

## Ngành Săm lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2019

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC Equity VN

### Giá nguyên liệu thuận lợi thúc đẩy KQKD 2H2019; Kỳ vọng tỷ suất cổ tức cao hơn trong tương lai

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **28.655**

Giá thị trường (4/10/2019) 23.750

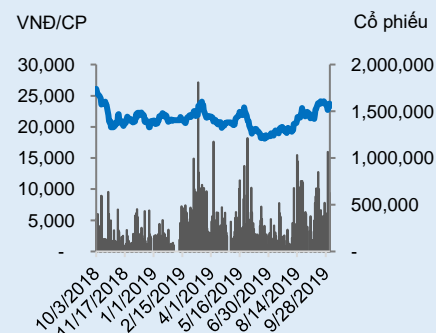
Lợi nhuận kỳ vọng **20,7%**

- DRC công bố kết quả kinh doanh khả quan nửa đầu 2019 với doanh thu thuần đạt 1.902 tỷ đồng (+15,6% yoy) và LNST sau CĐTS đạt 87,8 tỷ đồng (+17,1% yoy), hoàn thành 49% / 70% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm 2019.
- Cơ cấu sản phẩm kém khả quan: tỷ trọng mảng lốp radical có BLN gộp thấp tăng, mảng xe đạp và xe máy tương đối tốt, phân khúc lốp bias tiếp tục suy giảm. Mặc dù BLN gộp tăng trên hầu hết các sản phẩm, cơ cấu sản phẩm kém tích cực đề nặng lên BLN gộp chung của công ty trong nửa đầu 2019.
- Brazil (chiếm 39% tổng doanh thu xuất khẩu 7T2019) vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của công ty thì Mỹ đang trở thành thị trường nhập khẩu mới nổi tiềm năng với 15% tổng doanh thu xuất khẩu 7 tháng đầu năm của công ty.
- Tổng nợ ngắn hạn và dài hạn của DRC là 908 tỷ đồng (-15% ytd) theo đó tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,53 lần và 0,29 lần.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của Công ty năm 2019 là 4.120 tỷ (+16% yoy) và LNST sau CĐTS đạt 229,3 tỷ đồng (+62,7% yoy). Dự báo triển vọng kinh trong giai đoạn 2018-21 với tỷ lệ tăng trưởng kép LN ròng đạt 34%/năm: 12,2% trong năm 2020 (nhờ vào tỷ lệ huy động cao hơn nhà máy sản xuất lốp radical) và 32,7% trong năm 2021 (nhờ vào sụt giảm chi phí khấu hao).

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18.100-26.100
Vốn hóa	2.821 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	118.792.605
KLGD bình quân 10 ngày	437.578
% sở hữu nước ngoài	23,7%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	900
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,7%
Beta	0,7

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	13,1%	10,0%	23,4%	14,5%
VN-Index	10,7%	1,4%	1,2%	1,1%

**Khuyến nghị:** DRC đóng cửa tại mức giá 23.750 đồng/cổ phiếu vào ngày 04/10/2019, giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2019F và 2020F lần lượt là 6,0 lần và 5,3 lần, khá hấp dẫn so với trung bình của các công ty cũng ngành trong khu vực là 7,1 lần năm 2019 và 6,2 lần năm 2020. Khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu 1 năm là **28.655 đồng/cổ phiếu**, ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 20,7% cùng với tỷ lệ P/E hợp lý và tỷ lệ EV/EBITDA hợp lý năm 2020 là 13,2 lần và 6,2 lần. Điểm tích cực chính:

- Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực về trung hạn: KQKD nửa cuối năm 2019 dự kiến sẽ vững mạnh nhờ vào giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi, triển vọng lợi nhuận ròng trong trung hạn của DRC (với tỷ lệ tăng trưởng kép giai đoạn 2018-21 là 34%/năm) được thúc đẩy nhờ vào tỷ suất huy động của Nhà máy sản xuất lốp radical cao hơn và việc kết thúc 7 năm khấu hao của Nhà máy lốp radical – Giai đoạn 1 vào cuối năm 2020. Theo chúng tôi, điều này sẽ mở đường cho DRC duy trì và củng cố hơn nữa chính sách cổ tức sắp tới.
- Hoạt động xuất khẩu tích cực hơn giải tỏa bớt áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc ở cả thị trường nội địa lẫn xuất khẩu trong thời gian tới.
- Lốp radical cho xe tải nhẹ (LTR; sản phẩm mới phù hợp cho dòng xe tải Euro 4) kỳ vọng sẽ được tung ra thị trường trong đầu năm tới, là động lực mới thúc đẩy tăng trưởng của Công ty.

Chuyên viên phân tích

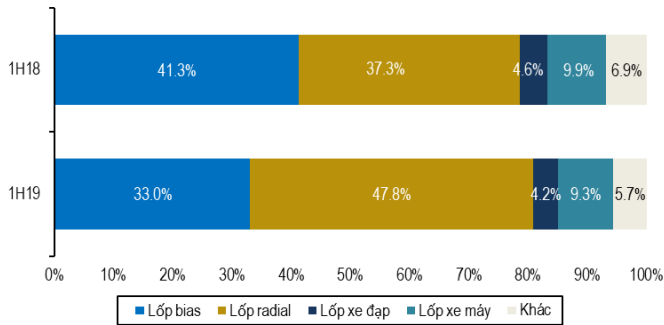
**Trần Đăng Mạnh**

(84 8) 3914.6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

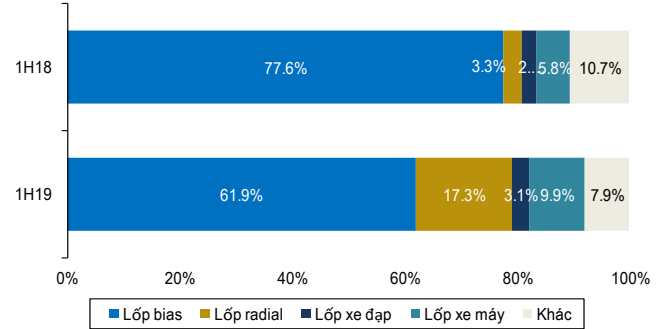
**BIỂU ĐỒ CHÍNH**

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu của DRC: tăng tỷ trọng mảng lớp radical, mảng lớp bias đóng góp ít hơn trong 1H19**



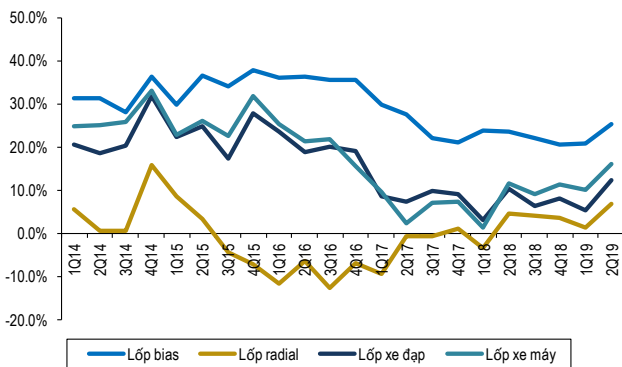
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 2: Cơ cấu LN gộp của DRC: lớp bias duy trì đóng góp LN gộp cao nhất, tỷ lệ đóng góp LN của các sản phẩm chính (lớp radical/xe đạp/xe máy) tăng**



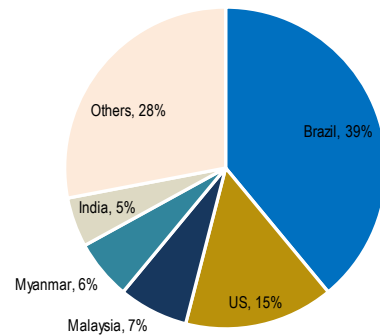
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 3: Xu hướng biến động của BLN gộp của các sản phẩm chính của công ty**



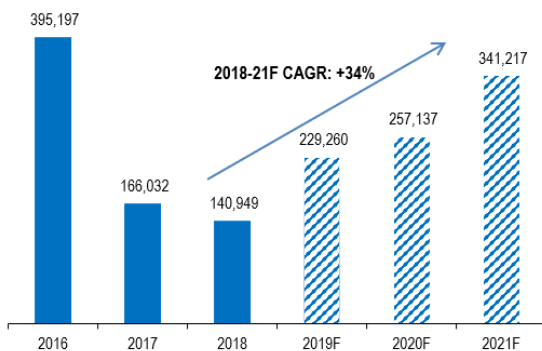
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 4: Hoạt động xuất khẩu đẩy mạnh: Brazil vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất, Mỹ trở thành thị trường mới nổi tiềm năng trong 7T19**



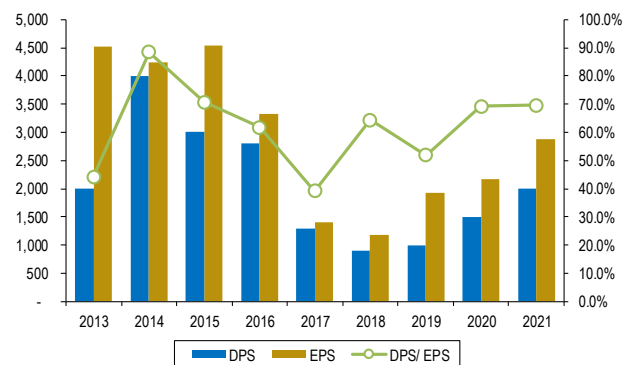
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 5: Triển vọng tăng trưởng LN ròng mạnh, thúc đẩy bởi công suất huy động của cơ sở lớp radical cao hơn và việc kết thúc kế hoạch khấu hao Giai đoạn 1...**



Nguồn: DRC, BVSC; NPAT-MI; đơn vị: triệu đồng

**Hình 6: ... mở đường cho chính sách cổ tức hấp dẫn hơn trong thời gian tới**



Nguồn: DRC, BVSC

## Cơ cấu doanh thu kém khả quan đè nặng BLN gộp chung 6T2019

DRC công bố kết quả kinh doanh khả quan nửa đầu 2019 với doanh thu đạt 1.902 tỷ đồng (+15,6% yoy) và LNST sau CĐTS đạt 87,8 tỷ đồng (+17,1% yoy). Chúng tôi nhấn mạnh rằng biên lợi nhuận hoạt động của công ty trong 1H 2019 thấp hơn một chút so với cùng kỳ 2018, tăng trưởng của LNST chủ yếu được hỗ trợ bởi (i) chi phí tài chính ròng thấp hơn; và (ii) không có các khoản truy thu và nộp phạt thuế. Với kết quả trên, DRC đã hoàn thành 49% và 70% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận cả năm 2019 của Công ty.

**Cơ cấu sản phẩm kém khả quan: tỷ trọng mảng lớp radical có BLN gộp thấp tăng, mảng lớp xe đạp và xe máy tương đối tốt, phân khúc lớp bias tiếp tục suy giảm. Mặc dù BLN gộp được mở rộng trên hầu hết các sản phẩm, cơ cấu sản phẩm kém tích cực hơn đã đặt gánh nặng lên BLN gộp chung của công ty trong nửa đầu 2019 với mức 12,4%, thấp hơn 20 điểm cơ bản so với mức 12,6% của nửa đầu 2018.**

Hình 7: Các số liệu hoạt động chính của DRC:

	Doanh thu thuần (triệu đồng)			Lợi nhuận gộp (triệu đồng)			BLN gộp %		
	1H19	1H18	YoY	1H19	1H18	YoY	1H19	1H18	YoY
Lớp bias	633.852	685.791	-7,6%	147.689	161.978	-8,8%	23,3%	23,6%	-30 bps
Lớp radical	917.965	619.834	48,1%	41.181	6.862	500,2%	4,5%	1,1%	+340 bps
Lớp xe đạp	80.297	75.760	6,0%	7.317	5.376	36,1%	9,1%	7,1%	+200 bps
Lớp xe máy	178.422	164.608	8,4%	23.560	12.119	94,4%	13,2%	7,4%	+580 bps
Khác	109.425	115.197	-5,0%	18.881	22.356	-15,5%	17,3%	19,4%	-210 bps
<b>Tổng</b>	<b>1.919.961</b>	<b>1.661.191</b>	<b>15,6%</b>	<b>238.630</b>	<b>208.691</b>	<b>14,3%</b>	<b>12,4%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-20 bps</b>

Nguồn: DRC, BVSC

**Lớp bias (33% doanh thu thuần 1H19): nhu cầu giảm, suy giảm cả về giá bán trung bình lẫn số lượng hàng bán.** Trong nửa đầu năm 2019, doanh số bán hàng của lớp bias là 633.9 tỷ đồng (-7,6% yoy), do (1) khối lượng hàng bán giảm 316.167 lớp (-6,5% yoy) do sự vắng mặt của Hyundai Thành Công trong giai đoạn này so với hợp đồng 21.000 lớp trong quý 1 2018; cùng với (2) giá bán trung bình giảm xuống còn 2 triệu đồng/lớp (-1,2% yoy). Chúng tôi cho rằng nhu cầu tiêu thụ lớp bias giảm tốc do (1) sự chuyển dịch cơ cấu sang lớp radical và (2) áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc gia tăng mạnh mẽ. BLN gộp 1H19 của lớp bias là 23,3% giảm 30 điểm cơ bản so với mức 23,6% cùng kỳ 2018.

**Lớp radial (48% doanh thu thuần 1H19): sản lượng tiêu thụ tăng mạnh và mở rộng BLN gộp với tỷ suất huy động tăng.** Doanh thu lớp radical nửa đầu 2019 tăng mạnh lên 918 tỷ đồng (+48,1% yoy), chủ yếu nhờ vào khối lượng tiêu thụ tăng vọt 52% yoy lên mức 246.538 lớp. Dù DRC thật sự đã nâng giá bán trung bình các sản phẩm thêm 5% từ giữa tháng 4 năm nay, giá bán trung bình của lớp bias vẫn bị giảm 2,6% yoy xuống còn 3,7 triệu đồng/lớp do cơ cấu sản phẩm kém khả quan. Theo ước tính của chúng tôi, BLN gộp mảng lớp radical được mở rộng một cách

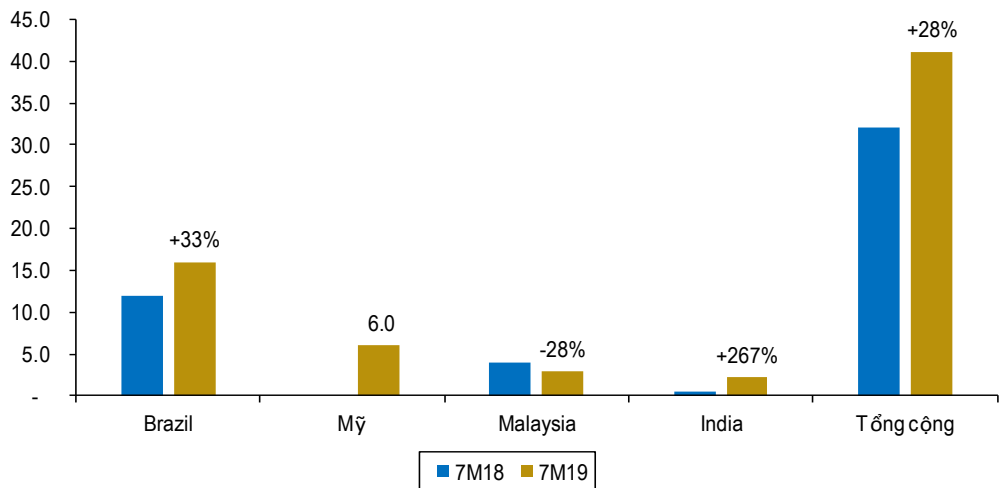
Ổn định lên 4,5% trong 1H19 so với mức 1,1% trong 1H18 chủ yếu là bởi tỷ lệ huy động được nâng từ 75% trong 1H18 lên 82% trong nửa đầu 2019.

**Lốp xe đạp và xe máy (14% doanh thu thuần 1H19): lượng tiêu thụ tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng doanh thu.** Doanh thu bán hàng mảng lốp xe đạp và xe máy trong 1H19 lần lượt đạt 178,4 tỷ đồng (+8,4% yoy) và 80,2 tỷ đồng (+6% yoy), chủ yếu do lượng tiêu thụ lốp xe máy và xe đạp tăng thêm 9,5% và 8,8%. Chúng tôi lưu ý rằng DRC đã nâng giá bán trung bình các sản phẩm xe máy và xe đạp thêm 8%.

**Các sản phẩm khác (5% doanh thu thuần 1H19).** Doanh thu các sản phẩm khác đạt 109,4 tỷ đồng (-5% yoy); trong đó doanh số mảng lốp bán radical (sản phẩm mới) đạt 524 lốp (700 triệu đồng) trong nửa đầu năm 2019.

**Xuất khẩu theo từ quốc gia: Brazil tiếp tục là thị trường lớn nhất, Mỹ nổi lên là thị trường mới giàu tiềm năng.** Về mặt địa lý, thị trường xuất khẩu chính của công ty trong 7 tháng đầu 2019 gồm có Brazil (39% tổng doanh thu xuất khẩu), Mỹ (15%), Malaysia (7%), Myanmar (6%) và Ấn Độ (5%). Đáng chú ý, DRC đã bắt đầu xuất khẩu khoảng 10.000 lốp radial/tháng sang Mỹ kể từ tháng 4, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng sẽ tiếp tục nâng cao con số này sau khi điều chỉnh việc cung cấp sản phẩm nhằm đáp ứng các quy định của nước Mỹ trong tương lai.

**Hình 8: Kết quả XK 7T19 sang các thị trường xuất khẩu chính của DRC**



Nguồn: DRC; BVSC

Chi phí hoạt động (chi phí bán hàng và quản lý) trên doanh số thuần là 4,7% trong 1H19, đi ngang so với 1H18. Theo đó, biên lợi nhuận hoạt động nửa đầu 2019 đạt 7,7% so với 7,9% cùng kỳ 2018.

**Chi phí tài chính ròng nửa đầu 2019 tăng lên 39 tỷ đồng (+10.2% yoy), tuy vậy vẫn thấp hơn nhiều so với mức tăng trưởng doanh thu;** trong đó, chi phí lãi vay đi ngang. Điều này cho thấy, những thay đổi trong chi phí tài chính bắt nguồn từ chiết khấu thanh toán và các khoản lỗ ngoại hối. LNST sau CĐTS cũng được hỗ trợ khi không phải chịu một lần các khoản truy thu và phạt thuế TNDN phát sinh trong quý 2 2018.

Tựu chung lại, LNST sau CĐTS trong 1H19 của công ty đạt 87,9 tỷ đồng (+17% yoy), tương ứng với BLN ròng là 4,6% so với mức 4,5% cùng kỳ 2018.

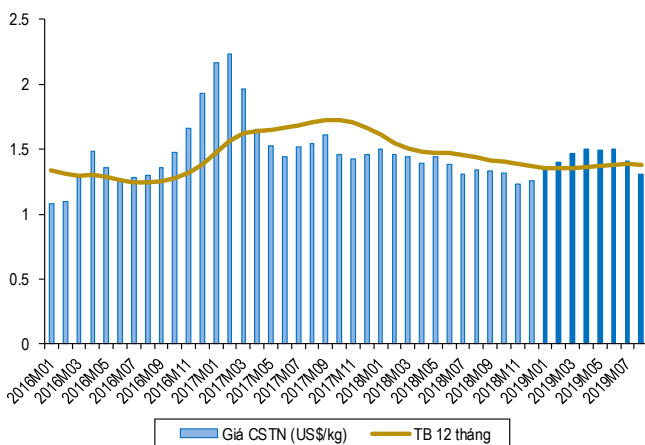
**Bảng cân đối kế toán lành mạnh: củng cố vị thế tiền mặt; đòn bẩy thấp hơn.** Tổng tài sản của DRC tính đến cuối 1H19 là 2.748 tỷ đồng (-3% yoy); trong đó tiền mặt và khoản tương đương tiền là 128,5 tỷ đồng (+157% yoy; 4,8% tổng tài sản). Nợ ngắn và dài hạn của công ty lần lượt là 616,8 tỷ đồng (-12,7% yoy) và 192,2 tỷ đồng (-21,5% yoy). Theo đó đòn bẩy của DRC thấp hơn với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,53 lần và 0,29 lần.

**Giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi hỗ trợ mở rộng BLN gộp 2H19**

**Cao su thiên nhiên (35% chi phí nguyên liệu đầu vào).** Giá cao su thiên nhiên tăng đáng kể trở lại 8,6% yoy lên 1,501 USD/ kg tính đến tháng 6 năm 2019 từ mức 1.381 USD/kg trong tháng 6, 2018. Việc tăng giá chủ yếu do nguồn cung suy giảm khi Thái Lan, Malaysia và Indonesia (chiếm khoảng 70% tổng nguồn cung cao su thế giới) bắt đầu chương trình cắt giảm 240.000 tấn cao su xuất khẩu trong vòng 4 tháng từ tháng 4 2019 trong nỗ lực nâng giá cao su thiên nhiên toàn cầu. Từ góc nhìn sản xuất, Ngân hàng thế giới (WB) cho rằng những trở ngại vĩ mô (như là sự thiếu hụt nhân công và hạn hán ở Thái lan làm cây cao su chết non; bùng phát dịch bệnh Leptosphaeria tác động tiêu cực đến việc sản xuất ở Indonesia) đã làm sụt giảm sản lượng trong đầu năm 2019, là động lực làm tăng giá cao su suốt nửa đầu năm 2019.

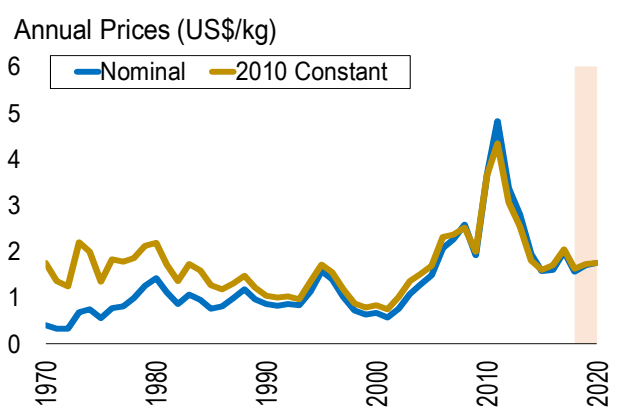
Tuy nhiên, giá cao su thiên nhiên đã giảm xuống còn 1,41 USD/kg (-6% mom) trong tháng 7 và 1,31 USD/ kg (-7,2% mom) trong tháng 8, phản ứng với việc Malaysia và Indonesia kết thúc chương trình cắt giảm xuất khẩu trong tháng 8 2019. Nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu có vẻ sẽ gia tăng khi Thái Lan sẽ kết thúc chính sách này vào tháng 9 2019. Theo đó chúng tôi kỳ vọng giá cao su duy trì ở mức thấp trong 2H19.

**Hình 9: Giá cao su TN thế giới tăng mạnh trong 1H19 nhưng có dấu hiệu hạ nhiệt trong 2H19**



Nguồn: World Bank; BVSC

**Hình 10: WB dự báo giá cao su sẽ tăng 3% trở lại trong 2020F**



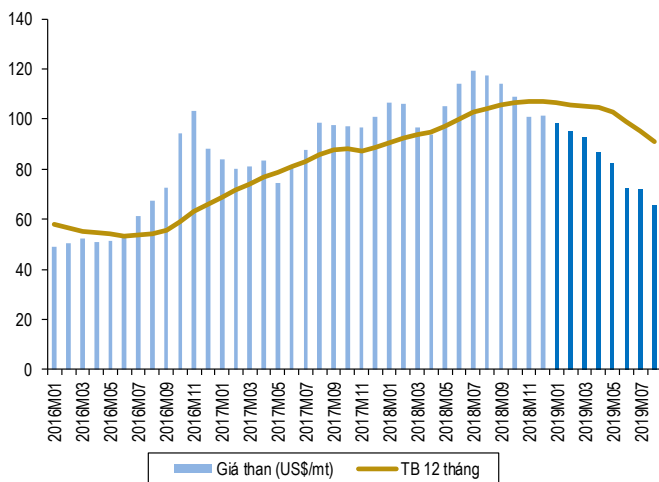
Nguồn: World Bank; BVSC

**WB dự phóng giá cao su thiên nhiên thế giới sẽ tăng 3% trở lại trong năm 2020 do nhu cầu tăng lên.** WB kỳ vọng gói kích thích tài khóa tại Trung Quốc cùng với việc nền kinh tế phát triển

giảm lãi suất dự kiến sẽ kích thích nhu cầu cao su thiên nhiên tăng cao hơn nữa. Về phía nguồn cung, chúng tôi tin rằng các yếu tố cung-cầu cơ bản của ngành cao su tự nhiên sẽ được cải thiện trong năm 2020 nhờ vào (1) sự sụt giảm sản lượng ở Thái Lan và Indonesia; và (2) việc bình thường hóa xuất khẩu. Chúng tôi lưu ý rằng, thông thường phải mất đến 7 năm để cây cao su đạt đến độ trưởng thành và có thể thu hoạch được trong vòng từ 20-25 năm sau đó. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sẽ không có rủi ro mở rộng sản xuất ít nhất là trong năm 2020. Với triển vọng giá cao su thiên nhiên kém khả quan cho sản xuất năm 2020 và mùa thu hoạch cao điểm của ngành vào Q4, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ dự trữ một lượng cao su vừa đủ trong nửa sau năm 2019 để phục vụ sản xuất trong năm 2020 và bảo đảm lợi nhuận. Phân tích độ nhạy của chúng tôi dự báo giá cao su tăng 1% trong năm 2020 hoặc không đổi sẽ làm giảm 4,5% LN ròng của Công ty năm 2020.

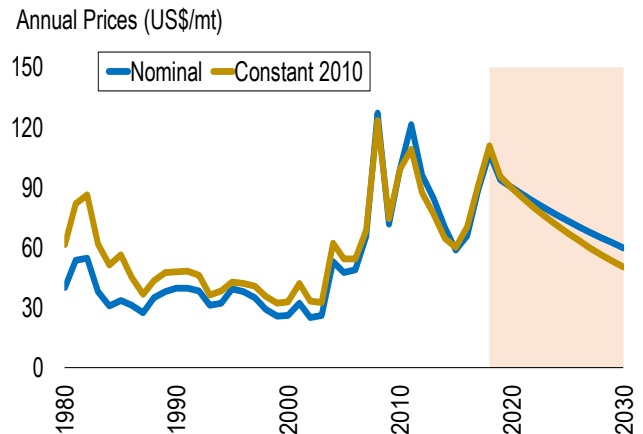
**Cao su tổng hợp (15% chi phí nguyên liệu đầu vào).** Những bằng chứng trong quá khứ cho thấy mối tương quan khá chặt chẽ giữa giá cao su tổng hợp và cao su thiên nhiên. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng giá cao su tổng hợp sẽ phục hồi tương đồng với dự báo giá cao su thiên nhiên tăng 3% trong năm 2020.

**Hình 11: Giá than đá toàn cầu vẫn thấp trong 1H19 do nhu cầu của Trung Quốc sụt giảm**



Nguồn: World Bank; BVSC

**Hình 12: WB giữ quan điểm kém lạc quan đối với giá than thế giới trong thời gian tới**



Nguồn: World Bank; BVSC

**Giá than đen và hóa chất (15% chi phí nguyên liệu đầu vào).** Chúng tôi nhấn mạnh rằng giá than đen thấp hơn trong 1H19 là một trong những yếu tố thúc đẩy mở rộng BLN gộp trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên tăng. WB vẫn giữ quan điểm cho rằng giá than đá thế giới sẽ tiếp tục giảm và kỳ vọng giá sẽ tăng phần nào lên mức trung bình 94 USD/tấn vào năm 2019, giảm 12,1% yoy. Điều này được thúc đẩy bởi nhu cầu suy giảm từ Trung Quốc (nước tiêu thụ than nhiều nhất thế giới) thất bại bảo vệ môi trường và cắt giảm sản lượng các ngành công nghiệp nặng như thép mà xi măng; và (2) xu hướng chuyển dịch từ than đá sang khí tự nhiên. Chúng tôi không kỳ vọng giá than đen sẽ cải thiện trước năm 2020. Phân tích độ nhạy của chúng tôi dự báo việc giá than đen và hóa chất tăng thêm 1% sẽ dẫn tới LNST trừ thiếu số của công ty giảm đi 1,4%, giả định các yếu tố khác không đổi.

## Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng giảm áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc trong thời gian tới

**Brazil áp thuế chống bán phá giá lên lốp xe tải nhập khẩu có nguồn gốc từ Trung Quốc, từ 1,12 USD tới 2,29 USD mỗi kg.** Việc áp thuế có hiệu lực từ ngày 4/5/2015, áp dụng trong 5 năm. Như vậy, việc áp thuế này sẽ chấm dứt vào ngày 4/5/2020. Tuy nhiên, theo chúng tôi nhận mạnh rằng Chính phủ Brazil bắt đầu áp thuế chống bán phá giá lên mặt hàng lốp xe tải Trung Quốc từ năm 2008 và đã gia hạn nhiều lần. Chúng tôi tin rằng bất kỳ sự gia hạn nào cũng có lợi cho hoạt động xuất khẩu lốp radical sang thị trường Brazil của DRC.

**Ấn Độ đã áp một mức thuế nhập khẩu từ 12%-18% lên lốp xe tải, lốp xe buýt radical (TBR) của Trung Quốc kể từ 2017.** Tháng 6, 2019, chính phủ Ấn Độ đã áp thêm (1) thuế chống trợ cấp (CVD) lên loại lốp radical khí nén trong vòng 5 năm; và (2) thuế chống bán phá giá lên lốp TBR của Trung Quốc trong khoảng từ 18%-22%.

**Chính sách áp thuế chống trợ cấp (20,98%-63,34%) và thuế chống bán phá giá (9%-22,57%) của Mỹ lên loại lốp TBR có hiệu lực từ ngày 19/9/2019.** Theo BVSC, điều này sẽ tạo cơ hội cho DRC mở rộng chỗ đứng trên thị trường Mỹ, đặc biệt là trong bối cảnh leo thang của cuộc thương chiến Mỹ-Trung.

**Chúng tôi thấy được rủi ro cạnh tranh tiềm ẩn cả trong thị trường nội địa lẫn xuất khẩu trong dài hạn mà DRC có thể gặp phải.** Theo ban lãnh đạo của DRC, các nhà sản xuất lốp của Trung Quốc đang chuyển hướng sản xuất sang các nước trong khu vực như Thái Lan và Việt Nam không chỉ nhằm thay đổi xuất xứ sản phẩm mà còn làm bắt kịp nhu cầu gia tăng nội địa tại các quốc gia này. Ví dụ, hiện có hai dự án lốp quy mô lớn đang triển khai ở Việt Nam: (1) Lốp radial ACTR (Tổng đầu tư: 280 triệu đô; Tây Ninh) và (2) Advance Vietnam Tire (Tổng đầu tư: 214 triệu đô; Tiền Giang). Trong đó, dự án Advance Vietnam Tire sở hữu công suất sản xuất radical 1,2 triệu lốp mỗi năm, lớn hơn nhiều so với công suất của DRC là 600.000 lốp mỗi năm.

## Triển vọng: LN ròng giai đoạn 2018-21F dự báo đạt mức tăng trưởng kép 34%/ năm

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS cả năm 2019 của Công ty đạt lần lượt 4.120 tỷ đồng (+16,0% yoy) và 229,3 tỷ đồng (+62,7% yoy).

*Dự báo của chúng tôi được hỗ trợ bởi các giả định chính sau:*

1. Doanh thu lốp bias năm 2019 là 1.341,1 tỷ đồng (-1,4% yoy) do (i) khối lượng tiêu thụ giảm 5% yoy và (ii) giá bán trung bình tăng 3,8% yoy, nhờ vào đợt tăng giá của công ty trong giữa tháng 4 năm nay.
2. Doanh thu lốp radial năm 2019 là 1.971,3 tỷ đồng (+38% yoy), nhờ vào (i) lượng tiêu thụ tăng mạnh lên 529.421 lốp (+40,9% yoy; ứng với tỷ suất huy động 88,2% trong cả năm 2019 từ

mức 62,6% cả năm 2018) và (ii) Giá bán bình quân ở mức 3,72 triệu/ lớp (-2,1% yoy), không thay đổi so với mức nửa đầu năm 2019.

3. Các sản phẩm khác đóng góp 807,9 tỷ đồng (+6% yoy) vào doanh thu trong năm 2019.
4. BLN gộp chung cả năm 2019 của DRC tăng lên 13,7% so với mức 12,1% của cả năm 2018 do giá nguyên liệu thuận lợi. Cụ thể, chúng tôi giả định giá cao su thiên nhiên/tổng hợp/than đen và hóa chất giảm lần lượt 2%/2%/1% yoy.
5. Chi phí hoạt động/doanh số thuần ở mức 4,7% năm 2019, đi ngang so với năm 2018.
6. Chi phí tài chính thuần thấp hơn 84 tỷ đồng (-3% yoy).

Tựu chung lại, chúng tôi dự phóng LNST sau CĐTS cả năm 2019 của công ty đạt 229,3 tỷ đồng (+62,7% yoy). Lợi nhuận ròng 2019 đạt 208,6 tỷ đồng (+62,7% yoy) sau khi điều chỉnh các khoản thưởng và quỹ phúc lợi. Tương ứng mức EPS cơ bản và EPS điều chỉnh là 1903 đồng/ cổ phiếu và 1.756 đồng/ cổ phiếu.

**Chúng tôi dự phóng LNST sau CĐTS giai đoạn 2018-21F đạt 34%/ năm.** Chúng tôi kỳ vọng Công ty duy trì triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực: 62,7% yoy năm 2019; 12,2% yoy năm 2020, chủ yếu được thúc đẩy bởi tỷ lệ huy động cao hơn của Nhà máy sản xuất lớp radical; và 32,7% yoy năm 2021, dự kiến giảm chi phí khấu hao (lịch trình khấu hao 7 năm của Nhà máy radical Giai đoạn 1 sẽ kết thúc vào năm 2020). Với chi phí vốn đầu tư giai đoạn 1 cao hơn nhiều (1.864 tỷ đồng), BVSC tin rằng việc chấm dứt khấu hao giai đoạn 1 sẽ có tác động tích cực hơn lên kết quả kinh doanh so với giai đoạn 2 (450 tỷ đồng). Theo chúng tôi, điều này sẽ lần lượt mở đường cho công ty duy trì hoặc thậm chí củng cố chính sách cổ tức nhất quán và hấp dẫn trong tương lai.

**Hình 14: Dự báo KQKD 3 năm từ 2019-2021 của DRC**

	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần (triệu đồng)</b>	<b>3.551.098</b>	<b>4.120.162</b>	<b>4.465.363</b>	<b>4.525.530</b>
Tăng trưởng doanh thu thuần %	-3,2%	16,0%	8,4%	1,3%
<b>LNST trừ thiểu số (triệu đồng)</b>	<b>140.949</b>	<b>229.260</b>	<b>257.137</b>	<b>341.217</b>
LNST trừ thiểu số điều chỉnh (triệu đồng)	128.264	208.626	233.995	310.508
Tăng trưởng LN ròng %	-15,1%	62,7%	12,2%	32,7%
BLN gộp chung%	13,7%	14,1%	16,3%	16,2%
BLN gộp sản phẩm bias truyền thống%	21,4%	21,6%	21,5%	21,5%
BLN gộp lớp radical%	2,6%	4,8%	6,1%	10,8%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	1.187	1.930	2.165	2.872
DPS (VNĐ/cổ phiếu)	900	1.000	1.500	2.000

Nguồn: BVSC dự báo



## Định giá

Chúng tôi kết hợp phương pháp (i) Chiết khấu dòng tiền - DCF (tỷ trọng 30%) và (ii) EV/EBITDA (tỷ trọng 70%) để xác định giá trị vốn chủ sở hữu hợp lý của DRC. Chúng tôi để tỷ trọng phương pháp DCF nhỏ hơn vì các nhà sản xuất lốp xe thường có hoạt động kinh doanh không ổn định, rất nhạy cảm đối với các yếu tố như giá cao su thiên nhiên, tổng hợp, than đen và tỷ suất ngoại hối. Trong khi đó, khả năng định giá bán của DRC cũng hạn chế do hoạt động kinh doanh chủ yếu tập trung vào các sản phẩm tầm thấp khiến cho việc nâng giá để đảm bảo lợi nhuận gặp khó khăn một khi giá nguyên liệu đầu vào tăng. Điều này làm giảm độ tin cậy cho các dự báo dài hạn của BVSC vì vậy nên hiệu quả của phương pháp định giá DCF là không cao. Mặt khác, BVSC tin rằng phương pháp EV/EBITDA là phương pháp phù hợp nhất để định giá DRC, vì EBITDA cung cấp một bức tranh rõ ràng hơn về hiệu quả hoạt động của công ty, giúp loại đi các chi phí nợ vay, sự khác biệt giữa các phương pháp hạch toán kế toán (kế hoạch khấu hao, các loại thuế). Theo đó, giá kỳ vọng 1 năm mà chúng tôi tính được là **28,655 VNĐ/cổ phiếu**, lợi nhuận kỳ vọng 21% và mức P/E và EV/EBITDA hợp lý cả năm 2020 lần lượt là 13,3 lần và 6,2 lần.

### Hình 15: Tóm tắt định giá DRC:

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng %	Kết quả
DCF	27.808	30%	8.342
EV/EBITDA	29.018	70%	20.312
<b>Giá mục tiêu 1 năm (VNĐ/cổ phiếu)</b>			<b>28.655</b>
<b>Lợi nhuận kỳ vọng %</b>			<b>21%</b>

**Phương pháp EV/EBITDA:** Chúng tôi áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 7,1 lần vào năm 2019 và 6,2x vào năm 2020 (mức trung bình của các cty cùng ngành trong khu vực) để định giá DRC.

### Hình 16: Tóm tắt định giá EV/EBITDA:

triệu đồng	2019F	2020F
EV/EBITDA	7,1x	6,2x
EBITDA	603.837	655.212
EV	4.287.245	4.062.312
Trừ: Nợ	932.413	917.258
Cộng: Tiền mặt	148.694	245.620
<b>Giá trị vốn CSH tương ứng</b>	<b>3.503.527</b>	<b>3.390.673</b>
<b>Trung bình</b>		<b>3.447.100</b>
SL cổ phiếu lưu hành		118.792.605
<b>Giá mục tiêu theo EV/EBITDA (VNĐ/cổ phiếu)</b>		<b>29.018</b>

**Phương pháp DCF:** Giả định chính: (1) tốc độ tăng trưởng cuối: 0,5%; và (2) tỷ lệ chiết khấu: 13,2%.

**Hình 17: Định giá DRC theo DCF**

Triệu đồng	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Dòng tiền tự do doanh nghiệp	300.828	346.996	425.118	449.943	488.692	560.028
Giá trị cuối						4.431.141
<b>PV of FCFF</b>	<b>290.543</b>	<b>296.049</b>	<b>320.402</b>	<b>299.565</b>	<b>287.419</b>	<b>2.593.163</b>
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>4.087.141</b>					
Trừ: Nợ	(932.413)					
Cộng: Tiền mặt	148.694					
<b>Giá trị vốn CSH tương ứng</b>	<b>3.303.423</b>					
SL cổ phiếu lưu hành	118.792.605					
<b>Giá mục tiêu theo DCF</b>	<b>27.808</b>	<b>VND/cp</b>				

## Khuyến nghị

DRC đóng cửa tại mức giá tại 23.750 đồng/cổ phiếu, giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2019 và 2020 lần lượt là 6,0 lần và 5,3 lần, khá hấp dẫn so với trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực là 7,1 lần cho năm 2019 và 6,2 lần năm 2020. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá kỳ vọng 1 năm là **28.655 đồng/cổ phiếu**, ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng 20,7% cùng với tỷ lệ P/E hợp lý và tỷ lệ EV/EBITDA hợp lý năm 2020 là 13,2 lần và 6,2 lần.

**Điểm tích cực chính:** (1) Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong trung hạn: KQKD nửa cuối năm 2019 được dự kiến tích cực do những thuận lợi về giá nguyên liệu đầu vào, triển vọng lợi nhuận ròng trong trung hạn của DRC (với tỷ lệ tăng trưởng LNST kép giai đoạn 2018-2021 là 34%/năm) được thúc đẩy nhờ vào tỷ suất huy động Nhà máy sản xuất lớp radical cao hơn và việc kết thúc 7 năm khấu hao của Nhà máy lớp radical – Giai đoạn 1 vào cuối năm 2020; (2) Chính sách cổ tức tiền mặt nhất quán dự kiến sẽ tăng cường nhờ triển vọng kinh doanh khả quan; (3) Hoạt động xuất khẩu bền vững giải tỏa áp lực cạnh tranh từ các sản phẩm Trung Quốc ở cả thị trường nội địa lẫn xuất khẩu; và (4) Lớp radical cho xe tải nhẹ (LTR; sản phẩm mới phù hợp cho dòng xe tải Euro 4) được kỳ vọng sẽ được tung ra thị trường trong đầu năm tới là động lực tăng trưởng mới của Công ty trong thời gian tới.

**Rủi ro đối với khuyến nghị của chúng tôi:** (1) Biến động giá nguyên liệu đầu vào; và (2) Sự cạnh tranh khốc liệt hơn đến từ các sản phẩm Trung Quốc ở cả thị trường trong nước và thị trường xuất khẩu ngoài Mỹ.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu	3.551	4.120	4.465	4.526
Giá vốn	3.120	3.555	3.837	3.786
Lợi nhuận gộp	431	565	628	740
Doanh thu tài chính	12	14	13	15
Chi phí tài chính	98	98	96	95
Lợi nhuận sau thuế	141	229	257	341

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	51	149	246	349
Các khoản phải thu ngắn hạn	315	444	543	600
Hàng tồn kho	846	889	1.013	1.041
Tài sản cố định hữu hình	1.512	1.343	1.173	1.100
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.833</b>	<b>2.943</b>	<b>3.089</b>	<b>3.203</b>
Nợ ngắn hạn	707	707	707	707
Nợ dài hạn	245	226	211	198
Vốn chủ sở hữu	1.525	1.670	1.788	1.927
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.833</b>	<b>2.943</b>	<b>3.089</b>	<b>3.203</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3,2%	16,0%	8,4%	1,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-15,1%	62,7%	12,2%	32,7%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,1%	13,7%	14,1%	16,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,0%	5,6%	5,8%	7,5%
ROA (%)	5,0%	7,9%	8,5%	10,8%
ROE (%)	8,8%	13,3%	13,8%	17,3%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,62	0,56	0,51	0,47
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,34	0,32	0,30	0,28
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.187	1.930	2.165	2.872
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.839	14.060	15.048	16.221

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản, Hàng tiêu dùng

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Điện

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888