

**DRC – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 18/12/2020)

Sàn giao dịch	HSX
Số lượng CPLH	118,792,605
KL khớp lệnh trung bình 10 phiên	658,000
Thị giá	22,400
Giá khuyến nghị	28,289

**Chuyên Viên Phân Tích Cấp Cao**

Ngô Duy Tai  
ndtai@vcbs.com.vn

+84-438 200 751 (Ext: 641)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)

**VCBS Bloomberg**  
Page:<VCBS><go>

**DRC: SẢN LƯỢNG XUẤT KHẨU HỒI PHỤC BẮT NGỜ + HIỆU QUẢ TỪ**

**CHIẾN LƯỢC DỮ TRỤ HÀNG TỒN KHO**

➢ KQKD Q3 hồi phục mạnh bất ngờ so với quý liền kề nhờ quá trình phục hồi của nền kinh tế sau dịch COVID 19. Trong đó, DTT đạt 995.5 tỷ đồng (-2% YoY; +20.6% QoQ), và LNST đạt 61.6 tỷ đồng (-23% YoY; +41.8% QoQ).

➢ VCBS dự tính tổng lợi nhuận gộp tăng thêm còn lại mà DRC có thể hạch toán trong Q4.2020 và Q1.2021 nhờ tồn kho cao su là hơn **80 tỷ đồng – tương đương tăng trưởng hơn 30% so với 2019 chưa bao gồm tiết giảm chi phí khấu hao và tăng trưởng sản lượng cũng như ảnh hưởng bất thường từ dịch COVID 19.**

➢ Sự hồi phục mạnh mẽ cả 2 dòng sản phẩm Radial + Bias của DRC trong Q3.2020, đặc biệt đến từ sản lượng xuất khẩu Radial.

➢ VCBS mong đợi tỷ lệ cổ tức tiền mặt cho KQKD năm 2021 – tương đương cổ tức tiền mặt chi trả năm 2022 đạt 1,800 VND/cp – tương đương 18% VĐL nhờ dư địa tăng trưởng lợi nhuận từ giảm chi phí khấu hao. **VCBS đánh giá với tình hình lãi suất yêu cầu Ke toàn thị trường đang giảm, tỷ lệ cổ tức tiền mặt tăng sẽ gia tăng định giá của doanh nghiệp.**

➢ VCBS đưa ra dự phóng chung cả năm 2020, DTT đạt 3.604 tỷ đồng (-5,6% yoy) và LNST đạt 255.3 tỷ đồng (+2% yoy), tương ứng **EPS đạt 2,149 đồng/cp** dựa trên 3 yếu tố chính: (1) Xu hướng giá cao su hiện tại và tình hình hàng tồn kho tại ngày kết thúc Q3.2020; (2) Sản lượng xuất bán Radial hồi phục trong Q4.2020 theo giá định; (3) Chi phí khấu hao giảm từ nhà máy Radial – GD 1.

➢ Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **MUA** đối với mã DRC với giá mục tiêu **28,289 đồng/cp.**

KQKD	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	3,858,107	3,604,590	4,070,233	4,206,023
- Giá vốn hàng bán	3,286,729	3,064,055	3,455,516	3,561,592
Lợi nhuận gộp	571,378	540,535	614,717	644,431
EBIT	383,545	364,410	415,775	438,836
LNST	313,154	319,174	376,045	406,353
LNST	250,526	255,340	300,836	325,083
EPS	VND 2,109	VND 2,149	VND 2,532	VND 2,737

## CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

**KQKD 9T.2020**

**KQKD Q3 hồi phục mạnh bất ngờ so với quý liền kề nhờ quá trình phục hồi của nền kinh tế sau dịch COVID 19. Trong đó, DTT đạt 995.5 tỷ đồng (-2% YoY; +20.6% QoQ), và LNST đạt 61.6 tỷ đồng (-23% YoY; +41.8% QoQ).**

	DTT					Biên LNG		
	Q3.20	Q3.19	YoY	Q2.20	QoQ	Q3.20	Q3.19	Q2.20
Lớp Radial	483	514	-6.4%	362	+33.4%	8.0%	12%	5.7%
Lớp Bias	279	276	+1.1%	271	+2.9%	26%	26.5%	26.2%
<b>Tổng</b>	<b>762</b>	<b>790</b>	<b>-3.6%</b>	<b>789</b>	<b>-3.5%</b>	<b>17%</b>	<b>19%</b>	<b>16%</b>

Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

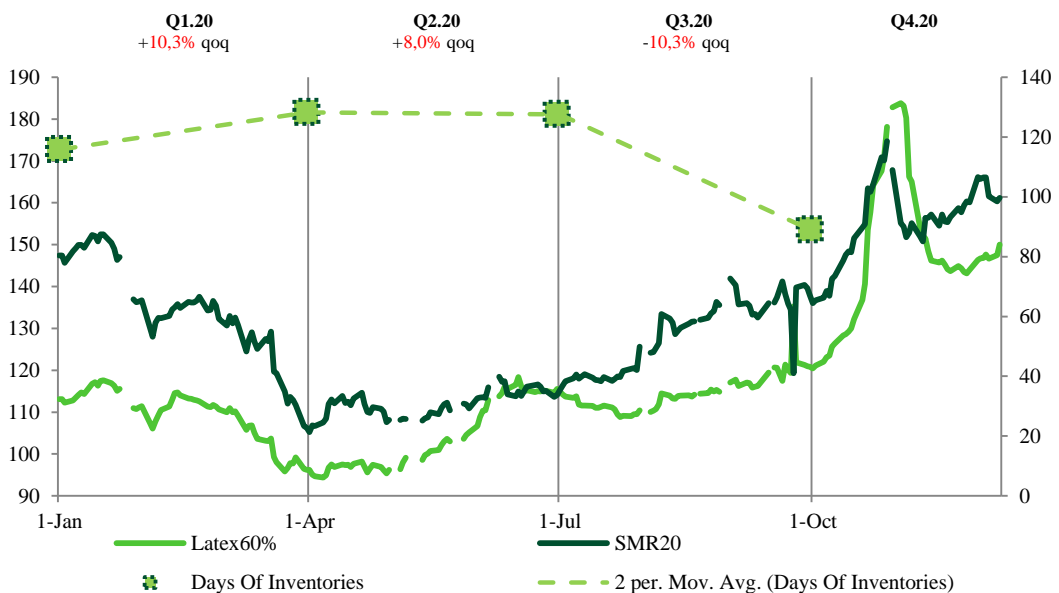
**Biến động giá nguyên vật liệu**

Như VCBS đã dự báo việc duy trì số ngày tồn kho bình quân ở mức cao trong Q2 khi giá cao su ở mức thấp sẽ tạo dư địa để DRC tăng trưởng lợi nhuận nếu giá cao su thế giới tăng trưởng trở lại sau dịch.

Chiến lược của DRC đã đem lại quả ngọt khi trong Q3.2020, giá cao su đã hồi phục ấn tượng sau Q2 sụt giảm mạnh, nguyên nhân là do sự thiếu hụt nguồn cung từ Thái Lan nơi đang bị khủng hoảng chính trị bên cạnh việc nhu cầu từ TQ phục hồi. Tính đến cuối Q3.2020, số ngày tồn kho bình quân của doanh nghiệp sụt giảm xuống mức 85 ngày so với 130 ngày trong Q2.2020. Bao gồm cả thành phẩm và cao su nguyên liệu, VCBS ước tính hàng tồn kho của doanh nghiệp đủ để tiếp tục sử dụng đến hết Q1.2020.

Dựa trên xu hướng giá cao su đã tiếp tục tăng đột biến hơn 40% trong T10 + T11, VCBS cho rằng kết quả kinh doanh của DRC đặc biệt về biên lợi nhuận gộp của DRC sẽ tiếp tục cải thiện trong Q4.2020 và Q1.2021.

**Diễn biến giá cao su thiên nhiên và số ngày tồn kho bình quân của DRC**



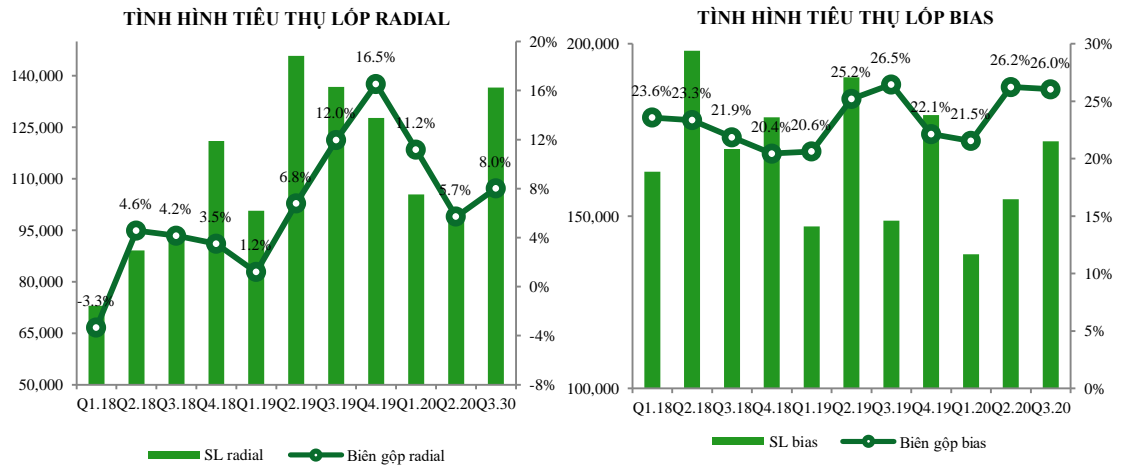
Nguồn: ANRPC, VCBS tổng hợp

Với xu hướng giá cao su thế giới tăng mạnh trong những tháng đầu Q4.2020, giá sảm lốp thế giới cũng đã tiếp tục xu hướng tăng từ Q3.2020. **Dựa trên giả định, DRC có thể chuyển giao 20% giá trị gia tăng từ nguyên vật liệu sang giá bán hàng thành phẩm cho khách hàng và giá nguyên vật liệu bình quân trong Q4.2020 cao hơn 50% so với giá nguyên vật liệu tồn kho tại DRC.** VCBS dự tính tổng lợi nhuận gộp tăng thêm còn lại mà DRC có thể hạch toán trong Q4.2020 và Q1.2021 nhờ tồn kho cao su là hơn **80 tỷ đồng – tương đương tăng trưởng hơn 30% so với 2019 chưa bao gồm tiết giảm chi phí khấu hao và tăng trưởng sản lượng và ảnh hưởng bất thường từ dịch COVID 19.**

Các nguyên vật liệu khác cấu thành trong giá vốn hàng bán của DRC bao gồm cao su tổng hợp, hóa chất, than đen và sợi thép đều giữ được xu hướng tăng nhẹ từ Q3.2020.

**Tình hình tiêu thụ Sứ hồi phục mạnh mẽ cả 2 dòng sản phẩm Radial + Bias của DRC trong Q3.2020, đặc biệt đến từ sản lượng các dòng sản phẩm xuất khẩu Radial chính:**

+ **Lốp radial:** sản lượng xuất bán trong nước + xuất khẩu hồi phục khả quan đạt 136,563 lốp (-0.1% YoY; +40% QoQ), trong đó sản lượng xuất khẩu giảm -0.1% YoY và tăng 46% QoQ. Sản lượng bình quân DRC bán được đạt hơn 45,300 lốp/tháng, đạt 90,6% công suất thiết kế. Biên gộp radial đạt 8%, vẫn ở mức thấp so với cùng kỳ 2019 nhưng đã có sự hồi phục so với quý liền kề. Nguyên nhân là do, từ tháng 8 DRC đã hết khấu hao đối với nhà máy giai đoạn 1 dẫn đến DRC tiết giảm được chi phí khấu hao trong cơ cấu giá vốn. Dự tính, chi phí khấu hao giảm 80 tỷ mỗi năm từ Q3.2020.



Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

+**Lốp bias:** sản lượng tiêu thụ tăng 16% yoy đạt 171,716 lốp, trong đó sản phẩm chính là lốp ô tô tải nhẹ tăng trưởng khả quan đạt 128,876 (18% yoy), trong khi đó lốp ô tô tải nặng cũng tăng trưởng nhẹ đạt 30,740 lốp (+4% yoy) và 973 lốp (-55% yoy). Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 26% so với mức 26,5% của cùng kỳ năm ngoái, và 26.2% so với quý liền kề.

**Sự phục hồi của nền kinh tế trong nước cũng giúp nhu cầu tiêu thụ các loại sản phẩm khác hồi phục ấn tượng.**

+**Lốp bán thép:** sản lượng của lốp ô tô bán thép tiêu thụ có sự cải thiện, đạt 958 lốp trong Q3.

+**Sảm lốp xe đạp, xe máy:** Cả 2 dòng lốp đều đạt sản lượng cao ở mức 1,8 triệu và 2,4 triệu lốp trong Q3, cải thiện

manh mẽ so với quý cùng kỳ.

**Hoạt động xuất khẩu** Trong Q3 DRC đã xuất khẩu được 104,542 lốp radial (-1% YoY; +46% QoQ) và 43,829 lốp bias (+6% YoY; 46% QoQ), sự phục hồi đến từ việc Mỹ tiếp tục đặt các rào cản thuế quan lên các sản phẩm sẫm lốp đến từ TQ.

Tỷ trọng lốp Radial + Bias xuất khẩu đạt tương ứng 77% và 26% trong tổng sản lượng lốp của từng loại mà DRC sản xuất.

XUẤT KHẨU	Q3.20	Q3.19	Q2.20	yoy	qoq
Radial (cái)	104,542	105,355	71.490	-1%	46%
Tỷ trọng Radial XK	77%	77%	73%		
Bias (cái)	43,829	41,468	30.089	6%	46%
Tỷ trọng Bias XK	26%	28%	19%		

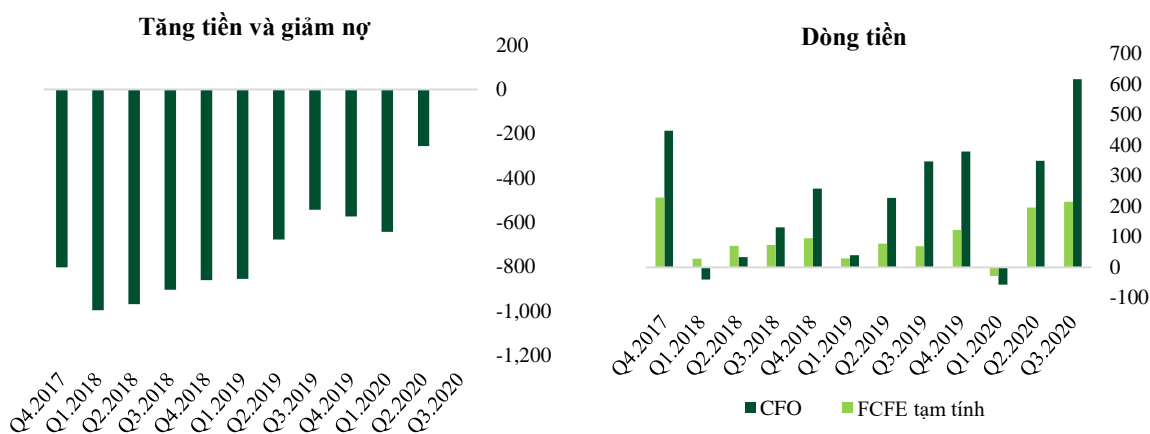
Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

**Như kỳ vọng của VCBS trong Báo cáo cập nhật Q2.2020, hoạt động kinh doanh của DRC đã hồi phục đáng kể trong Q3.2020 khi sản lượng kinh doanh, đặc biệt là sản lượng xuất khẩu đã trở về sản lượng ban đầu.**

DOC đã có kết luận về việc điều tra chống bán phá giá với sản phẩm lốp xe ô tô Việt Nam, trong đó các mặt hàng lốp xe ô tô chở khách và xe tải chở khách sẽ bị áp thuế mới ở mức 6.38% - 10.08%. DRC xác nhận doanh nghiệp không gặp phải vấn đề trong đợt áp dụng rào cản này từ Mỹ, do danh mục các sản phẩm bị áp thuế không bao gồm các sản phẩm mà DRC đang xuất sang Mỹ.

Nhờ các rào cản mà Mỹ đang áp dụng lên các sản phẩm Trung Quốc, VCBS đưa ra đánh giá tích cực về sự gia tăng năng lực cạnh tranh của DRC tại thị trường Mỹ.

**Khấu hao nhà máy giảm – Tác động tích cực đến cổ đông** Máy móc, thiết bị thuộc NM Radial – GD 1 đã chính thức hết khấu hao từ cuối T8/2020. Chi phí khấu hao tiết kiệm được mỗi năm ở mức 80 tỷ VND – tương đương tăng trưởng 25% so với LNTT năm 2019. VCBS đánh giá, lợi nhuận tăng thêm mỗi năm nhờ chi phí khấu hao giảm mặc dù không tác động đến dòng tiền chung của DRC, nhưng lại có tác động tích cực đối với cổ đông của DRC nhờ mở rộng dư địa tăng trưởng của cổ tức trong năm 2021.



Nguồn: VCBS

DRC duy trì mức tỷ lệ chia trả cổ tức trên lợi nhuận sau thuế trong kỳ ở mức 70 – 75 %, đây là mức khá hợp lý đối với một doanh nghiệp nửa tăng trưởng – nửa giá trị như DRC. **VCBS đánh giá với tình hình lợi suất yêu cầu trên VCSH (Ke) toàn thị trường đang giảm, tỷ lệ cổ tức tiền mặt cao sẽ làm tăng định giá của doanh nghiệp. VCBS kỳ vọng tỷ lệ cổ tức tiền mặt cho KQKD năm 2021 – tương đương cổ tức tiền mặt chi trả năm 2022 có thể đạt 1,800 VND/cp – tương đương 18% VDL.**

Ngoài ra, DRC còn đang cho thấy sự cải thiện về thặng dư tiền mặt cũng như dòng tiền từ hoạt động từ Q.2020.

## ĐÁNH GIÁ CHUNG VÀ DỰ PHÓNG

### Giả định

VCBS thay đổi dự phóng dựa trên sự hồi phục KQKD của DRC trong Q3.2020 tốt hơn những gì mà VCBS mong đợi, đặc biệt là sản lượng xuất khẩu của DRC tại các thị trường trọng điểm.

	Thực hiện 2019	Dự phóng 2020				
		Cũ	Mới	%		
SL radial	511.005	434.354	485,455	+11%		
Biên gộp	9.5%	9.0%	10.1%			
SL bias	665.270	593.715	622,412	+4.9%		
Biên gộp	23.6%	22.8%	24,6%			
		2020	2021	2022	2023	2024
<b>EBITAT (NOPAT)</b>		291,528	332,620	351,069	355,416	363,841
<b>Unlevered CFO (unlevered CFO=CFO + Int*(1-t))</b>		<b>593,665</b>	<b>460,829</b>	<b>542,441</b>	<b>515,104</b>	<b>502,870</b>
Less: Capital expenditures		(36,046)	(40,702)	(84,120)	(87,030)	(89,814)
Less: Purchases of intangible assets		(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
<b>FCFF (before adjustment for timing factor)</b>		<b>555,619</b>	<b>418,127</b>	<b>456,320</b>	<b>426,074</b>	<b>411,056</b>
<b>FCFF at End of Fiscal Year</b>		<b>590,341</b>	<b>444,256</b>	<b>484,837</b>	<b>452,701</b>	<b>436,744</b>
Discount number of years		1.38	2.38	3.38	4.38	5.38
<b>Present value of Unlevered FCF</b>		<b>499,293</b>	<b>332,851</b>	<b>321,786</b>	<b>266,156</b>	<b>227,451</b>

Nguồn: VCBS

Mặc dù DRC đã có nửa đầu năm không mấy khả quan do ảnh hưởng mạnh từ dịch COVID 19, đây là yếu tố chung tác động là toàn thị trường. **Khi điều kiện bình thường trở lại, nhờ vào các rào cản tại thị trường Mỹ đối với đối thủ cạnh tranh là các mặt hàng sản phẩm đến từ Trung Quốc, DRC có thể tận dụng và đẩy nhanh sản lượng xuất khẩu tại các thị trường này nhằm gia tăng thị phần.** Do đó, VCBS dự phóng sản lượng xuất khẩu đối với sản phẩm Radial sẽ tiếp tục tăng trưởng, dự kiến đến Q2.2021, DRC được kỳ vọng sẽ chạm mức 100% công suất thiết kế cho dây chuyền sản xuất Radial cả 2 GD.

VCBS đưa ra dự phóng chung cả năm 2020, DTT đạt 3.604 tỷ đồng (-5,6% yoy) và LNST đạt 255.3 tỷ đồng (+2% yoy), tương ứng EPS đạt 2,149 đồng/cp dựa trên 3 yếu tố chính: (1) Xu hướng giá cao su hiện tại và tình hình hàng tồn kho tại ngày kết thúc Q3.2020; (2) Sản lượng xuất bán Radial hồi phục trong Q4.2020 theo giả định; (3) Chi phí khấu hao giảm từ nhà máy Radial – GD 1.

### Khuyến nghị

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 28,289 đồng/cp.

	Giá (đồng/cp)	Tỷ trọng
So sánh tương đối	30,092	50%
Chiết khấu dòng tiền	26,485	50%

---

**Giá trị hợp lý 1 cổ phiếu DRC**

**28,289**

Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **MUA** đối với mã DRC với giá mục tiêu **28,289 đồng/cp**.

## 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](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Lê Đức Quang**  
Trưởng nhóm PT ngành-DN  
[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

**Ngô Duy Tài**  
Chuyên viên Phân tích Cấp cao  
[ndtai@vcbs.com.vn](mailto:ndtai@vcbs.com.vn)

## CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

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

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