

BÁO CÁO CẬP NHẬT DRC

03/02/2015



BÁO CÁO CẬP NHẬT DRC

Công ty Cổ phần Cao Su Đà Nẵng (DRC) vừa công bố báo cáo tài chính 2014 với kết quả doanh thu thuần tăng trưởng 16% chủ yếu nhờ đóng góp của sản phẩm mới lớp Radial. Trong khi đó, biên lãi gộp lại sụt giảm do sản lượng tiêu thụ lớp Radial thấp dẫn đến định phí trên mỗi sản phẩm cao. Mặc dù vậy mức độ sụt giảm của biên lãi gộp là khá nhẹ nhờ giá cả nguyên vật liệu đầu vào tiếp tục giảm trong năm.

Các khoản mục chi phí bán hàng và chi phí tài chính trong năm tăng mạnh do chi phí vận tải tăng, công ty đẩy mạnh công tác bán hàng và chi phí lãi vay của dự án Radial không còn được vốn hoá vào chi phí dự án.

Năm 2015, chúng tôi cho rằng doanh thu của DRC sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh khi sản lượng tiêu thụ lớp Radial đang dần cải thiện và việc tích cực quảng bá, giới thiệu sản phẩm sẽ đem lại hiệu quả trong thời gian tới. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ lớp bias cũng sẽ gia tăng do không còn bị ảnh hưởng bởi dự án di dời nhà máy đã hoàn thành phần lớn công việc trong năm 2014. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm và biên lãi gộp của mảng lớp Radial tăng.

Cuối cùng, phương pháp định giá của chúng tôi cho kết quả giá cổ phiếu DRC hiện tại không còn quá hấp dẫn trong ngắn hạn. Nhà đầu tư ngắn hạn có thể tận dụng những biến động trên thị trường để tích lũy cổ phiếu DRC với mức giá thấp, có biên an toàn cao hơn.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Cổ đông lớn	Tỷ lệ
Tập đoàn Hoá Chất Việt Nam (Vinachem)	50.51%
Khác	49.49%



LIÊN HỆ

Địa chỉ: Số 01 Lê Văn Hiến, TP. Đà Nẵng

ĐT: 84 - (511) 384 74 08

Fax: 84 - (511) 383 61 95

Web: www.drc.com.vn

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4 VÀ CẢ NĂM 2014

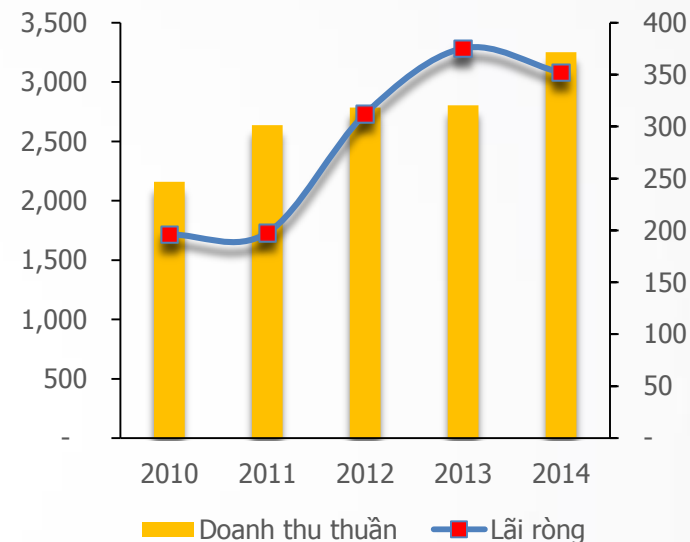
Quý 4/2014, DRC đạt 914.2 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 15% so với cùng kỳ 2013. Giá vốn chỉ tăng 10%, giúp lợi nhuận gộp đạt 268.7 tỷ đồng, tăng 30%.

Tuy nhiên, vì các chi phí trong kỳ tăng cao, nhất là chi phí bán hàng, tăng tới 234% lên 91.5 tỷ, nên lợi nhuận sau thuế của DRC chỉ còn tăng 7% so với cùng kỳ 2013, đạt 102.5 tỷ đồng.

Kết quả kinh doanh (tỷ đ) & Tăng giảm so với cùng kỳ

	Quý 4	+/-%	2014	+/-%
Doanh thu thuần	914.2	+15%	3,251.4	+16%
Lãi gộp	268.7	+30%	803.9	+12%
Chi phí bán hàng	91.5	+234%	161.4	+117%
Chi phí quản lý	15.5	+11%	68.1	-3%
Chi phí tài chính	36.6	-5%	142.8	+67%
<i>Chi phí lãi vay</i>	<i>18.3</i>	<i>-29%</i>	<i>84.6</i>	<i>+115%</i>
Lãi thuần	127.0	-0%	441.7	-11%
Lãi trước thuế	132.4	+3%	452.3	-10%
Lãi ròng	102.5	+7%	352	-6%

Tăng trưởng Doanh thu và Lợi nhuận (Tỷ đ)



Lũy kế cả năm 2014, DRC đạt doanh thu thuần hơn 3,251 tỷ đồng, tăng 16% so với năm 2013 và hoàn thành 93% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế đạt 452.2 tỷ đồng, giảm 10% so với cùng kỳ, vượt 6% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 352 tỷ đồng, giảm 6% so với cùng kỳ. EPS tương ứng đạt 4,236 đồng/cổ phiếu.

DOANH THU TĂNG DO ĐÓNG GÓP CỦA LỚP RADIAL

Doanh thu thuần của công ty năm 2014 tăng 16% so với năm 2013 chủ yếu do đóng góp của sản phẩm mới lớp Radial (tăng khoảng 500 tỷ đồng).

Nếu loại trừ đóng góp của lớp Radial, doanh thu thuần của công ty giảm khoảng 2% do công ty giảm giá bán (3% trong Quý 3/2014) và sản lượng tiêu thụ lớp ô tô bị ảnh hưởng do quá trình di dời nhà máy.

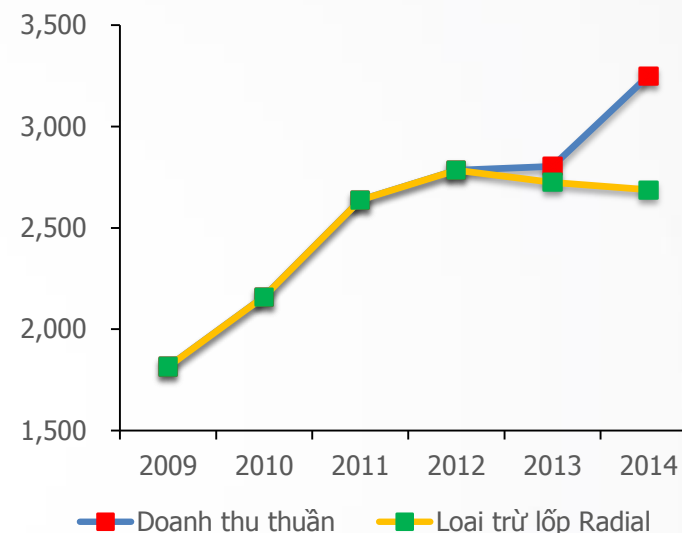
TIÊU THỤ LỚP RADIAL 2014 THẤP HƠN KẾ HOẠCH

Doanh thu năm 2014 chỉ đạt 93% kế hoạch năm chủ yếu là do sản lượng tiêu thụ lớp Radial thấp hơn kế hoạch. Cụ thể sản lượng lớp Radial tiêu thụ trong năm 2014 là 114,900 lốp, chỉ bằng 85% kế hoạch tiêu thụ 135,000 lốp đặt ra đầu năm.

Công ty cho biết, một số khó khăn trong việc đảm bảo quy cách xuất khẩu cho lớp Radial là nguyên nhân dẫn đến tình trạng này.

Mặc dù vậy sản lượng tiêu thụ lớp Radial của công ty hiện vẫn đang cải thiện dần từng quý. Cụ thể, trong quý 4 công ty đã tiêu thụ được 41,158 lốp radial (trung bình 13,720 lốp/tháng), tăng so với mức 31,257 lốp trong quý 3 (trung bình 10,420 lốp/tháng), 28,500 lốp trong quý 2 (trung bình 9,500 lốp/tháng) và 13,985 lốp trong quý 1 (trung bình 4,662 lốp/tháng).

Tăng trưởng doanh thu loại trừ lớp Radial



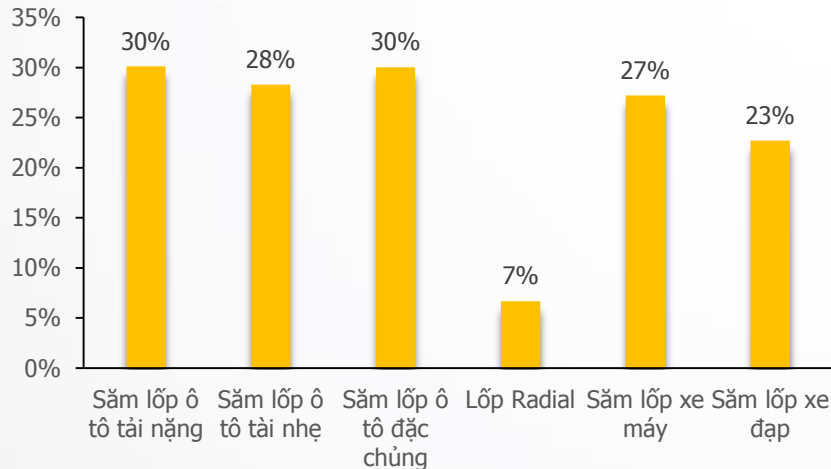
Sản phẩm lớp Radial hiện tại của công ty vẫn chủ yếu được tiêu thụ trong nước, sản lượng lớp Radial xuất khẩu trong năm 2014 chỉ chiếm 29%.

Ở thị trường trong nước, khách hàng của công ty ngoài các nhà phân phối còn có các nhà lắp ráp như Trường Hải, Doosung... Ở thị trường nước ngoài khách hàng lớn của công ty là Stamford và RJU (Brazil)...

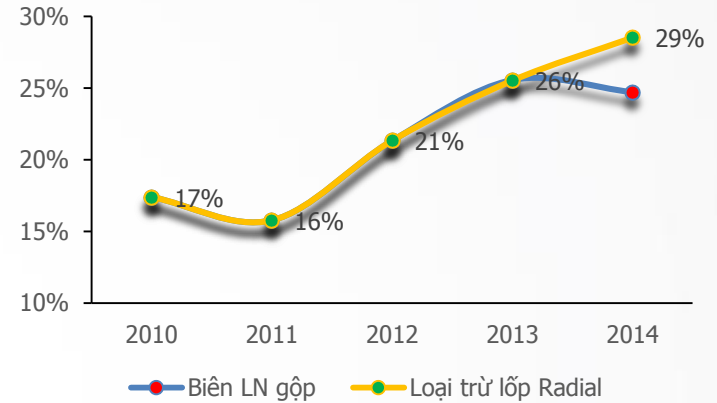
BIÊN LÃI GỘP NĂM 2014 GIẢM NHẸ

Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào giảm 9% trong năm 2014 nhưng biên lãi gộp của công ty vẫn giảm nhẹ xuống mức 24.7% là do: (1) công ty giảm giá bán sản phẩm trung bình 3% trong Quý 3/2014 và (2) Sản lượng tiêu thụ lốp Radial còn thấp. Định phí (chủ yếu là khấu hao) trên mỗi sản phẩm cao dẫn đến biên lãi gộp của sản phẩm Lốp Radial vẫn còn thấp, chỉ đạt khoảng 7%, thấp hơn nhiều so với biên lãi gộp của các sản phẩm khác. Trong khi đó, sản phẩm này lại chiếm đến 17% doanh thu thuần kéo theo biên lãi gộp toàn bộ sụt giảm. Nếu loại trừ tác động của sản phẩm lốp Radial, biên lãi gộp của DRC năm 2014 vẫn đạt 28.5%, khá cao so với các năm trước.

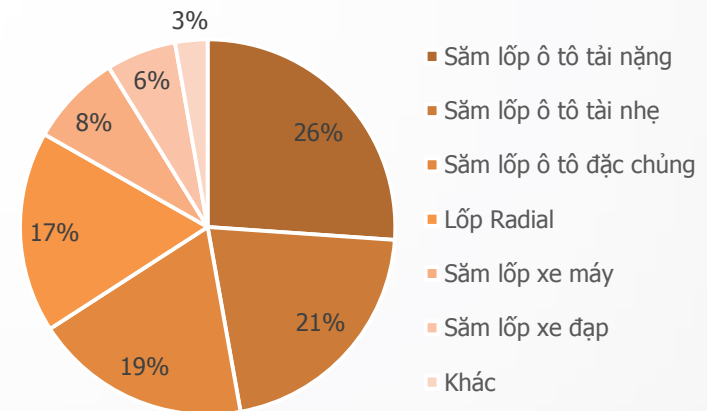
Biên lợi nhuận gộp theo sản phẩm 2014



Biên lợi nhuận gộp loại trừ lốp Radial



Cơ cấu doanh thu 2014



CHI PHÍ BÁN HÀNG VÀ TÀI CHÍNH TĂNG MẠNH

Mặc dù lợi nhuận gộp năm 2014 của DRC vẫn tăng 12% so với năm 2013, nhưng lợi nhuận trước và sau thuế lại sụt giảm. Nguyên nhân chủ yếu là do:

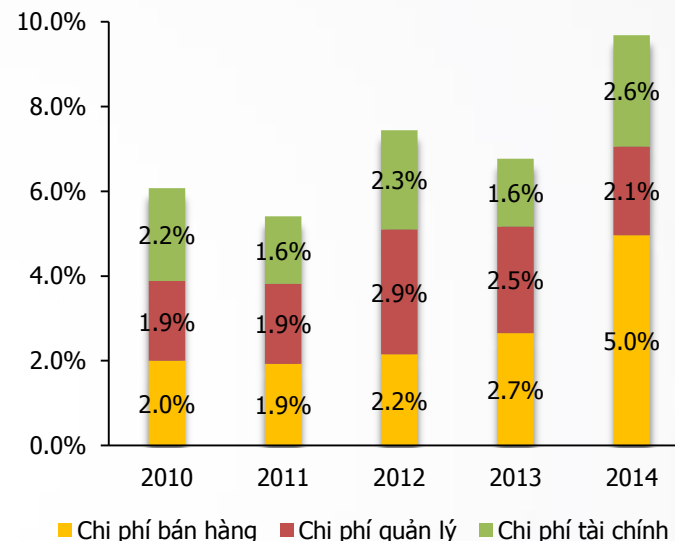
Chi phí bán hàng của DRC trong năm 2014 tăng mạnh từ mức 74.4 tỷ cùng kỳ lên 161.4 tỷ, tương ứng mức tăng 117% do quy định tải trọng mới khiến chi phí vận chuyển của công ty tăng mạnh và khoản chi phí cho việc quảng bá, tổ chức các hội nghị giới thiệu sản phẩm mới tăng mạnh.

Chi phí tài chính cũng tăng mạnh 67.2% từ mức 85.4 tỷ đồng lên 142.8 tỷ đồng do chi phí lãi vay và chiết khấu thanh toán tăng mạnh.

Cụ thể, chi phí lãi vay của DRC tăng 115% từ mức 39.4 tỷ năm 2013 lên 84.6 tỷ năm 2014 do 6 tháng đầu năm 2013 DRC vẫn được vốn hoá lãi vay vào chi phí dự án lớp Radial. Chi phí chiết khấu thanh toán tăng từ mức 15.7 tỷ đồng lên 42.8 tỷ do công ty đẩy mạnh bán hàng, tăng các khoản chiết khấu thanh toán.

Thời gian tới chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và các khoản chiết khấu thanh toán sẽ vẫn ở mức cao do công ty đẩy mạnh công tác bán hàng, gia tăng sản lượng tiêu thụ, đặc biệt là các sản phẩm lớp Radial mới.

Tỷ trọng chi phí trên doanh thu thuần



Gánh nặng nợ vay của DRC nhiều khả năng sẽ gia tăng trong năm 2015 khi công ty bắt đầu đầu tư giai đoạn 2 dự án Radial. Tổng nguồn vốn đầu tư dự kiến 800 tỷ đồng. Tuy vậy, thời gian ân hạn nợ gốc khoản vay cho dự án Radial giai đoạn 1 (30 tháng kể từ ngày giải ngân lần đầu) đã gần kết thúc và DRC sẽ bắt đầu phải trả nợ gốc cho khoản vay này. Điều này sẽ giúp DRC giảm bớt gánh nặng lãi vay trong thời gian tới.

BIÊN LÃI GỘP DỰ KIẾN SẼ CẢI THIỆN...

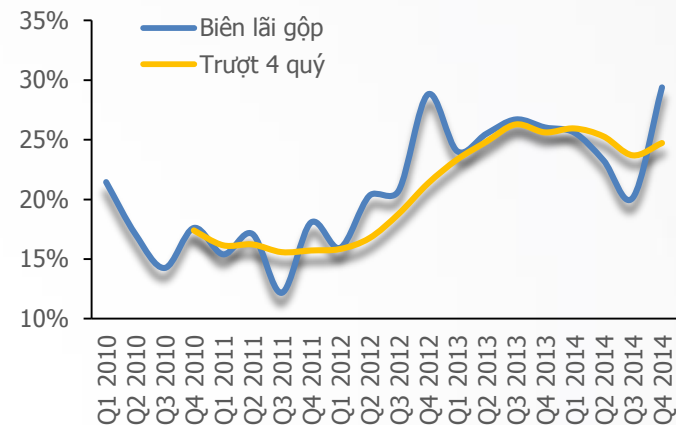
Quý 4/2014, biên lãi gộp của DRC đạt 29.4%, là mức cao nhất từ năm 2010 đến nay. Tính trượt 4 quý gần nhất, biên lãi gộp của công ty đang ở mức 24.7%, cải thiện trở lại so với mức 23.7% trong quý 3/2014.

Nguyên nhân Biên lãi gộp Quý 4 cải thiện mạnh theo chúng tôi là do: (1) Giá đầu giảm mạnh kéo theo sự sụt giảm của giá cao su nhân tạo, cao su tự nhiên và các nguyên liệu có chiết xuất từ dầu mỏ khác của công ty như vải màn, than đen... giúp công ty giảm giá thành sản phẩm. Tuy vậy, tồn kho nguyên vật liệu và thành phẩm của công ty khá cao nên mức độ giảm giá thành chưa nhiều, (2) Sản lượng tiêu thụ lốp Radial tăng trong Quý 4 và (3) Các khoản chiết khấu bán hàng giảm so với quý trước.

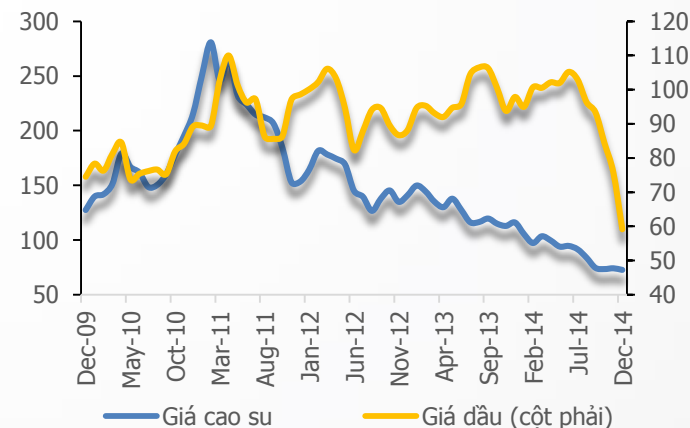
Với mức sản lượng tiêu thụ lốp Radial ước tính 220,000 lốp trong năm 2015, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của sản phẩm lốp Radial sẽ cải thiện từ mức 6.7% năm 2014 lên mức 16 - 18% trong năm 2015.

Xu hướng biên lãi gộp sẽ tiếp tục cải thiện trong năm 2015 khi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm và sản lượng tiêu thụ lốp Radial tăng.

Biến động Biên lợi nhuận gộp hàng quý



Giá cao su (Cent/Pound) & Giá dầu (USD/Barrel)



TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2015

Năm 2015, với sản lượng lốp Radial dự kiến tiêu thụ 220,000 lốp, công ty đặt kế hoạch doanh thu 3,880 tỷ đồng, tăng 15% so với thực hiện năm 2014. Lợi nhuận trước thuế ước đạt 455 tỷ đồng, tăng nhẹ 1%.

Công ty cũng đặt ra kế hoạch kinh doanh Quý 1/2015 với doanh thu 750 tỷ đồng, tăng 10.6% so với cùng kỳ, bằng 19.3% kế hoạch năm. Lợi nhuận trước thuế ước đạt 85 tỷ đồng, giảm 22.6% so với cùng kỳ, đạt 18.7% kế hoạch năm.

Chúng tôi cho rằng khả năng hoàn thành kế hoạch này của công ty là khá cao khi sản lượng tiêu thụ lốp Radial đang cải thiện dần và việc tích cực quảng bá, giới thiệu sản phẩm, chiết khấu cho khách hàng sẽ đem lại hiệu quả trong thời gian tới. Bên cạnh đó, sản lượng tiêu thụ lốp bias cũng sẽ gia tăng do không còn bị ảnh hưởng bởi dự án di dời nhà máy đã hoàn thành phần lớn công việc trong năm 2014. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp của công ty sẽ cải thiện khi giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục giảm và biên lãi gộp của mảng lốp Radial tăng.

Theo đó, EPS dự phóng năm 2015 dự kiến ở mức 5,178 đồng/cổ phiếu. PE Forward so với giá đóng cửa ngày 02/02/2015 là 11.7 lần.

Giá đóng cửa (02/02/2015) (VND)	60,500
KLCPLH hiện tại (Triệu CP)	83.1
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	5,026.0
EPS (VND)	4,238
Book Value (VND)	18,479
P/E	14.28
P/B	3.27
KLGD trung bình 10 ngày (CP)	51,814
KLGD trung bình 1 tháng (CP)	37,189
Cao nhất 52 tuần qua* (VND)	66,000
Thấp nhất 52 tuần qua* (VND)	37,292
Kế hoạch DTT (Tỷ VND)	3,880
Kế hoạch LNTT (Tỷ VND)	455

**Giá đã điều chỉnh*

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền theo phương pháp FCFF của chúng tôi cho kết quả giá cổ phiếu DRC ở mức 63,405 đồng/cổ phiếu với giả định tăng trưởng doanh thu và chi phí sử dụng vốn bình quân hàng năm trong giai đoạn ổn định lần lượt là 5% và 13.2%.

Trong khi đó, phương pháp định giá tương đối PE của chúng tôi cho kết quả 64,725 đồng/cổ phiếu, với PE forward được sử dụng ở mức 12.5 lần, tương ứng với PE trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Giá trị cổ phiếu DRC trung bình theo cả 2 phương pháp định giá trên của chúng tôi là khoảng 64,000 đồng/cổ phiếu, cao hơn khoảng 6% so với giá đóng cửa ngày 02/02/2015.

Theo chúng tôi, giá cổ phiếu DRC hiện tại không còn quá hấp dẫn trong ngắn hạn. Nhà đầu tư ngắn hạn có thể tận dụng những biến động trên thị trường để tích lũy cổ phiếu DRC với mức giá có biên an toàn cao hơn.

Tuy vậy, với vị thế thương hiệu sản xuất lốp ô tô nội địa hàng đầu, tiềm năng tăng trưởng tích cực của dự án lốp Radial... chúng tôi cho rằng, cổ phiếu DRC vẫn thích hợp cho mục đích đầu tư dài hạn.

PE một số DN cùng ngành trong khu vực

Công Ty	Quốc gia	PE	Vốn hoá*
Apollo Tyres	India	11.40	2,006
Balkrishna Industries	India	12.80	1,010
Aeolus Tyre	China	16.00	876
Gajah Tunggal	Indonesia	12.20	399
DRC	Vietnam	11.70	236
Goodyear India	India	15.03	229
TVS Srichakra	India	17.90	222
CSM	Vietnam	8.60	133
Stamford Tyres	Singapore	13.36	61
SRC	Vietnam	8.90	29
Trung bình		12.79	520
Trung vị		12.50	236

*Triệu USD

THANK YOU

Huỳnh Ngọc Thương

Trưởng phòng Phân tích
thuong.huynh@vfs.com.vn

Phan Minh Đức

Chuyên viên phân tích cao cấp
duc.phan@vfs.com.vn

Hội sở Hồ Chí Minh

Lầu 3, 117-119 Nguyễn Du, Quận 1, TP.HCM
T - +084 (0) 8 6255 6586
F - +084 (0) 8 6255 6580

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 10, 21 Láng Hạ, Phường Thành Công,
Quận Ba Đình, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3822 3566
F - +84 (0) 4 3726 4936

Khuyến cáo: Báo cáo này phục vụ cho mục đích tham khảo thông tin, khách hàng không nên xem đây là hướng dẫn mua hoặc bán cổ phiếu. VFS không đảm bảo tính chắc chắn và không chịu trách nhiệm khi khách hàng sử dụng báo cáo cho hoạt động đầu tư của mình.