

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Ngày 22 tháng 10 năm 2019

DRC – HSX

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 22/10/2019)

Sàn giao dịch	HSX
Số lượng CPLH	118.792.605
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	473.041
Thị giá	23.500
Giá khuyến nghị	29.700

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-438 200 751 (Ext: 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg
Page:<VCBS><go>

➤ **KQKD Q3:** KQKD khả quan, tuy DTT tăng trưởng 9,0% yoy nhưng LNST tăng trưởng cao 163,2% yoy. Sản lượng bán hàng lốp radial đạt 91,2% công suất thiết kế và biên gộp lốp radial tiếp tục giữ mức cao đạt 7,0%.

➤ **Lũy kế 9 tháng đầu năm 2019,** DTT đạt 2.890,6 tỷ đồng (+13,3% yoy, hoàn thành 70,7% KH), LNTT đạt 212,2 tỷ đồng (+59,4% yoy, hoàn thành 134,8% KH). LNST đạt 169,8 tỷ đồng (+60,1% yoy).

➤ **Chúng tôi dự phóng năm 2019 và 2020 lần lượt DTT 3.947,6 tỷ đồng (+11,2% yoy) và 4.271,7 tỷ đồng (+8,2% yoy); LNST đạt tương ứng là 223,3 tỷ đồng (+58,4 % yoy) và 282,9 tỷ đồng (+26,7% yoy).** EPS forward cho 2 năm 2019, 2020 sẽ đạt 1.880 đồng/cp và 2.382 đồng/cp.

➤ Sử dụng kết hợp các phương pháp định giá, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của một cổ phiếu DRC là **29.700 đồng/cp** (tăng +8,8% so với mức giá mục tiêu trong báo cáo cập nhật ngày 06/09/2019). Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu DRC trong dài hạn.

Chỉ tiêu tài chính	2017A	2018A	2019F	2020F
DTT (tỷ đồng)	3.669	3.551	3.948	4.272
+/- yoy (%)	9,2%	-3,2%	11,2%	8,2%
LNST (tỷ đồng)	166	141	223	283
+/- yoy (%)	-58,0%	-15,1%	58,4%	26,7%
VCSH (tỷ đồng)	1.527	1.525	1.641	1.760
Nợ/TTS (%)	45,4%	46,2%	37,9%	30,9%
TS LN gộp (%)	12,5%	12,1%	13,8%	14,5%
TS LN ròng (%)	4,5%	4,0%	5,7%	6,6%
ROA – TTM (%)	5,9%	5,0%	8,2%	10,9%
ROE – TTM (%)	10,7%	9,2%	14,1%	16,6%
EPS - TTM (đồng)	1.398	1.187	1.880	2.382
BVPS (đồng)	12.727	12.798	13.769	14.764

KQKD 9T.2019

Q3.2019: KQKD khả quan, tuy DTT tăng trưởng 9,0% yoy nhưng LNST tăng trưởng cao 163,2% yoy. Sản lượng bán hàng lớp radial đạt 91,2% công suất thiết kế và biên gộp lớp radial tiếp tục giữ mức cao đạt 7,0%.

DRC đã công bố BCTC quý 3 năm 2019, chúng tôi xin cập nhật về tình hình kinh doanh của doanh nghiệp như sau:

KQKD Q3 cải thiện tích cực, tăng trưởng cao về mặt lợi nhuận so với cùng kỳ năm ngoái, đặc biệt lớp radial biên gộp tiếp tục giữ mức tốt. Trong Q3.2019, DTT đạt 970,7 tỷ đồng (+9,0% yoy), và LNST đạt 81,8 tỷ đồng (+164,3% yoy).

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu do các dòng sản phẩm lớp radial ngược lại các sản phẩm lớp bias đều bị giảm. Cụ thể, DTT lớp radial tăng 45,4% yoy, lớp bias tăng nhẹ 5,5% yoy.

	DTT					Biên LNG		
	Q3.19	Q3.18	YoY	9T.19	YoY	Q3.19	9T.19	2018
Lớp Radial	514	353	45,4%	1.432	47,1%	7,0%	5,4%	2,6%
Lớp Bias	365	346	5,5%	1.019	-3,3%	20,0%	22,1%	22,3%
Còn lại	91	191	-52,1%	440	-16,2%			
Tổng cộng	971	890	9,0%	2.891	13,3%	16,7%	13,9%	36,9%

Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

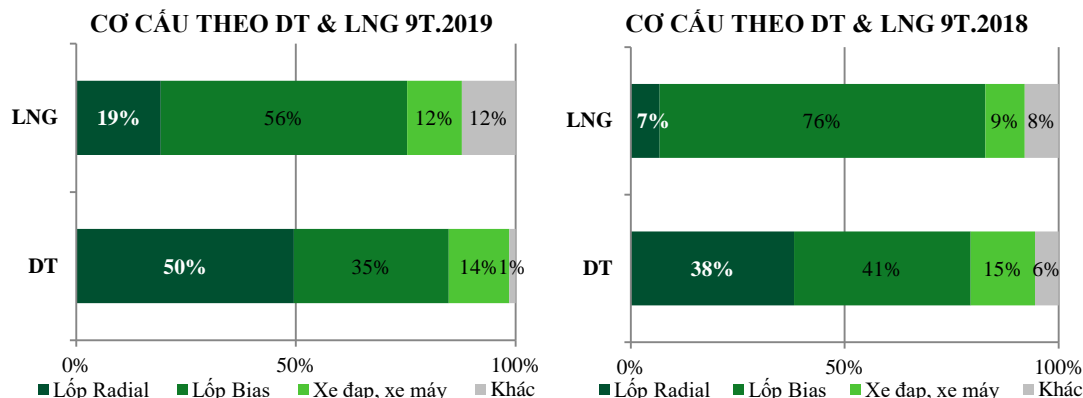
9T.2019: LN tăng trưởng cao hơn DTT do biên gộp cải thiện đạt 13,9% so với 12,4% cùng kỳ năm ngoái.

Lũy kế 9 tháng đầu năm 2019, DTT đạt 2.890,6 tỷ đồng (+13,3% yoy, hoàn thành 70,7% KH), LNTT đạt 212,2 tỷ đồng (+59,4% yoy, hoàn thành 134,8% KH). LNST đạt 169,8 tỷ đồng (+60,1% yoy).

DTT tăng trưởng 13,3% yoy là chủ yếu từ DTT của lớp radial tăng 47,1% yoy. Hiện tại DRC đã bán hàng lớp radial gần tiệm cận với công suất sản xuất thiết kế (50.000 lớp/tháng). GD 2 của NM đã nâng công suất lên gấp đôi giúp giảm chi phí cố định trên mỗi đầu sản phẩm lớp radial và tăng biên gộp của sản phẩm.

DTT các dòng lớp bias đều suy giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Cụ thể, DTT lớp tải nhẹ giảm -9,4% yoy và lớp tải nặng giảm -10,9% yoy.

DTT lớp xe đạp và xe máy đều có tăng trưởng nhẹ, tương ứng tăng 8,8% yoy và tăng 1,1% yoy.



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

Biên gộp radial trong 9 tháng đạt 5,4% đã góp phần giúp DRC vượt lợi nhuận kế hoạch cao. Lũy kế đến nay, lợi nhuận gộp radial đã ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu lợi nhuận của DN. LNG của lớp radial chiếm 19%/tổng LNG, tăng cao so với mức 7% của cùng kỳ năm ngoái.

Biên gộp bias nhìn chung tương đương mức của 9 tháng 2018 đạt 22,1%.

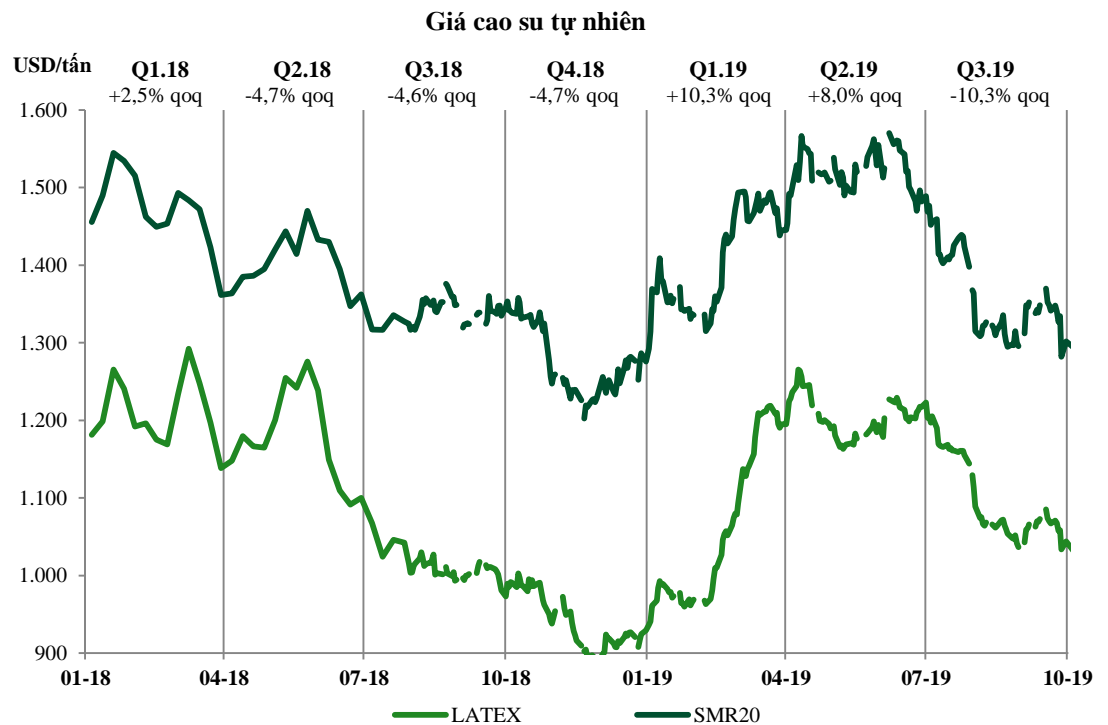
Biên gộp của xe máy và xe đạp có tăng đạt mức tương ứng xe máy đạt 13,8% so với 8,0% và xe đạp đạt 10,0% so với 6,8% năm 2018.

Các chi phí không biến động nhiều so với cùng kỳ năm trước, CP BH & QLDN chiếm 4,7%/DTT bằng cùng kỳ 2018; CP lãi vay giảm nhẹ 12,1% yoy đạt 32,1 tỷ đồng.

LNST đạt 169,8 tỷ đồng, tăng trưởng 60,1% yoy.

Biến động giá nguyên vật liệu

Trong Quý 3 giá cao su tự nhiên đã giảm bình quân 10,3% so với quý liền kề. Cao su tự nhiên chiếm 35-40% chi phí nguyên vật liệu của lớp DRC. Nhìn chung trong 9 tháng 2019 giá cao su bình quân không biến động nhiều so với giá của cùng kỳ năm 2018.



Nguồn: ANRPC, VCBS tổng hợp

Tình hình tiêu thụ các dòng sản phẩm chính 9T.2019:

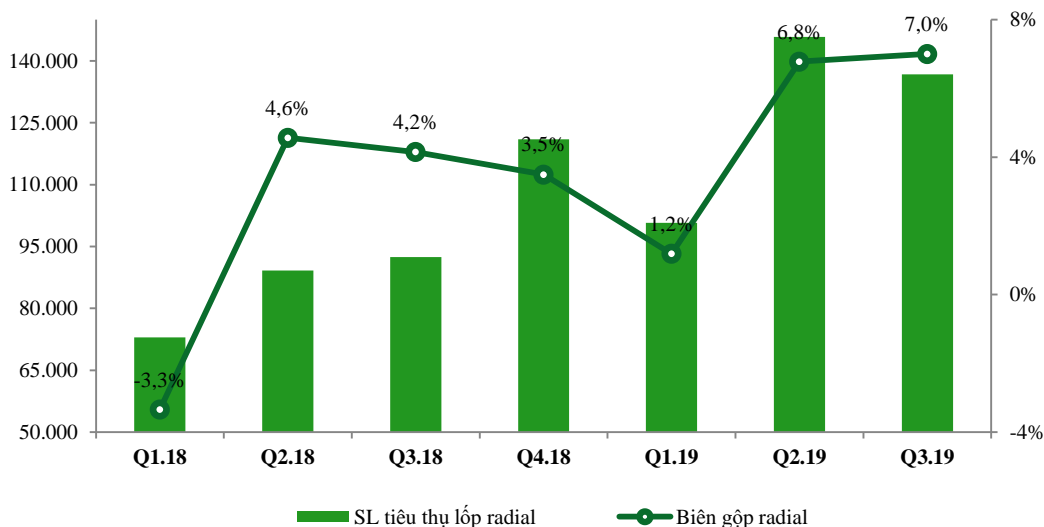
9T.2019 cơ cấu DT của DRC không có thay đổi nhiều, sảm lốp ô tô chiếm 85% tổng DTT; sảm lốp xe máy chiếm tỷ trọng 14% DTT.

Sản lượng tiêu thụ lớp radial, ô tô tải nhẹ, ô tô tải nặng đạt tương ứng 383.305 (+50,6% yoy),

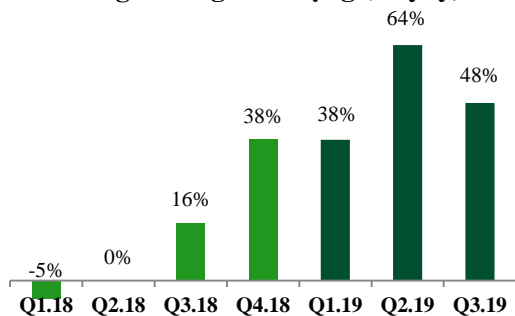
341.102 (-6,9% yoy) và 109.597 (-10,5% yoy) đơn vị lớp. Riêng lớp bán thép bán được 1.002 lớp.

+ **Lớp radial**: sản lượng tăng mạnh 50,6% yoy đạt 383.305 lớp, tính bình quân DRC bán được khoảng hơn 42.500 lớp/tháng, bình quân bán hàng đạt 85,2% công suất thiết kế nhà máy. Nếu tính riêng Q3 thì sản lượng bán hàng đạt 91% công suất thiết kế. Bình quân biên gộp radial đạt 5,4%, tăng gấp đôi cùng kỳ năm ngoái đạt 2,2%.

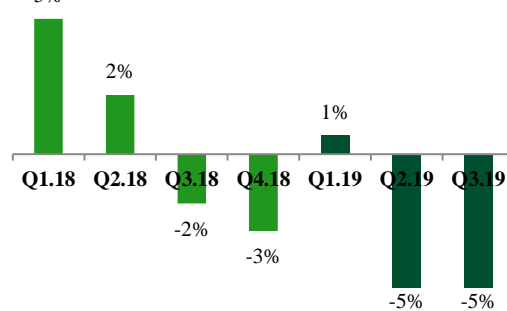
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP RADIAL



Tăng trưởng sản lượng (% yoy)



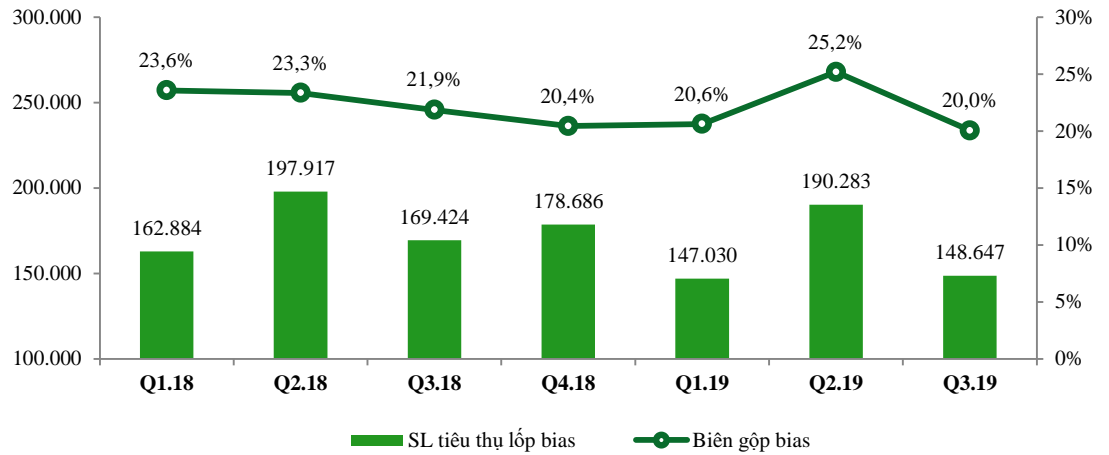
Tăng trưởng giá bán bq (% yoy)



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

+**Lớp bias**: sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ -8,3% yoy đạt 485.960 lớp, trong đó sản phẩm chính là lớp ô tô tải nhẹ giảm -6,9% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ đạt 22,1% so với mức 22,9% của cùng kỳ năm ngoái. Nhìn chung, lớp bias cả sản lượng và biên gộp giảm thấp hơn nhiều so với ước tính của chúng tôi.

TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP BIAS



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

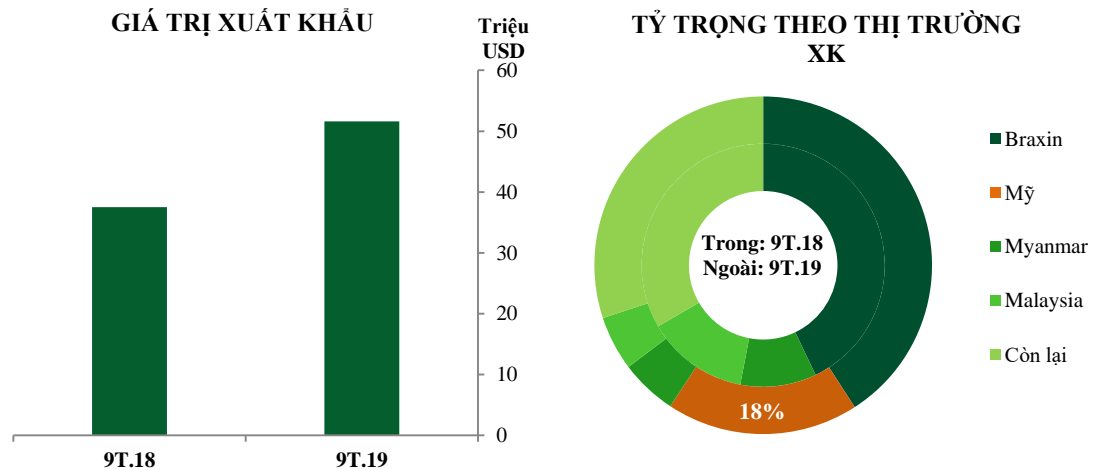
+Lớp bán thép: sản lượng của lớp ô tô bán thép tiêu thụ rất khiêm tốn, chỉ đạt 1.0024 lớp trong 9 tháng vừa qua. Năm nay DRC ngừng sản xuất lớp bán thép để đầu tư thêm dây chuyền sản xuất.

+Săm lốp xe đạp, xe máy: sản lượng tăng nhẹ tương ứng 7,4% yoy và 3,7% yoy.

Hoạt động xuất khẩu

Lũy kế 9 tháng, theo giá trị xuất khẩu thì lốp radial chiếm tỷ trọng 80%, lốp bias chiếm tỷ trọng 20%. Giá trị xuất khẩu tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái +37,5% yoy đạt 51,6 triệu USD. Top 4 thị trường của DRC là Braxin, Mỹ, Myanmar và Malaysia, trong đó Braxin là thị trường lớn nhất chiếm tỷ trọng 41% tổng giá trị xuất khẩu.

Trong năm 2019, DRC đã xuất khẩu được sang thị trường mới tiềm năng là Mỹ, chiếm tỷ trọng 18% trong tổng giá trị xuất khẩu. DRC bắt đầu xuất sang Mỹ từ đầu quý 2 và chúng tôi kỳ vọng rằng trong tương lai thị trường Mỹ sẽ giải quyết về mặt sản lượng lốp radial cho DRC và giá bán cao hơn sẽ giúp giữ biên gộp lốp radial cải thiện tốt.



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

Lớp radial xuất khẩu chiếm 73,1%, tăng nhẹ so với mức 67,3% của cùng kỳ năm ngoái. Sản lượng radial xuất khẩu đạt 280.215 lớp (+63,3% yoy). Lớp bias xuất khẩu đạt 115.690 lớp (+0,5% yoy).

KẾ HOẠCH KD Q4.2019

DRC đặt kế hoạch Q4.2019 đạt DT 1.020 tỷ đồng (+2,1% yoy) và LNTT đạt 70 tỷ đồng (+68,6% yoy). Như vậy lũy kế cả năm theo kế hoạch, DRC ước tính đạt DTT 3.910,6 tỷ đồng (+10,1% yoy, hoàn thành 95,7% KH) và LNTT đạt 282,2 tỷ đồng (+59,0% yoy, hoàn thành 179,3% KH).

Tương ứng EPS dự tính đạt 1.900 đồng/cp, với thị giá ngày hôm nay 23.500 đồng thì P/E khoảng 12,3x lần khá hấp dẫn so với trung bình của các cổ phiếu ngành lốp trong khu vực hiện đang ở mức 16,1x lần.

Trong báo cáo trước chúng tôi có đề cập về việc thay đổi phương thức thanh toán của DRC đối với các đối tác ở thị trường xuất khẩu và rào cản kỹ thuật của các nước Asean chuẩn bị khi các Hiệp định FTA có hiệu lực sẽ ảnh hưởng đến sản lượng xuất khẩu radial trong cuối năm 2019 và có thể sang quý 1 năm 2020. Tuy nhiên về dài hạn chúng tôi kỳ vọng DRC sẽ nghiên cứu thay đổi thiết kế để đáp ứng các qui định của thị trường Mỹ và đẩy mạnh sản lượng xuất đi Mỹ cao hơn nữa.

ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

Định giá theo mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) Chúng tôi không thay đổi giả định so với báo cáo cập nhật gần nhất vào ngày 06/09/2019, ngoài việc thay đổi biên lợi nhuận gộp của lớp radial cả năm 2019 lên mức 6% (theo dự phóng cũ là 4,5%).

Như vậy, DTT cho 2 năm 2019-2020 sẽ đạt mức 3.947,6 tỷ đồng (+11,2% yoy) và 4.271,7 tỷ đồng (+8,2% yoy); LNST đạt tương ứng là 223,3 tỷ đồng (+58,4 % yoy) và 282,9 tỷ đồng (+26,7% yoy).

EPS forward cho 2 năm 2019-2020 sẽ đạt 1.880 đồng/cp và 2.382 đồng/cp.

Chiết khấu theo FCFF:	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
EBITAT (NOPAT)	278.314	325.047	380.070	411.592	491.375
Khấu hao	439.780	381.496	324.165	267.502	211.175
Thay đổi vốn lưu động	(40.342)	(72.130)	(51.177)	(31.990)	4.692
Đầu tư tài sản cố định	(80.953)	(87.433)	(92.398)	(95.453)	(96.418)
FCFF	632.876	580.044	594.552	584.998	647.747
Giá trị hiện tại của FCFF	605.207	493.200	449.559	393.350	387.306
Tăng trưởng dài hạn	0,5%				
Hiện giá của dòng tiền tự do (FCFF)	2.328.623				
Hiện giá của giá trị năm cuối cùng (Terminal value)	3.255.814				
Hiện giá của FCF và TV	5.584.437				
Cộng: Tiền	50.924				
Trừ: Nợ vay	(954.356)				
Giá trị vốn cổ phần	4.687.074				

SLCP lưu hành (triệu cp)	119
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	39.456

Định giá theo phương pháp so sánh tương đối

	Giá trị trung vị	EPS 2019	BV 2019 (đồng)	Giá 1 cổ phiếu (đồng)	Tỷ trọng
Phương pháp so sánh P/E	16,1	1.880		30.218	70%
Phương pháp so sánh P/B	1,08		13.769	14.858	30%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DRC theo phương pháp so sánh (đồng)				25.610	

Giá hợp lý: 29.764 đồng/cp

Kết hợp cả 2 phương pháp so sánh tương đối và chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của DRC là 29.764 đồng/cp.

	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	25.610	70%
Chiết khấu dòng tiền	39.456	30%
Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DRC		29.764

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với mã DRC trong dài hạn.

Phụ lục:

BC KẾT QUẢ KINH DOANH	2018A	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Doanh thu	3.551	3.948	4.272	4.520	4.673	4.721
GVHB	3.120	3.403	3.652	3.819	3.925	3.871
LN gộp	431	545	619	701	748	850
CP BH & QLDN	167	197	214	226	234	236
Thu nhập/(Chi phí) hoạt động khác	0	1	1	1	1	1
EBIT	264	348	406	475	514	614
Doanh thu tài chính	12	10	19	46	84	124
Chi phí tài chính	49	27	18	15	12	11
Thu nhập/(Chi phí) khác	49	51	54	56	57	57
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
LNTT	177	279	354	450	529	671
Thuế TNDN	37	56	71	90	106	134
LNST	141	223	283	360	424	537
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST công đồng công ty mẹ	141	223	283	360	424	537

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2018A	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P
Tiền và các khoản tương đương tiền	51	79	179	433	685	964
Khoản phải thu	298	379	410	433	448	453
Hàng tồn kho	846	810	870	909	935	922
Chi phí trả trước	85	79	85	90	93	94
Tài sản ngắn hạn khác	28	29	30	31	32	32
Tài sản ngắn hạn	1.307	1.376	1.574	1.897	2.193	2.464
Tài sản cố định	1.517	1.258	964	732	560	445
Đầu tư liên doanh, liên kết	4	4	4	4	4	4
Tài sản dở dang dài hạn	0	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	5	5	6	6	6	6
Tài sản dài hạn	1.526	1.267	974	742	570	456
Tổng tài sản	2.833	2.643	2.548	2.640	2.763	2.920
Nợ ngắn hạn	1.004	593	425	430	438	415
Nợ dài hạn	549	409	362	334	314	323
Nợ phải trả	1.307	1.002	788	764	752	737
Vốn cổ phần & thặng dư vốn	1.188	1.188	1.188	1.188	1.188	1.188
CP quỹ	-	-	-	-	-	-
LN giữ lại & quỹ khác	337	453	572	687	823	995
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	1.525	1.641	1.760	1.875	2.011	2.183

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng
Trưởng phòng PT & NC
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng
Chuyên viên Phân tích
ntthang-hcm@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) -393675- Số máy lẻ: 18/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38200799 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511) -33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710) -3750888
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang ĐT: (84-76) -3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng Tel: (+84-31) 382 1630