



Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng [MUA, +25.6%] (DRC: HoSE)

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

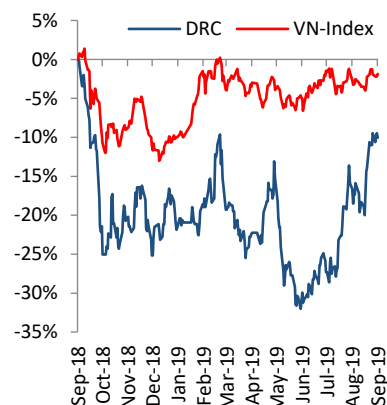
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	22,700
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28,500
Tiềm năng tăng/giảm (%)	25.6
Giá cao nhất 52T (đồng)	26,625
Giá thấp nhất 52T (đồng)	18,100
Tăng/giảm giá 3 tháng (%)	32.3
Tăng/giảm giá 6 tháng (%)	7.1
Tăng/giảm giá 12 tháng (%)	(10.0)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	2,696.6
KLGDQB (SLCP, 3 tháng)	323,176
SL CP lưu hành (triệu cp)	118.8
Nước ngoài đang sở hữu (%)	23.2
Giới hạn SH nước ngoài (%)	49.0
P/E trượt 12 tháng (x)	19.1
P/E dự phóng 12 tháng (x)	14.7

TÓM TẮT TÀI CHÍNH

	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	3,390.3	3,669.2	3,551.1	4,100.0
Tăng trưởng (% y/y)	2.2	8.2	(3.2)	15.5
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	419.5	166.0	140.9	231.0
Tăng trưởng (% y/y)	1.1	(60.4)	(15.1)	63.9
Biên lợi nhuận ròng (%)	12.4	4.5	4.0	5.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,606.4	1,526.8	1,525.2	1,499.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2,822.9	2,794.3	2,832.7	2,612.1
ROA (%)	14.1	5.9	5.0	8.5
ROE (%)	25.6	10.6	9.2	15.3
EPS (đồng)	3,531	1,398	1,187	1,945
BVPS (đồng)	13,523	12,853	12,839	12,625.1
Cổ tức (đồng)	4,500	1,800	1,100	900
P/E (x)	6.6	16.6	19.1	14.7
EV/EBITDA (x)	4.2	6.6	6.5	N/A
P/B (x)	1.6	1.7	1.8	2.3

Nguồn: FiinPro, EVS dự phóng

Tăng trưởng giá so với VN-Index



Nguồn: Fiinpro

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 28,500 đồng/cổ phiếu

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

- Nhu cầu sắm lốp Ô tô tại Việt Nam sẽ tăng trung bình 8% trong những năm tới (gấp đôi mình bình quân 4% của thế giới). Theo dự báo của IPSI, sản lượng Ô tô tiêu thụ sẽ tăng trưởng 22.6% giai đoạn 2019 – 2025 và 18.5% giai đoạn 2025 – 2035.
- Giá cao su và các loại hóa chất khác dự báo sẽ ổn định cho tới 2020 do tình trạng dư cung hiện nay của cả cao su và dầu mỏ trên thế giới.
- Kế hoạch thoái vốn của Nhà nước từ 50.5% xuống 36.0%.
- Việc chuyển đổi từ tiêu chuẩn Euro 2 sang Euro 4 làm nhu cầu lốp Radial sẽ tăng trong thời gian tới. Sản lượng bán lốp Radial của DRC đạt CAGR 25%

ĐIỂM HỖ TRỢ ĐẦU TƯ

- Là doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất trong 3 doanh nghiệp sắm lốp lớn nhất Việt Nam hiện nay dựa trên lợi nhuận và tổng tài sản. Lợi nhuận sau thuế 3Q19 ước đạt 72 tỷ đồng (+132.6% YoY) nhờ giá cao su thiên nhiên giảm và giá xuất khẩu tại thị trường Mỹ tăng.
- Động lực tăng trưởng chính đến từ nhà máy Radial toàn thép hoàn thành vào 4Q18 với công suất 600,000 lốp/năm.
- Thị trường xuất khẩu nhiều tiềm năng trong bối cảnh chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc. DRC nhắm đến các thị trường xuất khẩu tại đó sản phẩm Trung Quốc bị áp mức thuế chống bán phá giá cao so với Việt nam.

ĐỊNH GIÁ VÀ RỦI RO

- Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh và chiết khấu dòng tiền chủ sở hữu để định giá cổ phiếu DRC.
- Giá mục tiêu: DRC được xác định giá hợp lý ở mức 28,500 đồng/cổ phiếu.
- Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho cổ phiếu DRC.
- Rủi ro chính của Cao su Đà Nẵng là các chính sách Nhà nước ảnh hưởng đến việc tiêu thụ Ô tô, rủi ro tỷ giá, lãi suất và biến động giá nguyên liệu. Bên cạnh đó là cạnh tranh gay gắt với sản phẩm sắm lốp Trung Quốc.



1. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng được thành lập từ năm 1975, tiền thân từ một xưởng đắp vỏ xe Ô tô của quân đội Chính quyền Sài Gòn trước Giải phóng. Năm 2006, Cổ phiếu Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng được chính thức niêm yết và giao dịch trên Sàn giao dịch chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh với vốn điều lệ 92,475,000,000 đồng. Cao su Đà Nẵng (DRC) là một trong 3 doanh nghiệp lớn niêm yết hoạt động trong lĩnh vực cao su sẫm lốp ở Việt Nam.

Ngành nghề kinh doanh chính hiện nay:

- Sản xuất sẫm, lốp cao su; đắp và tái chế lốp cao su;
- Kinh doanh sản phẩm cao su và vật tư thiết bị cho ngành cao su;
- Kinh doanh thương mại, dịch vụ tổng hợp;
- Kinh doanh bất động sản.

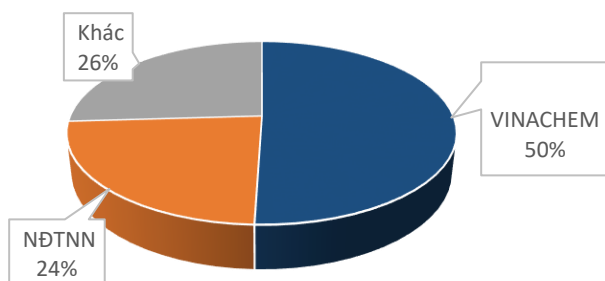
Địa bàn kinh doanh:



Thị trường trong nước: DRC là doanh nghiệp có quy mô lớn, có hệ thống phân phối mạnh và rộng khắp Việt Nam, trải dài từ miền Bắc đến miền Nam, trong đó khu vực miền Trung vẫn là thị trường mang lại doanh số cao nhất.

Thị trường ngoài nước: DRC xuất khẩu các sản phẩm về cao su, sẫm, lốp,... sang hơn 35 nước trên thế giới, tập trung chủ yếu ở thị trường Châu Á, Nam Mỹ, Châu Phi, Châu Âu. Thị trường xuất khẩu lớn nhất là Brazil, chiếm 41% doanh thu xuất khẩu. Ngoài ra, DRC cũng có các thị trường xuất khẩu ổn định khác như Malaysia, Myanmar, Thái Lan, Ai Cập, Phillippines. Trong tương lai, Công ty cũng đang nhắm đến các thị trường lớn tiềm năng như Mỹ, Châu Âu, Ấn Độ...

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: HoSE

Hình 1: Một số sản phẩm tiêu biểu của DRC



Nguồn: DRC

Tháng 5/2019 vừa qua, VINACHEM thực hiện đấu giá để thoái 14.5% lượng cổ phần sở hữu tại DRC để giảm tỷ lệ sở hữu đến mức theo kế hoạch là 36%. Tuy nhiên việc đấu giá không thành công do đó VINACHEM vẫn là cổ đông giữ trên 50% và có quyền chi phối tại doanh nghiệp này. Bước đi tiếp theo của VINACHEM vẫn chưa được công bố cụ thể và chúng tôi sẽ cập nhật trong các báo cáo UPDATE cho DRC.

2. SƠ LƯỢC VỀ NGÀNH SẴM LỐP CỦA VIỆT NAM

Giai đoạn phát triển

Ngành sẵm lốp của Việt Nam hiện còn rất non trẻ xét về cả quy mô sản xuất và chất lượng so với thế giới. Bắt đầu từ năm 1960 với sự hỗ trợ của Trung Quốc cho nhà máy công suất 50,000 lốp/năm, hiện nay cả nước có 3 doanh nghiệp sẵm lốp lớn nhất và cũng là 3 doanh nghiệp được niêm yết ở Việt Nam đó là Cao su Đà Nẵng (DRC), Casumina (CSM) và Cao su Sao Vàng (SRC).

Năm 1994, Hoa Kỳ dỡ bỏ lệnh cấm vận vào Việt Nam đã kéo theo làn sóng vốn đầu tư nước ngoài ồ ạt vào Việt Nam (do lợi thế giá nhân công rất rẻ) và ngành sẵm lốp cũng không phải ngoại lệ. Với lợi thế nguồn cao su thiên nhiên dồi dào và giá lao động ở mức rất thấp, các “đại gia” sẵm lốp hàng đầu thế giới đã đầu tư vào Việt Nam như Bridgestone, Michelin, Kumho và Yokohama. Đến cuối năm 2018, cả nước có 38 doanh nghiệp sản xuất sẵm lốp, trong đó có 11 doanh nghiệp có vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI). Tình hình kinh doanh của ngành gặp khó khăn lớn trong giai đoạn 2014 – 2017 nên doanh thu tăng trưởng ở mức thấp và biên lợi nhuận gộp giảm dần.

Vòng đời ngành sẵm lốp

- Phân khúc sẵm lốp xe đạp đã bão hòa và có xu hướng giảm dần sản lượng tiêu thụ;
- Phân khúc sẵm lốp xe máy tăng trưởng chậm trong trung hạn và giảm trong dài hạn do các chính sách hạn chế xe gắn máy và thị trường xe máy gần như bão hòa theo mức lý thuyết dựa trên số dân;
- Phân khúc sẵm lốp Ô tô đang trong giai đoạn tăng trưởng do tỷ lệ sở hữu Ô tô đầu người ở Việt Nam thấp, thu nhập bình quân đầu người tăng trưởng nhanh và các chính sách phát triển ngành Ô tô cũng như Công nghiệp phụ trợ của Chính phủ.

Chuỗi giá trị

Số liệu thành phần được lấy theo DRC năm 2018



Vòng đời ngành sẵm lốp

Cao su chiếm gần 50% trong cơ cấu nguyên liệu đầu vào do đó đây là thành phần quan trọng nhất. Biến động giá cao su thiên nhiên sẽ tác động tới giá thành sẵm lốp xe. Tỷ lệ pha trộn cao su thiên nhiên và tổng hợp được điều chỉnh cho từng loại lốp xe. Cao su thiên nhiên có độ bền và khả năng chịu lực cao nên phù hợp cho lốp xe tải, trong khi đó cao su tổng hợp có tính kháng thời tiết và khả năng chống lão hóa cao nên phù hợp cho mục đích dân dụng như xe con, xe thương mại hạng nhẹ.

3 loại nguyên liệu cấu thành nên sẵm lốp xe là cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và than đen chiếm 77% giá thành sản phẩm trong đó cao su tổng hợp và than đen là chế phẩm từ dầu thô. Nói cách khác, biến động giá dầu thô sẽ tác động tới giá sẵm lốp. Một điều đáng lưu ý là ngoại trừ cao su thiên nhiên thì hầu hết các thành phần khác như cao su tổng hợp, than đen, bổ thép, vải lót hay cả hóa chất phụ gia đều phải nhập khẩu từ nước ngoài.

Bảng 1: Nguồn nguyên liệu đầu vào

Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ
Cao su thiên nhiên	Phú Riềng, Đồng Phú, Tây Ninh	Trong nước
Cao su tổng hợp	BSTE, LanXess, ExxonMobil, Kumho, TSRC, Sinopec	Đài Loan, Nhật Bản, Hàn Quốc, Thái Lan
Vải mảnh	Formosa, Huaian, Jiangsu Hayian	Trung Quốc, Đài Loan, Thái Lan

Than đen	Cabot, CSRC, Orion, Phillips Carbon, Thai Carbon	Úc, Hàn Quốc, Ấn Độ, Thái Lan
Bổ thép	Bekaert, Hyosung, Rairattan	Trong nước, Malaysia, Hàn Quốc, Thái Lan
Chất phụ gia	BASF, FlexSys, LanXess	Trong nước, Đài Loan, Thái Lan, Nhật Bản

Nguồn: DRC

Tỉ suất lợi nhuận gộp của DRC có xu hướng giảm từ năm 2014 còn bắt nguồn từ việc doanh nghiệp này đưa các dây chuyền sản xuất lớp Radial vào hoạt động, tuy nhiên các dây chuyền này chưa được vận hành hết công suất do việc tiêu thụ sản phẩm lớp Radial chưa khả quan. Do vậy biên lợi nhuận thấp của mảng lớp Radial (2 – 5%) là một trong những nguyên nhân khiến tỉ suất lợi nhuận của hai doanh nghiệp này bị giảm sút.

Ngành cao su ảm đạm

Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc không chỉ gây ra sự xáo trộn về mức thuế nhập khẩu mà còn làm 2 nền kinh tế lớn nhất suy yếu. Bất kỳ sự thay đổi về nhu cầu tại Trung Quốc đều ảnh hưởng đến ngành cao su toàn cầu. Hiện nay, trong ba nước xuất khẩu cao su lớn nhất là Thái Lan, Malaysia và Indonesia chiếm 70% nguồn cung toàn cầu trong khi đó Việt Nam là 9% nên hầu như không có khả năng ảnh hưởng đến giá cao su của thế giới. Giá cao su được dự báo không có biến động mạnh cho đến 2025 do tương quan với giá dầu thô đang trong tình trạng dư cung.

Hoạt động kinh doanh chưa thuận lợi

3. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CAO SU ĐÀ NẴNG

Năm 2011 là thời điểm giá cao su trong nước và thế giới tăng đỉnh điểm. Giá cao su SVR 10 (chủ yếu dùng trong sản xuất sảm lốp Việt Nam đạt gần 4,500 USD/tấn, điều này kéo theo biên lợi nhuận gộp của DRC trượt dài trong giai đoạn 2010 – 2016. Đến năm 2016, giá cao su thoát đáy và phục hồi nhưng sảm lốp trong nước lại đối mặt với sảm lốp giá rẻ của Trung Quốc cạnh tranh gay gắt. Các doanh nghiệp trong nước buộc phải hạ giá bán để tiêu thụ kéo theo biên lợi nhuận cũng không cải thiện đáng kể. Sảm lốp Trung Quốc tràn vào Việt Nam thông qua việc kê khai Hải quan giá trị thấp để hưởng mức thuế nhập khẩu thấp. (Mức hiện tại 20 – 50%)

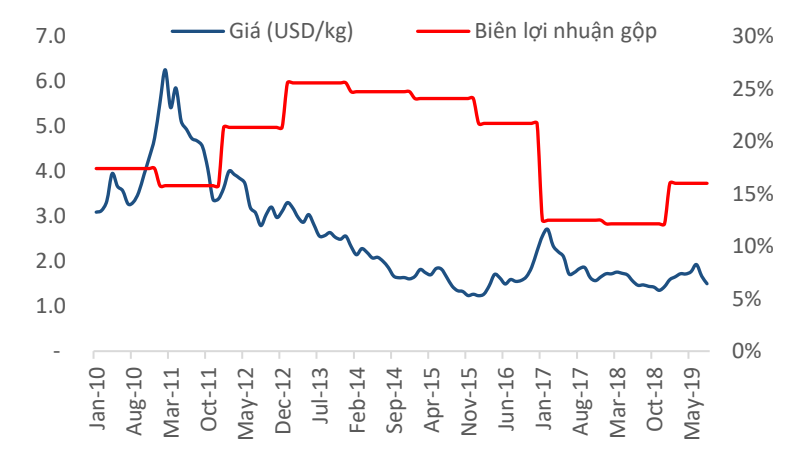
Biên lợi nhuận của DRC giảm còn do việc đầu tư hơn 2,375 tỷ đồng vào nhà máy lớp Radial Đà Nẵng. Tuy nhiên việc tiêu thụ lại không như dự kiến ban đầu và dây chuyền không vận hành hết công suất.

Bảng 2: Công suất sản xuất lớp Radial

Doanh nghiệp	Công suất lớp Radial
Bridgestone	16.7 triệu lốp/năm
Sailun	7.8 triệu lốp/năm
Kumho	3.3 triệu lốp/năm
Yokohama Tyre	3.3 triệu lốp/năm
Cao su Đà Nẵng	600,000 lốp TBR/năm
Casumina	350,000 lốp TBR/năm 1.2 triệu lốp PCR/năm

Nguồn: EVS Tổng hợp

Biểu đồ 2: Tương quan giá cao su SVR10 và Biên LN gộp của DRC



Nguồn: DRC, World Bank

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

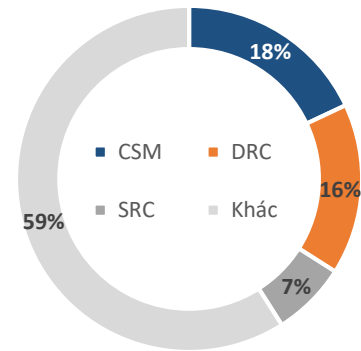
Hoạt động sản xuất sảm lốp có sự phân hóa giữa doanh nghiệp nội địa và nước ngoài theo phân khúc sản phẩm. DRC có thế mạnh về lốp xe tải nặng, lốp đặc chủng và khách hàng tập trung chủ yếu khu vực miền Trung, doanh thu xuất khẩu chiếm tỷ lệ khá đáng kể. Trong khi đó các doanh nghiệp FDI chuyên sản xuất lớp Radial cho Ô tô con và hầu hết phục vụ cho việc xuất khẩu. Các doanh nghiệp FDI chiếm ưu thế trong mảng OEM trong khi DRC chỉ mạnh trong mảng sản phẩm thay thế (Replacement).

Bảng 3: Công suất sản xuất của DRC năm 2018

Sản phẩm	Công suất thiết kế (Chiếc/năm)	Công suất hoạt động (chiếc/năm)	Hiệu suất hoạt động	Tỷ trọng doanh thu
Săm lốp xe đạp	9,500,000	8,080,000	85%	5%
Săm lốp xe máy	7,000,000	7,720,000	110%	10%
Lốp ô tô Bias	780,000	630,000	80%	38%
Lốp ô tô Radial	600,000	420,000	70%	41%
Săm ô tô	780,000	740,000	95%	4%
Yếm ô tô	390,000	520,000	133%	1%
Lốp ô tô đắp	40,000	50,000	125%	1%

Nguồn: Báo cáo Thường niên, EVS Tổng hợp

Biểu đồ 3: Thị phần ngành săm lốp Việt Nam



Nguồn: Cục Đăng kiểm, EVS Tổng hợp

Như vậy có thể thấy, trong cơ cấu sản xuất, sản lượng lốp xe đạp và xe máy chiếm 87% tuy nhiên doanh thu chỉ chiếm 15% trong khi đó lốp Ô tô chỉ chiếm 13% sản lượng bán hàng nhưng lại đóng góp 85% cơ cấu doanh thu. Đây là do thực tiễn tại Việt Nam, Ô tô chiếm tỷ trọng tương đối thấp so với xe gắn máy hai bánh. Do đó, chiến lược tăng trưởng của DRC cần tập trung vào mảng săm lốp Ô tô.

Đối với săm lốp xe đạp

DRC có thể mạnh hơn hẳn so với các sản phẩm giá rẻ đến từ Trung Quốc nhờ chất lượng sản phẩm, uy tín và sự tin tưởng của khách hàng

Đối với săm lốp xe máy

Phần lớn thị phần trong phân khúc OEM thuộc về các doanh nghiệp FDI như Kenda, Inoue, Cheng Shin nhờ chất lượng cao và uy tín đối với các nhà sản xuất xe máy. Các sản phẩm lốp nhập khẩu chủ yếu phục vụ cho các dòng xe phân khối lớn. Tuy nhiên, DRC vẫn có khả năng cạnh tranh khá tốt trong phân khúc thay thế nhờ mạng lưới phân phối rộng

Đối với săm lốp Ô tô

Như phân tích bên trên, các đại gia nước ngoài đã đầu tư hàng tỷ USD vào hệ thống nhà máy sản xuất lốp Radial tại Việt Nam và phần lớn sản phẩm được xuất khẩu với công suất lớn hơn rất nhiều so với công suất của DRC. Chưa kể đến, dự án Radial của DRC chỉ sản xuất được một số mẫu mã và thiết kế nhất định với sản lượng hòa vốn ước tính 175,000 lốp/năm. Tuy nhiên, việc nhà máy của DRC ngày càng đạt hiệu suất hoạt động cao và vượt mức hòa vốn là một tín hiệu tích cực để DRC tiếp tục đầu tư mở rộng công suất của các dự án lốp Radial

Đối với lốp Ô tô đắp

Theo các nghiên cứu chuyên ngành, lốp xe cũ nếu được tái chế đúng kỹ thuật thì có thể đạt được chất lượng từ 60 – 90% của lốp mới. Tuy nhiên, hoạt động tái đắp của DRC hiện nay ở mức rất khiêm tốn với công suất 50,000 lốp và chỉ chiếm 1% doanh thu.

Radial là xu thế tất yếu của ngành công nghiệp sản xuất săm lốp

Có thể phân biệt đơn giản, lốp màn chéo là loại dùng săm, còn Radial thì săm và lốp đã được tổ hợp thành một sản phẩm (lốp không săm). Lốp radial đòi hỏi công nghệ chế tạo phức tạp hơn trên dây chuyền hiện đại. Điểm khác biệt cơ bản giữa lốp Radial và lốp màn chéo Bias là hướng của sợi màn thân lốp. Thân lốp màn chéo được cấu tạo từ các lớp sợi màn có hướng chéo nhau, tạo góc khoảng 50 độ với đường hướng tâm của lốp, dễ bị đâm thủng, điều khiển kém. Trong khi đó thân lốp Radial bao gồm một hay nhiều lớp sợi màn song song nhau, chạy theo hướng hướng tâm (tạo góc 90 độ so với hướng chu vi của lốp). Sự khác biệt này tạo ra những ưu điểm cho lốp radial trong quá trình sử dụng: bám đường cao, tăng tuổi thọ, an toàn hơn (không bị xẹp hay nổ bất thành linh, gây tai nạn cho người lái).

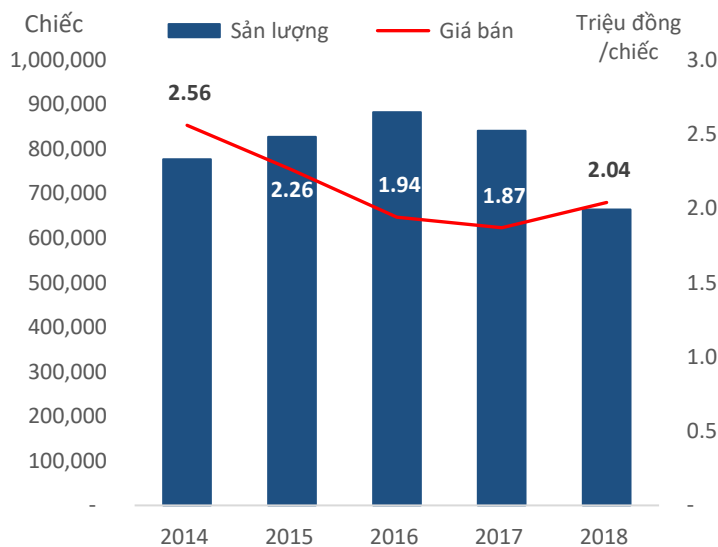
Xu hướng Radial hóa cùng với việc chuyển đổi tiêu chuẩn khí thải từ Euro 2 sang Euro 4 cũng khiến cho tiêu thụ lốp Bias giảm dần. Doanh thu lốp Bias 2018 giảm -14% YoY mặc dù giá bán tăng +9.0% YoY cho thấy lượng lốp Bias bán ra giảm (giảm gần 180,000 lốp, dòng xe tải nhẹ chuyển sang sử dụng lốp Radial thay thế cho lốp Bias). DRC cũng đã hoàn thành đầu tư nhà máy lốp Radial 600,000 lốp/năm thay thế cho lốp Bias đang giảm dần doanh thu để duy trì khả năng cạnh tranh và thị phần. Tổng mức đầu tư cho dự án được quyết toán là 2,375 tỷ đồng.

Áp lực cạnh tranh buộc DRC phải hạ giá bán liên tục lốp Ô tô

Dù việc đầu tư nhà máy lốp Radial là đúng đắn trong bối cảnh hiện nay, nhưng quyết định lựa chọn nhà thầu và tư vấn thiết kế Qingdao Mesnac của Trung Quốc khiến cho sản phẩm của DRC không có lợi thế cạnh tranh so với các sản phẩm Trung Quốc. Khi các sản phẩm Trung Quốc tràn vào Việt Nam thì DRC đối mặt với áp lực hạ giá bán để tiêu thụ được sản phẩm. Đây là giải pháp mang tính tức thời và không bền vững.

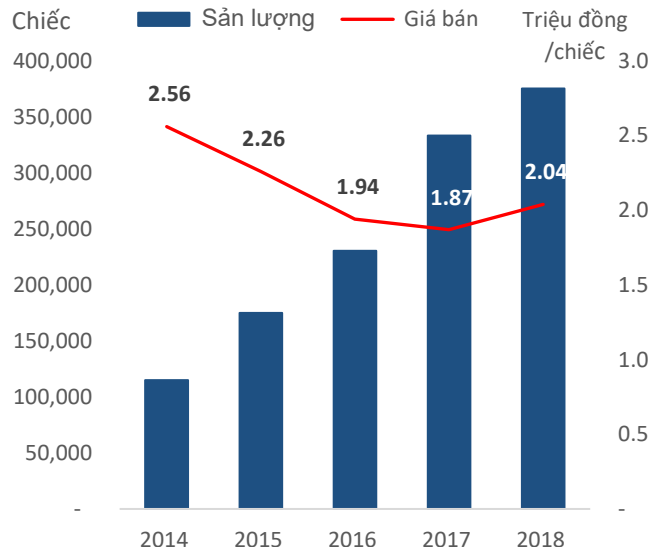
Kể từ năm 2016, DRC đã hợp tác với Black Donuts Engineering của Phần Lan để chuyển giao công nghệ sản xuất lốp nhằm cải thiện khả năng chịu mài mòn và nâng tuổi đời của lốp xe. Dự án hoàn thành năm 2018 với chất lượng sản phẩm của DRC được cải thiện đáng kể qua đó DRC có thể tái đàm phán với khách hàng và nâng giá bán. 1H19 giá bán trung bình của sản phẩm lốp Radial đã tăng +8.0% YoY.

Biểu đồ 4: Sản lượng và giá bán trung bình lốp Bias



Nguồn: Báo cáo Thường niên DRC

Biểu đồ 5: Sản lượng và giá bán trung bình lốp Radial



Nguồn: Báo cáo Thường niên DRC

Sản phẩm lốp xe tay ga theo công nghệ lốp Ô tô là xu hướng tiềm năng

Sản phẩm sảm lốp xe gắn máy của DRC chủ yếu tiêu thụ trên phân khúc thay thế. Thị trường lốp xe máy còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng đặc biệt dòng xe tay ga do thu nhập bình quân đầu người cải thiện, người dân trong nước hướng đến các sản phẩm xe tay ga phù hợp cho nhu cầu di chuyển ngắn trong điều kiện thành phố. DRC đã đầu tư dây chuyền sản xuất lốp xe tay ga DPLUS “theo công nghệ sản xuất lốp Ô tô” 60,000 lốp/năm nhằm thâm nhập thị trường và kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng cho mảng sảm lốp xe gắn máy trong thời gian sắp tới.

Đầu tư sản xuất lốp Radial bán thép (LTR) cho dòng xe tải nhẹ

DRC đã nghiên cứu và sản xuất sản phẩm lốp Radial bán thép cho dòng xe tải nhẹ phục vụ cho phân khúc khách hàng OEM trong nội địa, phù hợp với tiêu chuẩn khí thải EURO 4, công suất 20,000 lốp/năm. Tuy nhiên trong 2 năm gần đây, tiêu thụ Ô tô cũng như các dòng xe theo tiêu chuẩn EURO 4 của các doanh nghiệp sản xuất rất khó khăn, do đó đầu ra mảng lốp bán thép DRC bị ảnh hưởng.

Bảng 4: Chi đầu tư dự án Nhà máy lốp Radial

Nguồn vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Giai đoạn 1 (T5/2011 -T12/2014)	Giai đoạn 2 (T5/2017 - T8/2018)
Vay thương mại	1,152	299
Vốn tự có	712	212
Chi phí đầu tư (Tỷ đồng)	Giai đoạn 1 (T5/2011 -T12/2014)	Giai đoạn 2 (T5/2017 - T8/2018)
Chi phí xây dựng	625	34
Chi phí thiết bị	1,059	468
Chi phí khác	180	9

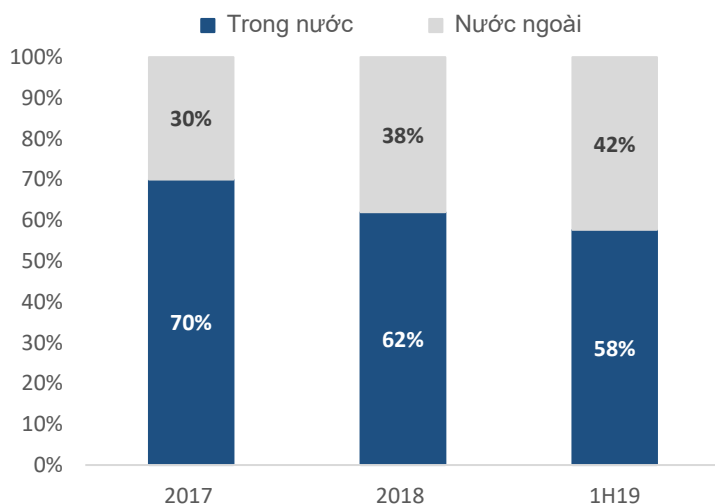
Nguồn: Báo cáo Thường niên DRC

ĐẦU RA SẢN PHẨM

DRC có hệ thống phân phối rộng trên khắp cả nước với miền Trung là thị trường trọng điểm. Điều này một phần do hoạt động quản lý từ Tập đoàn Hóa chất mẹ nhằm tránh sự cạnh tranh trực tiếp của 3 doanh nghiệp sản lốp lớn nhất Việt Nam đều do VINACHEM quản lý. Trong đó, SRC có thị trường ở miền Bắc, DRC ở miền Trung và CSM ở miền Nam.

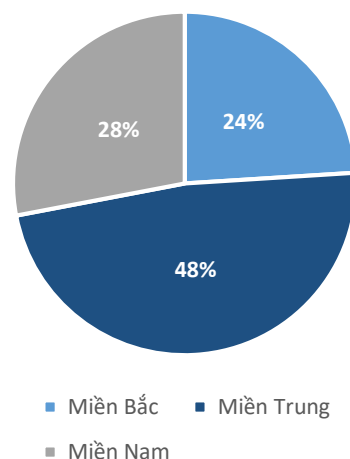
Sản phẩm tiêu thụ chính của DRC là lốp Ô tô Bias và Radial chiếm gần 80% doanh thu thuần. Lốp Bias là sản phẩm được tiêu thụ nhiều tại thị trường nội địa do những đặc điểm về địa hình và giá bán rẻ do đó được nhiều khách hàng sử dụng đặc biệt là các doanh nghiệp có các đội xe tải nhẹ.

Biểu đồ 6: Cơ cấu doanh thu nội địa và xuất khẩu



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu theo thị trường 2018



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

Đối với phân khúc thay thế

DRC là doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn và hệ thống phân phối trải dài trên khắp 63 tỉnh thành với Miền Trung là thị trường trọng tâm. Phân khúc thay thế chiếm hơn 90% doanh thu và chủ yếu ở sản phẩm lốp Bias do giá rẻ và điều kiện địa hình giao thông ở Việt Nam. DRC có hơn 100 đại lý cấp 1 và hàng ngàn đại lý cấp 2 trên cả nước, khách hàng chính đó là các đơn vị kinh doanh, công ty vận tải và Vinacomín.

Đối với phân khúc lắp ráp (OEM)

Dù không phải là điểm mạnh của DRC cũng như ngành sản lốp nội địa nhưng DRC vẫn duy trì một lượng khách hàng OEM truyền thống như: Ô tô Trường Hải (THACO), Ô tô Giải phóng và sản phẩm chủ lực vẫn là lốp Bias. Trước xu thế chuyển đổi từ chuẩn khí thải Euro 2 sang Euro 4, DRC đã nghiên cứu sản xuất lốp bán thép LTR cho dòng xe tải nhẹ nhằm bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng bán của dòng lốp Bias (giảm hơn 180,000 chiếc trong năm 2018).

Đối với hoạt động xuất khẩu

Các thị trường xuất khẩu chủ lực của DRC đó là Châu Mỹ (47%), châu Á (41%) trong đó chỉ riêng thị trường Brazil đã chiếm 41% doanh thu xuất khẩu. Nhưng cần lưu ý ở thị trường Brazil, DRC có 5 nhà phân phối với sản lượng khá đồng đều do đó giảm bớt rủi ro khách hàng đầu ra. Brazil cũng là thị trường hiện tại DRC có lợi thế do chính quyền Brazil áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp Trung Quốc với mức thuế 300 – 400 USD/tấn. Tuy nhiên, sắc thuế này sẽ hết hiệu lực vào tháng 11/2019 và hiện tại chưa có thông tin về việc gia hạn.

Các khách hàng của DRC tại thị trường châu Á bao gồm Myanmar, Thái Lan, Malaysia với hơn 20% doanh thu xuất khẩu hàng năm. Sản phẩm chủ lực vẫn là lốp Ô tô Bias do lốp Radial vẫn còn chưa phổ biến và điều kiện thu nhập ở những nước này không mức cách biệt so với Việt Nam như những nước thuộc châu Mỹ.

Cạnh tranh gay gắt với sản phẩm Trung Quốc

Hiện nay có thể nói ngành sản lốp Việt Nam vẫn còn tồn tại và phát triển được nhờ một phần rất lớn vào chính sách bảo hộ của Chính phủ. Sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc luôn là nỗi lo ngại thường trực của các doanh nghiệp nội địa. Cùng với các hành vi kê khai giá thấp và trốn thuế của các doanh nghiệp Trung Quốc, sản phẩm sản lốp Trung Quốc luôn rẻ hơn sản phẩm của Việt Nam từ 10 – 15%.

Chính phủ cũng đã thực thi nhiều biện pháp triệt để nhằm ngăn chặn các sản phẩm Trung Quốc giá rẻ, không đạt chất lượng đồng thời áp các mức thuế nhập khẩu cao. Theo đó lớp Ô tô chở khách và chở hàng có chiều rộng dưới 450 mm sẽ bị áp mức thuế nhập khẩu 50% và các sản phẩm khác là 20%.

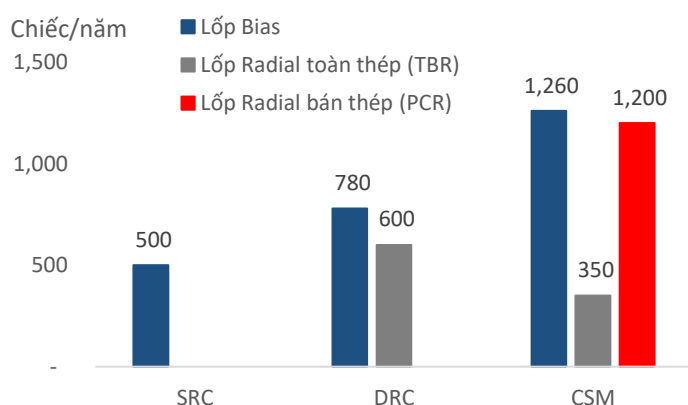
Đối với cạnh tranh trên thị trường xuất khẩu, chiến tranh thương mại Mỹ - Trung Quốc đã làm dịch chuyển dòng sản phẩm sảm lớp Trung Quốc xuất khẩu sang Mỹ đến các thị trường khác. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp Trung Quốc cũng đang phối hợp với các doanh nghiệp nội địa ở Việt Nam, Thái Lan để chuyển giao công nghệ, gia công sản phẩm nhằm xuất đi các thị trường khác để lách khỏi cuộc chiến thương mại. Chúng tôi cho rằng, trong những năm tới nếu tình hình chính trị không có nhiều thay đổi, dòng sản phẩm sảm lớp xuất khẩu của các doanh nghiệp nội địa sẽ đối mặt với áp lực cạnh tranh gia tăng. Thêm vào đó, luật thuế chống bán phá giá của Brazil đối với sảm lớp đối với sản phẩm Brazil sẽ hết hạn vào năm 2019 mà vẫn chưa có thông tin về việc gia hạn.

Bảng 5: So sánh lớp Radial Việt Nam và Trung Quốc

Đơn vị: Triệu đồng	Lớp Radial DRC	Lớp Radial TQ
Chất lượng	Tốt	Kém
Giá thành sản phẩm	3.3	N/A
Giá bán bình quân 2018	3.8	3.3
Giá bán bình quân 2018	4.1	4.0

Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

Biểu đồ 8: Công suất sản xuất



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

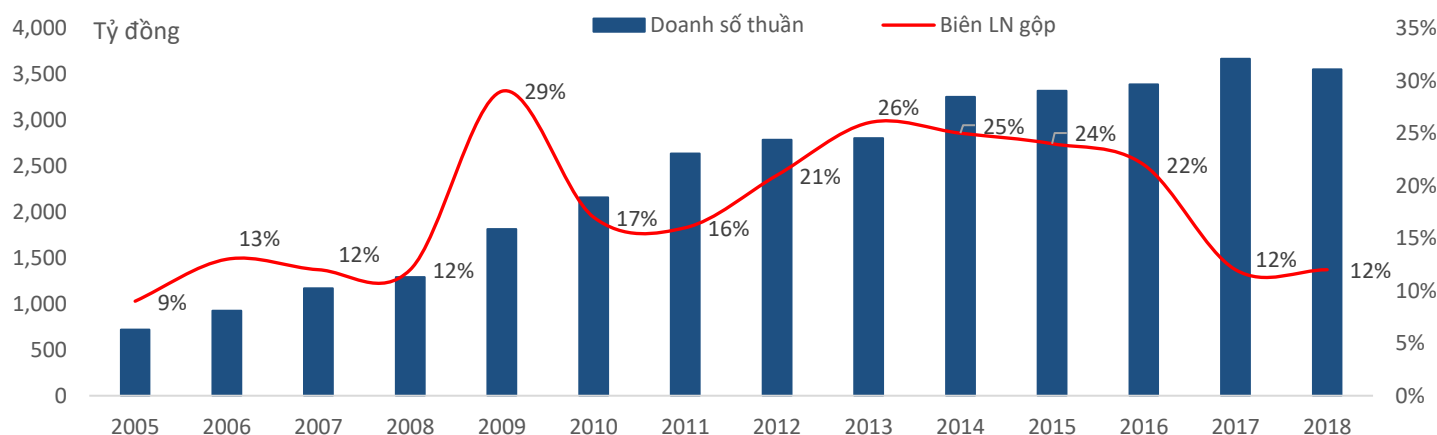
Cạnh tranh giữa các doanh nghiệp nội địa thấp

Đó là do theo chiến lược của VINACHEM, mỗi doanh nghiệp sẽ có phân khúc sản phẩm, khu vực địa lý và đối tượng khách hàng khác nhau. Sản phẩm CSM chủ yếu cho dòng xe tải nhẹ và khách hàng nằm ở khu vực miền Nam. SRC chỉ sản xuất lớp Bias, có thể mạnh về lớp xe đạp và xe máy, hơn nữa khách hàng tập trung ở khu vực miền Bắc. Trong khi đó, thị trường tiêu thụ nội địa của DRC chủ yếu ở khu vực miền Trung và xuất khẩu, sản phẩm của DRC phục vụ cho dòng xe tải nặng.

Các doanh nghiệp FDI hoạt động tại Việt Nam cũng phân phối một phần nhỏ các sản phẩm ra thị trường Việt Nam thông qua kênh OEM, tuy nhiên các doanh nghiệp này chủ yếu sản xuất lốp cho xe du lịch, đây là phân khúc mà không doanh nghiệp Việt Nam nào đầu tư sản xuất.

4. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA CAO SU ĐÀ NẴNG

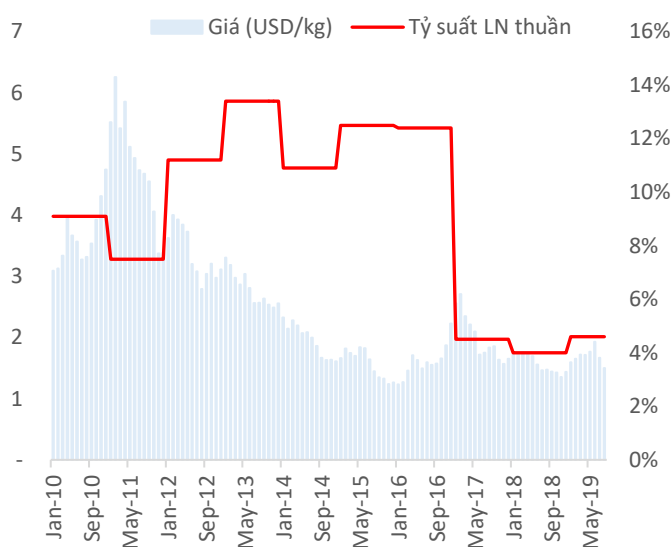
Biểu đồ 9: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp



Nguồn: DRC

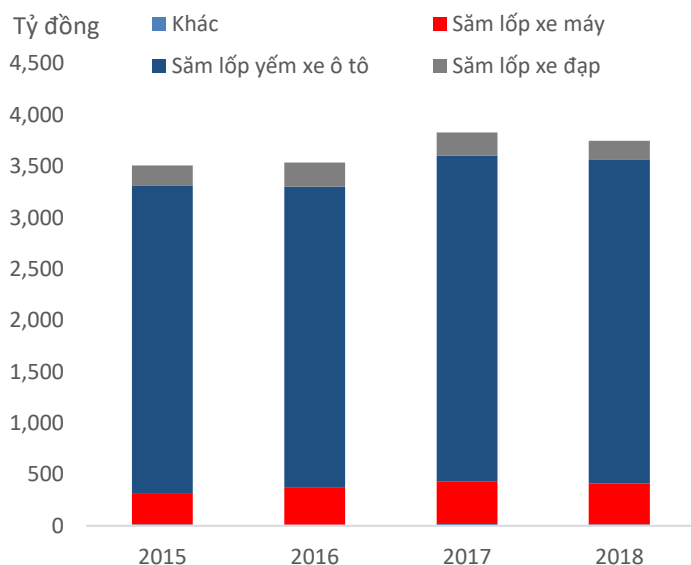
Tốc độ tăng trưởng doanh thu của DRC phụ thuộc chủ yếu vào 2 mảng kinh doanh chính đóng góp 80% doanh thu đó là lốp Ô tô Bias và Radial. Từ 2013 cho đến nay, CAGR của mảng Radial đạt mức tăng trưởng nóng 25% YoY, tuy nhiên mảng Bias là sản phẩm bán nhiều nhất lại giảm do đó CAGR doanh thu của DRC chỉ đạt mức 4.8% YoY.

Biểu đồ 10: Giá cao su và tỷ suất nhuận thuần



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC, EVS tổng hợp

Biểu đồ 11: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

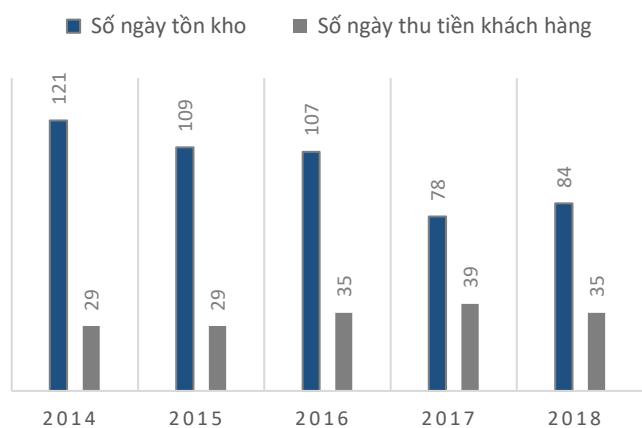
Chi phí khấu hao nhà máy ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp

Việc đầu tư nhà máy Radial toàn thép với tổng vốn đầu tư 2,375 tỷ khiến chi phí khấu hao tài sản cố định của DRC liên tục tăng từ 2013 cho đến nay, khiến biên lợi nhuận sụt giảm. Hiện tại DRC đang thực hiện phương pháp khấu hao nhanh trong vòng 7 năm, do đó đến 2021 nếu không có đầu tư nâng công suất các dây chuyền lốp Radial thì dự kiến sau năm 2021, biên lợi nhuận gộp của DRC sẽ phục hồi.

Tình hình giá nguyên vật liệu diễn biến bất lợi

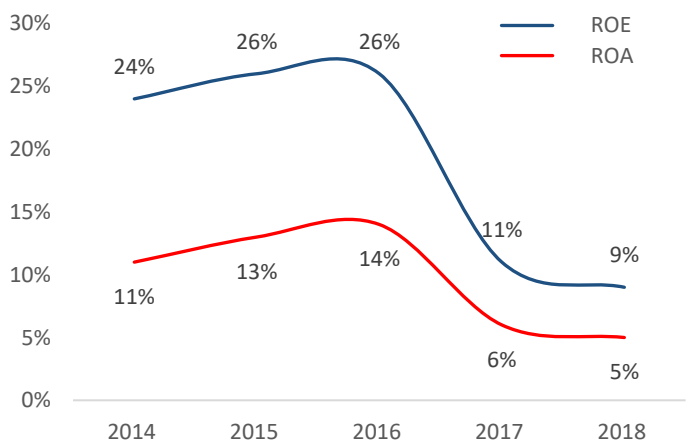
Giá cao su tự nhiên đã tăng 40% YoY trong năm 2017, bên cạnh đó giá các loại nguyên liệu khác phục vụ sản xuất như than đen tăng 35% YoY, hóa chất tăng 27% YoY. Trong khi đó, do cạnh tranh gay gắt ở phần đầu ra với các sản phẩm từ Trung Quốc do đó giá bán chỉ được tăng không đáng kể 8% YoY từ đó biên lợi nhuận gộp bị tác động rất mạnh.

Biểu đồ 12: Hiệu quả hoạt động



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC, Fiin Pro

Biểu đồ 13: Khả năng sinh lời



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC, Fiin Pro

Quản trị hàng tồn kho

Giai đoạn 2014 – 2018, số ngày tồn kho giảm dần do tình hình tiêu thụ sản phẩm tốt hơn đặc biệt là dòng lốp Radial với CAGR 25% YoY, tuy nhiên dòng lốp Bias có xu hướng giảm dần trong giai đoạn này.

Quản trị công nợ

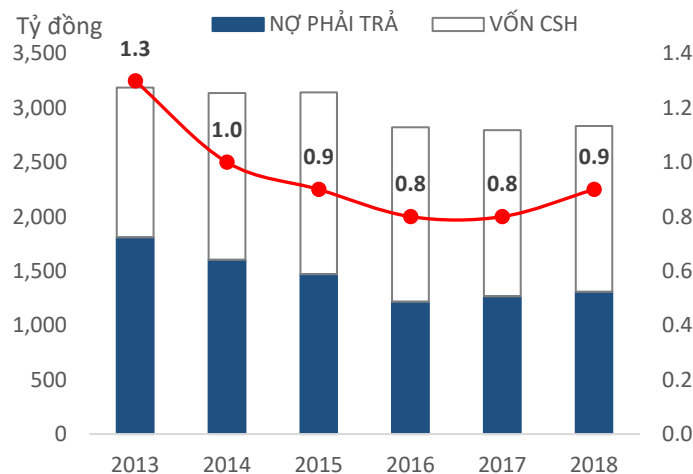
DRC đã nới lỏng các chính sách công nợ, chính sách bán hàng với khách hàng do cạnh tranh với các dòng lốp giá rẻ của Trung Quốc khiến số ngày phải thu có xu hướng tăng nhẹ.

Khả năng sinh lời

Ngành sản lốp là ngành chu kỳ do giá nguyên liệu đầu vào là cao su biến động cùng chiều với giá dầu mỏ (sản phẩm cao su tổng hợp chế xuất từ dầu mỏ và là sản phẩm thay thế cho cao su tự nhiên). Đầu ra lại phụ thuộc vào sản lượng Ô tô tiêu thụ, thu nhập bình quân đầu người và chu kỳ kinh tế.

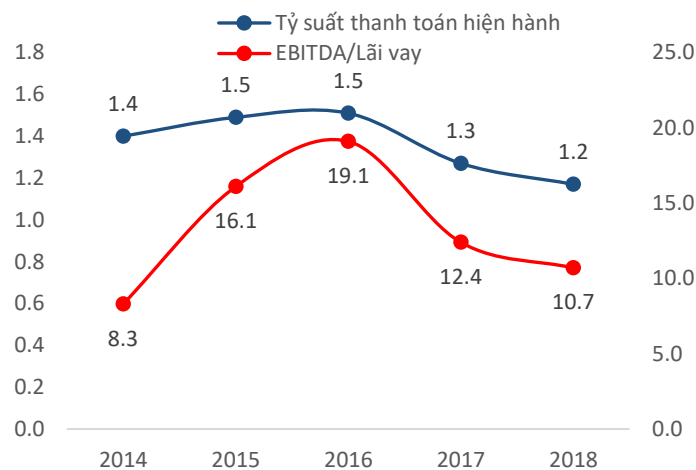
Nói chung các chỉ số sinh lời biến động tương quan với giá nguyên liệu, tình hình tiêu thụ Ô tô giai đoạn 2017 – 2018 cũng không khả quan như giai đoạn trước đó nên có sự sụt giảm mạnh về tỷ suất sinh lời. Tuy nhiên, DRC vẫn đang hoạt động khá hiệu quả nếu so sánh với CSM và SRC.

Biểu đồ 14: Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC, Fiin Pro

Biểu đồ 15: Khả năng thanh toán



Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC, Fiin Pro

Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán

Cơ cấu nguồn vốn dần ổn định từ sau giai đoạn đầu tư nhà máy Radial (hơn 60% nguồn vốn đầu tư dự án là vay thương mại – 1,152 tỷ đồng) về mức an toàn với tỷ lệ nợ ngắn hạn thấp, nợ phải trả chiếm thấp hơn 50% trong tổng nguồn vốn.

Bên cạnh đó, tỷ suất EBITDA/lãi vay luôn lớn hơn 1 trong giai đoạn 5 năm gần đây cho thấy dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh luôn đảm bảo cho nhu cầu hoạt động, trang trải nợ vay.

Giai đoạn 2017 – 2018, D/E tăng nhẹ là do DRC tiếp tục vay vốn đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy lốp Radial, nâng gấp đôi công suất lên 600,000 lốp/năm. Giai đoạn 2 có vốn đầu tư 511 tỷ đồng trong đó 300 tỷ là vay thương mại. Tỷ suất EBITDA/lãi vay cũng giảm nhẹ do chi phí thu mua nguyên liệu cao.

5. ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Nhà máy lốp Radial toàn thép là động lực tăng trưởng trong những năm tới

Nhà máy Radial toàn thép được hoàn thành vào 4Q18 với công suất 600,000 lốp/năm cũng chính là động lực tăng trưởng của DRC trong thời gian tới. 1H19 sản lượng lốp Radial bán ra đạt 246,000 lốp +52% YoY nhờ mở rộng xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Sản lốp cũng là sản phẩm nằm trong kế hoạch tái cân bằng cán cân thương mại Việt – Mỹ trong thời gian sắp tới với sản lượng xuất sang Mỹ từ 10 – 12,000 lốp/tháng, chiếm 20% sản lượng Radial của DRC.

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. Nguyên nhân do sản phẩm lốp Bias phục vụ chủ yếu cho thị trường nội địa đã bão hòa, đối tác lớn là các nhà sản xuất OEM tiêu thụ khó khăn và xu hướng chuyển sang tiêu thụ lốp Radial nhiều hơn.

Giá bán trung bình lốp Radial 1H19 giảm nhẹ -2% YoY chủ yếu do gián bán trung bình lốp Radial xuất khẩu -5% YoY trong khi đó giá bán lốp radial trong nước tăng +5% YoY.

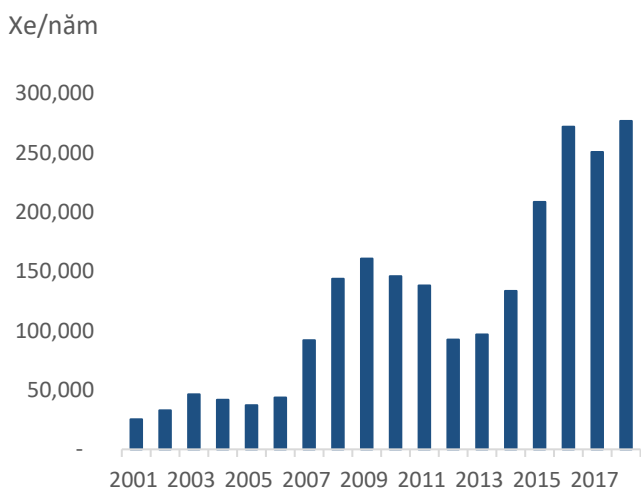
Nhờ chuyển giao công nghệ thành công với đối tác Black Donuts Engineering INC - Phần Lan, DRC có khả năng tăng giá bán lốp Radial ở thị trường nội địa. Tuy nhiên ở thị trường xuất khẩu, khả năng đàm phán để tăng giá rất khó khăn do sản lượng sản xuất của DRC vẫn còn quá nhỏ bé nếu so sánh với các “ông lớn” FDI, chi phí khấu hao lớn và đặc biệt là cạnh tranh với sản phẩm của Trung Quốc.

Biên lợi nhuận gộp 1H19 đạt 12.4%, tăng nhẹ từ mức 12% năm 2018. Biên lợi nhuận gộp lốp Bias cao nhất với lốp tải nhẹ 22.4% và lốp tải nặng 26%. Trong khi đó, lốp Radial cũng cải thiện biên LN gộp từ 2.6% năm 2018 lên 4.5% trong 1H19 một phần nhờ giá than đen 1H19 giảm 15.4% YoY và giá cao su không có biến động mạnh.

Tiềm năng tiêu thụ lớn

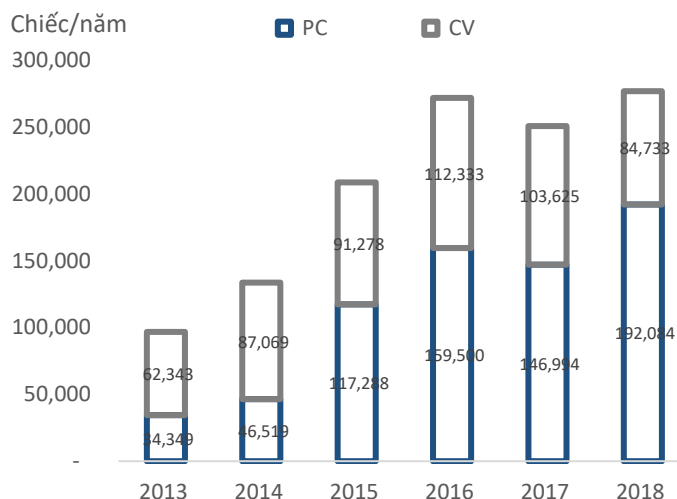
Đầu ra của ngành sản lốp là phụ tùng cho ngành công nghiệp lớn hơn là Ô tô và dĩ nhiên tốc độ phát triển ngành sản lốp lại phụ thuộc vào tốc độ phát triển ngành Ô tô. Theo nghiên cứu của IPSI thì tốc độ tiêu thụ Ô tô sẽ đạt 22.6% giai đoạn 2018 – 2025 và 18.5% giai đoạn 2025 – 2035. Theo VAMA, số lượng xe thương mại (Commercial Vehicle – CV) lưu hành và bán ra giai đoạn 2014 – 2018 đạt mức 14.8%/năm và 12.7%/năm. Lốp Radial hiện tại vẫn chưa phổ biến do đó về tiềm năng trong tương lai của mảng này là rất lớn.

Biểu đồ 16: Sản lượng bán hàng VAMA



Nguồn: VAMA

Biểu đồ 17: Cơ cấu sản lượng bán hàng VAMA



Nguồn: VAMA

Trong chiến lược phát triển ngành công nghiệp Ô tô Việt Nam giai đoạn 2020 – 2035 (Quyết định 1168, 1211/QĐ-TTg) thì bên cạnh mục tiêu nâng tỷ lệ xe lắp ráp trong nước thì còn đồng thời với đó là nâng cao tỷ lệ nội địa hóa để có thể hưởng mức thuế suất 0% xuất khẩu Ô tô sang các nước trong khu vực theo Hiệp định ATIGA, tăng cường năng lực sản xuất linh kiện – phụ tùng trong đó có sản lốp.

Tập trung vào thị trường xuất khẩu

Theo LMC, nhu cầu lốp xe con và tải nhẹ sẽ tăng trưởng ở mức 4.5%/năm, riêng với dòng lốp có đường kính lớn hơn 17 inch sẽ đạt CAGR trên 7%, đây cũng là dòng lốp DRC có thể mạnh. Từ đó DRC đẩy mạnh xuất khẩu và tập trung đánh vào những thị trường đang áp thuế chống bán phá giá cao đối với sản phẩm sản lốp Trung Quốc.

Với thị trường Mỹ

Chiến tranh thương mại khiến cho lốp ô tô Trung Quốc khó xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Mỹ áp thuế chống bán phá giá đối với lốp Trung Quốc là 35% và với Việt Nam là 15%, đã tạo lợi thế cạnh tranh cho các doanh nghiệp sản lốp Việt Nam. Bắt đầu từ tháng 3/2019, DRC mở rộng thị trường xuất khẩu sang Mỹ với sản lượng trung bình khoảng 10,000 lốp/tháng (chiếm 20% cơ cấu xuất khẩu).

Với thị trường Ấn Độ

DRC là doanh nghiệp duy nhất tại Việt Nam đáp ứng tiêu chuẩn theo quy định Ấn Độ. Ấn Độ cũng đã áp mức chống bán phá giá lên sản phẩm lốp TBR của Trung Quốc giai đoạn 5 năm và tỷ lệ sử dụng lốp Radial tại Ấn Độ được dự báo tăng lên 40-50% trong thời gian tới.

Với thị trường châu Âu

EC chưa đưa ra quyết định áp thuế chống bán phá giá với sản phẩm Trung Quốc. Nếu được thực hiện thì đây là thị trường tiềm năng lớn cho DRC

6. RỦI RO ĐẦU TƯ

Một số rủi ro cần quan tâm:

- **Biến động giá nguyên liệu đầu vào:** Các nguyên liệu đầu vào như cao su, than đen và hóa chất chiếm gần 80% cơ cấu giá thành sản phẩm săm lốp và nhà đầu tư cần theo dõi biến động. Giá cao su đã bắt đầu giảm từ tháng 7/2019 và khó có khả năng phục hồi do tình trạng dư cung vẫn đang tiếp diễn. Giá than đen cũng đã giảm hơn -23% YoY.
- **Chi phí khấu hao tăng:** Việc đầu tư vào nhà máy lốp Radial Giai đoạn 2 làm tăng chi phí khấu hao dự kiến +5% YoY trong năm 2019. Nếu sản lượng bán ra không như kỳ vọng sẽ làm ảnh hưởng rất lớn đến biên LN gộp của doanh nghiệp.
- **Cạnh tranh gay gắt với săm lốp Trung Quốc và các doanh nghiệp FDI:** [như các phân tích bên trên](#).
- **Rủi ro tỷ giá và biến động lãi suất:** Hơn 40% doanh thu của DRC đến từ xuất khẩu do đó sẽ chịu rủi ro tỷ giá. Bên cạnh đó, các khoản vay cho dự án Radial và mở rộng công suất phần lớn là vay ngoại tệ do đó sẽ chịu ảnh hưởng của biến động lãi suất và tỷ giá.

7. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi định giá DRC kết hợp 2 phương pháp so sánh tương quan và chiếu khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) do DRC có cấu trúc vốn tương đối biến động và là ngành có tính chu kỳ.

Bảng 6: Giá định mô hình FCFE

Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4.60%
Phần bù rủi ro	7.87%
Hệ số Beta	0.68
Chi phí sử dụng vốn CSH	9.95%
Chi phí sử dụng nợ	6.55%
Chi phí vốn bình quân	7.88%
Tiền và tương đương (Tỷ đồng)	128.5
Nợ phải trả (Tỷ đồng)	951.4
Thời gian dự phóng	5 năm
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ đồng)	2,489
Giá mục tiêu (Phương pháp FCFE)	20,952
Giá mục tiêu trung bình	28,500

Nguồn: EVS dự phóng

Bảng 7: Doanh nghiệp so sánh (Mô hình P/E)

Sailun	10.80
Mrf Ltd.,	17.40
Apollo Tyres Ltd.,	10.00
Bridge Stone	10.5
Yokohama	7.60
Cheng Shin	28.70
Kenda Rubber	33.57
Michelin	9.40
Goodyear	8.00
Trung bình (bao gồm Việt Nam)	18.58
EPS 2019F	1,945
Giá mục tiêu (Phương pháp P/E)	36,100

Nguồn: EVS dự phóng

Theo đó giá trị cổ phiếu DRC theo 2 phương pháp có mức bình quân là 28,500 đồng/Cổ phiếu do đó chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu DRC. Nhà đầu tư có thể xem xét giải ngân khi giá thị trường cổ phiếu DRC giảm về vùng 20 – 21,000/cổ phiếu.

Bảng 8: TÓM TẮT TÀI CHÍNH DRC (Đơn vị: Tỷ đồng)

TÓM TẮT TÀI CHÍNH	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2019F
Doanh thu	890	999	824	1,096	971	1,209	4,100
Tăng trưởng	1.44%	-2.69%	12.28%	18.19%	9.07%	21.05%	15.46%
Lợi nhuận gộp	109	109	80	159	162	161	562
Tăng trưởng	10.81%	-9.98%	5.08%	19.68%	48.85%	47.48%	30.32%
Biên LN gộp	12.22%	10.93%	9.73%	14.46%	16.71%	14.71%	13.70%
LN ròng	31	33	17	71	82	61	231
Tăng trưởng	22.31%	4.85%	-18.58%	30.75%	163.9%	85.48%	63.83%

Nguồn: Báo cáo Tài chính DRC

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VNĐ)	2017	2018
Doanh số thuần	3,669	3,551
Giá vốn hàng bán	-3,212	-3,120
Lãi gộp	458	431
Thu nhập tài chính	8	12
Chi phí tài chính	-74	-98
Trong đó: Chi phí lãi vay	-42	-49
Chi phí bán hàng	-118	-113
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-66	-54
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	207	177
Thu nhập khác, ròng	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	208	177
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-42	-37
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	166	141

Chỉ số hoạt động	2017	2018
-		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.5%	12.1%
Tỷ suất EBITDA	14.2%	15.1%
Tỷ suất EBIT	7.4%	7.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	5.7%	5.0%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	5.7%	5.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	4.0%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2017	2018
Gián tiếp - Tỷ VNĐ		
Tiền thu từ bán hàng, Cung cấp dịch vụ	3,919	3,809
Tiền chi trả cho người cung cấp HH và dịch vụ	-2,783	-3,091
Tiền chi trả cho người lao động	-251	-194
Tiền chi trả lãi vay	-42	-49
Tiền chi nộp thuế thu nhập doanh nghiệp	-82	-42
Tiền thu từ hoạt động kinh doanh	39	64
Tiền chi khác cho hoạt động kinh doanh	-446	-446
LCTT từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	533	226
Tiền mua tài sản cố định và TSDH	-333	-148
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	14
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1	3
LCTT từ hoạt động đầu tư	-332	-132
Tiền thu được các khoản đi vay	3,126	3,175
Tiền trả các khoản đi vay	-3,097	-3,155
Cổ tức đã trả	-214	-131
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-185	-111
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	16	-16
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	51	67
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	67	51

Nguồn: BCTC DRC, Fiin Pro

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2017	2018
TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,090	1,246
Tiền và tương đương tiền	67	51
Các khoản phải thu	412	315
Hàng tồn kho, ròng	596	846
TÀI SẢN DÀI HẠN	1,704	1,587
Tài sản cố định	1,518	1,517
Tài sản dở dang dài hạn	131	0
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	2,794	2,833
NỢ PHẢI TRẢ	1,268	1,308
Nợ ngắn hạn	859	1,062
Phải trả người bán	205	243
Người mua trả tiền trước	42	27
Vay ngắn hạn	525	707
Nợ dài hạn	409	245
Vay dài hạn	409	245
VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,527	1,525
Vốn góp	1,188	1,188
Lãi chưa phân phối	142	115
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	2,794	2,833

Chỉ số chính	2017	2018
-		
Chỉ số định giá		
P/E	16.6	20.0
P/B	1.7	1.7
P/Tangible Book	1.7	1.7
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	6.6	6.5
Hiệu quả quản lý		
ROE%	10.6	9.2
ROA%	5.9	5.0
ROIC%	11.1	10.7
Cấu trúc tài chính		
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.1	0.1
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.6	0.3
Tỷ suất thanh toán hiện hành	1.3	1.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.4
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.8	0.9
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.5	0.5
Chỉ số hoạt động		
Vòng quay phải thu khách hàng	9.5	10.3
Vòng quay HTK	4.7	4.3
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	18.6	13.9

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư ít nhất là +14%.
NẮM GIỮ:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư nằm trong khoảng +/-14%.
BÁN:	Lợi nhuận kỳ vọng của 12 tháng đầu tư thấp hơn -14%.
KHÔNG XẾP HẠNG:	Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty Cổ phần Chứng khoán EVEREST (EVS), EVS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của EVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. EVS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của EVS và không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có sự chấp thuận bằng văn bản của EVS. Khi sử dụng các nội dung đã được EVS chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.

THÔNG TIN LIÊN LẠC

CTCP CHỨNG KHOÁN EVEREST (EVS)- www.eves.com.vn

Trụ sở chính:

Tầng 2, VNT Tower, 19 Nguyễn Trãi, Thanh Xuân, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 3772 6699 - Fax: (84) 24 3772 6763

Chi nhánh Sài Gòn:

Tầng M, Central Park Tower, 117 Nguyễn Du, Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 6290 6296 - Fax: (84) 28 6290 6399

Chi nhánh Hàm Nghi:

Tầng 4, Ruby Tower, 81-85 Hàm Nghi, Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84) 28 3915 2616 - Fax: (84) 28 3915 2618

Chi nhánh Bà Triệu:

Tầng 1, Tòa nhà Minexport, 28 Bà Triệu, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: (84) 24 39366866 - Fax: (84) 24 3936 6586