguồn: DRC



Tỷ lệ sử dụng công suất cao làm hạn chế sự phát triển trong tương lai của các sản phẩm truyền thống

Tỷ lệ sử dụng cao làm hạn chế sự phát triển trong tương lai, trừ khi công ty đầu tư thêm để mở rộng sản xuất.

Hầu hết các dây chuyền sản xuất các sản phẩm truyền thống đang hoạt động hơn 80% công suất thiết kế. Mặc dù sản xuất thực tế của một số sản phẩm như săm và yếm có thể vượt quá mức công suất thiết kế do dây chuyền sản xuất đơn giản và sự áp dụng cải tiến công nghệ vào sản xuất, các sản phẩm này có giá trị thấp hơn so với sản phẩm lốp xe. Vì vậy tỷ lệ sử dụng công suất cao hiện nay có thể hạn chế sự tăng trưởng của DRC trong tương lai, trừ khi DRC đầu tư thêm để mở rộng sản xuất.

Công suất sản xuất theo từng sản phẩm

Công suất (chiếc/năm)	Năm 2012		Năm 2013		Năm 2014	
		% sử dụng		% sử dụng		% sử dụng
Lốp xe đạp	5.000.000	69,66%	5.000.000	74,10%	5.000.000	83,40%
Săm xe đạp	5.000.000	85,68%	5.000.000	86,84%	5.000.000	93,90%
Lốp xe máy	2.000.000	72,50%	2.000.000	56,80%	2.000.000	65,70%
Săm xe máy	5.000.000	66,00%	5.000.000	64,32%	5.000.000	80,70%
Lốp xe ô tô	700.000	100,43%	700.000	106,03%	780.000	99,62%
Săm xe ô tô	500.000	103,40%	500.000	122,96%	800.000	93,38%
Yếm xe ô tô	400.000	99,50%	400.000	106,75%	400.000	128,50%
Lốp ô tô đập			40.000	97,50%	40.000	95,00%
Lốp radial			300.000	4,93%	300.000	38,33%

Nguồn: DRC, VPBS

Lốp Radial tạo ra nhiều cơ hội hơn cho sự tăng trưởng

Từ khi lốp radial được giới thiệu ra thị trường, lượng tiêu thụ sản phẩm này cho thấy tốc độ tăng trưởng nhanh chóng.

Lốp ô tô được chia thành lốp bias và lốp radial. Lốp bias (gọi chung là lốp xe ô tô trong báo cáo này) là sản phẩm truyền thống của DRC trong khi lốp radial là sản phẩm mới mà DRC đã bắt đầu sản xuất từ cuối năm 2013. Kể từ khi lốp radial được giới thiệu trên thị trường đã cho thấy tốc độ tăng trưởng nhanh chóng về lượng tiêu thụ. DRC đã vận hành khoảng 38% công suất thiết kế của dây chuyền sản xuất lốp radial vào năm 2014, công ty hy vọng sẽ nâng tỷ lệ này lên 80% trong năm 2015. DRC cũng có kế hoạch hoàn thành nhà máy radial giai đoạn 2 và tăng công suất lốp radial từ 300.000 đến 600.000 lốp xe/năm trong Q4/2016 để đáp ứng nhu cầu cao của lốp radial cho trong nước và xuất khẩu.

Mặc dù sản phẩm lốp radial sẽ đóng góp lớn cho sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận, nhưng sẽ làm giảm biên lợi nhuận của toàn công ty.

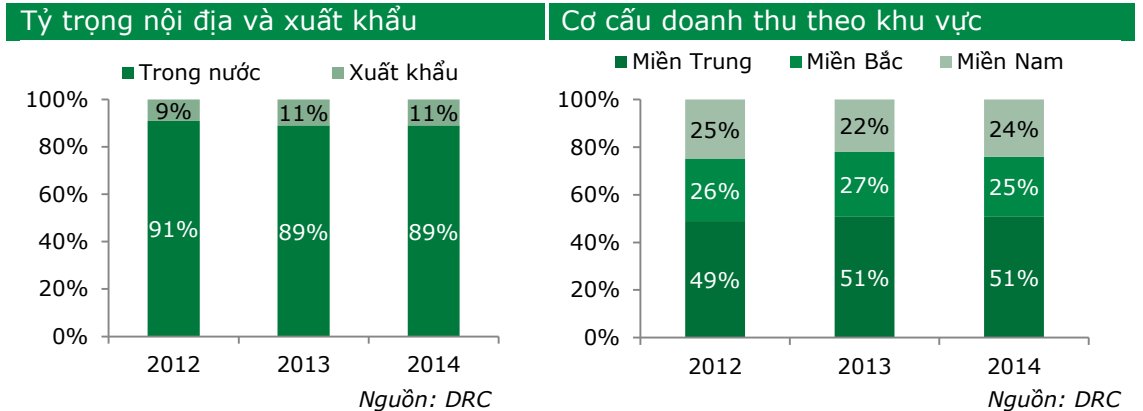
Mặc dù lốp radial có thể đóng góp lớn cho sự tăng trưởng của doanh thu và lợi nhuận, nhưng biên lợi nhuận thấp hơn nhiều so với lốp ô tô bias sẽ làm sụt giảm biên lợi nhuận của DRC trong tương lai. Trong năm 2014, biên lợi nhuận gộp của lốp ô tô bias là 29,6% trong khi biên lợi nhuận gộp của lốp radial chỉ ở mức 6,1%. Chi phí khấu hao chiếm phần lớn trong tổng chi phí sản xuất của lốp radial, chúng tôi ước tính rằng biên lợi nhuận gộp của lốp radial nếu loại trừ khấu hao là 19,7% và vẫn thấp hơn so với lốp ô tô bias. Vì lốp radial vẫn đang trong giai đoạn đầu giới thiệu sản phẩm ra thị trường, DRC phải hạ giá bán để cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu đã thống trị thị trường trong nhiều năm, do đó tỷ suất lợi nhuận gộp của sản phẩm này vẫn còn thấp.

THỊ TRƯỜNG

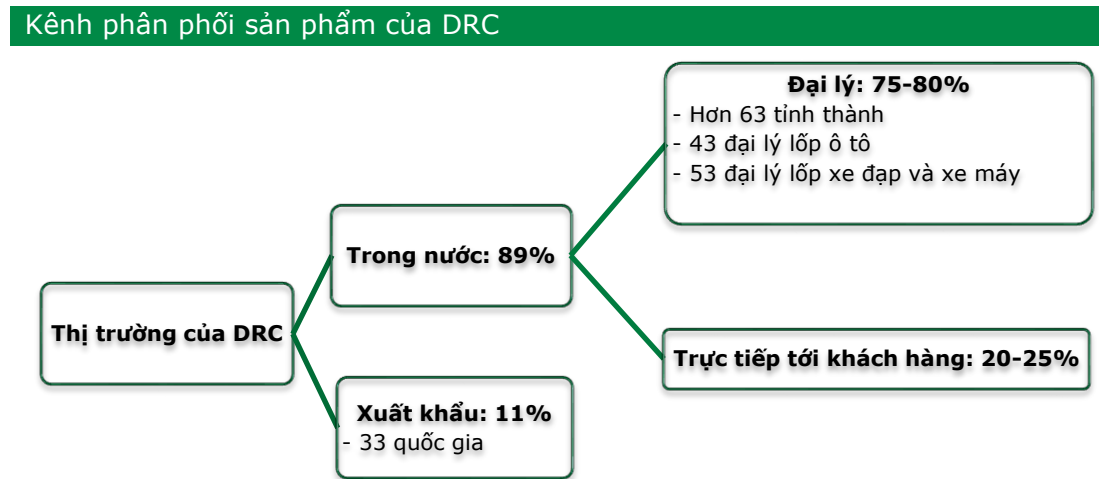
Nội địa vẫn là thị trường lớn nhất

Thị trường trong nước chiếm khoảng 89% tổng doanh thu trong năm 2014, trong đó khu vực miền Trung chiếm một nửa.

Hầu hết các sản phẩm của DRC được tiêu thụ trong nước, chiếm khoảng 89% tổng doanh thu trong năm 2014, tỷ lệ không thay đổi so với năm 2013. Đối với thị trường nội địa, khu vực miền Trung chiếm khoảng 50%, phần còn lại được chia gần như bằng nhau giữa miền Bắc và miền Nam.



DRC bán sản phẩm của mình tại thị trường trong nước thông qua hai kênh phân phối: bán cho đại lý và bán trực tiếp cho khách hàng. Kênh thông qua đại lý chiếm khoảng 75-80% tổng doanh số bán hàng nội địa. Vào cuối năm 2014, DRC có 43 đại lý lớp xe ô tô và 53 đại lý lớp xe đạp và xe gắn máy. Kênh bán trực tiếp cho khách hàng là các công ty sản xuất ô tô, sản xuất xi măng, các công ty thuộc Bộ Quốc phòng Việt Nam.



Nguồn: DRC

Xuất khẩu không nhiều nhưng đầy tiềm năng

Tỷ trọng xuất khẩu vẫn còn thấp, khoảng 11% tổng doanh thu trong năm 2014. Sản phẩm của DRC được xuất khẩu sang khoảng 33 nước, chủ yếu là các nước thuộc Châu Á, là nơi mà DRC có thể bán sản phẩm với giá tốt. Nhu cầu tiêu thụ trong nước khá ổn định và DRC đang phải hoạt động với công suất cao để đáp ứng nhu cầu này, dẫn đến việc sản lượng cung cấp cho xuất khẩu vẫn còn thấp. Nhà máy radial mới với công suất hiện tại là 300.000 lốp xe/năm và sẽ nâng lên mức 600.000 lốp xe trong Q4/2016, điều này sẽ tạo thêm sản

lượng cho xuất khẩu trong tương lai. Thật vậy, trong những sản phẩm xuất khẩu, lốp radial có mức tăng trưởng cao nhất về sản lượng xuất khẩu trong năm 2014.

Sản phẩm	Sản lượng xuất khẩu (sản phẩm)				Thị trường chính
	2013	% sản lượng bán ra	2014	% sản lượng bán ra	
Lốp xe đạp	245.500	6,6%	504.670	12,1%	Argentina, Ghana
Săm xe đạp	-	0,0%	1.520	0,0%	
Lốp xe máy	22.610	2,0%	25.281	1,9%	Morocco, Myanmar
Săm xe máy	-	0,0%	2.600	0,1%	
Lốp xe ô tô	93.070	12,5%	62.507	8,0%	Malaysia, Lào, Campuchia, Pakistan, Panama
Lốp radial	2.266	15,3%	33.160	28,8%	Thái lan, Brazil, Ghana, Iraq
Săm xe ô tô	55.385	9,0%	36.274	4,9%	Lào, Pakistan, Myanmar
Yếm xe ô tô	45.819	10,7%	32.300	6,3%	Lào, Pakistan, Myanmar

Nguồn: DRC, VPBS

DỰ ÁN ĐANG TRIỂN KHAI: ĐỘNG LỰC CHO SỰ TĂNG TRƯỞNG

Vốn đầu tư thấp nhưng có công suất tương đương với giai đoạn 1, nên dự án radial giai đoạn 2 sẽ cải thiện đáng kể tỷ suất sinh lợi của DRC.

Hầu hết các dây chuyền sản xuất đang hoạt động với công suất cao ngoại trừ nhà máy lốp radial. Nhà máy này hiện đang sử dụng khoảng 38% công suất thiết kế nhưng DRC dự kiến sẽ nâng tỷ lệ sử dụng lên mức 80% công suất thiết kế trong năm 2015. Do vậy, nhu cầu tăng công suất thiết kế là cần thiết cho sự tăng trưởng trong tương lai. Trong Q2/2015, DRC sẽ bắt đầu xây dựng dự án radial giai đoạn 2 và dự kiến sẽ hoàn thành trong Q4/2016. Công suất của giai đoạn 2 là 300.000 lốp/năm, bằng với giai đoạn 1 nhưng vốn đầu tư chỉ bằng khoảng 38% vốn đầu tư giai đoạn 1, nguyên nhân là do DRC đã đầu tư nhà máy và phần lớn công trình, máy móc thiết bị. Vì vậy, chúng tôi cho rằng dự án giai đoạn 2 sẽ giúp cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận của DRC.

Dự án radial	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Tổng
Vốn đầu tư (tỷ đồng)	1.859	705	2.564
Công suất (lốp/năm)	300.000	300.000	600.000
Thời gian xây dựng	5/2011 - 6/2013	Q2/2015 - Q4/2016	
Vốn đầu tư/lốp (đồng)	6.196.667	2.350.000	4.273.333
IRR (VPBS ước tính)	6,7%	20,6%	10,3%

Nguồn: DRC, VPBS

HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

TĂNG TRƯỞNG VÀ LỢI NHUẬN

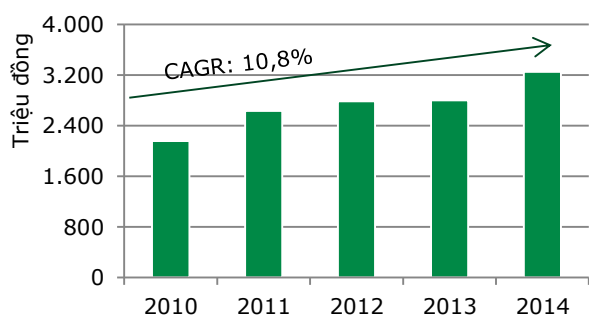
Doanh thu tăng trưởng đáng kể nhờ đóng góp từ lốp radial

Trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, doanh thu thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR là 10,8%. Sản phẩm lốp radial đóng góp đáng kể vào sự tăng trưởng doanh thu thuần từ năm 2014 trở đi.

Trong giai đoạn từ năm 2010 tới 2014, số lượng tiêu thụ lốp ô tô khá ổn định, dao động quanh mức 750.000 lốp/năm, trong khi lượng tiêu thụ lốp xe máy và xe đạp biến động nhiều hơn. Lốp ô tô có số lượng tiêu thụ ít hơn những sản phẩm khác, nhưng lại chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu (82% trong năm 2013 và 67% năm 2014); do vậy sự biến động của số lượng tiêu thụ lốp xe đạp và xe máy ít ảnh hưởng lên tổng doanh thu.

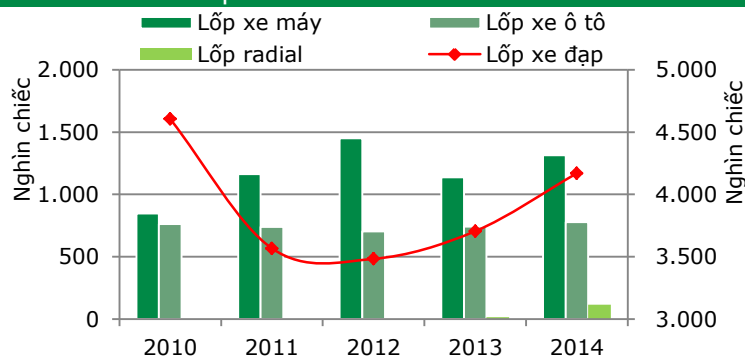
Trong giai đoạn này, doanh thu thuần có sự tăng trưởng đáng kể với tốc độ CAGR đạt 10,8%. Doanh thu thuần tăng mạnh trong năm 2011 chủ yếu do giá bán sản phẩm tăng, sau đó tăng chậm lại trong giai đoạn từ năm 2011 đến 2013 trước khi tăng đột biến trong năm 2014 nhờ vào sự đóng góp của dòng sản phẩm mới – lốp radial. Trong năm 2014, DRC đã bán được 115.000 lốp radial với doanh thu là 595,6 tỷ đồng, chiếm 18,3% tổng doanh thu thuần. Vì công suất hiện tại của nhà máy radial là 300.000 lốp/năm và nhu cầu lốp radial cho thị trường trong nước và xuất khẩu là khá cao, đây là cơ hội lớn giúp DRC có thể tăng doanh thu của sản phẩm này trong một tương lai gần.

Doanh thu thuần



Nguồn: DRC, VPBS

Doanh số bán lốp xe



Ghi chú: Trục trái: lốp xe máy, xe ô tô, lốp radial; Trục phải: lốp xe đạp. Nguồn: DRC, VPBS

Xu hướng giảm của giá cao su thế giới giúp cải thiện biên lợi nhuận

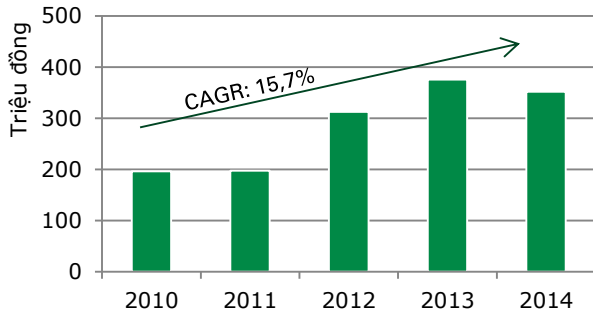
Trong giai đoạn từ năm 2010 đến năm 2014, lợi nhuận ròng có mức tăng trưởng ấn tượng với CAGR là 15,7%, chủ yếu do sự sụt giảm của giá cao su thiên nhiên là nguyên vật liệu chính cho các sản phẩm của DRC. Khi giá cao su đạt đỉnh trong năm 2011, lợi nhuận ròng của DRC gần như không tăng trưởng mặc dù doanh thu thuần tăng mạnh. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng ở mức thấp nhất trong năm 2011 nhưng đã cải thiện đáng kể sau đó.

Trong năm 2014, giá cao su thiên nhiên tiếp tục đà giảm mạnh, tất cả các sản phẩm đều ghi nhận sự cải thiện biên lợi nhuận đáng kể, ngoại trừ sản phẩm lốp radial. Do biên lợi nhuận của sản phẩm lốp radial khá thấp do phải gánh chịu chi phí khấu hao lớn trong giai đoạn đầu hoạt động, dẫn đến biên lợi nhuận của toàn công ty giảm nhẹ. DRC cũng phải gánh thêm chi phí lãi vay đáng kể trong năm 2014 do nhà máy mới được tài trợ chủ yếu bằng nợ vay, dẫn đến lợi nhuận ròng giảm nhẹ trong năm.

Biên lợi nhuận có mối tương quan nghịch với giá cao su thiên nhiên.

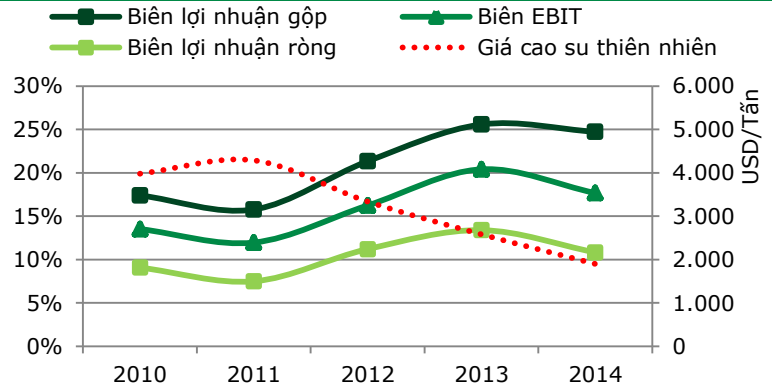
Biên lợi nhuận giảm nhẹ trong năm 2014 chủ yếu do sản phẩm lốp radial.

Lợi nhuận ròng



Nguồn: DRC, VPBS

Biên lợi nhuận và giá cao su thiên nhiên



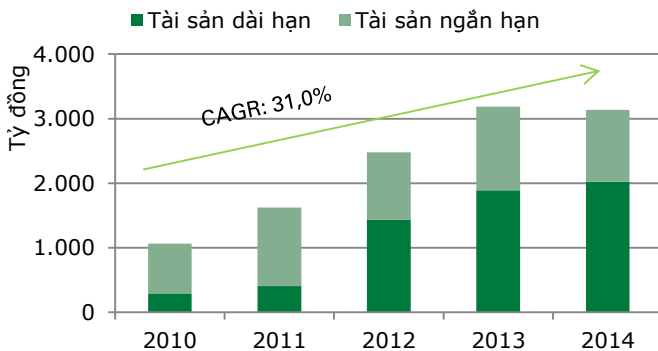
Ghi chú: Giá cao su RSS3 trung bình quý tại TOCOM
 Nguồn: DRC, VPBS

Tài sản và vốn chủ sở hữu tăng mạnh

Tổng tài sản có mức tăng trưởng mạnh với CAGR là 31% trong giai đoạn từ năm 2010 đến 2014. Hầu hết sự tăng trưởng của tài sản đến từ tài sản cố định. Cuối năm 2010, tài sản cố định của DRC gần như đã được khấu hao hết; sau đó công ty đã đầu tư một vài dự án lớn dẫn đến sự tăng trưởng mạnh trong tài sản cố định. Những dự án mà công ty đã đầu tư trong giai đoạn này là:

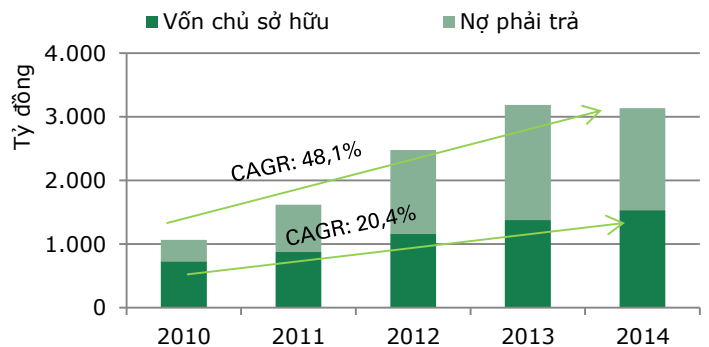
- Dự án lốp radial: Tổng vốn đầu tư là 1.859 tỷ đồng, bắt đầu xây dựng từ tháng 5 năm 2011 và hoàn thành vào tháng 6 năm 2013.
- Dự án di dời và mở rộng nhà máy lốp xe máy và lốp xe đạp: Tổng vốn đầu tư là 134 tỷ đồng, bắt đầu từ tháng 8 năm 2010 và hoàn thành vào tháng 10 năm 2011.
- Dự án di dời và mở rộng nhà máy lốp xe ô tô: Tổng vốn đầu tư là 393 tỷ đồng, bắt đầu từ tháng 9 năm 2012 và kết thúc vào tháng 12 năm 2014.

Tổng tài sản



Nguồn: DRC, VPBS

Vốn chủ sở hữu



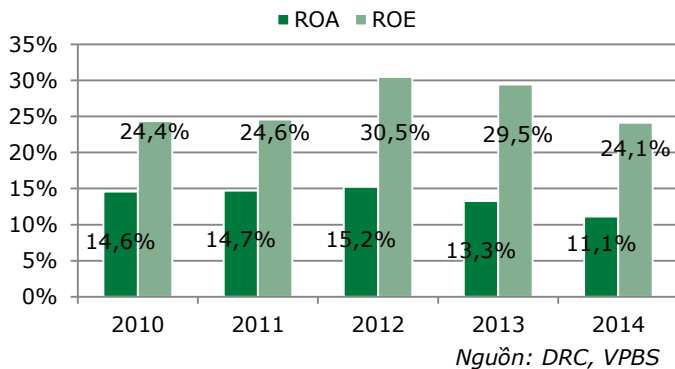
Nguồn: DRC, VPBS

Vốn và nợ phải trả tăng trưởng mạnh trong giai đoạn từ 2010 đến 2014. DRC đã phát hành cổ phiếu mỗi năm từ nguồn lợi nhuận giữ lại và làm tăng vốn đầu tư của chủ sở hữu. Nợ phải trả cũng tăng nhanh trong giai đoạn này do DRC vay vốn để tài trợ cho những dự án lớn như đã nêu trên.

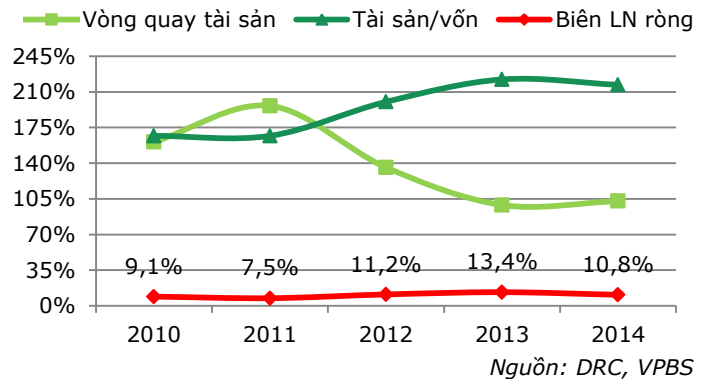
Khả năng sinh lợi

Tỷ suất sinh lợi ROA và ROE ở mức cao trong những năm qua. Trong năm 2014, những chỉ số này giảm nhẹ do DRC chính thức đưa nhà máy lốp radial đi vào hoạt động, dẫn đến biên lợi nhuận và vòng quay tổng tài sản giảm (do sản phẩm lốp radial có biên lợi nhuận thấp và tổng tài sản tăng đáng kể trong năm 2013 và 2014 như đã trình bày ở trên).

ROA và ROE



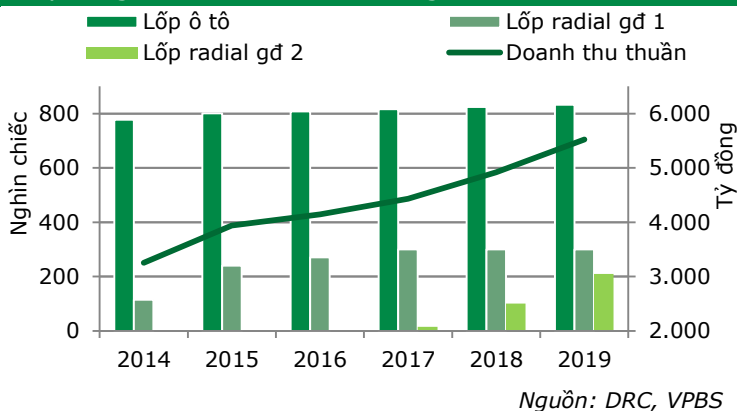
Phân tích Dupont



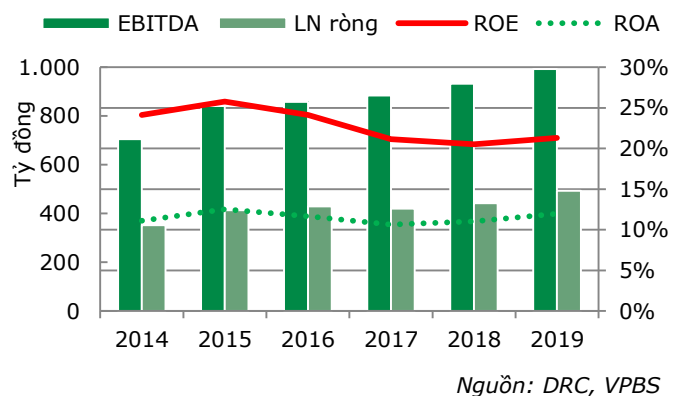
Sự tăng trưởng trong tương lai phụ thuộc vào dự án lốp radial

DRC dự kiến hoàn thành giai đoạn 2 của dự án lốp radial trong Q4/2016, đây là động lực chính để thúc đẩy sự tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Trong 5 năm tới, chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng với tốc độ CAGR là 11,2%, trong khi EBITDA và lợi nhuận ròng tăng với CAGR tương ứng là 7,2% và 7,0%. Chỉ số ROA và ROE sẽ không cải thiện đáng kể khi số lượng lốp radial của giai đoạn 2 chưa được tiêu thụ nhiều. Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận ròng sẽ chậm hơn doanh thu bởi vì biên lợi nhuận gộp của lốp radial thấp hơn sản phẩm truyền thống do chi phí khấu hao cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi nhẹ và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của tất cả các dòng sản phẩm (vui lòng xem phần Giả định và dự phóng để có thêm thông tin chi tiết về biên lợi nhuận).

Dự phóng doanh thu và số lượng tiêu thụ



Dự phóng khả năng sinh lợi



TÍNH THANH KHOẢN VÀ KHẢ NĂNG THANH TOÁN

Đòn bẩy tài chính hợp lý

Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đã tăng đáng kể trong vòng 5 năm qua, từ mức 54,1% vào cuối năm 2010 lên 74,6% cuối năm 2014. Tại thời điểm ngày 31 tháng 12 năm 2014, dư nợ ngắn hạn là 336,6 tỷ đồng và dư nợ dài hạn là 808,4 tỷ đồng. Khoảng 83% nợ vay dài hạn được dùng để tài trợ cho nhà máy lớp radial giai đoạn 1, phần còn lại 17% dùng cho việc di dời nhà máy lớp xe ô tô đến khu công nghiệp Liên Chiểu. Giai đoạn 1 của dự án lớp radial được xây dựng vào tháng 5 năm 2011 và hoàn thành vào tháng 6 năm 2013, tổng vốn đầu tư của dự án là 1.859 tỷ đồng, trong đó 70% được tài trợ bằng nợ vay. Dự án di dời nhà máy lớp xe ô tô được thực hiện từ tháng 9 năm 2012 và hoàn thành vào tháng 12 năm 2014, tổng vốn đầu tư là 393 tỷ đồng, chúng tôi ước tính dự án này đã được tài trợ 65% bằng vốn và 35% bằng nợ vay. Mặc dù đòn bẩy tài chính đã giảm đáng kể so với năm 2013, chúng tôi cho rằng tỷ lệ sử dụng nợ vay sẽ được duy trì tại mức này trong vòng 3 năm tới do DRC sẽ vay thêm để tài trợ nhà máy radial giai đoạn 2.

Tỷ số thanh khoản ở mức tương đối

Hệ số thanh khoản hiện hành giảm dần qua các năm nhưng luôn duy trì được mức trên 1 lần trong vòng 5 năm qua; tuy nhiên hệ số thanh khoản nhanh là khá thấp do hàng tồn kho chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản ngắn hạn.

Tính thanh khoản và khả năng thanh toán

	2010	2011	2012	2013	2014
Hệ số thanh khoản hiện hành	2,7	2,2	1,9	1,4	1,4
Hệ số thanh khoản nhanh	1,1	0,5	0,4	0,3	0,4
Nợ phải trả/Tài sản	31,24%	45,87%	52,81%	56,72%	51,05%
Nợ vay/vốn chủ sở hữu	29,74%	54,08%	75,95%	102,80%	74,55%
EBIT/Lãi vay	32,4	20,0	51,4	14,5	6,8
EBITDA/Nợ vay	38,0	23,0	56,9	16,6	8,3

Nguồn: DRC, VPBS

GIẢ ĐỊNH VÀ DỰ PHÓNG

Sản lượng tiêu thụ

Sản lượng tiêu thụ (chiếc)	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
1. Lớp xe đạp	3.567.000	3.483.000	3.705.000	4.170.000	4.295.100	4.423.953	4.556.672	4.693.372	4.834.173
% Tăng trưởng	-22,5%	-2,4%	6,4%	12,6%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
2. Lớp xe máy	1.162.000	1.450.000	1.136.000	1.314.000	1.405.980	1.504.399	1.609.707	1.722.386	1.842.953
% Tăng trưởng	37,4%	24,8%	-21,7%	15,7%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
3. Lớp ô tô	740.000	703.000	742.200	777.000	800.310	808.313	816.396	824.560	832.806
% Tăng trưởng	-2,8%	-5,0%	5,6%	4,7%	3,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
4. Lớp radial	0	0	14.800	115.000	240.000	270.000	314.800	400.000	510.000
% Tăng trưởng				677,0%	108,7%	12,5%	16,6%	27,1%	27,5%

- Lớp xe đạp: Theo kế hoạch của DRC, sản lượng tiêu thụ sẽ tăng 3,1% trong năm 2015. Chúng tôi dự phóng sản lượng sẽ tăng 3,0% mỗi năm từ năm 2015 đến năm 2019 khi sản lượng tiêu thụ chạm mức tối đa của công suất.
- Lớp xe máy: DRC dự kiến sản lượng tiêu thụ lớp xe máy sẽ tăng 6,5% trong năm 2015, chúng tôi dự phóng sẽ tăng 7% dựa trên tình hình bán hàng tốt lên trong năm 2014. Tốc độ tăng trưởng này dự kiến sẽ không thay đổi trong 5 năm tới.
- Lớp xe ô tô: Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng như kế hoạch của DRC đặt ra trong năm nay. Từ năm 2015, dây chuyền sản xuất sẽ hoạt động hết công suất, do vậy chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng của dòng sản phẩm này sẽ giảm sau năm 2015.
- Lớp radial: Chúng tôi áp dụng mức tăng trưởng như kế hoạch của DRC đặt ra trong năm nay. Dây chuyền sản xuất lớp radial sẽ hoạt động 80% công suất trong năm 2015, chúng tôi dự kiến tỷ lệ này sẽ tăng lên 90% trong năm 2016 và 100% trong năm 2017. Từ năm 2017, nhà máy lớp radial giai đoạn 2 sẽ đi vào hoạt động và đóng góp vào sự tăng trưởng của dòng sản phẩm này.

Biên lợi nhuận gộp

Biên lợi nhuận gộp	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
1. Săm lốp xe đạp	17,8%	22,7%	22,0%	21,5%	21,0%	20,5%	20,0%
2. Săm lốp xe máy	21,9%	27,2%	26,5%	26,0%	25,5%	25,0%	24,5%
3. Săm lốp yếm xe ô tô	27,2%	29,6%	29,0%	28,5%	28,0%	27,5%	27,0%
4. Săm lốp yếm radial	8,3%	6,1%	9,8%	10,6%	9,6%	9,7%	11,4%
- Biên LN không bao gồm khấu hao	46,3%	19,6%	19,5%	19,3%	19,0%	18,8%	18,5%
5. Khác	38,9%	40,3%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Biên lợi nhuận gộp	25,6%	24,7%	22,7%	22,3%	21,1%	19,9%	19,5%

Biên lợi nhuận của các dòng sản phẩm trừ lốp radial sẽ giảm nhẹ so với năm 2014 do chúng tôi kỳ vọng giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi và ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty. Biên lợi nhuận của sản phẩm lốp radial dự kiến tăng đều do DRC sẽ nâng tỷ lệ sử dụng công suất của nhà máy này, dẫn đến chi phí khấu hao trên mỗi sản phẩm giảm.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp (chi phí S&GA)

Chi phí S&GA	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chi phí bán hàng/doanh thu	1,9%	2,2%	2,7%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu	1,9%	2,9%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Năm 2013, chi phí bán hàng của DRC tăng do sản phẩm lốp radial lần đầu giới thiệu ra thị trường phải gánh chịu nhiều chi phí. Trong năm 2014, do quy định về hạn chế tải trọng có hiệu lực từ ngày 1 tháng 4 năm 2014 đã làm việc vận chuyển gặp nhiều khó khăn và chi phí cho vận tải cũng tăng theo. Do vậy tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu đã tăng đáng kể trong năm 2014. Trong năm 2015, mặc dù quy định này vẫn còn hiệu lực, tuy nhiên nhờ giá dầu giảm, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu cũng giảm theo đáng kể.

Ngoài ra, Thông tư 200/2014/TT-BTC sẽ có hiệu lực trong năm 2015, chúng tôi ước tính một phần nhỏ khoảng 0,8% trên doanh thu thuần (dựa trên số liệu năm 2014) sẽ được chuyển sang giá vốn hàng bán và góp phần làm giảm tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu.

Nhu cầu vốn lưu động và vay vốn

Vốn lưu động	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	138	121	164	113	113	113	113	113	113
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	25	20	33	30	30	30	30	30	30
Vòng quay vốn phải trả (ngày)	1	1	0	1	1	1	1	1	1
Vòng quay vốn lưu động (ngày)	162	141	197	142	142	142	142	142	142
Nhu cầu vốn lưu động (Tỷ đồng)	965	826	1.083	902	1.112	1.182	1.276	1.435	1.633
Nợ vay ngắn hạn (Tỷ đồng)	287	117	544	337	445	473	510	574	653
% Nợ vay ngắn hạn/ Nhu cầu vốn lưu động	30%	14%	50%	37%	40%	40%	40%	40%	40%

Chúng tôi kỳ vọng vòng quay vốn lưu động của DRC là 142 ngày và 40% nhu cầu vốn lưu động sẽ được tài trợ bằng vốn vay trong giai đoạn dự báo.

Lãi tiền gửi và chi phí lãi vay

Lãi tiền gửi: Giá trị khoản lãi tiền gửi trong quá khứ là không đáng kể do công ty có lượng tiền và tương đương tiền thấp. Trong giai đoạn dự phóng, chúng tôi giả định lãi suất tiền gửi ngắn hạn là 4,5%, mức lãi suất này ít có ảnh hưởng đến lợi nhuận ròng của công ty.

Chi phí lãi vay: DRC vay cả nợ ngắn hạn và dài hạn bằng VND và USD. Lãi suất vay trung bình trong năm 2014 là 6,6%. Do xu hướng lãi suất giảm trong năm 2015 cũng như DRC hiện đang được chào lãi suất tốt cho dự án radial giai đoạn 2 (khoảng 5,2% đến 5,3% cho nợ vay dài hạn bằng VND, so với mức 8% mà công ty đang vay), chúng tôi tin rằng lãi suất vay trung bình của DRC sẽ giảm trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2019.

Lãi suất	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Trung bình lãi tiền gửi	6,8%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Trung bình lãi vay	6,6%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Thuế suất

DRC đang áp dụng mức thuế suất thu nhập doanh nghiệp thông thường. Thuế suất hiện tại là 22% và sẽ giảm xuống 20% vào năm 2016.

ĐỊNH GIÁ

Dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp định giá so sánh, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho cổ phiếu DRC là 48.600 đồng cổ phiếu

Phương pháp	(Đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	51.785	50%
P/E	45.464	50%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		48.600

Phương pháp DCF đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của DRC nên có tỷ trọng hơn phương pháp P/E.

PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Mô hình DCF đưa ra mức giá là 51.785 đồng/cổ phiếu dựa trên những giả định sau:

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	6,4%
Bê ta 1 năm	0,86
Tỷ suất lợi nhuận thị trường	8,5%
Chi phí vốn	13,7%
Chi phí nợ vay	
Lãi suất vay dài hạn	8,2%
Thuế suất	22,0%
Chi phí lãi vay sau thuế	6,4%
WACC	
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cổ phiếu)	49.700
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	91,38
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.541,65
Nợ (tỷ đồng)	1.145,00
WACC	12,24%
Tăng trưởng dài hạn	3,0%

PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Các công ty tương đương cùng ngành trong nước bao gồm: CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam (mã HSX: CSM) và CTCP Cao su Sao Vàng (mã HSX: SRC). Khả năng sinh lợi của DRC và các công ty cùng ngành này không có nhiều sự khác biệt nhưng DRC đang giao dịch tại mức P/E cao hơn. Nguyên nhân có thể là do: DRC có tiềm năng tăng trưởng lớn; thị trường của DRC ổn định hơn nhờ việc tập trung vào các dòng sản phẩm xe tải, trong khi CSM tập trung vào phân khúc sản phẩm xe du lịch và xe máy với nhiều đối thủ cạnh tranh hơn, và SRC thì tập trung vào lốp xe đạp và xe máy; ngoài ra tình hình kinh doanh của DRC rất minh bạch.

So sánh với những công ty tương đương cùng ngành trong khu vực, DRC có chỉ số ROA và ROE cao hơn và giao dịch tại mức P/E tương đối cao hơn. DRC có chỉ số sinh lợi cao hơn do có biên lợi nhuận ròng cao hơn, mặc dù vòng quay tài sản lại thấp hơn. Việt Nam là quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên lớn, nên DRC có thể mua cao su thiên nhiên với giá tốt, chúng tôi tin rằng đây là lý do chính giúp DRC có biên lợi nhuận tốt hơn.

Do DRC có khả năng sinh lợi cao hơn, chúng tôi tăng mức trung bình P/E tương đối của các công ty cùng ngành trong khu vực thêm 10% để xác định mức P/E mục tiêu cho DRC là 10,9 lần.

Phương pháp định giá	Tương đối	VN-Index	Mục tiêu	Giá cổ phiếu DRC (đồng/cổ phiếu)
P/E	0,79*1,1 = 0,87	12,5x	10,9x	45.464

So sánh với công ty cùng ngành

Tên công ty	Mã BB	Quốc gia	Vốn hóa	Biên lợi nhuận ròng		Vòng quay tài sản	Nợ vay/tài sản	ROA		ROE		P/E		EV/EBITDA		P/B
				12T	12T			12T	Tương đối	12T	Tương đối	12T	Tương đối	12T	Tương đối	
Cùng ngành trong khu vực			Triệu US\$	%	Lần	%	%	Lần	%	Lần	%	Lần	%	Lần	Lần	
MULTISTRADA ARAH SARANA TBK	MASA IJ	INDONESIA	193	0,19	0,45	33,10	0,08	0,03	0,14	0,01	N/A	N/A	7,57	0,69	0,52	
ND RUBBER PCL	NDR TB	THÁI LAN	25	5,80	1,41	47,36	8,16	3,12	23,82	2,22	12,44	0,63	14,25	1,16	2,92	
ENKEI WHEELS INDIA LTD	EWIL IN	ẤN ĐỘ	25	0,60	1,26	28,32	0,76	0,28	13,29	0,94	67,05	3,07	6,06	0,50	8,65	
HWA FONG RUBBER THAILAND PCL	HFT TB	THÁI LAN	73	11,37	1,06	0,00	11,87	4,53	14,31	1,34	8,45	0,43	3,70	0,30	1,16	
GOODYEAR THAILAND PCL	GYT TB	THÁI LAN	88	6,25	0,83	0,00	5,17	1,97	6,53	0,61	11,40	0,57	3,86	0,31	0,81	
XINGDA INT'L HOLDINGS	1899 HK	T. QUỐC	419	5,86	0,56	12,19	3,29	1,75	6,42	0,45	8,01	0,72	4,68	0,48	0,50	
INOUE RUBBER (THAILAND) PCL	IRC TB	THÁI LAN	103	5,75	1,41	2,90	8,08	3,09	12,68	1,18	9,11	0,46	4,92	0,40	1,36	
INDAG RUBBER LTD	IDR IN	ẤN ĐỘ	67	13,47	1,62	0,00	21,85	8,06	28,21	1,99	13,03	0,60	9,03	0,75	3,32	
GOODYEAR INDIA LTD	GDYR IN	ẤN ĐỘ	191	6,41	1,80	0,00	11,55	4,26	22,00	1,55	12,01	0,55	5,49	0,46	2,45	
TVS SRICHAKRA LTD	SRTY IN	ẤN ĐỘ	230	4,61	2,18	25,02	10,06	3,71	41,00	2,90	14,72	0,67	7,96	0,66	5,20	
JK TYRE & INDUSTRIES LTD	JKI IN	ẤN ĐỘ	312	4,50	1,13	39,25	5,09	1,88	26,39	1,86	5,59	0,26	4,83	0,40	1,42	
CEAT LTD	CEAT IN	ẤN ĐỘ	420	5,51	1,56	16,38	8,61	3,18	23,40	1,65	7,82	0,36	4,26	0,35	1,59	
GOODYEAR INDONESIA PT	GDYR IJ	INDONESIA	53	1,71	1,35	0,00	1,79	0,64	3,75	0,33	27,46	1,24	2,52	0,23	0,92	
CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM	CSM VN	VIỆT NAM	122	10,41	0,99	43,72	9,57	3,51	22,61	1,51	9,45	0,75	6,65	0,77	0,92	
MULTISTRADA ARAH SARANA TBK	MASA IJ	INDONESIA	193	0,19	0,45	33,10	0,08	0,03	0,14	0,01	N/A	N/A	7,57	0,69	0,52	
CTCP CAO SU SAO VÀNG	SRC VN	VIỆT NAM	22	6,92	1,90	18,25	11,80	4,33	18,94	1,26	8,72	0,70	4,54	0,52	1,46	
Trung bình				5,60	1,25	18,72	7,36	2,77	16,48	1,24	15,37	0,79	6,12	0,54	2,11	
Trung vị				5,77	1,31	17,31	8,12	3,10	16,62	1,30	10,43	0,61	5,20	0,49	1,39	
Cùng ngành trong nước																
CTCP CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM	CSM VN		122	10,41	0,99	43,72	9,57	3,51	22,61	1,51	9,45	0,75	6,65	0,77	0,92	
CTCP CAO SU SAO VÀNG	SRC VN		22	6,92	1,90	18,25	11,80	4,33	18,94	1,26	8,72	0,69	4,54	0,52	1,46	
Trung bình				8,67	1,44	30,98	10,68	3,92	20,78	1,39	9,09	0,72	5,59	0,65	1,19	
CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG	DRC VN		208	10,59	1,03	37,74	10,94	4,02	22,91	1,53	13,95	1,11	7,95	0,92	2,80	

Dữ liệu ngày 19 tháng 6 năm 2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá mục tiêu theo mô hình DCF do sự thay đổi của WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	WACC									
	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	
7%	529.809	257.885	167.266	121.971	89.734	76.707	63.788	54.105	46.580	
6%	266.565	172.923	126.121	98.054	75.689	66.008	56.007	48.235	42.025	
5%	178.817	130.441	101.434	82.109	65.522	57.984	49.955	43.540	38.297	
4%	134.942	104.953	84.976	70.720	57.820	51.743	45.114	39.698	35.191	
3%	108.618	87.960	73.220	62.178	51.785	46.750	41.153	36.496	32.563	
2%	91.068	75.823	64.403	55.534	46.928	42.665	37.852	33.787	30.311	
1%	78.533	66.719	57.546	50.219	42.935	39.260	35.059	31.465	28.358	
0%	69.131	59.639	52.060	45.871	39.594	36.380	32.665	29.453	26.650	
-1%	61.819	53.975	47.571	42.247	36.757	33.911	30.590	27.692	25.143	

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật của cổ phiếu DRC cho thấy một giai đoạn tích lũy của cổ phiếu này trong biên độ 51.000-55.000 đồng/cổ phiếu từ tháng 2 đến tháng 5 năm 2015. Sau thất bại trong nỗ lực vượt qua ngưỡng kháng cự tại mức giá 55.000 đồng/cổ phiếu, cổ phiếu DRC đã điều chỉnh và phá vỡ ngưỡng hỗ trợ ngắn hạn năm tại 51.000 đồng/cổ phiếu.

Khối lượng giao dịch của DRC cũng tăng lên trong thời gian gần đây, cho thấy áp lực bán có phần lấn át lực mua. Điều này có thể sẽ kéo cổ phiếu DRC tiếp tục sụt giảm tới vùng hỗ trợ trung hạn năm tại 45.000 đồng/cổ phiếu.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **BÁN** cổ phiếu DRC tại thời điểm cập nhật báo cáo này.

Tại ngày 19/6/2015	(đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	55.500
Giá thấp nhất trong 3 tháng	49.500
MA50 ngày hiện tại	52.500
MA100 ngày hiện tại	52.000
Ngưỡng kháng cự trung hạn	55.500
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	45.000
Khuyến nghị	BÁN



KẾT LUẬN

Chúng tôi cho rằng DRC cũng như những công ty sẫm lốp tại Việt Nam đang có nhiều cơ hội để mở rộng quy mô hoạt động và khả năng sinh lợi. Nhờ Việt Nam là quốc gia sản xuất cao su thiên nhiên lớn, nên các công ty sẫm lốp trong nước có lợi thế lớn để cạnh tranh với các công ty khác trên thế giới. Mặc dù giá trị xuất khẩu của DRC vẫn còn khá thấp tuy nhiên thị trường xuất khẩu là rất tiềm năng và sẽ là động lực chính thúc đẩy sự tăng trưởng cho công ty trong tương lai. Nội địa vẫn là thị trường chính của DRC và hiện công ty đang hoạt động với công suất cao để cung cấp cho thị trường này. DRC nên đầu tư mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu sẫm lốp trong nước được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong vài năm tới.

DRC có khả năng sinh lợi tốt hơn nhưng cũng giao dịch tại mức P/E tương đối cao hơn so với nhóm tương đương cùng ngành trong khu vực. Giá cổ phiếu DRC trên thị trường có thể đã phản ánh tiềm năng tăng trưởng của công ty. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu DRC đang giao dịch với mức P/E tương đối cao hơn là hợp lý nhưng nên ở một mức độ thấp hơn. Theo quan điểm của chúng tôi, về dài hạn DRC có thể đạt mức tăng trưởng cao trong doanh thu và thuận lợi để mở rộng quy mô, tuy nhiên khả năng sinh lợi sẽ giảm dần do chúng tôi kỳ vọng giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi.

Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** dài hạn đối với cổ phiếu DRC với mức giá mục tiêu là 48.600 đồng/cổ phiếu.

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu									
Sắm lốp xe đạp			182	196	205	212	220	228	236
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>				8%	5%	4%	4%	4%	4%
Sắm lốp xe máy		229	259	277	296	317	339	363	393
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>			13%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Sắm lốp yếm ô tô			2.298	2.191	2.263	2.298	2.334	2.370	2.401
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>						2%	2%	2%	1%
Doanh thu khác			87	596	1.181	1.329	1.549	1.968	2.510
<i>Tốc độ tăng trưởng</i>				587%	98%	13%	17%	27%	28%
Khác			9	10	11	12	13	14	16
Doanh thu thuần	2.637	2.785	2.804	3.251	3.937	4.147	4.433	4.919	5.524
<i>Tốc độ tăng doanh thu</i>	22%	6%	1%	16%	21%	5%	7%	11%	12%
GVHB (không gồm khấu hao)	2.173	2.142	2.005	2.317	2.857	3.037	3.278	3.687	4.195
Lợi nhuận gộp	464	643	799	934	1.080	1.111	1.154	1.232	1.329
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	18%	23%	28%	29%	27%	27%	26%	25%	24%
Chi phí bán hàng	51	60	74	161	157	166	177	197	221
<i>% doanh thu</i>	1,9%	2,2%	2,7%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	50	82	71	68	82	87	93	103	116
<i>% doanh thu</i>	1,9%	2,9%	2,5%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Thu nhập từ công ty liên doanh	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	363	501	654	704	840	858	884	933	993
<i>Biên lợi nhuận EBITDA</i>	14%	18%	23%	22%	21%	21%	20%	19%	18%
Khấu hao	48	49	82	130	185	187	221	253	253
EBIT	315	452	572	574	655	671	664	680	740
Doanh thu tài chính	8	4	11	10	9	11	13	23	27
Chi phí tài chính	65	45	85	143	142	155	161	160	163
Chi phí lãi vay	16	9	39	85	72	80	82	72	64
Lợi nhuận tài chính ròng	(58)	(41)	(74)	(133)	(133)	(144)	(148)	(137)	(136)
Lợi nhuận khác	6	6	3	11	8	9	10	11	12
<i>% doanh thu</i>	0,22%	0,20%	0,11%	0,33%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%	0,21%
Lợi nhuận trước thuế	264	417	501	452	530	536	525	553	616
Thuế TNDN	66	105	125	100	117	107	105	111	123
<i>Thuế suất hiệu dụng</i>	25,04%	25,17%	25,03%	22,19%	22,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Lợi nhuận sau thuế	198	312	375	352	414	429	420	443	493
Lợi nhuận ròng	198	312	375	352	414	429	420	443	493
<i>Biên lợi nhuận ròng</i>	7%	11%	13%	11%	11%	10%	9%	9%	9%
Số lượng lưu hành (triệu cp)	46	58	83	83	91	91	91	91	91
EPS (đồng)	3.940	4.926	4.158	3.907	4.165	4.321	4.231	4.456	5.394

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản Ngắn hạn									
Tiền và tương đương tiền	78	76	54	85	129	177	392	485	688
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	180	152	257	268	325	342	365	405	455
Hàng tồn kho	822	712	901	716	882	938	1.012	1.138	1.295
Tài sản khác	134	104	87	43	53	56	60	67	76
Tổng tài sản ngắn hạn	1.213	1.044	1.300	1.111	1.388	1.513	1.830	2.096	2.515
Tài sản dài hạn									
Nguyên giá	668	736	2.354	2.645	2.713	2.739	3.453	3.460	3.469
Hao mòn lũy kế	514	560	637	723	908	1.095	1.315	1.568	1.820
Giá trị còn lại	154	176	1.717	1.921	1.805	1.644	2.137	1.892	1.648
Đầu tư dài hạn	8	8	5	5	5	5	5	5	5
Tài sản vô hình	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Tài sản dài hạn khác	244	1.248	165	99	275	735	30	30	30
Tổng tài sản dài hạn	408	1.434	1.888	2.026	2.085	2.385	2.173	1.928	1.684
Tổng tài sản	1.622	2.478	3.188	3.137	3.473	3.898	4.003	4.024	4.200
Nợ ngắn hạn									
Phải trả người bán	4	4	2	5	6	6	7	7	9
Chi phí phải trả	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	287	117	544	337	445	473	510	574	653
Nợ ngắn hạn khác	264	417	388	452	547	576	616	684	768
Tổng nợ ngắn hạn	555	538	934	793	998	1.055	1.133	1.265	1.429
Nợ dài hạn									
Vay dài hạn	188	771	874	808	803	957	782	536	364
Tổng nợ dài hạn	189	771	874	809	803	957	782	536	364
Tổng nợ	744	1.309	1.808	1.602	1.801	2.012	1.915	1.801	1.793
<i>Nợ vay trên vốn đầu tư</i>	<i>35,1%</i>	<i>43,2%</i>	<i>50,7%</i>	<i>42,7%</i>	<i>42,7%</i>	<i>43,1%</i>	<i>38,2%</i>	<i>33,3%</i>	<i>29,7%</i>
Nguồn vốn									
Vốn chủ sở hữu	462	692	831	831	914	914	914	914	914
Lợi nhuận giữ lại	244	334	376	495	478	608	768	861	1.000
Vốn khác	173	143	173	210	281	364	406	448	493
Tổng vốn chủ sở hữu	878	1.169	1.380	1.536	1.672	1.886	2.089	2.224	2.407
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	1.621	2.478	3.188	3.137	3.473	3.898	4.003	4.024	4.200

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LC tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	42	554	149	762	453	559	565	567	588
LC tiền thuần từ hoạt động đầu tư	(248)	(721)	(562)	(285)	(235)	(476)	4	16	18
LC tiền thuần từ hoạt động tài chính	176	164	392	(447)	(174)	(34)	(355)	(490)	(403)
Số dư tiền đầu kỳ	108	78	76	54	85	129	177	392	485
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(30)	(3)	(21)	30	44	49	215	93	203
Số dư tiền cuối kỳ	78	75	55	85	129	177	392	485	688
Dòng tiền tự do FCFF	(105)	(509)	(340)	595	266	136	622	618	630

Phân tích các chỉ số	2011A	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
P/E				12,7 x	11,9 x	11,5 x	11,7 x	11,2 x	9,2 x
Tốc độ tăng P/E				(2,1)	1,8	3,1	(5,7)	2,1	0,4
EV/EBIT				9,8 x	8,5 x	8,3 x	8,4 x	8,2 x	7,6 x
EV/EBITDA				8,0 x	6,7 x	6,5 x	6,3 x	6,0 x	5,6 x
Thị giá/giá trị sổ sách				2,7 x	2,7 x	2,4 x	2,2 x	2,0 x	1,9 x
Tỷ suất sinh lợi từ cổ tức				6,0%	4,0%	4,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Khả năng sinh lợi									
Biên LN gộp	17,6%	23,1%	28,5%	28,7%	27,4%	26,8%	26,0%	25,1%	24,1%
Biên EBITDA	13,8%	18,0%	23,3%	21,7%	21,3%	20,7%	19,9%	19,0%	18,0%
Biên LN hoạt động	12,0%	16,2%	20,4%	17,7%	16,6%	16,2%	15,0%	13,8%	13,4%
Biên LN ròng	7,5%	11,2%	13,4%	10,8%	10,5%	10,3%	9,5%	9,0%	8,9%
ROA	14,7%	15,2%	13,3%	11,1%	12,5%	11,6%	10,6%	11,0%	12,0%
ROE	24,6%	30,5%	29,5%	24,1%	25,8%	24,1%	21,1%	20,5%	21,3%
Chỉ số đòn bẩy									
EBIT/ lãi vay	20,0	51,4	14,5	6,8	9,1	8,4	8,1	9,4	11,6
EBITDA / (I + Cap Ex)	2,1	0,5	1,2	2,2	2,7	1,5	9,8	11,8	13,7
Nợ/tổng nguồn vốn	35,1%	43,2%	50,7%	42,7%	42,7%	43,1%	38,2%	33,3%	29,7%
Nợ/tổng vốn chủ sở hữu	54,1%	76,0%	102,8%	74,6%	74,6%	75,8%	61,9%	49,9%	42,2%
Chỉ số thanh khoản									
Vòng quay tài sản (lần)	2,0 x	1,4 x	1,0 x	1,0 x	1,2 x	1,1 x	1,1 x	1,2 x	1,3 x
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	22	25	20	33	30	30	30	30	30
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	0	1	1	0	1	1	1	1	1
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	94	138	121	164	113	113	113	113	113
Hệ số thanh khoản hiện hành	2,2 x	1,9 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x	1,4 x	1,6 x	1,7 x	1,8 x
Hệ số thanh khoản nhanh	0,5 x	0,4 x	0,3 x	0,4 x	0,5 x	0,5 x	0,7 x	0,7 x	0,8 x

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt

Giám đốc Khối Phân tích

barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thế Duy

Chuyên viên Phân tích

duynt@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức

& Nhà đầu tư Nước ngoài

marcdjandji@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng

Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân

dungld@vpbs.com.vn

+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1

Thành phố Hồ Chí Minh

phuongvv@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux

Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2

Thành phố Hồ Chí Minh

domalux@vpbs.com.vn

+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh

Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ

Hà Nội

vinhtd@vpbs.com.vn

+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh

Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai

Thành phố Hồ Chí Minh

vinhnd@vpbs.com.vn

+848 3823 8608 Ext: 146



KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên. Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc báo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

