

## Ngành Săm lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 12, 2019

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND/CP) **29.300**

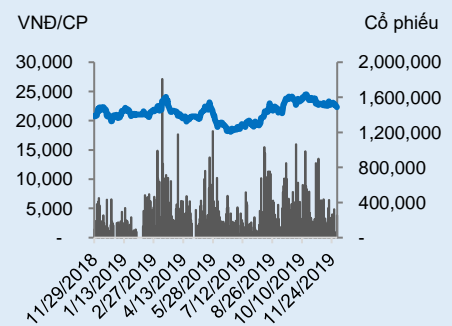
Giá thị trường (02/12/2019) 22.300

Lợi nhuận kỳ vọng **31,5%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	18,100-24,500
Vốn hóa	2.649 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	118,792,605
KLGD bình quân 10 ngày	245,061
% sở hữu nước ngoài	23%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	VND900
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4.0%

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	6.2%	-2.0%	4.7%	18.3%
VN-Index	7.6%	-6.3%	-1.1%	1.3%

## Kỳ vọng KQKD 4Q19 tăng trưởng tốt; Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trung hạn tích cực

- DRC công bố KQKD 3Q19 tăng trưởng khả quan hơn mức kỳ vọng: Doanh thu thuần đạt 971 tỷ đồng (+9% yoy) và LNTT đạt 102 tỷ đồng (+163% yoy). Động lực tăng trưởng chính: (1) Tiêu thụ lốp radial tốt; (2) BLN gộp mở rộng; và (3) Chi phí hoạt động và chi phí tài chính được kiểm soát tốt.
- Lũy kế 9T19, doanh thu thuần đạt 2.891 tỷ đồng (+13% yoy), LNTT tăng mạnh lên mức 212 tỷ đồng (+59,4% yoy). Theo đó, DRC đã lần lượt hoàn thành 74% và 135% kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận cả năm 2019 của Công ty.
- Trong khi sản lượng lốp bias duy trì ở mức thấp, các sản phẩm khác đều mang lại kết quả tốt: (1) Doanh thu lốp radial tăng mạnh 47% yoy, đóng góp một nửa doanh thu 9T 2019; và (2) Các sản phẩm cho xe gắn máy và xe đạp duy trì đà tăng trưởng. Nhờ vào giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi, giá bán ổn định và gia tăng tỷ suất huy động tại Nhà máy sản xuất lốp radial, BLN gộp của các mảng sản phẩm chính được mở rộng.
- Tính đến cuối Q3/2019, Brazil vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của DRC, trong khi Mỹ nổi lên là thị trường xuất khẩu mới đầy tiềm năng trong tương lai.
- Nhờ dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh trong kỳ, DRC tiếp tục cắt giảm nợ vay xuống 661 tỷ đồng (-30% YTD). Đòn bẩy thấp hơn nhiều với mức D/E và D/A lần lượt là 0,41 lần và 0,26 lần.
- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần cả năm 2019 của DRC đạt 4.033 tỷ đồng (+13,6% yoy) và LNST trừ CĐTS đạt 232,3 tỷ đồng (+64,9% yoy). Chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ có thêm một quý nữa kinh doanh thành công với doanh thu thuần và LNTT dự kiến Q4/2019 lần lượt đạt 1.143 tỷ đồng (+14,3% yoy) và 78,3 tỷ đồng (+88,7% yoy). Dự báo triển vọng trong tương lai đạt mức tăng trưởng kép giai đoạn 2018-21F đạt 36% LNST trừ CĐTS: 13,9% trong năm 2020 (được thúc đẩy bởi tỷ lệ huy động tại Nhà máy sản xuất lốp radical cao hơn) và 32,5% năm 2021 (nhờ sụt giảm chi phí khấu hao).

**Khuyến nghị:** DRC đóng cửa tại mức giá 22.800 đồng/ cổ phần vào ngày 2/12/2019, giao dịch tại mức 2019F/20F EV/EBITDA lần lượt là 5,6 lần và 4,9 lần, khá hấp dẫn so với bình quân của các đối thủ trong ngành là 7,1 lần trong năm 2019 và 6,2 lần trong 2020. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với mức giá mục tiêu 1 năm là **29.300 đồng/CP**, ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 31,5% và mức P/E và EV/EBITDA hợp lý năm 2020 lần lượt là 13,2 lần và 6,2 lần. Điểm tích cực chính:

- Triển vọng tăng trưởng KQKD tích cực trong trung hạn: Trong khi chúng tôi đang kỳ vọng vào KQKD khả quan trong Q4/2019, triển vọng tăng trưởng lợi nhuận ròng trong trung hạn của DRC (CAGR 2018-21F dự báo đạt 36%) được thúc đẩy bởi tỷ suất huy động cao hơn từ Nhà máy sản xuất lốp radial và chấm dứt khấu hao Giai đoạn 1 vào cuối năm 2020. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ mở đường cho DRC củng cố chính sách cổ tức nhất quán và hấp dẫn trong tương lai.
- Hoạt động xuất khẩu phát triển sẽ làm dịu đi áp lực cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm Trung Quốc cả thị trường trong nước và xuất khẩu thời gian tới.
- Việc Vinachem thoái vốn xuống còn 36% là động lực hỗ trợ cổ phiếu DRC trong dài hạn.

Chuyên viên phân tích

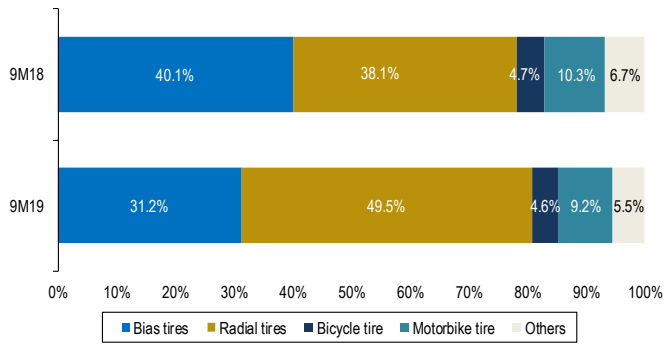
**Trần Đăng Mạnh**

(84 8) 3914.6888 ext 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

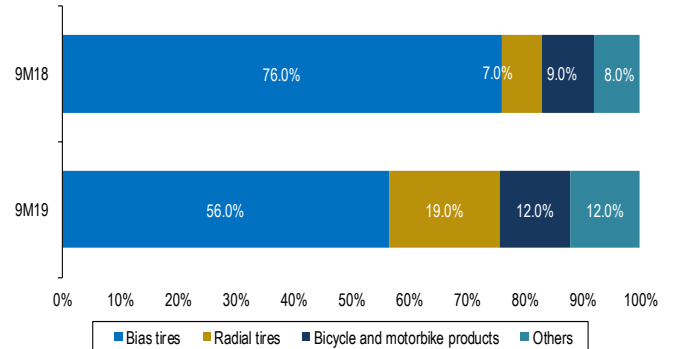
## BIỂU ĐỒ CHÍNH

**Hình 1: Cơ cấu doanh thu DRC: lớp radial hiện đóng góp một nửa doanh thu cho công ty; lớp bias duy trì mức thấp**



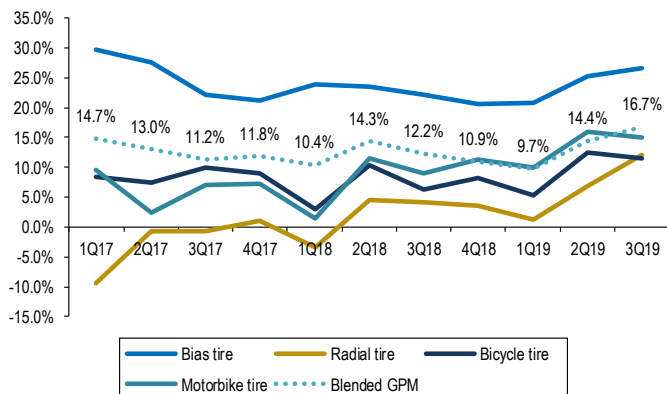
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 2: Cơ cấu BLN gộp DRC: Lớp bias vẫn đóng góp BLN lớn nhất, đóng góp BLN gộp các sản phẩm chủ chốt đều tăng**



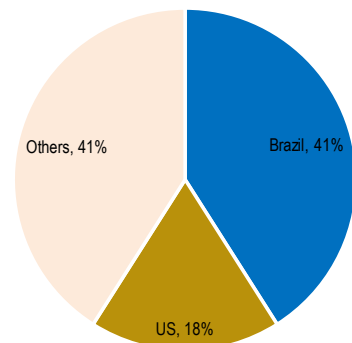
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 3: Biến động BLN gộp giữa các sản phẩm cốt lõi của DRC; BLN gộp chung đạt mức cao mới trong giai đoạn FY17-19**



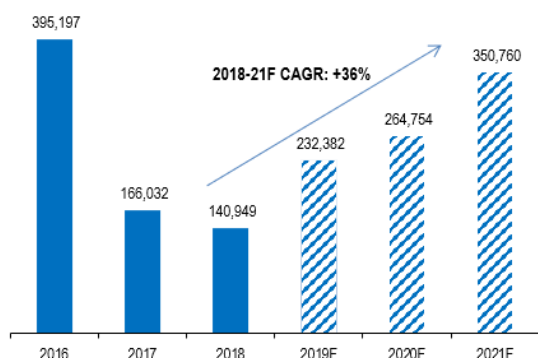
Nguồn: DRC, BVSC

**Hình 4: Hoạt động xuất khẩu đẩy mạnh: Brazil vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất; Mỹ là thị trường xuất khẩu mới đầy tiềm năng trong tương lai**



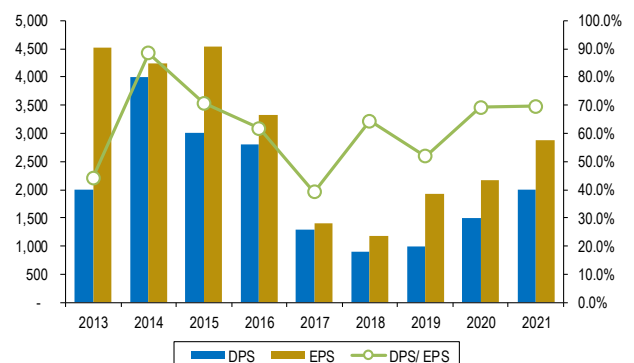
Nguồn: DRC, BVSC; số liệu 9T19

**Hình 5: Triển vọng KQKD tăng trưởng mạnh nhờ tỷ suất huy động cao từ cơ sở sản xuất lớp radical và kết thúc khấu hao Giai đoạn 1...**



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

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



Nguồn: DRC, BVSC

## KQKD 9T19 khả quan nhờ tiêu thụ lốp radial tăng mạnh cùng với BLN gộp mở rộng mạnh mẽ

DRC công bố KQKD 3Q19 tăng trưởng khả quan hơn mức kỳ vọng: Doanh thu thuần đạt 971 tỷ đồng (+9% yoy) và LNTT đạt 102 tỷ đồng (+163% yoy). Động lực tăng trưởng chính (1) Doanh thu lốp radial tăng trưởng; (2) BLN gộp mở rộng; và (3) Chi phí hoạt động và chi phí tài chính được kiểm soát tốt. Lũy kế 9T19, doanh thu thuần đạt 2.890,6 tỷ đồng (+13,3% yoy), LNTT tăng mạnh lên mức 212,2 tỷ đồng (+59,4% yoy). Theo đó, DRC đã lần lượt hoàn thành 73,8% và 134,8% kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận cả năm 2019 của Công ty.

**Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm 9T19 tích cực: lốp radial đóng góp nhiều hơn; lốp xe đạp và xe máy tăng trưởng ổn định trong khi lượng tiêu thụ lốp bias giảm tốc. BLN gộp của các sản phẩm lốp bias và radical đều mở rộng mạnh mẽ.**

**Hình 7: Cơ cấu doanh thu 9T19 của DRC:**

	9T19	9T18	YoY
Lốp bias	902.716	1.022.379	-11,7%
Lốp radial	1.431.908	973.236	47,1%
Lốp xe đạp	131.546	120.949	8,8%
Lốp xe máy	266.098	263.113	1,1%
Khác	158.348	171.883	-7,9%
<b>Tổng</b>	<b>2.890.616</b>	<b>2.551.560</b>	<b>13,3%</b>

Nguồn: DRC, BVSC

**Lốp bias (31% doanh thu thuần 9T19): sản lượng tiêu thụ và giá bán trung bình giảm tốc.** Doanh thu lốp bias trong 9T19 là 902,7 tỷ đồng (-11,7% yoy), do (i) Sản lượng tiêu thụ thấp 456.548 lốp (-8,1% yoy) và (ii) Giá bán trung bình giảm còn 1,98 triệu đồng/lốp (-3,9% yoy). Chúng tôi giữ quan điểm cho rằng nhu cầu lốp bias thấp chủ yếu do (1) Sự chuyển dịch cấu trúc đang diễn ra từ lốp bias truyền thống sang lốp radical và (2) Áp lực cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm giá rẻ của Trung Quốc.

**Lốp radial (50% doanh thu thuần 9T19): yếu tố thay đổi cục diện KQKD 9T19.** Doanh thu lốp radical 9T19 đạt 1.432 tỷ đồng (+47,1% yoy), chủ yếu nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng vọt lên 383.305 lốp (+50,6% yoy). Bên cạnh đó, giá bán trung bình giảm đôi chút xuống mức 3,74 triệu đồng/lốp (-2,3% yoy), do cơ cấu sản phẩm không thuận lợi, lưu ý rằng DRC đã tăng 5% giá các sản phẩm lốp radical từ giữa tháng 8 năm nay. Sản lượng tiêu thụ lốp radial trung bình theo tháng kể từ đầu năm tới nay là 42.589 lốp, ứng với tỷ suất huy động 9T19 là 85% so với 82% cuối 1H19, hỗ trợ tối ưu hóa chi phí sản xuất cố định.

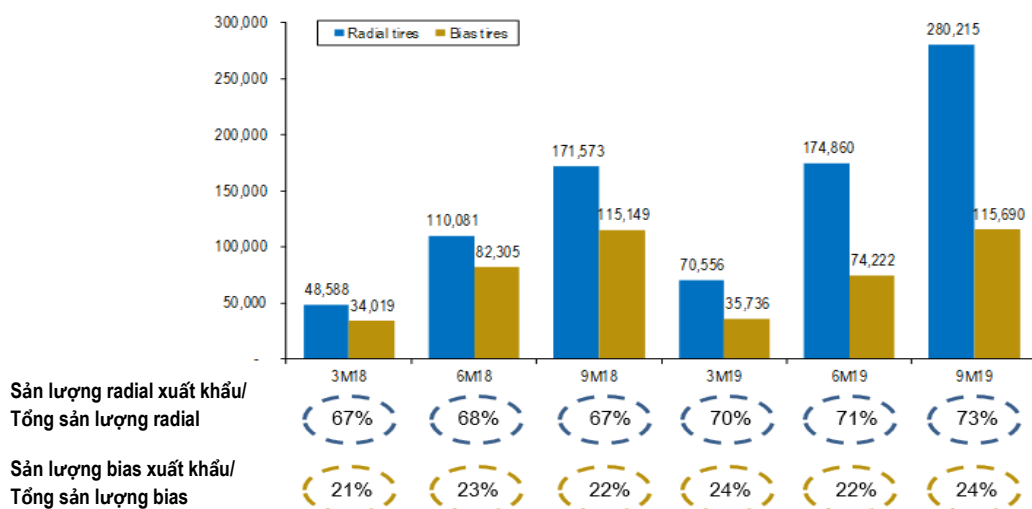
**Lốp xe máy và xe đạp (14% doanh thu thuần 9T19): lốp xe máy đi ngang; lốp xe đạp tăng trưởng ổn định với doanh thu tăng trưởng một chữ số cao.** Doanh thu lốp xe máy và xe đạp trong 9T19 lần lượt đạt 266,1 tỷ đồng (+1,1% yoy) và 131,5 tỷ đồng (+8,8% yoy), phần lớn nhờ vào tăng trưởng sản lượng tiêu thụ (lốp xe máy: +3,7% yoy; lốp xe đạp: +7,4% yoy).

**Hoạt động xuất khẩu 9T19 ổn định: Brazil vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Công ty, Mỹ là thị trường mới nổi giàu tiềm năng trong tương lai.** Doanh thu xuất khẩu 9T19 tăng trưởng mạnh,

đạt 51,6 triệu đô (+37,5% yoy), trong đó, các sản phẩm radical là động lực tăng trưởng chính (Tỷ lệ doanh thu xuất khẩu lốp bias/ radial trong 9T19 là 20:80).

- Sản lượng lốp radial xuất khẩu trong 9T19 tăng vọt 63,3% yoy lên mức 280.215 lốp, chiếm 73% tổng sản lượng tiêu thụ lốp radial. Trong khi đó, sản lượng xuất khẩu lốp bias là 115.690 lốp, đi ngang so với cùng kỳ, chiếm 24% tổng sản lượng tiêu thụ lốp bias 9T19.
- Top 4 thị trường xuất khẩu của DRC gồm có Brazil, Mỹ, Myanmar và Malaysia. Trong đó, Brazil vẫn là thị trường xuất khẩu lớn nhất, chiếm 41% doanh thu xuất khẩu trong 9T19 của Công ty. Công ty bắt đầu xuất khẩu sang thị trường Mỹ từ tháng 4 năm nay, nổi lên là thị trường xuất khẩu lớn thứ hai, chiếm 18% doanh thu xuất khẩu 9T19.

**Hình 8: Cơ cấu doanh thu xuất khẩu theo sản phẩm của DRC: xuất khẩu lốp radical tăng trưởng tốt, xuất khẩu lốp bias đi ngang trong 9T19**



Nguồn: DRC, BVSC

**Biên lợi nhuận gộp (BLNG) 9T19 mở rộng đáng kể lên 13,6% từ mức 12,4% trong 9T18.** Cụ thể, BLNG mở rộng đáng kể từ 9,7%/ 14,4% trong 1Q19/ 2Q19 lên mức 16,7% trong 3Q19, chúng tôi cho rằng là do những yếu tố sau: (1) Giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi: cao su thiên nhiên/cao su tổng hợp/than đen đều giảm giá trong kỳ; trong khi giá bán được cải thiện vì công ty có thể tăng giá bán từ 5%-8% kể từ tháng 4; và (2) Cùng cố tỷ suất huy động các cơ sở sản xuất lốp radical. BLNG mở rộng ở 2 mảng sản phẩm cốt lõi như sau:

- BLNG lốp bias mở rộng đáng kể từ 20,7%/ 25,3% trong 1Q19/ 2Q19 lên 26,6% trong 3Q19 so với mức 22,1% trong 3Q18.
- BLNG lốp radial cũng mở rộng nhanh chóng từ 1,2%/ 6,8% trong 1Q19/ 2Q19 lên mức 12,0% trong 3Q19 so với 4,2% trong 3Q18.

**Kiểm soát chi phí hoạt động tốt, ở mức 4,7% doanh thu thuần, đi ngang so với 9T18.** Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp trong 9T19 là 135,2 tỷ đồng, tăng 13,3% yoy, tương ứng với tăng trưởng doanh thu 9T19 của công ty. Do đó, biên lợi nhuận hoạt động là 8,9%, tăng mạnh 120 điểm cơ bản từ mức 7,7% trong 9T18.

**Chi phí tài chính ròng cắt giảm còn 54 tỷ đồng (-14,4% yoy)**, nhờ vào (i) Thu nhập lợi tức tăng 20,9% và (ii) Chi phí tài chính giảm 10,7%, trong đó chi phí lãi vay giảm 12,1% yoy, lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh còn 2,7 tỷ đồng (-81,1% yoy) trong khi chiết khấu thanh toán tăng lên mức 27,2 tỷ đồng (+40,2% yoy).

**Tụ chung lại, LNTT 9T19 tăng trưởng mạnh lên 212,2 tỷ đồng (+59,4% yoy), LNST trừ CĐTS tăng vọt lên 169,8 tỷ đồng (+60,0% yoy).** Tương ứng, biên lợi nhuận ròng 9T19 của công ty là 5,9%, vượt trội so với mức 4,2% trong 9T18. Từ kết quả trên, LNTT/ LNST-CĐTS 9T19 đã hoàn thành ~74% so với dự báo cả năm 2019 của chúng tôi ở cập nhật trước.

**Vị thế tài chính vững chắc.** Tổng tài sản của công ty tính đến cuối 3Q19 là 2.608 tỷ đồng; trong đó, tiền và các khoản tương đương tiền chiếm 50,8 tỷ đồng (1,9% tổng tài sản). Nhờ dòng tiền mạnh từ hoạt động kinh doanh, DRC tiếp tục cắt giảm các khoản nợ ngắn và dài hạn của công ty xuống lần lượt 510,7 tỷ đồng (-27,7% YTD) và 156,9 tỷ đồng (-35,9% YTD). Tương ứng, đòn bẩy duy trì ở mức thấp với tỷ lệ D/E và D/A lần lượt là 0,41 lần và 0,26 lần.

## **Thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm lốp xe Trung Quốc sẽ tiếp tục thúc đẩy các hoạt động xuất khẩu của DRC sắp tới**

Vì xuất khẩu lốp radical hiện đang đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng KQKD của công ty, câu hỏi chúng tôi đặt ra ở đây là: **“Trong trung hạn, liệu công ty có thể đem lại các hoạt động xuất khẩu bền vững?”**. Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động xuất khẩu của DRC tiếp tục bền vững trong trung hạn nhờ những yếu tố sau: (1) Công ty sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ việc các đối tác xuất khẩu áp thuế chống bán phá giá lên các sản phẩm Trung Quốc, gồm Brazil, Mỹ, Malaysia và Ấn Độ, đây đều là những thị trường xuất khẩu lớn của công ty; và (2) Thị trường Mỹ trở nên đầy tiềm năng trong bối cảnh cuộc chiến tranh thương mại Mỹ-Trung đang leo thang: DRC bắt đầu xuất khẩu khoảng 10.000 lốp/tháng từ tháng 4 năm nay, Ban lãnh đạo kỳ vọng sẽ củng cố sản lượng xuất khẩu của công ty sau khi điều chỉnh sản phẩm nhằm đáp ứng tiêu chuẩn của thị trường này. Chúng tôi nhận thấy những nỗ lực của công ty nhằm tiến sâu hơn vào thị trường Mỹ khi họ cử các chuyên gia R&D tới Mỹ để nghiên cứu nhu cầu và tiêu chuẩn các sản phẩm của thị trường Mỹ trong tháng 11. Thực tế, chúng tôi kỳ vọng việc củng cố hoạt động xuất khẩu sang Mỹ cũng như việc tiêu thụ tốt cỡ thị trường Brazil và Ấn Độ sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của công ty ổn định cũng như làm giảm bớt sự cạnh tranh gay gắt ở thị trường nội địa trong trung hạn.

- Brazil đã áp thuế chống bán phá giá lên lốp xe nhập từ Trung Quốc, từ 1,12 - 2,29 USD/1 kg, áp dụng trong 5 năm từ 4/5/2015 đến 4/5/2020. Chúng tôi lưu ý rằng chính phủ Brazil đã bắt đầu áp dụng thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm lốp xe của Trung Quốc kể từ năm 2008, và đã được kéo dài nhiều lần. Chúng tôi tin rằng việc kéo dài hơn nữa sẽ hỗ trợ hoạt động xuất khẩu của DRC ở thị trường xuất khẩu lớn nhất của Công ty.
- Mỹ đã áp thuế chống trợ cấp (CVD; 20,98%-63,34%) và thuế chống bán phá giá (9%-22,57%) lên sản phẩm lốp xe tải và xe buýt (TBR) của Trung Quốc, hiệu lực từ ngày 2/2/2019.
- Ấn Độ đã áp thuế nhập khẩu từ 12%-18% đối với các sản phẩm TBR từ Trung Quốc từ năm 2017.

**Quan điểm của chúng tôi đối với giá cao su thiên nhiên (NR), cao su tổng hợp (SR) và giá than sẽ không thay đổi so với báo cáo cập nhật trước đây.** Vì vậy chúng tôi giữ nguyên dự báo giá NR,

SR nhích thêm 3% yoy trong cả năm 2020. Chúng tôi kỳ vọng giá than đen sẽ được giữ ở mức thấp trong năm 2020. Thảo luận sâu hơn về giá của NR, SR và giá than đã được đề cập trong [báo cáo cập nhật trước của chúng tôi](#).

## **Tăng trưởng LNST trừ CĐTS 2 chữ số giai đoạn FY19/21, nhờ vào gia tăng tỷ suất huy động cao của Nhà máy sản xuất lốp radial lốp radial và kết thúc khấu hao giai đoạn 1 trước cuối năm 2020**

**Điều chỉnh dự báo KQKD FY19: Kỳ vọng KQKD 4Q19 tăng trưởng tốt.** BVSC điều chỉnh dự báo KQKD cả năm 2019 như sau: Doanh thu thuần đạt 4.032,9 tỷ đồng (+13,4% yoy) và LNST trừ CĐTS đạt 232,4 tỷ đồng (+67,9% yoy). Trong khi hiệu suất kinh doanh lốp bias dưới mức kỳ vọng dẫn tới điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần cả năm 2019, chúng tôi nâng mức LNST trừ CĐTS dự báo năm 2019 để phản ánh kỳ vọng vào giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi, tỷ suất huy động cao của Nhà máy sản xuất lốp radial cùng với mức giá bán ổn định trong 4Q19. Tương ứng, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh 4Q19 tăng trưởng khả quan với doanh thu thuần và LNTT đạt lần lượt là 1.142,3 tỷ đồng (+14,3% yoy) và 78,3 tỷ đồng (+88,7%).

**Dự báo tăng trưởng KQKD FY20/21.** Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tăng trưởng kinh doanh của DRC tiếp tục khả quan: LNST trừ CĐTS năm 2020 dự phóng tăng trưởng 2 chữ số (+13,9% yoy), nhờ vào gia tăng tỷ suất huy động của Nhà máy sản xuất lốp radial; LNST trừ CĐTS năm 2021 tăng vào (+32,5% yoy) nhờ chi sụ giảm phí khấu hao vì thời gian khấu hao 7 năm của Nhà máy radial Giai đoạn 1 kết thúc vào cuối năm 2020.

**Hình 8: Dự báo KQKD của DRC trong 3 năm 2019-2021**

	2018	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu thuần (triệu đồng)</b>	<b>3.551.098</b>	<b>4.032.850</b>	<b>4.373.617</b>	<b>4.433.215</b>
Tăng trưởng DT thuần %	-3,2%	13,4%	8,4%	1,4%
<b>LNST - CĐTS (triệu đồng)</b>	<b>140.949</b>	<b>232.382</b>	<b>264.754</b>	<b>350.760</b>
LNST - CĐTS điều chỉnh (triệu đồng)	128.264	211.467	240.926	319.192
Tăng trưởng LN ròng %	-15,1%	64,9%	13,9%	32,5%
BLN gộp chung %	12,1%	13,7%	14,0%	16,4%
BLN gộp lốp bias truyền thống %	18,1%	20,4%	20,5%	20,5%
BLN gộp lốp radial%	2,6%	6,2%	7,4%	12,1%
EPS (VND/CP)	1.187	1.956	2.229	2.953
DPS (VND/CP)	900	1.000	1.500	2.000

Nguồn: BVSC dự báo

## **Định giá:**

Chúng tôi tiếp tục kết hợp hai phương pháp là (i) Chiết khấu dòng tiền (DCF; 30% tỷ trọng) và (ii) EV/EBITDA (70% tỷ trọng) để xác định giá trị hợp lý doanh nghiệp DRC.

- Chúng tôi để tỷ trọng nhỏ hơn đối với phương pháp DCF chủ yếu do việc sản xuất lốp xe là ngành kinh doanh không ổn định và rất nhạy cảm với nhiều yếu tố khác nhau như giá cao su tự nhiên, giá cao su nhân tạo, giá than và tỷ suất ngoại hối. Hơn nữa, năng lực định giá các

sản phẩm của DRC yếu 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 ảnh hưởng hiệu quả của phương pháp định giá DCF.

- 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, sự khác biệt giữa các phương pháp kế toán (kế hoạch khấu hao, các loại thuế). Theo đó, giá kỳ vọng một năm của chúng tôi đối với cổ phiếu DRC là **29.331 đồng/cổ phần**, cho thấy mức lợi nhuận kỳ vọng 31,5% với mức P/E và EV/EBITDA hợp lý năm 2020 lần lượt là 13,2 lần và 6,2 lần.

**Hình 9: Tóm tắt định giá DRC:**

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng %	Kết quả
DCF	29,889	30%	8,967
EV/EBITDA	29,092	70%	20,364
<b>Giá mục tiêu 1 năm (VND/cổ phiếu)</b>			<b>29,331</b>
<b>Lợi nhuận kỳ vọng %</b>			<b>31.5%</b>

Nguồn: BVSC

## Khuyến nghị

DRC đóng cửa tại mức giá 22.300 đồng/ cổ phần vào ngày 02/12/2019, giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2019 và 2020 lần lượt là 5,6 lần và 4,9 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. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** cho DRC với mức giá kỳ vọng 1 năm là **29.300 đồng/cổ phần**, ứng với mức lợi nhuận kỳ vọng là 31,5% và giá trị P/E và EV/EBITDA hợp lý năm 2020 là 13,2 lần và 6,2 lần.

*Những điểm tích cực chính:* (1) Triển vọng tăng trưởng KQKD cao trong trung hạn: Trong khi chúng tôi đang kỳ vọng vào kết quả kinh doanh khả quan trong Q4 2019, triển vọng lợi nhuận ròng trong trung hạn của DRC (mức tăng trưởng kép giai đoạn 2018-21F đạt 36%) được thúc đẩy bởi tỷ suất huy động cao hơn từ Nhà máy sản xuất lốp radial và chấm dứt khấu hao Giai đoạn 1 vào cuối năm 2020. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này sẽ mở đường cho DRC củng cố chính sách cổ tức nhất quán và hấp dẫn trong tương lai; (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 sẽ làm dịu đi áp lực cạnh tranh khốc liệt từ các sản phẩm Trung Quốc cả thị trường trong nước và xuất khẩu trong thời gian tới; và (4) Việc Vinachem thoái vốn xuống còn 36% là động lực hỗ trợ cổ phiếu DRC trong dài hạn.

*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	4.033	4.374	4.433
Giá vốn	3.120	3.481	3.760	3.708
Lợi nhuận gộp	431	552	613	725
Doanh thu tài chính	12	14	13	14
Chi phí tài chính	98	85	77	80
Lợi nhuận sau thuế	141	232	265	351

<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	10	247	324
Các khoản phải thu ngắn hạn	315	349	438	493
Hàng tồn kho	846	871	992	1.019
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>2.690</b>	<b>2.966</b>	<b>3.049</b>
Nợ ngắn hạn	707	495	601	548
Nợ dài hạn	245	189	191	192
Vốn chủ sở hữu	1.525	1.673	1.798	1.946
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.833</b>	<b>2.690</b>	<b>2.966</b>	<b>3.049</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 (%)	-3,22%	13,57%	8,45%	1,36%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-15,11%	64,87%	13,93%	32,49%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,1%	13,7%	14,0%	16,4%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,97%	5,76%	6,05%	7,91%
ROA (%)	4,98%	8,64%	8,93%	11,50%
ROE (%)	9,24%	13,89%	14,72%	18,02%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	46,16%	37,80%	39,38%	36,17%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	85,73%	60,76%	64,96%	56,66%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.187	1.956	2.229	2.953
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.839	14.086	15.136	16.384



## 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 Bình Nguyên**

Cao su tự nhiên, Dầu Khí

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ, cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thu Nga**

Bán lẻ, Thép

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@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**

Ô tô &amp; Phụ tùng

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