

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 26 tháng 10 năm 2018

DRC – HSX

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 26/10/2018)

Sàn giao dịch	HSX
Số lượng CPLH	118.792.605
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	301.217
Thị giá	20.800
Giá khuyến nghị	26.905

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-438 200 751 (Ext: 640)

➤ **KQKD Q3:** tăng trưởng thấp hơn so với kỳ vọng, biên gộp giảm nhẹ, tuy nhiên biên gộp lớp radial tiếp tục duy trì ở mức tốt. Trong Q3.2018, DTT đạt 890.5 tỷ đồng (+1,4% yoy), LNTT đạt 38,9 tỷ đồng (+22,7% yoy) và LNST đạt 30,9 tỷ đồng (+22,3% yoy).

➤ **Lũy kế 9 tháng** đầu năm 2018, DTT đạt 2.551,7 tỷ đồng (-3,4% yoy, hoàn thành 55,6% KH), LNTT đạt 133,1 tỷ đồng (-18,5% yoy, hoàn thành 64,9% KH). LNST đạt 106,1 tỷ đồng (-18,8% yoy).

➤ Sử dụng kết hợp phương pháp so sánh tương đối và định giá dòng tiền chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý của DRC là **26.905 đồng/cp**, so sánh với mức giá 20.800 đồng/cổ phiếu ngày 26/10/2018, chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** với cổ phiếu DRC trong dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
DTT (tỷ đồng)	3.318	3.361	3.669	3.738	4.013
+/- yoy (%)	2,0%	1,3%	9,2%	1,9%	7,4%
LNST (tỷ đồng)	415	395	162	167	169
+/- yoy (%)	17,7%	-4,8%	-59,1%	3,3%	1,0%
VCSH (tỷ đồng)	1.673	1.582	1.498	1.585	1.656
Nợ/TTS (%)	46,8%	43,8%	46,3%	43,1%	38,3%
TS LN gộp (%)	24,1%	20,9%	12,6%	12,6%	11,8%
TS LN ròng (%)	12,5%	11,8%	4,4%	4,5%	4,2%
ROA – TTM (%)	13%	13%	6%	6%	6%
ROE – TTM (%)	26%	24%	10%	11%	10%
EPS - TTM (đồng)	4.542	3.327	1.361	1.406	1.420
BVPS (đồng)	18.298	13.271	12.485	13.218	13.817

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

KQKD 9T.2018

Q3.2018: tăng trưởng thấp hơn so với kỳ vọng và kế hoạch đặt ra, biên gộp giảm nhẹ. Tuy nhiên, điểm tích cực là sản lượng radial tăng trưởng 15,7% yoy và biên gộp lớp radial tiếp tục duy trì ở mức tốt +4,2%.

DRC đã công bố BCTC Q3.2018, chúng tôi xin cập nhật về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp như sau:

KQKD Q3 tăng trưởng thấp hơn so với kỳ vọng và kế hoạch đặt ra, biên gộp giảm nhẹ, tuy nhiên biên gộp lớp radial tiếp tục duy trì ở mức tốt 4,2%.

Cụ thể, DTT đạt 890.5 tỷ đồng (+1,4% yoy), LNTT đạt 38,9 tỷ đồng (+22,7% yoy) và LNST đạt 30,9 tỷ đồng (+22,3% yoy).

Doanh thu tăng trưởng thấp chủ yếu do có sự tăng giảm trái chiều giữa các dòng sản phẩm. Lớp radial tăng trưởng 13,5% yoy, lớp bias giảm nhẹ -4,8%. Trong đó sản phẩm giảm mạnh là lớp ô tô tải nhẹ và sảm lớp xe đạp giảm tương ứng -16,3% yoy và -24,4% yoy.

Sản lượng lớp radial tăng trưởng 15,7% yoy đạt 92.443 lớp. Sản lượng bán hàng đạt khoảng 61,6% công suất thiết kế của nhà máy. Mặc dù có tăng trưởng nhưng sản lượng tiêu thụ radial vẫn thấp hơn mức kỳ vọng của chúng tôi khoảng 40-45.000 lớp/tháng. Sản lượng lớp bias tính chung giảm 14,7% yoy đạt 169.424 lớp.

	DTT					Biên LNG		
	Q3.18	Q3.17	YoY	9T.18	YoY	Q3.18	9T.18	2017
Lớp Radial	353	311	13,5%	973	5,4%	4,2%	2,2%	-2,1%
Lớp Bias	346	364	-4,8%	1.054	-8,6%	21,9%	22,9%	24,9%
Còn lại	191	203	-5,9%	525	-7,2%	9,6%	10,3%	11,2%
Tổng cộng	890	878	1,4%	2.552	-3,4%	12,2%	14,7%	11,8%

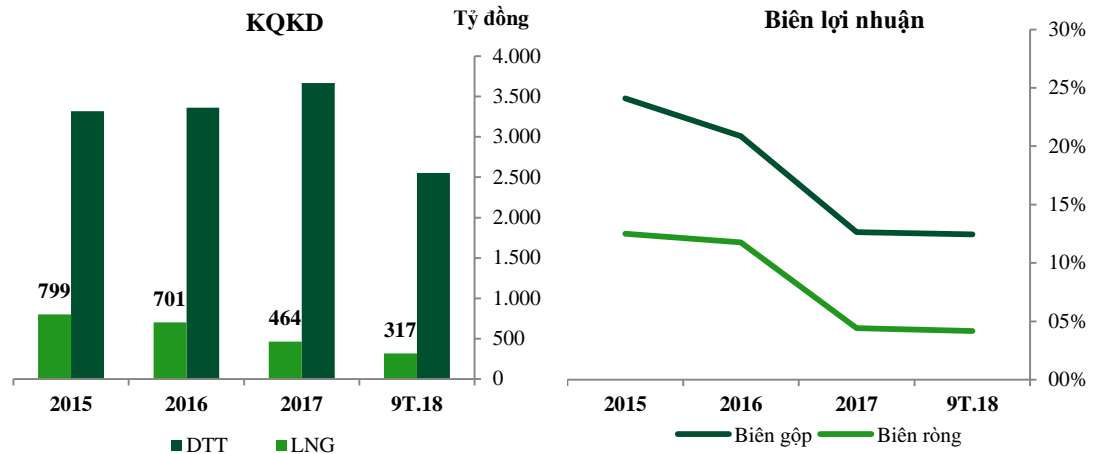
Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ đạt mức 12,2% so với mức cao 14,3% của Q2. Biên gộp của lớp radial vẫn duy trì ở mức tốt đạt dương 4,2%, biên gộp của lớp bias chung đạt 21,9% bằng so với biên gộp của cùng kỳ năm ngoái.

Chi phí bán hàng giảm -3,9% yoy, chi phí QLDN giảm mạnh -37% yoy. Trong khi đó CP tài chính tăng 38,18% yoy.

9T.2018: DTT đạt 2.551,7 tỷ đồng (-3,4% yoy, hoàn thành 55,6% KH), LNTT đạt 133,1 tỷ đồng (-18,5% yoy, hoàn thành 64,9% KH). LNST đạt 106,1 tỷ đồng (-18,8% yoy)

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2018, DTT đạt 2.551,7 tỷ đồng (-3,4% yoy, hoàn thành 55,6% KH), LNTT đạt 133,1 tỷ đồng (-18,5% yoy, hoàn thành 64,9% KH). LNST đạt 106,1 tỷ đồng (-18,8% yoy).



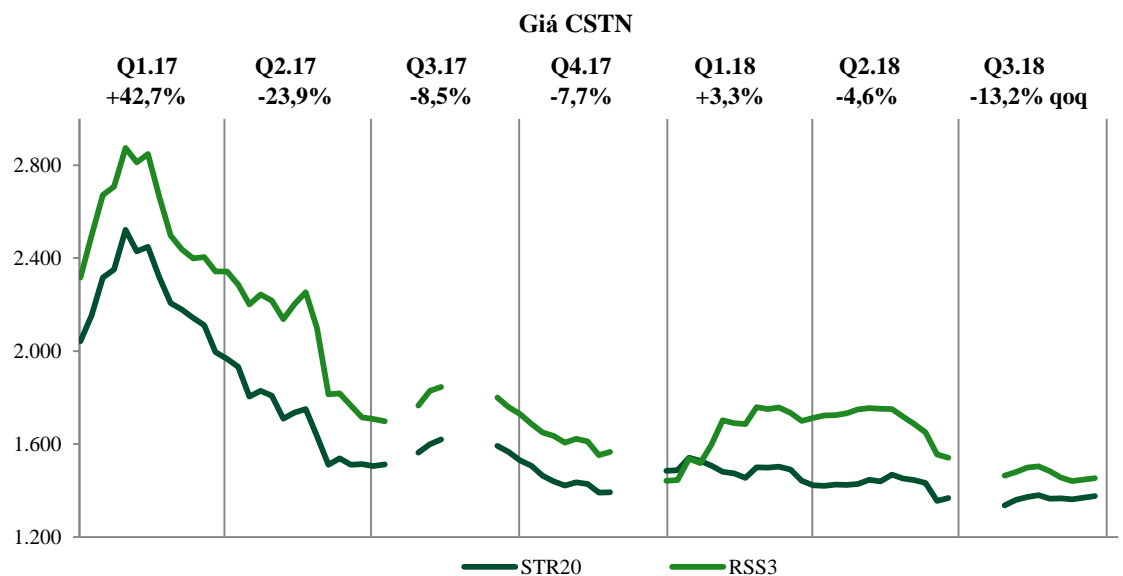
Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

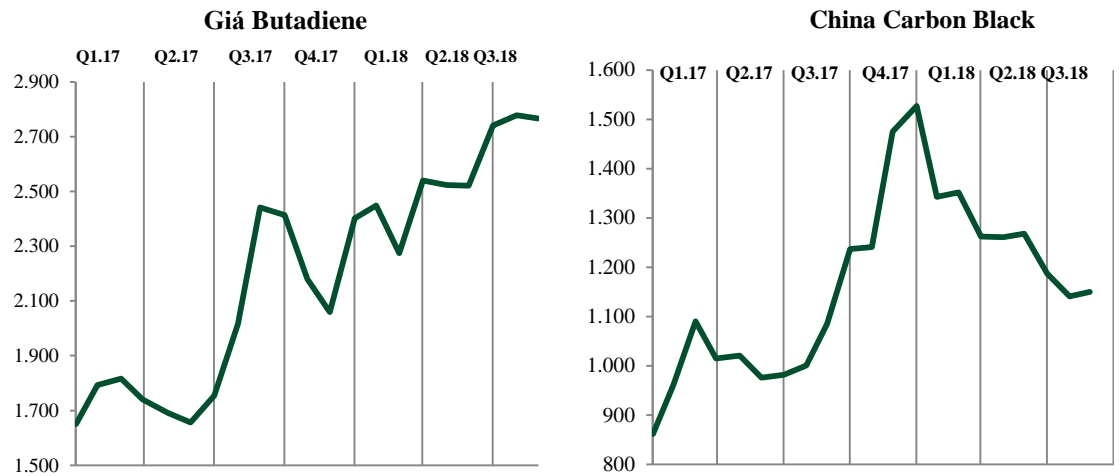
Nhờ chi phí đầu vào là cao su tự nhiên giảm nên biên góp tăng so với cùng kỳ đạt 14,7% so với mức 13,0% của 9T.2017.

Các chi phí không biến động nhiều so với cùng kỳ năm trước, CP BH & QLDN tăng nhẹ chiếm 4,7%/DTT so với mức 4,5% của kỳ 2017; CP lãi vay tăng nhẹ 2,7% yoy đạt 22,7 tỷ đồng.

Biến động giá nguyên vật liệu 9T.2018

Giá nguyên vật liệu trong Q3 năm 2018 thì ngoài giá cao su nhân tạo có tăng nhẹ thì giá cao su tự nhiên vẫn duy trì ở mức giá thấp và giá than đen có giảm nhẹ. Hiện nay giá cao su tự nhiên tồn kho của DRC là khoảng 33 triệu đồng/tấn, thấp hơn giá bình quân quý 2 và thấp hơn nhiều so với mức bình quân 40-45 triệu đồng/tấn năm 2017. Giá tồn kho hiện tại của cao su tổng hợp thấp hơn cùng kỳ năm ngoái khoảng 25%.





Nguồn: ANRPC, Bloomberg, VCBS tổng hợp

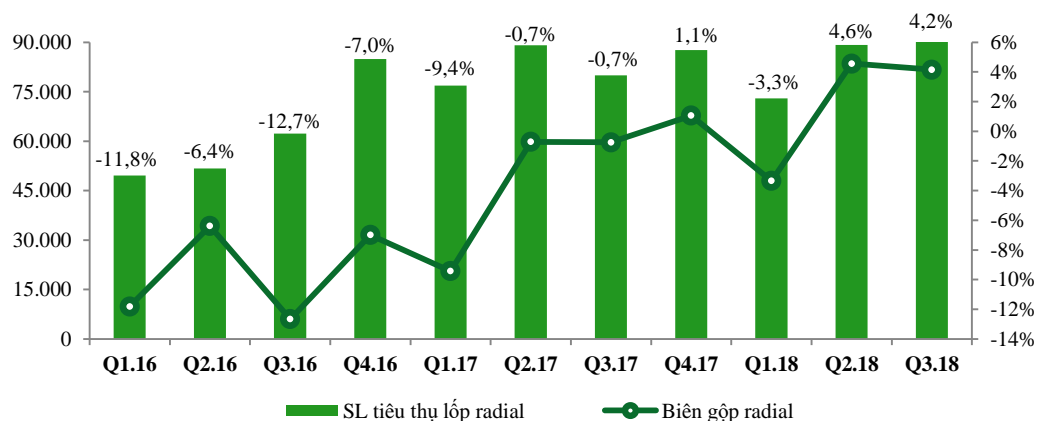
Tình hình tiêu thụ các dòng sản phẩm chính trong 9T.2018

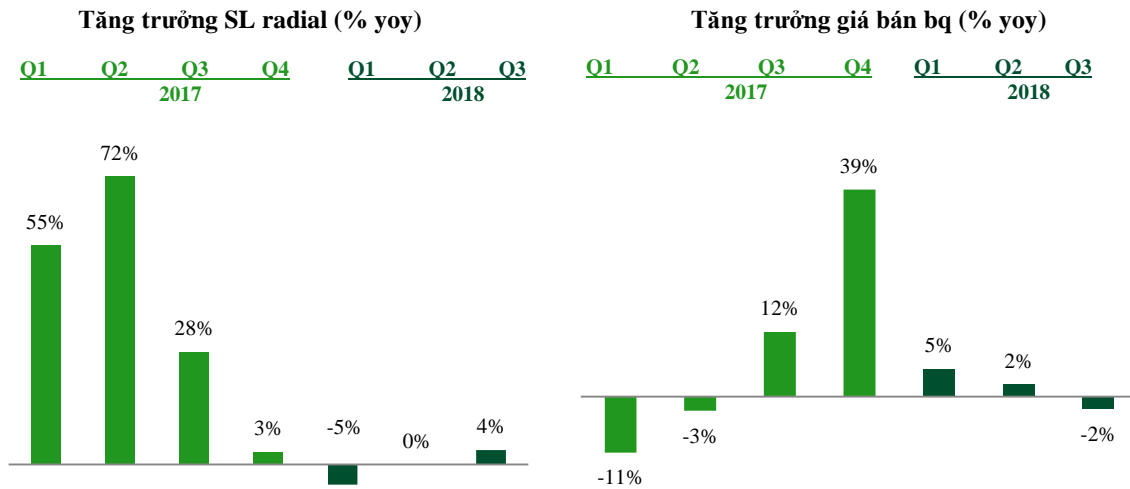
9T.2018 doanh thu DRC tăng trưởng nhẹ chủ yếu nhờ vào lốp radial, các dòng sản phẩm khác như lốp bias và lốp xe đạp, xe máy đều giảm hoặc không có tăng trưởng. Cụ thể, DT lốp radial tăng nhẹ 5,4% yoy đạt 923,5 tỷ đồng; lốp bias giảm -8,6% yoy đạt 1.153,3 tỷ đồng, do lốp tải nhẹ giảm mạnh -20,2% yoy; còn lại sảm lốp xe máy không tăng trưởng và sảm lốp xe đạp giảm -19,2% yoy.

Sản lượng tiêu thụ lốp radial, ô tô tải nhẹ, ô tô tải nặng đạt tương ứng 245.877 (+3,5% yoy), 464.181 (-21,0% yoy) và 121.949 (0,5% yoy) đơn vị lốp.

+ **Lốp radial**: sản lượng tăng nhẹ 3,5% yoy, giá bán bình quân tăng nhẹ 1,8% yoy trong khi giá thành bình quân giảm 3,6% yoy nên biên gộp vẫn duy trì ở mức khả quan. Tính chung 9 tháng sản lượng tiêu thụ radial đạt 54,6% tổng công suất thiết kế của nhà máy 2 giai đoạn (50.000 lốp/tháng). Sản lượng bán hàng tăng trưởng khá chậm và thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi và việc đạt 100% công suất thiết kế vẫn còn gặp nhiều khó khăn.

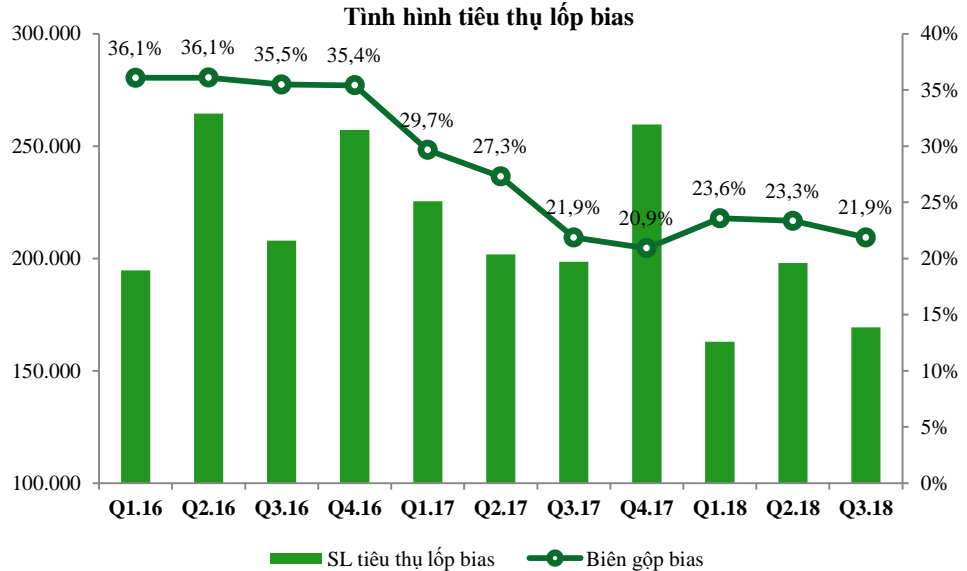
Tình hình tiêu thụ lốp radial





Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

+Lớp bias: sản lượng tiêu thụ giảm -15,3% yoy, giá bán bình quân các dòng sản phẩm bias tăng 7,9% yoy nhưng giá thành bình quân tăng cao hơn, tăng 13,1% yoy nên biên gộp bias bị giảm 2 điểm % còn 22,9% so với mức 24,9% của cùng kỳ năm ngoái. Sản lượng giảm chủ yếu ở dòng lớp tải nhẹ do từ đầu Q1 các khách hàng lắp ráp áp dụng tiêu chuẩn Euro 4 mới để đạt yêu cầu đăng kiểm xe nên sản lượng lớp ô tô tải nhẹ lũy kế 9 tháng bị giảm mạnh 21,0% yoy.



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

+Lớp bán thép: Trong Q3 DRC đã bắt đầu có sản lượng bán hàng của lớp ô tô tải bán thép. Tuy nhiên sản lượng đạt ở mức khiêm tốn 88 lớp. Biên gộp đạt mức khá cao 23,4%.

+Săm lốp xe đạp, xe máy: sản lượng giảm tương ứng -15,3% yoy và -5,8% yoy, giá bán bình quân có tăng trưởng tuy nhiên giá thành cũng gia tăng đủ bù đắp chi phí nên doanh thu giảm tương ứng với sản lượng giảm.

Hoạt động xuất khẩu 9T.2018

Sản lượng xuất khẩu trong 9 tháng đạt 171.573 lốp radial (+2,5% yoy) và 115.149 lốp bias (+35,3% yoy). Việc đẩy mạnh xuất khẩu lốp bias khi thị trường nội địa bị giảm mạnh vì tiêu chuẩn Euro 4 đã giúp sản lượng tiêu thụ bias không bị giảm quá mạnh. Tuy nhiên điều này sẽ làm ảnh hưởng biên gộp của bias do giá bán trong nội địa luôn cao hơn giá xuất khẩu.

ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

Do việc tiêu thụ của DRC đạt thấp hơn mức kỳ vọng của chúng tôi trong Q3.2018 nên chúng tôi có điều chỉnh lại sản lượng và giá bán dự phóng như sau:

Sản lượng một số sản phẩm chính:

SP chính	2017A	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Lốp radial	333.479	375.164	468.955	539.298	593.228	622.889
% tăng trưởng	34,2%	12,5%	25,0%	15,0%	10,0%	5,0%
Lốp bán thép		5.000	55.000	88.000	140.800	161.920
% tăng trưởng			1000,0%	60,0%	60,0%	15,0%
Lốp bias	885.570	740.954	680.782	649.499	619.781	570.526
% tăng trưởng	-4,2%	-16,3%	-8,1%	-4,6%	-4,6%	-7,9%
Xe máy	8.153.855	7.746.162	7.358.854	6.990.911	6.291.820	5.662.638
Xe đạp	9.676.927	8.225.388	7.402.849	6.662.564	5.996.308	5.096.862

Biên lợi nhuận gộp:

Biên LNG	2017A	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Lốp radial	-2,1%	2,5%	5,0%	8,0%	10,0%	12,0%
Lốp bán thép		15,0%	18,0%	18,0%	18,0%	18,0%
Lốp bias	24,9%	23,4%	20,7%	19,7%	17,8%	17,0%
Xe máy	6,7%	6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Xe đạp	8,8%	8,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%

Tăng trưởng giá bán bình quân của sản phẩm:

Giá bán sp	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
Lốp radial	10,4%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lốp bias	2,4%	3,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Beta	0,71
Rf	5,1%
Phần bù rủi ro thị trường	12,1%
Chi phí sử dụng nợ vay	9,0%
Thuế TNDN	20,0%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	1,0%
Chi phí sử dụng vốn (WACC)	12,9%

Chiết khấu theo FCFF:	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
EBITAT (NOPAT)	231.950	220.758	259.908	289.111	324.900
Khấu hao	324.360	284.011	244.027	204.328	164.784
Thay đổi vốn lưu động	(51.272)	(62.710)	(44.435)	(31.360)	(4.595)
Đầu tư tài sản cố định	(37.675)	(40.428)	(42.767)	(44.430)	(44.933)
FCFF	496.536	426.702	442.746	443.719	467.631
Giá trị hiện tại của FCFF	485.459	369.601	339.728	301.649	281.650
Tăng trưởng dài hạn	1,0%				
Hiện giá của dòng tiền tự do (FCFF)	1.778.087				
Hiện giá của giá trị năm cuối cùng (TV)	2.395.757				
Hiện giá của FCF và TV	4.173.844				
Cộng: Tiền	48.995				
Trừ: Nợ vay	(1.368)				
Giá trị vốn cổ phần	4.225.394				
SLCP lưu hành (triệu cp)	119				
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	35.570				

ST T	Công ty	Mã	Quốc gia	Beta	P/B	P/E
1	Cao su Sao Vàng	SRC VN Equity	Việt Nam	1,37	1,0	10,7
2	Cao su Đà Nẵng	DRC VN Equity	Việt Nam	0,68	1,7	19,7
3	TVS SRICHAKRA LTD	SRTY IN Equity	Ấn Độ	0,52	2,8	15,3
4	GOODYEAR INDIA LTD	GDYR IN Equity	Ấn Độ	0,63	2,7	16,7
5	FIRMA OPONIARSKA DEBICA SA	DBC PW Equity	Phần Lan	0,75	1,3	11,7
6	NEXEN CORP	005720 KS Equity	Hàn Quốc	0,19	0,3	4,0
7	GOODYEAR LASTIKLERI TURK AS	GOODY TI Equity	Thổ Nhĩ Kỳ	1,00	1,5	7,0
8	INOUE RUBBER (THAILAND) PCL	IRC TB Equity	Thái Lan	0,55	1,2	10,5
9	GOODYEAR THAILAND PCL	GYT TB Equity	Thái Lan	0,47	0,7	18,3
10	STAMFORD TYRES CORP LTD	STC SP Equity	Singapore	(0,46)	0,6	23,0
	Trung vị			0,59	1,25	13,5

	Giá trị trung vị	EPS	BV (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	13,5	1.406		18.970	70%
Phương pháp so sánh P/B	1,25		13.218	16.538	30%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DRC theo phương pháp so sánh (đồng)					18.240

	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	18.240	50%
Chiết khấu dòng tiền	35.570	50%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DRC		26.905

Kết hợp phương pháp so sánh tương đối và định giá dòng tiền chúng tôi đưa ra mức giá hợp lý của DRC là **26.905 đồng/cp**. Chúng tôi khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu **DRC**.

Phụ lục:

BC KẾT QUẢ KINH DOANH	2017A	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Doanh thu	3.669	3.738	4.013	4.247	4.413	4.463
GVHB	3.205	3.266	3.541	3.714	3.836	3.839
LN gộp	464	472	472	532	577	624
CP BH & QLDN	191	187	201	212	221	223
Thu nhập/(Chi phí) hoạt động khác	1	5	5	5	5	5
EBIT	274	290	276	325	361	406
Doanh thu tài chính	8	9	9	10	10	11
Chi phí tài chính	42	58	43	27	16	7
Thu nhập/(Chi phí) khác	32	32	32	32	32	32
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
LNTT	208	209	211	276	324	379
Thuế TNDN	46	42	42	55	65	76
LNST	162	167	169	221	259	303
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST công đồng công ty mẹ	162	167	169	221	259	303

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2017A	2018P	2019P	2020P	2021P	2022P
Tiền và các khoản tương đương tiền	67	75	80	85	88	98
Khoản phải thu	386	358	385	407	423	428
Hàng tồn kho	596	653	708	743	767	768
Chi phí trả trước	77	75	80	85	88	89
Tài sản ngắn hạn khác	7	7	8	8	8	8
Tài sản ngắn hạn	1.134	1.168	1.261	1.328	1.375	1.391
Tài sản cố định	1.300	1.348	1.354	1.203	1.093	973
Đầu tư liên doanh, liên kết	4	4	4	4	4	4
Tài sản dở dang dài hạn	350	265	65	65	15	15
Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn	1.654	1.617	1.423	1.272	1.112	992
Tổng tài sản	2.787	2.785	2.685	2.600	2.487	2.384
Nợ ngắn hạn	1.004	940	886	861	653	428
Nợ dài hạn	549	347	230	99	112	136
Nợ phải trả	1.289	1.287	1.116	960	765	564
Vốn cổ phần & thặng dư vốn	1.188	1.188	1.188	1.188	1.188	1.188
CP quỹ	-	-	-	-	-	-
LN giữ lại & quỹ khác	310	397	468	539	622	719
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	1.498	1.585	1.656	1.727	1.810	1.907

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng PT & NC
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng
Chuyên viên Phân tích
ntthang-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1& 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630