

Ngành Săm lốp

Báo cáo cập nhật

Tháng 11, 2020

Mã giao dịch: DRC

Reuters: DRC.HM

Bloomberg: DRC VN

Phục hồi tốt hậu COVID-19; Định giá rẻ

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **26.400**

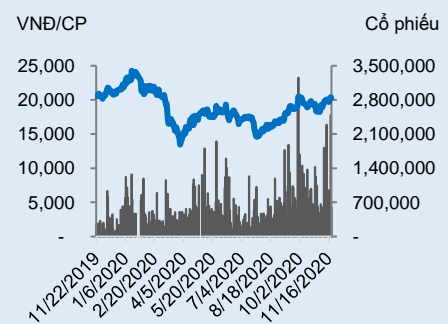
Giá thị trường (20/11/2020) 20.850

Lợi nhuận kỳ vọng **33,8%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	13.450-24.270
Vốn hóa	2.417 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	118.792.605
KLGD bình quân 10 ngày	1.180.997
% sở hữu nước ngoài	18,8%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,2%
Beta	1,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DRC	-8,7%	4,8%	21,2%	11,4%
VN-Index	2,4%	4,1%	12,6%	11,7%

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

- DRC ghi nhận KQKD khả quan, phục hồi QoQ đáng kể trong Quý 3/2020 - Doanh thu thuần phục hồi đạt 946,7 tỷ (+20,0% QoQ; -2,5% YoY), trong khi LNST sau CĐTTS tăng 42,1% QoQ lên 76,9 tỷ (-24,9% YoY từ mức cơ sở cao Quý 3/2019). Các động lực tăng trưởng chính: (1) Hoạt động xuất khẩu phục hồi tốt; (2) Chi phí khấu hao giảm mạnh; và (3) Sụt giảm lỗ tài chính ròng.
- Lũy kế 9T2020, doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS của DRC đạt 2.538,6 tỷ (-12,2% YoY) và 142,3 tỷ (-16,2% YoY); hoàn thành 58,2% / 63,5% kế hoạch doanh thu thuần/ LNST cả năm 2020 của Công ty.
- Vị thế tài chính mạnh mẽ - Cuối Quý 3/2020, tổng tài sản của DRC là 2.275 tỷ; trong đó, tiền và tiền gửi ngân hàng đạt 143,3 tỷ (6,3% tổng tài sản). Nhờ dòng tiền từ HĐKD mạnh mẽ, DRC tiếp tục hạ đòn bẩy, giảm cả nợ ngắn hạn và dài hạn xuống lần lượt là 229,1 tỷ (-56,9% YTD) và 35,0 tỷ (-76,5% YTD). Do đó, đòn bẩy vào cuối Quý 3/2020 của DRC thấp với D/E là 0,16x và D/A 0,12x. Chúng tôi kỳ vọng DRC tắt toán khoản nợ vay dài hạn trong Q4/2020, tiếp tục củng cố dòng tiền của Công ty mạnh mẽ hơn.
- Kỳ vọng Quý 4/2020 tiếp tục phục hồi khả quan. BVSC dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS Quý 4/2020 đạt 1.010,6 tỷ (+6,8% QoQ; +4,5% YoY) và 90,6 tỷ (+47,0% QoQ; + 12,4% YoY). Nhờ vào: (1) Tích cực tích trữ nguyên liệu đầu vào chi phí thấp trong Quý 3/2020; (2) Sụt giảm chi phí khấu hao; và (3) Sụt giảm chi phí lãi vay, bù đắp nhiều hơn so với việc giảm giá bán, vì Công ty đang chia sẻ một phần lợi ích chi phí thấp với các đối tác và người tiêu dùng để thúc đẩy sản lượng tiêu thụ.
- Cho năm 2020, chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần của DRC đạt 3.549,2 tỷ (-8,0% YoY) và LNST sau CĐTTS đạt 232,9 tỷ (-7,0% YoY).
- DRC ở vị thế tốt để phục hồi mạnh mẽ hậu đại dịch COVID-19. BVSC đưa ra dự báo KQKD năm 2021 cho DRC - Doanh thu thuần đạt 3.965,0 tỷ (+11,7% YoY) và LNST sau CĐTTS đạt 313,7 tỷ (+34,7% YoY). Là hoàn toàn có cơ sở khi giả định nhu cầu lốp xe gia tăng ở cả thị trường nội địa và xuất khẩu thúc đẩy hiệu quả kinh tế theo quy mô và do đó, thúc đẩy mở rộng BLN gộp và tối ưu hóa chi phí hoạt động; Triển vọng mở rộng BLN gộp trong tương lai tiếp tục được thúc đẩy nhờ việc hết khấu hao máy móc của Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1. Sụt giảm chi phí lãi vay sẽ tiếp tục củng cố lợi nhuận.
- Chính sách chi trả cổ tức tiền mặt cao hơn trong giai đoạn bình thường mới. Với các yếu tố cơ bản vững chắc và triển vọng lợi nhuận sáng sủa, chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ củng cố mức cổ tức tiền mặt cao (tỷ lệ payout giai đoạn 2016-19 là 71,2-93,0%); dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2020-23 sẽ dao động trong khoảng 1.500-2.500 đồng/cp (tỷ lệ payout vào khoảng 75,7-85,2%). Suất cổ tức hấp dẫn ở mức 7,2-12,0% tại giá cổ phiếu hiện tại.

Khuyến nghị: DRC đóng cửa ở mức 20.850 đồng/cp vào 20/11/2020, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 7,8x và EV/EBITDA năm 2021 là 4,8x, chiết khấu 42,5%/24,5% so với mức trung bình lịch sử 5 năm tương ứng là 13,7x/6,4x. Chúng tôi cho rằng DRC hấp dẫn với sự kết hợp của khả năng sinh lời hàng đầu trong ngành, triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ, vị thế tài chính vững chắc và suất cổ tức hấp dẫn. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **26.400 đồng/cp** (lợi nhuận tiềm năng: 33,8%; bao gồm lợi suất cổ tức hấp dẫn 7,2%), định giá công ty ở mức EV/EBITDA năm 2021 hợp lý là 6,0x.

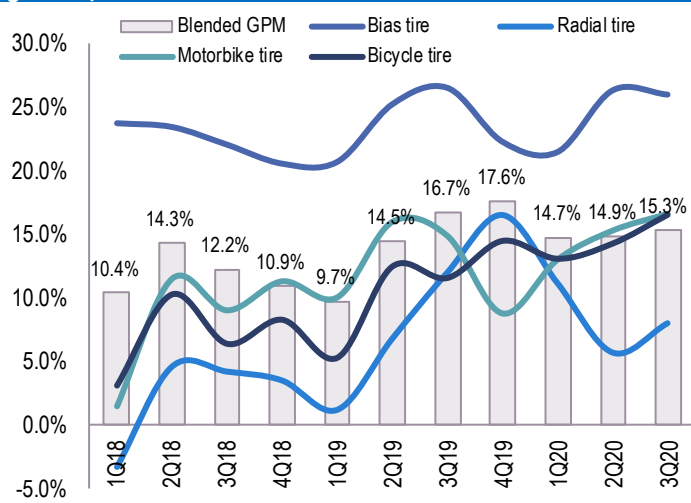
BẢNG & BIỂU ĐỒ CHÍNH

Hình 1: Xu hướng doanh thu các sản phẩm chính của DRC giai đoạn Q1/2019-Q3/2020:

	Q1/2019	Q2/2019	Q3/2019	Q4/2019	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	QoQ %	YoY %
Lớp bias	280,1	353,8	264,1	300,0	228,6	260,4	268,3	3,0%	1,6%
Lớp radial	376,5	541,4	504,7	484,2	411,1	362,1	482,9	33,4%	-4,3%
Lớp xe máy	83,8	94,6	79,5	80,2	73,8	73,0	87,5	19,8%	10,1%
Lớp xe đạp	36,6	43,7	38,3	52,3	46,8	45,0	57,1	26,7%	48,9%
Khác	46,6	62,8	84,0	50,8	42,7	48,3	50,9	5,4%	-39,4%
SUM	823,6	1,096,3	970,7	967,5	803,1	788,9	946,7	20,0%	-2,5%

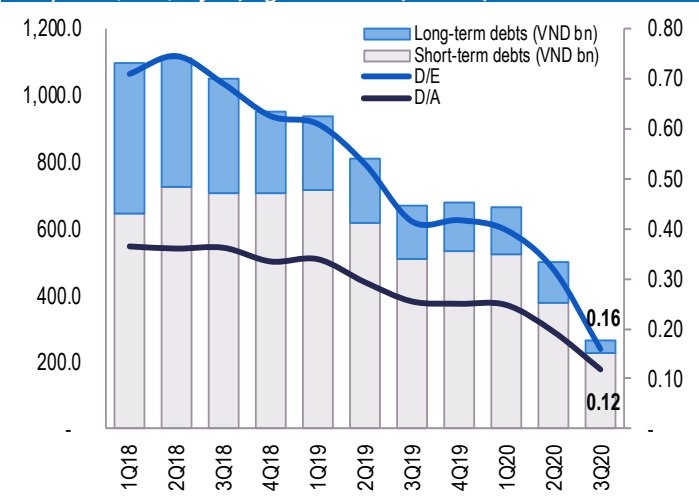
Nguồn: DRC; BVSC

Hình 2: Xu hướng BLN gộp các sản phẩm chính của DRC giai đoạn Q1/2018-Q3/2020



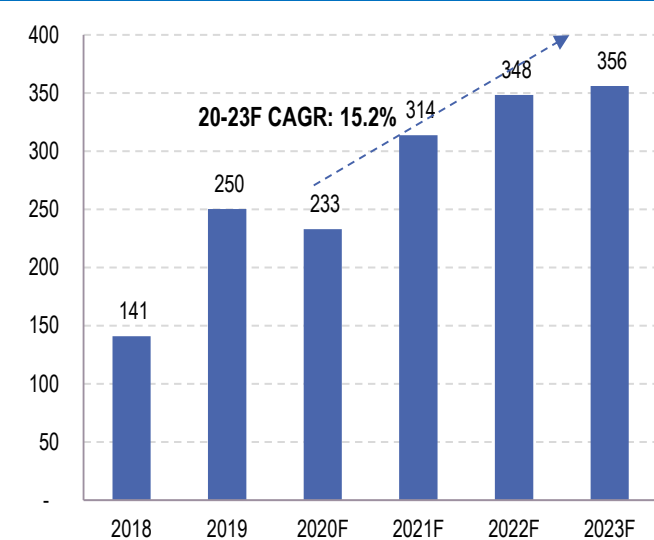
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 3: Vị thế tài chính tốt: Đòn bẩy giảm mạnh - D/E thấp là 0,16x; Kỳ vọng tất toán nợ dài hạn Q4/2020



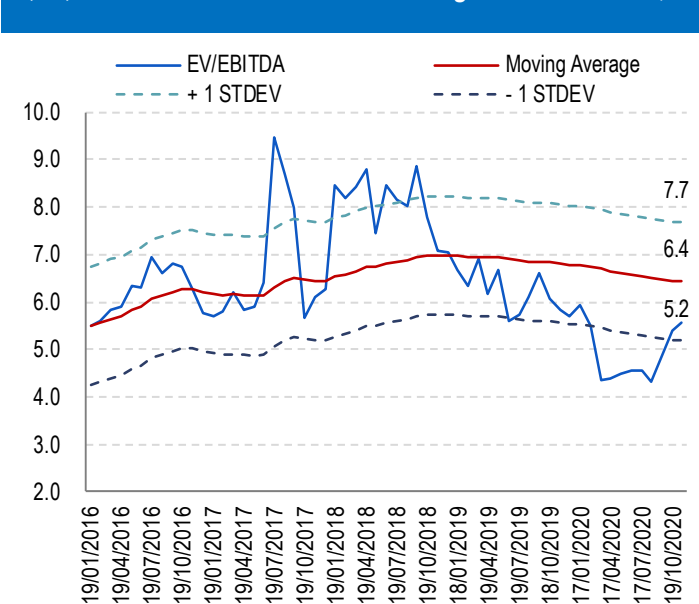
Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 4: Triển vọng tăng trưởng LNST tích cực – Dự báo ghi nhận mức tăng trưởng LN kép giai đoạn 2020-23 là 15,2%/ năm



Nguồn: BVSC dự phóng

Hình 5: DRC đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 2021 là 4,6x, chiết khấu 29% so với mức trung bình 5 năm là 6,4x



Nguồn: Bloomberg; BVSC

KQKD Q3/2020 ghi nhận sự phục hồi đáng kể QoQ; Sản lượng tiêu thụ đạt mức trước dịch COVID-19

DRC ghi nhận sự phục hồi đáng kể QoQ trong Quý 3/2020. Doanh thu thuần phục hồi đạt 946,7 tỷ (+20,0% QoQ; -2,5% YoY), trong khi LNST sau CĐTTS tăng 42,1% QoQ lên 76,9 tỷ (-24,9% YoY từ mức cơ sở cao trong Quý 3/2019). Các động lực tăng trưởng chính: (1) Hoạt động xuất khẩu phục hồi tốt; (2) Chi phí khấu hao giảm mạnh; và (3) Sụt giảm lỗ tài chính ròng. Lũy kế 9T/2020, doanh thu thuần và LNST sau CĐTTS của DRC đạt 2.538,6 tỷ (-12,2% YoY) và 142,3 tỷ (-16,2% YoY); hoàn thành 58,2% / 63,5% kế hoạch doanh thu/lợi nhuận thuần năm 2020 của Công ty.

Hình 6: Xu hướng sản lượng tiêu thụ các sản phẩm chính của DRC trong Quý 3/2020 và 9T/2020:

Sản lượng tiêu thụ	Q3/2020	Q2/2020	Q3/2019	QoQ %	YoY %	9T/2020	9T/2019	YoY %
Lốp bias	160.410	143.835	140.381	11,5%	14,3%	433.813	456.548	-5,0%
Lốp radial	136.563	97.799	136.767	39,6%	-0,1%	339.760	383.305	-11,4%
Lốp xe máy	1.825.768	1.591.130	1.854.976	14,7%	-1,6%	4.935.171	5.592.249	-11,7%
Lốp xe đạp	2.475.634	1.990.516	2.440.161	24,4%	1,5%	6.484.912	6.375.999	1,7%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Xu hướng sản lượng tiêu thụ: tăng trở lại mức trước COVID-19

Sản lượng tiêu thụ trở lại mức trước COVID-19. Trong Quý 3/ 2020, sản lượng tiêu thụ lốp radial của DRC phục hồi đáng kể 39,6% QoQ lên 136.563 chiếc, tương đương với mức trước COVID-19. Trong khi đó, sản lượng tiêu thụ lốp bias tăng trưởng vững chắc lên 160.410 chiếc (+11,5% QoQ; + 14,3% YoY). Sản lượng tiêu thụ lốp xe máy và xe đạp nhìn chung vẫn ổn định ở mức 1,83 triệu chiếc (+ 14,7% QoQ; -1,6% YoY) và 2,5 triệu chiếc (+ 24,4% QoQ; + 1,5% YoY).

ASP giảm cho cả lốp bias và lốp radial - giải pháp trong ngắn hạn - để thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán hàng

ASP của các sản phẩm chính giảm; Xe máy và lốp gai có mức tăng ASP mạnh. Doanh thu lốp bias đạt 68,3 tỷ (+3,0% QoQ; + 1,6% YoY), chiếm 28,3% doanh thu thuần Quý 3/2020. Doanh thu lốp radial tăng lên 482,9 tỷ (+33,4% QoQ; -4,3% YoY). Với những con số này, chúng tôi ước tính giá bán bình quân của lốp bias là 1,67 triệu đồng/ chiếc (-11,1% YoY), và 3,54 triệu đồng/ chiếc (-4,2% YoY) cho lốp radial. 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 bán, tuy nhiên, đây chỉ là giải pháp ngắn hạn để thúc đẩy sản lượng bán hàng trong môi trường tiêu thụ giảm tốc ảnh hưởng COVID-19. Mặt khác, ASP của lốp xe máy và xe đạp ghi nhận tăng trưởng tốt, đạt tương ứng 11,8% và 46,8% YoY.

Lốp xe máy và xe đạp tăng ASP mạnh.

Hình 7: Xu hướng sản lượng xuất khẩu của DRC: Tóm tắt

	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	QoQ%	YoY%
Sản lượng xuất khẩu lốp radial	76.812	71.490	104.542	46,2%	-0,8%
Sản lượng xuất khẩu lốp bias	36.232	30.089	43.829	45,7%	5,7%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Xuất khẩu cả lốp bias và lốp radial phục hồi tích cực

Các hoạt động xuất khẩu đang có dấu hiệu phục hồi mạnh mẽ. Xuất khẩu lốp radial tăng mạnh 46,2% QoQ lên mức trước COVID-19 đạt 104.542 chiếc (-0,8% YoY), chiếm 76,6% tổng lượng tiêu thụ lốp radial; trong khi xuất khẩu lốp bias tăng mạnh lên 43.829 chiếc (+45,7% QoQ; +5,7% YoY), chiếm 27,3% tổng lượng tiêu thụ lốp bias.

Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng mạnh so với đầu năm

BLN gộp duy trì đà mở rộng so với đầu năm. BLN gộp của Công ty đã tăng từ 14,7% trong Q1/2020 và 14,9% tron Q2/2020, lên mức 15,3% trong Q3/2020, chủ yếu nhờ: (1) Gia tăng quy

mô kinh tế nhờ sự phục hồi đáng kể về sản lượng tiêu thụ; (2) Chi phí nguyên liệu đầu vào thấp; 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 sản lượng tiêu thụ trong kỳ, như đã thảo luận ở trên.

Máy móc của Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1 đã hết khấu hao. Theo Ban lãnh đạo, máy móc của cơ sở sản xuất lốp radial Giai đoạn 1 của DRC đã hoàn tất khấu hao vào cuối tháng 8 năm nay. Do đó, chi phí khấu hao trong Quý 3/2020 của DRC giảm mạnh 20,9% QoQ xuống 50,1 tỷ từ 63,3 tỷ trong Quý 2/2020. Như vậy, DRC sẽ tiết kiệm được 13,2 tỷ/tháng kể từ tháng 9 năm nay trở đi.

DRC có thể tiết kiệm khoảng 13,2 tỷ/tháng kể từ tháng 9 năm nay trở đi

Chi phí hoạt động vẫn ở mức cao; dấu hiệu cải thiện QoQ. Chi phí hoạt động trong Quý 3/2020 chiếm 6,1% doanh thu thuần, cao hơn nhiều so với 4,7% trong Q3/2019, chủ yếu là do tăng chi phí tiếp thị và khuyến mại. Mặc dù vẫn tăng cao, chúng tôi nhận thấy chi phí hoạt động/doanh thu thuần trong Quý 3/2020 thấp hơn so với 6,2% trong Quý 1/2020 và 6,9% trong Quý 2/2020, cho thấy dấu hiệu cải thiện theo quý.

Chi phí hoạt động vẫn ở mức cao; dấu hiệu cải thiện QoQ

Sụt giảm lỗ tài chính ròng. Lỗ tài chính ròng Quý 3/2020 giảm mạnh 36,5% YoY xuống 9,6 tỷ (-36,5% YoY), chủ yếu do chi phí lãi vay giảm mạnh xuống 3,8 tỷ (-59,7% YoY) nhờ dư nợ giảm.

Thu hẹp lỗ tài chính ròng - một động lực khác

Bảng cân đối kế toán tốt; Tất toán nợ dài hạn trong Q4/2020

Đến cuối Quý 3/2020, tổng tài sản của DRC là 2.275 tỷ; trong đó tiền mặt và tiền gửi ngân hàng lên tới 143,3 tỷ (chiếm 6,3% tổng tài sản). Nhờ dòng tiền hoạt động mạnh, DRC đã tiếp tục hạ đòn bẩy, giảm đáng kể nợ ngắn hạn và dài hạn xuống mức 229,1 tỷ (-56,9% YTD) và 35,0 tỷ (-76,5% YTD). Do đó, đòn bẩy cuối Quý 3/2020 của Công ty ở mức thấp với tỷ lệ D/E là 0,16x và D/A là 0,12x. Với khoản nợ dài hạn không đáng kể vào cuối Quý 3/2020, chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ hoàn trả đầy đủ các khoản nợ dài hạn vào cuối năm nay.

Đòn bẩy giảm mạnh; D/E thấp ở mức 0.16x

Tất toán nợ dài hạn trong Quý 4/2020

KQKD Q4/2020 phục hồi khả quan kết thúc một năm đầy khó khăn

BVSC kỳ vọng DRC tiếp tục ghi nhận KQKD Quý 4/2020 phục hồi đáng kể để kết thúc năm 2020 khó khăn - Dự báo doanh thu thuần đạt 1.010,6 tỷ (+6,8% QoQ; 4,5% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 90,6 tỷ (+47,0% QoQ; +12,4% YoY). Quan điểm lạc quan của BVSC dựa trên các yếu tố sau:

Dự báo LNST sau CĐTS Quý 4/2020 đạt 90,6 tỷ (+ 47,0% QoQ; + 12,4% YoY)

Tích cực tích trữ nguyên liệu đầu vào chi phí thấp...

- **Tích cực dự trữ nguyên liệu đầu vào chi phí thấp cho kỳ sản xuất sắp tới.** Chúng tôi nhận thấy rằng vòng quay hàng tồn kho của DRC trong Quý 3/2020 thấp ở mức 2,95 lần so với mức trung bình giai đoạn 2015-19 là 3,82 lần, có nghĩa là số ngày hàng tồn kho trong Quý 3/2020 của DRC đã tăng lên mức 4,13 tháng so với mức trung bình 3,18 tháng. Chúng tôi hiểu rằng do giá các nguyên liệu đầu vào chính (cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp, hóa chất và than đen) duy trì ở mức thuận lợi trong Quý 3/2020, DRC đã tích cực tích trữ hàng tồn kho giá rẻ cho sản xuất sắp tới. Điều này nhìn chung là phù hợp với thảo luận của chúng tôi với Ban lãnh đạo DRC về tình trạng tồn kho cao với dự đoán giá nguyên liệu đầu vào sẽ tăng. Mặc dù chúng tôi dự đoán Công ty sẽ tiếp tục chính sách cắt giảm giá bán trong Q4/2020, chúng tôi duy trì quan điểm rằng đây chỉ là giải pháp tạm thời

... bù đắp cho ASP thấp hơn; tiếp tục đã mở rộng BLN góp QoQ

nhằm chia sẻ lợi ích một phần lợi ích chi phí thấp hơn trong ngắn hạn. Nhìn lại năm 2019, chúng tôi thấy DRC năng lực pricing, có thể tăng giá bán do giá nguyên liệu đầu vào tăng. Hơn nữa, chúng tôi cũng kỳ vọng việc Công ty chủ động ra mắt nhiều sản phẩm mới gần đây có thể thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và giữ ASP ở mức bền vững hơn.

Sụt giảm chi phí khấu hao

- **Thiếu vắng chi phí khấu hao máy móc tại Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1.** Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao trong Quý 4/2020 của DRC trong giá vốn hàng bán là 23,7 tỷ (-52,8% QoQ; -62,8% YoY).

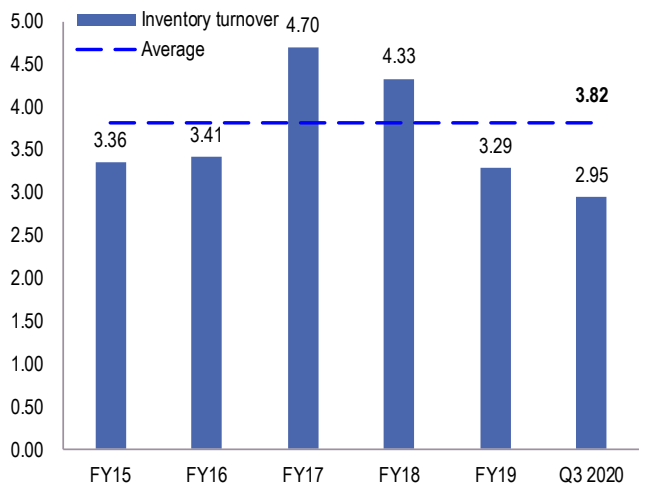
Thu hẹp lỗ tài chính ròng

- **Tiếp tục thu hẹp lỗ tài chính ròng.** Chúng tôi ước tính lỗ tài chính ròng Quý 4/2020 của DRC sẽ tiếp tục thu hẹp xuống còn 5,8 tỷ (-64,5% YoY).

Ước tính EPS năm 2020 đạt 1.961 đồng

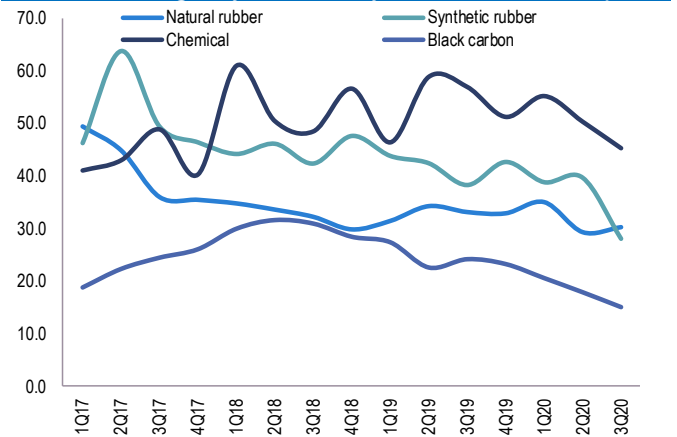
Tựu chung lại, chúng tôi hiện dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của DRC năm 2020 đạt 3.549 tỷ (-8,0% YoY) và 233 tỷ (-7,0% YoY). Tương ứng, EPS năm 2020 đạt 1.961 đồng/ cp.

Hình 8: Xu hướng luân chuyển hàng tồn kho của DRC trong FY15-3Q20: DRC tích cực dự trữ hàng tồn kho chi phí thấp cho sản xuất sắp tới



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC

Hình 9: Xu hướng giá mua các nguyên liệu đầu vào chính các giai đoạn sản xuất sắp tới của DRC: Giá mua của DRC trong Quý 3/2020 duy trì ở mức rất khả quan



Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC; Đơn vị: Triệu đồng/tấn

Hình 10: Dự báo KQKD của chúng tôi cho DRC trong 4Q20 và FY20: Tóm tắt

Đơn vị: Tỷ VND	Q4/2020F	Q3/2020	Q4/2019	QoQ %	YoY %	FY20F	FY19	YoY %
Doanh thu thuần	1.011	947	968	6,8%	4,5%	3.549	3.858	-8,0%
LNST sau CĐTS	91	62	81	47,0%	12,4%	233	250	-7,0%
GPM %	17,4%	15,3%	17,6%	+220 bps	-20 bps	15,7%	14,8%	+90 bps
NPM %	9,0%	6,5%	8,3%	+250 bps	+70 bps	6,6%	6,5%	+10 bps

Nguồn: BVSC dự phóng

Câu chuyện phục hồi tốt hậu COVID-19

LNST năm 2021 dự báo tăng 34,7% YoY

Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD năm 2021 cho DRC với doanh thu thuần đạt 3.965,0 tỷ (+11,7% YoY) và LNST là 313,7 tỷ (+34,7% YoY). Các giả định chính của chúng tôi được đề cập bên dưới:

- **Sản lượng tiêu thụ phục hồi là động lực chính cho tăng trưởng doanh thu.** Sản lượng tiêu thụ bán lốp bias đạt 625.896 chiếc (+ 3,9% YoY), trong khi doanh số lốp radial tăng 15,5% YoY lên 560.000 chiếc. Chúng tôi giả định ASP của cả lốp bias và lốp radial đi ngang ở mức 1,75 triệu/chiếc (+ 0,8% YoY) và 3,70 triệu/chiếc (+0,8% YoY) với dự đoán: (1) Tiêu thụ tốt hơn, giảm áp lực cạnh tranh trên cả thị trường nội địa và xuất khẩu; và (2) DRC có thể không còn chia sẻ lợi ích chi phí thấp thông qua việc giảm giá bán do triển vọng giá nguyên liệu đầu vào phục hồi.
- **Mở rộng BLN gộp chung.** Chúng tôi dự báo BLN gộp năm 2021 sẽ tăng khá mạnh lên 16,8% so với 15,7% năm 2020, chủ yếu nhờ (1) Tăng cường hiệu quả kinh tế nhờ quy mô sản lượng tiêu thụ phục hồi tốt; và (2) Chi phí khấu hao giảm mạnh xuống 100,3 tỷ (-50,0% YoY), chúng tôi giả định thời gian khấu hao của cơ sở sản xuất lốp radial Giai đoạn 2 sẽ rút ngắn xuống còn 7 năm từ 15 năm, áp dụng từ năm 2021, do tiền lệ rút ngắn thời gian khấu hao máy móc ở Giai đoạn 1. Hai yếu tố này bù đắp nhiều hơn so với giả định của chúng tôi về việc giá nguyên liệu đầu vào chính phục hồi.
- **Chi phí hoạt động thấp hơn.** Chúng tôi hiện giả định chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) năm 2021 sẽ chiếm 5,9% doanh thu thuần, so với 6,2% năm 2020.
- **Thu hẹp lỗ tài chính ròng.** Chúng tôi dự báo lỗ tài chính thuần trong năm 2021 sẽ tiếp tục có xu hướng giảm xuống 41,3 tỷ (-10,0% YoY), chủ yếu nhờ bởi chi phí lãi vay giảm.

Hình 11: Dự báo KQKD 3 năm tới của chúng tôi cho DRC giai đoạn 2020-23F:

	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu thuần (Tỷ VND)	3.549,2	3.965,0	4.191,8	4.318,3
LNST sau CĐTS (Tỷ VND)	232,9	313,7	348,4	356,1
Các chỉ số chính:				
Tăng trưởng doanh thu %	-8,0%	11,7%	5,7%	3,0%
Tăng trưởng LNST %	-7,0%	34,7%	11,1%	2,2%
GPM %	15,7%	16,8%	17,4%	17,4%
NPM %	6,6%	7,9%	8,3%	8,2%
EPS (VND/ cp)	1.961	2.640	2.933	2.998

Nguồn: BVSC dự phóng

Dự báo 3 năm tới của chúng tôi cho thặng lợi nhuận DRC sẽ đạt CAGR là 15,2%/năm giai đoạn 2020-23

... Thúc đẩy DRC tăng cường chính sách cổ tức tiền mặt cao

Trong khi chúng tôi hiểu rằng cổ đông lớn nhất của DRC - Vinachem - thường kêu gọi chi trả cổ tức cao tiền mặt từ các công ty liên kết, bằng chứng là DRC duy trì chính sách cổ tức bằng tiền mặt cao với tỷ lệ payout cao ở mức 71,2-93,0% giai đoạn 2016-19; Sự kết hợp vượt trội của DRC giữa triển vọng tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ, đòn bẩy xu hướng thấp hơn với các khoản nợ dài hạn sẽ được tất toán vào cuối năm nay, và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt, không có dự án mở rộng sẽ cho phép nó tăng cường hơn nữa chính sách cổ tức tiền mặt cao của mình. Theo đó, BVSC dự báo cổ tức tiền mặt của DRC cho giai đoạn 2020-23 sẽ dao động trong khoảng

1.500-2.500 đồng/ cp (tỷ lệ payout là 75,7-85,2%), suất cổ tức hấp dẫn là 7,2-12,0% so với giá cổ phiếu hiện tại.

Hình 12: Chính sách cổ tức tiền mặt lịch sử và dự báo của DRC:

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F
DPS (VND/ share)	2.800	1.300	900	1.500	1.500	2.000	2.500	2.500
EPS (VND/ share)	3.327	1.398	1.187	2.108	1.961	2.640	2.933	2.998
Dividend payout ratio %	84,2%	93,0%	75,9%	71,2%	76,5%	75,7%	85,2%	83,4%
Dividend yield %	6,0%	6,7%	3,9%	7,2%	7,2%	9,6%	12,0%	12,0%

Nguồn: Dữ liệu công ty; BVSC dự báo; Suất cổ tức cho giai đoạn 2020-23F được tính bằng giá cổ phiếu hiện tại là 20.850 đồng/ cp vào ngày 20/11/2020

Giá mục tiêu 1 năm của DRC là 26.400 đồng/cp (Upside: 33,8%)

Chúng tôi duy trì phương pháp định giá cho DRC, sử dụng kết hợp DCF (tỷ trọng 50%) và EV/EBITDA (tỷ trọng 50%) để xác định giá mục tiêu (TP) cho DRC.

- Việc sử 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 không có chi phí khấu hao máy móc tại Nhà máy sản xuất lốp radial Giai đoạn 1. Mô hình DCF của chúng tôi giả định tỷ lệ vốn bình quân gia quyền (WACC) là 13,6% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 0%. Theo đó, giá mục tiêu dựa trên DCF của chúng tôi là 26.390 đồng/ cp.
- Chúng tôi thích phương pháp tiếp cận EV/EBITDA hơn sử dụng 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 tỷ lệ tiếp xúc lớn với hoạt động xuất khẩu và sự khác biệt trong phương pháp hoạch toán kế toán (ví dụ, 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 (Tỷ lệ đòn bẩy thấp với một ít nợ ngắn hạn, trong khi không có nợ dài hạn); và (3) Mặc dù P/E được sử dụng phổ biến trên thị trường chứng khoán Việt Nam, chúng tôi khuyến nghị 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 ngang hàng giữa các công ty cùng ngành kém hiệu quả. Giá TP dựa trên EV/EBITDA của chúng tôi là 26.404 đồng/cp, áp dụng mức multiple mục tiêu trung vị của các công ty cùng ngành là 6,01x.

Tựu chung lại, TP 1 năm cho DRC của chúng tôi với tỷ lệ kết hợp 50/50 giữa DCF và EV/EBITDA là **26.400 đồng/cp**, mang lại tiềm năng tăng giá hấp dẫn 33,8% (bao gồm tỷ suất cổ tức 7,2%). Tại TP, chúng tôi đang định giá DRC ở mức EV/EBITDA năm 2021 là 6,0x, khá sát với mức trung bình trong lịch sử 5 năm là 6,4x.

Hình 14: Tóm tắt định giá:

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng %	Kết quả
DCF	26.390	50,0%	13.200
EV/EBITDA	26.404	50,0%	13.200
Giá mục tiêu 1 năm (VND/cp)			26.400
Suất cổ tức tiền mặt năm 2020 dự báo (1.500 đồng/cp)			7,2%
Thị giá cổ phiếu (VND/cp)			20.850
Lợi nhuận tiềm năng %			33,8%
EV/EBITDA năm 2021 tại TP			6,0x
P/E năm 2021 tại TP			10,0x

Nguồn: BVSC

Hình 15: Tóm tắt định giá DCF đối với DRC của BVSC:

Tính toán FCFF	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
EBIT	432.917	476.542	485.298	502.412	572.149
EBIT(1-t)	346.333	381.234	388.239	401.929	457.719
Cộng: D&A	105.840	109.840	114.080	118.320	122.560
Trừ: Capex	50.000	50.000	53.000	53.000	53.000
Trừ: Change in WC	135.201	31.031	10.682	54.137	45.018
FCFF	266.973	410.043	438.637	413.113	482.261

Tính toán WACC		DCF	Tỷ VND
Beta (điều chỉnh)	1,15	PV of FCFFs	1.356
Risk-free rate	4,5%	PV of Terminal Value (g = 0%)	1.881
Market risk premium	10,0%	PV of FCFFs and TV	3.237
Cost of equity %	16,0%	+ Cash & ST Investments	162
Interest rate %	5,0%	- Debt	(264)
CIT	20,0%	Implied Equity Value	3.135
Cost of debt %	4,0%	Total Shares Outstanding	118.792.605
Debt %	20,0%	Fair value/ share (VND/ share)	26.390
Equity %	80,0%	FY20 DPS	1.500
WACC	13,6%	Upside potential %	33,8%

Nguồn: BVSC

Mỹ áp thuế lên lốp xe du lịch và tải nhẹ gần như không có tác động đáng kể lên hoạt động xuất khẩu sang Mỹ của DRC

Gần đây, Mỹ công bố áp thuế chống phá giá và chống trợ cấp đối với lốp xe du lịch và tải nhẹ nhập khẩu từ Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan và Việt Nam. Việc áp thuế lên các sản phẩm xăm lốp nhập khẩu từ Việt Nam với mức thuế dao động từ 6.23-10.08% sẽ không có tác động đáng kể đối với DRC, bởi Công ty không xuất khẩu lốp xe du lịch và tải nhẹ sang Mỹ. Cụ thể, DRC đang xuất sản phẩm lốp tải nặng radial (lốp toàn thép) sang Mỹ. Trong 9T/2020, tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ của DRC chiếm hơn 30% sản lượng xuất khẩu lốp của Công ty. Chúng tôi kỳ vọng với nhu cầu lốp xe phục hồi trong giai đoạn bình thường mới, sẽ hỗ trợ DRC tiêu thụ sang nhiều thị trường xuất khẩu khác như Brazil vốn là thị trường lớn nhất của DRC trước đại dịch COVID-19, và các thị trường láng giềng như Malaysia và Ấn Độ, hài hòa tỷ trọng xuất khẩu giữa các nước, củng cố hơn nữa hoạt động xuất khẩu của Công ty.

Khuyến nghị

DRC đóng cửa ở mức 20.850 đồng/cp vào 20/11/2020, giao dịch ở mức P/E năm 2021 là 7,8x và EV/EBITDA năm 2021 là 4,8x, chiết khấu 42,5%/24,5% so với mức trung bình lịch sử 5 năm tương ứng là 13,7x/6,4x. Chúng tôi cho rằng DRC hấp dẫn với sự kết hợp của khả năng sinh lời hàng đầu trong ngành, triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ, vị thế tài chính vững chắc và suất cổ tức hấp dẫn. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **26.400 đồng/cp** (lợi nhuận tiềm năng: 33,8%; bao gồm lợi suất cổ tức hấp dẫn 7,2%), định giá công ty ở mức EV/EBITDA năm 2021 hợp lý là 6,0x.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	3.551	3.858	3.549	3.965	4.192
Giá vốn	(3.120)	(3.287)	(2.993)	(3.297)	(3.461)
Lợi nhuận gộp	431	571	557	668	731
EBIT	264	383	338	433	477
LNTT	177	313	291	392	435
LNST-CDTS	141	250	233	314	348

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	51	46	102	162	286
Các khoản phải thu ngắn hạn	315	143	345	366	399
Hàng tồn kho	1.153	691	834	845	836
Tài sản cố định hữu hình	1.512	1.256	1.060	1.005	946
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-
Tổng tài sản	2.833	2.709	2.317	2.484	2.591
Nợ ngắn hạn	1.062	928	593	646	671
Nợ dài hạn	245	149	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.525	1.632	1.723	1.837	1.919
Tổng nguồn vốn	2.833	2.709	2.317	2.484	2.591

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	-3,2%	8,6%	-8,0%	11,7%	5,7%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-15,1%	77,6%	-7,0%	34,7%	11,1%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,1%	14,8%	15,7%	16,8%	17,4%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,5%	4,0%	6,5%	6,6%	7,9%
ROE (%)	9,2%	15,9%	13,9%	17,6%	18,5%
ROA (%)	5,0%	9,0%	9,3%	13,1%	13,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
D/A	33,6%	25,1%	10,3%	10,6%	10,7%
D/E	62,4%	41,7%	13,9%	14,4%	14,4%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	1.187	2.108	1.961	2.640	2.933
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.839	13.738	14.505	15.466	16.156

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

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleantuan@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

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