

Ngành Săm lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 01, 2021

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

Được trang bị tốt để tăng trưởng mạnh mẽ sau dịch

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VNĐ/cp) **33.900**

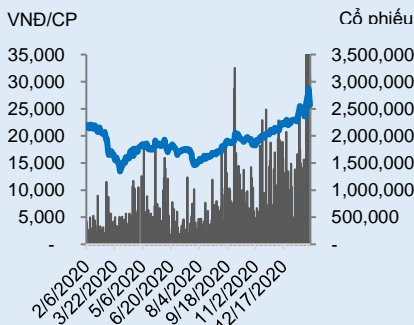
Giá hiện tại (28/01/2021) 25.700

Lợi nhuận tiềm năng **35,8%**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13.450-27.800
Vốn hóa	3.053 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	118.792.605
KLGD bình quân 10 ngày	2.305.760
% sở hữu nước ngoài	13,43%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,9%
Beta	1,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	11,7%	12,0%	34,3%	57,2%
VN-Index	-8,6%	-7,2%	9,2%	20,9%

- Hoạt động xuất khẩu của DRC phục hồi nhanh hơn và mạnh hơn kỳ vọng trong Quý 4/ 2020 đã chứng minh nhu cầu tại các thị trường xuất khẩu chủ chốt của DRC, bao gồm Mỹ, Brazil và Malaysia đã phục hồi lạc quan. Điều đáng khích lệ là sản lượng tiêu thụ nội địa của DRC cho thấy tăng trưởng ổn định qua hàng quý. BVSC kỳ vọng việc kiểm soát tốt hơn COVID-19 và triển khai vaccine sắp tới sẽ tiếp tục thúc đẩy hoạt động xuất khẩu của DRC; đồng thời kỳ vọng DRC duy trì hoạt động vững chắc hơn ở thị trường nội địa với nhu cầu thay thế gia tăng nhờ các dự án cơ sở hạ tầng lớn (ví dụ: Sân bay Long Thành) và nỗ lực mạnh mẽ trong nghiên cứu và phát triển tung ra nhiều sản phẩm mới gần đây và giá trị thương hiệu lâu dài của DRC.
- Vị thế tài chính vững mạnh – Đến cuối năm 2020, tổng tài sản của DRC là 2.430 tỷ; tiền mặt và tiền gửi ngân hàng tăng mạnh lên 339 tỷ (14% tổng tài sản). Nhờ có dòng tiền hoạt động mạnh, DRC đã tiếp tục hạ đòn bẩy, nợ ngắn hạn giảm mạnh xuống 306 tỷ (-42,5% YoY), đồng thời gần như tất toán nợ dài hạn với số dư không đáng kể là 0,8 tỷ (-99,5% YoY). Do đó, đòn bẩy của DRC ở mức thấp với D/A là 0,14x. Vị thế tiền mặt mạnh, cùng với đòn bẩy thấp sẽ tiếp tục thu hẹp lỗ tài chính ròng của DRC trong các quý tới và do đó, mở đường cho chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao hơn.
- DRC đặt KHKD Quý 1/2021 mạnh mẽ - Doanh thu thuần đạt 835 tỷ (+4% YoY) và LNTT là 66 tỷ (+41% YoY). Chúng tôi cho rằng DRC có thể dễ dàng hoàn thành kế hoạch này nhờ (1) Thị trường xuất khẩu và nội địa phục hồi mạnh mẽ; (2) Chi phí khấu hao giảm mạnh; và (3) Giảm chi phí lãi vay. Các yếu tố tích cực này sẽ bù đắp nhiều hơn sự phục hồi của giá nguyên liệu.
- Triển vọng phục hồi mạnh mẽ của Công ty trong Quý 4/2020 củng cố hơn nữa quan điểm của BVSC rằng DRC được trang bị cạnh tranh để tăng trưởng mạnh mẽ hậu COVID-19. Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng doanh thu thuần năm 2021 lên 4.130 tỷ (+13,3% YoY) và LNTT là 473,9 tỷ (+47,8% YoY). Các động lực chính: (1) Tăng trưởng doanh thu nhờ tăng sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân (ASP) sau khi Công ty nâng giá bán trước sự phục hồi gần đây của giá một số nguyên liệu đầu vào chính; (2) BLN gộp mở rộng nhờ quy mô kinh tế gia tăng và chi phí khấu hao giảm mạnh và ASP tăng; và (3) Các khoản lỗ tài chính ròng có khả năng tiếp tục giảm.
- Chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn. BVSC dự báo cổ tức tiền mặt của DRC cho giai đoạn 2020-23 trong khoảng 1.500-3.000 đồng/cp. Suất cổ tức hấp dẫn ở mức 5,8-11,7% theo giá cổ phiếu hiện tại.

Khuyến nghị: DRC đóng cửa ở mức 25.700 đồng/cp vào ngày 28/01/2021, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 8,1x và EV/EBITDA năm 2021 là 4,9x, chiết khấu 41%/23% so với mức trung bình trong lịch sử 5 năm là 13,7x/ 6,4x. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **33.900/cp**, upside hấp dẫn là 35,8%. DRC được trang bị cạnh tranh để ghi nhận tăng trưởng KQKD ấn tượng trong giai đoạn tới khi chi phí khấu hao và chi phí lãi vay sụt giảm mạnh, cùng với triển vọng phục hồi tiêu thụ khả quan trên cả thị trường xuất khẩu và nội địa. BVSC ưa thích DRC với sự kết hợp vượt trội giữa khả năng sinh lời dẫn đầu ngành, triển vọng tăng trưởng khả quan, bảng cân đối kế toán mạnh và chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

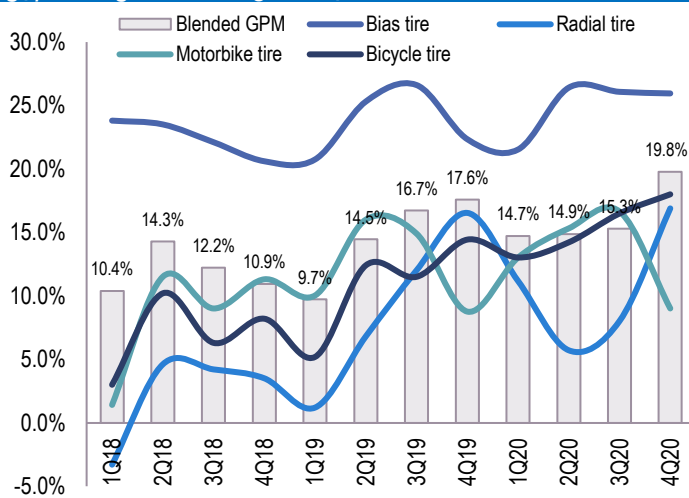
BẢNG & BIỂU ĐỒ CHÍNH

Hình 1: Xu hướng doanh thu các mảng sản phẩm chính của DRC:

	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q4/2019	QoQ%	YoY%	FY2019	FY2020	YoY%
Lốp bias	228,6	260,4	268,3	334,4	300,0	24,6%	11,5%	1.197,9	1.091,7	-8,9%
Lốp radial	411,1	362,1	482,9	589,1	484,2	22,0%	21,7%	1.906,9	1.845,3	-3,2%
Lốp xe máy	73,8	73,0	87,5	75,2	80,2	-14,0%	-6,2%	338,1	309,5	-8,4%
Lốp xe đạp	46,8	45,0	57,1	52,6	52,3	-7,8%	0,6%	170,9	201,6	17,9%
Khác	42,7	48,3	50,9	56,6	50,8	11,2%	11,4%	244,3	198,5	-18,7%
SUM	803,1	788,9	946,7	1.108,0	967,5	17,0%	14,5%	3.858,1	3.646,6	-5,5%

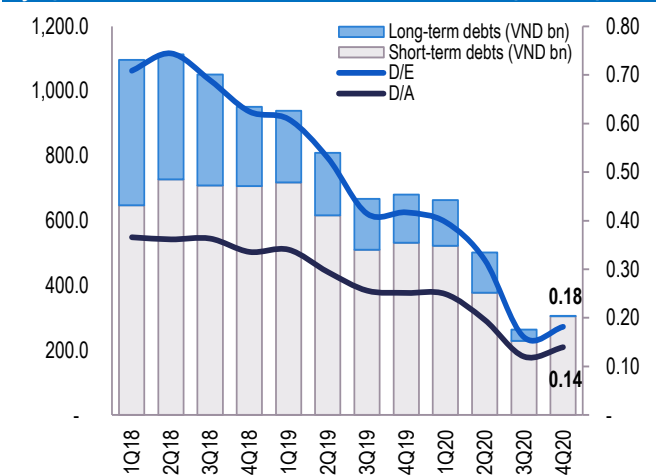
Nguồn: DRC; BVSC

Hình 2: Xu hướng BLN gộp các sản phẩm chính và BLN gộp chung của DRC giai đoạn Q1/2018-Q4/2020



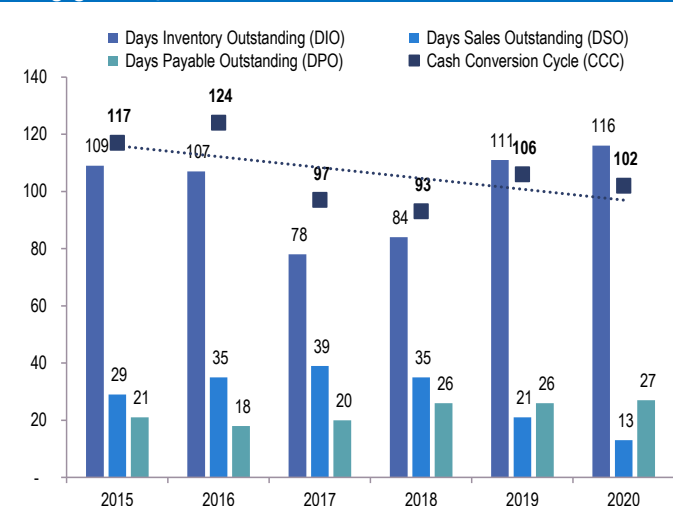
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 3: Vị thế tài chính mạnh mẽ: Đòn bẩy giảm mạnh – tỷ lệ D/A ở mức 0,14x; Gần như tất toán nợ dài hạn



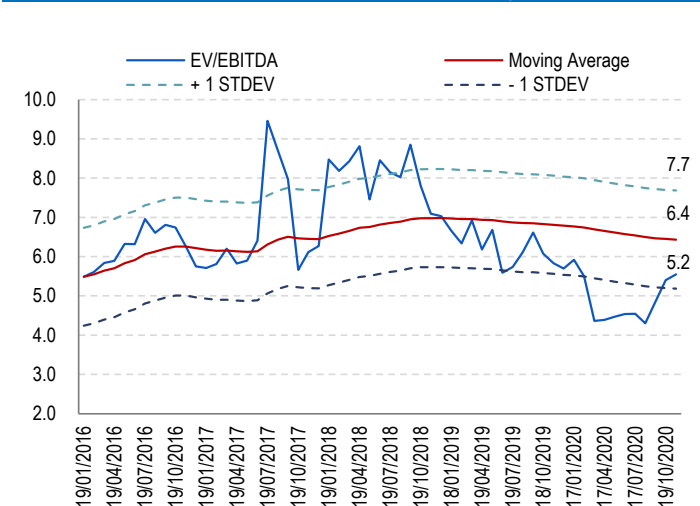
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 4: Xu hướng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt của DRC trong giai đoạn 2015-20:



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 5: DRC đang giao dịch ở mức EV/EBITDA năm 2021 là 4,9x, chiết khấu 23% so với mức lịch sử 6,4x



Nguồn: Bloomberg; BVSC

Câu chuyện phục hồi tốt hậu COVID-19 rõ ràng hơn...

Chúng tôi điều chỉnh dự báo KQKD năm 2021 cho DRC

Sau sự phục hồi tiêu thụ nhanh hơn và mạnh hơn kỳ vọng ở các sản phẩm chủ lực của DRC, chúng tôi điều chỉnh tăng đáng kể dự báo KQKD năm 2021, hiện dự phóng doanh thu thuần đạt 4.130 tỷ (+13,3% YoY) và LNTT tăng mạnh lên mức 473,9 tỷ (+47,8% YoY). Các giả định chính:

- **Tăng trưởng doanh thu thúc đẩy bởi tăng cả sản lượng tiêu thụ và tăng ASP.** Sản lượng lốp bias đạt 687.780 chiếc (+9,2% YoY), trong sản lượng tiêu thụ lốp radial tăng 16,3% YoY lên 591.236 chiếc. Chúng tôi giả định giá bán bình quân của cả lốp bias và lốp radial đều tăng lên 1,76 triệu/chiếc (+1,6% YoY) và 3,66 triệu/chiếc (+0,8% YoY) như sau: (1) Giá bán tăng của công ty do gần đây chi phí nguyên liệu đầu vào tăng trở lại; và (2) Tiêu thụ tốt hơn, giảm áp lực cạnh tranh trên cả thị trường nội địa và xuất khẩu.
- **BLN góp chung mở rộng.** Chúng tôi dự báo BLN góp chung cả năm 2021 tăng khá mạnh lên 18,3% so với 16,4% năm 2020, chủ yếu nhờ (1) Tăng cường hiệu quả kinh tế theo quy mô nhờ dự báo sản lượng tiêu thụ tăng khả quan; (2) ASP gia tăng; và (3) Giảm mạnh chi phí khấu hao xuống khoảng 95,2 tỷ (-52,5% YoY) bù đắp nhiều hơn ảnh hưởng của sự phục hồi gần đây đối với giá một số nguyên liệu đầu vào chính.
- **Chi phí hoạt động cải thiện nhẹ.** Chúng tôi hiện dự phóng chi phí hoạt động năm 2021 sẽ chiếm 6,1% doanh thu thuần, nhìn chung ổn định so với 6,2% năm 2020.
- **Thu hẹp lỗ tài chính ròng.** Chúng tôi kỳ vọng lỗ tài chính ròng năm 2021 sẽ tiếp tục có xu hướng giảm xuống 30,9 tỷ (-38,0% YoY), được hỗ trợ bởi số dư nợ giảm trong bối cảnh môi trường lãi suất thấp và thu nhập lãi có khả năng cao hơn nhờ vị thế tiền mặt dồi dào.

Tựu chung lại, dự báo LNST sau CĐTS năm 21 của chúng tôi cho DRC đạt 377,5 tỷ (+ 47,2% YoY); theo đó, EPS năm 2021 ước đạt 3.193 đồng/ cp. Cụ thể, dự báo KQKD DRC theo quý của chúng tôi cho thấy điểm rơi tăng trưởng lợi nhuận KQKD ấn tượng của DRC sẽ rơi vào 3 quý đầu năm 2021.

Điểm rơi tăng trưởng KQKD mạnh mẽ trong các quý sắp tới

Hình 6: Dự báo KQKD DRC các quý và cả năm 2021:

Tỷ VND	Q1/2021F	Q2/2021F	Q3/2021F	Q4/2021F	FY2020	FY2021F
Doanh thu thuần	838,7	1.040,3	1.070,5	1.180,5	3.646,6	4.130,0
Lợi nhuận gộp	130,1	184,0	205,2	237,4	599,4	756,7
LNTT	74,0	112,5	131,5	155,9	320,5	473,9
Tăng trưởng doanh thu thuần %	4,4%	31,9%	13,1%	6,5%	-5,5%	13,3%
Tăng trưởng chi phí nguyên vật liệu %	11,9%	39,3%	13,4%	24,3%	-9,5%	21,8%
Tăng trưởng chi phí khấu hao %	-62,4%	-62,4%	-52,5%	0,0%	-24,0%	-52,5%
BLN góp %	15,5%	17,7%	19,2%	20,1%	16,4%	18,3%
Tăng trưởng LNTT	58,1%	108,3%	70,8%	13,9%	2,5%	47,8%
Biên LNTT %	8,8%	10,8%	12,3%	13,2%	8,8%	11,5%

Nguồn: BVSC dự phóng

... trang bị DRC tốt hơn tăng chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Mặc dù chúng tôi hiểu rằng cổ đông lớn nhất của DRC - Vinachem - thường kêu gọi các công ty liên kết chi trả cổ tức cao bằng tiền mặt, bằng chứng là DRC có mức chi trả cổ tức (payout) cao bằng tiền mặt cao trong khoảng 71,2-93,0%. Sự kết hợp vượt trội của DRC giữa triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, tỷ lệ đòn bẩy không đáng kể và dòng tiền mạnh, thiếu vắng dự án mở rộng sẽ cho phép DRC tăng cường hơn nữa chính sách cổ tức tiền mặt cao. Theo đó, chúng tôi dự báo cổ

Khả năng duy trì chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao trong giai đoạn tới

tức tiền mặt của DRC cho năm 2020-23 sẽ dao động trong khoảng 1.500-3.000 đồng/cp (tỷ lệ chi trả ở mức 73,0-82,9%), suất cổ tức hấp dẫn là 5,4-10,9% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Dự án mở rộng trong tương lai gần?

Chúng tôi hiểu rằng một dự án mở rộng, cụ thể là Nhà máy sản xuất lốp Radial (Giai đoạn 3), có thể có ý nghĩa đáng kể đối với triển vọng tăng trưởng của Công ty về dài hạn. Chúng tôi hiểu rằng DRC phải được sự chấp thuận của Vinachem - hiện đang ưu tiên các dự án cấu trúc lại thay vì các dự án mở rộng đối với công ty liên kết; do vậy, chúng tôi cho rằng khó có thể bất kỳ phê duyệt mở rộng nào trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý quan trọng rằng Nhà máy sản xuất lốp radial của DRC có khả năng hoạt động cao hơn 10-20% công suất thiết kế (hiện tại là 600.000 lốp/năm), sẽ đóng vai trò là động lực tăng trưởng của phân khúc lốp radial trong vài năm tới.

Hình 8: Chính sách cổ tức của DRC trong quá khứ và dự báo giai đoạn 2016-23F:

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
Cổ tức (VNĐ/cp)	2.800	1.300	900	1.500	1.500	2.200	2.500	3.000
EPS (VNĐ/cp)	3.327	1.398	1.187	2.108	2.160	3.193	3.435	3.634
Tỷ lệ payout %	84,2%	93,0%	75,9%	71,2%	69,5%	68,9%	72,8%	82,6%
Suất cổ tức %	6,0%	6,7%	3,9%	7,2%	5,8%	8,6%	9,7%	11,7%

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC dự báo; Suất cổ tức cho năm 2020-23F được tính bằng giá cổ phiếu là 25.700 đồng/ cổ phiếu vào ngày 28/01/2021

Nâng giá mục tiêu đối với DRC lên VNĐ33.900/cp (Upside: 35,8%)

Nâng giá mục tiêu lên 33.900 đồng/cp (Upside 35,8%)

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá cho DRC, sử dụng kết hợp phương pháp Chiết khấu dòng tiền DCF (tỷ trọng 50%) và EV/EBITDA (tỷ trọng 50%) để xác định giá mục tiêu (TP) cho DRC. Chúng tôi tăng TP đáng kể 28% lên 33.900 đồng/cp (upside 35,8%; bao gồm lợi tức cổ tức 3,9%), định giá công ty ở mức EV/EBITDA năm 2021 hợp lý là 6,5x, khá sát với mức 6,4x trung bình EV/EBITDA lịch sử 5 năm gần đây.

- Việc áp dụng DCF của chúng tôi nhằm phản ánh tốt hơn triển vọng tăng trưởng thu nhập của công ty, đặc biệt là từ năm 2021 trở đi do thiếu vắng chi phí khấu hao máy móc tại Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1. Chúng tôi giảm WACC xuống 11,8% so với 13,8%, sau những thay đổi trong các yếu tố đầu vào chính, bao gồm: phần bù rủi ro thị trường là 9,0% (từ 10,0% trước đây) và lãi suất phi rủi ro là 4,0% (từ 4,5% trước đây); trong khi giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%. Cùng với tăng dự báo về KQKD trong giai đoạn dự báo, giá TP dựa trên DCF của chúng tôi là 34.380 đồng/cp.
- Chúng tôi ưa thích phương pháp EV/EBITDA hơn so với hướng tiếp cận P/E, phần lớn là do: (1) EBITDA cung cấp bức tranh rõ ràng nhất về hiệu quả hoạt động của công ty, loại bỏ chi phí nợ, biến động tỷ giá đối với những công ty có hoạt động xuất khẩu và sự khác biệt trong các phương pháp hạch toán kế toán (ví dụ như thuế xuất khẩu và phương pháp khấu hao); (2) EV/EBITDA cho phép chúng tôi kết hợp tình hình tài chính vững chắc hơn của Công ty (bao gồm vị thế tiền mặt dồi dào; tỷ lệ đòn bẩy thấp); và (3) Mặc dù P/E được sử dụng phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư nên xem xét EV/EBITDA trong trường hợp này, khi lợi nhuận của DRC bị bóp méo bởi phương pháp khấu hao quyết liệt của Công ty. EPS không chỉ có xu hướng thấp trong giai đoạn khấu hao quyết liệt mà còn gây ra việc so sánh giữa các công ty kém chính xác, theo đó ảnh hưởng đến tính hiệu quả của phương pháp P/E. Giá TP dựa trên EV/EBITDA của chúng tôi là 33.373 đồng/cp, áp dụng mức EV/EBITDA mục tiêu là 6,4x.

Hình 9: Tóm tắt định giá DRC:

Phương pháp	Giá hợp lý (VNĐ/cp)	Tỷ trọng %	Kết quả
DCF	34.380	50,0%	17.190
EV/EBITDA	33.373	50,0%	16.687
Giá mục tiêu một năm (VNĐ/cp)			33.900
Suất cổ tức (Cổ tức dự báo năm 2020 là 1.500 đồng/cp)*			3,9%
Giá hiện tại (VNĐ/cp)			25.700
Lợi nhuận tiềm năng (Upside) %			35,8%
EV/EBITDA hợp lý năm 2021 tại TP			6,5x
P/E hợp lý năm 2021 tại TP			10,6x

Nguồn: BVSC; *DRC đã tạm ứng cổ tức năm 2020 lần 1 vào Tháng 11/2020 ở mức 500 đồng/cp

Tóm tắt định giá DCF Hình 10: Tóm tắt định giá DCF của BVSC:

Tính toán dòng FCFF	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
LNTT	505.217	559.010	587.809	606.434	633.647
LNTT (1- thuế suất)	404.174	447.208	470.248	485.147	506.918
Cộng: Khấu hao	105.840	109.840	114.080	118.320	122.560
Trừ: CAPEX	50.000	50.000	53.000	53.000	53.000
Trừ: Thay đổi Vốn lưu động	207.050	34.207	38.165	39.998	38.552
FCFF	252.964	472.841	493.163	510.469	537.926

Tính toán WACC	
Beta (điều chỉnh)	1,1
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Chi phí VCSH %	14,3%
Lãi suất %	5,0%
Thuế doanh nghiệp	20,0%
Chi phí nợ %	4,0%
Nợ %	20,0%
Vốn CSH %	80,0%
Wacc	12,2%

Nguồn: BVSC

Tóm tắt định giá DCF	Tỷ VNĐ
Giá trị hiện tại của dòng FCFFs	1.574
Giá trị hiện tại của dòng tiền cuối kỳ (g = 0%)	2.477
Giá trị hiện tại của dòng FCFFs và dòng tiền cuối kỳ	4.052
+ Tiền & các khoản đầu tư ngắn hạn	(306)
- Nợ	339
Giá trị VCSH định giá	4.084
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành	118.792.605
Giá trị hợp lý /CP (VNĐ/CP)	34.380
Cổ tức trên mỗi cổ phần FY20	1.500
Lợi nhuận kỳ vọng %	37,7%

Tóm tắt định giá EV/EBITDA

Hình 11: Tóm tắt định giá EV/EBITDA của BVSC:

Đơn vị: Triệu VNĐ	2021F
EV/EBITDA mục tiêu	6,4x
EBIT 2021	505.217
EBITDA 2021	611.058
EV (Giá trị doanh nghiệp)	3.932.064
Trừ: Nợ vay	(306.357)
Cộng: Tiền mặt & tiền gửi ngân hàng	338.810
Giá trị VCSH định giá	3.964.517
Tổng số lượng cổ phiếu đang lưu hành	118.792.605
Giá mục tiêu theo EV/EBITDA (VNĐ/CP)	33.373

KQKD Quý 4/2020 gây bất ngờ; Kỳ lục sản lượng xuất khẩu

KQKD Quý 4/2020 gây bất ngờ

DRC vượt 14% kế hoạch LNNT năm 2020

DRC ghi nhận KQKD Quý 4/2020 ấn tượng – Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh lên 1.108 tỷ (+17,0% QoQ; +14,5% YoY), trong khi LNST-MI tăng mạnh lên 109,5 tỷ (+77,7% QoQ; + 35,8% YoY từ mức cơ sở cao Quý 4/2019). Các động lực chính: (1) Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chủ lực tốt nhờ hoạt động xuất khẩu tăng mạnh; (2) Tích cực dự trữ nguyên liệu đầu vào chi phí thấp; (3) Chi phí khấu hao giảm mạnh; và (4) Thu hẹp lỗ tài chính ròng. Cho cả năm 2020, doanh thu thuần và LNST-MI của DRC lần lượt đạt 3.647 tỷ (-5,5% YoY) và 256,5 tỷ (+2,4% YoY); hoàn thành 103%/110% dự báo doanh thu thuần/LNST năm 2020 của chúng tôi; hoàn thành 90%/114% kế hoạch doanh thu thuần/LNST năm 2020 của DRC.

Hình 12: Xu hướng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chủ lực của DRC Quý 4/2020 và cả năm 2020:

	Q4/2020	Q3/2020	Q4/2019	QoQ%	YoY%	FY2019	FY2020	YoY%
Lốp bias	196.202	160.410	169.348	22,3%	15,9%	625.896	630.015	0,7%
Lốp radial	168.437	136.563	127.700	23,3%	31,9%	511.005	508.197	-0,5%
Lốp xe máy	1.630.478	1.825.768	1.657.437	-10,7%	-1,6%	7.249.686	6.565.649	-9,4%
Lốp xe đạp	2.163.339	2.475.634	2.369.417	-12,6%	-8,7%	8.745.416	8.648.251	-1,1%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Xu hướng sản lượng tiêu thụ: vượt mức trước đại dịch

Sản lượng tiêu thụ phục hồi mạnh mẽ và vượt mức trước COVID-19. Trong Quý 4/2020, sản lượng lốp radial của DRC phục hồi đáng kể 23,3% QoQ lên 168.437 chiếc, cao hơn 31,9% YoY so với mức trước COVID-19 (Quý 4/2019). Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ lốp bias tăng trưởng vững chắc lên 196.202 chiếc (+22,3% QoQ; +15,9% YoY). Sản lượng sản phẩm lốp xe máy và xe đạp nhìn chung không biến động nhiều ở mức 1,63 triệu chiếc (-1,6% YoY) và 2,1 triệu chiếc (-8,7% YoY).

ASP thấp hơn cho cả lốp bias và lốp radial - giải pháp ngắn hạn - để thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và chia sẻ lợi ích từ giá đầu vào thuận lợi

ASP thấp hơn cho cả lốp bias và lốp radial; ASP lốp xe đạp tăng trưởng tốt. Doanh thu lốp bias đạt 334,4 tỷ (+24,6% QoQ; +11,5% YoY), chiếm 30,2% doanh thu thuần của Quý 4/2020. Doanh thu lốp radial tăng lên 589,1 tỷ (+22,0% QoQ; + 21,7% YoY). Với những con số này, chúng tôi ước tính giá bán bình quân (ASP) của lốp bias là 1,70 triệu/ chiếc (+1,9% QoQ; -3,8% YoY), trong khi lốp radial là 3,50 triệu/ chiếc (-7,8% YoY). Với chi phí nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi, chúng tôi hiểu rằng DRC đã chia sẻ một phần lợi ích chi phí thấp cho khách hàng thông qua việc cắt giảm giá, tuy nhiên, điều này chỉ là một giải pháp ngắn hạn để thúc đẩy doanh số bán hàng trong môi trường tiêu thụ chậm ảnh hưởng bởi COVID-19. Mặt khác, ASP của sản phẩm lốp xe máy giảm 4,6% YoY, trong khi ASP của sản phẩm lốp xe đạp tăng 10,2% YoY, nhờ khả năng nhờ cơ cấu sản phẩm tốt hơn.

ASP lốp xe đạp tăng trưởng tốt

Hình 14: Xu hướng sản lượng xuất khẩu của DRC: Tóm tắt

	Q1/20	Q2/20	Q3/20	Q4/20	QoQ%	YoY%	FY19	FY20	YoY%
Lốp radial	76.812	71.490	105.812	135.914	28,4%	40,2%	377.144	390.028	3,4%
Lốp bias	36.232	30.089	43.829	79.539	81,5%	84,4%	158.820	189.689	19,4%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Xuất khẩu cả lốp bias và lốp radial đều tăng mạnh

Xuất khẩu cả lốp bias và lốp radial đều tăng mạnh trong Quý 4/2020. Xuất khẩu lốp radial tăng mạnh 40,2% YoY lên 135.914 chiếc (+28,4% QoQ), vượt mức trước COVID-19 và chiếm 81% tổng lượng tiêu thụ lốp radial; trong khi xuất khẩu lốp bias tăng đột biến lên 79.539 chiếc (+81,5% QoQ; + 84,4% YoY), chiếm 40,5% tổng lượng tiêu thụ lốp bias. Với những con số này, chúng tôi hiểu rằng ngoài các hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ sang Mỹ, các thị trường xuất khẩu chủ chốt của DRC, bao gồm Brazil và Malaysia, đang có dấu hiệu rõ ràng hơn về khả năng phục hồi mạnh mẽ. Theo Ban

lãnh đạo, hoạt động xuất khẩu lốp bias có xu hướng tăng mạnh chủ yếu nhờ tiêu thụ tốt ở thị trường Trung Đông và các nước láng giềng khu vực Đông Nam Á.

Thị trường trong nước phục hồi ổn định

Thị trường trong nước phục hồi ổn định. Mặc dù chúng tôi hiểu rằng sản lượng tiêu thụ tăng nhanh của DRC chủ yếu nhờ vào các hoạt động xuất khẩu mạnh mẽ, chúng tôi muốn xem xét tình hình tiêu thụ của DRC tại thị trường nội địa như thế nào. Sản lượng tiêu thụ lốp radial tại thị trường nội địa phục hồi tốt trong Quý 3/2020 (+21,7% QoQ; +1,9% YoY) và Quý 4/2020 (+1,6% QoQ; +5,7% YoY). Trong khi đó, doanh số bán lốp bias tại thị trường nội địa ổn định và cải thiện qua từng quý.

Hình 15: Sản lượng tiêu thụ lốp bias và radial ở thị trường nội địa của DRC:

Đơn vị: Lốp	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
Sản lượng tiêu thụ lốp radial	28.586	26.309	32.021	32.523
Sản lượng tiêu thụ lốp bias	93.336	113.746	116.581	116.663

Nguồn: DRC; BVSC

BLN gộp chung duy trì đà mở rộng lên mức kỷ lục mới

BLN gộp chung duy trì đà mở rộng lên mức kỷ lục. BLN gộp chung của DRC tăng từ 14,7% trong Quý 1/2020 lên 14,9% trong Quý 2/2020, lên 15,3% trong Quý 3/2020, và tăng mạnh lên 19,8% trong Quý 4/2020, nhờ (1) Gia tăng hiệu quả kinh tế theo quy mô, thúc đẩy bởi sự phục hồi đáng kể về sản lượng tiêu thụ; (2) Tích cực dự trữ nguyên liệu đầu vào chi phí thấp, mà chúng tôi đã thảo luận ở Báo cáo cập nhật Quý 3/2020; và (3) Chi phí khấu hao giảm mạnh. DRC đã chia sẻ một số lợi ích với các đối tác và người tiêu dùng để thúc đẩy doanh số bán hàng trong kỳ.

BLN gộp lốp bias ổn định ở mức cao; BLN lốp radial ghi nhận kỷ lục mới

Xu hướng BLN các mảng sản phẩm chính. BLN lốp bias nhìn chung ở mức cao và cải thiện qua các quý, BLN lốp bias cả năm 2020 ở mức cao là 25,2%. BLN lốp radial phục hồi mạnh mẽ từ mức thấp trong Quý 2/2020 lên mức cao kỷ lục là 19,8% trong Quý 4/2020 nhờ chi phí khấu hao giảm mạnh và sản lượng tiêu thụ ghi nhận ở mức cao kỷ lục.

Hình 16: Xu hướng BLN các mảng sản phẩm chính của DRC giai đoạn Quý 1/2019- Quý 4/2020:

	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
Lốp bias	20,7%	25,3%	26,6%	22,3%	21,5%	26,4%	26,1%	25,9%
Lốp radial	1,2%	6,8%	12,0%	16,5%	11,2%	5,7%	8,0%	16,9%
Lốp xe máy	10,0%	16,0%	14,9%	8,8%	13,0%	15,3%	16,6%	9,0%
Lốp xe đạp	5,2%	12,4%	11,5%	14,4%	13,0%	14,2%	16,5%	18,0%
BLNG chung %	9,7%	14,5%	16,7%	17,6%	14,7%	14,9%	15,3%	19,8%

Nguồn: DRC; BVSC

DRC có thể tiết kiệm khoảng 40 tỷ/ quý trong các quý tới

Chi phí khấu hao của DRC giảm 39,8 tỷ trong Quý 4/2020. Máy móc của Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1 đã hết khấu hao vào cuối Tháng 8/2020. DRC có thể tiết kiệm khoảng 13,2 tỷ/tháng kể từ Tháng 9/ 2020 trở đi. Chi phí khấu hao trong Quý 4/2020 của DRC giảm mạnh 39,8 tỷ (tương đương 29,3% LNTT Quý 4/2020) xuống 23,8 tỷ (-62,6% YoY).

Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt trong Quý 4/2020

Chi phí hoạt động được kiểm soát tốt trong Quý 4/2020. Chi phí hoạt động trong Quý 4/2020 chiếm 6,2% doanh thu thuần, cao hơn nhiều so với mức 5,5% trong Quý 4/2019, chủ yếu do tăng chi phí tiếp thị và khuyến mại. Mặc dù vẫn tăng cao, chúng tôi cho rằng chi phí hoạt động/doanh thu thuần trong Quý 4/20 vẫn được kiểm soát so với 6,4% trong 9T20.

Thu hẹp lỗ tài chính ròng - một động lực khác

Thu hẹp lỗ tài chính ròng. Lỗ tài chính ròng Quý 4/2020 giảm mạnh 22,5% YoY xuống 12,6 tỷ, chủ yếu do chi phí lãi vay giảm mạnh xuống 2,0 tỷ (-76,0% YoY) nhờ dư nợ giảm và thu nhập tài chính tăng vọt lên 6,2 tỷ (+ 110,3% YoY).

Bảng cân đối kế toán và dòng tiền hoạt động mạnh mẽ

Vị thế giàu tiền mặt; đòn bẩy mềm sẽ tiếp tục thu hẹp lỗ tài chính ròng

Đến cuối Quý 4/2020, tổng tài sản của DRC là 2.430 tỷ; trong đó, tiền mặt và tiền gửi ngân hàng tăng mạnh lên mức 389 tỷ (14,0% tổng tài sản). Nhờ dòng tiền hoạt động mạnh, DRC đã tiếp tục giảm đòn bẩy, nợ ngắn hạn giảm mạnh xuống mức 306 tỷ đồng (-42,5% YoY), trong khi gần như tất toán nợ dài hạn với dư nợ dài hạn cuối năm 2020 là 0,8 tỷ (-99,5% YoY). Do đó, đòn bẩy cuối năm 2020 của DRC ở mức thấp với D/E là 0,18x và D/A là 0,14x, giúp giải phóng gánh nặng tài chính của công ty, trong khi vị thế giàu tiền mặt sẽ tạo ra một số thu nhập từ lãi.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ, tiếp tục cải thiện

Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt được rút ngắn xuống còn 102 ngày vào cuối năm 2020, được thúc đẩy bởi số ngày bán hàng ngắn hơn từ 21 ngày năm 2019 xuống chỉ còn 13 ngày năm 2020, thể hiện môi trường bán hàng nhanh của Công ty; trong khi số ngày phải trả năm 2020 tăng lên 27 ngày từ 26 ngày năm 2019.

DRC đặt kế hoạch kinh doanh Quý 1/2021 tăng trưởng cao

Kế hoạch kinh doanh Quý 1/2021

Cho Quý 1/2021, DRC đặt mục tiêu tăng trưởng LNTT 41% YoY - Công ty đã thông qua Nghị quyết HĐQT vào ngày 20/1, đặt ra kế hoạch KQKD Q1/2021 tăng trưởng ấn tượng - Doanh thu thuần đạt 835 tỷ (+4% YoY) và LNTT là 66 tỷ (+41% YoY). BVSC tin rằng DRC có thể dễ dàng hoàn thành các chỉ tiêu này nhờ: (1) Nhu cầu cho các sản phẩm có BLN gộp cao (lốp bias và radial) tăng lên ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu; (2) Chi phí khấu hao giảm mạnh khoảng 39,8 tỷ đồng (60,3% kế hoạch LNTT Q1/ 2021 của DRC); và (3) Các khoản lỗ tài chính ròng có khả năng tiếp tục thu hẹp, nhờ: (i) Thu nhập tài chính cao hơn nhờ vào vị thế tiền mặt dồi dào; và (ii) Chi phí lãi vay với mức đòn bẩy thấp kỷ lục vào cuối Quý 4/2020 và hưởng lợi từ môi trường lãi suất thấp.

Hình 17: Kế hoạch kinh doanh Quý 1/2021 của DRC:

Đơn vị: Tỷ VNĐ	Kế hoạch Q1/ 2021	Q1/ 2020	YoY
Doanh thu thuần	835,0	803,0	4,0%
LNTT	66,0	46,8	41,0%

Nguồn: DRC; BVSC

Khuyến nghị:

DRC đóng cửa ở mức 25.700 đồng/cp vào ngày 28/01/2021, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 8,1x và EV/EBITDA năm 2021 là 4,9, chiết khấu 41%/23% so với mức trung bình trong lịch sử 5 năm là 13,7x/6,4x. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **33.900/cp**, upside hấp dẫn là 35,8%. DRC được trang bị cạnh tranh để ghi nhận tăng trưởng KQKD ấn tượng trong giai đoạn tới khi chi phí khấu hao và chi phí lãi vay sụt giảm mạnh, cùng với triển vọng phục hồi tiêu thụ khả quan trên cả thị trường xuất khẩu và nội địa. BVSC ưa thích DRC nhờ sự kết hợp vượt trội giữa khả năng sinh lời dẫn đầu ngành, triển vọng tăng trưởng khả quan, bảng cân đối kế toán mạnh và chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	3.551	3.858	3.647	4.130	4.283
Giá vốn	3.120	3.287	3.047	3.373	3.446
Lợi nhuận gộp	431	571	599	757	837
EBIT	264	383	372	505	559
LNTT	177	313	321	474	510
LNST	141	250	257	379	408

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (Tỷ VNĐ)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	51	46	189	128	274
Các khoản phải thu ngắn hạn	315	143	131	252	270
Hàng tồn kho	1.153	788	902	922	950
Tài sản cố định hữu hình	1.512	1.256	1.059	1.004	944
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	2.833	2.708	2.430	2.551	2.673
Nợ ngắn hạn	1.062	927	742	785	795
Nợ dài hạn	245	149	1	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.525	1.632	1.688	1.766	1.878
Tổng nguồn vốn	2.833	2.708	2.430	2.551	2.673

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3,2%	8,6%	-5,5%	13,3%	3,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-15,1%	77,6%	2,5%	47,8%	7,6%
Chỉ tiêu sinh lời					
BLN gộp (%)	12,1%	14,8%	16,4%	18,3%	19,5%
BLN ròng (%)	4,5%	4,0%	6,5%	7,0%	9,2%
ROE (%)	9,2%	15,9%	15,5%	22,0%	22,4%
ROA (%)	5,0%	9,0%	10,0%	15,2%	15,6%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
D/A	33,6%	25,1%	12,6%	13,3%	12,9%
D/E	62,4%	41,7%	18,2%	19,2%	18,4%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1,187	2,108	2,160	3,193	3,435
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12,839	13,739	14,206	14,864	15,807

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

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản, Dầu khí

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@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