



## TĂNG TỶ TRỌNG

<b>Giá mục tiêu</b>	55.000	VNĐ
<b>Giá đóng cửa</b>	44.000	VNĐ
21/03/2016		

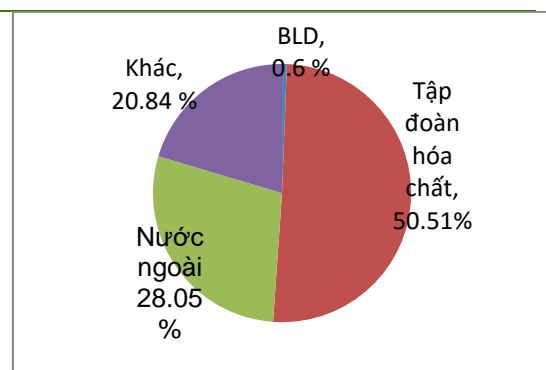
**Nguyễn Văn Sơn**  
**Chuyên Viên Phân Tích**  
[sonnnguyen@phs.vn](mailto:sonnnguyen@phs.vn)

### Thông tin cổ phiếu

Mã CP	DRC
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	913
CP đang lưu hành (triệu)	91.4
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,021
Biên độ 52 tuần (đồng)	40,000-55,000
KLGD trung bình 3 tháng	134,000
Beta	0.68
Sở hữu nước ngoài	50.51%
Ngày niêm yết đầu tiên	29/12/2006

### Cổ đông lớn

GD CT HĐQT	0.6%
Nước ngoài	28.05%
Tập đoàn Hóa chất	50.51%
Khác	20.84%



### Biến động giá

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	3.4	4.3	6.4
<b>(%)</b>	20%	26.7%	53.3%

## DRC – Doanh nghiệp nội địa sản xuất săm lốp lớn nhất Việt Nam.

- Hiện tại, nguồn cung của tất cả các loại lốp Ô tô trong cả nước cũng mới chỉ đáp ứng khoảng 75% nhu cầu nội địa (đã bao gồm cả doanh nghiệp nội địa và doanh nghiệp sản xuất FDI). Riêng lốp Radial chỉ mới đáp ứng khoảng 10%, còn lại đều phải nhập khẩu, đây là mảnh đất màu mỡ cho những doanh nghiệp nội như DRC mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng ở nước ta hiện nay, đặc biệt là hàng loạt các đường cao tốc đã và đang chuẩn bị đưa vào khai thác đang tạo ra chuyển dịch xu hướng sử dụng lốp Bias sang dùng lốp radial ngày càng nhanh chóng hơn. Do các tính năng của lốp Radial ưu việt hơn nhiều so với lốp Bias khi sử dụng trên đường cao tốc. Xu hướng này đang tạo tương lai tươi sáng cho dòng sản phẩm lốp Radial mới của DRC.
- Hoạt động kinh doanh sẽ ngày càng khả quan nhờ dòng sản phẩm mới –lốp Radial được kỳ vọng sẽ bước chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ. Hiện tại, DRC đang thúc đẩy việc mở rộng nhà máy sản xuất lốp Radial toàn thép giai đoạn hai, nâng công suất lên gấp đôi là 600 nghìn chiếc/năm, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm 2017.
- DRC có các chỉ số cơ bản tốt nhất trong những doanh nghiệp săm lốp niêm yết trên sàn: khả năng quản lý chi phí hiệu quả, hiệu quả hoạt động tốt, một bản tài chính minh bạch.
- Chúng tôi cho rằng DRC sẽ vượt 10.3% kế hoạch lợi nhuận. Theo ước tính năm 2016 doanh thu đạt 3.860 tỷ đồng, lợi nhuận đạt 460.2 tỷ đồng, tương đương EPS đạt 5036 đồng/cp.

### Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG

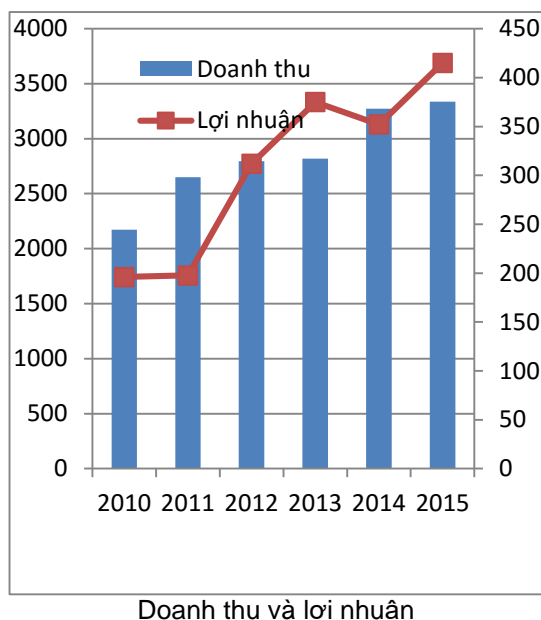
Với giá mục tiêu là 55.000 VNĐ. Giá DRC hiện đang ở mức 44.000 đồng. Chúng tôi định giá cổ phiếu DRC ở mức 55.000 VNĐ dựa trên 2 phương pháp: P/B (tỷ trọng 30%, P/B ước tính năm 2016 là 1.8x và BVPS dự phóng cho năm 2016) và P/E (tỷ trọng 70%, P/E ước tính năm 2016 là 12.x và EPS kỳ vọng năm 2016). Chúng tôi khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu này.



### Hưởng lợi từ triển vọng ngành khả quan.

Theo thống kê thì tỷ lệ sở hữu xe ô tô trên đầu người của Việt Nam thấp hơn mức trung bình của các nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia... Vì vậy, về dài hạn khi mà thu nhập bình quân đầu người ngày càng tăng cao thì sẽ tạo ra nhu cầu xe ô tô gia tăng kéo thúc đẩy nhu cầu về phụ tùng ô tô.

Hiện tại, nguồn cung của tất cả các loại lốp Ô tô trong cả nước cũng mới chỉ đáp ứng khoảng 75% nhu cầu nội địa (đã bao gồm cả doanh nghiệp nội địa và doanh nghiệp sản xuất FDI). Riêng lốp Radial chỉ mới đáp ứng khoảng 10%, còn lại đều phải nhập khẩu, đây là mảnh đất màu mỡ cho những doanh nghiệp nội như DRC mở rộng phát triển. Ngoài ra, khi các hiệp định thương mại tự do như FTA, TPP và hiệp định thương mại ASEAN đi vào chính thức sẽ làm giảm thuế nhập khẩu làm gia tăng nhu cầu sử dụng ô tô kéo theo nhu cầu về lốp xe cũng từ đó mà tăng lên.



Doanh thu và lợi nhuận

## Sản phẩm chính.

Bên cạnh đó, tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng ở nước ta hiện nay, đặc biệt là hàng loạt các đường cao tốc đã và đang chuẩn bị đưa vào khai thác đang tạo ra chuyển dịch xu hướng sử dụng lốp Bias sang dùng lốp radial ngày càng nhanh chóng hơn. Do các tính năng của lốp Radial ưu việt hơn nhiều so với lốp Bias khi sử dụng trên đường cao tốc. Hiện tại, DRC đang thúc đẩy mạnh mẽ mở rộng nhà máy sản xuất lốp Radial toàn thép giai đoạn hai, nâng công suất lên gấp đôi là 600 nghìn chiếc/ năm, dự kiến sẽ đi vào hoạt động vào năm sau. Theo đánh giá từ tập đoàn hóa chất (Vinachem\_công ty mẹ của DRC) thì cùng với nhà máy sản xuất lốp Radial của CSM thì đây là một trong những nhà máy vô cùng quan trọng cho việc phát triển ngành sản lốp Việt Nam, góp phần giảm hàng nhập khẩu, nâng cao chuỗi giá trị ngành, cũng như đa dạng hóa nguồn cung sản phẩm. Thực tế nhu cầu nội địa đối với loại lốp này rất lớn, khi doanh nghiệp nội địa mới chỉ đáp ứng được 10% nhu cầu, vì vậy, đây sẽ là động lực vô cùng to lớn để DRC có thể gia tăng thị phần và mở rộng tăng trưởng.

Theo chúng tôi đánh giá thì năm 2016 sẽ là năm bứt phá đối với DRC về mảng lốp Radial. Năm nay, theo chỉ tiêu giao phó từ tập đoàn mẹ là Vinachem thì kế hoạch sẽ là 265 nghìn chiếc, nhưng theo chúng tôi dự báo là công ty sẽ tiêu thụ khoảng 290 nghìn chiếc, tương đương gần hết công suất thiết kế giai đoạn một. Dựa trên những nhận định rằng, từ năm 2013 sản phẩm lốp Radial đã được thị trường biết đến, trong quá trình làm thị trường hơn 3 năm qua đã giúp lốp Radial của DRC có chỗ đứng nhất định trên thị trường, từ đây sẽ tạo động lực bứt phá về mặt tiêu thụ cho năm nay. Theo vào đó, với chu kỳ bùng nổ xe tải trong năm 2014 và 2015 do thông tư 06 về siết chặt tải trọng của bộ giao thông vận tải đang tạo ra nhu cầu lốp Radial thay thế cho những chiếc xe tải đang lớn dần lên tạo ra sự bùng nổ về nhu cầu lốp Radial thay thế.

Đồng thời, các quy định về chống gian lận thương mại, đặc biệt là gian lận thương mại từ lốp Trung Quốc vốn chiếm 60-70% lượng tiêu thụ nội địa đang ngày càng được đẩy mạnh. Như việc, Tổng cục hải quan đã ra công văn số 3950/QĐ-TCHQ ngày 31/12/2015 quy định mặt hàng lốp ô tô bơm hơi các loại thuộc danh mục hàng hóa nhập khẩu rủi ro về trị giá và mức giá tham chiếu kèm theo làm cơ sở để kiểm tra, tham vấn và xác định trị giá tính thuế. Ngoài ra, theo quy trình kiểm định xe mỗi năm có



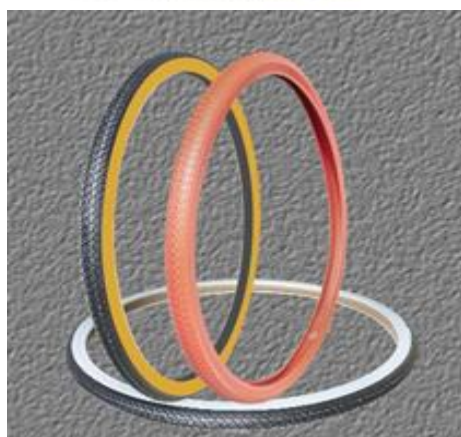
**Lốp 13.6-26/DA-52A/12PR**



**Lốp 13.6-26/DA-52A/12PR**



**7.50-16/53D/20PR**



quy định về xuất xứ về giấy tờ mua bán hợp lệ của lốp xe. Vì vậy, sẽ loại bỏ phần nào các loại lốp giá rẻ, chất lượng thấp nhập lậu, không rõ nguồn gốc xuất xứ. Giúp bảo vệ các nhà sản xuất có thương hiệu uy tín như DRC.

### **Doanh nghiệp nổi bật với tình hình tài chính minh bạch và quản lý tài chính hiệu quả nhất ngành.**

Với việc nguyên liệu chính là cao su tự nhiên chiếm tỷ trọng chi phí lớn nhất trong cơ cấu nguyên vật liệu, vốn chiếm tới 34% trong tổng chi phí đang giúp cho doanh nghiệp sản xuất sảm lốp như DRC hưởng lợi lớn từ việc giá cao su tự nhiên đang ở mức thấp nhất từ năm 2010 tới nay. Tuy nhiên, theo dự báo của WB thì xu hướng giá cao su tự nhiên sẽ chạm đáy vào năm 2016 và hồi phục trở lại từ cuối năm nay trở đi đang cho thấy trong tương lai gần lợi thế từ chi phí giảm sẽ dần bị triệt tiêu đối với các doanh nghiệp sảm lốp như DRC, dẫn tới biên lợi nhuận của DRC có thể sẽ bị suy giảm nếu giá cao su thực sự tăng trở lại.

Ngoài ra, chi phí đầu vào của DRC là các thành phần khác như cao su tổng hợp chiếm khoảng 24%, than đen chiếm khoảng 12%, hóa chất và phụ gia chiếm 9% đều có nguồn chủ yếu từ dầu mỏ cũng đang được dự báo ở vùng giá đáy khi giá dầu đang ở thấp nhất từ năm 2009 tới nay. Góp phần gia tăng tích cực cho việc tiết giảm chi phí đầu vào của DRC trong ngắn hạn. Tuy nhiên, giá dầu có xu hướng chạm đáy và đang có xu hướng hồi phục trở lại trên 40 USD/thùng hiện nay đang tạo ra áp lực khiến các sản phẩm từ dầu mỏ sẽ sớm tăng giá trở lại. Trong đó, các nguyên liệu đầu vào của DRC cũng không nằm ngoài xu hướng này. Đây là bất lợi lớn khiến cho DRC cần phải gia tăng quản lý chi phí hợp lý hơn nhằm tạo ra lợi thế so với các đối thủ trong ngành.

Theo báo cáo tài chính cập nhập năm 2015 thì hiện tại DRC đang có khả năng quản lý chi phí tốt nhất trong các doanh nghiệp sản xuất sảm lốp niên yết trên sàn giao dịch. Trong đó, tỷ lệ giá vốn trên doanh thu của DRC chỉ ở mức 71.8% thì CSM và SCR lần lượt là 77.3% và 79.9% đang thể hiện DRC là doanh nghiệp quản lý rất tốt chi phí đầu vào nên mới có tỷ lệ này thấp nhất ngành. Bên cạnh đó, thì tỷ lệ chi phí quản lý và chi phí bán hàng của DRC lần lượt là 2.4% và 2.2% đều chỉ bằng một nửa của CSM lần lượt là 5.3% và 4.1%, đồng thời thấp hơn hẳn so với 6.4% và 2.1% của SCR. Cho thấy DRC đang quản lý hiệu quả chi phí tốt hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp trong ngành.

Cũng chính nhờ sự quản trị tốt chi phí cùng với đẩy mạnh hoạt động mở rộng sản xuất và nghiêm cứu phát triển các dòng sản phẩm đột phá mới đã giúp DRC duy trì được tốc độ tăng trưởng lợi nhuận khá cao với CARG trong giai đoạn 2010- 2015 đạt 15.7%/năm. Thêm vào đó, với biên lợi gộp luôn đứng đầu trong những doanh nghiệp sảm lốp niên yết như biên lợi gộp của DRC năm 2015 là 22.8%, trong khi CSM là 20.2% (đã loại trừ doanh thu bất thường từ chuyển nhượng bất động sản) và SCR là 19.2% đang tạo ra lợi thế tốt hơn so với các doanh nghiệp sảm lốp nội địa trong việc cạnh tranh về giá so với hàng nhập khẩu từ Trung quốc, vốn có giá rẻ hơn.

### **Cơ hội bức phá tới từ dòng sản phẩm mới – lốp Radial**

Hiện tại, DRC đang sản xuất cả hai dòng lốp Bias và Radial cho xe tải nhẹ và máy kéo.

Xu hướng chuyển từ lốp Bias sang dùng lốp Radial nhờ tính năng của lốp Radial vượt trội hơn hẳn là tác yếu. Nguyên nhân xuất phát từ tốc độ phát triển cơ sở hạ tầng giao thông đang được đẩy mạnh. Hệ thống đường cao tốc của Việt Nam đang dần hình thành kết nối cả nước với nhau dẫn





đến nhu cầu dùng lốp Radial với những tính năng bám đường, tuổi thọ cao, phù hợp với loại hình đường cao tốc đòi hỏi phải di chuyển với tốc độ lớn. Nhìn rộng ra khu vực và thế giới, thì tỷ lệ sử dụng lốp Radial ở các nước phát triển như Mỹ và châu Âu là gần như tuyệt đối 100%, còn các nước trong khu vực như Malaysia là 90%, Trung Quốc là trên 50%. Trong khi đó, tỷ lệ sử dụng lốp Radial cho xe ô tô ở Việt Nam mới chỉ trên 10%. Đồng thời, theo dự báo của chúng tôi thì tính đến năm 2017 khi mà cả hai nhà máy sản xuất lốp Radial của DRC và CSM giai đoạn hai đi vào hoạt động thì nguồn cung lốp Radial nội địa (kể cả các doanh nghiệp FDI) cũng mới chỉ đáp ứng được 75% nhu cầu nội địa. Đây đang tạo dư địa rất lớn cho những doanh nghiệp sản xuất lốp Radial nội địa như DRC nghĩ tới chiến lược dài hạn là mở rộng mạnh mẽ dòng sản phẩm lốp Radial.

Hiện tại, công suất thiết kế giai đoạn 1 sản xuất lốp radial của DRC là 300 nghìn lốp/ năm. Chúng tôi dự báo, đầu năm 2017 là DRC có thể hoạt động hết công suất nhà máy giai đoạn 1, chính vì vậy mà DRC đang gấp rút chuẩn bị mở rộng nhà máy giai đoạn 2 và dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2017 giúp nâng công suất lên gấp đôi là 600 nghìn lốp/năm vào năm sau. Hiện nay, tiêu thụ lốp Bias có xu hướng tăng trưởng chậm lại thì việc mở rộng dòng sản phẩm lốp Radial đang được kỳ vọng giúp DRC bứt phá về tăng trưởng trong tương lai gần.

Năm	2013	2014	2015	2016 F
Tiêu thụ	15,000	114,900	174,820	270,000

(Nguồn Doanh nghiệp, PHS tổng hợp)

Theo kế hoạch hoạch động năm 2016 của DRC, đặt kế hoạch doanh thu 3,860 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế 535 tỷ đồng. Với sản phẩm tiêu thụ chủ yếu là 9,5 triệu săm lốp xe đạp, 7,5 triệu săm lốp xe máy, 2,1 triệu săm lốp ô tô. Trong đó, đặt kế hoạch tiêu thụ 270 nghìn lốp Radial. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định rằng với hơn 3 năm làm thị trường cho lốp Radial cùng với xu hướng chuyển sang dùng lốp Radial thì sản lượng tiêu thụ lốp Radial trong năm 2016 của DRC sẽ đạt khoảng 290 nghìn lốp (vượt 7.4% so với kế hoạch), tương đương tăng 65.9% so với thực hiện năm 2015 và lợi nhuận trước thuế năm 2016 ước đạt 590 tỷ đồng (vượt 10.2% kế hoạch).

Khi DRC mở rộng sang sản xuất dòng lốp Radial đang tạo ra những kỳ vọng về sự đột phá của một doanh nghiệp săm lốp nội địa. Nhưng thách thức cạnh tranh đến từ các đối thủ ngoại và các doanh nghiệp FDI là rất lớn. Với các đối thủ chính của DRC là Kumho Tires Việt Nam, Bridgestone, Sailun Việt Nam, đặc biệt là sự cạnh tranh không lành mạnh từ lốp nhập khẩu giá rẻ đến từ Trung Quốc. Tuy nhiên, với tiềm năng còn rộng mở của dòng lốp Radial, chúng tôi cho rằng, DRC sẽ từng bước vượt qua những trở ngại để bứt phá mạnh mẽ trong dòng sản phẩm mới.

DVT: Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2803</b>	<b>3251</b>	<b>3317</b>	<b>3868</b>
%YoY	0.01%	15.9%	0.2%	16.6%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>716.9</b>	<b>803.7</b>	<b>799.4</b>	<b>868</b>
%YoY	20.5%	12.1%	-0.01%	8.6%
Biên LN gộp	25.5%	24.7%	24%	22.4%
Biên LN HDKD	17.7%	13.5%	13.5%	15.2%

## Đảm bảo phân tích

---

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

---

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

---

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.



### Công ty cổ phần chứng khoán Phú Hưng

Tòa nhà CR3-04B, Tầng 4,

109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479

E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)

Call Center: (84-8) 39 33 99 66