

DRC-MUA

**DRC: KÌ VỌNG BIÊN LỢI NHUẬN HỒI PHỤC
TRONG NỬA CUỐI NĂM**

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 01/08/2022)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	27.700
Vốn hoá (tỷ đồng)	3.290
KLGD bình quân 15p	333.000
% sở hữu nước ngoài	9,1 %
Giá mục tiêu	31.800

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-38200 751(ext 640)

Triển vọng 2022:

- Sản lượng tiêu thụ kỳ vọng tăng trưởng nhờ nhu cầu thị trường tốt sau dịch và hưởng lợi từ đối thủ tại 3 thị trường xuất khẩu chính là Brazil, Mỹ và Malaysia bị áp Thuế CBPG. Thị trường Brazil tăng trưởng ổn định hơn, tại thị trường Mỹ gia tăng sự cạnh tranh lớp từ Thái Lan có nguồn gốc từ Trung Quốc hơn so với 2 năm trước đây.
- Giá Cao su tự nhiên (CSTN), cao su nhân tạo (CSNT) và than đen đã ghi nhận điều chỉnh giảm kể từ tháng 7, hỗ trợ cho biên lợi nhuận của DRC kể từ nửa cuối quý 3.
- GD 3 tăng công suất lên 67% dự kiến khởi công năm 2022, lắp đặt MMTB trong 2023 và chính thức vận hành vào 2024.

Dự phóng 2022: chúng tôi dự phóng DTT và LNST đạt 4.785,8 tỷ đồng (+ 9,3% yoy) và 301,6 tỷ đồng (+ 3,7% yoy), tương đương EPS 2022 là 2.539 đồng/cp, tương ứng mức P/E 2022 là 10,9x lần với giả định như sau: (1) sản lượng radial tiêu thụ đạt 669.536 lốp (+ 10% yoy) và bias đạt 735.933 chiếc (-3,0% yoy), (2) giá bán trung bình radial tăng 5% và bias tăng 3-5,5% tùy sản phẩm và (3) biên lợi nhuận gộp đạt mức 16,7%, giảm 0,4% sv 2021 do cơ cấu sản phẩm và giá NVL trong xu hướng tăng.

Rủi ro: nguyên vật liệu đầu vào biến động mạnh song DRC có thể chuyển bớt áp lực vào giá bán.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị của chúng tôi bao gồm sản lượng tiêu thụ thấp hơn dự kiến tại thị trường XK.

Giá nguyên vật liệu như cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và hóa chất tăng cao so với năm ngoái. Khả năng DRC chuyển phần chi phí cho khách hàng thấp.

Chi phí vận tải tăng cao buộc DRC tăng giá bán dẫn đến sụt giảm sức cạnh tranh với đối thủ tại nước ngoài. Tại thị trường XK DRC gặp khó khăn trong việc tăng giá bán hơn nội địa.

Mỹ có thể thực hiện chính sách “bình thường thương mại”, dỡ bỏ thuế quan đối với hàng hóa Trung Quốc.

Khuyến nghị:

Tại mức giá 27.700 đồng/cp, DRC đang được giao dịch với P/E năm 2022 là 10,9x lần. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DRC với giá mục tiêu **31.800 đồng/cp** (upside 15%).

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

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

VCBS Bloomberg

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Q2.22: KQKD kém tích cực, LN giảm 21% yoy chủ yếu do biên gộp radial và sản lượng bias giảm

KQKD Q2.22: DTT 1.148 tỷ đồng (-4,7% yoy), LNST đạt 84 tỷ đồng (-21% yoy). DTT giảm do nội địa suy giảm mạnh 30% yoy, trong khi DT XK vẫn tăng trưởng 20%.

Tính riêng theo cơ cấu sản phẩm thì do DT lớp bias giảm mạnh 24,8% yoy do cả trong nước và XK đều giảm mức trên 20% yoy, trong khi radial tăng trưởng nhẹ 11,6% yoy nhờ vào XK tăng trưởng 33% yoy và nội địa giảm 37% yoy. DT các sản phẩm còn lại gồm xe đạp, xe máy, sấm ... nhìn chung giảm 15% yoy.

Sản lượng bias giảm mạnh 32% yoy đạt 150,7 ngàn lớp và radial tăng nhẹ 6,2% yoy đạt hơn 173 ngàn lớp.

Biên gộp giảm còn 17,8% sv mức 18,8% của cùng kỳ năm ngoái chủ yếu do biên lớp radial giảm 1,7 điểm còn 15,4%, ngược lại biên gộp bias tăng tương ứng 1,7 điểm sv ck năm ngoái đạt mức 23,1%.

CP BH & QLDN tăng 11,6% và chiếm tỷ trọng 8,8%/DTT (sv mức 7,5% của cùng kỳ năm ngoái).

Biên LN ròng đạt 5,8%, thấp hơn so với mức 8,2% của cùng kỳ năm ngoái.

	DTT					Biên LNG		
	Q2.22	Q2.21	YoY	Q1.22	QoQ	Q2.22	Q2.21	2021
Lớp Radial	681	610	11.6%	663	2.7%	15.4%	17.1%	16.1%
Lớp Bias	296	394	-24.8%	390	-24.0%	23.1%	21.4%	18.4%
Còn lại	171	201	-15.0%	231	-26.1%			
Tổng	1,148	1,205	-4.7%	1,284	-10.6%	17.8%	18.8%	17.1%

Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

Lũy kế 1H.2022: diễn biến trái chiều, lớp radial XK vẫn tiếp tục tích cực, tại nội địa nhu cầu giảm mạnh 20% yoy; lớp bias giảm chủ yếu do mức nền XK năm ngoái cao, nội địa ổn định

Lũy kế 1H.2022: DTT đạt 2.117 tỷ đồng (+14,9% yoy, hoàn thành 55% KH) và LNST đạt 155 tỷ đồng (-11,9% yoy, hoàn thành 59% KH). DT tăng trưởng chủ yếu đến từ XK lớp radial và bias, tăng trưởng 28%, DT nội địa chỉ tăng nhẹ 1,6% yoy.

Thị trường nội địa: DT trái chiều giữa lớp 2 loại lớp, radial giảm 8,6% và bias tăng 10,2%. DRC đã tăng giá bán ~ 5% trong tháng 04 vừa qua. Sản lượng radial nội địa giảm mạnh 19,9% yoy đạt 55,7 ngàn lớp, trong khi sản lượng bias chỉ giảm nhẹ 1,9%.

Thị trường XK: DT XK tăng trưởng khá tốt 28% chủ yếu nhờ vào sản lượng radial XK tăng 27,7% yoy đạt 281,5 ngàn lớp, trong khi sản lượng bias giảm mạnh 24,2% yoy đạt hơn 102,2 ngàn lớp.

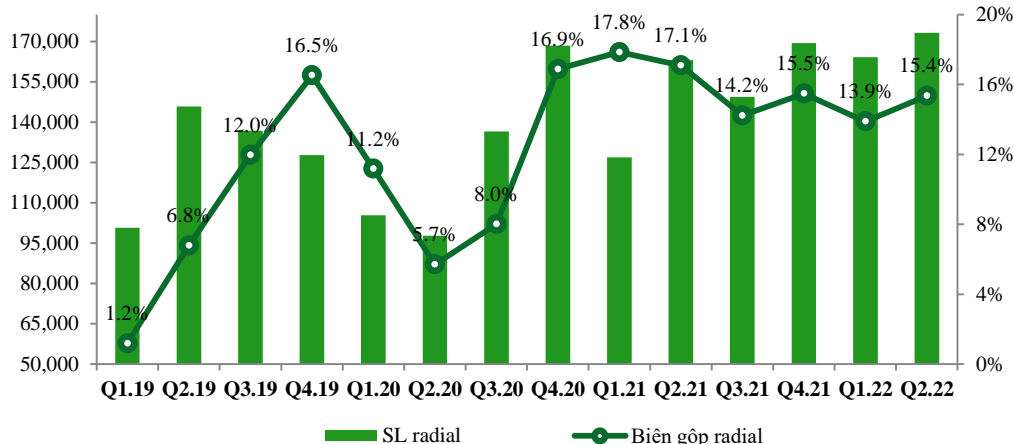
Chúng tôi cho rằng việc tăng giá bán sản phẩm trong tháng 4/2022 vừa qua đã có ảnh hưởng đến sức tiêu thụ lớp radial tại thị trường nội địa do DRC chuyển phần tăng giá tại nội địa cao hơn so với XK do các khách hàng chủ yếu là nhà phân phối, lắp ráp lâu năm của DRC nên khả năng thay thế sản phẩm hãng khác thấp hơn so với thị trường XK áp lực cạnh tranh DRC thấp hơn.

Theo cơ cấu sản phẩm:

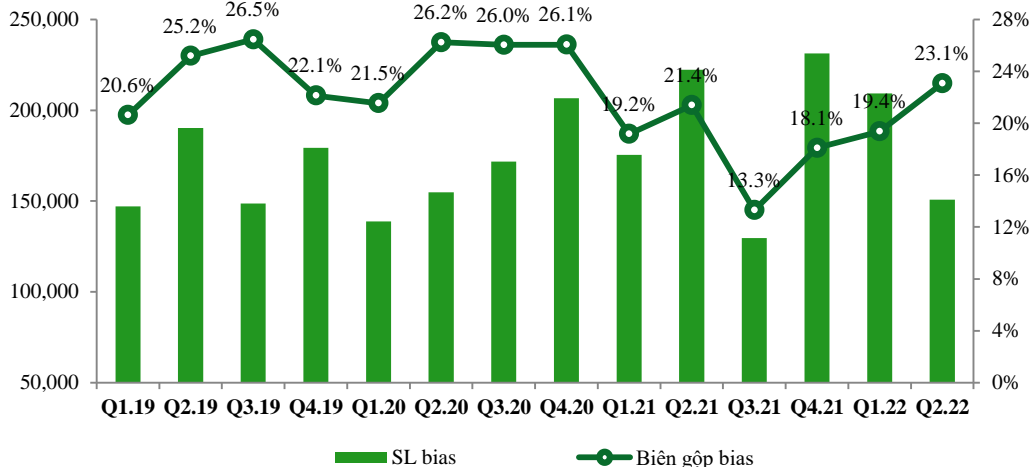
- ❖ **Lớp Radial:** lũy kế 6T, DT tăng trưởng 24,6% yoy đến từ sản lượng tăng 16,3% và giá bán bình quân tăng 7,1% yoy. Trong đó, sản lượng tăng chủ yếu đến từ sản lượng lớp XK tăng 27,7% yoy còn lớp nội địa giảm 19,9% yoy. Biên gộp radial giảm mạnh sv cùng kỳ năm trước đạt 14,6% (1H.21: 17,4%).

- ❖ **Lớp Bias:** DTT tăng nhẹ 2,5%, trong đó sản lượng giảm 9,5% và giá bán bình quân tăng 13,3%. Sản lượng giảm chủ yếu do XK giảm mạnh 24,2% trong khi nội địa chỉ giảm nhẹ 1,9% yoy. Biên gộp ổn định ở mức 21,0% (1H.21: 20,5%).

TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP RADIAL

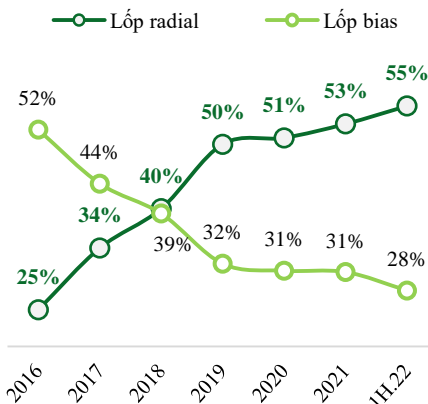


TÌNH HÌNH TIÊU THỤ LỚP BIAS

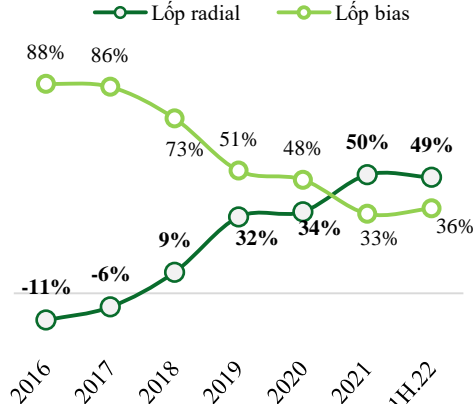


Tỷ trọng:

Tỷ trọng DTT



Tỷ trọng LNG



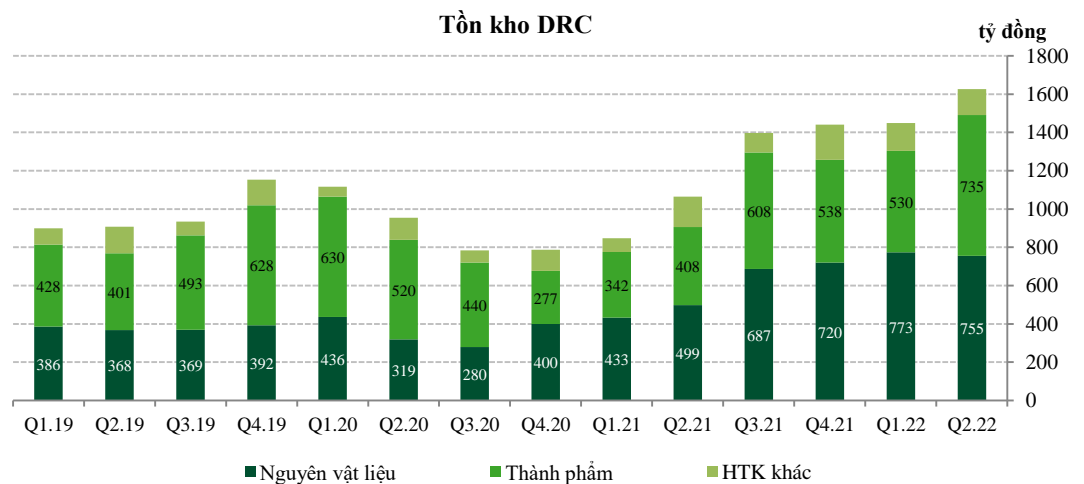
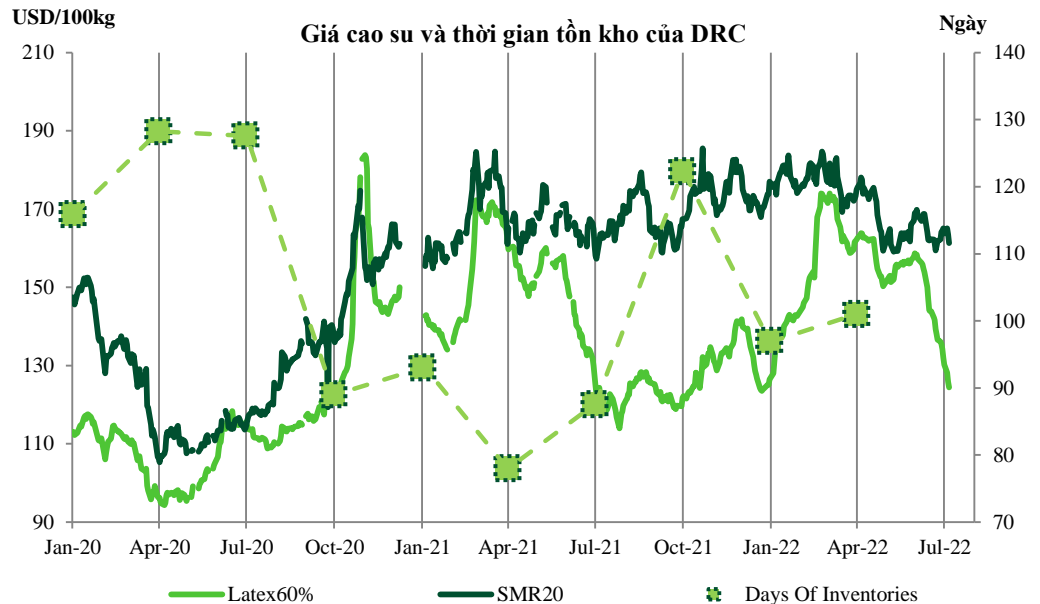
Nguồn: DRC, VCBS tổng hợp

Biên lợi nhuận nửa cuối năm có thể ghi nhận những dấu hiệu tích cực khi giá nguyên liệu bắt đầu điều chỉnh giảm

Tồn kho thành phẩm khá cao do doanh số sụt giảm trong Q2.22 vừa qua

Trong các chi phí sản xuất giá mù cao su tự nhiên đã giảm nhiều (~ 8-10 % so với bình quân trong 1H.22), tuy nhiên giá của các loại NVL khác như cao su tổng hợp (tăng/giảm cùng chiều giá dầu thô), hóa chất đều tăng đáng kể. Trong cơ cấu chi phí thì CSTN (30%), CSNT (15%) và hóa chất (20%) chiếm tỷ trọng lớn tổng cộng khoảng 75-80% chi phí giá thành. Trong Q2.22, chỉ có CSTN giảm ~5% sv quý trước, còn lại các CP khác DRC mua vào đều có giá cao hơn từ 6-20% sv quý trước cũng như sv bình quân năm ngoái.

Hiện tại tồn kho thành phẩm của DRC khá cao và cả tồn kho NVL cũng giữ mức cao trong thời gian gần đây. Tuy nhiên, khi các NVL chính như CSTN, CSNT, hóa chất và than đen điều chỉnh giảm từ tháng 7 trở đi, KQKD của DRC trong nửa cuối năm có thể sẽ ghi nhận những diễn biến tích cực.



Nguồn: Bloomberg, ANRPC, DRC, VCBS tổng hợp

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

MUA

Với những thách thức như trên, chúng tôi điều chỉnh một số thông tin về sản lượng và biên LN gộp của radial và bias so với dự phóng gần nhất như sau: ([Link](#))

	2020	2021	2022F (cũ)	2022F (mới)
SL Radial	508,197	608,669	718,229	669,536
% yoy	-0.5%	19.8%	18.0%	10.0%
SL Bias	672,175	758,548	788,953	735,933
% yoy	1.0%	12.8%	4.0%	-3,0%
Biên gộp Radial	11.1%	16.1%	16.5%	15.5%
Biên gộp Bias	25.2%	18.4%	17.8%	18.7%

Như vậy, DTT của DRC ước tính trong 2022 và 2023 sẽ đạt 4.785,8 tỷ đồng (+9,3% yoy), 5.040,7 tỷ đồng (+5,3% yoy). LNST CĐ mẹ đạt 301,6 tỷ đồng (+3,7% yoy) và 308,2 tỷ đồng (+2,2% yoy).

Nhìn chung, DRC đã giảm khá sâu trong giai đoạn vừa qua phản ánh sự suy yếu của KQKD trong nửa đầu năm. Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong nửa cuối năm có thể hồi phục khi giá nguyên liệu có dấu hiệu giảm kể từ tháng 7. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ **NĂM GIỮ** (giá mục tiêu 39.100 đồng/cp*) sang mức **MUA** do thị giá đã điều chỉnh trong thời gian vừa qua với giá mục tiêu **31.800 đồng/cp** theo định giá bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

(*): giá điều chỉnh cổ tức

Phụ lục:

BC KẾT QUẢ KINH DOANH	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Doanh thu	4,380	4,786	5,041	5,325	5,626	5,936
GVHB	3,632	3,987	4,218	4,458	4,701	4,949
LN gộp	747	798	823	867	925	987
CP BH & QLDN	368	412	418	426	450	475
Thu nhập/(Chi phí) hoạt động khác	(1)	-	-	-	-	-
EBIT	378	387	404	441	474	512
Doanh thu tài chính	37	71	47	17	28	50
Chi phí tài chính	9	37	20	7	5	5
Thu nhập/(Chi phí) khác	42	44	46	48	51	53
Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
LNTT	364	377	385	402	447	504
Thuế TNDN	73	75	77	80	89	101
LNST	291	302	308	322	358	403
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST công đồng công ty mẹ	291	302	308	322	358	403

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021A	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P
Tiền và các khoản tương đương tiền	410	531	101	120	258	412
Khoản phải thu	208	262	276	292	308	325
Hàng tồn kho	1,429	1,329	1,406	1,486	1,567	1,650
Chi phí trả trước	47	96	101	106	113	119
Tài sản ngắn hạn khác	20	20	20	20	20	20
Tài sản ngắn hạn	2,114	2,238	1,904	2,024	2,265	2,526
Tài sản cố định	975	955	1,072	1,045	954	858
Đầu tư liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	0	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	46	50	53	56	59	62
Tài sản dài hạn	1,022	1,005	1,125	1,101	1,013	920
Tổng tài sản	3,136	3,244	3,029	3,126	3,278	3,446
Nợ ngắn hạn	1,004	1,272	972	979	1,031	1,084
Nợ dài hạn	549	131	149	168	190	216
Nợ phải trả	1,362	1,403	1,121	1,147	1,221	1,300
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	586	652	720	791	870	958
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	1,774	1,840	1,908	1,979	2,058	2,146

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 Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Đức Quang, CFA
Trưởng nhóm PT Ngành – Doanh nghiệp
ldquang@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>