CTCP Cao su Đà Nẵng (HOSE: DRC)

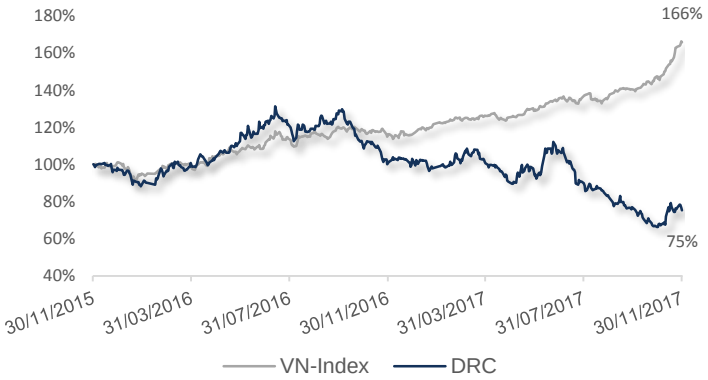
Nguyễn Tất Đạt

Chuyên viên phân tích

Email: datnt@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7580

Biến động giá DRC và VN-Index trong 2 năm



Thông tin giao dịch	30/11/2017
Giá hiện tại (VNĐ/CP)	22.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	32.880
Giá thấp nhấp 52 tuần (VNĐ/CP)	19.700
Số lượng CP niêm yết (CP)	118.792.605
Số lượng CP lưu hành (CP)	118.792.605
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)	454.792
% sở hữu nước ngoài	24,82%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	1.188
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.720

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Cao su Đà Nẵng
Địa chỉ	Lô G, Đường Tạ Quang Bửu, Phường Hòa Hiệp Bắc, Quận Liên Chiểu, TP. Đà Nẵng
Doanh thu chính	Săm lốp ô tô, săm lốp xe máy, săm lốp xe đạp
Chi phí chính	Nguyên vật liệu cao su tự nhiên, cao su tổng hợp, than đen
Lợi thế cạnh tranh	Hệ thống phân phối rộng khắp, thương hiệu lâu đời, có uy tín
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào, cạnh tranh từ săm lốp Trung Quốc

Thị giá 30/11/2017	22.500	Khuyến nghị
Giá trị nội tại/CP	24.723	THEO DÕI
Tăng/(giảm)	10%	

Kỳ vọng tăng trưởng từ nhà máy Radial

Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC) là một trong ba doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa duy nhất hiện đang niêm yết giao dịch trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Danh mục sản phẩm của DRC khá đa dạng, bao gồm săm lốp xe hai bánh, săm lốp yếm ô tô và các sản phẩm cao su kỹ thuật khác. Trong đó, các dòng sản phẩm chủ lực của doanh nghiệp là lốp xe ô tô tải Bias và Radial, cùng với lốp xe đặc chủng.

Hiện nay, DRC đã vươn lên dẫn đầu trong nhóm các doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa về quy mô doanh thu, lợi nhuận cũng như hiệu quả hoạt động.

Tuy nhà máy Radial toàn thép vẫn chưa mang lại lợi nhuận cho DRC, nhưng công suất hoạt động đã tăng dần qua từng năm và dự kiến sẽ đạt 100% công suất thiết kế của giai đoạn 1 trong năm 2017. Đây là bước đệm tốt để doanh nghiệp tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy trong năm 2017 – 2018.

Do vậy, chúng tôi cho rằng khi giai đoạn 2 của nhà máy Radial toàn thép đi vào hoạt động và đạt công suất cao kể từ năm 2019 sẽ đóng góp đáng kể vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận cho doanh nghiệp.

Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DRC dựa trên những luận điểm như sau:

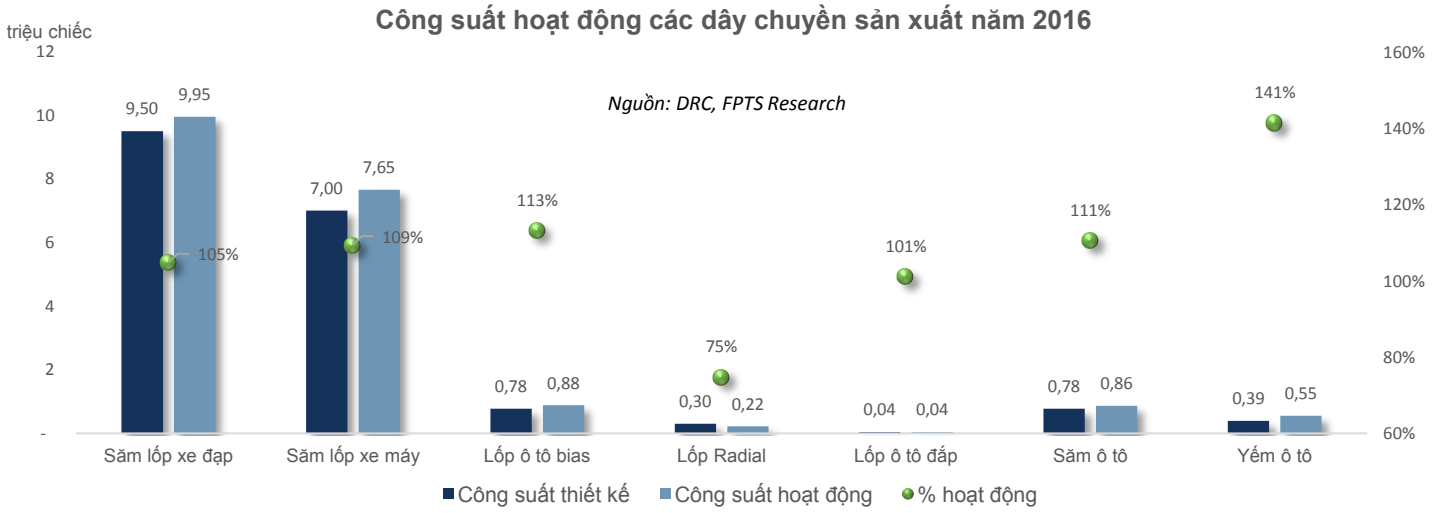
- **Động lực tăng trưởng**
- **Khả năng sinh lời**
- **Rủi ro đầu tư**
- **Định giá**
- **Đánh giá Ban lãnh đạo**

I. ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG TỪ GIAI ĐOẠN 2 NHÀ MÁY RADIAL TOÀN THÉP

Từ năm 2019, DRC được dự báo sẽ có sự tăng trưởng mạnh về doanh thu nhờ giai đoạn 2 nhà máy sản xuất lốp ô tô radial toàn thép đi vào hoạt động từ cuối năm 2018. Hiện đây cũng là động lực tăng trưởng chính của doanh nghiệp trong những năm sắp tới.

1. Tăng gấp đôi công suất nhà máy Radial toàn thép

Tại thời điểm hiện tại, các dây chuyền sản xuất săm lốp các loại của DRC đã đạt công suất hoạt động cao, trong đó một số dây chuyền đã hoạt động vượt công suất thiết kế.



Trong năm 2016, hầu hết các dây chuyền sản xuất của DRC đã vận hành trên 100% công suất thiết kế. Riêng đối với nhà máy lốp radial có công suất thiết kế 300.000 chiếc/năm thì với sản lượng 9 tháng đầu năm 2017 là 245.877 chiếc, đã vận hành ở mức 109% công suất thiết kế cho giai đoạn 1.

Theo thông tin từ doanh nghiệp, sau khi thực hiện di dời các nhà máy cũ về địa điểm mới tại KCN Liên Chiểu vào năm 2013 – 2014, các dây chuyền sản xuất của doanh nghiệp có thể hoạt động tới 120% công suất thiết kế ban đầu, riêng dây chuyền sản xuất lốp Bias có thể đạt công suất 1.000.000 chiếc/năm.

	Công suất thiết kế (chiếc/năm)		Công suất tối đa (chiếc/năm)	
	Y2016	Y2018	Y2016	Y2018
Săm lốp xe đạp	9.500.000	9.500.000	11.400.000	11.400.000
Săm lốp xe máy	7.000.000	7.000.000	8.400.000	8.400.000
Lốp ô tô Bias	780.000	780.000	936.000	936.000
Lốp Radial	300.000	600.000	360.000	720.000
Lốp ô tô đắp	40.000	40.000	48.000	48.000
Săm ô tô	780.000	780.000	1.000.000	1.000.000
Yếm ô tô	390.000	390.000	468.000	468.000

Nguồn: DRC

Theo kế hoạch sản xuất kinh doanh hiện tại, DRC sẽ không đầu tư, mở rộng công suất các dây chuyền cũ đã dần đạt công suất tối đa, ngoại trừ tiến hành giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép. Bên cạnh đó, việc đầu tư nhà máy sản xuất lốp radial bán thép dành cho xe du lịch có công suất 4 triệu chiếc/năm

hiện mới chỉ dừng ở mức định hướng, chưa lập kế hoạch cụ thể. Do vậy, chúng tôi cho rằng DRC sẽ không đầu tư nhà máy radial bán thép trước năm 2019, và động lực tăng trưởng doanh thu trong những năm sắp tới phụ thuộc phần lớn vào tiến độ xây dựng và hiệu quả hoạt động của nhà máy radial toàn thép.

đvt: tỉ đồng

Dự án lốp xe tải Radial - GĐ 2	Tổng số	Xây lắp	Thiết bị	Khác
Giá trị dự toán được duyệt	704	15	593	96
Kế hoạch ĐTXD năm 2017	502	11	415	76
Kế hoạch ĐTXD năm 2018	202	4	178	19

Nguồn: DRC

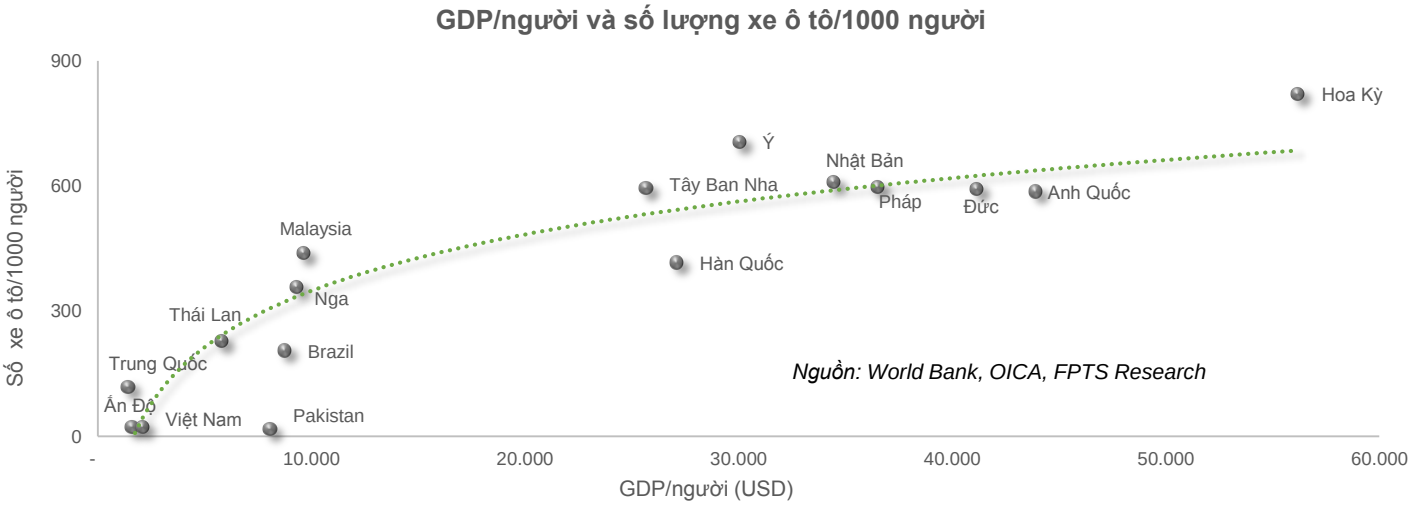
Hiện tại, DRC đã tiến hành đầu tư giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép trên cơ sở nhà xưởng có sẵn của giai đoạn 1. Theo Nghị quyết 49 năm 2017 của doanh nghiệp, để nâng công suất từ 300.000 chiếc/năm lên 600.000 chiếc/năm thì phần lớn khoản đầu tư cho giai đoạn 2 sẽ được dùng cho việc mua sắm, lắp đặt máy móc thiết bị. Bên cạnh đó, trong năm 2017 sẽ thực hiện khoảng 70%, và năm 2018 thực hiện hoảng 30% tổng khối lượng đầu tư xây dựng của giai đoạn 2.

Do vậy, chúng tôi cho rằng giai đoạn 2 nhà máy radial có thể được hoàn thành vào Q2/2018. Sau khi chạy thử và nghiệm thu, DRC có thể đưa sản phẩm của giai đoạn 2 ra thị trường vào Q3 hoặc Q4/2018. Nhờ vậy, công suất tăng thêm của giai đoạn 2 sẽ mang lại cơ hội tăng trưởng sản lượng và doanh thu cho DRC từ năm 2019.

Với công suất thiết kế 300.000 chiếc/năm hiện tại của giai đoạn 1, ước tính DRC tiêu thụ được gần 330.000 chiếc lốp radial toàn thép, thu về khoảng 1.230 tỉ đồng doanh thu mảng này trong năm 2017.

2. Thị trường tiêu thụ còn nhiều tiềm năng

Thị trường tiêu thụ sản phẩm còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Việt Nam cũng như các thị trường xuất khẩu chính của DRC như Brazil, Ấn Độ, Malaysia hay Thái Lan đều nằm trong nhóm nước đang phát triển. Đây là những thị trường có mật độ xe ô tô trong dân cư còn tương đối thấp, trong khi đó thu nhập bình quân đầu người không ngừng gia tăng. Do vậy, dư địa tăng trưởng cho lượng tiêu thụ ô tô cũng như tiêu thụ săm lốp các loại còn rất lớn.



Thị trường nội địa

Hiện nay, mật độ xe ô tô trong dân cư của Việt Nam đang nằm trong nhóm thấp nhất trong khu vực cũng như thế giới. Bên cạnh đó là nền kinh tế có mức tăng trưởng GDP cao, thu nhập bình quân đầu người không ngừng tăng lên. Do vậy, nhu cầu sở hữu xe ô tô con, ô tô du lịch của người dân còn rất lớn, tạo động lực tăng trưởng cho thị trường ô tô và qua đó thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ lốp xe con, lốp xe du lịch. Tuy nhiên, hiện tại DRC chưa tập trung nguồn lực để cạnh tranh trên phân khúc này nên chưa tận dụng được tiềm năng tăng trưởng của mảng lốp xe con, lốp xe du lịch trong những năm sắp tới.

Trong khi đó, thị trường lốp xe tải, xe thương mại trong nước cũng còn rất nhiều tiềm năng nhờ tăng trưởng kinh tế và phát triển giao thương; khối lượng hàng hóa vận chuyển và luân chuyển đang gia tăng với tốc độ trung bình trên 10%/năm. Cùng với các quy định về kiểm soát tải trọng đối với các phương tiện vận tải đường bộ của chính phủ được siết chặt hơn từ năm 2014, đây là những yếu tố thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ lốp xe tải thay thế (replacement[1]) cũng như lốp lắp ráp theo xe mới (OEM[2]) trong tương lai.

Bên cạnh tiềm năng tăng trưởng của phân khúc lốp ô tô, các dòng săm lốp xe máy được dự báo có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng hấp dẫn trong những năm tới. Thị trường xe máy Việt Nam đã vượt qua mức bão hòa trên lý thuyết (khoảng 30 triệu xe trong lưu thông, với dân số 90 triệu người) từ năm 2012. Tới năm 2016, có tới 45 triệu xe máy trong lưu thông tại Việt Nam. Tuy vậy, doanh số bán hàng của VAMM[3] đã liên tục tăng từ năm 2014 cho tới nay, và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức 3 triệu xe/năm cho tới năm 2021. Khi đó, ước tính có 60 triệu xe máy trong lưu thông tại Việt Nam. Do vậy, chúng tôi ước tính nhu cầu săm lốp xe máy có thể đạt 57 triệu chiếc vào năm 2021, tương ứng CAGR khoảng 5% cho giai đoạn 2017 – 2021.

Như vậy có thể thấy rằng, thị trường săm lốp Việt Nam còn rất nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai. Theo dự báo của TechSci Research, tổng giá trị thị trường săm lốp Việt Nam sẽ tăng trưởng khoảng 8%/năm trong giai đoạn 2015 – 2020, cao gấp 2 lần so với mức tăng trưởng trung bình của thế giới.

Thị trường xuất khẩu

Doanh thu xuất khẩu năm 2016 đạt xấp xỉ 30 triệu USD, chiếm khoảng 17% tổng doanh thu của DRC. Hiện nay, các sản phẩm xuất khẩu chính của DRC là lốp xe ô tô bias và radial, bao gồm các dòng sản phẩm dành cho xe tải, xe buýt và các loại xe đặc chủng (xe khai mỏ, xe nâng…). Trong đó, doanh nghiệp đang đẩy mạnh xuất khẩu lốp xe tải radial toàn thép. Theo ước tính của chúng tôi, trong năm 2017, lượng tiêu thụ tại thị trường nước ngoài chiếm khoảng 65% tổng lượng tiêu thụ lốp radial của DRC, và khoảng 35% được tiêu thụ nội địa. Đối với lốp ô tô bias, phần lớn sản phẩm được tiêu thụ nội địa; hoạt động xuất khẩu chiếm khoảng 15% tổng lượng tiêu thụ hàng năm.

Bên cạnh đó, các thị trường xuất khẩu lớn của DRC trong những năm qua là Brazil, Malaysia và Thái Lan. Trong thời gian tới, doanh nghiệp sẽ xúc tiến, đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ. Đây đều là những nước đang phát triển, dân số đông và tỉ lệ sở hữu xe trong dân cư còn tương đối thấp, đặc biệt là Ấn Độ - hứa hẹn sẽ là thị trường tiềm năng cho DRC.

---

[1] Replacement: săm lốp phục vụ nhu cầu thay thế, được tiêu thụ thông qua hệ thống đại lý, cửa hàng.

[2] OEM: săm lốp lắp ráp theo xe mới, được tiêu thụ thông qua các nhà sản xuất, lắp ráp xe 2 bánh, xe ô tô.

[3] VAMM: Vietnam Association of Motorcycle Manufacturers – Hiệp hội Các nhà sản xuất xe máy Việt Nam, bao gồm 5 hãng xe máy lớn là Honda, Yamaha, Suzuki, Piaggio và SYM; chiếm trên 90% doanh số bán xe máy tại thị trường Việt Nam.

Thị trường Brazil

Brazil hiện là thị trường xuất khẩu lớn nhất của DRC, chiếm lần lượt khoảng 10% và 17% tổng lượng tiêu thụ lốp radial của DRC trong năm 2015 và 2016 – tương ứng chiếm khoảng 20% và 40% tổng lượng tiêu thụ radial ở riêng các thị trường nước ngoài. Tháng 11/2014, Brazil đã quyết định áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe tải radial (Truck Bus Radial - TBR) của Đài Loan, Nhật Bản, Hàn Quốc, Nga, Nam Phi và Thái Lan với mức thuế dao động từ 300 USD/tấn đến trên 4.000 USD/tấn. Việc áp thuế có hiệu lực trong vòng 5 năm, sẽ hết hiệu lực vào tháng 11/2019. Do Việt Nam không nằm trong danh sách trên, nên các doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa như DRC sẽ được hưởng lợi thế khi xuất khẩu sang thị trường này, và Brazil sẽ tiếp tục là một thị trường quan trọng của DRC trong những năm tới.

Thị trường Ấn Độ

Ấn Độ được đánh giá là một thị trường đầy tiềm năng cho DRC với dân số lên tới hơn 1,3 tỉ người, trong khi đó tỉ lệ sở hữu xe ô tô mới chỉ đạt 22 xe/1.000 dân – nằm trong nhóm thấp nhất thế giới. Do vậy, nhu cầu tiêu thụ săm lốp ô tô trong tương lai sẽ còn nhiều dư địa tăng trưởng. Theo dự báo của ICRA[4], nhu cầu tiêu thụ lốp xe của Ấn Độ có thể đạt tăng trưởng 7-8%/năm trong những năm tới. Riêng với lốp xe tải, xe buýt thay thế, tốc độ tăng trưởng được dự báo ở mức khoảng 5%/năm. Ngoài ra, theo số liệu của ATMA[5], tỉ lệ sử dụng lốp xe tải radial ở Ấn Độ mới đạt khoảng 25% và được dự báo sẽ tăng lên khoảng 40% trong những năm tới; mở ra cơ hội xuất khẩu lốp radial toàn thép cho DRC.

Hiện nay, các sản phẩm nhập khẩu từ Trung Quốc đang là mối đe dọa với ngành sản xuất lốp xe Ấn Độ. Theo thông tin cập nhật trong tháng 10/2017 từ TireBusiness, chính phủ Ấn Độ đã thông qua đề xuất áp thuế chống bán phá giá với một số loại lốp radial dùng cho xe tải, xe buýt có đường kính trên 16 inch xuất xứ từ Trung Quốc. Mức thuế được áp dụng là từ 250 USD/tấn tới 450 USD/tấn. Do vậy, cơ hội xuất khẩu lốp radial toàn thép sang Ấn Độ của DRC trong thời gian tới sẽ càng rộng mở.

Thị trường Malaysia và Thái Lan

Đây là hai thị trường xuất khẩu khá ổn định của DRC, chiếm khoảng 20% lượng xuất khẩu hàng năm. Mặc dù Malaysia và Thái Lan có thu nhập bình quân đầu người và tỉ lệ sở hữu ô tô ở mức tương đối cao trong khu vực, nhưng hai nước này đều có ngành sản xuất săm lốp tương đối phát triển, đặc biệt là nhà máy rất lớn của Michelin đặt tại Thái Lan. Do đó, các sản phẩm xuất khẩu chính sang 2 thị trường này của DRC vẫn là lốp ô tô tải. Trong thời gian tới, lượng xuất khẩu của DRC sang 2 thị trường này được dự báo không có nhiều biến động, tuy nhiên tỉ lệ đóng góp có thể sẽ giảm đi do triển vọng xuất khẩu sang Ấn Độ và Brazil.

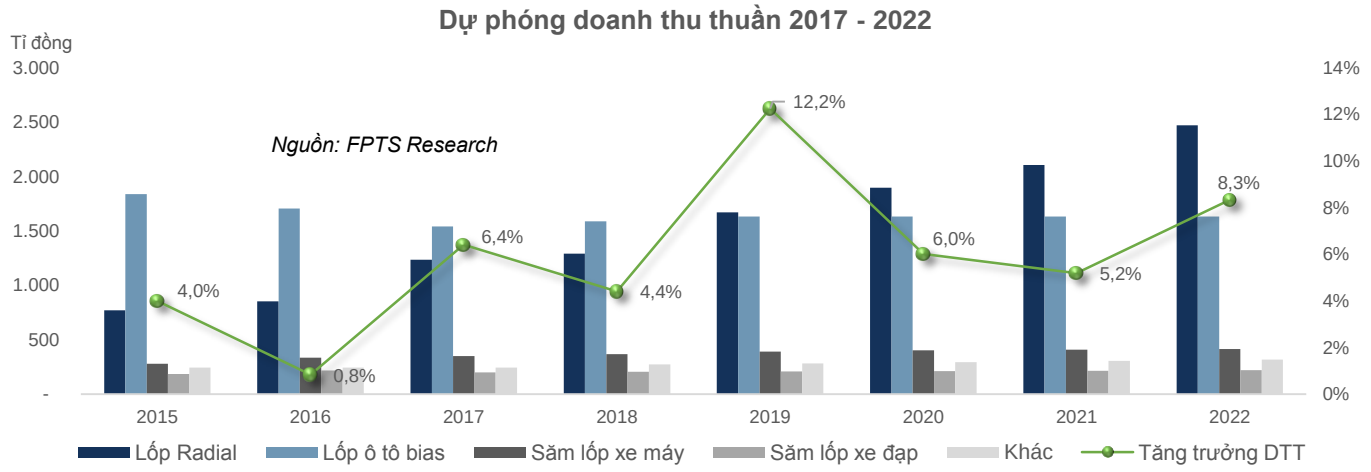
3. Dự báo tăng trưởng doanh thu

Với tiềm năng tăng trưởng của thị trường và kế hoạch đầu tư, mở rộng công suất của doanh nghiệp như đã phân tích ở trên, chúng tôi dự báo doanh thu của DRC sẽ có sự tăng trưởng mạnh từ năm 2019 nhờ đóng góp của giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2017 – 2022 có thể đạt CAGR khoảng 7%.

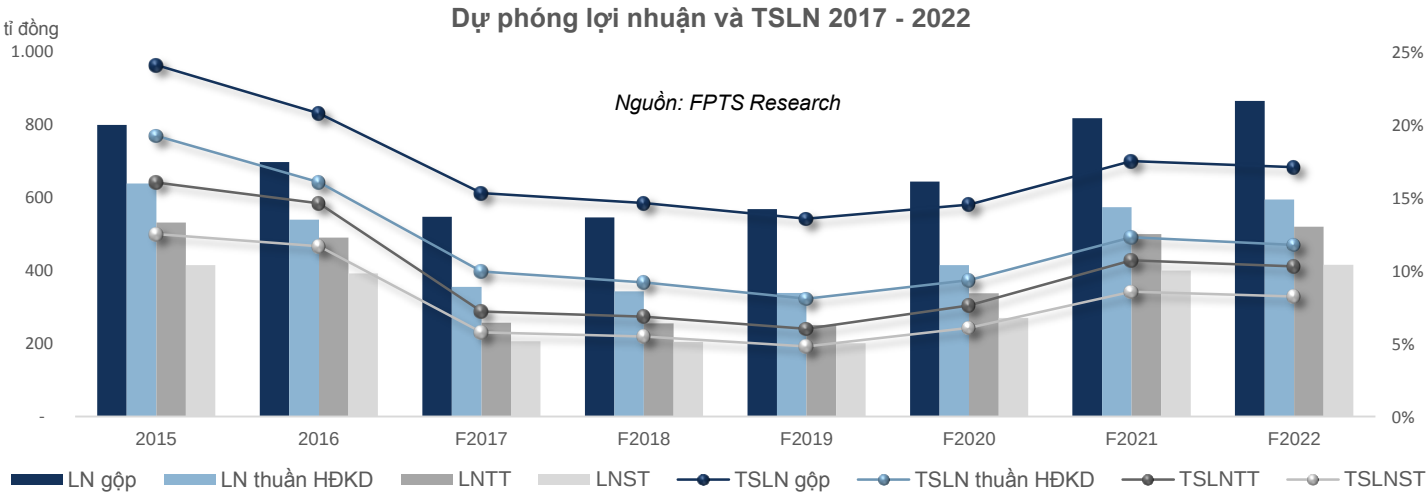
[4] Investment Information and Credit Rating Agency of India Limited: Tổ chức thông tin đầu tư và xếp hạng rủi ro của Ấn Độ

[5] Automotive Tyre Manufacturers Association: Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Ấn Độ.

Trong đó, lốp radial toàn thép sẽ là dòng sản phẩm chủ lực, tạo động lực tăng trưởng cho DRC trong những năm sắp tới, dự báo tới năm 2022 sẽ đóng góp xấp xỉ 50% vào tổng doanh thu thuần của doanh nghiệp.



II. KHẢ NĂNG SINH LỜI



Lợi nhuận gộp và tỉ suất lợi nhuận gộp của DRC trong năm 2017 sẽ sụt giảm mạnh do diễn biến bất thường của giá cao su thiên nhiên, sau đó được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhẹ trong 2 năm 2018 và 2019 do giá NVL đầu vào ổn định và chi phí khấu hao vẫn còn ở mức cao. Từ năm 2020, tình hình có thể sẽ được cải thiện đáng kể nhờ bốn yếu tố chính:

Giá nguyên vật liệu đầu vào ổn định: *3 loại nguyên vật liệu (NVL) chính trong sản xuất lốp xe là cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và than đen đều được dự báo có xu hướng ổn định, ít có khả năng tăng mạnh trong những năm sắp tới. Giá cả 3 loại NVL trên đều chịu ảnh hưởng từ giá dầu thô, trong đó giá cao su tổng hợp và giá than đen chịu ảnh hưởng trực tiếp do đây là 2 trong số nhiều sản phẩm của ngành công nghiệp hóa dầu. Trong giai đoạn từ nay tới năm 2022, giá dầu thô được dự báo ít có khả năng tăng mạnh vượt ngưỡng 60 – 70 USD/thùng (tham khảo* ***Báo cáo ngành Khí 2017 – FPTS*** *tại đây), giúp giữ giá các loại NVL trên ít biến động hơn. Riêng với cao su thiên nhiên, tình trạng dư cung được dự báo sẽ còn tiếp diễn ít nhất tới năm 2023. Do vậy, tuy có thể biến động trong ngắn hạn nhưng giá cao su cũng sẽ ít có khả năng tăng mạnh trong giai đoạn tới.*

Công suất nhà máy radial toàn thép tăng gấp đôi: *Dự kiến cuối năm 2018, giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép sẽ được hoàn thành, giúp nâng công suất từ 300.000 chiếc/năm lên 600.000 chiếc/năm và sẽ đóng góp mạnh vào tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của DRC từ năm 2019. Chúng tôi giả định công suất hoạt động của giai đoạn 2 sẽ tăng dần và đạt 100% công suất thiết kế vào năm 2022.*

Chi phí khấu hao TSCĐ giảm mạnh từ năm 2021: *Hiện nay, DRC đang thực hiện chính sách khấu hao nhanh cho TSCĐ là máy móc, thiết bị của nhà máy radial. Với thời gian khấu hao là 7 năm, thì tới năm 2020, toàn bộ máy móc, thiết bị của giai đoạn 1 sẽ được khấu hao hết. Do vậy, từ năm 2021, chi phí khấu hao sẽ giảm mạnh, giúp tỉ suất lợi nhuận của doanh nghiệp được cải thiện đáng kể.*

Hiệu quả quản lý chi phí ổn định: *DRC là doanh nghiệp có sự hiệu quả và ổn định trong quản lý chi phí cao nhất trong nhóm các doanh nghiệp săm lốp nội địa. Khoảng 12-15% doanh thu đến từ mảng lốp lắp ráp theo xe mới (OEM) với khách hàng là các doanh nghiệp sản xuất, lắp ráp ô tô lớn trong nước giúp DRC tiết giảm chi phí bán hàng (CPBH), đồng thời giảm thiểu biến động CPBH trong những giai đoạn cạnh tranh tăng cao. Chúng tôi cho rằng, CPBH và chi phí quản lý doanh nghiệp (CPQLDN) của DRC sẽ không biến động quá nhiều và không tác động mạnh tới tỉ suất lợi nhuận của doanh nghiệp trong tương lai.*

III. RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro kinh doanh:** Chúng tôi đánh giá rủi ro về biến động doanh thu của DRC ở mức trung bình khi áp lực cạnh tranh với săm lốp Trung Quốc nhập khẩu còn cao khiến doanh nghiệp gặp khó khăn trong điều chỉnh giá bán sản phẩm. Tuy nhiên, tình hình tiêu thụ khả quan ở thị trường nước ngoài đã mang lại tăng trưởng doanh thu cho doanh nghiệp.
- **Rủi ro hoạt động:** Định phí, trong đó phần lớn là chi phí khấu hao tài sản cố định, mặc dù chỉ chiếm trung bình gần 10% trong tổng chi phí sản xuất theo yếu tố của các doanh nghiệp săm lốp nhưng lại tạo ra rủi ro hoạt động tương đối lớn cho các doanh nghiệp này. Tuy nhiên, DRC đã đạt hiệu quả cao trong sử dụng tài sản, đặc biệt là giai đoạn 1 nhà máy radial toàn thép. Do vậy, chúng tôi đánh giá rủi ro hoạt động của DRC trong những năm tới là không cao.
- **Rủi ro lãi suất và tỉ giá:** Các dự án đầu tư gần đây, trong đó có nhà máy radial của DRC đều được tài trợ bằng 70% vốn vay và 30% vốn chủ sở hữu. Trong đó, phần lớn khoản vốn vay là vay bằng USD. Do vậy, nếu lãi suất của đồng USD cũng như đồng VNĐ biến động mạnh sẽ làm chi phí tài chính của DRC tăng cao. Việc vay nợ nhiều bằng USD cũng như nhập khẩu NVL từ nước ngoài cũng đem lại rủi ro tỉ giá cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, với tình hình xuất khẩu lốp radial hiện tại và những năm sắp tới tương đối khả quan, DRC có nguồn ngoại tệ tương đối ổn định, giúp giảm thiểu rủi ro từ biến động tỉ giá.
- **Các vấn đề liên quan đến Vinachem:** Hiện nay, DRC vẫn là công ty con của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam – Vinachem. Do vậy, các quyết định kinh doanh, tài chính quan trọng của doanh nghiệp như đầu tư, huy động vốn hay phân phối lợi nhuận đều chịu sự chi phối của Tập đoàn.

  Trong những năm gần đây, hoạt động kinh doanh của Vinachem liên tục gặp khó khăn với nhiều dự án thua lỗ, đặc biệt là các dự án phân đạm. Theo báo cáo tài chính bán niên của Vinachem tại thời điểm T6/2017: khoản lỗ lũy kế của tập đoàn hiện đã lên tới 1.900 tỉ đồng; đồng thời Vinachem đang phải trả hàng ngàn tỉ đồng lãi vay hàng năm trên số nợ vay lên tới 29.000 tỉ đồng. Vì vậy, trong giai đoạn 2012 – 2016 với tình hình kinh doanh khởi sắc, DRC liên tục phải chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm với tỉ lệ 20-30% mệnh giá. Điều này ảnh hưởng không nhỏ đến dòng tiền thuần của doanh nghiệp, đặc biệt là trong bối cảnh nhu cầu đầu tư rất lớn để mở rộng công suất, tăng khả năng cạnh tranh.

Tình hình chi trả cổ tức tiền mặt của DRC	2012	2013	2014	2015	2016
Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông thường (tỉ đồng)	287,2	345,4	324,6	381,8	360,5
Chi trả cổ tức (tỉ đồng)	138,5	166,1	249,2	274,1	332,6
Lợi nhuận giữ lại (tỉ đồng)	148,7	179,2	75,3	107,7	27,9
Tỉ lệ chi trả cổ tức trên mệnh giá 10.000đ/CP	20%	20%	30%	30%	28%
Tỉ lệ chi trả cổ tức trên lợi nhuận sau thuế	48%	48%	77%	72%	92%

Nguồn: DRC

Theo lộ trình từ nay tới năm 2020 thì Vinachem sẽ phải thực hiện cổ phần hóa, đồng thời giảm tỉ lệ sở hữu tại các công ty con. Tuy nhiên, tiến độ thực hiện đang khá chậm và tập đoàn cũng chưa có kế hoạch thoái vốn cụ thể đối với nhiều công ty con, trong đó có DRC. Do vậy, rủi ro không chỉ xoay quanh việc hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp bị chi phối, mà ngoài ra, thị giá cổ phiếu DRC trên thị trường cũng có thể sẽ biến động mạnh khi có những tin tức liên quan tới việc thoái vốn của Vinachem.

IV. Đánh giá Ban lãnh đạo

1. Kinh nghiệm và quá trình hoạt động

Ông Nguyễn Thanh Bình – Tổng Giám đốc và ba Phó Tổng Giám đốc là các ông Lê Hoàng Khánh Nhựt, Nguyễn Mạnh Sơn và Hà Phước Lộc đều có quá trình công tác gắn liền với Công ty Cao su Đà Nẵng từ những năm 1980 – 1990, nay là Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng. Trong suốt quá trình công tác tại DRC, các ông đều đã đảm nhiệm nhiều vị trí từ thấp đến cao, tích lũy kinh nghiệm qua nhiều phòng ban, xí nghiệp khác nhau. Như vậy, tính tới thời điểm hiện tại, các thành viên trong Ban Giám Đốc của DRC đã có trên 20 năm kinh nghiệm công tác, điều hành hoạt động tại doanh nghiệp.

2. Hoạt động đầu tư

Với việc sở hữu 50,51% vốn cổ phần tại DRC, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam – Vinachem là công ty mẹ và nắm toàn quyền chi phối những quyết định quan trọng của DRC thông qua năm thành viên hội đồng quản trị - những người đại diện phần vốn của Vinachem tại DRC. Do đó, quyết định đầu tư các dự án lớn như dự án xây dựng nhà máy sản xuất lốp ô tô tải radial toàn thép đều phụ thuộc vào ý chí của Vinachem.

Đối với dự án radial toàn thép, về mặt định hướng đây là quyết định đầu tư đúng đắn trong bối cảnh xu hướng chuyển từ sử dụng lốp bias sang sử dụng lốp radial sẽ ngày càng mạnh mẽ hơn. Để bắt kịp với sự thay đổi nhu cầu sử dụng, duy trì khả năng cạnh tranh và giữ được thị phần thì DRC cũng như các doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa bắt buộc phải đầu tư cho dòng sản phẩm này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng một số quyết định liên quan đến dự án như lựa chọn nhà thầu thi công hay chọn nhà tư vấn thiết kế (nhà thầu Qingdao Mesnac, chuyển giao công nghệ từ Sailun) đến từ Trung Quốc có thể đã không giúp mang lại cho DRC lợi thế cạnh tranh với chính những sản phẩm săm lốp có xuất xứ từ Trung Quốc.

3. Khả năng định hướng thị trường

Ngay từ giai đoạn 2009 – 2010, Ban lãnh đạo DRC đã có kế hoạch chuẩn bị nguồn vốn và lên phương án đầu tư cho dự án nhà máy radial toàn thép giai đoạn 1 và giai đoạn 2 nhằm đón đầu xu hướng chuyển dịch nhu cầu sử dụng từ lốp bias sang lốp radial. Tuy hiện nay giai đoạn 2 dự kiến sẽ hoàn thành chậm hơn kế hoạch ban đầu 2 năm (dự kiến hoàn thành cuối năm 2018, so với kế hoạch ban đầu là năm 2016). Nhưng dự án này vẫn cho thấy khả năng nhận định đúng xu hướng thị trường của

ban lãnh đạo DRC khi mà hiện nay sản phẩm lốp radial của doanh nghiệp có lượng tiêu thụ tốt và nhà máy radial hoạt động với 100% công suất thiết kế.

Bên cạnh đó, khả năng định hướng thị trường của ban lãnh đạo DRC cũng được thể hiện qua chiến lược tập trung xuất khẩu dòng sản phẩm lốp xe tải radial toàn thép trong những năm vừa qua. Đây là giai đoạn thị trường săm lốp nội địa có mức độ cạnh tranh rất gay gắt, đặc biệt đến từ săm lốp xe tải nhập khẩu từ Trung Quốc. Đẩy mạnh xuất khẩu lốp radial giúp DRC giảm bớt áp lực cạnh tranh tại thị trường nội địa, đồng thời tận dụng được xu hướng chuyển từ sử dụng lốp bias sang lốp radial đang diễn ra mạnh mẽ ở những thị trường như Brazil, Ấn Độ… Nhờ vậy, DRC duy trì được hiệu quả sử dụng tài sản ổn định trong bối cảnh thị trường còn nhiều khó khăn.

V. ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

1. Giả định

Tham số định giá			
Giai đoạn dự phóng chi tiết		**Giai đoạn tăng trưởng dài hạn**	
Lãi suất phi rủi ro	6,60%	D/E mục tiêu	70%
Beta (U)	0,75	Beta (L) dài hạn	1,18
Equity risk premium (ERP)	8,40%	**Ke mục tiêu**	**16,48%**
		Chi phí vốn vay dài hạn	8,00%
		Thuế suất TNDN	20,00%
		Chi phí vốn vay sau thuế	6,40%
SLCP hiện tại (triệu CP)	118,8	**WACC mục tiêu**	**12,33%**
SLCP pha loãng tối đa (triệu CP)	118,8	**Tăng trưởng dài hạn**	**2,00%**

- **Lãi suất phi rủi ro:** được lấy bằng lãi suất trái phiếu chính phủ Việt Nam kỳ hạn 20 năm theo thống kê giao dịch thị trường trái phiếu của Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội – HNX tính đến tháng 11/2017.
- **D/E mục tiêu:** tuy sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ cho các dự án đầu tư mở rộng sản xuất, nhưng tỉ lệ D/E của DRC chưa vượt quá 90% ngay cả trong năm 2013 – năm trọng điểm đầu tư dự án radial. D/E trung bình của doanh nghiệp trong giai đoạn 2011 – 2016 là 69%. Bên cạnh đó, tỉ lệ D/E trung bình của 10 doanh nghiệp sản xuất săm lốp lớn nhất và lâu đời nhất thế giới (hầu hết được thành lập từ những năm 1880s tới 1930s) đã giảm dần và được giữ tương đối ổn định, khoảng 70% trong giai đoạn gần đây. Do vậy, chúng tôi giả định trong dài hạn, DRC sẽ giữ D/E ở mức 70%.
- **Tốc độ tăng trưởng dài hạn:** tốc độ tăng trưởng bình quân của ngành săm lốp thế giới trong giai đoạn 2001 – 2015 đạt khoảng 3,2% và đang có xu hướng dịch chuyển về các thị trường đang phát triển, đặc biệt là châu Á. Trong những năm tới, ngành săm lốp thế giới được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng ở mức 3-4%/năm. Chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn của DRC là 2%/năm sau giai đoạn dự phóng chị tiết 2017 – 2022.

2. Kết quả định giá

Định giá FCFF	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	**2,00%**
Giá trị hiện tại các dòng FCFF (tỉ đồng)	1.441
Giá trị hiện tại Terminal value (tỉ đồng)	2.459
Cộng: Tiền và Đầu tư tài chính (tỉ đồng)	60
Giá trị doanh nghiệp	**3.960**
Trừ: Nợ vay dài hạn và nợ vay ngắn hạn (tỉ đồng)	1.023
Giá trị Vốn chủ sở hữu (tỉ đồng)	**2.937**
Số lượng cổ phiếu pha loãng tối đa (triệu CP)	118,8
Giá trị nội tại/CP	**24.723**

3. Phân tích độ nhạy

Thay đổi giá cổ phiếu theo biến động trong chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) và tốc độ tăng trưởng dài hạn.

Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)						
24.723		Tăng trưởng dài hạn				
		0,00%	1,00%	2,0%	3,00%	4,00%
WACC	10,33%	24.317	26.717	29.693	33.481	38.465
	11,33%	22.526	24.520	26.941	29.944	33.767
	12,33%	21.025	22.711	24.723	27.166	30.196
	13,33%	19.750	21.195	22.896	24.926	27.391
	14,33%	18.653	19.907	21.365	23.081	25.129

4. Khuyến nghị đầu tư

Giá trị nội tại mỗi cổ phiếu DRC tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF là 24.723đ/cp, cao hơn 10% so với thị giá đóng cửa tại ngày 30/11/2017 là 22.500đ/cp. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DRC.

Để tìm hiểu thêm những phân tích chi tiết về tình hình hoạt động kinh doanh – tài chính của doanh nghiệp, vui lòng tham khảo phần PHỤ LỤC bên dưới.

PHỤ LỤC

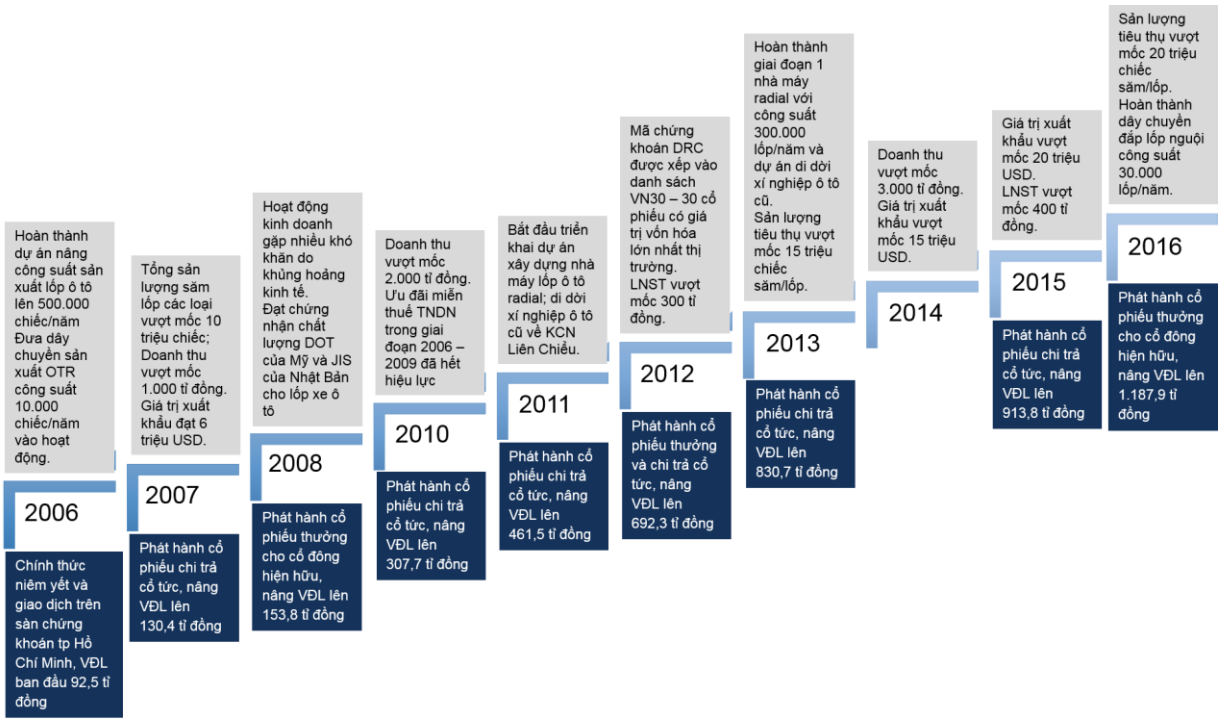
I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

1. Sơ lược về doanh nghiệp

Nhà máy cao su Đà Nẵng ra đời vào tháng 12/1975, tiền thân là một xưởng đắp vỏ xe của quân đội chính quyền Sài Gòn trước 30/4/1975. Tháng 5/1993 được chuyển đổi loại hình và đổi tên thành Công ty Cao su Đà Nẵng và tới tháng 10/2005 chính thức được đổi thành Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng như hiện nay. Công ty có trụ sở chính tại KCN Liên Chiểu – thành phố Đà Nẵng. DRC hiện là một trong 3 doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa lớn nhất của Việt Nam, với tổng lượng tiêu thụ hàng năm đã vượt trên 20 triệu chiếc săm/lốp các loại, trong đó có 18 triệu chiếc săm/lốp xe đạp xe máy và 2 triệu chiếc săm/lốp ô tô. Phân khúc sản phẩm thế mạnh đóng góp trên 75% vào doanh thu của DRC là lốp xe ô tô tải bias và lốp ô tô tải radial toàn thép. Với xu hướng chuyển dịch sang sử dụng lốp radial thay cho lốp bias hiện vẫn còn diễn ra mạnh mẽ ở các thị trường đang phát triển, DRC đã và đang tiếp tục đẩy mạnh đầu tư mở rộng công suất nhà máy sản xuất lốp radial để thay đổi cơ cấu sản phẩm cho phù hợp với nhu cầu thị trường. Hiện nay, giai đoạn 1 của nhà máy đã được hoàn thành với công suất tối đa 300.000 lốp/năm và DRC đang tiếp tục thực hiện đầu tư giai đoạn 2 để nâng công suất nhà máy lên 600.000 lốp/năm trong thời gian tới.

Phần lớn sản phẩm của DRC được tiêu thụ ở thị trường nội địa với đóng góp khoảng trên 80% trong tổng doanh thu; khoảng gần 20% còn lại đến từ hoạt động xuất khẩu. Các sản phẩm tiêu thụ nội địa chính bao gồm săm lốp xe đạp xe máy, săm và yếm ô tô, lốp ô tô bias cùng với các sản phẩm cao su kỹ thuật khác. Riêng dòng lốp ô tô radial, DRC hướng đến thị trường xuất khẩu. Tỉ trọng sản lượng xuất khẩu lốp radial ngày càng cao: năm 2016 là 53,5% và trong Q1/2017 là 67% tổng lượng tiêu thụ lốp radial của công ty. Thị trường xuất khẩu lớn nhất hiện nay là Brazil, chiếm gần 40% trong tổng sản lượng xuất khẩu lốp radial. Trong thời gian tới, DRC có kế hoạch đẩy mạnh xuất khẩu sang Ấn Độ. Đây là một thị trường lớn và có nhiều tiềm năng, được kỳ vọng sẽ tạo nên tăng trưởng tốt cho lượng tiêu thụ lốp radial trong tương lai.

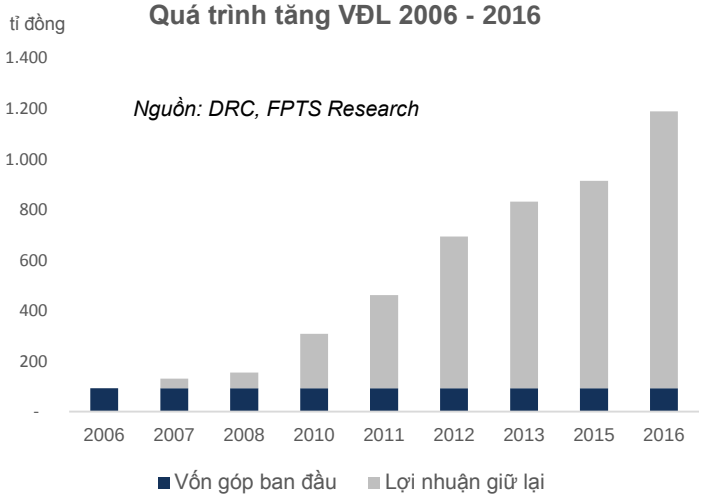
2. Quá trình hình thành, phát triển



Từ khi chính thức niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh năm 2006 cho tới nay, DRC đã có quá trình phát triển vượt bậc. Trong 10 năm qua, lượng tiêu thụ tăng gấp đôi, vượt mốc 20 triệu chiếc săm/lốp các loại trong năm 2016. Cùng với đó, doanh thu tăng gần 4 lần, từ hơn 900 tỉ đồng lên gần 3.600 tỉ đồng, tương ứng CAGR khoảng 15%; lợi nhuận sau thuế tăng gần 8 lần, từ 55 tỉ đồng lên 400 tỉ đồng, tương ứng CAGR khoảng 22%.

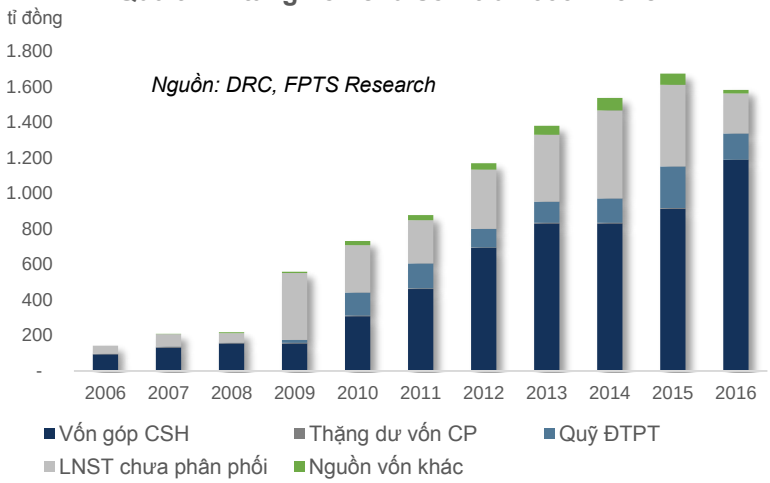
Hoạt động xuất khẩu cũng cho thấy tăng trưởng tốt, từ 6 triệu USD năm 2006 lên 30 triệu USD năm 2016. Bên cạnh đó là các dự án đầu tư lớn vào dây chuyền sản xuất sản phẩm mới để bắt kịp xu hướng chung của thị trường (lốp ô tô radial), cùng với dự án di dời, mở rộng công suất các nhà máy cũ nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Trong giai đoạn này, vốn điều lệ (VĐL) của doanh nghiệp cũng tăng từ 92,5 tỉ đồng trong năm 2006 lên 1.188 tỉ đồng vào cuối năm 2016.

Quá trình tăng VĐL 2006 - 2016



Nguồn: DRC, FPTS Research

Quá trình tăng vốn chủ sở hữu 2006 - 2016

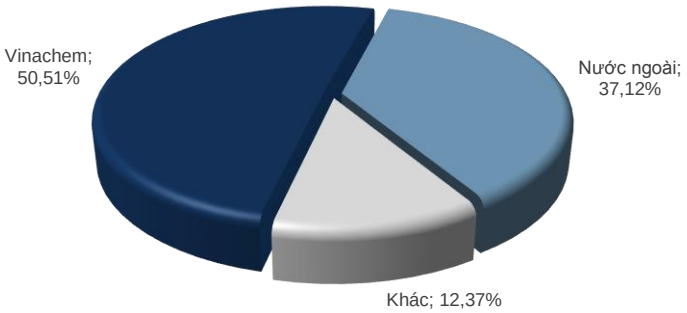


Nguồn: DRC, FPTS Research

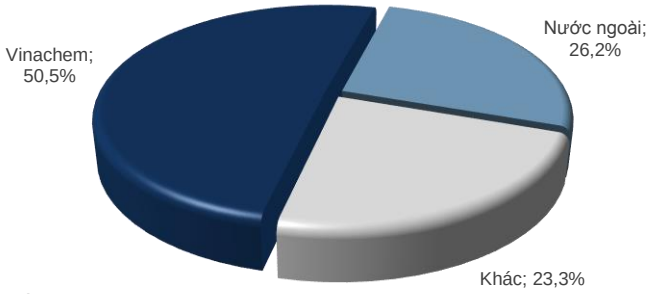
Toàn bộ quá trình tăng vốn từ trước tới nay của DRC đều lấy nguồn từ lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp và không có các hoạt động huy động thêm vốn góp từ bên ngoài. Do vậy, với việc VĐL tăng gần 13 lần trong 10 năm qua, cùng với cổ tức hàng năm nhận được (trong 3 năm gần đây, tỉ lệ chi trả cổ tức tiền mặt vào khoảng 20-30%/năm) và chưa tính tới lợi ích nhận được từ tăng giá cổ phiếu, thì DRC đã mang lại lợi nhuận rất lớn cho cổ đông. Bên cạnh đó, việc không có tiền lệ huy động vốn góp bên ngoài sẽ làm giảm đáng kể rủi ro pha loãng lợi ích đối với cổ đông hiện tại của DRC.

3. Cơ cấu cổ đông

Cơ cấu cổ đông T1/2016



Cơ cấu cổ đông của DRC T11/2017



Nguồn: DRC, FPTS Research

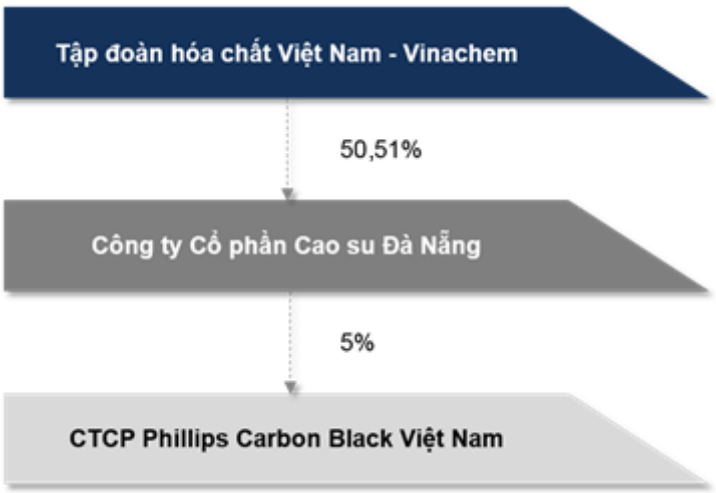
Nhìn chung, cơ cấu cổ đông của DRC tương đối ổn định và ít biến động trong những năm qua. Tính đến ngày 09/06/2017, Tập đoàn Hóa chất Việt Nam Vinachem nắm giữ 50,51% vốn cổ phần, và do

vậy, cũng giống như 2 doanh nghiệp săm lốp nội địa khác là CSM và SRC, DRC là công ty con và chịu sự chi phối của Vinachem. Hiện tại, nhóm cổ đông nước ngoài nắm giữ 26,2%, giảm 5% so với tỉ lệ nắm giữ tại thời điểm cuối năm 2016, và giảm 11% so với thời điểm tháng 01/2016. Các cổ đông trong nước khác hiện nắm giữ 23,3% còn lại, trong đó, các cá nhân có liên quan nắm giữ gần 1 triệu cổ phiếu, tương ứng 0,84% vốn cổ phần.

Cổ đông có liên quan	Chức vụ	Số lượng cổ phiếu đại diện sở hữu	Tỉ lệ sở hữu	Số lượng cổ phiếu nắm giữ cá nhân	Tỉ lệ sở hữu
Phan Văn Tiền	Chủ tịch HĐQT	12.482.314	10,51%	0	0,00%
Nguyễn Huy Hiếu	Thành viên HĐQT	11.879.620	10,00%	0	0,00%
Nguyễn Thanh Bình	Thành viên HĐQT, Tổng Giám Đốc	11.879.620	10,00%	331.388	0,28%
Hà Phước Lộc	Thành viên HĐQT, Phó Tổng Giám Đốc	11.879.620	10,00%	84.978	0,07%
Nguyễn Mạnh Sơn	Thành viên HĐQT, Phó Tổng Giám Đốc	11.879.620	10,00%	33.192	0,03%
Phạm Ngọc Phú	Thành viên HĐQT độc lập			264.651	0,22%
Hoàng Mạnh Thắng	Thành viên HĐQT			50.000	0,04%
Lê Hoàng Khánh Nhựt	Phó Tổng Giám Đốc			9.666	0,01%
Trần Thị Mỹ Lệ	Kế toán trưởng			592	0%

Trong thời gian qua, quá trình cổ phần hóa các tập đoàn kinh tế nhà nước và thoái vốn nhà nước khỏi các tập đoàn này đã tạo hiệu ứng tích cực cho hiệu quả hoạt động kinh doanh cũng như thị giá cổ phiếu của doanh nghiệp. Do vậy, các cổ đông của DRC cũng đang kỳ vọng vào động thái thoái vốn của Vinachem. Tuy nhiên, DRC vẫn là một trong những công ty con hoạt động hiệu quả nhất và mang lại lợi nhuận lớn nhất cho Vinachem. Trong 3 năm gần đây 2014 – 2016, tỉ lệ chi trả cổ tức tiền mặt hàng năm tính trên mệnh giá cổ phiếu của DRC luôn ở mức rất cao: năm 2014 và 2015 trả 30%; năm 2016 trả 28%. Trong đó, phần lợi ích của Vinachem lên tới hàng trăm tỉ đồng.

Hiện nay, vẫn chưa có thông tin về kế hoạch thoái vốn của Vinachem. Tuy nhiên, với việc chính phủ quyết định không hỗ trợ Vinachem trong việc thanh toán các khoản nợ, chúng tôi không loại trừ khả năng Vinachem sẽ thoái vốn một phần khỏi DRC để có nguồn tiền trả nợ và xử lý các dự án đang thua lỗ.



DRC tập trung hoàn toàn vào hoạt động kinh doanh chính là sản xuất săm lốp cao su và không có các hoạt động đầu tư, góp vốn ra bên ngoài, ngoại trừ khoản góp vốn vào CTCP Phillips Carbon Black Việt Nam. Theo chủ trương của Vinachem, cả 3 doanh nghiệp săm lốp nội địa là DRC, CSM và SRC cùng góp vốn vào liên doanh này với tỉ lệ 5%. Đây là công ty chuyên sản xuất than đen, một NVL đầu vào

quan trọng cho quá trình sản xuất lốp xe. Việc nắm giữ cổ phần trong liên doanh này sẽ giúp các doanh nghiệp săm lốp Việt Nam tăng tính chủ động trong việc thu mua, quản lý NVL đầu vào.

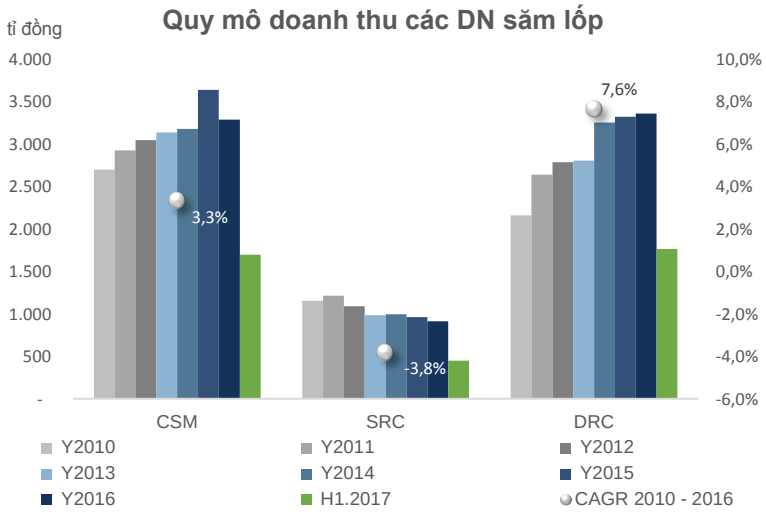
4. Vị thế của doanh nghiệp

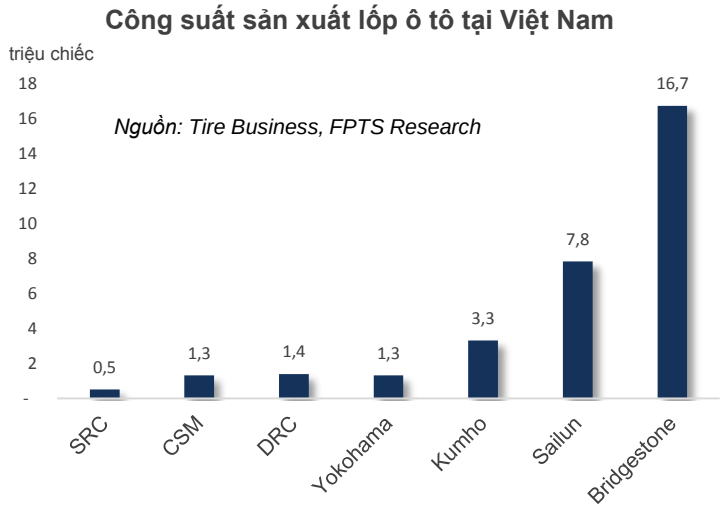
Hiện nay, DRC đã vươn lên là doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong 3 doanh nghiệp săm lốp nội địa đang niêm yết, xét cả về giá trị vốn hóa, doanh thu và lợi nhuận.

(tỉ đồng)	DRC	CSM	SRC
Giá trị vốn hóa (*)	2.697	1.595	351
Doanh thu 2016	3.538	3.324	913
Lợi nhuận sau thuế 2016	395	261	66
Tổng tài sản 2016	2.815	3.357	724

(*) Số liệu ngày 21/11/2017.
Nguồn: BCTC doanh nghiệp, FPTS Research

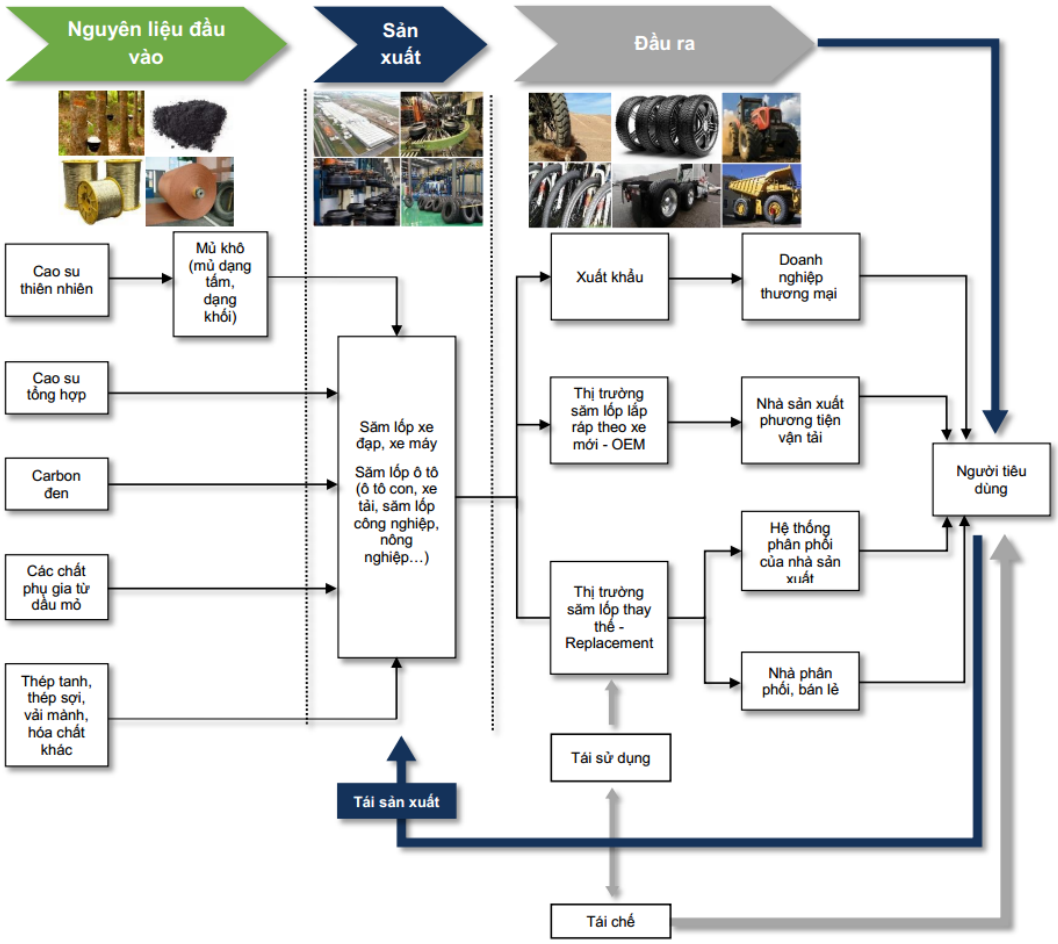
Thị trường thế mạnh ở trong nước của DRC là miền Trung, đóng góp trên 50% trong tổng doanh thu hàng năm của doanh nghiệp. Các dòng sản phẩm chủ lực của DRC là lốp ô tô tải bias và radial, với phần lớn lốp bias được tiêu thụ nội địa, trong khi khoảng 60% lốp radial được xuất khẩu và tỉ lệ này đang ngày càng tăng lên. Trong thời gian tới, khi giai đoạn 2 nhà máy radial đi vào hoạt động, công suất sản xuất lốp ô tô (bias và radial) của DRC có thể đạt tối đa 1,4 triệu lốp/năm, cao nhất trong 3 doanh nghiệp săm lốp niêm yết (CSM có thể nâng công suất lốp ô tô lên 1,3 triệu lốp/năm trong năm tới; dây chuyền sản xuất lốp ô tô của SRC hiện có công suất khoảng 500.000 lốp/năm).





DRC hiện đang tập trung nguồn lực để cạnh tranh trong phân khúc lốp ô tô tải. Phân khúc lốp ô tô con và ô tô du lịch tại thị trường Việt Nam đang bị các doanh nghiệp săm lốp FDI lớn như Bridgestone, Kumho, Michelin… cùng với các sản phẩm nhập khẩu chiếm lĩnh do ưu thế về thương hiệu và chất lượng. Đây là phân khúc có giá trị gia tăng cao, TSLN lớn hơn lốp xe tải, đồng thời có tiềm năng tăng trưởng mạnh trong tương lai nhờ tiềm năng của thị trường ô tô con tại Việt Nam; tuy nhiên cũng có mức độ cạnh tranh rất cao khi tập trung rất nhiều thương hiệu lớn của thế giới. Do vậy, tiềm năng tăng trưởng trong tương lai là khả quan, nếu như DRC có thể tham gia và chiếm được thị phần trong phân khúc này.

5. Chuỗi giá trị của DRC



Nhìn chung, chuỗi giá trị của các doanh nghiệp sản xuất săm lốp không có nhiều khác biệt. Hiện tại, cao su (bao gồm cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp) vẫn là hai nguyên vật liệu chính và không thể thay thế trong công nghệ sản xuất lốp xe. Các thành phần quan trọng khác có thể kể đến là carbon đen (than đen), thép tanh, vải mành và một số loại hóa chất, phụ gia khác.

Do các ngành công nghiệp trong nước còn tương đối kém phát triển, đặc biệt là công nghiệp hóa chất và hóa dầu, nên DRC đang phải nhập khẩu phần lớn các loại nguyên vật liệu kể trên. Ngay cả đối với cao su thiên nhiên – sản phẩm thế mạnh của Việt Nam, hàng năm DRC vẫn phải nhập khẩu một phần từ các nước trong khu vực (như Malaysia) do thiếu hụt nguồn cung cao su thiên nhiên chất lượng cao để sản xuất lốp xe trong nước.

Vì vậy, DRC chịu rủi ro tương đối cao về nguyên vật liệu đầu vào khi mà giá dầu thô luôn biến động khó lường, tác động mạnh đến giá cao su tổng hợp, carbon đen và cao su thiên nhiên. Bên cạnh đó, nguồn cung cao su tổng hợp và carbon đen từ Trung Quốc đang có xu hướng giảm do chính sách thắt chặt quản lý các ngành công nghiệp của chính phủ nước này. Điều này có thể tạo nên xu hướng tăng giá của hai loại nguyên liệu trên trong tương lai. Hiện nay, Trung Quốc là một trong những quốc gia sản xuất cao su tổng hợp và carbon đen lớn nhất thế giới.

Đối với khâu sản xuất: quy trình sản xuất của DRC không có nhiều khác biệt so với các nhà sản xuất săm lốp khác (tham khảo **Báo cáo Ngành Săm lốp 2017 – FPTS** tại đây). Trong khi đó, đầu tư máy móc, thiết bị hiện đại, cùng với tối ưu hóa thiết kế nhà xưởng và quản lý sản xuất đóng vai trò chính tạo nên khác biệt về chất lượng sản phẩm. Hiện nay, các dây chuyền sản xuất chính của DRC có xuất

xứ từ Trung Quốc, Đài Loan, Nhật Bản, Đức… Doanh nghiệp cũng đang hợp tác với Black Donuts Engineering INC để cải tiến công nghệ, nâng cao chất lượng sản phẩm.

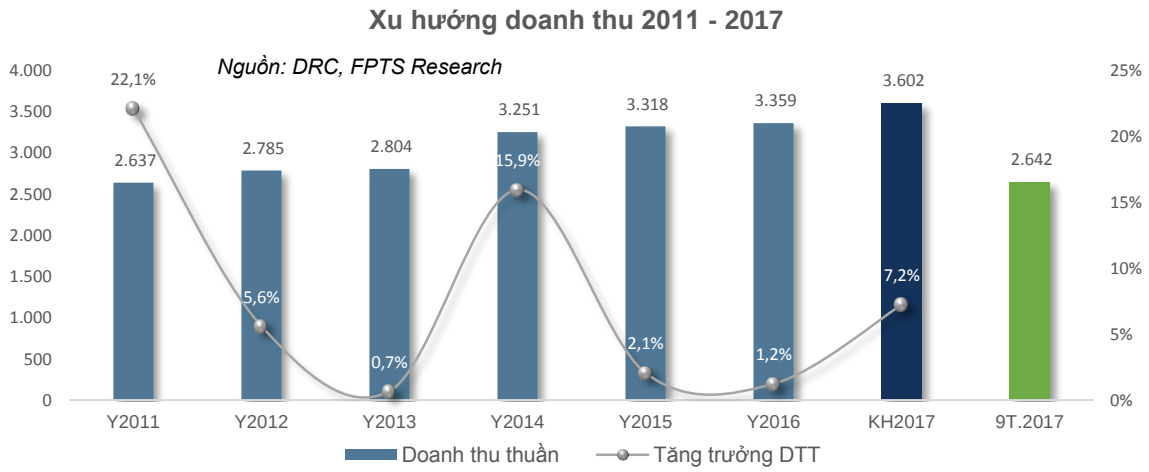
Hệ thống phân phối của DRC bao gồm hơn 90 đại lý cấp 1 và hàng ngàn đại lý cấp 2 (theo Báo cáo thường niên 2016 – DRC), phân bố rộng khắp cả nước. Đây là một điểm mạnh của DRC cũng như các doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa, giúp doanh nghiệp cạnh tranh trên phân khúc lốp thay thế. Bên cạnh đó, DRC cũng đang phân phối sản phẩm qua kênh lắp ráp theo xe mới thông qua các khách hàng là các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô trong nước như THACO, Giải Phóng, Đô Thành và gần đây là Đông Phong, Việt Trung.

Đối với kênh xuất khẩu: Sản phẩm của DRC đã xuất khẩu được sang 35 nước. Trong đó, các thị trường xuất khẩu chính hiện nay là Brazil, Thái Lan, Malaysia. Trong những năm tới, DRC sẽ đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ. Đây được đánh giá là thị trường xuất khẩu rất tiềm năng cho các sảm phẩm săm lốp Việt Nam.

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

1.1. Tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2011 – 2016



Doanh thu của DRC liên tục tăng trong những năm qua, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng đang cho thấy xu hướng chững lại dần trong cả giai đoạn 2011 – 2016.

Trong hai năm 2012 – 2013, DRC triển khai đồng thời hai dự án lớn đó là xây dựng nhà máy sản xuất lốp ô tô radial toàn thép và di dời các nhà máy sản xuất săm lốp xe đạp, xe máy, ô tô từ Bắc Mỹ An vào KCN Liên Chiểu – Đà Nẵng. Trong đó, dự án di dời nhà máy cũ được thực hiện từ Q1/2012 cho tới cuối năm 2013 nên đã ảnh hưởng không nhỏ tới khả năng cung ứng sản phẩm ra thị trường của DRC trong thời gian này, đặc biệt là lốp ô tô bias; mặc dù doanh nghiệp đã cân đối kế hoạch di dời máy móc thiết bị để hạn chế tối đa thời gian máy móc ngừng hoạt động. Vì vậy DRC chỉ đạt tốc độ tăng trưởng doanh thu là 5,6% trong năm 2012 và 0,7% trong năm 2013

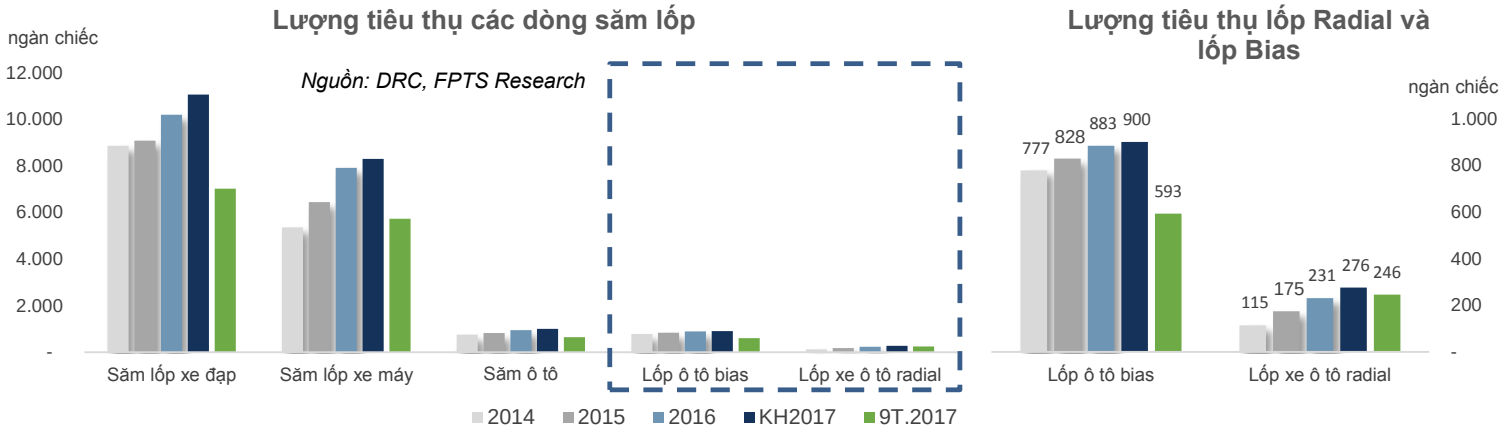
Năm 2014, tốc độ tăng trưởng doanh thu đạt 16% yoy nhờ dự án di dời nhà máy cũ đã hoàn thành từ cuối năm 2013 và trở lại hoạt động bình thường. Quan trọng hơn, sau khi giai đoạn 1 được hoàn thành và đưa vào hoạt động từ cuối năm 2013 thì đây là năm đầu tiên dây chuyền sản xuất lốp radial đóng góp đáng kể vào doanh thu của DRC: đóng góp 546 tỉ đồng vào doanh thu nhờ tiêu thụ được 115.000 sản phẩm. Trong 2 năm tiếp theo 2015 – 2016, mặc dù lượng tiêu thụ lốp radial và lốp bias đều tăng

nhưng việc điều chỉnh giảm giá bán sản phẩm để duy trì năng lực cạnh tranh trước sản phẩm săm lốp Trung Quốc đã làm cho doanh thu của DRC tăng trưởng gần như không đáng kể.

Đối với năm 2017, DRC đặt kế hoạch doanh thu thuần đạt 3.602 tỉ đồng, tăng 7,2% so với năm 2016. Hiện tại, sau 3 quý đầu năm 2017, DRC đã ghi nhận 2.642 tỉ đồng doanh thu thuần, tăng 8,8% so với cùng kỳ và tương ứng với 73,3% kế hoạch năm. Chúng tôi đánh ước tính doanh nghiệp sẽ đạt 3.574 tỉ đồng doanh thu thuần cho năm 2017 – hoàn thành 99% kế hoạch đề ra (xem chi tiết phần dưới đây).

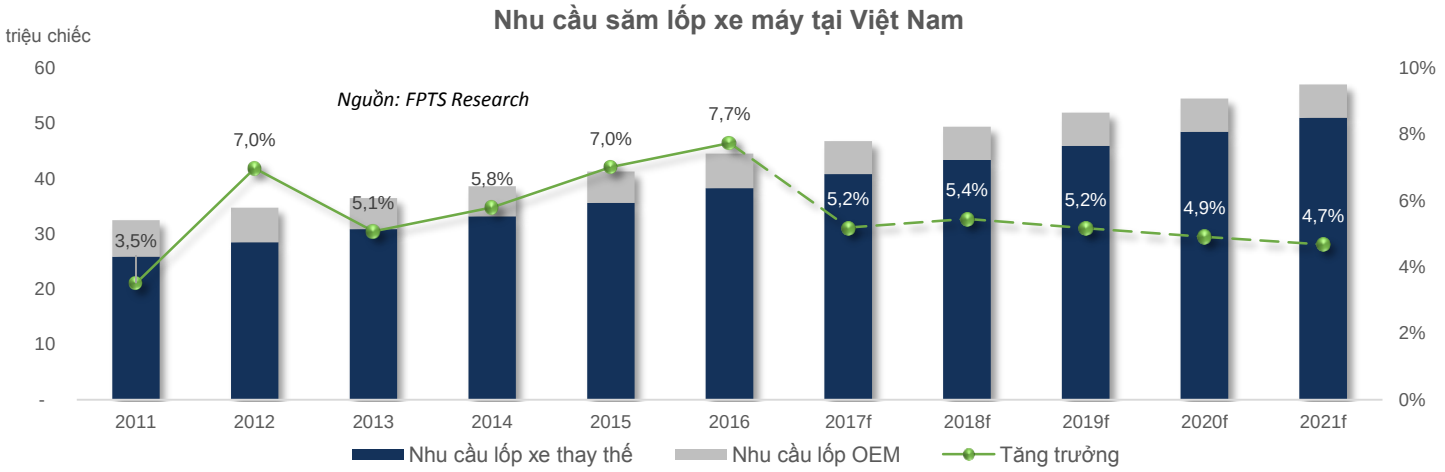
1.2. Cơ cấu tiêu thụ và doanh thu theo sản phẩm

Lượng tiêu thụ



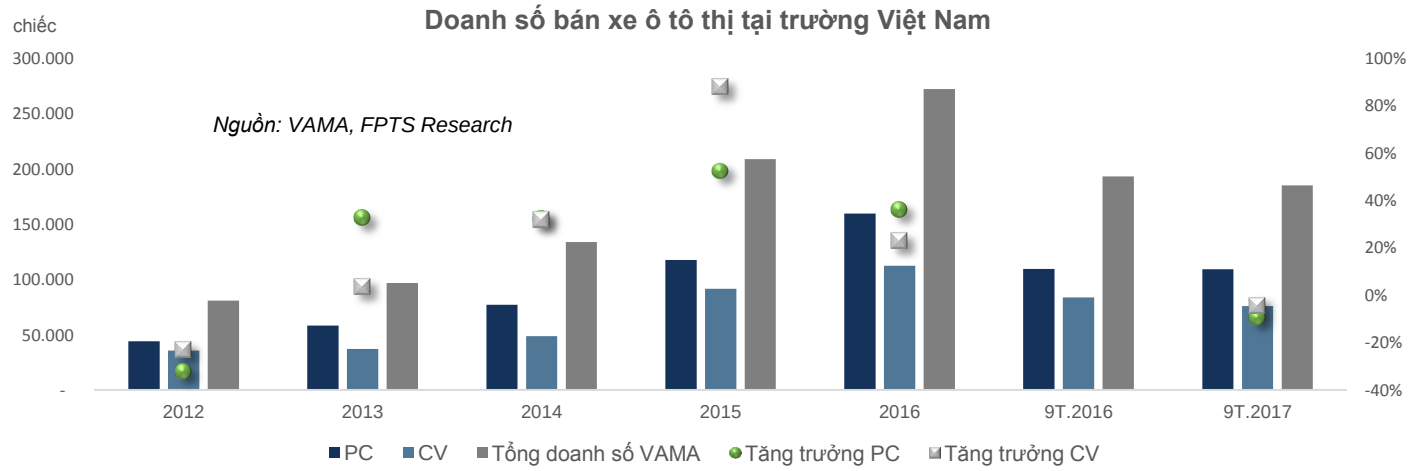
Xe đạp và đặc biệt là xe máy hiện vẫn là 2 loại phương tiện giao thông phổ biến nhất ở Việt Nam, trong khi ô tô vẫn được coi là hàng hóa xa xỉ. Do vậy, săm lốp xe đạp và săm lốp xe máy vẫn là hai dòng sản phẩm có lượng tiêu thụ cao nhất của DRC. Trong năm 2016, doanh nghiệp đã bán được trên 10 triệu chiếc săm/lốp xe đạp và gần 8 triệu chiếc săm/lốp xe máy; vượt trội so với lượng tiêu thụ của các dòng sản phẩm săm lốp ô tô. Tuy nhiên, nếu xét về tốc độ tăng trưởng lượng tiêu thụ trong 3 năm gần đây 2014 - 2016, lốp ô tô radial là dòng sản phẩm có tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, theo sau là săm lốp xe máy các loại, với mức tăng cho cả giai đoạn lần lượt là 100% và 48%.

Đối với săm lốp xe máy: Năm 2014 là năm thứ tư liên tiếp doanh số bán xe của các thành viên VAMM suy giảm, chỉ đạt 2,71 triệu chiếc (với CAGR khoảng -6.4% cho giai đoạn 2011 – 2014). Do đó, nhiều nhận định cho rằng thị trường xe máy Việt Nam đã đạt tới mức bão hòa với 39 triệu xe máy trong lưu thông, qua đó làm giảm nhu cầu sử dụng săm lốp xe máy. Tuy nhiên, trái lại với nhận định đó, doanh số bán xe máy đã tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2015 (2,85 triệu chiếc, tăng 5.3% yoy) và 2016 (3,12 triệu chiếc, tăng 9.5% yoy), giúp doanh số bán săm lốp xe máy của DRC đạt tăng trưởng cao.



Với dự báo doanh số bán hàng của VAMM sẽ có thể duy trì ở mức 3 triệu xe/năm trong những năm tới, và số lượng xe máy trong lưu thông sẽ đạt tới 60 triệu xe vào năm 2021 thì tiềm năng tăng trưởng cho các sản phẩm săm lốp xe máy là tương đối khả quan. Chúng tôi ước tính nhu cầu săm lốp xe máy tại thị trường Việt Nam tới năm 2021 có thể đạt 57 triệu chiếc, tương ứng với CAGR khoảng 5,1% cho giai đoạn 2016 – 2021; trong đó nhu cầu săm lốp OEM là khoảng 6 triệu chiếc/năm.

Đối với săm lốp ô tô: Lượng tiêu thụ săm lốp ô tô của DRC đã tăng trưởng ấn tượng trong những năm qua nhờ sự bùng nổ của thị trường ô tô Việt Nam trong giai đoạn 2012 – 2016. Trong giai đoạn này, doanh số bán xe PC cũng như CV[6] của VAMA[7] đều đã tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR trên 30% nhờ nhu cầu còn rất lớn, sự lớn mạnh của các nhà sản xuất, lắp ráp trong nước cùng với lộ trình giảm thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN cũng đã giúp giá xe ô tô trong nước giảm đi nhiều.



Dự án nhà máy sản xuất lốp xe tải radial toàn thép - TBR giai đoạn 1 được hoàn thành và có sản phẩm tiêu thụ từ cuối năm 2013 (trong năm 2013 tiêu thụ được khoảng 15.000 lốp radial). Cho tới năm 2016, lượng tiêu thụ lốp radial của DRC đã đạt 231.000 chiếc, tăng 100% so với năm 2014 và đạt 77% công suất thiết kế (300.000 lốp/năm đối với giai đoạn 1). Mức tăng trưởng này cho thấy nỗ lực của DRC trong công tác tiêu thụ sản phẩm, đặc biệt là trước áp lực cạnh tranh gay gắt từ lốp xe tải Trung Quốc

[6] PC: Passenger Cars – xe con, xe du lịch. CV: Commercial Vehicles – xe thương mại, bao gồm xe thương mại hạng nhẹ và xe thương mại hạng nặng (xe tải, xe khách).

[7] VAMA: Vietnam Automobile Manufactures' Association – Hiệp hội Các nhà sản xuất ô tô Việt Nam, chiếm khoảng 90% doanh số bán xe ô tô tại thị trường Việt Nam.

– một trong những nguyên nhân chính khiến nhà máy lốp radial của CSM sau 3 năm đi vào hoạt động mới chỉ đạt khoảng 30% công suất thiết kế (công suất thiết kế 350.000 lốp/năm đối với giai đoạn 1).

Tăng trưởng của thị trường ô tô trong nước cũng đã giúp lượng tiêu thụ lốp ô tô bias của DRC giữ được mức tăng trưởng tương đối ổn định với CAGR khoảng 6% trong giai đoạn 2012 – 2016 do một số khách hàng lớn trong nước như các doanh nghiệp sản xuất, lắp ráp ô tô, các doanh nghiệp vận tải vẫn đang ưu tiên sử dụng lốp bias.

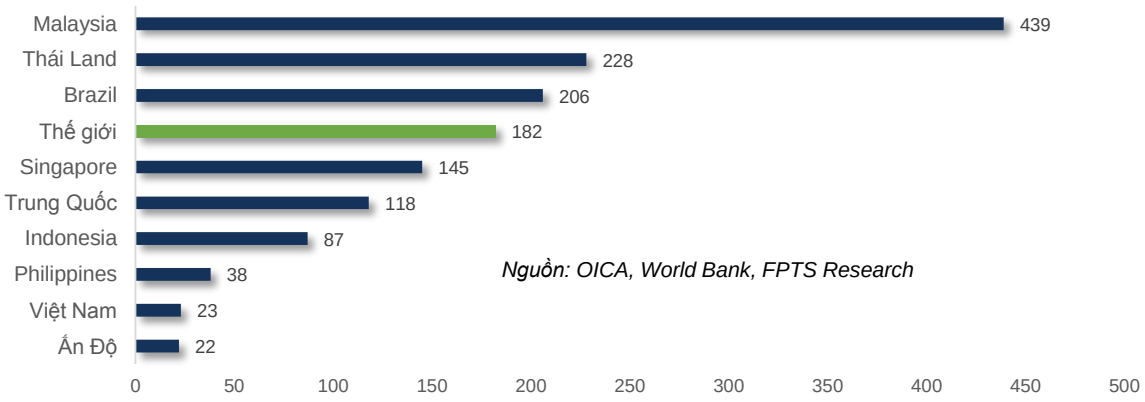
Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của thị trường ô tô Việt Nam đã cho thấy dấu hiệu chững lại trong 2016, và đạt mức tăng trưởng âm trong 9 tháng đầu năm 2017. Đối với dòng xe PC thì nguyên nhân xuất phát từ lộ trình giảm thuế nhập khẩu ô tô con nguyên chiếc từ ASEAN về Việt Nam. Theo đó, kể từ năm 2018, mức thuế này sẽ được giảm về 0%. Do vậy trong thời gian qua, người dân có tâm lý chờ đợi sang năm 2018 có thể mua ô tô với giá rẻ, khiến cho nhu cầu sụt giảm. Trong khi đó, doanh số bán dòng xe CV sau 2 năm 2014 và 2015 bùng nổ do tác động của chính sách kiểm soát tải trọng của nhà nước, đã tạm thời trở nên bão hòa trong năm 2016 và 2017.

Do tình hình ảm đạm của thị trường xe tải, trong 9 tháng đầu năm 2017, DRC mới tiêu thụ được 593.000 lốp xe tải bias, đạt 66% kế hoạch đề ra cho năm 2017. Vì vậy, mặc dù quý 4 thường là quý có lượng tiêu thụ và doanh thu cao, nhưng DRC có thể sẽ không hoàn thành kế hoạch về lượng tiêu thụ lốp ô tô tải bias năm 2017.

Trong khi đó, nhờ thúc đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu lốp ô tô radial mà trong 3 quý đầu năm 2017, nhà máy radial giai đoạn 1 của DRC đã chạy hết công suất và tiêu thụ được 246.000 chiếc. Chúng tôi ước tính cả năm 2017, lượng tiêu thụ lốp ô tô radial toàn thép của DRC đạt khoảng 328.000 chiếc, tăng 54% so với năm 2016, vượt 18,8% so với kế hoạch 2017 và vượt 9,3% so với công suất thiết kế của giai đoạn 1.

Tuy gặp khó khăn trong ngắn hạn, nhưng dư địa tăng trưởng cho thị trường lốp xe ô tô Việt Nam trong tương lai vẫn còn rất lớn nhờ tiềm năng phát triển của cả phân khúc ô tô con và phân khúc ô tô tải, ô tô thương mại.

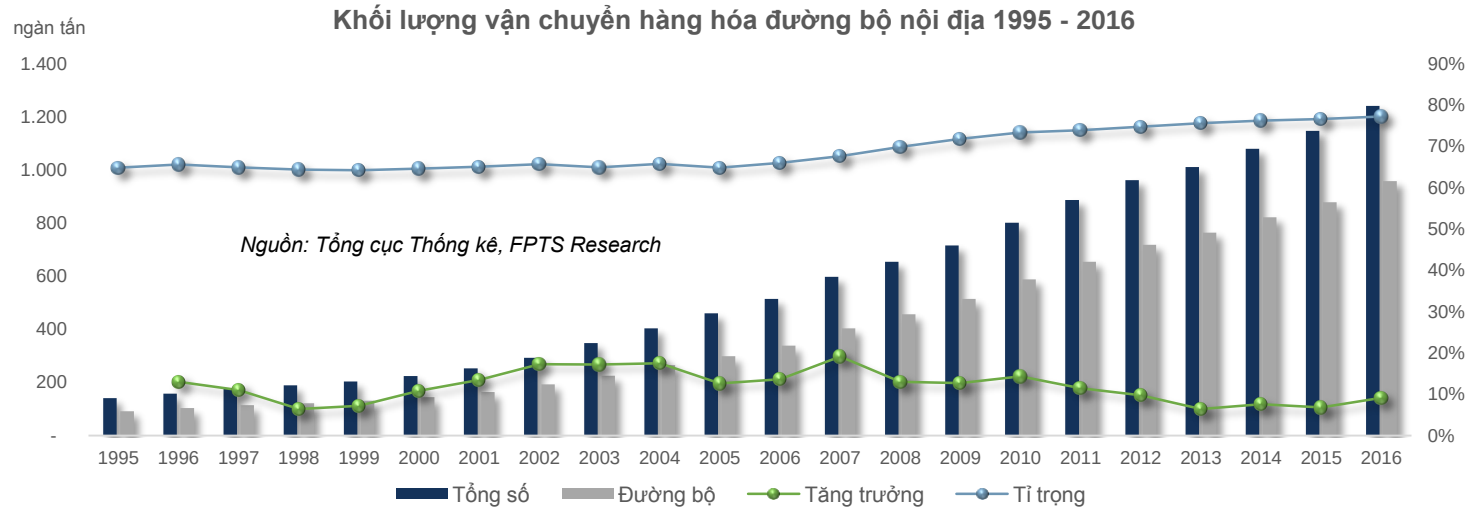
Tỉ lệ sở hữu xe ô tô/1000 dân



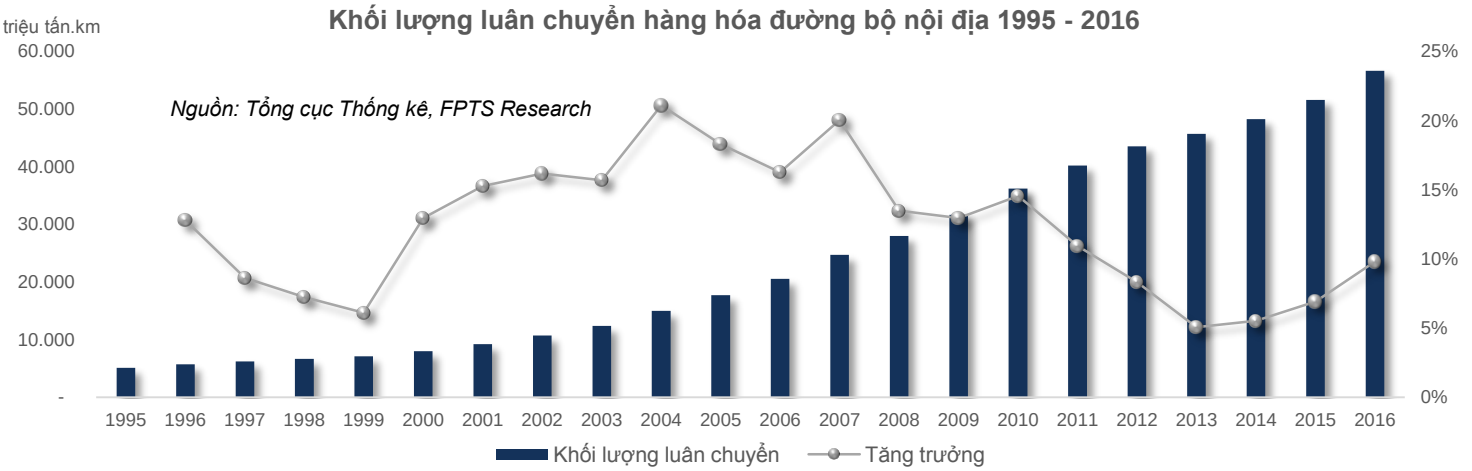
Nguồn: OICA, World Bank, FPTS Research

Hiện tại, tỉ lệ sở hữu xe ô tô/1.000 dân ở Việt Nam đang nằm trong nhóm thấp nhất của khu vực cũng như thế giới. Với dân số 92,7 triệu người (theo số liệu của World Bank, 2016) cùng với thu nhập bình quân đầu người đang tiếp tục gia tăng, Việt Nam là thị trường tiêu thụ ô tô con rất tiềm năng trong

tương lai[8], tạo động lực tăng trưởng cho phân khúc lốp ô tô con và xe hạng nhẹ. Tuy nhiên, hiện tại chiến lược của DRC là tập trung vào phân khúc lốp ô tô tải, lốp đặc chủng mà vẫn chưa có kế hoạch đầu tư cụ thể để sản xuất lốp ô tô con. Do vậy chúng tôi đánh giá trong những năm sắp tới, DRC sẽ chưa khai thác được tiềm năng của phân khúc này.



Đối với các dòng xe tải và xe thương mại các loại: tiềm năng tăng trưởng trong tương lai vẫn tương đối khả quan khi Việt Nam vẫn đang là một nền kinh tế đang phát triển với tốc độ tăng trưởng GDP cao. Trong hơn 20 năm qua, khối lượng hàng hóa được vận chuyển bằng đường bộ nội địa đã tăng trưởng ấn tượng với mức CAGR khoảng 11,8%. Cùng với đó, đường bộ ngày càng chiếm tỉ trọng lớn trong tổng khối lượng vận chuyển của các loại hình vận tải hàng hóa ở Việt Nam. Do đó, với kỳ vọng kinh tế Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong những năm tới thì nhu cầu vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ sẽ tiếp tục gia tăng, qua đó thúc đẩy nhu cầu đối với các dòng xe tải và xe thương mại. Với sự hiện diện của các thương hiệu sản xuất, lắp ráp ô tô tải lớn trong nước như THACO, Giải Phóng, Đông Phong, Việt Trung… thì đây là động lực tăng trưởng cho phân khúc săm lốp ô tô tải lắp ráp theo xe mới (OEM).

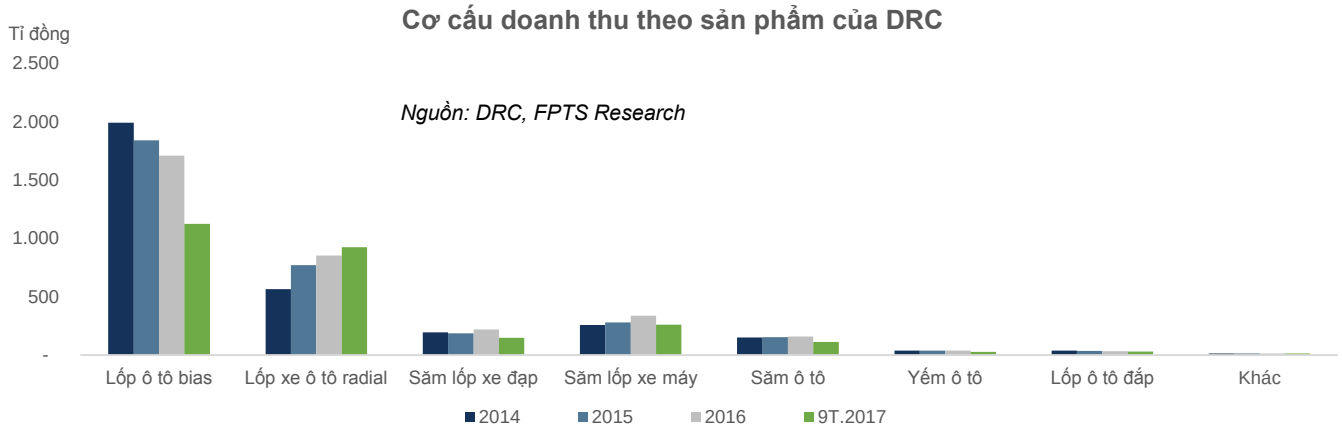


[8] Số liệu trên biểu đồ bao gồm cả số lượng xe PC và CV đang lưu hành. Tuy nhiên, số lượng xe PC trung bình chiếm trên 80% tổng số lượng xe ô tô các loại. Do đó, biểu đồ thể hiện được mối tương quan về tỉ lệ sở hữu xe ô tô con trong dân cư giữa các quốc gia.

Bên cạnh đó, khối lượng luân chuyển hàng hóa bằng đường bộ cũng đã có sự tăng trưởng rất nhanh với CAGR khoảng 12,2% trong giai đoạn 1995 – 2016, cao hơn một chút so với tăng trưởng khối lượng vận chuyển đã cho thấy hàng hóa đã được luân chuyển nhiều hơn, với khoảng cách địa lý xa hơn. Điều này sẽ gây ra sự hao mòn nhanh hơn cho lốp xe, qua đó thúc đẩy nhu cầu thay thế lốp xe tải, xe thương mại. Do đó có thể thấy, nhu cầu lốp xe tải, xe thương mại thay thế (replacement) sẽ tiếp tục gia tăng trong tương lai.

Tóm lại, thị trường săm lốp Việt Nam còn khá nhiều dư địa tăng trưởng trong tương lai, đặc biệt là phân khúc lốp ô tô. Theo dự báo của TechSci Research, giá trị thị trường săm lốp Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR khoảng 8% trong giai đoạn 2015 – 2020, cao gấp 2 lần tốc độ tăng trưởng của thị trường săm lốp thế giới, mang lại tiềm năng tăng trưởng doanh thu cho DRC.

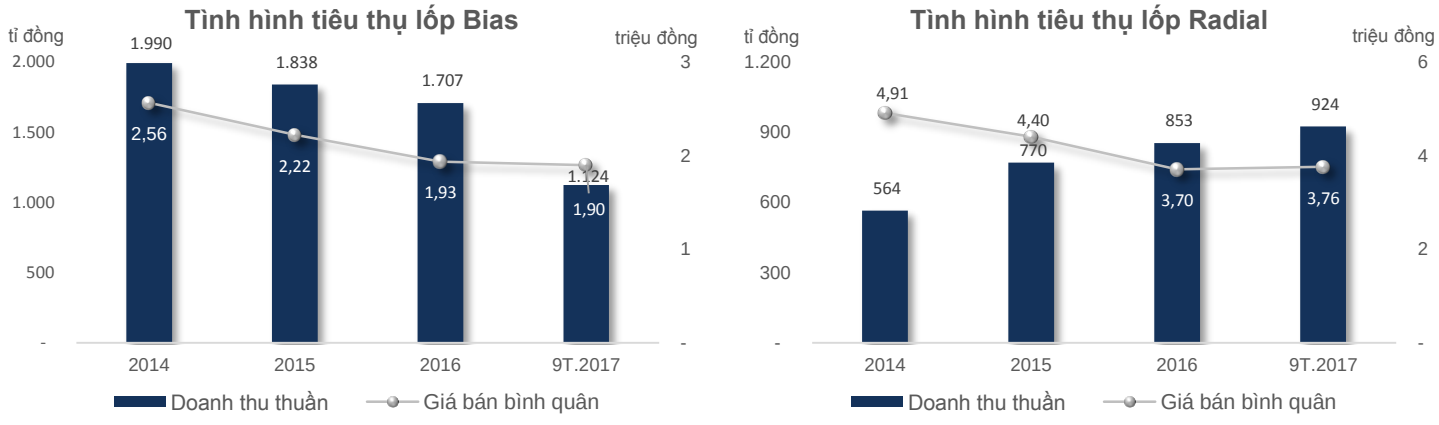
Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: DRC, FPTS Research

Tuy vượt trội về lượng tiêu thụ, nhưng săm lốp xe máy và săm lốp xe đạp lại chiếm tỉ trọng tương đối nhỏ trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của DRC. Với kích cỡ lớn và công nghệ sản xuất phức tạp nên giá bán bình quân lốp xe ô tô cao hơn hàng chục lần so với lốp xe đạp và lốp xe máy. Do vậy, các sản phẩm săm lốp xe máy, xe đạp chỉ đóng góp tổng cộng 17% vào doanh thu năm 2016. Hai dòng sản phẩm chủ lực mang lại doanh thu cho DRC là lốp ô tô bias và lốp ô tô radial, chiếm lần lượt 51% và 25% trong tổng doanh thu. Như vậy các dòng sản phẩm lốp ô tô nói chung đóng góp tới 75% doanh thu năm 2016 của DRC. Trong 9 tháng đầu năm 2017, con số này đạt 78,6%. Đây cũng là những sản phẩm chính trong chiến lược phát triển trong những năm qua cũng như trong tương lai của DRC.

Xét riêng hai dòng sản phẩm: lốp ô tô Bias và lốp ô tô Radial

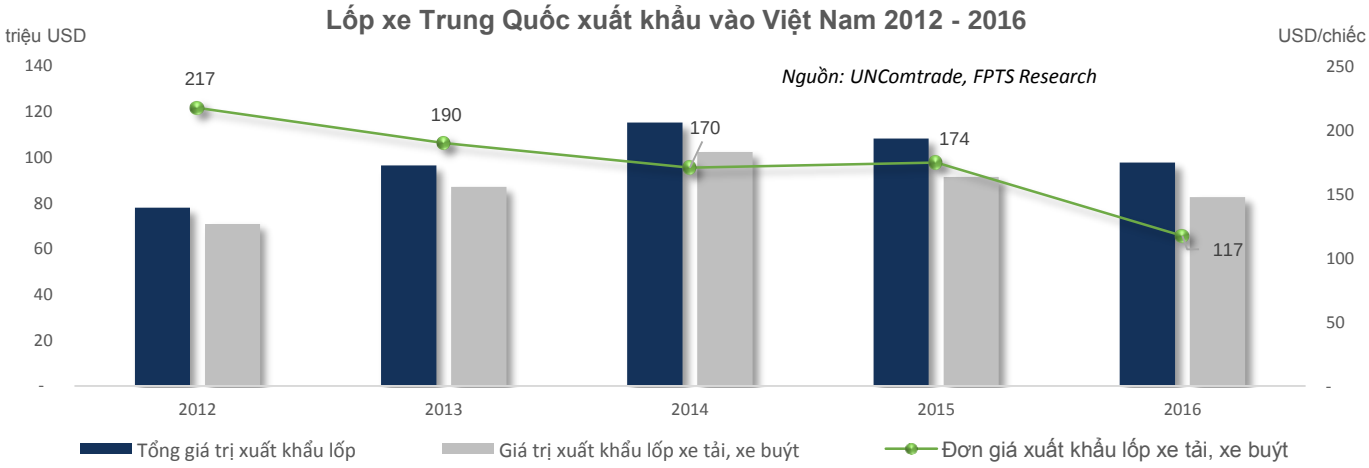


Nguồn: DRC, FPTS Research

Mặc dù lượng tiêu thụ lốp bias năm 2016 đã tăng 14% so với năm 2014, nhưng để duy trì năng lực cạnh tranh với lốp xe nhập khẩu từ Trung Quốc, DRC đã nhiều lần phải điều chỉnh giảm giá bán các sản phẩm lốp bias. Theo ước tính của chúng tôi, giá bán bình quân 1 sản phẩm lốp bias năm 2015 giảm 13,3% yoy, năm 2016 giảm 12,9% yoy. Mức giảm giá bán sản phẩm cao hơn mức tăng trưởng lượng tiêu thụ đã khiến cho doanh thu mảng lốp bias năm 2015 giảm 7,6% yoy, năm 2016 giảm 7,1% yoy.

Từ quý 1 năm 2017, do ảnh hưởng của giá cao su tăng đột biến, DRC cũng như các doanh nghiệp săm lốp nội địa khác đã điều chỉnh tăng giá bán đầu ra, trung bình khoảng 10%. Do vậy, trong 9 tháng đầu năm 2017, giá bán trung bình lốp bias của DRC đã trở lại tương đương với giá bán năm 2016. Tuy giá bán trung bình tương đương năm 2016, nhưng với khả năng không hoàn thành kế hoạch sản lượng lốp bias, chúng tôi ước tính doanh thu mảng này của DRC trong năm 2017 đạt 1.542 tỉ đồng, giảm 10% yoy.

Về thị trường tiêu thụ, lốp ô tô bias được tiêu thụ chủ yếu ở thị trường nội địa. Trong năm 2016, hoạt động xuất khẩu chỉ chiếm 13% lượng tiêu thụ lốp bias của DRC; con số này trong Q1/2017 là 15%. Trong tương lai, thị trường chính của dòng sản phẩm này tiếp tục là thị trường nội địa.



Tương tự, mảng lốp radial cũng chịu tác động trực tiếp từ áp lực cạnh tranh với săm lốp Trung Quốc, khiến DRC đã phải liên tục điều chỉnh giảm giá bán lốp radial. Theo ước tính của chúng tôi, giá bán bình quân 1 sản phẩm lốp radial năm 2015 giảm 10% yoy, năm 2016 giảm 16% yoy. Trong 9 tháng đầu năm 2017, nhờ chính sách tăng giá bán chung do giá NVL đầu vào tăng như đã nói ở trên thì giá bán trung bình lốp radial của DRC đã tăng nhẹ 1.6% so với năm 2016.

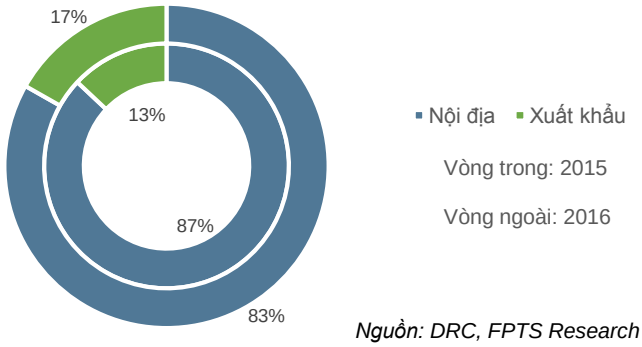
Xuất khẩu chiếm tỉ trọng tương đối lớn và đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lượng tiêu thụ lốp radial của DRC. Trong khi đó, nhằm duy trì sức cạnh tranh của sản phẩm trên thị trường nước ngoài, giá bán sản phẩm xuất khẩu thường thấp hơn giá bán nội địa để bù cho các chi phí khác phát sinh thêm cho hoạt động xuất khẩu. Điều này đã làm chậm lại tốc độ tăng trưởng doanh thu. Trong năm 2016, thị trường xuất khẩu chiếm 53,5% lượng tiêu thụ lốp radial của công ty, trong Q1/2017 là 67%. Do vậy, tuy lượng tiêu thụ đạt mức tăng trưởng ấn tượng – năm 2016 tăng 100% so với năm 2014, nhưng doanh thu từ mảng lốp radial của DRC chỉ tăng 51% trong cả giai đoạn 2014 – 2016.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá tăng trưởng lượng tiêu thụ lốp radial vẫn là một tín hiệu tương đối khả quan đối với DRC trong tình hình cạnh tranh gay gắt với săm lốp nhập khẩu từ Trung Quốc trong những năm vừa qua. Chiến lược cạnh tranh bằng giá và chính sách chiết khấu cao cho đại lý bán hàng của các doanh nghiệp nhập khẩu săm lốp Trung Quốc đã làm gay gắt thêm mức độ cạnh tranh của thị trường săm lốp nội địa. Hoạt động xuất khẩu tăng trưởng tốt và khả quan đã giúp DRC giảm được áp

lực cạnh tranh trực tiếp với săm lốp Trung Quốc, nâng cao công suất và hiệu quả sử dụng nhà máy; đồng thời tạo dựng thương hiệu và uy tín ở những thị trường tiềm năng, tạo tiền đề để nâng cao lượng tiêu thụ khi giai đoạn 2 của nhà máy radial đi vào hoạt động trong thời gian tới.

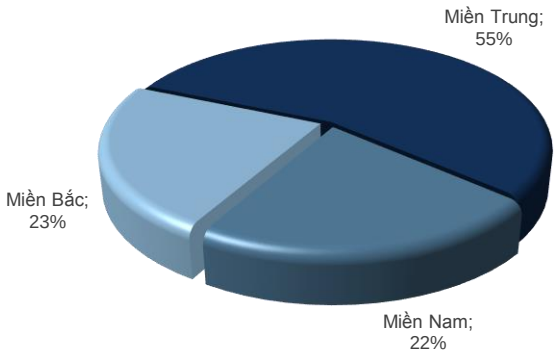
1.3. Cơ cấu doanh thu theo thị trường

Tỉ trọng doanh thu tiêu thụ nội địa và xuất khẩu



Nguồn: DRC, FPTS Research

Cơ cấu doanh thu nội địa

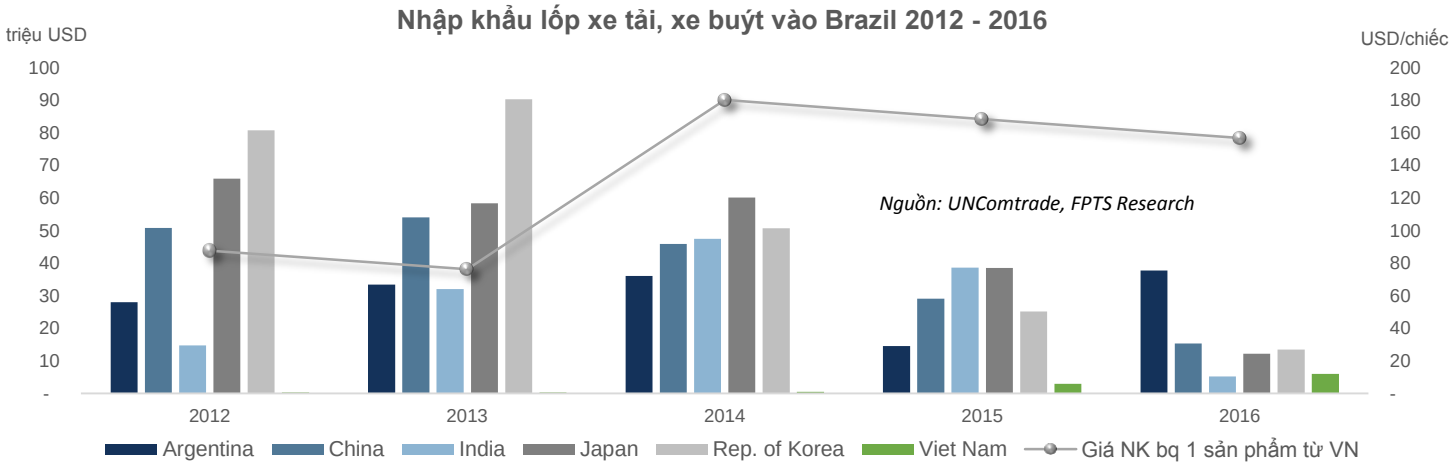


Theo ước tính của chúng tôi, thị trường nội địa đóng góp khoảng 83% doanh thu năm 2016 của DRC; trong khi đó, hoạt động xuất khẩu chiếm tỉ trọng 17%, tăng 4% so với năm 2015. Tỉ lệ này vẫn thấp hơn tương đối so với CSM khi doanh thu xuất khẩu chiếm trung bình khoảng 25% trong tổng doanh thu của doanh nghiệp này. Tại thị trường nội địa, DRC cùng với 2 doanh nghiệp săm lốp nội địa khác là CSM và SRC đều là công ty con của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam – Vinachem, do vậy Vinachem có sự ảnh hưởng nhất định tới sự phân chia thị trường cũng như mức độ cạnh tranh giữa các doanh nghiệp này. Miền Trung là thị trường quan trọng nhất của DRC, đóng góp trên 50% vào doanh thu nội địa hàng năm của doanh nghiệp. Miền Bắc là thị trường thế mạnh của SRC, trong khi miền Nam là thị trường thế mạnh của CSM, do đó mỗi khu vực đóng góp khoảng trên 20% vào doanh thu nội địa của DRC.

Thị trường xuất khẩu

Các thị trường xuất khẩu chính hiện nay của DRC là Brazil, Ấn Độ, Malaysia và Thái Lan với dòng sản phẩm chủ lực là lốp xe ô tô tải, đặc biệt là lốp xe tải radial toàn thép (TBR – Truck Bus Radial).

Nhập khẩu lốp xe tải, xe buýt vào Brazil 2012 - 2016



Nguồn: UNComtrade, FPTS Research

Đối với hoạt động xuất khẩu lốp ô tô radial, Brazil hiện đang là thị trường xuất khẩu lớn nhất của DRC. Theo ước tính của chúng tôi, xuất khẩu sang Brazil chiếm lần lượt khoảng 10% và 17% tổng lượng tiêu thụ lốp radial của DRC trong năm 2015 và 2016. Tháng 11/2014, Brazil đã quyết định áp thuế

chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp xe tải radial (TBR) của Đài Loan, Nhật Bản, Hàn Quốc, Nga, Nam Phi và Thái Lan với mức thuế dao động từ 300 USD/tấn đến trên 4.000 USD/tấn, và có hiệu lực trong vòng 5 năm (hết hiệu lực vào tháng 11/2019). Việc Việt Nam không nằm trong danh sách trên đã tạo điều kiện thuận lợi cho các doanh nghiệp sản xuất săm lốp nội địa như DRC đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường này.

Giá trị nhập khẩu săm lốp vào Ấn Độ 2012 - 2016

Đvt: USD	2012	2013	2014	2015	2016
Trung Quốc	29.286.284	34.683.977	66.328.529	149.241.932	201.849.218
Tây Ban Nha	33.989.337	50.983.476	27.131.699	8.446.443	7.525.514
Thái Lan	3.927.172	3.257.095	4.344.721	6.312.616	7.311.039
Ý	227.010	67.699	24.572	641.780	6.322.678
Nhật Bản	11.026.114	14.295.838	8.109.051	13.563.103	3.421.113
Việt Nam	119.365	2.151	-	29.898	57.327
Khác	42.398.764	30.810.457	13.615.870	11.615.741	4.579.593

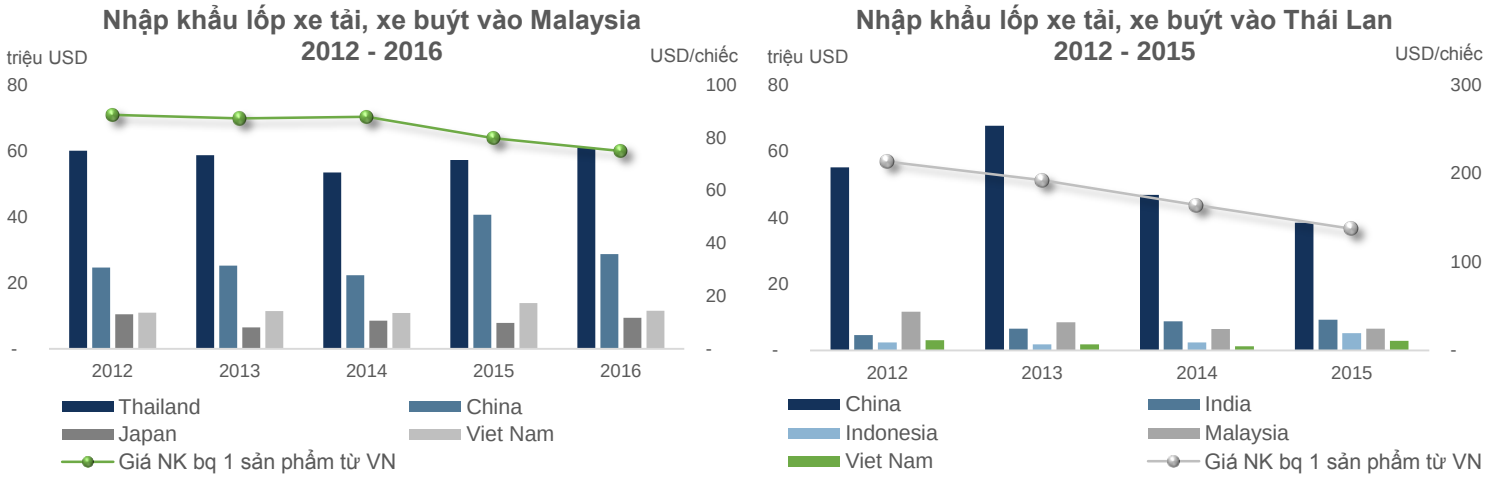
Nguồn: UNComtrade, FPTS Research

Ngoài ra, DRC hiện đang xúc tiến hoạt động xuất khẩu sang thị trường Ấn Độ. Đây là một thị trường lớn và có nhiều tiềm năng khi mà lốp radial mới chỉ chiếm 25% trong tổng lượng tiêu thụ lốp ô tô tải hàng năm. Tỉ lệ này được dự báo sẽ đạt 40% trong những năm sắp tới (40% lượng tiêu thụ lốp ô tô tải là lốp radial), mở ra tiềm năng tăng trưởng cho phân khúc lốp TBR.

Bên cạnh đó, Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Ấn Độ ATMA đã đề xuất chính phủ Ấn Độ áp thuế chống bán phá giá đối với lốp TBR có đường kính vành trên 16 inch nhập khẩu từ Trung Quốc. Theo số liệu thống kê của ATMA, trong năm 2016, sản phẩm nhập khẩu loại này chiếm 40% tổng lượng tiêu thụ lốp TBR của Ấn Độ, trong đó riêng Trung Quốc chiếm tới trên 90% trong tổng sản lượng, và chiếm khoảng 87% tổng giá trị nhập khẩu. Điều này đã gây thiệt hại lớn cho các nhà sản xuất săm lốp nội địa của Ấn Độ, làm giảm công suất hoạt động của các nhà máy sản xuất lốp TBR từ 80-85% trong giai đoạn 2012 – 2013 xuống 60-65% trong năm 2016.

Nguyên nhân của hiện tượng này là hiện nay lốp xe Trung Quốc nhập khẩu vào Ấn Độ chỉ bị đánh thuế nhập khẩu ở mức 7%, trong khi đó các doanh nghiệp săm lốp Ấn Độ đang phải nhập khẩu cao su thiên nhiên với thuế suất là 25% do thiếu hụt nguồn cung trong nước, khiến chi phí sản xuất bị đội lên cao và suy giảm năng lực cạnh tranh.

Theo thông tin mới cập nhật tháng 10/2017 từ TireBusiness, chính phủ Ấn Độ đã chính thức thông qua đề xuất áp thuế chống bán phá giá với một số loại lốp TBR Trung Quốc với mức thuế suất từ 250 USD/tấn tới 450 USD/tấn. Do vậy, DRC sẽ có cơ hội lớn để đẩy mạnh xuất khẩu sang thị trường này. DRC là doanh nghiệp săm lốp duy nhất của Việt Nam tham gia triển lãm TYREXPO INDIA 2016 tại Ấn Độ, và hiện đã đạt được chứng nhận chất lượng theo tiêu chuẩn công nghiệp Ấn Độ. Hiện nay, thuế suất Ấn Độ đang áp cho lốp xe radial nhập khẩu từ Việt Nam là 5% (theo Hiệp định Thương mại Hàng hóa ASEAN - Ấn Độ AIFTA).



Nguồn: UNComtrade, FPTS Research

Malaysia và Thái Lan là hai thị trường xuất khẩu khá ổn định của DRC, chiếm khoảng 20% lượng xuất khẩu hàng năm. Mặc dù có thu nhập bình quân đầu người và tỉ lệ sở hữu ô tô ở mức tương đối cao trong khu vực, nhưng hai nước này đều có ngành sản xuất săm lốp tương đối phát triển, đặc biệt là nhà máy rất lớn của Michelin đặt tại Thái Lan. Do đó, các sản phẩm xuất khẩu chính sang 2 thị trường này của DRC vẫn là lốp ô tô tải. Trong thời gian tới, lượng xuất khẩu của DRC sang 2 thị trường này được dự báo không có nhiều biến động, tuy nhiên tỉ lệ đóng góp có thể sẽ giảm đi do triển vọng xuất khẩu sang Ấn Độ và Brazil.

Thị trường nội địa

DRC có hợp đồng cung cấp sản phẩm cho các đối tác truyền thống là các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô trong nước như THACO Trường Hải, ô tô Giải Phóng, ô tô Đô Thành… Trong năm 2016, DRC đã khai thác thêm được 2 khách hàng lắp ráp mới là Nhà máy ô tô Đông Phong tại Hưng Yên và Nhà máy ô tô Việt Trung tại Hải Dương. Doanh thu lắp ráp (doanh thu bán sản phẩm cho các đơn vị này) chiếm 12% tổng doanh thu của DRC trong Q1/2017, trong đó chủ yếu là lốp ô tô bias do các đơn vị lắp ráp ô tô ở Việt Nam hiện vẫn ưu tiên sử dụng lốp bias nhiều hơn lốp radial.

Doanh thu thay thế (replacement) chiếm 88% tổng doanh thu của DRC, thông qua hệ thống gần 100 đại lý cấp 1 và hàng ngàn cửa hàng bán lẻ trên khắp cả nước của DRC (theo Báo cáo thường niên 2016 – DRC). Khách hàng kênh thay thế của DRC bao gồm các khách hàng tổ chức như Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam, các doanh nghiệp vận tải và nhóm khách hàng cá nhân.

1.4. Năng lực cạnh tranh của sản phẩm

Tình hình cạnh tranh gay gắt

Với việc trên 80% doanh thu hàng năm của DRC đến từ thị trường nội địa, thì đây là thị trường mà doanh nghiệp cần tập trung nguồn lực để có thể tạo lợi thế cạnh tranh và duy trì tăng trưởng doanh thu, đặc biệt là phân khúc lốp ô tô bias và lốp ô tô radial. Hiện tại, theo chúng tôi đánh giá, các sản phẩm săm lốp xe ô tô của DRC nằm trong phân khúc bình dân. Do vậy, đối thủ cạnh tranh trực tiếp của DRC là săm lốp ô tô nhập khẩu từ Trung Quốc với lợi thế giá bán thấp. Đây là lợi thế truyền thống của các sản phẩm xuất xứ Trung Quốc do quy mô sản xuất rất lớn.

Trong thời gian tới, chính quyền Trung Quốc sẽ tiếp tục thắt chặt quản lý đối với các ngành công nghiệp, đóng cửa các nhà máy quy mô nhỏ gây ô nhiễm môi trường. Các nhà máy này cũng có thể sẽ được sáp nhập với nhau để tập trung nguồn lực, đổi mới công nghệ và tăng quy mô sản xuất. Do đó, các

sản phẩm công nghiệp của Trung Quốc có thể sẽ có chất lượng cao hơn, trong khi vẫn giữ được lợi thế kinh tế theo quy mô. Điều này sẽ tiếp tục tạo nên áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp săm lốp Việt Nam trong đó có DRC.

Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng, có thể xuất hiện xu hướng các doanh nghiệp Trung Quốc chuyển hướng đầu tư, xây dựng các nhà máy săm lốp của họ tại Việt Nam nhằm tránh sự quản lý của chính quyền Trung Quốc; tận dụng nguồn nguyên liệu và nhân công giá rẻ ở Việt Nam; đồng thời tránh thuế chống bán phá giá đối với săm lốp có xuất xứ Trung Quốc mà hiện nay nhiều nước đang và dự kiến sẽ áp dụng. Điều này có thể sẽ làm mức độ cạnh tranh trên thị trường săm lốp Việt Nam tăng lên đáng kể, ảnh hưởng tiêu cực tới các doanh nghiệp nội địa.

> *Gần đây nhất vào tháng 4/2017, hãng lốp Guizhou Tyre của Trung Quốc thông báo kế hoạch xây dựng nhà máy sản xuất lốp xe tải và xe buýt tại khu công nghiệp Long Hậu. Nhà máy có tổng vốn đầu tư dự kiến là 245 triệu USD với công suất 1,2 triệu lốp/năm. Hiện nay, Guizhou Tyre đang trong quá trình xin cấp phép đầu tư cho dự án. Nếu được cấp phép, dự kiến dự án sẽ bắt đầu được triển khai trong năm 2018 (theo Tire Business)*

Ngoài ra, mức độ cạnh tranh có thể sẽ gia tăng do các doanh nghiệp săm lốp FDI như Bridgestone hay Michelin mở rộng hệ thống phân phối các sản phẩm lốp xe tải radial tại thị trường Việt Nam. Tính đến nay, Bridgestone đã mở 15 Fleetpoint – Trung tâm dịch vụ lốp xe tải/buýt tại Việt Nam, và tiếp tục có kế hoạch mở thêm trong thời gian tới, với khách hàng mục tiêu là các doanh nghiệp vận tải. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, giá bán trung bình lốp xe tải cỡ vành trên 16 inch của Bridgestone là khoảng trên 8 triệu đồng/lốp, cao gấp 2 lần so với giá bán trung bình của lốp DRC. Do đó, lốp xe tải của các thương hiệu lớn có thể được xếp vào phân khúc cao cấp, không phải đối thủ cạnh tranh trực tiếp với lốp xe tải của DRC.

Chiến lược nâng cao sức cạnh tranh của DRC

Để cạnh tranh với lốp giá rẻ của Trung Quốc, sản phẩm của DRC cần phải có chất lượng cao hơn, đồng thời vẫn phải giữ được giá bán hợp lý. Các dây chuyền sản xuất săm lốp xe đạp, xe máy hay săm ô tô, lốp ô tô bias đều đã được đầu tư từ lâu, với nhiều công nghệ sản xuất và thiết bị được chuyển giao từ Trung Quốc. Do vậy, DRC khó tạo được lợi thế cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc cùng loại có công nghệ sản xuất tương tự, nhưng giá bán rẻ hơn nhiều do lợi thế về quy mô.

Còn đối với nhà máy radial toàn thép, DRC đã đầu tư các thiết bị, máy móc tương đối hiện đại từ các nước có nền sản xuất săm lốp tiên tiến như Nhật Bản, Mỹ, Ý… Hiện nay, đây là nhà máy có dây chuyền, thiết bị sản xuất tiên tiến và hiện đại nhất của DRC. Tuy nhiên, tư vấn thiết kế và quy trình công nghệ sản xuất được chuyển giao từ các đối tác Trung Quốc như Qingdao Mesnac và Sailun. Do vậy, hiện nay DRC đang hợp tác với đối tác Black Donuts Engineering INC của Phần Lan để chuyển giao công nghệ mới, thay thế công nghệ cũ của Trung Quốc. Theo đó, đối tác Phần Lan sẽ tư vấn về thiết kế và đơn pha chế mới nhằm cải thiện chất lượng sản phẩm lốp ô tô radial.

Các thiết kế lốp cũ có thành lốp dày, trọng lượng lốp lớn để tăng khả năng chịu tải, phù hợp với điều kiện sử dụng ở thị trường nội địa (các phương tiện vận tải thường chở quá khổ, quá tải trọng quy định). Tuy nhiên, theo các quy định mới của Thông tư 06/VBHN-BGTVT về tải trọng xe và khổ giới hạn đường bộ, các phương tiện vận tải hiện nay phải giảm tải trọng xuống mức quy định. Do đó, lốp xe sẽ phải chịu ít tải hơn so với trước, dẫn tới việc DRC sẽ lãng phí NVL đầu vào, giá thành sản xuất cao nếu tiếp tục sử dụng thiết kế và đơn pha chế lốp cũ.

Do vậy, việc hợp tác chuyển giao công nghệ với Black Donuts Engineering INC nhằm mục đích thiết kế lại sản phẩm theo hướng giảm trọng lượng, giúp giảm giá thành sản phẩm nhưng vẫn đáp ứng nhu cầu xe chở đúng tải trọng. Ngoài ra, cải tiến thiết kế và đơn pha chế lốp cũng nhằm mục đích tăng tuổi

thọ sử dụng lốp ô tô radial, từ 80.000 km/đời sản phẩm lên 120.000 km/đời sản phẩm (tăng 50%). Nếu dự án thành công, hiệu quả sử dụng lốp radial của DRC sẽ tăng lên đáng kể (chi phí/km hoạt động của lốp DRC sẽ thấp hơn đối thủ), tăng khả năng cạnh tranh cho sản phẩm của doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, trong năm 2016, DRC đã đầu tư và đưa vào hoạt động dây chuyền đắp lốp nguội với công suất 30.000 lốp/năm, sử dụng máy móc, thiết bị tương đối hiện đại của Ý, Brazil, Malaysia và Đài Loan. Đây là công nghệ giúp tái sử dụng lốp xe cũ, kéo dài vòng đời của lốp và tăng hiệu quả kinh tế, giảm ô nhiễm môi trường.

> *Lốp xe cũ khi đã hoàn thành vòng đời sẽ được bóc bỏ lớp vỏ cao su cũ đã bị mài mòn, sau đó được đắp lại lớp mặt lốp mới vào xác bố cũ để đưa vào tái sử dụng. Với công nghệ đắp nguội hiện đại, xác bố được chọn lọc kỹ lưỡng thì sử dụng lốp đắp nguội có thể giúp tiết kiệm 30-40% chi phí so với việc sử dụng lốp mới thay thế, trong khi giá trị sử dụng tương đương 80% lốp mới. Công nghệ đắp lốp nguội cũng giúp giảm thiểu ô nhiễm môi trường, nâng cao chất lượng sản phẩm so với công nghệ đắp lốp nóng trước đây.*

Sản lượng của dây chuyền đắp lốp nóng trong những năm qua của DRC đạt trung bình 45.000 lốp/năm. Việc đưa dây chuyền đắp lốp nguội vào hoạt động sẽ giúp nâng cao chất lượng và khả năng cạnh tranh của sản phẩm và cải thiện tỉ suất lợi nhuận của mảng lốp đắp của DRC.

1.5. Triển vọng tăng trưởng doanh thu trong tương lai

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường

Qua các phần phân tích trên, có thể thấy rằng nhu cầu đối với các dòng sản phẩm săm lốp của DRC trong tương lai còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Đối với thị trường nội địa

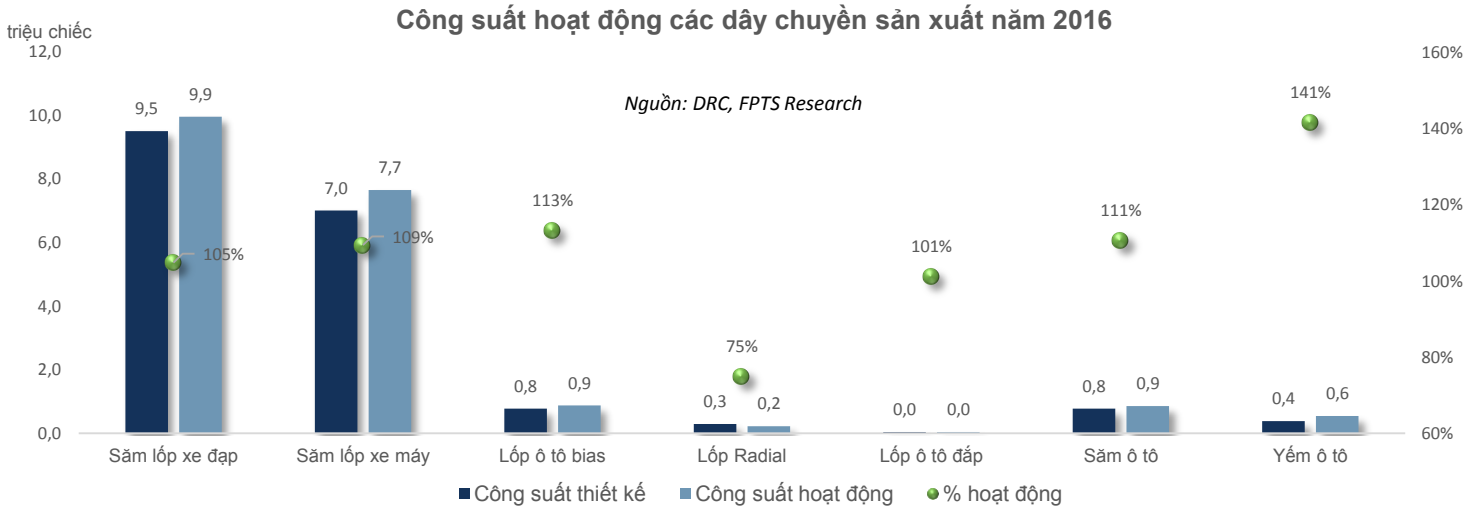
Dư địa tăng trưởng của thị trường săm lốp Việt Nam vẫn còn rất lớn. Phân khúc săm lốp xe máy được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng với CAGR 5,1% trong giai đoạn 2016 – 2020 nhờ doanh số bán xe máy tiếp tục duy trì ở mức 3 triệu xe/năm. Trong khi đó, thị trường ô tô con được dự báo sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ do thu nhập trung bình trên đầu người ngày càng gia tăng, thuế nhập khẩu ô tô từ ASEAN sẽ được hạ về 0% từ năm 2018, trong khi mật độ xe ô tô mới chỉ đạt khoảng 23 xe/1.000 dân, thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực và trên thế giới. Thị trường ô tô tải và ô tô thương mại sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu vận chuyển hàng hóa ngày càng cao. Điều này sẽ tạo tiềm năng tăng trưởng lớn cho phân khúc lốp ô tô, bao gồm cả lốp ô tô con và lốp ô tô tải.

Do vậy, theo dự báo của TechSci Research, giá trị thị trường săm lốp Việt Nam sẽ tăng trưởng với CAGR khoảng 8% trong giai đoạn 2015 – 2020, cao gấp hai lần tốc độ tăng trưởng của thị trường săm lốp thế giới (xem chi tiết **Báo cáo ngành Săm lốp – FPTS T4/2017** tại đây).

Đối với thị trường xuất khẩu

Tiềm năng từ thị trường xuất khẩu với DRC tương đối khả quan, đặc biệt là dòng lốp xe tải radial toàn thép. Săm lốp ô tô tải từ Việt Nam không thuộc diện áp thuế chống bán phá giá của chính phủ Brazil. Cùng với Thái Lan và Malaysia, 3 thị trường này được kỳ vọng sẽ tiếp tục mang lại doanh thu xuất khẩu ổn định cho DRC. Trong khi đó, nhiều khả năng chính phủ Ấn Độ sẽ thông qua đề xuất áp thuế chống bán phá giá đối với lốp xe tải radial toàn thép nhập khẩu từ Trung Quốc. Do đó, thị trường Ấn Độ hứa hẹn sẽ mang lại tiềm năng tăng trưởng lượng tiêu thụ lốp radial lớn cho DRC trong tương lai.

Tình hình sử dụng dây chuyền sản xuất hiện tại



Tính tới thời điểm hiện tại thì dây chuyền sản xuất lốp ô tô bias và lốp ô tô radial vẫn là hai mảng hoạt động quan trọng nhất của DRC, đóng góp tới trên 70% vào tổng doanh thu trong những năm gần đây. Công suất thiết kế ban đầu của dây chuyền sản xuất lốp bias là 0,78 triệu lốp/năm. Sau khi được di dời từ Bắc Mỹ An về KCN Liên Chiểu – Đà Nẵng vào cuối năm 2013, và được đầu tư thêm một số máy móc, thiết bị trong năm 2014 – 2015, dây chuyền có thể hoạt động vượt công suất và đạt tối đa 1 triệu lốp/năm. Trong năm 2016, sản lượng sản xuất của dây chuyền này là 0,89 triệu lốp, đạt 113% công suất thiết kế. Theo kế hoạch, dây chuyền sẽ cho sản lượng 0,9 triệu lốp, đạt 115% công suất thiết kế trong năm 2017.

Đối với nhà máy radial: Giai đoạn 1 đã được hoàn thành và đưa vào hoạt động từ Q3/2013 với công suất thiết kế là 0,3 triệu lốp/năm. Sau 3 năm đi vào hoạt động, tình hình tiêu thụ sản phẩm lốp radial tương đối khả quan, giúp cho nhà máy đạt 77% công suất thiết kế với sản lượng 0,23 triệu chiếc trong năm 2016. DRC tiếp tục kỳ vọng tăng trưởng sản lượng lốp radial ở mức 20%, đạt 0,28 triệu chiếc và sẽ nâng công suất hoạt động của nhà máy radial lên 92% trong năm 2017. Với thực tế tình hình sản xuất, tiêu thụ trong 9 tháng đầu năm, nhà máy radial nhiều khả năng sẽ vượt kế hoạch và vượt công suất tối đa trong năm 2017.

Như vậy có thể thấy rằng, hai dây chuyền sản xuất quan trọng nhất của DRC đang dần đạt công suất tối đa, đặc biệt là nhà máy radial. Cùng với xu hướng dịch chuyển từ sử dụng lốp bias sang sử dụng lốp radial, nhất là trong phân khúc lốp xe tải hạng nặng, thì đây chính là những nền tảng vững chắc để DRC tiếp tục đầu tư giai đoạn 2 nhà máy sản xuất lốp radial.

Dự án đầu tư trong thời gian tới

Hiện tại, các nhà máy lốp ô tô bias, săm lốp xe đạp xe máy và các sản phẩm khác đã dần đạt công suất tối đa, trong khi DRC không có định hướng tăng công suất các dòng sản phẩm này. Do vậy, tăng trưởng doanh thu của DRC trong thời gian tới sẽ phụ thuộc rất lớn vào hiệu quả hoạt động của nhà máy radial toàn thép. Hiện nay, DRC đang tiến hành triển khai giai đoạn 2 của nhà máy radial để nâng tổng công suất lên 600.000 lốp radial/năm, khi mà giai đoạn 1 nhiều khả năng sẽ đạt công suất tối đa trong năm 2017.

Dự án Radial	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2
Thời gian xây dựng	Q2.2011 - Q2.2013	2016 - 2018
Công suất thiết kế (lốp/năm)	300.000	600.000
Tổng vốn đầu tư (tỉ đồng)	1.859	704

Nguồn: DRC

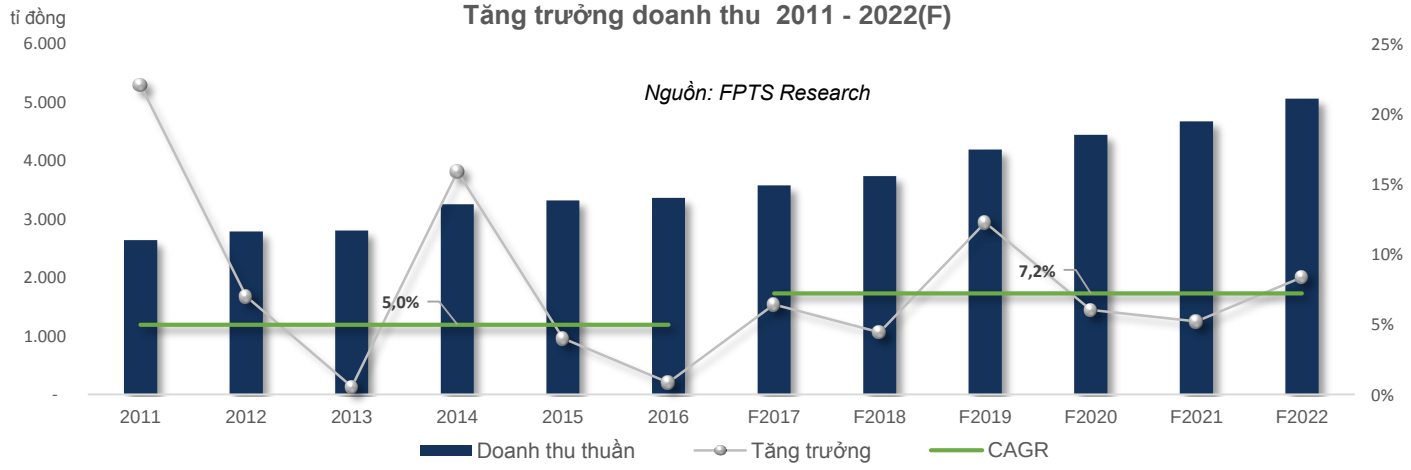
Hiện nay, công tác đầu tư xây dựng đang được nhanh chóng triển khai. DRC sẽ tiến hành lắp đặt máy móc, thiết bị để có thể đưa vào chạy thử nghiệm trong năm 2018. Theo kế hoạch, giai đoạn 2 của nhà máy sẽ hoàn thành và cho thành phẩm trong quý III hoặc quý IV năm 2018. Như vậy có thể thấy DRC đang gấp rút đẩy nhanh tiến độ dự án nhằm bắt kịp triển vọng tiêu thụ lốp radial tương đối khả quan trong thời gian tới. Theo đó, chúng tôi nhận định năm 2019 DRC sẽ có sự tăng trưởng mạnh về lượng tiêu thụ lốp radial (ước tính tăng khoảng 30% so với lượng tiêu thụ lốp radial năm 2018).

Phân khúc lốp xe con (lốp radial bán thép – PCR) cũng đã được đưa vào chiến lược phát triển của DRC trong tương lai. Theo đó, DRC có định hướng đầu tư nhà máy sản xuất lốp ô PCR với công suất dự kiến là 4 triệu lốp/năm. Tuy nhiên, tại thời điểm hiện tại doanh nghiệp chưa lập kế hoạch cụ thể cho dự án. Bên cạnh đó, DRC đang tập trung cho giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép. Do vậy, chúng tôi đánh giá khả năng dự án radial bán thép được triển khai trước năm 2019 là tương đối thấp.

Dự báo doanh thu thuần của DRC

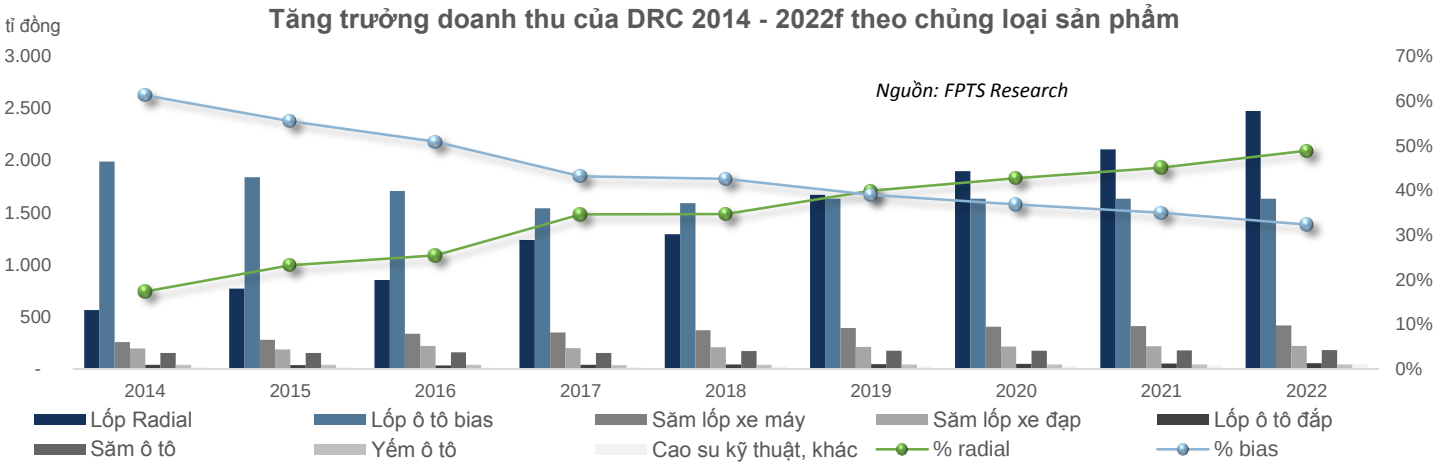
Dựa vào tiềm năng tăng trưởng của thị trường, khả năng điều chỉnh giá bán sản phẩm cùng với kế hoạch đầu tư mở rộng sản xuất của DRC, chúng tôi dự báo doanh thu thuần của doanh nghiệp sẽ đạt tăng trưởng với CAGR 7,2% trong giai đoạn 2017 – 2022.

Chúng tôi giả định DRC có khả năng tăng giá bán săm lốp xe đạp xe máy theo xu hướng tăng giá của NVL đầu vào. Tuy nhiên, do áp lực cạnh tranh với săm lốp Trung Quốc tại thị trường nội địa, cùng với khó khăn trong việc đàm phán tăng giá bán tại khác thị trường xuất khẩu, chúng tôi giả định giá bán lốp ô tô tải bias và radial của DRC sẽ không tăng trong những năm tới.



Nguồn: FPTS Research

Lốp ô tô bias và lốp ô tô radial tiếp tục là hai dòng sản phẩm chủ lực của DRC, đóng góp trung bình trên 75% tổng doanh thu thuần hàng năm. Riêng dòng lốp radial, với giai đoạn 2 của nhà máy dự kiến được đưa vào hoạt động từ Q3/2018 sẽ là động lực chính mang lại tăng trưởng doanh thu trong những năm tới. Ước tính đến năm 2022, doanh thu từ lốp radial toàn thép chiếm khoảng 50% tổng doanh thu thuần của DRC.



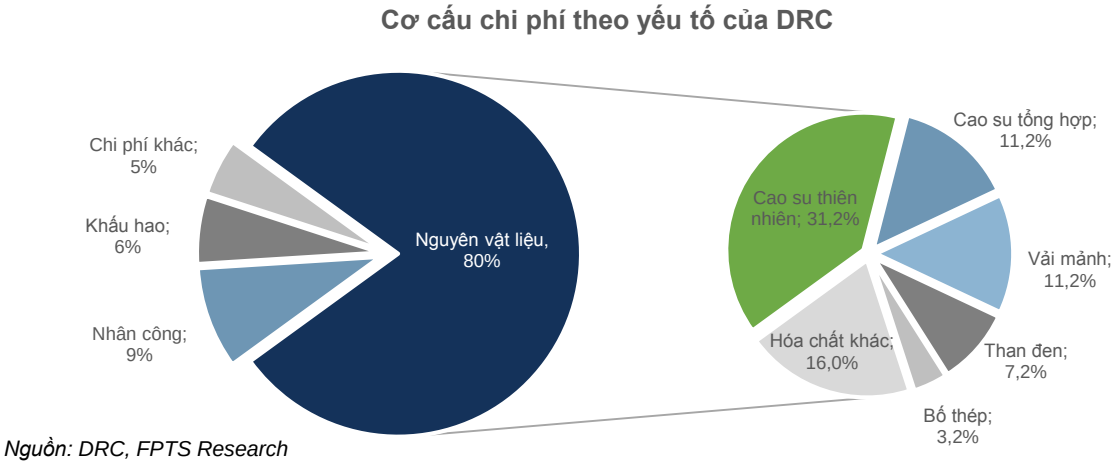
2. Lợi nhuận gộp

2.1. Cơ cấu chi phí đầu vào

Nguyên vật liệu (NVL) chiếm tới 80% chi phí đầu vào của DRC, trong đó quan trọng nhất là cao su thiên nhiên (chiếm 31,2%). Bên cạnh đó, cao su tổng hợp, vải mảnh và than đen (còn gọi là muội than) cũng là những NVL quan trọng cho quá trình sản xuất săm lốp, chiếm tổng cộng khoảng 30% chi phí đầu vào; 20% còn lại thuộc về các loại hóa chất khác.

Cao su tổng hợp và than đen là các chế phẩm trong quá trình hóa dầu nên giá của hai loại NVL này chịu ảnh hưởng trực tiếp của biến động giá dầu thô. Hơn nữa, cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp là hai loại sản phẩm thay thế của nhau nên khi giá cao su tổng hợp tăng đã làm cho nhu cầu đối với cao su thiên nhiên tăng lên, tạo động lực tăng giá cho cao su thiên nhiên. Do vậy, bên cạnh các yếu tố về cung cầu cao su, giá dầu thô cũng là một yếu tố tác động đến sự biến động của giá cao su nói chung.

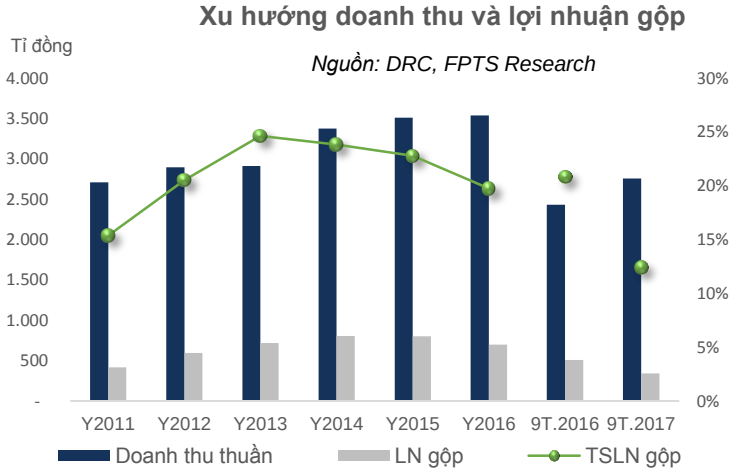
Tóm lại, giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô có mối tương quan thuận chiều, do đó xu hướng giá cao su thiên nhiên cũng phản ánh xu hướng biến động của giá dầu thô và là yếu tố trọng yếu tác động lên tỉ suất lợi nhuận của DRC.

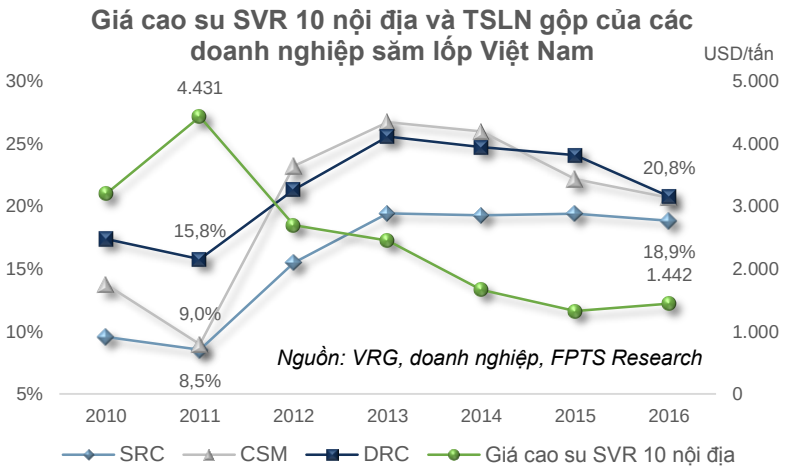


Nguồn: DRC, FPTS Research

Ngoài ra, chi phí nhân công và chi phí khấu hao cũng là 2 loại chi phí đáng kể khác của DRC, chiếm lần lượt 9% và 6% trong tổng chi phí đầu vào.

2.2. Tỉ suất lợi nhuận gộp





Nhìn chung, tỉ suất lợi nhuận (TSLN) gộp của DRC và CSM tương đối đồng đều, và cao hơn đáng kể so với TSLN gộp của SRC. Nguyên nhân là do DRC và CSM tập trung hơn vào phân khúc có TSLN cao hơn là săm lốp ô tô, trong khi SRC có tỉ trọng doanh thu săm lốp xe máy, xe đạp cao – đây là các dòng sản phẩm có giá trị gia tăng và TSLN thấp.

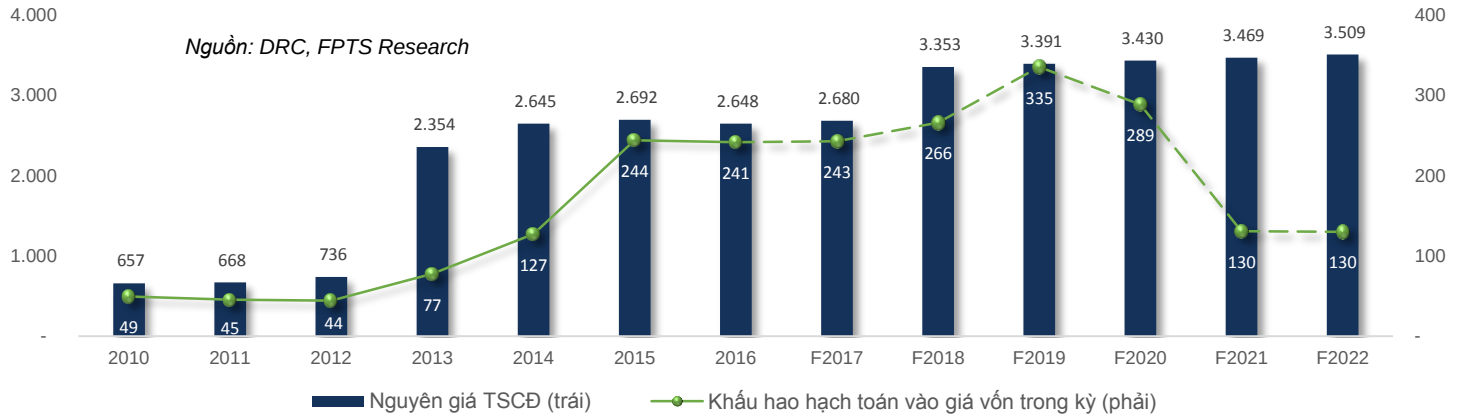
Trong giai đoạn 2010 - 2016, TSLN gộp của DRC rơi xuống mức thấp nhất 15,8% vào năm 2011, khi giá cao su thiên nhiên trên thị trường thế giới và trong nước lên đến đỉnh điểm. Trong năm này, giá cao su SVR 10 nội địa (một trong những loại cao su chính được sử dụng trong quy trình sản xuất của các doanh nghiệp săm lốp Việt Nam) đạt trung bình 4.431 USD/tấn, khiến chi phí NVL của DRC tăng cao. Tuy nhiên, sau đó, giá cao su thiên nhiên bước vào giai đoạn lao dốc trong suốt 5 năm tiếp theo do tình trạng dư cung lớn – hậu quả của việc tăng diện tích trồng cao su một cách ồ ạt trong giai đoạn trước năm 2011. Do vậy, TSLN gộp của DRC trong giai đoạn 2012 – 2015 đã tăng mạnh và luôn đạt trên 20%.

Từ nửa cuối năm 2016, giá cao su thiên nhiên trên thị trường thế giới đã vượt đáy và có sự phục hồi mạnh mẽ nhờ vào thoả thuận cắt giảm sản lượng của Hội đồng Cao su Quốc tế ba bên (ITRC), cùng với ảnh hưởng tiêu cực của hiện tượng La Lina lên sản lượng khai thác mủ cao su ở các quốc gia châu Á (nặng nề nhất là ở Thái Lan). Đồng thời, trong năm 2016, do áp lực cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm săm lốp Trung Quốc, đặc biệt là các dòng lốp xe tải, DRC đã phải giảm giá bán sản phẩm (giảm trung bình khoảng 10% so với năm 2015) để duy trì thị phần. Do vậy, TSLN gộp của DRC đã bị ảnh hưởng nghiêm trọng. Trong đó, nhà máy radial hiện vẫn cho TSLN gộp rất thấp, thậm chí là -9,4% trong năm 2016, và làm giảm TSLN gộp chung của toàn doanh nghiệp.

Dù đã hạ nhiệt trong những tháng gần đây nhưng giá cao su thiên nhiên trung bình trong năm 2017 được dự báo sẽ cao hơn khoảng 25% so với giá trung bình năm 2016, tạo áp lực lớn lên TSLN gộp của DRC trong năm 2017.

Tiếp tục trong xu hướng giảm giá cao su thiên nhiên, nhưng từ năm 2014, TSLN gộp của DRC có xu hướng suy giảm do giai đoạn 1 nhà máy sản xuất lốp radial toàn thép bắt đầu được đưa vào hoạt động. Mặc dù công suất hoạt động và sản lượng lốp tiêu thụ của nhà máy này liên tục được nâng cao qua từng năm, nhưng với chi phí đầu tư cho giai đoạn 1 chiếm tới khoảng 75% tổng vốn đầu tư cho toàn dự án nên từ năm 2014, chi phí khấu hao của DRC tăng đột biến, kéo theo giá vốn hàng bán tăng mạnh.

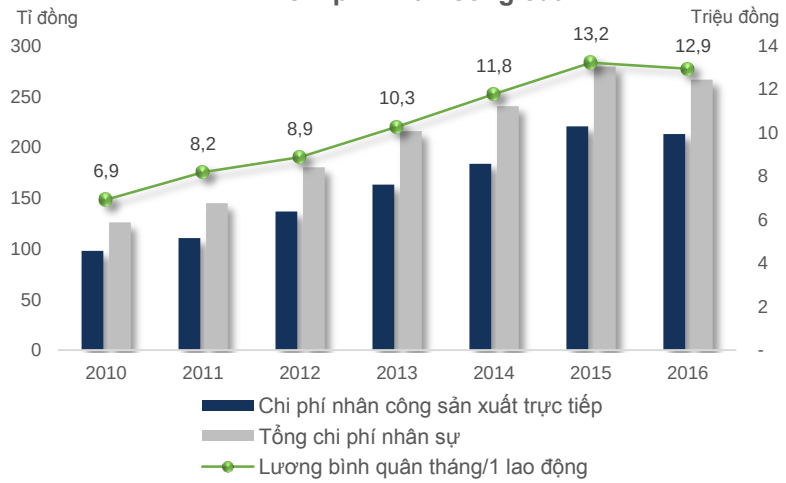
Tình hình khấu hao TSCĐ 2010 - 2022F



Trong thời gian tới, khi giai đoạn 2 của nhà máy radial toàn thép đi vào hoạt động, đóng góp 50% công suất còn lại nhưng chỉ chiếm 25% tổng vốn đầu tư, TSLN gộp của mảng lốp radial có thể sẽ được cải thiện nếu tình hình tiêu thụ sản phẩm khả quan. Ngoài ra, giai đoạn 1 nhà máy radial toàn thép sẽ được khấu hao hết vào năm 2020. Do vậy, chi phí khấu hao TSCĐ của DRC sẽ giảm mạnh từ năm 2021, giúp cải thiện TSLN cho doanh nghiệp.

Như vậy có thể thấy, giá NVL đầu vào và chi phí khấu hao, đặc biệt trong giai đoạn hiện nay là khấu hao nhà máy radial, là hai yếu tố tác động rất lớn tới TSLN gộp của DRC. Ngoài ra, với tỉ trọng 9% trong chi phí đầu vào, thì chi phí nhân công cũng là một yếu tố đáng lưu tâm.

Tình hình chi phí nhân công của DRC



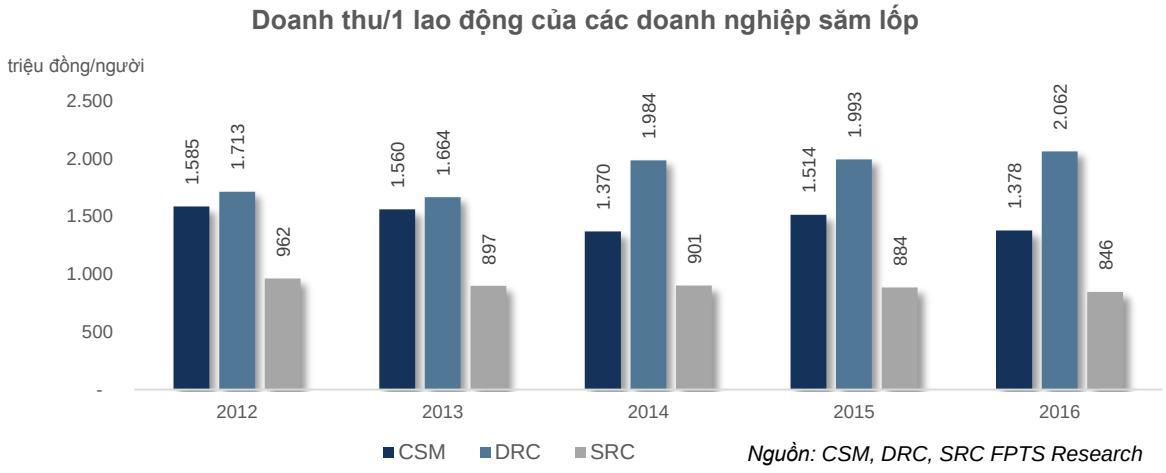
Hiệu quả sử dụng lao động của DRC

Nguồn: DRC, FPTS Research

Trong tổng chi phí nhân sự hàng năm của DRC, chi phí nhân công sản xuất trực tiếp chiếm tỉ trọng tương đối ổn định trong khoảng 75-80%; khoảng 20% còn lại là chi phí cho nhân viên bán hàng và nhân viên quản lý. Tổng số lượng lao động của DRC tăng đột biến trong năm 2012 do doanh nghiệp tuyển thêm lao động, đưa đi đào tạo chuyển giao công nghệ để chuẩn bị cho việc vận hành nhà máy radial. Từ đó cho tới nay, số lượng và cơ cấu lao động của DRC không có nhiều biến động. Do vậy, tổng chi phí nhân công trực tiếp có xu hướng tăng trong những năm qua chủ yếu là do tác động của tiền lương trung bình mỗi lao động tăng.

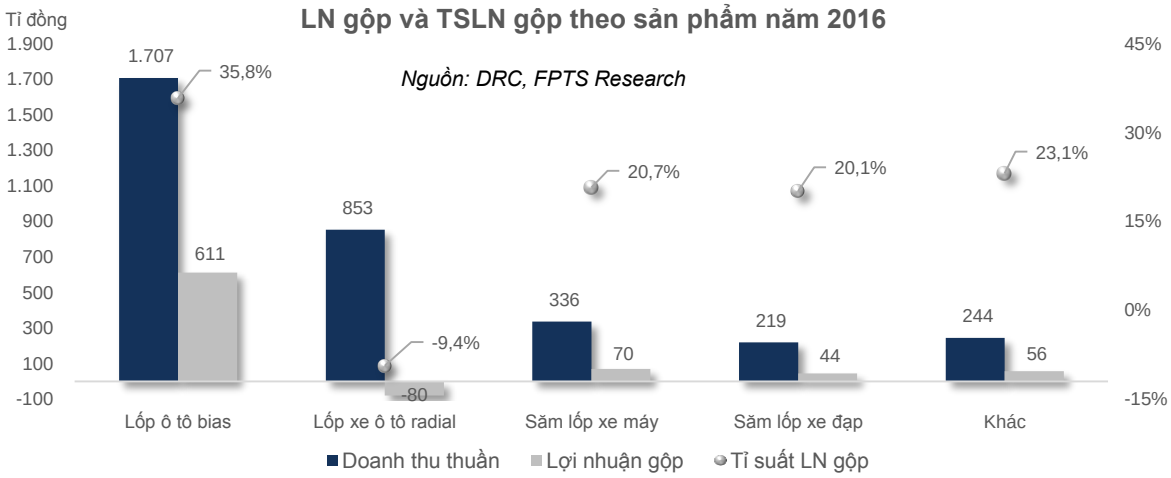
Tính trong giai đoạn từ năm 2013 (bắt đầu đưa nhà máy radial vào hoạt động) cho tới nay, tiền lương trung bình tăng 25,2%, trong khi đó doanh thu bình quân mà mỗi lao động tạo ra tăng 23,9%. Như vậy có thể thấy rằng, mặc dù tổng chi phí nhân công có xu hướng gia tăng, nhưng hiệu quả sử dụng lao

động của DRC tính trên doanh thu vẫn được duy trì, nên TSLN gộp của doanh nghiệp đã không bị ảnh hưởng.



Bên cạnh đó, hiệu quả sử dụng lao động của DRC trong những năm qua luôn cao hơn 2 doanh nghiệp săm lốp nội địa là CSM và SRC, đồng thời khoảng cách đang có xu hướng gia tăng. Trong năm 2016, doanh thu bình quân mà mỗi lao động của DRC tạo ra là trên 2 tỉ đồng. Trong khi đó, con số này của CSM là 1,38 tỉ đồng và của SRC là 846 triệu đồng. Do vậy, đây cũng là một trong những yếu tố giúp hiệu quả hoạt động của DRC cao hơn hai doanh nghiệp còn lại.

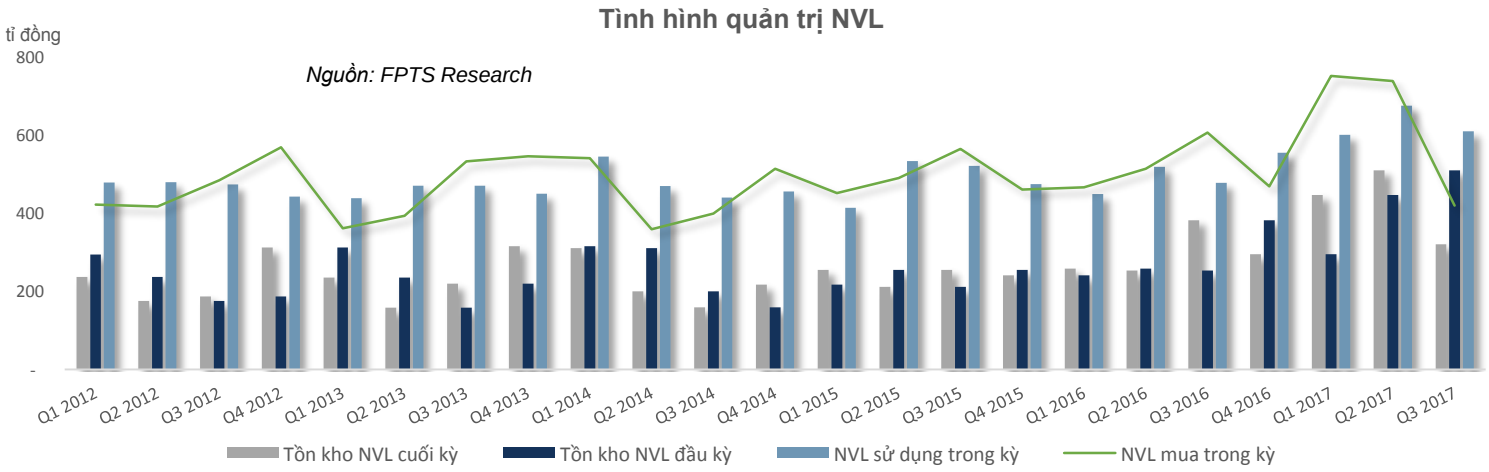
TSLN gộp của một số sản phẩm chính



Do có giá trị gia tăng cao nên đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận gộp của DRC là phân khúc lốp ô tô, bao gồm lốp ô tô bias và lốp ô tô radial với tổng lợi nhuận gộp năm 2016 là 531 tỉ đồng, chiếm tỉ trọng 75,5%. Trong đó, mảng lốp bias nhờ việc tích cực nghiên cứu, hoàn thiện hóa công nghệ sản xuất và cải tiến đơn pha chế đã giúp hạ giá thành sản phẩm. Vì vậy, dù giá bán giảm do áp lực cạnh tranh với săm lốp Trung Quốc nhưng DRC vẫn đạt TSLN gộp 35,8% cho dòng sản phẩm này. Mảng lốp radial lỗ gộp 80 tỉ đồng do chi phí khấu hao lớn, với TSLN gộp là -9,4%, kéo tụt TSLN gộp chung của nhóm lốp ô tô xuống 20,4%. Các dòng sản phẩm khác như săm lốp xe đạp xe máy, săm và yếm ô tô, lốp đắp… đóng góp 24,5% lợi nhuận gộp.

2.3. Tình hình quản trị NVL đầu vào

2.3.1. Chính sách tồn kho NVL



Giá trị NVL tồn kho hàng quý trung bình bằng khoảng 50% giá trị NVL sử dụng trong kỳ cho thấy DRC không thường xuyên tích trữ quá nhiều NVL. Lượng NVL tồn kho đủ để duy trì hoạt động sản xuất diễn ra bình thường trong khoảng ½ quý nếu có bất kỳ biến động bất thường nào ảnh hưởng đến nguồn cung NVL đầu vào.

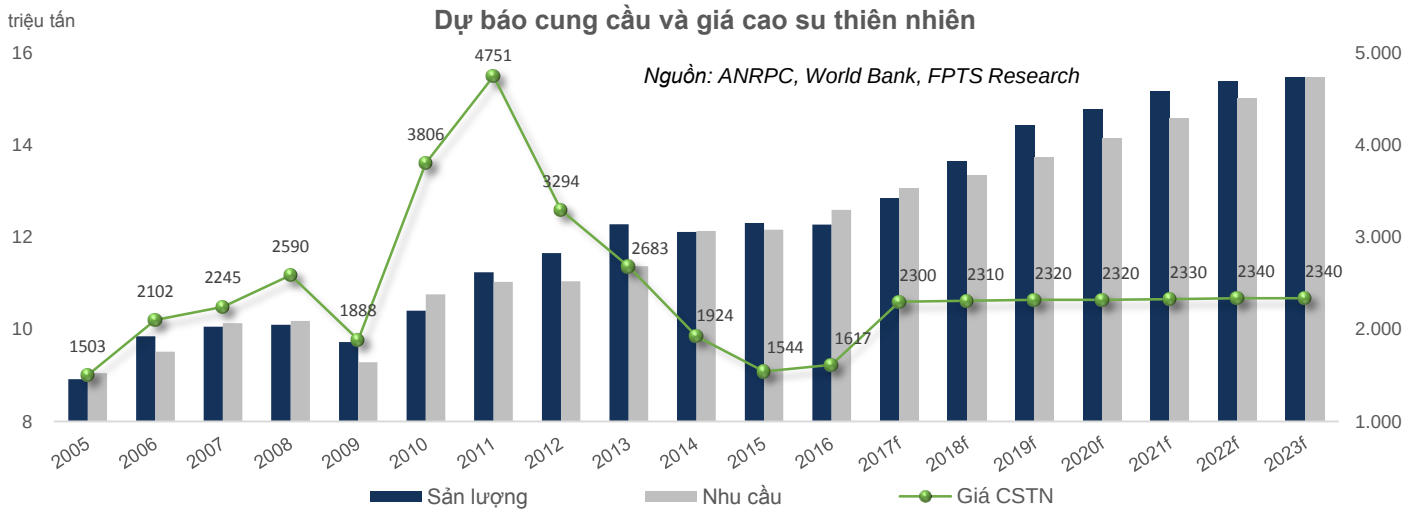
Riêng đối với cao su thiên nhiên, mặc dù tổng nguồn cung trong nước rất dồi dào nhưng sản lượng cao su SVR 10 và SVR 20 lại tương đối thấp, đồng thời chất lượng không ổn định nên không đáp ứng đủ nhu cầu của các doanh nghiệp săm lốp trong nước. Hiện tại, DRC vẫn phải nhập khẩu cao su khối định chuẩn xếp hạng 20 từ các nước trong khu vực (ví dụ SMR 20 của Malaysia). Tuy nhiên, nguồn cung cao su thiên nhiên trong khu vực cũng rất dồi dào và có vị trí địa lý thuận tiện nên công ty có thể chủ động thay đổi kế hoạch tồn kho NVL khi cần thiết.

Thông thường, DRC tăng cường thu mua và tích trữ NVL vào Q4 hàng năm, trước giai đoạn nguồn cung cao su thiên nhiên suy giảm do bắt đầu mùa khô – mùa không cạo mủ cây cao su, nhằm giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguồn cung và biến động giá NVL đầu vào. Giai đoạn này thường kéo dài từ cuối năm và kết thúc vào khoảng tháng 5 năm sau.

Riêng trong năm 2016, doanh nghiệp đẩy mạnh tích trữ NVL vào Q3, khi nhận thấy giá cao su thiên nhiên có dấu hiệu hồi phục, và dự báo sẽ tăng mạnh từ cuối năm. Tuy nhiên, với việc giảm lượng thu mua, tích trữ NVL vào Q4/2016, thì sang Q1/2017, DRC đã phải tăng lượng thu mua, tích trữ NVL để phục vụ hoạt động sản xuất trong bối cảnh giá cao su thiên nhiên tăng cao đỉnh điểm. Hậu quả là giá vốn hàng bán Q2 và Q3/2017 đã tăng mạnh do lượng tồn kho NVL từ Q1 được hạch toán vào giá vốn trong kỳ.

Như vậy có thể thấy rằng, xu hướng giá NVL đầu vào và chính sách thu mua, tích trữ NVL có ảnh hưởng rất lớn đến TSLN của DRC.

2.3.2. Xu hướng giá NVL trong thời gian tới

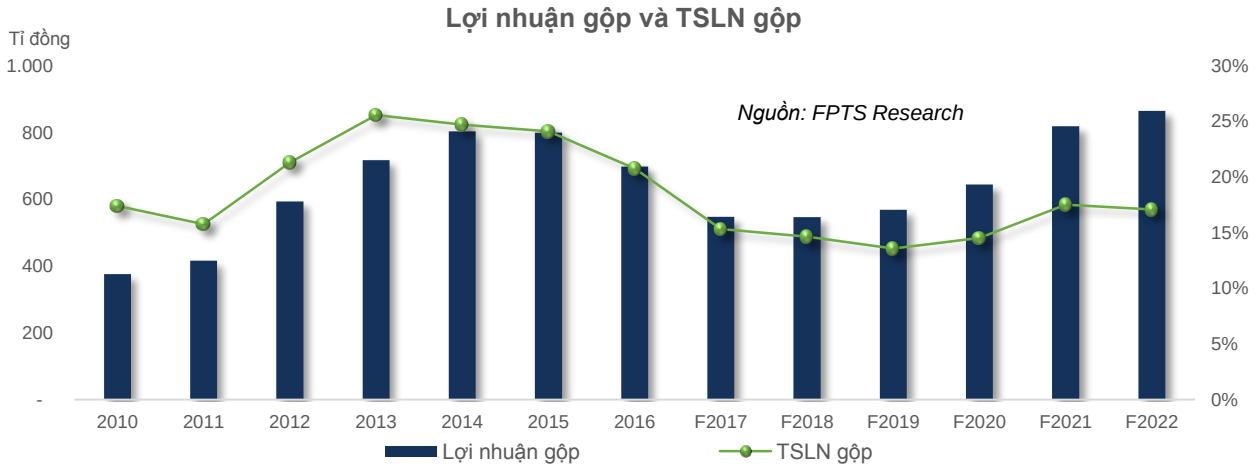


Trong thời gian tới, thị trường cao su thiên nhiên thế giới được dự báo vẫn tiềm ẩn nguy cơ cung vượt cầu do diện tích trồng mới mở rộng quá nhiều trong giai đoạn 2005 – 2013. Thặng dư cung cao su thiên nhiên có thể ở mức 300 – 600 ngàn tấn mỗi năm trong giai đoạn 2018 – 2022, và đến năm 2023 mới có thể cân đối cung cầu (theo dự báo của ANRCP, tháng 1/2017). Tổ chức Nghiên cứu Cao su quốc tế (IRSG) đưa ra kịch bản kém khả quan hơn, khi dự báo tình trạng dư cung có thể kéo dài tới năm 2030.

Như vậy, động lực cho sự tăng giá cao su thiên nhiên trong những năm tiếp theo tiếp tục xuất phát từ nỗ lực cân bằng cung cầu bằng thỏa thuận tiết cung, cùng với triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới, đặc biệt từ các thị trường đang phát triển. Thỏa thuận cắt giảm sản lượng là một động lực không bền vững và khó dự đoán. Với việc dư cung còn lớn và kéo dài, nếu các nước không hạn chế khai thác mủ sẽ làm tăng dư cung, tạo áp lực làm giá cao su thiên nhiên không thể tăng mạnh. Bên cạnh đó, giá cao su thiên nhiên cũng bị ảnh hưởng rất mạnh bởi giá dầu thô. Do dầu thô là đầu vào chính để sản xuất cao su tổng hợp – sản phẩm thay thế của cao su thiên nhiên.

Riêng trong năm 2017, theo số liệu dự báo gần đây của ANRPC, nguồn cung cao su thiên nhiên thế giới sẽ thiếu hụt khoảng 688.000 tấn vào tháng 6/2017, trước khi giảm xuống còn thiếu khoảng 46.000 tấn vào tháng 12/2017. Tuy vậy, giá cao su được dự báo sẽ không tăng mạnh do xu hướng chung của giá hàng hóa thế giới, đặc biệt là giá dầu; cùng với việc đồng đô la Mỹ đang mạnh lên. Giá cao su thiên nhiên trung bình trong năm 2017 được dự báo sẽ cao hơn khoảng 25% so với năm 2016, tiếp tục gây thêm áp lực lên TSLN gộp của DRC.

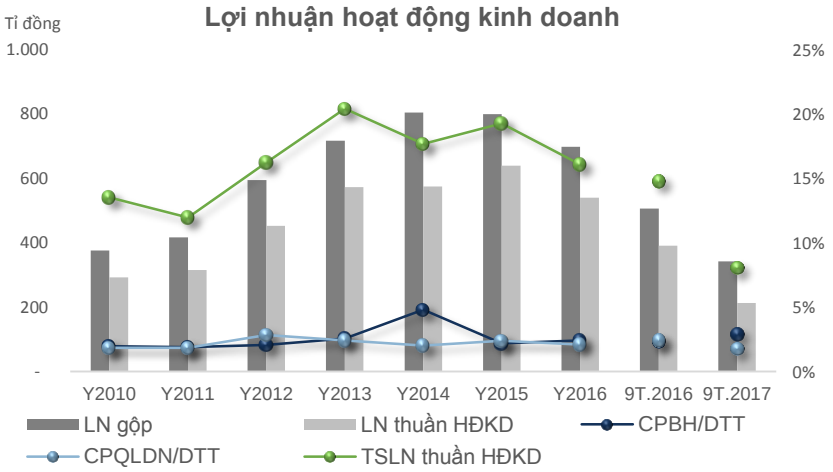
2.4. Dự phóng lợi nhuận gộp và TSLN gộp

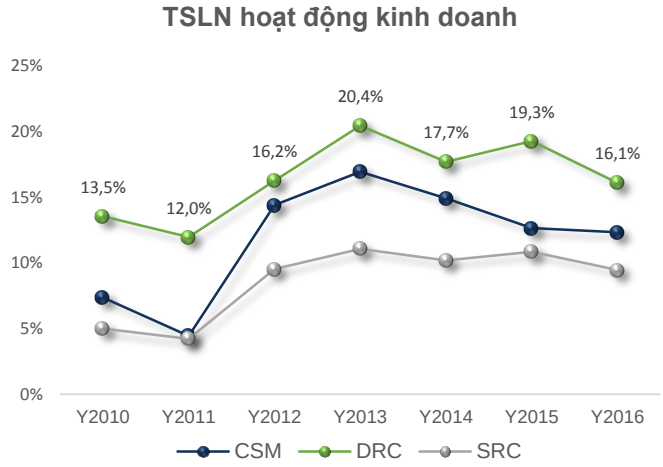


Nguồn: FPTS Research

Theo kế hoạch đầu tư xây dựng giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép cùng với xu hướng giá cao su thiên nhiên như đã phân tích, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp và TSLN gộp của DRC sẽ có sự cải thiện mạnh từ năm 2020 - 2021, khi mà giai đoạn 2 nhà máy radial đóng góp đáng kể vào doanh thu và máy móc, thiết bị, nhà xưởng của giai đoạn 1 đã được khấu hao hết.

3. Lợi nhuận hoạt động kinh doanh



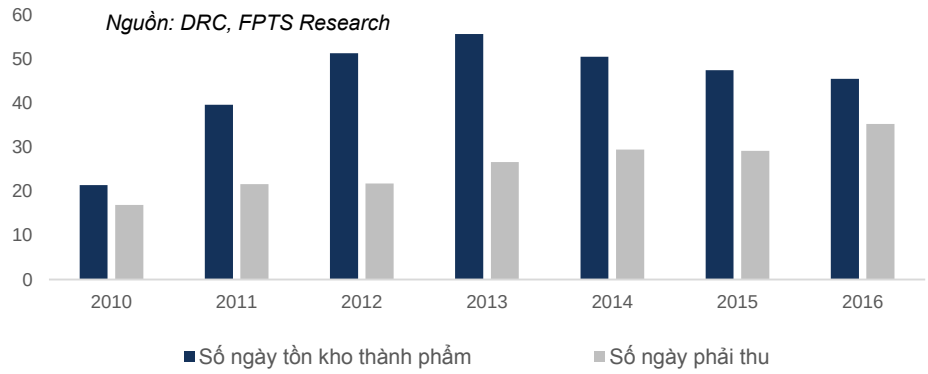


Nguồn: BCTC, FPTS Research

Biến động lợi nhuận hoạt động kinh doanh (HĐKD) và TSLN HĐKD của DRC trong những năm qua vẫn chủ yếu xuất phát từ biến động giá NVL đầu vào. Tỉ lệ CPBH và CPQLDN trên doanh thu thuần của DRC tương đối ổn định và không có nhiều biến động đáng kể, luôn nằm trong khoảng 2-3%. Riêng năm 2014, CPBH tăng đột biến mà theo báo cáo của doanh nghiệp là do điều chỉnh của Kiểm toán Nhà nước một khoản 56,8 tỉ đồng từ chỉ tiêu Các khoản giảm trừ doanh thu sang chỉ tiêu CPBH. Nếu loại bỏ khoản mục bất thường này, tỉ lệ CPHB/DTT của DRC năm 2014 là 3,2%, tăng nhẹ so với giai đoạn trước đó do đây là năm đầu tiên doanh nghiệp đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ sản phẩm lốp ô tô radial, cùng với việc quy định về kiểm soát tải trọng được Chính phủ ban hành (làm tăng chi phí vận chuyển).

Bên cạnh đó, DRC luôn giữ được TSLN HĐKD cao hơn khi so sánh với 2 doanh nghiệp CSM và SRC trong nhiều năm trở lại đây, cho thấy sự hiệu quả của doanh nghiệp trong quản lý CPBH và CPQLDN.

Hiệu quả hoạt động của DRC

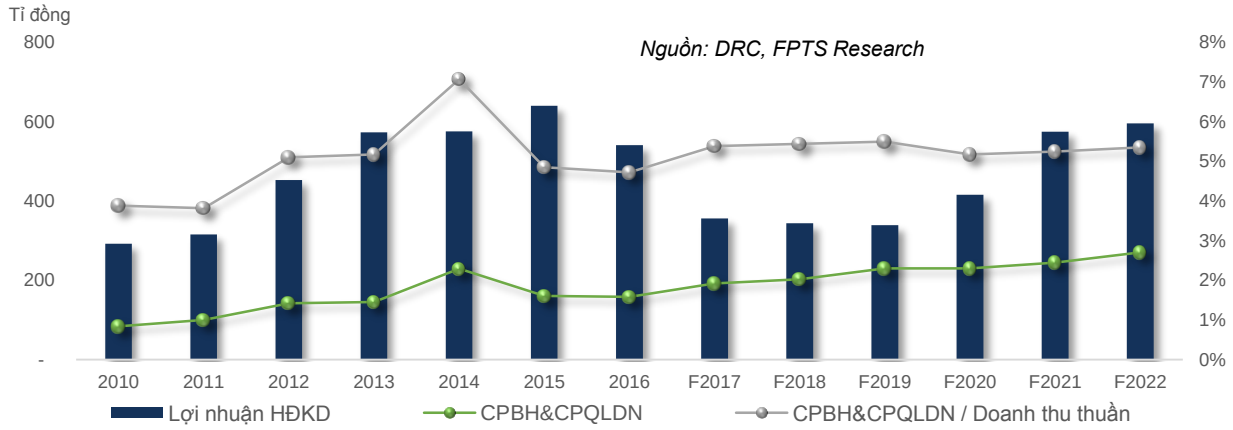


Quản trị thành phẩm tồn kho: Hiệu quả quản lý thành phẩm tồn kho của DRC có xu hướng cải thiện trong những năm gần đây nhờ tình hình tiêu thụ sản phẩm, đặc biệt là lốp ô tô radial tương đối khả quan, thể hiện ở số ngày tồn kho thành phẩm đang giảm dần, từ 55,7 ngày/vòng năm 2013 xuống 45,5 ngày/vòng năm 2016.Trước đó, tình hình kinh tế khó khăn, lạm phát tăng cao làm giảm sức mua của thị trường trong giai đoạn 2011 – 2013. Đặc biệt là trong năm 2011, giá cao su thiên nhiên tăng cao khiến công ty phải nhiều lần tăng giá bán sản phẩm, làm giảm sức cạnh tranh với các sản phẩm nhập khẩu, đặc biệt là từ Trung Quốc. Do vậy trong giai đoạn này, tồn kho thành phẩm tăng cao là nguyên nhân chính khiến số ngày hàng tồn kho tăng theo.

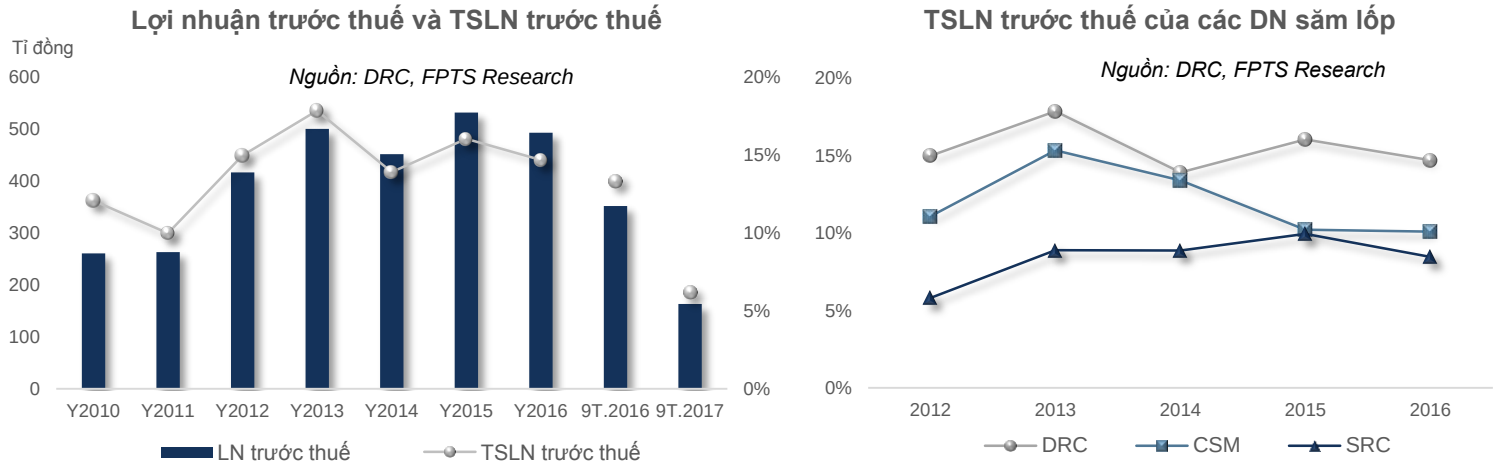
Quản trị khoản phải thu: Số ngày phải thu đang có xu hướng tăng lên do công ty phải nới lỏng các chính sách bán hàng cũng như chính sách quản lý công nợ khách hàng nhằm cạnh tranh với các sản phẩm săm lốp giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc.

Trong thời gian tới, mặc dù DRC đang tích cực đẩy mạnh hoạt động tiêu thụ và xuất khẩu lốp radial, nhưng chúng tôi cho rằng CPBH và CPQLDN sẽ không có quá nhiều biến động, tổng cộng chiếm khoảng 5,3% doanh thu thuần. Lợi nhuận HĐKD của doanh nghiệp sẽ có chuyển biến tích cực từ năm 2020 khi giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép bắt đầu đạt công suất cao.

CPBH, CPQLDN và lợi nhuận HĐKD

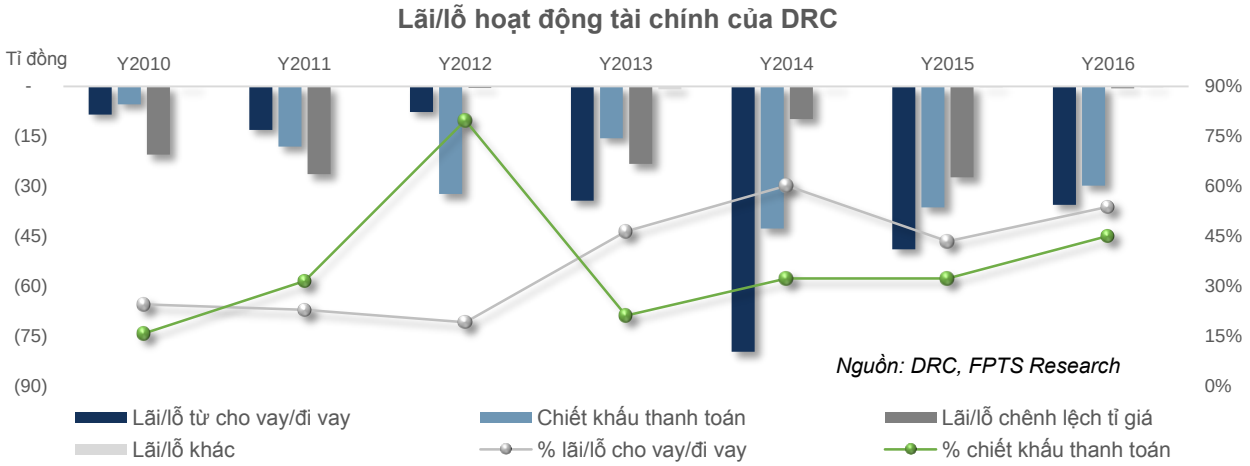


4. Lợi nhuận trước thuế



Trong giai đoạn 2012 – 2016, lợi nhuận trước thuế (LNTT) hàng năm của DRC đều đạt trên 400 tỉ đồng, tăng mạnh so với mức khoảng 260 tỉ đồng trong hai năm 2010 – 2011. Đồng thời, TSLN trước thuế của doanh nghiệp cũng đã được cải thiện đáng kể và luôn đạt trên 13%, so với mức thấp nhất là 10% vào năm 2011.

Do tỉ lệ CPBH và CPQLDN trên doanh thu tương đối ổn định như đã phân tích, nên biến động lợi nhuận trước thuế và TSLN trước thuế của DRC trong những năm qua vẫn chủ yếu đến từ diễn biến giá các loại NVL đầu vào. Bên cạnh đó, lãi/lỗ hoạt động tài chính cũng là một yếu tố quan trọng gây ra sự biến động LNTT của doanh nghiệp.



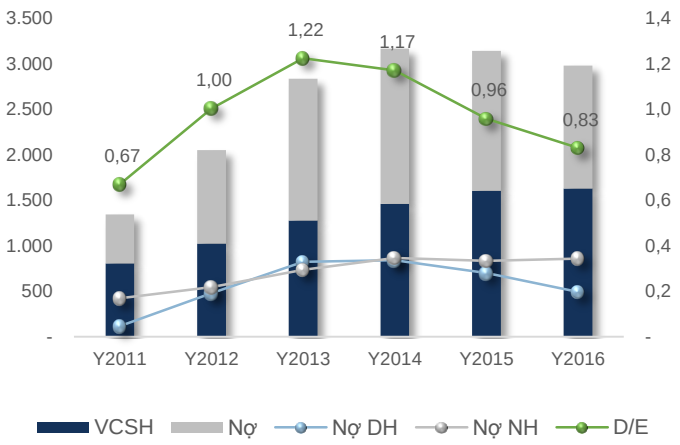
Có thể thấy, lãi/lỗ từ cho vay/đi vay (chi phí lãi vay và lãi tiền gửi) và chiết khấu thanh toán là hai khoản mục đáng kể nhất trong cơ cấu lãi/lỗ hoạt động tài chính của DRC. Ngoài ra, lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá cũng là một khoản mục đáng chú ý với tính biến động lớn.

Năm 2013 là năm trọng điểm đầu tư cho nhà máy sản xuất lốp radial, trong đó theo kế hoạch, 70% nguồn vốn đầu tư cho dự án là nguồn vốn vay. Điều này đã làm chi phí lãi vay phải trả của DRC trong giai đoạn 2013 – 2014 tăng mạnh, đặc biệt là trong năm 2014. Cùng với đó, các khoản chiết khấu thanh toán trong năm 2014 cũng tăng mạnh do đây là năm đầu tiên công ty đẩy mạnh công tác giới thiệu và tiêu thụ lốp ô tô radial ra thị trường. Do vậy, TSLN trước thuế của DRC trong năm đã sụt giảm xuống 13,9%, so với mức 17,9% trong năm 2013.

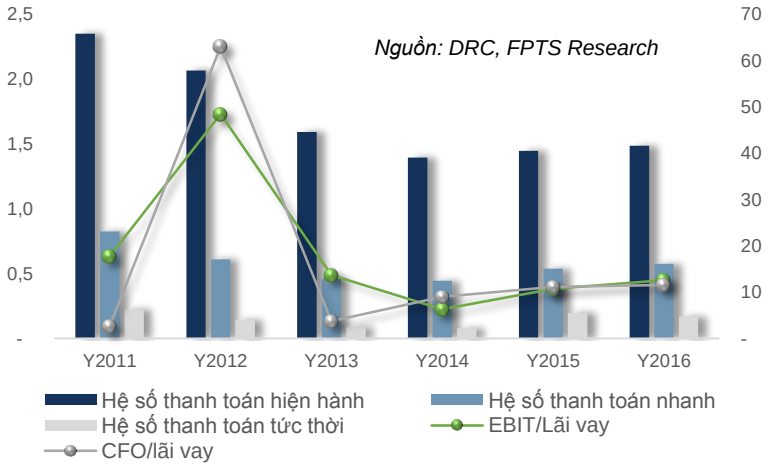
Ngay khi nhà máy radial có đóng góp đáng kể vào tổng doanh thu, DRC đã tiến hành trả bớt nợ vay từ năm 2014. Điều này đã giúp giảm được đáng kể chi phí lãi vay phải trả trong năm 2015 và 2016, cũng như những năm tới. Cùng với đó là tình hình tiêu thụ lốp radial đi vào ổn định khi sản phẩm đã được thị trường công nhận giúp tiết giảm các khoản chiết khấu thanh toán và cải thiện TSLN trước thuế.

Trong những năm tới, tăng trưởng doanh thu xuất khẩu từ mảng lốp radial toàn thép sẽ mang lại dòng ngoại tệ đáng kể, giúp DRC giảm thiểu rủi ro về biến động tỉ giá từ việc nhập khẩu NVL đầu vào cùng với các khoản vay nợ bằng ngoại tệ. Ngoài ra, sản phẩm lốp radial toàn thép đã có chỗ đứng trên thị trường, nên chiết khấu thanh toán sẽ được giữ ổn định để duy trì sức cạnh tranh của DRC. Do vậy, chúng tôi cho rằng lãi/lỗ hoạt động tài chính của DRC sẽ ổn định hơn so với giai đoạn 2011 – 2016.

Cơ cấu nguồn vốn của DRC



Hệ số thanh toán



Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn có sự thay đổi đáng kể trong giai đoạn 2012 – 2013, khi DRC bắt đầu triển khai đầu tư cho dự án nhà máy sản xuất lốp radial toàn thép. Giai đoạn 1 của dự án được tài trợ bởi 70% vốn vay thương mại (tương ứng khoảng 1.300 tỉ đồng) và 30% vốn chủ sở hữu (tương ứng khoảng 560 tỉ đồng). Điều này đã khiến tỉ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu (D/E) của DRC tăng từ 0,67 lần trong năm 2011 lên 1,22 lần trong năm 2013.

Kể từ năm 2014, với dòng tiền có được từ doanh thu bán lốp radial tương đối khả quan, DRC đã tiến hành thanh toán dần các khoản nợ, giảm tỉ lệ D/E về mức 0,83 lần trong năm 2016. Điều này đã giúp giảm đáng kể lãi vay phải trả hàng năm, từ 85 tỉ đồng năm 2014 xuống 43 tỉ đồng năm 2016, qua đó giảm áp lực lên tỉ suất lợi nhuận trước thuế.

Bên cạnh đó, việc này cũng giúp giảm áp lực về chi phí lãi vay trong giai đoạn sắp tới, khi mà hiện tại DRC đang tiến hành đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy radial với vốn đầu tư dự kiến là 704 tỉ đồng, trong đó 70% được tài trợ bởi vốn vay thương mại và 30% từ nguồn vốn chủ sở hữu. Do đó, chi phí lãi vay phải trả của DRC được dự báo sẽ tăng lên trong năm 2017 và 2018, tuy nhiên sẽ không tăng mạnh như thời điểm 2014 do chi phí đầu tư giai đoạn 2 thấp hơn so với giai đoạn 1.

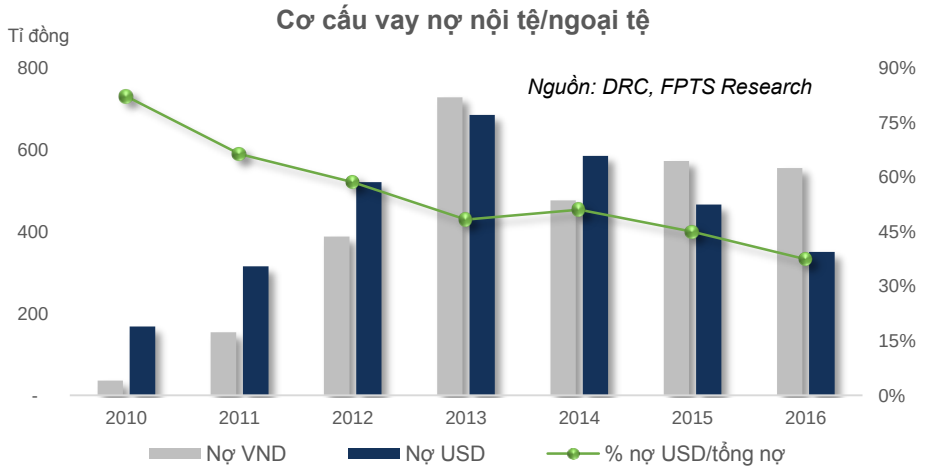
Khả năng thanh toán

Mặc dù hệ số thanh toán hiện hành liên tục giảm trong giai đoạn 2011 – 2013 do DRC tập trung nguồn lực đầu tư cho tài sản dài hạn của dự án nhà máy sản xuất lốp radial, nhưng trong những năm gần đây hệ số này được giữ tương đối ổn định ở mức khoảng 1,5 lần. Đây là một tỉ lệ tương đối hợp lý giúp đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Bên cạnh đó, ngay cả trong giai đoạn đầu tư mạnh mẽ xây dựng nhà máy radial 2012 – 2013, thì hệ số lợi nhuận hoạt động trên lãi vay (EBIT/lãi vay) và dòng tiền thuần HĐKD trên lãi vay (CFO/lãi vay) vẫn thể hiện DRC hoàn toàn có khả năng thanh toán các chi phí lãi vay phát sinh trong kỳ. Mặc dù lợi nhuận hoạt động chưa có nhiều chuyển biến tích cực do vẫn phải gánh lỗ từ nhà máy radial, nhưng trong 2 năm gần đây 2015 – 2016, khả năng thanh toán lãi vay vẫn được cải thiện, chủ yếu do DRC đã tiến hành thanh toán dần các khoản vay nợ dài hạn giúp giảm đáng kể chi phí lãi vay trong kỳ.

Vì vậy, có thể thấy rằng, khả năng thanh toán nợ vay, lãi vay của DRC là tương đối tốt và không có nhiều rủi ro. Hiện tại, doanh nghiệp đang tiến hành đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy radial với tổng vốn vay khoảng 500 tỉ đồng nên sẽ làm phát sinh thêm chi phí lãi vay trong những năm tới. Tuy nhiên, nợ vay cũ đã giảm mạnh trong những năm gần đây. Đồng thời, giai đoạn 2 nhà máy radial dự kiến hoàn thành vào cuối năm 2018, sẽ đóng góp đáng kể vào dòng tiền của DRC từ năm 2019. Do vậy, theo đánh giá của chúng tôi, khả năng thanh toán của DRC trong thời gian tới sẽ vẫn được đảm bảo.

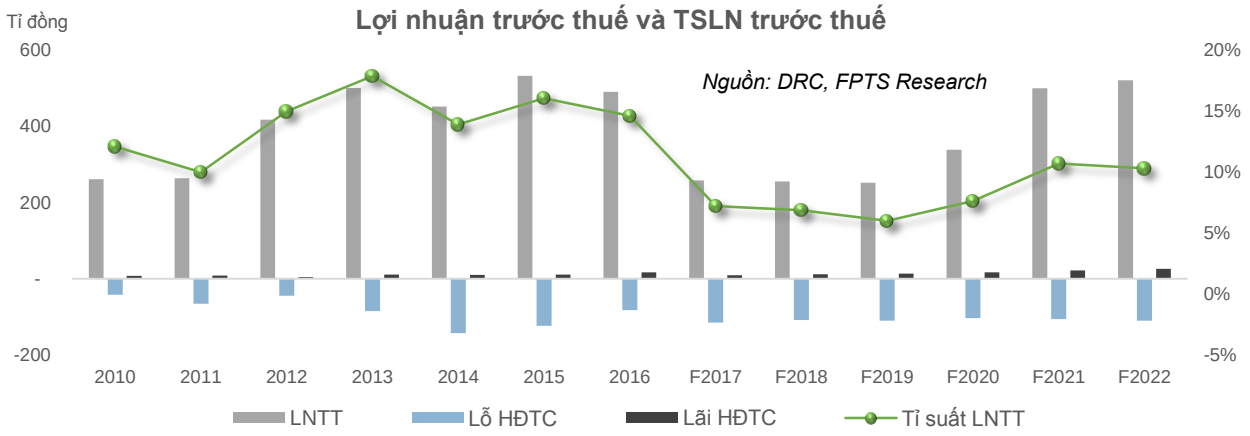
Lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá



Lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá là một khoản mục đóng góp đáng kể vào lãi/lỗ hoạt động tài chính của DRC. Nguyên nhân là do giá trị và tỉ trọng các khoản vay nợ bằng ngoại tệ trong tổng nợ vay của doanh nghiệp là khá lớn; tuy đã có xu hướng giảm dần nhưng vẫn tương đương 350 tỉ đồng trong năm 2016. Do vậy, biến động về tỉ giá sẽ tác động mạnh tới giá trị các khoản vay cũng như lãi vay phải trả hàng năm của DRC.

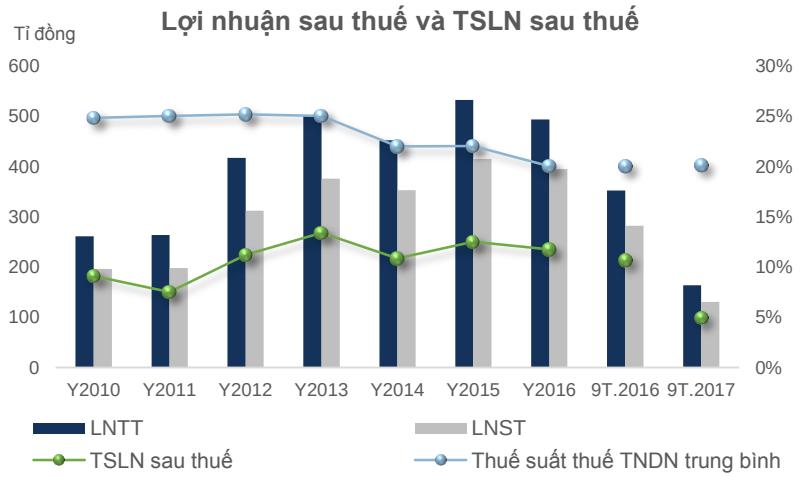
Ngoài ra, DRC phải nhập khẩu phần lớn các loại NVL đầu vào chính như cao su tổng hợp, than đen, vải mành… và một phần các chủng loại cao su thiên nhiên mà các nhà cung cấp trong nước không đáp ứng được. Đồng thời, từ năm 2014 khi mảng lốp ô tô radial tăng trưởng mạnh, sản lượng xuất khẩu của DRC đã gia tăng đáng kể. Do vậy, tỉ giá cũng sẽ tác động mạnh tới chi phí NVL đầu vào cũng như doanh thu xuất khẩu của doanh nghiệp. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá từ việc nhập khẩu NVL có thể được bù đắp lại từ doanh thu hoạt động xuất khẩu.

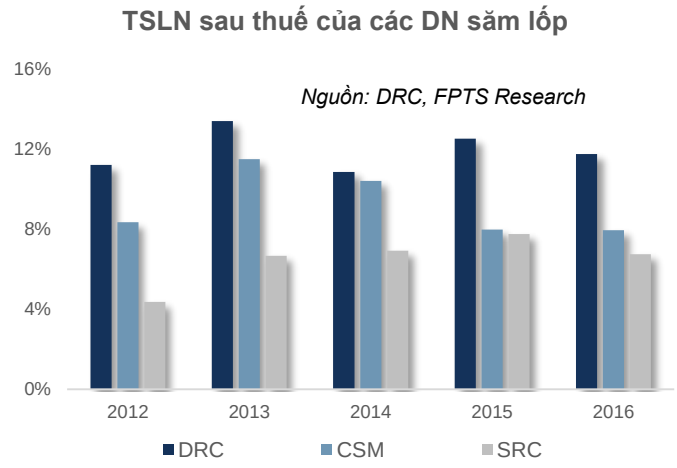
Do vậy, các khoản vay nợ bằng ngoại tệ (chủ yếu bằng USD) sẽ là yếu tố tác động chính tới lãi/lỗ chênh lệch tỉ giá của DRC trong những năm tới. Với giả định đồng USD sẽ tăng giá khoảng 1,5%/năm so với VND, cùng với những phân tích ở trên, chúng tôi đưa ra dự phóng lợi nhuận trước thuế của DRC như sau.



LNTT và TSLN trước thuế của DRC trong năm 2017 sụt giảm mạnh do sự biến động mạnh của giá NVL đầu vào. Trong hai năm 2018 – 2019, LNTT và TSLN trước thuế được dự báo sẽ tiếp tục giảm nhẹ do chi phí khấu hao TSCĐ tăng cao trong những năm đầu giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép đi vào hoạt động. Theo kế hoạch, giai đoạn 1 nhà máy radial toàn thép sẽ được khấu hao hết vào năm 2020, khiến chi phí khấu hao TSCĐ giảm mạnh từ năm 2021. Cũng trong giai đoạn này, nhà máy radial giai đoạn 2 được kỳ vọng sẽ đạt công suất cao. Do vậy, TSLN trước thuế của DRC được dự báo sẽ đạt khoảng 10% trong năm 2021, cải thiện đáng kể so với mức 6% - 7% trong giai đoạn 2017 – 2019.

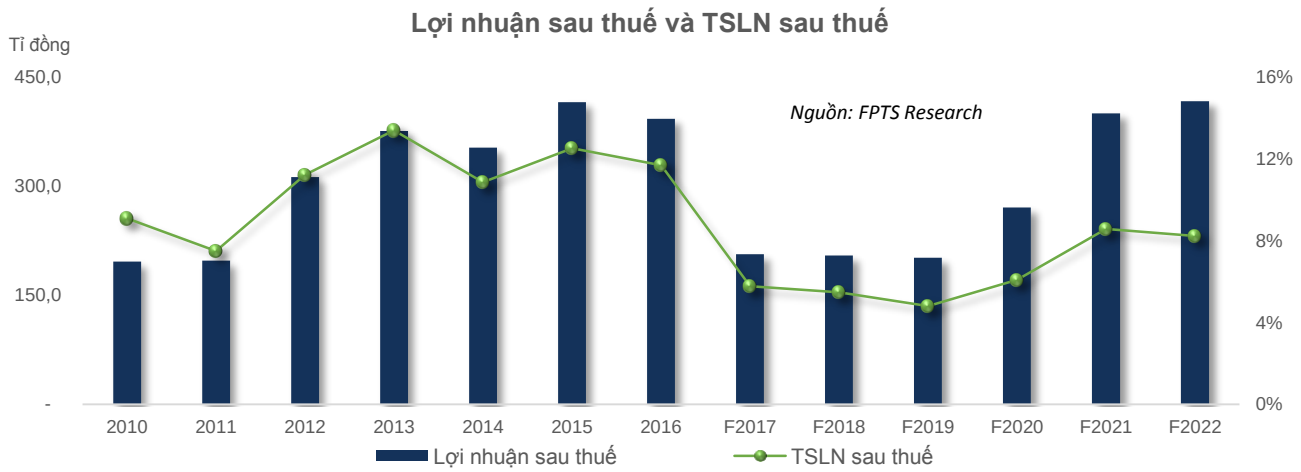
5. Lợi nhuận sau thuế - EAT





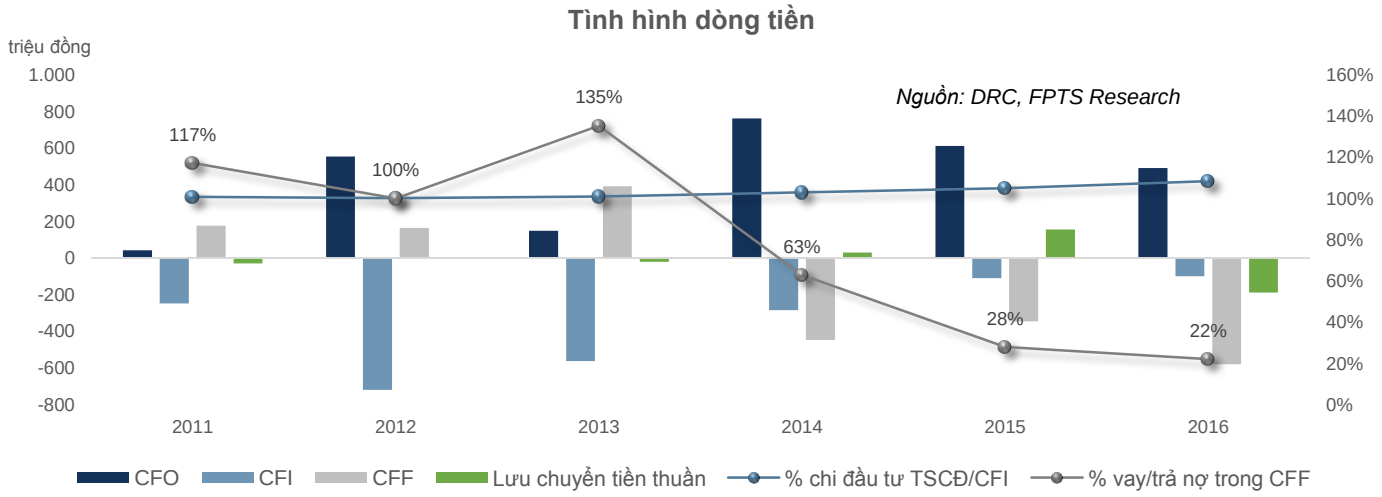
Nhờ được hưởng lợi từ xu hướng sụt giảm của giá cao su thiên nhiên kéo dài suốt giai đoạn 2012 – 2016, TSLN sau thuế của DRC đã luôn được duy trì ở mức trên 10% trong cả giai đoạn này, cao hơn đáng kể so với mức 7,5% trong năm 2011 – thời điểm giá cao su thiên nhiên lên cao đỉnh điểm. Trong 9 tháng đầu năm 2017, TSLN sau thuế của DRC đã giảm mạnh xuống còn 4,9% do ảnh hưởng của đợt tăng giá cao su thiên nhiên cuối 2016 – đầu 2017.

Giống như 2 doanh nghiệp cùng ngành là CSM và SRC, DRC cũng không được nhận ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN), do vậy trong giai đoạn từ năm 2013 trở về trước, doanh nghiệp chịu thuế suất thuế TNDN là 25%; trong 2 năm 2014 và 2015 là 22% và từ năm 2016 tới nay là 20%. Do vậy, việc DRC đạt được TSLN sau thuế cao hơn 2 doanh nghiệp còn lại hoàn toàn xuất phát từ hiệu quả quản lý các loại chi phí như đã phân tích ở trên.



Lợi nhuận sau thuế của DRC được dự báo sẽ cải thiện đáng kể từ năm 2020 nhờ giai đoạn 2 nhà máy radial đạt công suất cao, và có thể sẽ đột biến vào năm 2021 do giai đoạn 1 được khấu hao hết. TSLN sau thuế theo đó cũng sẽ được cải thiện đáng kể so với giai đoạn 2017 – 2019, tuy nhiên sẽ khó có khả năng trở lại mức cao như trong giai đoạn 2012 – 2016 do cao su thiên nhiên và các NVL đầu vào chính khác như cao su tổng hợp và than đen được dự báo khó có khả năng giảm giá (theo ANRPC, Smithers Rapra[9]).

6. Dòng tiền



Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh – CFO

Dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh – CFO của DRC trong giai đoạn 2011 – 2013 tương đối biến động. Năm 2011, CFO chỉ đạt 41 tỉ đồng, chủ yếu do tác động của giá NVL đầu vào cao (giá cao su thiên nhiên tăng cao đỉnh điểm trong năm 2011) khiến lợi nhuận của công ty sụt giảm. Giá cao su thiên nhiên trung bình trong năm 2012 giảm hơn 30% so với năm 2011 đã mang lại lợi nhuận và CFO lớn cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong năm 2013, sức mua của thị trường suy giảm đáng kể khiến tình

[9] ANRPC - The Association of Natural Rubber Producing Countries: Hiệp hội các nước sản xuất cao su thiên nhiên, gồm 11 quốc gia và chiếm khoảng 90% tổng sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu trong năm 2015.

Smithers Rapra: Tổ chức chuyên nghiên cứu, phân tích thị trường cao su và nhựa thế giới.

hình tiêu thụ sản phẩm của DRC gặp nhiều khó khăn, cùng với việc nhà máy radial đi vào hoạt động và cho sản phẩm trong quý 4 đã làm cho lượng tồn kho thành phẩm tăng 190 tỉ đồng và các khoản phải thu khách hàng tăng 120 tỉ, gây sụt giảm CFO trong năm của DRC. Tình hình tiêu thụ lốp radial cho thấy dấu hiệu khả quan từ năm 2014 đã mang lại CFO tương đối ổn định cho doanh nghiệp trong những năm gần đây.

Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư – CFI

Dòng tiền thuần từ hoạt động đầu tư – CFI của DRC phản ánh việc đầu tư nhà máy radial tập trung chủ yếu trong 2 năm 2012 và 2013, cùng với việc hoàn thiện các hạng mục còn lại trong năm 2014. Ngoài ra có thể thấy rằng, toàn bộ CFI của DRC trong những năm qua được sử dụng để đầu tư, mua sắm TSCĐ, cho thấy doanh nghiệp vẫn đang tập trung tối đa nguồn lực cho hoạt động kinh doanh cốt lõi và không có rủi ro từ các hoạt động đầu tư trái ngành. Trong hai năm 2015 – 2016, DRC không có dự án đầu tư lớn, do vậy CFI không có nhiều biến động và chủ yếu phục vụ nhu cầu thay thế TSCĐ.

Trong thời gian tới, hoạt động đầu tư của DRC sẽ tập trung vào hai năm 2017 và 2018 với dự án xây dựng nhà máy radial toàn thép giai đoạn 2. Tổng kinh phí dự tính khoảng 700 tỉ đồng, trong đó 500 tỉ đồng thực hiện trong năm 2017, và 200 tỉ đồng thực hiện trong năm 2018. Do đó, CFI của DRC sẽ tăng mạnh trong hai năm này, sau đó sẽ ổn định từ năm 2019 phục vụ nhu cầu thay thế TSCĐ.

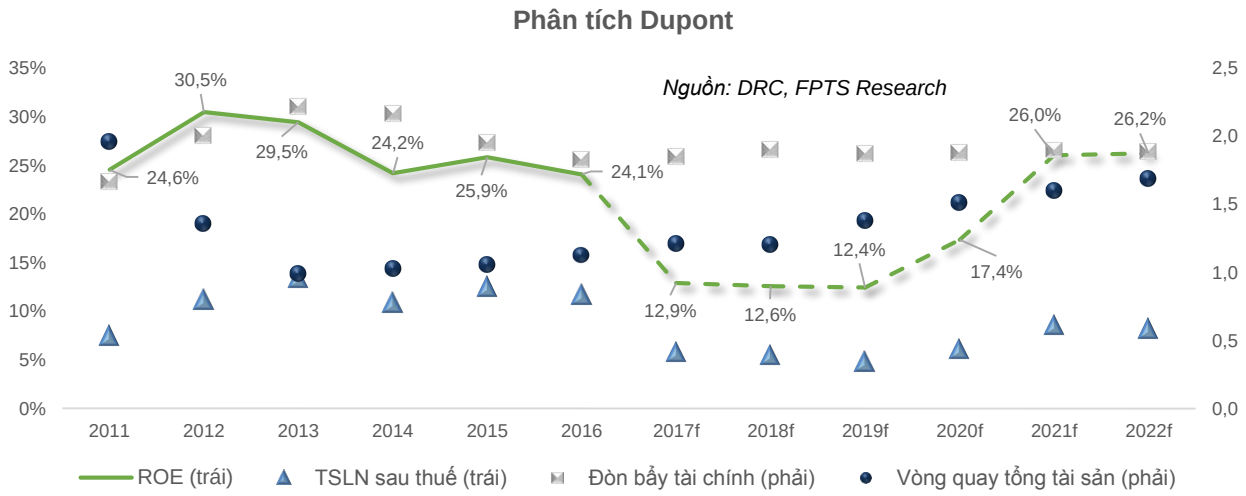
Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính – CFF

Dòng tiền thuần từ hoạt động tài chính – CFF 70% tổng vốn đầu tư cho dự án nhà máy radial được huy động từ nguồn vốn vay thương mại trong giai đoạn 2011 – 2013, và toàn bộ biến động CFF của DRC trong giai đoạn này đến từ các khoản vay nợ thêm. Bước vào giai đoạn 2014 – 2016, khi nhà máy radial đã có đóng góp đáng kể vào doanh thu, DRC đã thực hiện thanh toán dần các khoản vay nhằm giảm áp lực chi phí lãi vay và chuẩn bị cho kế hoạch đầu tư tiếp giai đoạn 2 của nhà máy. Bên cạnh đó, sau giai đoạn trả cổ tức tương đối thấp trước đó, thậm chí không trả cổ tức tiền mặt trong năm 2012 để chuẩn bị nguồn lực đầu tư nhà máy radial, DRC đã tiến hành chi trả cổ tức tiền mặt với tỉ lệ cao: 20% trong năm 2013, 30% trong năm 2014 và 2015, 28% cho năm 2016.

Chi trả cổ tức tiền mặt cao sẽ gây ảnh hưởng đến quá trình đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy, cũng như đầu tư các dây chuyền sản xuất khác trong tương lai. Tuy nhiên với vai trò là công ty mẹ và nắm quyền chi phối (nắm giữ 50,51% vốn cổ phần), Vinachem có toàn quyền quyết định tỉ lệ chi trả cổ tức.

Trong thời gian tới, với nhu cầu vốn để đầu tư xây dựng nhà máy radial toàn thép giai đoạn 2, DRC có kế hoạch vay ngân hàng 500 tỉ đồng, tập trung trong hai năm 2017 và 2018. Bắt đầu từ năm 2019, với đóng góp đáng kể của giai đoạn 2 nhà máy radial vào doanh thu và dòng tiền, DRC có thể bắt đầu thanh toán dần những khoản vay trên.

7. Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu



Chỉ số ROE của DRC tuy có xu hướng giảm nhưng luôn đạt mức trên 23% trong những năm gần đây, do tác động chủ yếu của tỉ suất lợi nhuận sau thuế suy giảm và giảm mức độ sử dụng đòn bẩy. Trong 2 năm 2012 – 2013, cũng chính sự gia tăng của 2 yếu tố này đã khiến ROE tăng mạnh, mặc dù trong khi đó, vòng quay tổng tài sản của DRC sụt giảm.

- Về TSLN sau thuế: TSLN sau thuế của DRC đã tăng mạnh trong 2 năm 2012 và 2013 do giá cao su thiên nhiên bước vào giai đoạn lao dốc. Năm 2011, khi giá cao su thiên nhiên tăng cao đỉnh điểm khiến chi phí NVL đầu vào tăng mạnh, TSLN sau thuế của DRC chỉ đạt 7,3% - mức thấp nhất trong giai đoạn 2011 – 2016. Nhờ giá cao su thiên nhiên trung bình trong năm 2012 và 2013 giảm khoảng 30% so với năm 2011, cùng với đà giảm giá của các NVL đầu vào khác như cao su tổng hợp và than đen, TSLN sau thuế của DRC đã tăng mạnh lên mức 11,2% trong năm 2012 và 13,4% trong năm 2013.

  Trong giai đoạn 2014 – 2016, mặc dù giá cao su thiên nhiên tiếp tục lao dốc, và chạm đáy trong năm 2016 (giá trung bình trong năm 2016 đã giảm trên 50% so với năm 2011), tuy nhiên do nhà máy radial giai đoạn 1 chưa đóng góp vào lợi nhuận nên TSLN sau thuế giảm nhẹ về quanh mức 11-12% trong 3 năm gần đây (xem chi tiết ở phần phân tích Lợi nhuận gộp).

- Về mức độ sử dụng đòn bẩy tài chính (tổng tài sản/vốn chủ sở hữu): Giai đoạn 2011 – 2013, DRC tiến hành đầu tư xây dựng giai đoạn 1 nhà máy sản xuất lốp ô tô radial toàn thép với tổng vốn đầu tư trên 1.800 tỉ đồng. Với 70% vốn đầu tư được huy động từ các khoản vay thương mại, hệ số đòn bẩy tài chính của DRC trong giai đoạn này đã gia tăng đáng kể, từ 1,7 lần trong năm 2011 lên mức 2,2 lần trong năm 2013. Sau khi nhà máy hoàn thành và chính thức hoạt động từ năm 2014, DRC đã tiến hành thanh toán dần các khoản nợ vay dài hạn (nợ vay dài hạn trong năm 2016 giảm còn một nửa so với năm 2014), giảm mức độ sử dụng đòn bẩy xuống còn 1,8 lần trong năm 2016.

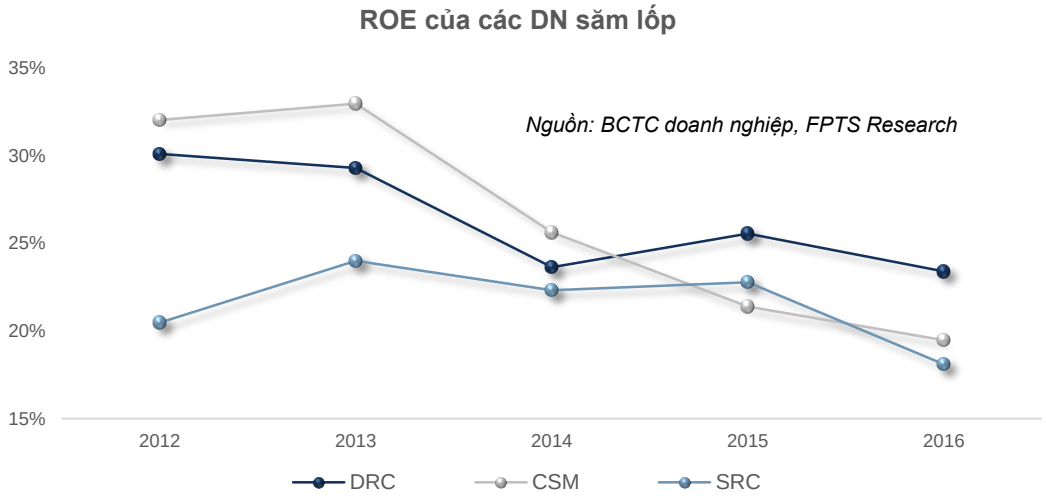
- Về vòng quay tổng tài sản: Việc đầu tư nhà máy radial đã làm cho tổng tài sản của DRC tăng từ 1.622 tỉ đồng trong năm 2011 lên 3.188 tỉ đồng trong năm 2016, trong đó đóng góp phần lớn đến từ các tài sản cố định như máy móc, nhà xưởng. Cùng thời gian này, DRC cũng tiến hành dự án di dời nhà máy sản xuất săm lốp ô tô cũ từ Bắc Mỹ An về KCN Liên Chiểu – Đà Nẵng khiến hoạt động sản xuất kinh doanh gặp phải một số gián đoạn nhất định và doanh thu hầu như không có tăng trưởng trong giai đoạn này. Do đó, vòng quay tổng tài sản đã giảm từ 1,96 vòng trong năm 2011 xuống còn 0,99 vòng trong năm 2014. Gần đây, nhờ đóng góp của nhà máy radial vào tổng doanh thu nên chỉ số vòng quay tổng tài sản đã được cải thiện dần qua các năm.

Hiệu quả sử dụng vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2017 – 2022

Trong năm 2017, ROE của DRC ước tính đạt khoảng 13%, sụt giảm mạnh so mức trên 20% trong suốt giai đoạn 2011 – 2016; sau đó được dự báo tiếp tục giảm nhẹ trong năm 2018 – 2019 trước khi được cải thiện từ năm 2020.

- TSLN sau thuế: Năm 2017 chứng kiến sự sụt giảm TSLN sau thuế của DRC do biến động bất thường của giá NVL đầu vào. Đây cũng là nguyên nhân chính khiến ROE của doanh nghiệp giảm mạnh trong năm. TSLN sau thuế của DRC được dự báo tiếp tục giảm nhẹ trong giai đoạn 2017 – 2019 do chi phí NVL đầu vào tăng nhẹ, trước khi được cải thiện dần từ năm 2020 nhờ giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép đạt công suất cao, và giai đoạn 1 nhà máy này được khấu hao hết.
- Đòn bẩy tài chính: Giống như giai đoạn 1, thì giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép cũng được tài trợ bằng 70% vốn vay và 30% vốn chủ sở hữu. Đây là dự án đầu tư đáng kể nhất của DRC trong những năm tới. Do vậy, đòn bẩy tài chính của DRC trong thời gian tới được dự báo sẽ không biến động nhiều.
- Vòng quay tổng tài sản: Giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép chỉ chiếm khoảng 25% tổng vốn đầu tư cho cả 2 giai đoạn, nhưng sẽ đóng góp tới 50% tổng công suất. Khi giai đoạn 2 đi vào hoạt động và đạt công suất cao, cùng với tình hình tiêu thụ lốp radial toàn thép khả quan sẽ giúp cải thiện vòng quay tài tổng sản của DRC. Do vậy, vòng quay tổng tài sản của DRC trong những năm tới được dự báo sẽ tiếp tục được cải thiện.

ROE của các doanh nghiệp săm lốp niêm yết



DRC luôn duy trì được mức ROE cao hơn so với SRC, và từ năm 2015 đã vượt CSM để đạt ROE cao nhất trong số ba doanh nghiệp sản xuất săm lốp niêm yết. Nguyên nhân chính là DRC đã sử dụng hiệu quả giai đoạn 1 nhà máy radial toàn thép, qua đó đạt được TSLN và hiệu quả sử dụng tài sản (vòng quay tổng tài sản) cao. Trong khi đó, nhà máy radial toàn thép của CSM vẫn đang gặp rất nhiều khó khăn trong việc tìm đầu ra cho sản phẩm, và công suất hoạt động ở mức thấp (năm 2016 đạt khoảng 30% công suất thiết kế).

Với triển vọng của giai đoạn 2 nhà máy radial toàn thép như những phân tích ở trên, chúng tôi cho rằng trong thời gian tới, DRC sẽ tiếp tục duy trì được ROE cao hơn so với hai doanh nghiệp còn lại.

KẾT QUẢ DỰ PHÓNG CHI TIẾT

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
Doanh thu thuần	3.317,7	3.358,8	3.574,0	3.731,8	4.188,7	4.440,4	4.671,2	5.060,8
Giá vốn hàng bán	2.518,4	2.660,8	3.026,2	3.185,5	3.620,3	3.795,8	3.852,7	4.195,7
Lợi nhuận gộp	**799,3**	**698,0**	**547,8**	**546,3**	**568,4**	**644,7**	**818,5**	**865,1**
Tỉ suất lợi nhuận gộp	24,1%	20,8%	15,3%	14,6%	13,6%	14,5%	17,5%	17,1%
CPBH & CPQLDN	160,6	158,4	192,1	202,7	229,7	229,6	244,6	270,2
EBITDA	885,9	785,3	598,3	609,4	674,0	703,8	704,3	724,7
EBITDA/Doanh thu thuần	26,7%	23,4%	16,7%	16,3%	16,1%	15,8%	15,1%	14,3%
Khấu hao	247,2	245,7	242,6	265,9	335,3	288,6	130,4	129,9
EBIT	**638,7**	**539,6**	**355,7**	**343,6**	**338,7**	**415,1**	**573,9**	**594,9**
EBIT/Doanh thu thuần	19,3%	16,1%	10,0%	9,2%	8,1%	9,3%	12,3%	11,8%
Doanh thu tài chính	10,7	16,2	8,9	11,4	13,0	16,3	21,2	25,8
Chi phí tài chính	123,8	82,5	115,6	108,7	110,7	104,0	106,5	110,1
Lợi nhuận khác	9,8	22,5	12,2	12,9	14,3	14,3	15,2	13,8
Lợi nhuận trước thuế	**532,3**	**490,9**	**257,7**	**255,6**	**251,5**	**338,0**	**500,0**	**520,7**
Tỉ suất LNTT	16,0%	14,6%	7,2%	6,8%	6,0%	7,6%	10,7%	10,3%
Thuế TNDN	117,3	98,8	51,5	51,1	50,3	67,6	100,0	104,1
Quỹ khen thưởng phúc lợi	33,2	31,6	16,6	16,5	16,2	21,8	32,2	33,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
LNST thuộc cổ đông thường	**381,8**	**360,5**	**189,5**	**188,0**	**185,0**	**248,6**	**367,7**	**383,0**
Chi trả cổ tức	274,1	332,6	178,2	178,2	237,6	356,4	356,4	356,4
Lợi nhuận giữ lại	**107,7**	**27,9**	**28,0**	**26,3**	**(36,4)**	**(85,9)**	**43,6**	**60,2**

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
TÀI SẢN								
Tiền	240,2	50,8	60,6	99,1	106,0	198,2	280,9	337,4
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	278,3	419,0	350,2	365,4	411,6	434,9	455,4	494,3
Hàng tồn kho	784,8	771,0	855,3	896,1	1.011,2	1.066,9	1.105,6	1.200,4
TSNH khác	0,1	2,4	6,4	6,7	7,6	8,0	8,4	9,1
Tài sản ngắn hạn	**1.303,5**	**1.243,3**	**1.272,5**	**1.367,3**	**1.536,3**	**1.708,0**	**1.850,3**	**2.041,3**
TSCĐ hữu hình	1.818,1	1.504,3	1.775,4	1.680,5	1.384,6	1.135,8	1.045,5	956,2
Đầu tư công ty con, LDLK	4,6	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2	2,9	2,6
TSCĐ vô hình	0,8	5,0	4,7	3,8	2,9	2,0	1,1	0,2
TSDH khác	15,8	59,4	33,2	34,7	39,0	41,3	43,5	47,1
Tài sản dài hạn	**1.839,4**	**1.573,0**	**1.817,4**	**1.722,8**	**1.430,0**	**1.182,3**	**1.093,0**	**1.006,0**
TỔNG TÀI SẢN	**3.142,9**	**2.816,3**	**3.089,8**	**3.090,1**	**2.966,3**	**2.890,3**	**2.943,3**	**3.047,3**
NGUỒN VỐN								
Nợ vay ngắn hạn	445,5	513,5	446,9	464,3	519,4	551,7	583,7	632,9
Phải trả ngắn hạn	122,6	140,9	155,6	162,5	182,4	193,4	203,4	220,4
Phải trả ngắn hạn khác	308,8	188,6	291,2	301,8	337,0	358,3	380,3	412,5
Nợ ngắn hạn	**877,0**	**843,0**	**893,7**	**928,5**	**1.038,8**	**1.103,4**	**1.167,4**	**1.265,8**
Nợ vay dài hạn	593,0	391,6	586,2	525,3	327,6	273,0	218,4	163,8
Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn	**593,0**	**391,6**	**586,2**	**525,3**	**327,6**	**273,0**	**218,4**	**163,8**
	1.470,0	**1.234,6**	**1.479,9**	**1.453,8**	**1.366,4**	**1.376,4**	**1.385,8**	**1.429,6**
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU								
Vốn góp chủ sở hữu	913,8	1.187,9	1.187,9	1.187,9	1.187,9	1.187,9	1.187,9	1.187,9
Lợi nhuận giữ lại	460,8	224,6	225,1	241,1	194,5	98,5	128,6	168,7
Quỹ khác thuộc chủ sở hữu	298,3	169,4	196,9	207,2	217,4	227,5	241,0	261,0
Vốn chủ sở hữu	**1.672,9**	**1.582,0**	**1.609,9**	**1.636,2**	**1.599,9**	**1.513,9**	**1.557,5**	**1.617,7**
TỔNG NGUỒN VỐN	**3.142,9**	**2.816,5**	**3.089,8**	**3.090,1**	**2.966,3**	**2.890,3**	**2.943,3**	**3.047,3**

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
Lợi nhuận sau thuế	206,2	204,5	201,2	270,4	400,0	416,6
Điều chỉnh:						
Khấu hao	242,6	265,9	335,3	288,6	130,4	129,9
Các khoản dự phòng	0,2	0,1	0,4	0,2	0,2	0,3
(Lãi) lỗ từ thanh lý tài sản	(1,1)	(1,2)	(1,4)	(1,0)	(1,1)	(1,2)
(Lãi) lỗ từ hoạt động đầu tư khác	(1,3)	(2,4)	(3,4)	(5,9)	(10,4)	(14,0)
Lợi nhuận từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	**446,5**	**466,9**	**532,1**	**552,4**	**519,0**	**531,6**
(Tăng) giảm các khoản phải thu	69	(15)	(46)	(23)	(20)	(39)
(Tăng) giảm hàng tồn kho	(84)	(41)	(115)	(56)	(39)	(95)
(Tăng) giảm TSNH khác	(4)	(0)	(1)	(0)	(0)	(1)
Tăng (giảm) khoản phải trả	15	7	20	11	10	17
Tăng (giảm) phải trả ngắn hạn khác	130	29	52	41	50	64
(Tăng) giảm vốn lưu động	**125**	**(21)**	**(91)**	**(27)**	**1**	**(54)**
Thu khác từ HĐKD	26,1	(1,5)	(4,3)	(2,3)	(2,1)	(3,6)
Chi khác cho hoạt động kinh doanh	(22,3)	(18,3)	(16,9)	(20,2)	(28,4)	(31,9)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	**575,4**	**426,4**	**420,4**	**502,7**	**489,1**	**442,4**
Chi mua sắm, đầu tư TSCĐ	(518,2)	(170,1)	(38,6)	(38,9)	(39,3)	(39,6)
Lãi (lỗ) thanh lý TSCĐ	1,1	1,2	1,4	1,0	1,1	1,2
Tiền thu lãi cho vay, cổ tức LN được chia	1,3	2,4	3,4	5,9	10,4	14,0
(Tăng) giảm đầu tư vào công ty con, LDLK	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	**(515,5)**	**(166,2)**	**(33,4)**	**(31,7)**	**(27,4)**	**(24,2)**
(Tăng) giảm vay ngắn hạn	(66,6)	17,4	55,1	32,3	32,0	49,2
(Tăng) giảm vay dài hạn	194,6	(60,9)	(197,7)	(54,6)	(54,6)	(54,6)
Chi trả cổ tức	(178,2)	(178,2)	(237,6)	(356,4)	(356,4)	(356,4)
Tăng (giảm) vốn góp chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	**(50,2)**	**(221,7)**	**(380,2)**	**(378,7)**	**(379,0)**	**(361,8)**
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	9,7	38,6	6,9	92,3	82,7	56,5
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	50,8	60,6	99,1	106,0	198,2	280,9
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	**60,6**	**99,1**	**106,0**	**198,2**	**280,9**	**337,4**

CÁC CHỈ SỐ QUAN TRỌNG	Dec-15	Dec-16	Proj Dec-17	Proj Dec-18	Proj Dec-19	Proj Dec-20	Proj Dec-21	Proj Dec-22
SLCP đang lưu hành	91,4	118,8	118,8	118,8	118,8	118,8	118,8	118,8
Doanh thu thuần	3.318	3.359	3.574	3.732	4.189	4.440	4.671	5.061
Tổng tài sản	3.143	2.816	3.090	3.090	2.966	2.890	2.943	3.047
Vốn chủ sở hữu	1.673	1.582	1.610	1.636	1.600	1.514	1.557	1.618
Khả năng sinh lời								
TSLN gộp	24,1%	20,8%	15,3%	14,6%	13,6%	14,5%	17,5%	17,1%
EBITDA/Doanh thu thuần	26,7%	23,4%	16,7%	16,3%	16,1%	15,8%	15,1%	14,3%
EBIT/Doanh thu thuần	19,3%	16,1%	10,0%	9,2%	8,1%	9,3%	12,3%	11,8%
TSLN sau thuế	12,5%	11,7%	5,8%	5,5%	4,8%	6,1%	8,6%	8,2%
ROA	13,2%	13,2%	7,0%	6,6%	6,6%	9,2%	13,7%	13,9%
ROE	25,9%	24,1%	12,9%	12,6%	12,4%	17,4%	26,0%	26,2%
EPS cơ bản	**4.179**	**3.035**	**1.596**	**1.583**	**1.557**	**2.093**	**3.095**	**3.224**
Hiệu quả hoạt động								
Số ngày phải thu bình quân	32,2	38,4	41,8	36,5	38,0	36,9	36,6	37,1
Số ngày tồn kho bình quân	108,7	106,7	98,1	100,3	96,1	99,9	102,9	100,3
Số ngày phải trả bình quân	20,3	18,2	17,4	18,0	16,9	17,8	18,6	18,0
Vòng quay TSCĐ	1,7	2,0	2,2	2,2	2,7	3,5	4,3	5,1
Vòng quay Tổng tài sản	1,1	1,1	1,2	1,2	1,4	1,5	1,6	1,7
Khả năng thanh toán								
Hệ số thanh toán hiện hành	1,4	1,5	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6
Hệ số thanh toán nhanh	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Hệ số thanh toán tức thời	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3
Đòn bẩy tài chính								
Tổng nợ/Vốn CSH	1,17	0,96	0,83	0,85	0,90	0,87	0,88	0,90
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,41	0,35	0,33	0,33	0,33	0,30	0,29	0,28
Nợ vay/Vốn CSH	0,88	0,68	0,60	0,61	0,62	0,57	0,54	0,53

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS nắm giữ 54 cổ phiếu DRC. Chuyên viên phân tích nắm giữ 0 cổ phiếu DRC.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại https://ezsearch.fpts.com.vn **hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3 - Bến Thành Tower, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT

Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, Quận Hải Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553 666

Fax: (84.511) 3553 888