

Khuyến nghị: **MUA**

Nguyễn Thị Hồng (Phân tích cơ bản)

hongnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu	28,780
Giá đóng cửa	23,300
Upside	23.5%

Nguyễn Tiến Đức (PTKT)

ducnt@bsc.com.vn

Giá mục tiêu
Giá cut loss

Dữ liệu thị trường

Số lượng cp	118,792,605.0
Vốn hóa (tỷ đồng)	2,566
Giá cao nhất 52 tuần	28,300
KLGD T bình 10 ngày (cp)	263,025

Cổ đông lớn

Tập đoàn Hoa chat VN	50.51%
KWE Beteiligungen AG	5.65%
Mirea Asset Global Invest	2.53%
Pham Thi Hong Hoi	2.35%
Tundra Fonder AB	0.0134

Diễn biến giá (1 năm)



Tổng quan công ty

DRC trước đây là nhà máy lắp ráp vỏ xe của quân đội Mỹ, đến nay Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng, tên gọi quốc tế là DRC, đã có quá trình phát triển liên tục hơn 35 năm. Nằm tại vị trí cách Sân bay quốc tế Đà Nẵng 5 km, cách cảng Tiên Sa 10km, DRC có vị trí địa lý thuận lợi giao thương trong nước và quốc tế.

Các báo cáo trước

Cập nhật kết quả kinh doanh

Định giá

Cập nhật lại kết quả kinh doanh 2019 và triển vọng 2020, BSC nâng giá mục tiêu cổ phiếu DRC lên mức 28,780 đồng/cổ phiếu (upside 24% so với giá đóng cửa 18/2/2020) so với báo cáo trước do (1) KQKD năm 2019 cao hơn so với dự phóng ban đầu (+48%) (2) nâng triển vọng KQKD 2020 (LNST +23% yoy) và (3) Từ 2021, khấu hao nhà máy Radial giai đoạn 1 hết, dự báo LNST tăng trưởng mạnh +44% yoy. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư **"MUA"** cổ phiếu DRC.

Chúng tôi định giá cổ phiếu DRC dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền: FCFF và FCFE với chi phí vốn bình quân WACC 14.97% và Ke = 18.06%, tăng trưởng dài hạn dòng tiền 3%.

DRC đang giao dịch với mức PE fwd = 11x

Luận điểm đầu tư

1. Khấu hao nhà máy Radial giai đoạn 1 sẽ hết vào năm 2021, dự kiến KQKD sẽ cải thiện đáng kể với LNST 2021 +44% so với 2020.
2. Mở rộng thị trường tiêu thụ xuất khẩu (Mỹ, Brazil,...).
3. Biên LNG cải thiện đáng kể nhờ giá nguyên vật liệu giảm.

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

Chúng tôi dự báo DTT và LNST của DRC năm 2020 lần lượt vào khoảng 4,453 tỷ đồng (+14% yoy) và 308 tỷ đồng (+24% yoy) tương đương EPS = 2,599 VND, P/E fwd = 11x.

- Tiêu thụ sản phẩm Radial 2020 được dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt từ các đơn hàng xuất khẩu. (1) sản lượng tiêu thụ Radial năm 2020 sẽ đạt khoảng 115% công suất tương đương 670 nghìn lốp (+35% yoy) lốp trong đó tỷ trọng nội địa và xuất khẩu lần lượt 24% và 76% và (2) giá bán lốp Radial được chúng tôi kỳ vọng sẽ không giảm hoặc tăng nhẹ
- Lốp Bias: Doanh thu dòng sản phẩm lốp Bias sẽ giảm trung bình khoảng 9-10% do nhu cầu sử dụng lốp Radial thay thế tăng.

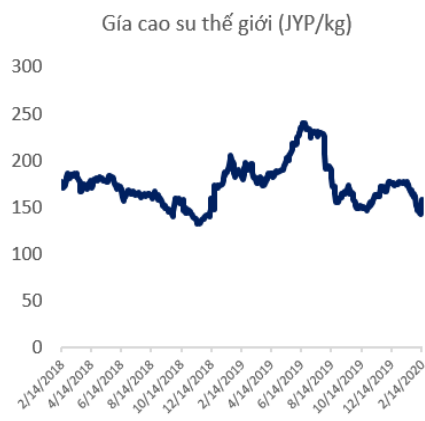
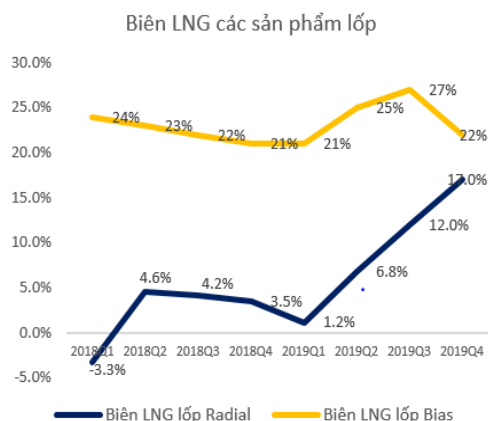
Chi phí khấu hao sẽ giảm mạnh vào 2021, chúng tôi dự báo KQKD 2021 sẽ tăng trưởng mạnh với LNST +44% yoy. Nhà máy Radial giai đoạn 1 hoạt động năm 2014, công ty áp dụng chính sách khấu hao 7 năm. Theo đó, đến hết năm 2020, nhà máy GD 1 sẽ hết khấu hao, chúng tôi dự báo chi phí khấu hao từ 2021 trở đi sẽ giảm khoảng 150 tỷ đồng, đóng góp 30% LNST.

Trong năm 2019, DRC đạt mức tăng trưởng khả quan với doanh thu thuần 3,858 tỷ đồng (+9% yoy) và LNST 250 tỷ đồng (+77% yoy) nhờ vào việc (1) biên lợi nhuận cải thiện mạnh lên mức 15% từ 12% năm 2018 và (2) chi phí tài chính giảm khoảng 19 tỷ đồng (tương đương 6.5% LNST).

Sản lượng tiêu thụ lốp Radial năm 2019 tăng mạnh đạt 551 nghìn lốp (+36% yoy), hoạt động ở mức 85% công suất nhờ vào việc mở rộng thị trường xuất khẩu sang Mỹ từ tháng 3/2019 khoảng 10 nghìn lốp/tháng, chiếm 20% sản lượng Radial. Trong khi đó lốp Bias có sự sụt giảm nhẹ khoảng -6.5% yoy trong đó lốp ô tô tải nhẹ -6% yoy, lốp ô tô đặc chủng -13% yoy do lốp Bias phục vụ chủ yếu cho thị trường nội địa đã trở nên bão hòa, đối tác lớn tiêu thụ khó khăn và xu hướng chuyển sang tiêu thụ lốp Radial.

Biên lợi nhuận gộp lốp Radial được cải thiện rõ rệt qua các quý đóng góp biên LNG chung cả năm lên 15% từ mức 12% (năm 2018).

- Lốp Bias có biên LNG trung bình cao nhất trong các sản phẩm, dao động ở mức 22-24% (lốp xe tải nhẹ 22.4%, lốp xe tải nặng 26% yoy).
- Lốp Radial cải thiện biên LNG đáng kể từ mức -3.5% quý 1/2018 lên 17% quý 4/2019, trung bình cả năm 2019, biên LNG Radial đạt 10% từ 3% năm 2018.
- Xu hướng giá nguyên vật liệu giảm giúp cải thiện biên LNG (giá nguyên vật liệu đầu vào chiếm hơn 84% chi phí giá vốn của DRC) trong đó: giá than đen trung bình năm 2019 giảm -17% yoy (đóng góp 15% chi phí NVL), giá cao su vẫn -2% yoy (đóng góp 30% chi phí NVL).



Nguồn: DRC, BSC Research

Dự báo kết quả kinh doanh 2020

Chúng tôi dự báo DTT và LNST của DRC năm 2020 lần lượt vào khoảng 4,453 tỷ đồng (+14% yoy) và 308 tỷ đồng (+24% yoy) tương đương EPS = 2,599 VND:

- Tiêu thụ sản phẩm Radial 2020 được dự báo tiếp tục tăng trưởng tốt từ các đơn hàng xuất khẩu.

o Sản lượng tiêu thụ Radial năm 2020 sẽ đạt khoảng 115% công suất tương đương 670 nghìn lốp (+35% yoy) lốp trong đó tỷ trọng nội địa và xuất khẩu lần lượt 24% và 76%. Năm 2017 – 2018, sản lượng Radial luôn hoạt động ở mức 110% - 125% công suất giai đoạn 1, nên chúng tôi tin rằng DN có thể đáp ứng đơn hàng với việc hoạt động 115% công suất giai đoạn 2. Theo thông tin DN, năm 2020 sản lượng xuất khẩu sang Brazil tăng gấp đôi từ 20 nghìn lốp/tháng lên 40 nghìn lốp/ tháng và hợp đồng xuất khẩu sang Mỹ đến hết tháng 4/2020 sẽ tiếp tục ký.

o Giá bán lốp Radial được chúng tôi kỳ vọng sẽ không giảm do các nhà máy sản xuất lốp Trung Quốc hạn chế sản xuất cùng với hoạt động thông quan sang Việt Nam đang khó khăn bởi tình hình dịch bệnh Corona, sự cạnh tranh của lốp Trung Quốc với các doanh nghiệp nội địa trong ngắn hạn sẽ hạ nhiệt. Theo Tổng cục hải quan, giá trị nhập khẩu tháng 1/2020 từ linh kiện và phụ tùng ô tô giảm -18.7% yoy, sản phẩm từ cao su giảm 22.8% yoy.

- Lốp Bias: Doanh thu dòng sản phẩm lốp Bias sẽ giảm trung bình khoảng 9-10% do nhu cầu sử dụng lốp Radial thay thế tăng.

- Tiêu thụ sảm lốp xe máy của DRC được dự báo tăng trưởng thấp khoảng do nhu cầu sử dụng đã bão hòa và chủ yếu đến từ nhu cầu thay thế sản phẩm.

- Nguyên vật liệu: (1) giá cao su tự nhiên vẫn ở mức thấp, BSC giả định giá cao su tăng nhẹ +5% yoy do cao su tự nhiên vẫn đang trong tình trạng dư cung (2) Mặc dù giả định giá dầu thô tiếp tục kỳ vọng giảm, EIA dự báo giá dầu thô Brent sẽ ở mức trung bình là 61 USD/thùng (-5% yoy). Tuy nhiên chúng tôi giả định thận trọng giá than sẽ đi ngang so với cùng kỳ, (3) giá hóa chất nhập khẩu tăng +20% yoy.

Kế hoạch 2020. DN đặt ra kế hoạch DT và LNST lần lượt là 4,360 tỷ đồng và 280 tỷ đồng (+12% yoy). Kế hoạch trả cổ tức, DN dự kiến trả 10% tiền mặt và 20% cổ phiếu cho năm 2020.

Quan điểm đầu tư

Cập nhật lại kết quả kinh doanh 2019 và triển vọng 2020, BSC nâng giá mục tiêu cổ phiếu DRC lên mức 28,780 đồng/cổ phiếu (upside 24% so với giá đóng cửa 18/2/2020) do (1) KQKD năm 2019 cao hơn so với dự phóng ban đầu (+48%) (2) nâng triển vọng KQKD 2020 (LNST +23% yoy) và (3) Từ 2021, khấu hao nhà máy Radial giai đoạn 1 hết, dự báo LNST tăng trưởng mạnh +44% yoy. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư "MUA" cổ phiếu DRC.

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá	Giá bình quân
FCFF	50%	29,102	14,551
FCFE	50%	28,457	14,229
		Giá hiện tại	28,780

Phụ lục. Dự báo kết quả kinh doanh

KQKD	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	3,858	4,453	4,727	4,781	4,855	4,947
GVHB	(3,287)	(3,755)	(3,832)	(3,873)	(3,932)	(4,003)
LN gộp	571	698	895	908	923	944
CP BH và QLDN	(188)	(216)	(233)	(246)	(253)	(262)
EBIT	383	481	662	662	669	682
Thu nhập/chi phí tài chính	(70)	(96)	(103)	(99)	(100)	(99)
Thu nhập/(chi phí) khác	0.76	0.45	0.47	0.48	0.49	0.49
LNTT	313	386	559	564	570	583
Thuế TNDN	(63)	(79)	(115)	(116)	(117)	(120)
LNST	250	308	444	448	453	463

Bảng CĐKT	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Tiền và tương đương tiền	46	45	60	80	109	156
Khoản phải thu	143	171	179	183	184	189
Hàng tồn kho	1,153	1,385	1,565	1,535	1,583	1,603
Tài sản ngắn hạn khác	36	42	43	43	44	44
Tài sản cố định	1,261	1,259	1,259	1,259	1,259	1,208
Đầu tư liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
Tài sản khác	67	78	83	83	85	86
Tổng tài sản	2,709	2,983	3,190	3,186	3,267	3,290
Nợ ngắn hạn	928	1,038	1,136	1,127	1,156	1,172
Nợ dài hạn	149	204	161	121	81	41
Nợ phải trả	1,077	1,242	1,297	1,247	1,237	1,213
Vốn cổ phần và thặng dư vốn	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
CP quỹ	-	-	-	-	-	-
LN giữ lại và quỹ khác	444	553	706	751	842	889
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	2,709	2,983	3,190	3,186	3,267	3,290

Nguồn: BSC Research

TÓM TẮT CÁC CHỈ TIÊU BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh thu thuần	3,318	3,361	3,669	3,551	3,858
LN gộp	799	701	458	427	571
DT tài chính	11	16	8	12	12
CP tài chính	(124)	(83)	(74)	(98)	(82)
Lãi vay	(55)	(43)	(42)	(49)	(40)
CP bán hàng	(77)	(85)	(118)	(113)	(127)
CP QLDN	(84)	(73)	(66)	(55)	(61)
Lãi/lỗ HĐKD	526	476	207	173	312
TNhap khác (ròng)	7	18	-	2	1
LN trước thuế	532	494	208	175	313
LN sau thuế	415	395	166	139	250
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	415	395	166	139	250
EPS	3,318	3,361	3,669	3,551	3,858
TS ngắn hạn	1,304	1,247	1,090	1,246	1,377
Tiền và ĐT ngắn hạn	240	51	67	51	46
Phải thu ngắn hạn	278	419	412	315	143
Tồn kho	785	771	596	846	1,153
TS ngắn hạn khác	-	6	15	35	36
TS dài hạn	1,839	1,568	1,704	1,587	1,331
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
TSCĐ	1,760	1,488	1,518	1,517	1,260
TS dở dang dài hạn	59	16	131	-	-
TS dài hạn khác	16	59	50	66	67
Tổng TS	3,143	2,815	2,794	2,833	2,709
Nợ phải trả	1,470	1,233	1,268	1,310	1,077
Nợ ngắn hạn	877	842	859	1,065	928
Vay ngắn hạn	446	513	525	707	532
Nợ dài hạn	593	392	409	245	149
Vay dài hạn	593	392	409	245	149
Vốn chủ sở hữu	1,673	1,582	1,527	1,523	1,632
Vốn góp	914	1,188	1,188	1,188	1,188
LN chưa phân phối	461	225	142	113	201
Tổng nguồn vốn	3,143	2,815	2,794	2,833	2,709
% yoy DT	26%	21%	31%	9%	16%
Biên ln gộp	24.1%	20.9%	12.5%	12.0%	14.8%
Lãi vay/DTT	1.6%	1.3%	1.1%	1.4%	1.0%
CP bán hàng/DTT	2.3%	2.5%	3.2%	3.2%	3.3%
CP QLDN/DTT	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%	1.6%
Biên ln thuần	12.5%	11.8%	4.5%	3.9%	6.5%

Trong năm 2019, DRC đạt mức tăng trưởng khả quan với doanh thu thuần 3,858 tỷ đồng (+9% yoy) và LNST 87.9 tỷ đồng (+77% yoy). Kết quả kinh doanh này chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng mạnh từ việc xuất khẩu lốp Radial.

Phải thu ngắn hạn đạt 143 tỷ giảm-55 % yoy do DN thay đổi phương thức thanh toán xuất khẩu từ trả chậm sang thanh toán T/T và L/C.

HTK tăng từ 846 lên 1,153 tỷ đồng do nhà máy Radial tăng công suất khiến NVL tăng theo.

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

1. Khả năng thanh to	2015	2016	2017	2018	2019
Hsố TT ngắn hạn	1.49	1.48	1.27	1.17	1.49
Hsố TT nhanh	0.59	0.56	0.56	0.34	0.20

Hệ số thanh toán ngắn hạn tăng nhưng hệ số thanh toán nhanh giảm chủ yếu do HTK tăng.

2. Cơ cấu vốn					
TSNH/ TTS	0.41	0.44	0.39	0.44	0.51
TSDH/ TTS	0.59	0.56	0.61	0.56	0.49
Hsố Nợ/ TTS	0.47	0.44	0.45	0.46	0.40
Hsố Nợ/ VCSH	0.88	0.78	0.83	0.86	0.66
Nợ ngắn hạn / TTS	0.28	0.30	0.31	0.38	0.34
Nợ DH / TTS	0.19	0.14	0.15	0.09	0.06

Cơ cấu tài chính luôn giữ ở mức ổn định qua các kỳ

3. Năng lực hoạt động					
Vquay hàng tồn kho	3.4	3.4	4.7	4.3	3.3
Vquay phải thu	12.6	10.4	9.5	10.4	17.7
Vquay phải trả	18.0	20.1	17.5	15.0	15.4
Số ngày HTK	108.7	106.7	77.7	84.2	110.9
Số ngày phải thu	28.9	34.9	38.3	35.1	20.6
Số ngày phải trả	20.3	18.2	20.8	24.3	23.7
CCC	117.3	123.5	95.1	95.1	107.9

4. Khả năng sinh lời					
LNST/DTT (%)	12.5%	11.8%	4.5%	3.9%	6.5%
LNST/VCSH (%)	25.9%	24.3%	10.7%	9.1%	15.9%
LNST/TTS	13.2%	13.3%	5.9%	4.9%	9.0%
LN từ HĐKD/DTT	15.8%	14.2%	5.6%	4.9%	8.1%

Khả năng sinh lời phục hồi lại do sản lượng Radial tăng trưởng vượt trội +35% so với cùng kỳ, bù đắp sản lượng Bias sụt giảm nhẹ -10 – 12 %.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)					
TTS/VCSH	1.96	1.83	1.80	1.85	1.76
DT/TTS	1.06	1.13	1.31	1.26	1.39
EBIT/DT	0.18	0.16	0.07	0.06	0.09
EBT/EBIT	0.91	0.92	0.83	0.78	0.89
lãi ròng/LNTT	0.78	0.80	0.80	0.79	0.80

6. Định giá					
PE	5.7	7.3	18.3	17.8	#N/A
EV/EBITDA	1.3	1.8	1.9	1.6	#N/A
EPS	4,542	3,531	1,398	1,187	#N/A
BVPS	18,307	13,523	12,853	12,839	#N/A

7. Tăng trưởng (%)					
TTS	0%	-10%	-1%	1%	-4%
Nợ	8.9%	-5.4%	-3.5%	-0.3%	7.2%
DTT	2.0%	1.3%	9.2%	-3.2%	8.6%
LN gộp	-0.5%	-12.3%	-34.7%	-6.7%	33.8%
LNST	18%	-5%	-58%	-17%	81%

Điểm nhấn kỹ thuật:

- Xu hướng hiện tại: Tăng giá.
- Chỉ báo xu hướng MACD: trạng thái chưa rõ ràng.
- Chỉ báo RSI: vẫn đang ở trên giá trị 50.
- Đường MA: EMA12 duy trì ở trên EMA26.

Nhận định:

DRC vẫn đang ở trong xu hướng tăng giá từ giữa năm ngoái cho đến nay với xuất phát điểm là vùng đáy 18. Thanh khoản cổ phiếu trong những tuần gần đây vẫn duy trì sự ổn định và có giá trị khá tốt. Tuy vậy, sau quãng thời gian tăng giá mượt trong 3 tháng đầu tiên của xu hướng thì những tháng gần đây cổ phiếu đang có sự chững lại khi liên tục dao động tích lũy đi ngang hoặc gặp điều chỉnh mạnh khi chạm vùng cản. Các chỉ báo kỹ thuật hiện đang chưa có sự đồng nhất về trạng thái. Điều tích cực là đường EMA12 vẫn đang ở trên EMA26 tạo thành một dải hỗ trợ mềm nâng đỡ giá cổ phiếu, đồng thời, chỉ báo động lượng RSI tuy có sự giảm mạnh từ vùng quá mua trong thời gian vừa rồi nhưng vẫn đang ở trên giá trị 50 nên đà tăng có thể được duy trì. Nhìn chung, DRC vẫn có tiềm năng tiếp cận trở lại các ngưỡng kháng cự cao hơn trong thời gian tới nhưng sẽ không dễ dàng để cổ phiếu có thể nhanh chóng đạt được mục tiêu.



Nguồn: BSC, PTKT iBoard

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10 & 11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>



