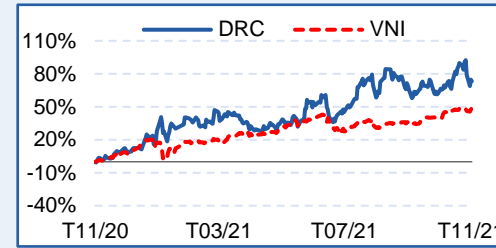


CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC) [KHẢ QUAN +15,0%]

Cập nhật

Ngành	Sản xuất lốp		2020	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	24/11/2021	Tăng trưởng DT	-5,5%	18,4%	14,2%	11,0%
Giá hiện tại	34.100VND	Tăng trưởng EPS*	2,2%	19,2%	41,8%	8,4%
Giá mục tiêu	37.700VND	Biên LN gộp	16,4%	17,7%	17,8%	17,6%
Giá mục tiêu gần nhất	37.400VND	Biên LN ròng	6,4%	6,4%	7,7%	7,5%
TL tăng	10,6%	EV/EBITDA	8,6x	10,6x	7,3x	6,3x
Lợi suất cổ tức	4,4%	Giá CP/DTHĐ	5,0x	16,1x	12,0x	8,6x
Tổng mức sinh lời	15,0%	P/E	18,0x	15,1x	10,6x	9,8x



		DRC	Peers	VNI
GT vốn hóa	173,9tr USD	P/E (trượt)	14,2x	22,5x
Room KN	73,5tr USD	P/B (hiện tại)	2,3x	1,7x
GTGD/ngày (30n)	3,9tr USD	Nợ ròng/CSH	15,6%	1,1%
Cổ phần Nhà nước	50,5%	ROE	18,2%	6,0%
SL cổ phiếu lưu hành	118,8 tr	ROA	11,6%	4,4%
Pha loãng	118,8 tr			2,5%

\* EPS được điều chỉnh cho Quỹ khen thưởng & Phúc lợi (BWF) và lãi/lỗ tỷ giá

Tổng quan về công ty

CTCP Cao su Đà Nẵng là một trong những nhà sản xuất sản phẩm hàng đầu Việt Nam. Công ty là một công ty con của Vinachem (cổ phần 50,5%), một doanh nghiệp nhà nước trong ngành hóa chất. Công ty có danh mục sản phẩm sản phẩm đa dạng, dành cho xe tải, ô tô, xe máy, và xe đạp

Phan Hà Gia Huy  
Chuyên viên

Hoàng Nam  
Trưởng phòng

Kỳ vọng sự phục hồi ổn định từ mức cơ sở thấp trong quý 3/2021

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 0,8% lên 37.700 đồng/CP và duy trì đánh giá KHẢ QUAN đối với CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC). Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi chủ yếu là do (1) tác động của việc cập nhật mô hình định giá mục tiêu đến cuối năm 2022 và (2) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2021-2028 cao hơn của chúng tôi (+4,9% so với dự báo trước đó của chúng tôi), được bù đắp một phần bởi tỷ lệ WACC cao hơn của chúng tôi (12,2% so với 11,6% trong dự báo trước đây) do giả định beta cao hơn của chúng tôi cho DRC và những thay đổi trong giả định chi phí vốn chủ sở hữu của chúng tôi.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 15,3% LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2021 còn 303 tỷ đồng (+18,2% YoY), do (1) giả định biên LN gộp thấp hơn của chúng tôi cho tất cả các phân khúc sản phẩm của DRC để phản ánh biên LN thấp hơn dự kiến trong quý 3/2021 và (2) tăng 31,7% trong dự báo chi phí bán hàng & quản lý của chúng tôi.
- Trong năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 4,9 nghìn tỷ đồng (+14,2% YoY) và LNST sau lợi ích CĐTTS đạt 419 tỷ đồng (+38,3% YoY). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng chủ yếu do nhu cầu tăng cao đối với lớp radial của DRC; trong khi đó, lợi nhuận sẽ được củng cố bởi (1) biên LN gộp của lớp radial cải thiện và (2) chi phí bán hàng & hành chính quay về mức bình thường từ mức cơ sở cao vào năm 2021.
- Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST tổng giai đoạn 2023-2028 thêm 6,5% chủ yếu nhờ vào việc tăng tốc phát triển nhà máy sản xuất lớp radial giai đoạn 3 của DRC, mà chúng tôi dự báo sẽ bổ sung thêm 200.000 sản phẩm/năm, với công suất hiện tại là 600.000 chiếc/năm bắt đầu từ nửa cuối 2022 và thêm 200.000 chiếc/năm khác từ năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhà máy lớp radial của DRC sẽ đạt 82%/90%/95%/98%/100% trong tổng số công suất 1.000.000 chiếc/năm, lần lượt vào các năm 2023/2024/2025/2026/2027.
- Rủi ro cho quan điểm tích cực của chúng tôi: Giá cao su tự nhiên tăng cao hơn dự kiến; cạnh tranh gay gắt trên thị trường lớp bias.

**Sản lượng bán hàng dự kiến phục hồi từ quý 4/2021.** Mặc dù quý 3/2021 là một quý có KQKD thấp do COVID-19, nhưng sản lượng bán hàng của lớp bias 9 tháng đầu năm 2021 vẫn phục hồi khi tăng 14,5% YoY. Chúng tôi cho rằng KQKD tích cực này là do DRC đang phải đối mặt với ít cạnh tranh hơn từ các nhà sản xuất lớp lớn của Trung Quốc, tập trung vào các sản phẩm lớp radial và lớp bias phân khúc phổ thông thay vì lớp bias tùy chỉnh - thị trường ngách mà DRC đang tận dụng. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu mạnh mẽ đối với phân khúc lớp radial của DRC sẽ tiếp tục trong quý 4/2021 và 2022 vì lớp radial của DRC không bị ảnh hưởng bởi thuế chống bán phá giá và thuế chống trợ cấp tại các thị trường xuất khẩu chính (như Brazil và Mỹ). Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ lớp bias và lớp radial năm 2021 của DRC sẽ tăng lần lượt 5,8% và 20,1% YoY.

**Biên LN gộp của lớp radial có xu hướng giảm từ năm 2023 do chi phí khấu hao bắt đầu tăng từ năm 2022.** Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định biên LN gộp lớp radial năm 2021 xuống 16,7% so với 17,2% trong dự báo trước đó để phản ánh biên LN gộp trong quý 3/2021. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của lớp radial đạt đỉnh 17,3% vào năm 2022 nhờ nhu cầu mạnh mẽ từ thị trường xuất khẩu, điều này giúp bù đắp cho ảnh hưởng của chi phí khấu hao cho giai đoạn 3 của nhà máy sản xuất lớp radial. Từ năm 2023 trở đi, chúng tôi lập mô hình chi phí khấu hao sẽ được ghi nhận hoàn toàn, điều này làm giảm nhẹ biên lợi nhuận gộp của lớp radial.

## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>3.647</b>	<b>4.318</b>	<b>4.931</b>	<b>5.476</b>	Tiền và tương đương	189	133	143	254
Giá vốn hàng bán	-3.047	-3.553	-4.054	-4.509	Đầu tư TC ngắn hạn	150	150	150	150
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>599</b>	<b>766</b>	<b>877</b>	<b>966</b>	Các khoản phải thu	127	186	213	236
Chi phí bán hàng	-165	-291	-237	-255	Hàng tồn kho	788	918	1.159	1.351
Chi phí quản lí DN	-62	-73	-84	-90	TS ngắn hạn khác	59	59	59	59
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>372</b>	<b>401</b>	<b>556</b>	<b>621</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>1.311</b>	<b>1.445</b>	<b>1.722</b>	<b>2.049</b>
Doanh thu tài chính	18	19	15	16	TS dài hạn (gộp)	3.236	3.280	3.691	3.920
Chi phí tài chính	-68	-45	-53	-75	- Khấu hao lũy kế	-2.172	-2.233	-2.346	-2.512
Trong đó, chi phí lãi vay	-20	-4	-16	-32	TS dài hạn (ròng)	1.064	1.047	1.345	1.408
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	4	4	4	4
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-2	4	5	5	TS dài hạn khác	52	52	52	52
<b>LNTT</b>	<b>321</b>	<b>379</b>	<b>523</b>	<b>567</b>	Tổng TS dài hạn	<b>1.119</b>	<b>1.102</b>	<b>1.401</b>	<b>1.464</b>
Thuế TNDN	-64	-76	-105	-113	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.430</b>	<b>2.547</b>	<b>3.123</b>	<b>3.513</b>
LNST trước CĐTS	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>419</b>	<b>454</b>	Phải trả ngắn hạn	224	261	298	331
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	306	200	224	229
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>256</b>	<b>303</b>	<b>419</b>	<b>454</b>	Nợ ngắn hạn khác	212	251	287	319
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh*</b>	<b>225</b>	<b>269</b>	<b>381</b>	<b>413</b>	Tổng nợ ngắn hạn	742	712	809	879
EBITDA	570	463	669	787	Nợ dài hạn	1	22	261	364
EPS báo cáo, VND	2.158	2.550	3.525	3.820	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
DPS, VND	1.500	1.500	2.000	2.000	<b>Tổng nợ</b>	<b>743</b>	<b>735</b>	<b>1.070</b>	<b>1.243</b>
DPS/EPS (%)	79,0%	66,3%	62,3%	57,5%	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
* LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh cho quỹ khen thưởng và phúc lợi & lãi/lỗ tỷ giá					Vốn cổ phần	1.188	1.188	1.188	1.188
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi nhuận giữ lại	206	331	572	788
Tăng trưởng doanh thu	-5,5%	18,4%	14,2%	11,0%	Vốn khác	293	293	293	293
Tăng trưởng LN HĐKD	-2,8%	7,7%	38,8%	11,6%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	2,4%	18,1%	38,3%	8,4%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.688</b>	<b>1.812</b>	<b>2.053</b>	<b>2.269</b>
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	2,2%	19,2%	41,8%	8,4%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.430</b>	<b>2.547</b>	<b>3.123</b>	<b>3.513</b>
<b>Khả năng sinh lời</b>					CP lưu hành cuối năm (triệu)	118,8	118,8	118,8	118,8
Biên LN gộp %	16,4%	17,7%	17,8%	17,6%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN từ HĐ %	10,2%	9,3%	11,3%	11,3%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>46</b>	<b>188</b>	<b>133</b>	<b>143</b>
Biên EBITDA	15,6%	10,7%	13,6%	14,4%	Lợi nhuận sau thuế	256	303	419	454
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7,0%	7,0%	8,5%	8,3%	Khấu hao	221	62	113	166
ROE %	15,4%	17,3%	21,7%	21,0%	Thay đổi vốn lưu động	398	-113	-195	-150
ROA %	10,0%	12,2%	14,8%	13,7%	Điều chỉnh khác	-66	0	0	0
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>809</b>	<b>252</b>	<b>337</b>	<b>469</b>
Số ngày tồn kho	116,2	87,6	93,5	101,6	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-9	-44	-412	-229
Số ngày phải thu	13,4	13,3	14,8	15,0	Đầu tư, ròng	-146	0	0	0
Số ngày phải trả	30,4	24,0	23,8	24,4	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-155</b>	<b>-44</b>	<b>-412</b>	<b>-229</b>
TG luân chuyển tiền	99,2	76,9	84,5	92,1	Cổ tức đã trả	-148	-178	-178	-238
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	1,77	2,03	2,13	2,33	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-226	-106	24	5
CS thanh toán nhanh	0,63	0,66	0,62	0,73	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-148	21	239	103
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4	0,5	Tiền từ các hoạt động TC khác	11	0	0	0
Nợ/Tài sản	12,6%	8,7%	15,5%	16,9%	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-512</b>	<b>-263</b>	<b>85</b>	<b>-130</b>
Nợ/Vốn sử dụng	18,2%	12,2%	23,6%	26,1%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>142</b>	<b>-55</b>	<b>10</b>	<b>111</b>
Nợ/Vốn CSH	7,0%	4,9%	16,7%	14,9%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>188</b>	<b>133</b>	<b>143</b>	<b>254</b>
Khả năng thanh toán lãi vay	18,4x	93,5x	34,2x	19,2x					

Nguồn: Báo cáo tài chính của DRC, dự báo của VCSC

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phan Hà Gia Huy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

[www.vcsc.com.vn](http://www.vcsc.com.vn)

#### Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ  
Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích  
+84 28 3914 3588

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

**Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123**  
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116  
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139  
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

**Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143**  
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194  
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

**Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120**  
- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147  
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

**Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363**  
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363  
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@vcsc.com.vn)

### Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222  
[quynh.chau@vcsc.com.vn](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp, HCM  
+84 28 3914 3588

#### Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

[Alastair.macdonald@vcsc.com.vn](mailto:Alastair.macdonald@vcsc.com.vn)

#### Vĩ mô

**Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364**  
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

**Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140**  
- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135  
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181  
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

**Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124**  
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. 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 Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.