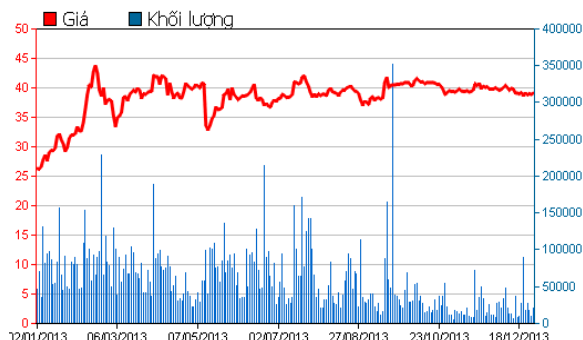


Săm lớp
Ngày 02 tháng 01 năm 2014
CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG (DRC)

Ngô Kinh Luân	Giá hiện tại	38.900	-18% Bán -7% Giảm 0% Theo dõi 7% Thêm 18% Mua MUA
Chuyên viên phân tích	Giá mục tiêu	48.300	
Email: luannk@fpts.com.vn	Tăng/giảm	24%	
Điện thoại: (84)8 6290 8686	Tỷ suất cổ tức	5%	
Ext : 7595			

Diễn biến giá cổ phiếu DRC

Thông tin giao dịch

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	43.900
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	25.300
Số lượng CP niêm yết (cp)	83.073.849
Số lượng CP lưu hành (cp)	83.073.849
KLGD bình quân 30 phiên(cp/phiên)	230.605
% sở hữu nước ngoài hiện tại	27,47%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	830
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	3.223

Định giá	2011	2012	2013E
EPS	4.282	4.510	4.500
BV (đ/cp)	19.017	16.893	16.556
P/E	-	4,0	8,5
P/B	-	1,2	2,4
ROE	24,6	30,5	29,5
ROA	14,7	15,2	12,7

Danh sách cổ đông

(chốt đến 06/2013)	%
Vinachem	50,51
Market Vector – ETF(*)	4,41
FTIF- Templeton Frontier Markets Fund	4,90
Deutsche Bank AG & Deutsche Asset Management (Asia) Ltd	4,08
Khác	36,10

(*) Theo danh mục ngày 23/12/2013

Tóm tắt nội dung

Chúng tôi định giá DRC lần đầu, xét trong trung hạn từ 1-2 năm tới doanh thu vẫn tăng trưởng nhưng lợi nhuận sẽ giảm do chi phí khấu hao và lãi vay gia tăng từ nhà máy radial. Từ 2016 trở đi, DRC sẽ đạt tăng trưởng cao cả doanh thu và lợi nhuận nhờ cải thiện tỷ suất lợi nhuận từ dòng lớp radial. Với dự phóng FCFF giá mục tiêu cho 12 tháng tới là **48.300đ** cao hơn giá hiện tại là 24%, theo quan điểm của chúng tôi các nhà đầu tư có thể xem xét **MUA** cổ phiếu này. Rủi ro chính khi đầu tư DRC đó là biến động giá cao su và chất lượng sản phẩm radial (yếu tố cần phải chờ thị trường xác thực).

- Dự phóng kết quả kinh doanh 2013: **lợi nhuận trước thuế vào khoảng 495-500 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2012, tương ứng EPS đạt mức 4.500 đồng** (đã pha loãng 20% do phát hành cổ phiếu trả cổ tức 2012).
- Mặc dù tỷ suất lợi nhuận tăng trong năm nay tuy nhiên tốc độ tăng doanh thu chậm hơn tốc độ tăng của tài sản do hạch toán tài sản từ dự án radial sẽ làm vòng quay tài sản giảm dẫn đến **tỷ số ROE giảm từ 30,5% xuống khoảng 29,5%**. Đây vẫn là mức cao hơn bình quân 3 năm gần nhất và cũng là mức sinh lời hấp dẫn trong ngành cũng như của cả thị trường hiện nay.
- Công ty vừa hoàn thành nhà máy radial giai đoạn 1 với công suất là 300.000 lốp/năm**, dự kiến đến 2017 sẽ nâng lên 600.000 lốp/năm. Tổng đầu tư cho toàn bộ dự án này khoảng 2.900 tỷ đồng. Đây là nhà máy sản xuất lốp radial toàn thép đầu tiên của doanh nghiệp Việt Nam. Theo kế hoạch tỷ lệ xuất khẩu chiếm 30-35%.
- Cách đây không lâu **DRC đã có được chứng nhận DOT (chứng nhận sản phẩm đạt chất lượng xuất khẩu do Mỹ cấp)**, dự kiến trong quý 1 năm 2014 sẽ tiếp tục xin chứng nhận xuất khẩu EMark của Châu Âu. Như vậy từ 2014 trở đi DRC sẽ đẩy mạnh tiêu thụ lốp radial toàn thép trong nội địa lẫn xuất khẩu. Điều này sẽ giúp doanh thu tăng trưởng mạnh trong các năm tới.
- Trong 2 năm tới, lợi nhuận sẽ suy giảm do chi phí khấu hao và lãi vay tăng lên từ dự án radial**. Tuy nhiên nhờ

Bảng KQKD	2011	2012	2013E
Doanh thu thuần	2.636	2.784	2.819
Lợi nhuận gộp	416	594	749
Lợi nhuận trước thuế	264	417	500
Lợi nhuận sau thuế	198	312	375

Bảng CĐKT	2011	2012	2013E
Tổng tài sản	1.622	2.478	3.423
Tài sản ngắn hạn	1.213	1.044	1.095
Tài sản dài hạn	408	1.434	2.328
Tổng nguồn vốn	1.622	2.478	3.423
Nợ ngắn hạn	555	537	783
Nợ dài hạn	189	771	1.264
Vốn chủ sở hữu	877	1.169	1.375

vào chính sách giảm thuế thu nhập doanh nghiệp xuống 22% giai đoạn 2014-2015 và từ 2016 trở đi còn 20%, góp phần giúp cho lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ không bị giảm mạnh. Theo đó EPS dự phóng sẽ có xu hướng giảm trong 2 năm tới từ mức 4.500 đồng/cp năm 2013 giảm xuống 4.200 đồng/cp vào năm 2014 và 4.000 đồng/cp vào năm 2015.

- **Tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện đáng kể từ 2016 trở đi nhờ dự án radial.** Theo ước tính tỷ suất lãi gộp bình quân sẽ được nâng từ mức 19,5% lên mức 24%. EBIT/doanh thu được nâng từ 15% lên 19%. Tỷ suất LNTT được cải thiện từ 11% lên mức 14-18%.
- Sau khi nhà máy hoàn thành 2 giai đoạn và hoạt động ổn định (dự kiến năm 2020), **cơ cấu doanh thu sẽ tập trung vào sản phẩm radial (45-50%), sản phẩm ô tô tải và lốp đặc chủng (chiếm 35-45%),** còn lại là các sản phẩm khác.
- **Dự phóng tăng trưởng:** LNTT giai đoạn 2013-2017 tăng trưởng 10%/năm, giai đoạn 2017-2020 đạt mức cao hơn là 17%/năm do khấu hao và lãi vay giảm dần. Về dài hạn chúng tôi dự phóng doanh thu DRC đạt tăng trưởng 4%/năm từ sau 2020.

Các chỉ tiêu dự báo

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	Triệu đồng	2.784.934	2.819.550	3.638.784	4.261.918	4.737.144	5.362.976
LN gộp	Triệu đồng	594.015	749.169	833.509	920.295	1.114.033	1.266.440
LNTT	Triệu đồng	417.118	500.636	445.171	427.918	575.837	729.953
LNST	Triệu đồng	312.131	375.477	347.234	333.776	460.670	583.962
EPS	Đồng/cp	4.509	4.520	4.180	4.018	5.408	6.856
DPS	Đồng/cp	2.000	2.034	1.463	1.371	2.434	3.085
Tăng trưởng DT thuần	%yoy	5,6%	1,2%	29,1%	17,1%	11,2%	13,2%
Tăng trưởng LN gộp	%yoy	42,8%	26,1%	11,3%	10,4%	21,1%	13,7%
Tăng trưởng LNST	%yoy	57,9%	20,3%	-7,5%	-3,9%	38,0%	26,8%
Tăng trưởng EPS	%yoy	5,3%	0,2%	-7,5%	-3,9%	34,6%	26,8%
ROE	%	30,5%	29,5%	24,5%	21,8%	26,7%	29,3%
ROA	%	15,2%	12,7%	9,4%	8,4%	11,3%	13,4%

(*) EPS đã pha loãng 20% theo tỷ lệ chia cổ tức bằng cổ phiếu năm 2012

Kết quả định giá theo FCFF và P/E
Phương pháp FCFF

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFF để ước tính **mức giá hợp lý của DRC trong 12 tháng tới là 48.300 đồng/cp.**

Giả định DCF	Giá trị	Kết quả định giá DCF	Tỷ đồng
WACC (2014)	13,3%	Thời gian dự phóng	7 năm
Thuế suất	22%	Tổng hiện giá dòng tiền	1.782
Chi phí vốn CSH	23,8%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	130
Lãi suất phi rủi ro	8,89%	(-) Nợ ngắn và dài hạn	1.610
Phần bù rủi ro	9,88%	Giá trị vốn cổ phần	3.383
Hệ số beta	1,87	Lợi ích cổ đông thiểu số	-
Chi phí nợ	8,5%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	3.383
Tăng trưởng (2014 – 2020)	10%	Số lượng cổ phiếu	83.073.845
Tăng trưởng bền vững	4,3%	Giá trị chiết khấu về hiện tại	40.700
		Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần	23,8%
		Suất cổ tức ước tính	5%
		Giá kỳ vọng 12 tháng	48.300

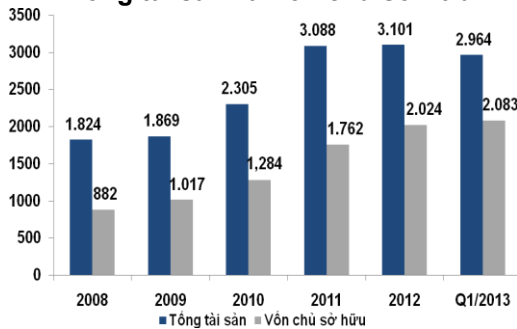
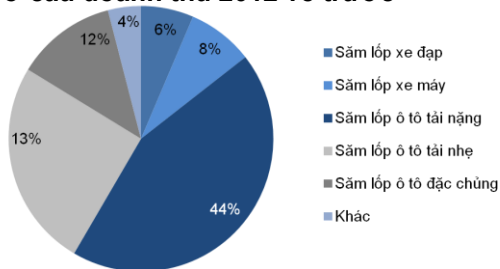
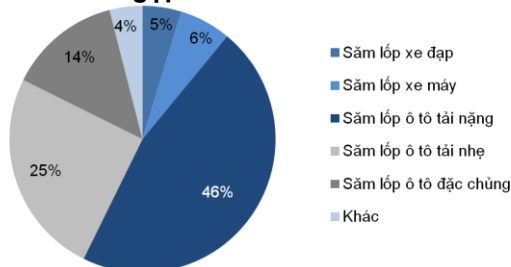
Ước tính giá ngắn hạn 2013 theo PE

Doanh nghiệp trong nước	Vốn hóa thị trường (USD)	Doanh thu (1,000 USD)	ROE 2012	P/E forward	% Chiết khấu	Tăng trưởng LNTT 3 năm gần nhất	P/E điều chỉnh
Ấn Độ							
Mrf Ltd.	837.551.991	1.981.600	22,48%	6,95	29%	33%	5,71
Apolo Tyres Ltd.	476.695.255	1.972.500	19,68%	6,40	29%	27%	6,41
Balkrishna Industries Ltd	318.927.521	550.800	27,41%	7,80	29%	36%	5,90
Đài Loan							
Cheng Shin Rubber Ind. Co Ltd	405.788.849.300	4.400.500	28,15%	13,90	23%	25%	16,27
Kenda Rubber Industrial Co Ltd	78.766.310.790	991.200	22,47%	13,20	23%	30%	12,69
Trung Quốc							
Giti Tyre Corp-A	742.692.075	698.400	26,11%	18,54	17%	94%	6,20
Bình quân				13,76			8,86
Cao su Đà Nẵng	153.000.000	137.603	28,37%			14%	

Xét tương quan ngành trong khu vực, ước tính P/E bình quân ngành vào khoảng 13,7x. Sau khi điều chỉnh rủi ro quốc gia, rủi ro thị trường và khác biệt về tăng trưởng, mức PE chiết khấu ước tính 2013 cho DRC vào khoảng 8,86x.

Theo đó, với EPS dự phóng năm nay đạt 4.500 đồng/cp (đã bị pha loãng 20% do trả cổ tức 2012 bằng cổ phiếu) thì giá mục tiêu cuối năm 2013 theo PE vào khoảng 39.800 đồng/cp tương ứng gần mức giá thị trường hiện nay. Theo kết quả định giá, trong ngắn hạn thị trường đã phản ánh khá đầy đủ và hợp lý giá trị cổ phần của DRC.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tổng tài sản và Vốn chủ sở hữu

Cơ cấu doanh thu 2012 về trước

Cơ cấu lãi gộp 2012 về trước


Nguồn: DRC

Hoạt động kinh doanh chính của Cao su Đà Nẵng

Cao su Đà Nẵng là thành viên của Tập đoàn hóa chất Việt Nam, thành lập năm 2005, đến tháng 10/2005 tiến hành cổ phần hóa.

29/12/2006: niêm yết trên Sở giao dịch CK Tp.HCM - Mã:DRC.

DRC là doanh nghiệp được xếp vào Top 50 nhãn hiệu nổi tiếng nhất và kinh doanh hiệu quả nhất Việt Nam. Đồng thời DRC cũng là doanh nghiệp đầu tiên trong cả nước sản xuất được lốp radial thông qua việc đưa nhà máy công suất giai đoạn 1 với 300.000 lốp/năm đi vào hoạt động từ ngày 29/06/2013.

Cơ cấu sản phẩm và năng lực sản xuất

Sản phẩm chính của DRC là săm lốp ô tô với thể mạnh ở các dòng săm lốp xe tải nặng, xe tải nhẹ, xe đặc chủng. Công suất hiện tại:

Sản phẩm	Công suất (chiếc/năm)
Lốp ô tô	780.000
Săm ô tô	800.000
Yếm ô tô	390.000
Lốp xe máy	2.000.000
Săm xe máy	2.000.000
Lốp xe đạp	6.200.000
Săm xe đạp	5.000.000

Nguồn: DRC

Nguồn nguyên liệu sản xuất

Nguyên liệu	Nguồn cung cấp	Tỷ trọng
Cao su thiên nhiên	Trong nước	40-45%
Cao su tổng hợp	Nhập khẩu	12-17%
Vải mảnh	Nhập khẩu	14-18%
Than đen	Nhập khẩu	7-10%
Thép tanh	Nhập khẩu	2-3%
Hóa chất khác	Trong nước & Nhập khẩu	14%

Nguồn: DRC

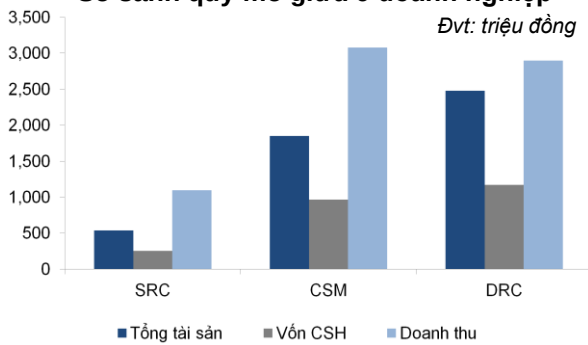
Thị trường tiêu thụ

Khách hàng chính của Cao su Đà Nẵng (DRC) là các tổ chức, doanh nghiệp, tổng công ty, các hãng vận tải. Tổng hệ thống phân phối trên phạm vi cả nước vào khoảng 108 đơn vị. Xuất khẩu hiện chiếm 7-10% trong cơ cấu doanh thu của công ty. Trong 2 năm 2011-2012 doanh thu xuất khẩu lần lượt đạt 9,5 và 12,5 triệu USD. Thị trường xuất khẩu chính bao gồm: Châu Á, Châu Phi, Châu Mỹ và Châu Âu.

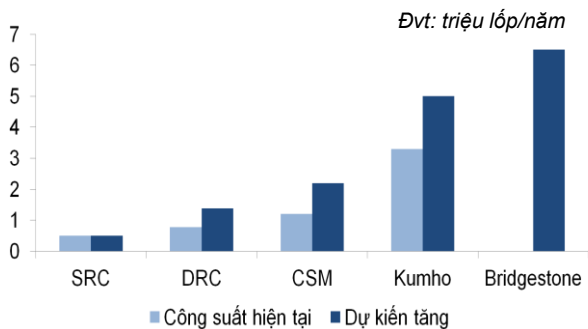
Doanh nghiệp	Đại lý trong nước
CSM	200
SRC	119
DRC	108

Nguồn: FPTS tổng hợp

So sánh quy mô giữa 3 doanh nghiệp



Công suất nhà máy của các doanh nghiệp



Nguồn: FPTs tổng hợp

Vị thế của Cao su Đà Nẵng trong ngành

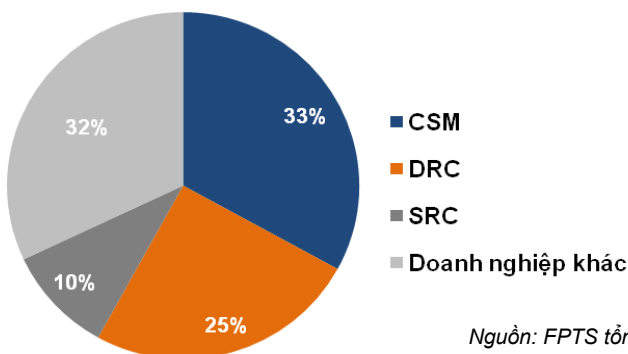
Trong 3 doanh nghiệp sản lốp niêm yết thì Cao su Đà Nẵng hiện nay đứng đầu về tổng tài sản và đứng thứ 2 về tổng doanh thu.

DRC chiếm khoảng 13% thị phần lốp xe tải cả nước. Phân khúc sản phẩm chính là Lốp xe tải nhẹ, nặng và lốp đặc chủng (OTR). DRC là doanh nghiệp nội địa đầu tiên đưa vào hoạt động nhà máy lốp radial toàn thép với tổng vốn đầu tư khoảng 2.900 tỷ đồng.

Về công suất sản xuất lốp ô tô: hiện nay trong 3 doanh nghiệp sản lốp niêm yết, DRC đứng thứ 2, đạt khoảng 780.000 lốp/năm dự kiến sẽ nâng lên 1.380.000 lốp/năm từ đóng góp của nhà máy radial. Casumina đạt khoảng 1,2 triệu lốp/năm, Cao su Sao Vàng đạt 500.000 lốp/năm. Nếu so với các doanh nghiệp FDI như Kumho (3,3 triệu lốp/năm) và Bridgestone (đang xây nhà máy 6,5 triệu lốp/năm) thì công suất của 3 doanh nghiệp niêm yết vẫn còn khá khiêm tốn. Tuy nhiên phần lớn sản phẩm (90%) của các doanh nghiệp này phục vụ cho xuất khẩu.

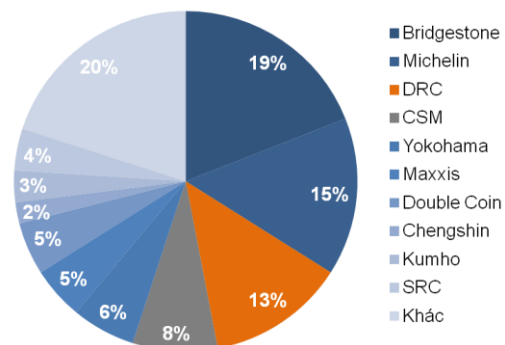
Xét trong thị trường nội địa thì DRC chiếm 25% thị phần tất cả các dòng sản phẩm sản lốp và nằm trong top 3 các doanh nghiệp chiếm thị phần cao nhất đối với dòng lốp ô tô tải.

Thị phần sản lốp nội địa

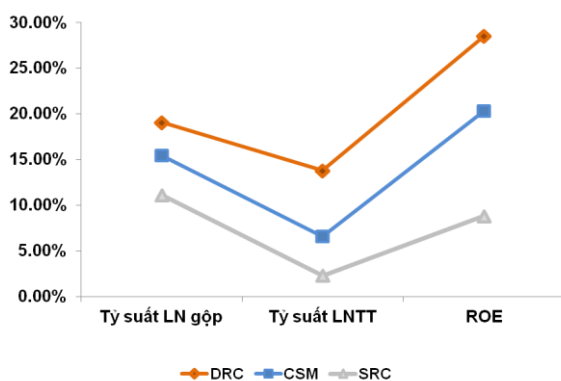


Nguồn: FPTs tổng hợp

Thị phần ô tô tải nội địa



Tỷ suất lợi nhuận bình quân 2010-2012



Nguồn: FPTs tổng hợp

Hiệu quả kinh doanh

Với thế mạnh trong phân khúc lốp ô tô tải (dòng lốp có tỷ suất lợi nhuận cao) đã giúp cho DRC đạt hiệu quả kinh doanh tốt hơn các doanh nghiệp còn lại trong ngành. Trong 3 năm qua luôn duy trì mức tỉ suất lợi nhuận khá cao: tỷ suất lãi gộp đạt 19%, tỷ suất LNTT đạt 13%, ROE đạt 28,5%. Điều này đã tạo nên lợi thế cạnh tranh lớn cho công ty đối với doanh nghiệp trong nước cũng như các sản phẩm nhập khẩu.

Nhà máy lốp Radial



Kế hoạch đầu tư phát triển tương lai

Dự án Radial	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Thời gian xây dựng	T5/2011-T7/2013	Q2/2016-Q2/2017
Công suất thiết kế (lốp)	300.000	600.000
Tổng vốn đầu tư (triệu đồng)	2.127	705
Tổng vay (triệu đồng)	1.490	495

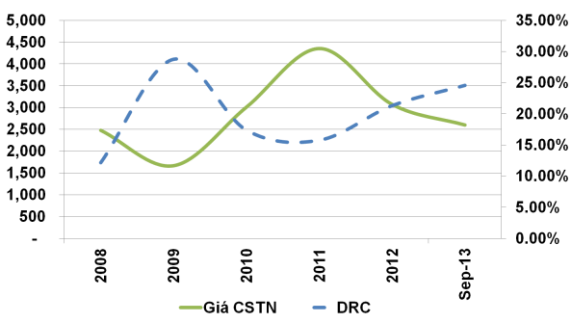
Công ty vừa hoàn thành nhà máy radial giai đoạn 1 với công suất 300.000 lốp/năm, đến 2017 sẽ nâng lên 600.000 lốp/năm. Tổng đầu tư cho toàn bộ dự án này vào khoảng 2.900 tỷ đồng. Đây là nhà máy sản xuất lốp radial toàn thép đầu tiên của doanh nghiệp Việt Nam, chuyên sản xuất lốp radial toàn thép cho xe tải nặng và xe tải nhẹ. Khi đi vào hoạt động sẽ giúp DRC thâm nhập vào phân khúc sản phẩm này, tạo động lực thúc đẩy tăng trưởng, nâng cao thị phần cho DRC trong tương lai, ước tính tăng từ 13 lên 15-19%. Theo kế hoạch tỷ lệ xuất khẩu của nhà máy chiếm 30-35%.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cạnh tranh: tâm lý ưa chuộng hàng ngoại của người tiêu dùng là rào cản lớn cho DRC nói riêng và ngành sản lốp Việt Nam nói chung trên con đường duy trì và nâng cao thị phần trong nước đặc biệt là dòng lốp ô tô. Cụ thể, các dòng lốp ô tô tải bias (vải mảnh) và lốp radial toàn thép của công ty đã và sẽ cạnh tranh trực tiếp với các sản phẩm ngoại nhập của Goodyear, Michellin, Maxxis, Chengshin, HanKook,... Ngoài ra, công ty cũng đang cạnh tranh với các loại sản phẩm giá rẻ, không đạt chất lượng được nhập khẩu từ khu vực (đặc biệt là Trung Quốc) vào Việt Nam.

Chất lượng lốp radial: đây là yếu tố then chốt quyết định sự thành bại của DRC cũng như việc nâng cao thị phần trong dòng lốp radial. Thực tế thì dư địa phát triển phân khúc này rất lớn nhưng để làm được điều này, để thâm nhập tốt thị trường thì chất lượng sản phẩm sẽ quyết định tất cả. Vấn đề này cần phải nhận phản hồi thực tế từ người tiêu dùng để có cơ sở chắc chắn.

Giá CSTN và Tỷ suất lãi gộp của DRC



Nguồn: FPTs tổng hợp

Rủi ro nguyên vật liệu: cao su thiên nhiên chiếm từ 40-45% tổng chi phí nguyên vật liệu của DRC. Mặc dù, Việt Nam là nước có diện tích trồng cao su và sản lượng cao su xuất khẩu lớn thứ 4 thế giới nhưng khả năng chủ động về giá còn khá thấp. Trong khi đó giá cao su biến động hàng ngày theo giá thế giới, điều này đem đến rủi ro chi phí đầu vào cho DRC nói riêng và các doanh nghiệp ngành sản lốp nói chung.

Rủi ro về tỷ giá, rủi ro về biến động lãi vay: ngoài việc sử dụng cao su thiên nhiên trong nước thì các loại hóa chất và cao su tổng hợp hiện nay DRC đều phải nhập khẩu, vì vậy biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng đến chi phí nguyên vật liệu của công ty. Ngoài ra, về định hướng lâu dài của DRC đối với sản phẩm radial là xuất khẩu khoảng 30-35% vì vậy biến động tỷ giá cũng sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận của công ty. Bên cạnh đó, tỷ lệ vốn vay của DRC trong dự án radial là 70%, trong đó 65% là vay USD, vì

vậy tỷ giá thay đổi sẽ tác động đến chi phí tài chính của công ty phải chi trả mỗi năm. Trong quá khứ, hàng năm công ty phải chịu chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 25 tỷ đồng.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Hoạt động sản xuất kinh doanh

Doanh thu và lợi nhuận gộp

Giai đoạn 2007-2013

Từ năm 2007 đến nay, tăng trưởng doanh thu đạt bình quân 19,6%/năm. Riêng trong 3 năm 2010-2012, tăng trưởng đang chậm lại khoảng 14%/năm trước sự cạnh tranh gay gắt của các doanh nghiệp sản xuất lốp FDI hoạt động tại Việt Nam (Kumho, Yokohama,...), hàng sản xuất ngoại nhập (Bridgestone, Michellin, Kumho, Maxxis,...) và sản phẩm giá rẻ nhập lậu từ Trung Quốc.

Trong giai đoạn 2007-2012, lợi nhuận gộp của DRC biến động không ổn định do giá cao su thay đổi thường xuyên mỗi năm. Từ 2009 đến 2011, do giá cao su tăng liên tục đã làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty từ 28% năm 2009 về mức 15% năm 2011. Sang năm 2012 giá cao su đã quay đầu giảm mạnh, xuyên thủng mức 3.000 USD/tấn và đến tháng 10 năm nay chỉ còn quanh mức 2.500 USD/tấn đã giúp công ty nâng cao được tỷ suất lãi gộp tạo sự tăng trưởng lợi nhuận đáng kể.

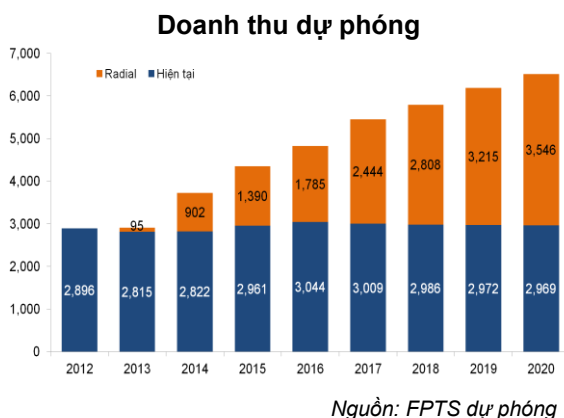
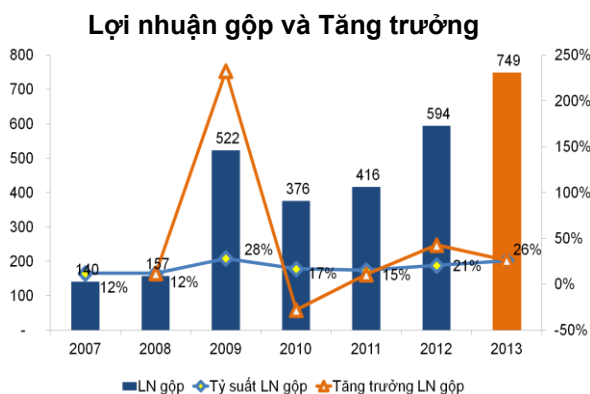
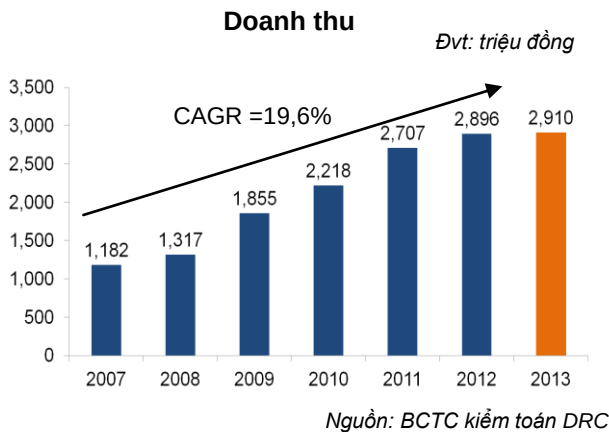
Năm 2013, giá cao su giảm mạnh gần 20% so với cùng kỳ giúp giảm chi phí sản xuất cho công ty. Mặc dù sản lượng tiêu thụ tăng từ 7-10% nhưng do công ty giảm giá bán ở các dòng sản phẩm xe máy và lốp ô tô dẫn đến doanh thu hoạt động hiện tại giảm 3% so với cùng kỳ. Từ quý 3 năm nay, công ty bắt đầu tiêu thụ lốp radial, giúp đóng góp doanh thu hơn 95 tỷ đồng. Doanh thu cả năm 2013 ước tính đạt 2.910 tỷ đồng, tăng 15 tỷ đồng tương đương 1% so với năm 2012. Lợi nhuận gộp ước đạt 749 tỷ đồng, tăng 25% so với năm 2012 tương đương tỷ suất lãi gộp là 26%, mức cao nhất từ sau năm 2009 đến nay.

Dự phóng 2014-2020

Doanh thu

Trong 2 năm trở lại đây, trước áp lực cạnh tranh lớn của thị trường, tình hình tiêu thụ lốp ô tô của công ty đang tăng trưởng chậm lại. Theo dự báo của Cục đăng kiểm và Bộ Công thương thì tổng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm lốp ô tô đến 2015 đạt khoảng 6 triệu lốp. Trong đó, sản phẩm xe tải, xe khách đạt khoảng 4,7 triệu lốp. Theo đó, tăng trưởng giai đoạn 2013-2015 đạt 5,6%/năm. Trong tương lai gần, lốp radial sẽ thay thế một phần lốp bias, điều này gây ảnh hưởng đến sức tiêu thụ của dòng lốp này. Trên thực tế của DRC, một số dòng lốp bias sẽ bị thay thế bằng lốp radial như: xe chạy đường cao tốc, xe khách đường dài,... Vì vậy, chúng tôi ước tính giai đoạn 2013-2017 các dòng lốp ô tô bias của DRC sẽ tăng trưởng chậm, bình quân đạt 4%/năm và sau đó giảm xuống mức 1-3%/năm trong dài hạn.

Ngoài ra, theo Cục đăng kiểm thống kê thì sản lượng xe máy lưu hành đến cuối 2011 là 34 triệu chiếc và sẽ tăng 1,8-2 triệu chiếc/năm. Theo đó, chúng tôi ước tính nhu cầu tiêu thụ lốp xe

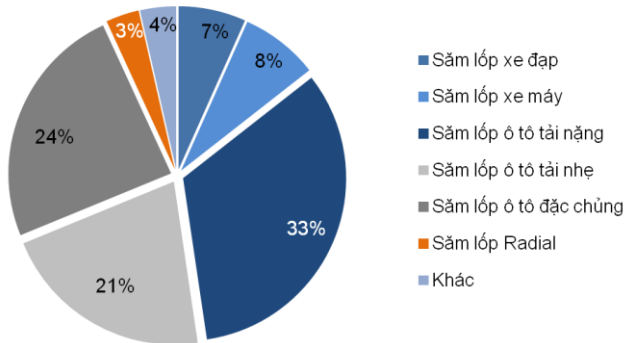


máy (bao gồm thay mới và thay thế) sẽ đạt tăng trưởng khoảng 3,5%/năm từ nay đến 2020.

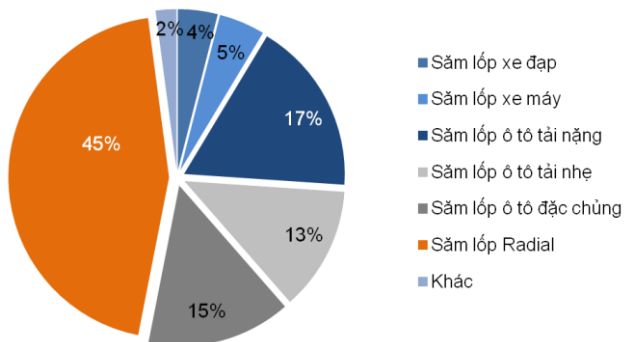
Dựa vào các cơ sở trên, chúng tôi dự phóng tăng trưởng doanh thu chung của các dòng lốp hiện tại sẽ đạt 3-4% giai đoạn 2014-2020. Về dài hạn sẽ duy trì mức 3%/năm.

Tăng trưởng bình quân	2013-2017	2018-2020	2020 về sau
Doanh thu Radial	36%	12%	4,7%
Doanh thu hiện tại	4%	3%	3%
Tổng doanh thu	14%	6%	4%
Tăng trưởng dòng tiền		8,5%	4,3%

Cơ cấu doanh thu 2013



Cơ cấu doanh thu 2017



Nguồn: DRC, FPTTS dự phóng

Về tiêu thụ lốp radial

Theo khảo sát của Bộ GTVT, nhu cầu lốp radial hiện nay trong cả nước khoảng 3,3 triệu lốp. Theo đó, chúng tôi ước tính nhu cầu lốp radial cho xe tải và xe khách vào khoảng 2,6 triệu lốp. Theo Ford Việt Nam dự báo nhu cầu lốp radial cả nước sẽ tăng lên mức 5,9 triệu lốp vào năm 2020. Theo đó, ước tính nhu cầu lốp radial dành cho xe tải và xe khách vào khoảng 4,6 triệu lốp. Như vậy, giai đoạn 2013-2020 tăng trưởng ngành đối với dòng lốp này đạt bình quân từ 7-10%/năm tương đương 310.000-390.000 lốp/năm. Với thị phần lốp ô tô tải nội địa của DRC hiện tại chiếm 13% và tương lai chúng tôi ước tính sẽ tăng lên khoảng 15-19% thì công ty sẽ tăng trưởng 33.000-43.000 lốp/năm.

Theo kế hoạch của công ty thì xuất khẩu lốp radial sẽ chiếm 30-35% sản lượng, ước tính sẽ tăng trưởng 20.000-30.000 lốp/năm.

Theo cơ sở trên, ước tính giai đoạn 2014-2020 sản lượng tiêu thụ lốp radial của DRC tăng từ 372.000 đến 630.000 lốp/năm. Tuy nhiên trên quan điểm thận trọng, về dài hạn chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ đạt khoảng 85-90% công suất nhà máy, theo đó chúng tôi đưa ra mức dự báo tăng trưởng doanh thu lốp radial cho công ty như sau: giai đoạn 2013-2017 tăng trưởng mạnh đạt 36%/năm, giảm dần về mức 12%/năm giai đoạn 2018-2020.

Tăng trưởng lốp radial dài hạn

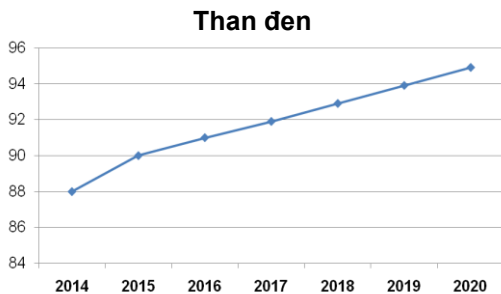
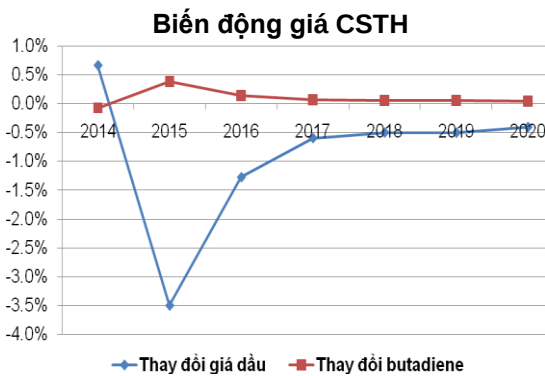
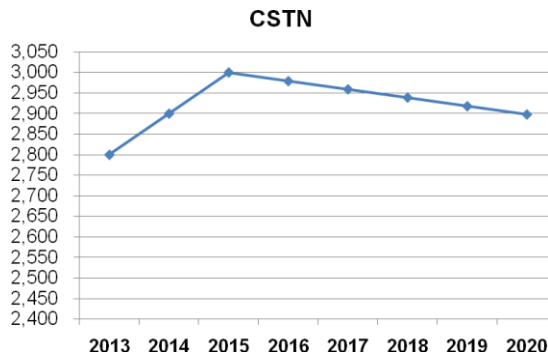
Xuất khẩu: theo dự báo của European Tyre & Rubber, giai đoạn 2019-2025, sản lượng sản xuất xe ô tô và xe tải nhẹ khu vực Châu Á tăng 4,1%/năm, Nam Mỹ tăng 4,5%/năm, Châu Phi tăng 4,6%/năm, Châu Âu tăng 2%. Đây là các thị trường xuất khẩu lớn của DRC. Theo đó, ước tính xuất khẩu của công ty tăng trưởng khoảng 4%/năm.

Nội địa: đến 2020 nhu cầu lốp radial nội địa sẽ đạt 5,9 triệu lốp. Theo định hướng nền công nghiệp ô tô của nước ta sẽ phát triển tham chiếu theo Thái Lan. Vì vậy, dựa theo tỷ lệ sản lượng xe con và xe tải bình quân/1000 dân, dự báo từ 2020 đến 2050 tỷ lệ này sẽ tăng từ 16 lên 71 xe, tương đương tăng trưởng 5%/năm.

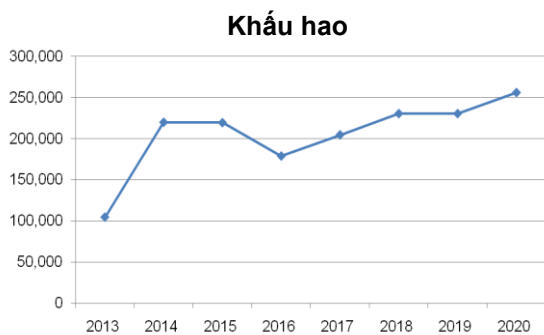
Với 2 cơ sở trên, chúng tôi dự báo tăng trưởng lốp radial dài hạn của công ty sẽ đạt 4,7%/năm.

Với các dự phóng cho hoạt động hiện tại và sản phẩm radial, về tổng thể chúng tôi dự phóng doanh thu của DRC sẽ đạt tăng trưởng 14%/năm trong giai đoạn 2013-2017, 6%/năm giai đoạn 2017-2020 và đạt 4%/năm từ 2020 trở đi.

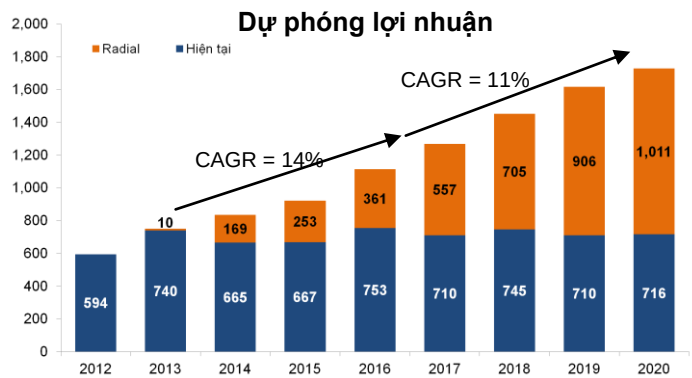
Lợi nhuận gộp



Nguồn: Worldbank



Nguồn: DRC, FPTs dự phóng



Nguồn: FPTs dự phóng

Về dài hạn, chúng tôi dự báo GVHB dựa trên 4 thành phần chính (chiếm 55-60% giá vốn hàng bán) để ước tính bao gồm: Cao su thiên nhiên, Cao su tổng hợp, Than đen và Khấu hao. Theo dự báo từ World Bank và dự phóng của chúng tôi, giá cao su ước tính sẽ phục hồi mang tính kỹ thuật trong 2 năm tới nhưng vẫn duy trì ở mức thấp (≤ 3.000 USD/tấn) do cung đang vượt cầu, giá cao su tổng hợp sẽ không biến động mạnh dựa vào tương quan giá dầu và nguyên liệu butadiene. Than đen sẽ tăng giá nhẹ 1%/năm trong dài hạn do nguồn cung giảm. Chính vì vậy, chúng tôi dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động hiện tại trong 2 năm tới duy trì ở mức 22% thấp hơn so với mức 26% của năm nay. Về dài hạn duy trì ở mức 27%.

Đối với sản phẩm radial, trong giai đoạn đầu do chi phí khấu hao và lãi vay sẽ ở mức cao, vì vậy tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính từ 10-18%. Khi nhà máy đạt 85-90% công suất, tỷ suất lợi nhuận gộp có khả năng đạt 25-30%.

Nhờ đóng góp của sản phẩm lốp radial, tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân của cả công ty được nâng từ mức 19,5% lên mức 24%.

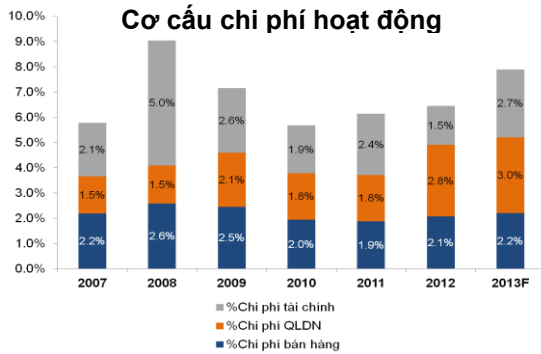
Với những phân tích, dự phóng về tăng trưởng doanh thu và biến động giá vốn như bên trên, chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp của cả công ty giai đoạn 2013-2017 tăng trưởng bình quân đạt 14%/năm và đạt mức 11%/năm cho giai đoạn 2017-2020.

Doanh thu tài chính

Nguồn thu tài chính chủ yếu của công ty là từ lãi tiền gửi có kỳ hạn và lãi chênh lệch tỷ giá hàng năm. Tuy nhiên không đáng kể so với quy mô doanh thu của công ty khoảng 5-8 tỷ đồng/năm. Trong tương lai đây vẫn là 2 nguồn thu tài chính chủ yếu của công ty.

Chi phí hoạt động

Giai đoạn 2007-2012



Nguồn: DRC, FPTs dự phóng

Nhìn lại bức tranh quá khứ, ta có thể thấy được một sự ổn định trong cơ cấu chi phí của DRC. Nếu loại bỏ năm 2008 do mặt bằng lãi suất tăng đột biến thì tỷ trọng cơ cấu chi phí của công ty lần lượt như sau: chi phí tài chính chiếm khoảng 1,5% doanh thu, chi phí bán hàng và chi phí QLDN lần lượt chiếm 2,1% và 2,5% doanh thu.

Năm nay có sự đóng góp từ sản phẩm lớp radial, tuy nhiên nhà máy chỉ mới hoạt động vào tháng 07/2013 vì vậy chi phí phát sinh năm nay vẫn chưa nhiều. Trong năm nay chi phí bán hàng tăng từ 2% lên 2,2%, chi phí QLDN tăng từ 2,8% lên 3%. Riêng chi phí tài chính tăng mạnh từ 1,5% lên 2,7% do trả lãi vay từ dự án radial. Cụ thể, vay ngắn hạn tăng từ 117 lên 534 tỷ đồng, vay dài hạn tăng từ 771 tỷ lên 1.264 tỷ đồng trong năm nay. Chi phí lãi vay năm nay khoảng 31 tỷ đồng, tăng hơn 3 lần so với năm 2012. Ngoài ra, trong chi phí tài chính hàng năm công ty thường chịu khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá khoảng 1% doanh thu tương đương 20 tỷ đồng/năm.

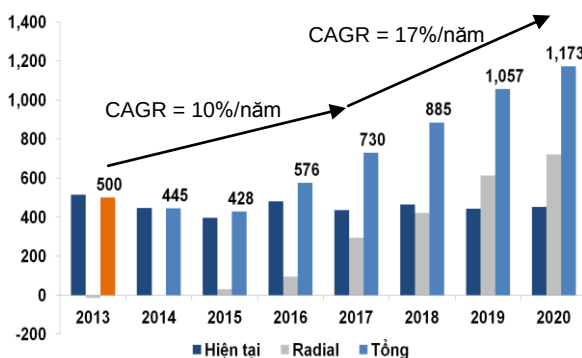
Về dài hạn 2014-2020

Dự kiến các chi phí này sẽ tiếp tục gia tăng theo tỷ lệ tương ứng như bảng bên dưới. Riêng chi phí lãi vay sẽ gia tăng đáng kể từ 2013 đến 2017, bắt nguồn từ 2 khoản vay liên quan đến đầu tư dự án radial và di dời nhà máy lớp ô tô. Đòn bẩy tài chính tăng mạnh từ 2 lên 2,3 lần và đến 2017 dự kiến đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy radial, đòn bẩy sẽ tăng lên 2,4 lần. Ước tính đến năm 2024 công ty mới trả hết nợ vay của dự án radial.

Đối với khoản lỗ chênh lệch tỷ giá, dựa theo dự báo của HSBC và EIU (tổ chức nghiên cứu kinh tế độc lập của Anh) tỷ giá trượt 2-3%/năm thì dự kiến hàng năm công ty phải chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 0,7-1% doanh thu.

	CPBH/Doanh thu	CP QLDN/Doanh thu	Chi phí tài chính/Doanh thu
Hiện tại	2,1%	2,5%	1,5%
Radial	3%	3%	6%
Tổng	2,5%	3%	4%

Lợi nhuận trước thuế dự phóng



Nguồn: FPTs dự phóng

Lợi nhuận trước thuế và EPS

Giai đoạn 2009 – 2013

Trong giai đoạn này, như đã phân tích bên trên, do giá cao su biến động thất thường và chi phí lãi vay tăng cao dẫn đến lợi nhuận trước thuế của công ty không ổn định.

Kể từ quý 3 năm nay, sản phẩm radial được đưa vào tiêu thụ, dự kiến khoảng 15.000 lốp trong năm nay. Tuy nhiên mảng kinh doanh mới này vẫn chưa có lợi nhuận vì vậy sẽ làm giảm lợi nhuận chung của công ty. Dự phóng lợi nhuận trước thuế quý 4 của hoạt động kinh doanh hiện tại sẽ đạt 137 tỷ đồng, mảng kinh

doanh lớp radial lỗ khoảng 10-14 tỷ đồng, tổng lợi nhuận trước thuế quý 4 năm nay sẽ vào khoảng 123 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận trước thuế cả năm vào khoảng 495-500 tỷ đồng, tăng 20% so với năm 2012, tương ứng EPS dự phóng đạt mức 4.500 đồng (đã pha loãng 20% do phát hành cổ phiếu trả cổ tức 2012).

Về dài hạn 2014-2020

Trong 2 năm tới, lợi nhuận sẽ suy giảm do công ty trích khấu hao và lãi vay của dự án radial. Tuy nhiên nhờ vào chính sách giảm thuế thu nhập doanh nghiệp xuống 22% giai đoạn 2014-2015 và từ 2016 trở đi còn 20%, góp phần giúp cho lợi nhuận sau thuế của công ty sẽ không bị giảm mạnh. Lợi nhuận sau thuế giảm dẫn đến EPS dự phóng sẽ có xu hướng giảm trong 2 năm tới từ mức 4.500 đồng/cp năm 2013 giảm xuống 4.200 đồng/cp vào năm 2014 và 4.000 đồng/cp vào năm 2015.

Đến cuối 2016, dự kiến sẽ đầu tư nâng công suất lên 600.000 lốp/năm. Với công suất tăng thêm, sản lượng tiêu thụ theo dự báo tăng trưởng mạnh giúp giảm chi phí khấu hao trên sản phẩm nhờ đó nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty. Ngoài ra, chi phí lãi vay của dự án giảm dần từ sau 2017 giúp cải thiện lợi nhuận trước thuế của dự án và cả công ty. Vì vậy, dự phóng giai đoạn 2013-2017 tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của cả công ty đạt bình quân 10%/năm. Giai đoạn 2017-2020 đạt mức cao hơn là 17%/năm do chi phí khấu hao và lãi vay giảm.

Tình hình tài chính

Cơ cấu tài sản & nguồn vốn

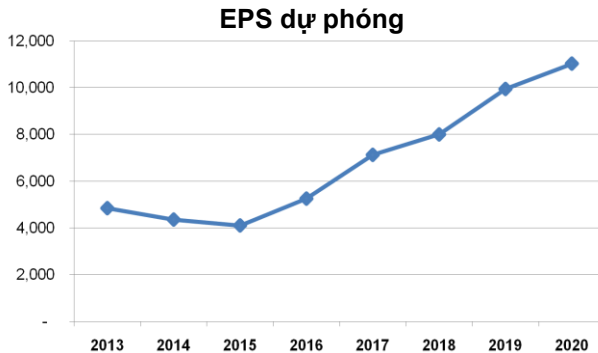
Tài sản

Trong giai đoạn 2007-2010, công ty hầu như không có đầu tư lớn vào tài sản cố định, chủ yếu là bảo trì, nâng cấp máy móc để duy trì sản xuất kinh doanh. Đến năm 2011, DRC đã thực hiện di dời nhà máy sản xuất lốp xe đạp và xe máy ra Khu công nghiệp Liên Chiểu theo chủ trương của Thành phố Đà Nẵng cũng như kế hoạch tập trung hóa sản xuất của công ty. Ngoài ra, trong năm đó công ty cũng đã tiến hành đầu tư xây dựng nhà máy lốp radial công suất 600.000 lốp/năm. Chính các hoạt động này làm cho giá trị tài sản cố định tăng mạnh trong 2 năm 2011-2012. Đến tháng 07/2013 nhà máy đã chính thức hoạt động, công ty đã bắt đầu trích khấu hao nhà máy theo đó tài sản dài hạn dự kiến chiếm gần 70% tổng tài sản trong năm nay.

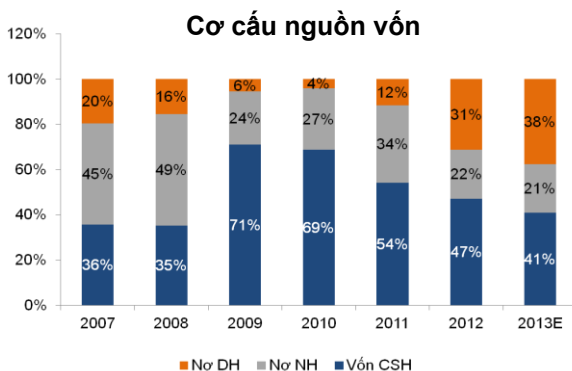
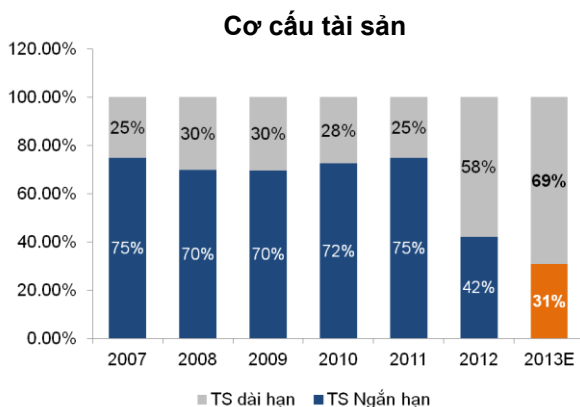
Ngoài ra, theo kế hoạch di dời nhà máy ô tô thì trong năm 2014 công ty sẽ tiếp tục đầu tư lớn để xây dựng mới và nâng cấp nhà máy sau khi di dời. Ước tính đầu tư khoảng 580 tỷ đồng.

Nguồn vốn

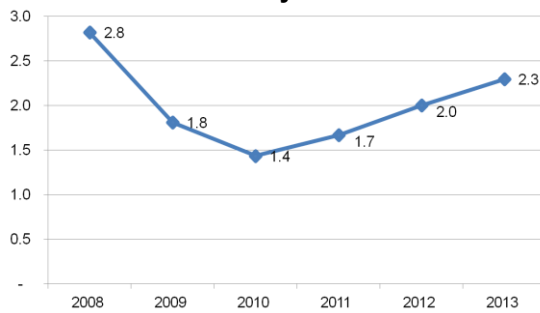
Trong giai đoạn 2007-2009, nhờ ưu đãi giảm 100% thuế TNDN đã giúp DRC tích lũy nguồn lợi nhuận để lại đáng kể phục vụ tái đầu tư và bổ sung vốn kinh doanh. Chính điều này giúp công ty giảm tỷ lệ vay nợ ngắn hạn từ 45% năm 2007 xuống còn 27% năm 2010. Đồng thời công ty liên tục tăng vốn điều lệ để chuẩn bị cho đầu tư dự án radial dẫn đến tổng nguồn vốn tăng trong giai đoạn 2010-2011. Theo đó, đòn bẩy tài chính cũng đã giảm từ 2,8 lần xuống còn 1,4 lần năm 2010.



Nguồn: FPTSD dự phóng



Nguồn: DRC, FPTSD dự phóng

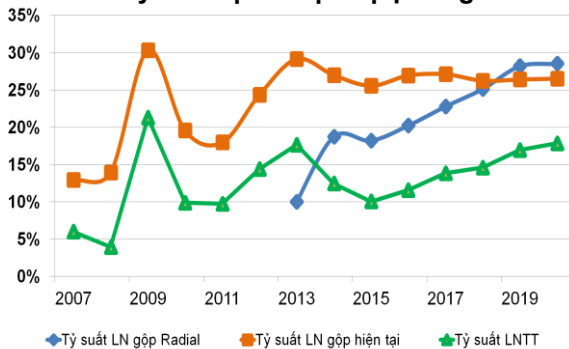
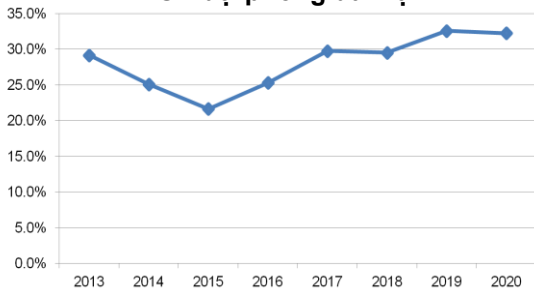
Đòn bẩy tài chính


Từ năm 2011 đến nay là giai đoạn công ty đầu tư lớn vào tài sản cố định như đầu tư dự án radial, di dời nhà máy,...bên cạnh nguồn vốn tự có của mình, công ty đã huy động thêm nguồn vốn vay để đầu tư, theo đó nợ dài hạn tăng lên 31% tổng nguồn vốn. Chính điều này đã làm đòn bẩy tài chính của công ty tăng trong 2 năm gần đây. Công ty hiện tiếp tục giải ngân nợ vay cho dự án radial, dự kiến nợ dài hạn sẽ tăng lên 38% tổng nguồn vốn và đòn bẩy tăng từ 2 lên 2,3 lần trong năm 2013.

Phân tích Dupont

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Tỷ suất LNST	5,9%	3,9%	21,2%	8,8%	7,3%	10,8%	12,9%
Đòn bẩy tài chính	3,1	2,8	1,8	1,4	1,7	2,0	2,3
VQTS	2,2	2,2	2,6	2,4	2,0	1,4	1,0
ROE	40,5%	24,4%	101,7%	30,5%	24,6%	30,5%	29,5%

Do giá cao su thiên nhiên biến động qua các năm cùng với đó là những thay đổi trong cơ cấu vay nợ đã làm ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận cũng như ROE của công ty trong các năm qua. Trong 3 năm gần nhất ROE duy trì bình quân 28,5%.

Tỷ suất lợi nhuận dự phóng

ROE dự phóng dài hạn


Nguồn: DRC, FPTs dự phóng

Mặc dù tỷ suất lợi nhuận tăng cao trong năm nay do giá cao su thiên nhiên giảm mạnh tuy nhiên tốc độ tăng doanh thu chậm hơn tốc độ tăng của tài sản do hạch toán tài sản từ dự án radial sẽ làm vòng quay tài sản năm nay giảm mạnh từ 1,4 vòng xuống còn 1 vòng. Theo đó, làm cho tỷ số ROE giảm từ 30,5% xuống khoảng 29,5% trong năm nay. Tuy nhiên đây vẫn là mức sinh lời cao hơn bình quân 3 năm qua và là mức sinh lời hấp dẫn trong ngành cũng như của cả thị trường hiện nay.

Tỷ suất lợi nhuận của công ty sẽ được cải thiện đáng kể nhờ dự án radial. Theo ước tính tỷ suất lãi gộp bình quân sẽ được nâng từ mức 19,5% lên mức 24%. Tỷ suất LNNT được cải thiện từ 11% lên mức 14-18%. Chỉ số ROE có khả năng sẽ được nâng lên 32% trong dài hạn.

PHỤ LỤC

TỔNG QUAN NGÀNH

Sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 30-40% nhu cầu. Hầu hết lốp radial, lốp xe tải, lốp ô tô con đều phải nhập khẩu số lượng lớn

Thị trường sản lốp Việt Nam

Theo thống kê từ Hiệp Hội cao su Việt Nam, đến cuối năm 2012 cả nước có tổng cộng 30 doanh nghiệp sản xuất lốp xe, 170 doanh nghiệp mua/bán lốp xe, 170 nhà xuất khẩu và 460 nhà nhập khẩu. Sản lượng lốp radial bán thép cho ô tô con, xe tải nhẹ đạt 3-4 triệu lốp/năm, trong đó 90% xuất khẩu. Lốp bias mảnh chéo đạt trên 3 triệu lốp/năm, trong đó 75% tiêu thụ nội địa. Sản xuất lốp ô tô trong nước chỉ mới đáp ứng được 30-40% nhu cầu tiêu thụ. Phần lớn thị phần lốp radial trong nước nằm trong tay các thương hiệu nổi tiếng của nước ngoài như: Michelin (45%), Bridgestone (10%), Kumho (7%),...Việt Nam vẫn phải nhập khẩu một lượng lớn lốp xe tải và 90% lốp toàn thép cho ô tô con.

Cả nước hiện sản xuất được 40 triệu lốp xe máy, 20 triệu lốp xe đạp, hơn 200.000 lốp xe nông nghiệp, xe chuyên dụng.

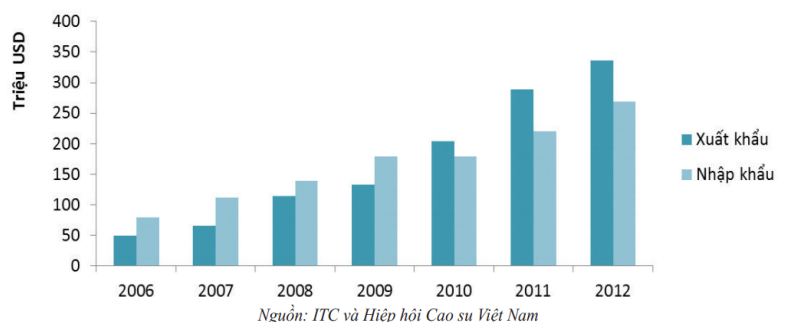
Đối với lốp xe máy, CSM hiện chiếm khoảng 35% thị phần; lốp xe tải DRC chiếm khoảng 13% thị phần.

Tình hình xuất nhập khẩu lốp xe của Việt Nam

Mỹ và Malaysia là 2 thị trường xuất khẩu sản phẩm lốp lớn nhất của Việt Nam

Năm 2012, Việt Nam xuất khẩu 25 triệu lốp, thu về 336 triệu USD. Trong khi đó, nhập khẩu khoảng 4 triệu lốp, trị giá 269 triệu USD. Mỹ và Malaysia là 2 thị trường xuất khẩu lớn nhất (lần lượt chiếm 23% và 8% tổng giá trị xuất khẩu), Thái Lan, Nhật Bản, Trung Quốc là 3 thị trường nhập khẩu chính của Việt Nam (lần lượt chiếm 44%, 17%, 12% tổng giá trị nhập khẩu).

Kim ngạch xuất nhập khẩu lốp xe Việt Nam giai đoạn 2006 - 2012



Loại lốp xuất khẩu nhiều nhất là lốp xe ô tô (48,7%), lốp xe máy (19,7%), lốp xe tải (18%).

Loại lốp nhập khẩu nhiều nhất là lốp xe tải và lốp ô tô (chủ yếu là xe con), tương ứng 36% cho mỗi loại.

Thị phần xuất khẩu bị chiếm lĩnh bởi doanh nghiệp nước ngoài

Đa phần các doanh nghiệp nước ngoài (vốn FDI) có lợi thế lớn về quy mô sản xuất so với doanh nghiệp trong nước kể cả doanh nghiệp lớn như DRC. Tuy nhiên, phải nhìn nhận thực tế rằng, 90% sản lượng sản xuất của các doanh nghiệp FDI là hướng đến xuất khẩu. Cụ thể, theo số liệu của Hiệp hội cao su Việt Nam, 5 công ty FDI là Kumho, Chính Tân, Yokohama, Kenda, Liên Phúc chiếm 76% thị phần xuất khẩu lốp xe của Việt Nam, trong khi đó 3 công ty SRC, CSM và DRC chỉ chiếm 12,8%, riêng DRC chỉ chiếm 3,2%. Điều này cho thấy thị trường xuất khẩu đang bị các doanh nghiệp FDI chiếm lĩnh.

Triển vọng tăng trưởng của ngành sản lốp trong tương lai

Nhu cầu lốp thế giới sẽ tăng trưởng bình quân 4,7%/năm

Thế giới: Nhu cầu tiêu thụ lốp ô tô hiện tại của cả thế giới đạt mức khoảng 1,38 tỷ chiếc/năm. Theo báo cáo của Freedonia Group và Pirelli thì nhu cầu lốp thế giới sẽ tăng trưởng bình quân 4,7%/năm, đạt mức 3,3 tỷ chiếc vào năm 2015, trong đó lốp ô tô ước đạt 1,66 tỷ chiếc.

2019-2025: Sản lượng sản xuất xe ô tô và xe tải nhẹ khu vực Châu Á tăng 4,1%/năm, Nam Mỹ tăng 4,5%/năm, Châu Phi tăng 5%/năm, Châu Âu tăng 2%/năm, Trung Đông tăng 4,4%/năm, Trung Quốc tăng 7%/năm

Theo dự báo của European Tyre & Rubber, giai đoạn 2019-2025, sản lượng sản xuất xe ô tô và xe tải nhẹ khu vực Châu Á tăng 4,1%/năm, Nam Mỹ tăng 4,5%/năm, Trung Đông tăng 4,4%/năm, Trung Quốc tăng 7%/năm, Châu Phi tăng 5%.

Ngoài ra, theo dự báo của World Bank thì kinh tế thế giới đặc biệt là Mỹ và Châu Âu trong 3 năm tới sẽ đạt tăng trưởng tốt. Vì vậy thị trường thế giới vẫn còn nhiều cơ hội tốt cho các doanh nghiệp trong nước mở rộng xuất khẩu trong tương lai.

Trong nước

Tăng trưởng nhu cầu lốp radial trong nước giai đoạn 2013-2020 đạt bình quân 7-10%/năm

Theo khảo sát của Bộ GTVT, nhu cầu lốp radial hiện nay trong cả nước khoảng 3,3 triệu lốp. Theo Ford Việt Nam dự báo nhu cầu lốp radial cả nước sẽ tăng lên mức 5,9 triệu lốp vào năm 2020.

Đối với lốp radial toàn thép, phần lớn vẫn phải nhập khẩu. Hiện tại trong nước chỉ có DRC vừa đưa nhà máy radial toàn thép vào hoạt động tháng 07/2013 và CSM sang năm 2014 cũng sẽ có nhà máy sản xuất. Điều này sẽ giúp đáp ứng phần nào nhu cầu trong nước đối với sản phẩm này. Dự báo trong thời gian tới với nhu cầu hiện nay cũng như những tính năng vượt trội so với lốp bias thì dự địa tăng trưởng của lốp radial còn rất lớn.

Bảng số liệu tài chính

KQKD (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017	ĐBK (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu thuần	2,819,550	3,638,784	4,261,918	4,737,144	5,362,976	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	-2,070,381	-2,805,274	-3,341,622	-3,623,112	-4,096,536	+ Tiền và tương đương	128.822	51.175	56.282	312.764	17.511
Lợi nhuận gộp	749,169	833,509	920,295	1,114,033	1,266,440	+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0	0
- Chi phí bán hàng	-71,720	-87,991	-103,919	-118,429	-138,992	+ Các khoản phải thu	219.703	304.967	335.824	389.123	368.058
- Chi phí quản lí DN	-94,325	-94,110	-113,450	-130,947	-154,113	+ Hàng tồn kho	747.129	935.091	1.113.874	1.207.704	1.365.512
Lợi nhuận thuần HĐKD	583,124	651,408	702,926	864,657	973,335	+ Tài sản ngắn hạn khác	0	0	0	0	0
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-28,146	-31,536	-33,021	-32,480	-33,081	Tổng tài sản ngắn hạn	1.095.655	1.291.233	1.505.980	1.909.591	1.751.082
- Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0	+ Nguyên giá TSDH	2.295.139	3.565.452	3.565.658	3.565.886	4.271.143
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	583,124	651,408	702,926	864,657	973,335	+ Khấu hao lũy kế	-666.603	-886.955	-1.106.806	-1.285.651	-1.490.375
- Chi phí lãi vay	-31,290	-140,043	-199,759	-209,462	-163,588	+ TSDH ròng	1.628.537	2.678.498	2.458.852	2.280.234	2.780.768
Lợi nhuận trước thuế	500,636	445,171	427,918	575,837	729,953	+ Đầu tư tài chính dài hạn	8.181	8.181	8.181	8.181	8.181
- Thuế TNDN	-125,159	-97,938	-94,142	-115,167	-145,991	+ Tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0
LNST	375,477	347,234	333,776	460,670	583,962	Tổng tài sản dài hạn	2.327.932	2.686.678	2.467.033	2.288.415	2.788.949
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	Tổng Tài sản	3.423.587	3.977.912	3.973.013	4.198.006	4.540.030
LNST của cổ đông CT Mẹ	375,477	347,234	333,776	460,670	583,962	Nợ & Vốn CSH	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017
EPS (đ)	4,520	4,180	4,018	5,408	6,856	+ Phải trả ngắn hạn	91.727	107.225	132.130	123.485	145.369
EBITDA	687,560	871,760	922,777	1,043,503	1,178,058	+ Vay và nợ ngắn hạn	534.613	839.816	836.777	970.708	743.917
Khấu hao	-104,435	-220,352	-219,851	-178,846	-204,723	+ Phải trả ngắn hạn khác	126.787	0	0	0	0
Tăng trưởng doanh thu thuần	1.2%	29.1%	17.1%	11.2%	13.2%	Nợ ngắn hạn	783.164	974.820	995.609	1.131.047	936.003
Tăng trưởng LNTT	20.3%	-7.5%	-3.9%	38.0%	26.8%	+ Vay và nợ dài hạn	1.264.030	1.537.500	1.383.198	1.199.406	1.481.811
Tăng trưởng EBIT	27.4%	11.7%	7.9%	23.0%	12.6%	+ Phải trả dài hạn	0	0	0	0	0
Tăng trưởng EPS	0.2%	-7.5%	-3.9%	34.6%	26.8%	Nợ dài hạn	1.264.030	1.537.500	1.383.198	1.199.406	1.481.811
Chỉ số khả năng sinh lợi	2013	2014	2015	2016	2017	Tổng nợ	2.047.195	2.512.320	2.378.807	2.330.453	2.417.815
Tỷ suất lợi nhuận gộp	25,7%	22,4%	21,2%	23,1%	23,2%	+ Vốn điều lệ	830.738	830.738	830.738	851.788	851.788
Tỷ suất LNST	12,9%	9,3%	7,7%	9,5%	10,7%	+ LN chưa phân phối	478.810	572.319	703.087	935.223	1.170.273
ROE DuPont	29,5%	24,5%	21,8%	26,7%	29,3%	Vốn chủ sở hữu	1.375.409	1.463.320	1.591.880	1.865.151	2.120.236
ROA DuPont	12,7%	9,4%	8,4%	11,3%	13,4%	Tổng cộng nguồn vốn	3.423.587	3.977.912	3.973.013	4.198.006	4.540.030
Tỷ suất EBIT	20,0%	17,5%	16,2%	17,9%	17,8%	Lưu chuyển tiền tệ (triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
LNTT / LNST	75,0%	78,0%	78,0%	80,0%	80,0%	Tiền đầu năm	75.548	128.822	51.175	56.282	312.764
LNTT / EBIT	85,9%	68,3%	60,9%	66,6%	75,0%	Lợi nhuận sau thuế	375.477	347.234	333.776	460.670	583.962
Vòng quay tổng TS	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	+ Khấu hao lũy kế	104.435	220.352	219.851	178.846	204.723
Đòn bẩy tài chính	2,3	2,6	2,6	2,4	2,2	+ Điều chỉnh	0	0	0	0	0
ROIC	16,7%	14,5%	14,3%	17,6%	18,6%	+ Thay đổi vốn lưu động	-127.347	-384.514	-184.735	-155.773	-114.859
Chỉ số hiệu quả vận hành	2013	2014	2015	2016	2017	Tiền từ HĐKD	374.668	212.031	400.634	514.815	699.088
Số ngày phải thu	27,1	25,7	26,9	27,4	25,3	+ Thanh lý TSCĐ	0	0	0	0	0
Số ngày tồn kho	128,7	109,4	111,9	116,9	114,6	+ Chi mua sắm TSCĐ	-911.376	-581.530	-205	-70.728	-634.757
Số ngày phải trả	23,7	12,9	13,1	12,9	12,0	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0	0
Thời gian luân chuyển tiền	132,1	122,2	125,7	131,5	128,0	+ Các hoạt động đầu tư khác	0	0	0	0	0
COGS / Hàng tồn kho	2,8	3,3	3,3	3,1	3,2	Tiền từ HĐĐT	-905.332	-578.954	1.074	-69.321	-626.938
Chỉ số TK/đơn bán TC	2013	2014	2015	2016	2017	+ Cổ tức đã trả	-138.449	-168.965	-121.532	-116.822	-207.301
CS thanh toán hiện hành	1,40	1,32	1,51	1,69	1,87	+ Tăng (giảm) vốn	138.449	0	0	21.050	0
CS thanh toán nhanh	0,45	0,37	0,39	0,62	0,41	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	229.391	269.531	-39.291	202.263	-442.507
CS thanh toán tiền mặt	0,16	0,05	0,06	0,28	0,02	+ Thay đổi nợ dài hạn	492.996	273.470	-154.302	-183.792	282.405
Nợ / Tài sản	53%	60%	56%	52%	49%	+ Các hoạt động TC khác	0	0	0	0	0
Nợ / Vốn sử dụng	57%	62%	58%	54%	51%	Tiền từ HĐTC	583.938	374.036	-315.125	-77.300	-367.403
Nợ / Vốn CSH	131%	162%	139%	116%	105%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	53.274	7.113	86.583	368.194	-295.253
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	16%	21%	21%	23%	16%	Tiền cuối năm	128.822	51.175	56.282	312.764	17.511
Nợ dài hạn / Vốn CSH	37%	39%	35%	29%	33%						
Khả năng TT lãi vay	18,64	4,65	3,52	4,13	5,95						

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ**Diễn giải về mức khuyến nghị đầu tư**

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị tiềm năng so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư có giá trị trong vòng 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với mức phân bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy. Có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm 16 cổ phiếu DRC và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, Quận Hải Châu,
Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888