

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG (HSX: DRC)

Lê Thị Hòa Chuyên viên tư vấn đầu tư Email: Hoalt@fpts.com.vn Điện thoại: (+84 236) - 3553 666 – Ext:678	Giá hiện tại: 19.250 VNĐ Giá mục tiêu: 22.240 VNĐ Tăng/(giảm): + 15%	Khuyến nghị THEO DÕI
--	--	---------------------------------------

Biến động giá DRC và VNIndex



Thông tin giao dịch ngày 14/06/2019

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	19.250
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	27.900
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	18.900
Số lượng CP niêm yết (cp)	118.792.605
Số lượng CP lưu hành (cp)	118.792.605
KLGD bình quân 30 ngày (cp/phiên)	410.360
Vốn hóa (Tỷ VNĐ)	2.286,76
EPS trailing (VNĐ/cp)	1.135
P/E trailing	16,9x

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	Công ty cổ phần 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: Ôtô, xe máy, 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

NHÀ MÁY LỚP RADIAL HOÀN THÀNH - ĐỘNG LỰC CHÍNH TRONG TĂNG TRƯỞNG DOANH THU CỦA DOANH NGHIỆP

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu DRC – Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng, niêm yết trên sàn HSX. Bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu một cổ phiếu DRC là **22.240 VNĐ/cp**, cao hơn **15%** so với mức giá đóng cửa ngày 14/06/2019 là 19.250VNĐ/Cp. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DRC. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào nếu giá giảm xuống mức 18.500 VNĐ/cp (tương ứng mức sinh lời 20%).

Chúng tôi ước tính doanh thu thuần năm 2019 của DRC đạt khoảng 3.837 tỷ đồng (+8% y.o.y), lợi nhuận sau thuế ước đạt 106 tỷ đồng (-25% y.o.y) tương ứng với mức EPS 898 đồng/cp.

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Động lực tăng trưởng chính đến từ nhà máy lốp ô tô Radial.** Giai đoạn 2 của nhà máy lốp ô tô Radial toàn thép của DRC vừa được hoàn thành vào Q4/2018, nâng công suất thiết kế lên 600.000 lốp/năm, gấp đôi công suất thiết kế của giai đoạn 1. Đây được xem là động lực tăng trưởng chính của DRC trong thời gian tới.
- ✓ **Thị trường săm lốp Việt Nam còn nhiều dư địa tăng trưởng, săm lốp ô tô sẽ là động lực chính cho sự phát triển của toàn ngành trong dài hạn, đặc biệt là lốp ô tô Radial.** Viện nghiên cứu chiến lược, chính sách công thương (IPSI) dự báo tiêu thụ xe ô tô của Việt Nam sẽ tăng trưởng 22,6%/năm trong giai đoạn 2019 -2025, khoảng 18,5% trong giai đoạn 2025-2035.
- ✓ **Triển vọng từ các thị trường mới như Ấn Độ, Mỹ, Châu Âu...** DRC đã có những bước chuẩn bị để thâm nhập vào các thị trường mới như Ấn Độ, Mỹ, Châu Âu. Đây là các thị trường vừa áp dụng thuế chống bán phá giá đối với lốp radial toàn thép (lốp TBR) của Trung Quốc, mở ra cơ hội xuất khẩu sản phẩm lốp ô tô Radial của DRC.

Cơ cấu cổ đông tại ngày 14/06/2019

	Tỷ lệ
Vinachem	50,51%
Nhà đầu tư nước ngoài	22,70%
Khác	26,79%

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI
✓ Biến động giá nguyên vật liệu

Cao su, than đen và các loại hóa chất là các loại nguyên vật liệu chính của doanh nghiệp. Việc các nguyên vật liệu tăng giá trong những năm gần đây là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận của doanh nghiệp suy giảm.

✓ Các chính sách về thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm Trung Quốc ở các thị trường xuất khẩu.

Hiện nay, DRC đang tập trung xuất khẩu sang các thị trường đang áp thuế chống bán phá giá đối với Trung Quốc. Do đó, cần theo dõi các thông tin liên quan đến việc áp dụng thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm Trung Quốc của các quốc gia như Brazil, Châu Âu, Mỹ, Ấn Độ...

✓ Biến động lãi suất và tỉ giá: Nợ vay của doanh nghiệp ở mức cao, trong đó hơn 50% là vay ngoại tệ. Do đó, biến động về lãi suất và tỉ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

TỔNG QUAN NGÀNH SẢN LỐP VIỆT NAM
Chuỗi giá trị ngành sản lốp
Nguyên vật liệu đầu vào


Cao su tự nhiên



Cao su tổng hợp



Than đen



Các loại hóa chất



Vải màn



Thép tanh, thép sợi

Sản xuất


B1: Điều chế, phối trộn



B2: Chuẩn bị các thành phần cấu tạo lốp.

B3: Định hình

B4: Lưu hóa

B4: Kiểm tra

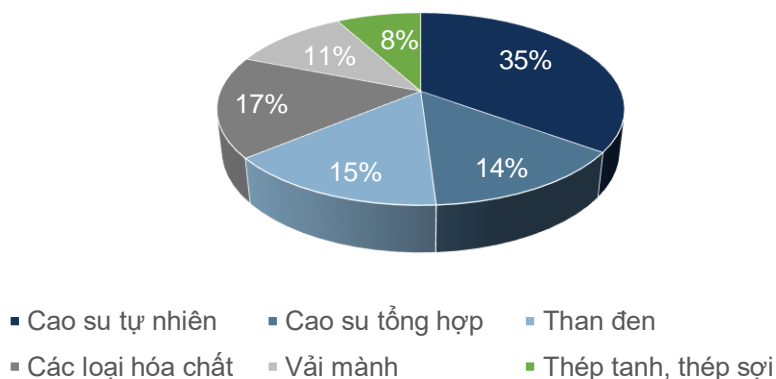
Đầu ra


1. Đầu vào:

Cao su tự nhiên là nguyên liệu chính của ngành sản lốp.

Nguyên vật liệu trong sản xuất sản phẩm bao gồm cao su tự nhiên, cao su tổng hợp, than đen, các loại hóa chất, vải mảnh cùng các loại thép tanh, thép sợi. Trong đó, cao su tự nhiên là nguyên liệu chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu nguyên vật liệu sản xuất.

Cơ cấu nguyên vật liệu đầu vào của các doanh nghiệp sản lốp



Nguồn: DRC, CSM, SRC, FPTTS tổng hợp

Theo thống kê của Hiệp hội Gỗ và Lâm sản Việt Nam (Vifores), Việt Nam hiện là nước đứng thứ ba về nguồn cung cao su tự nhiên, chiếm khoảng 8,1% tổng sản lượng cao su thế giới, đứng sau Thái Lan và Indonesia. Nguồn cao su tự nhiên dồi dào này là một lợi thế lớn đối với các doanh nghiệp sản xuất sản phẩm trong nước, đồng thời là một trong những yếu tố thu hút nhiều doanh nghiệp FDI như Bridgestones, Sailun, Kumho... đầu tư nhà máy sản xuất sản phẩm ở Việt Nam.

Để đáp ứng được các yêu cầu về kỹ thuật và chất lượng ở một số loại sản phẩm, các nhà sản xuất sản phẩm cần sử dụng các loại cao su tự nhiên chất lượng cao như SVR10, SVR20, SMR20... đây là những loại sản phẩm cao su tự nhiên mà Việt Nam vẫn đang thiếu hụt. Tuy nhiên, nguồn cung cao su tự nhiên ở các quốc gia lân cận cũng rất dồi dào, lượng cao su tự nhiên chất lượng cao cũng rất lớn, do đó các doanh nghiệp sản phẩm trong nước dễ dàng nhập khẩu các loại cao su chất lượng cao này ở các quốc gia khác trong khu vực như Thái Lan, Malaysia...

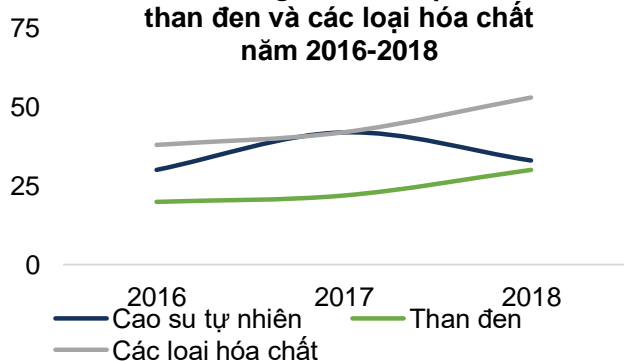
Đối với các loại nguyên vật liệu còn lại, hầu hết các doanh nghiệp sản phẩm đều phải nhập khẩu.

Trong hai năm gần đây, giá các loại nguyên vật liệu tăng mạnh ảnh hưởng tiêu cực đến tỉ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản lốp.

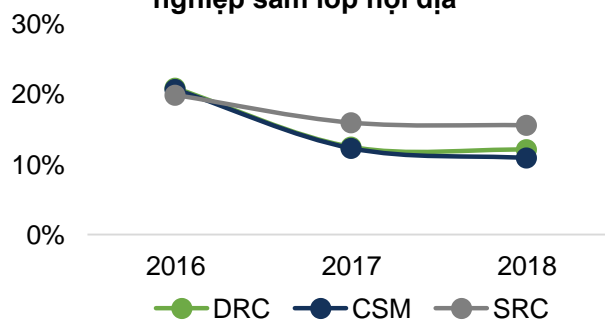
Trong hai năm gần đây, với việc tăng giá rất mạnh của cao su tự nhiên (năm 2017) và giá than đen, các loại hóa chất (năm 2018) đã khiến lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản phẩm bị ảnh hưởng tiêu cực.

Triệu đồng/tấn

Diễn biến giá cao su tự nhiên, than đen và các loại hóa chất năm 2016-2018



Tỉ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản lốp nội địa



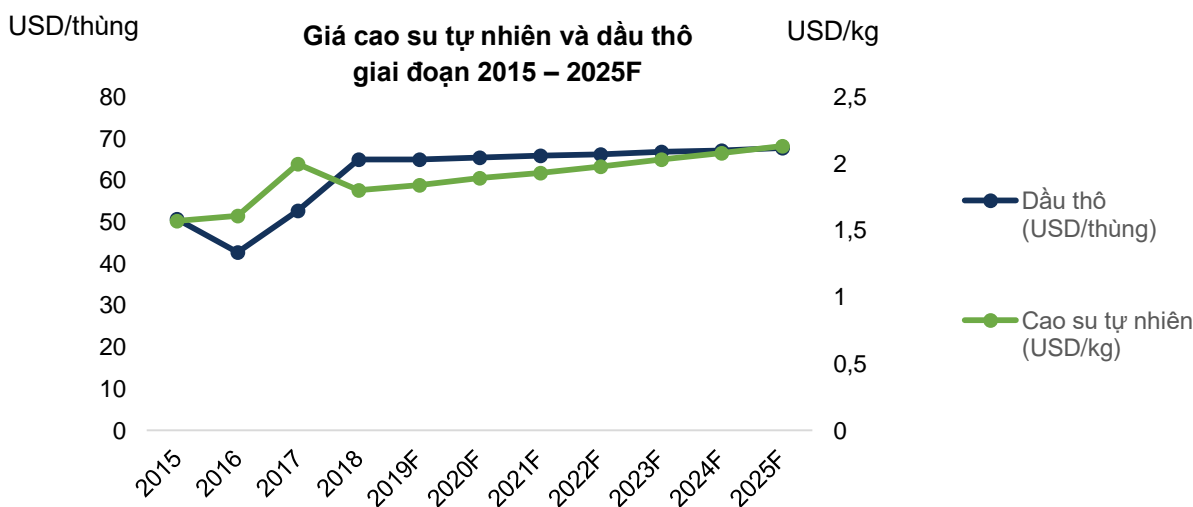
Nguồn: DRC, CSM, SRC, FPTTS tổng hợp

Giá các loại cao su được dự báo sẽ tăng nhẹ trong giai đoạn 2019 – 2025.

Hiệp hội các nước trồng cao su tự nhiên (ANRPC) cho rằng giá cao su tự nhiên sẽ không có nhiều biến động trong thời gian tới, ít nhất cho đến năm 2023. Thị trường cao su tự nhiên hiện đang dư cung (do diện tích trồng mới và tái canh tăng liên tục trong giai đoạn 2005 – 2013, thời điểm giá cao su tăng mạnh) và sản lượng cao su sẽ đạt đỉnh vào năm 2022 – 2023.

Cao su tổng hợp là sản phẩm của nền công nghiệp hóa dầu do đó giá cả phụ thuộc lớn vào giá dầu thô. Hơn nữa, cao su tự nhiên và cao su tổng hợp là hai loại sản phẩm thay thế của nhau nên nhìn chung sẽ có sự tương quan về giá. Do vậy, ngoài các yếu tố về cung cầu cao su, biến động giá dầu thô cũng sẽ là một yếu tố tác động cùng chiều đến sự biến động về giá của các loại cao su.

Theo dự báo của WorldBank, trong giai đoạn từ năm 2019 – 2025, giá cao su tự nhiên và dầu thô sẽ tăng nhẹ với tốc độ tăng trưởng CAGR lần lượt là 2,47%/năm và 0,7%/năm.



Nguồn: Worldbank

2. Hoạt động sản xuất:

Hiện nay, ngoài các doanh nghiệp sản xuất nội địa như DRC, CSM, SRC thì thị trường sản xuất lốp Việt Nam còn có sự tham gia của nhiều doanh nghiệp FDI khác như Bridgestone, Kumho, Sailun.... và có sự phân hóa tương đối rõ ràng giữa các doanh nghiệp FDI và các doanh nghiệp nội địa về phân khúc sản phẩm.

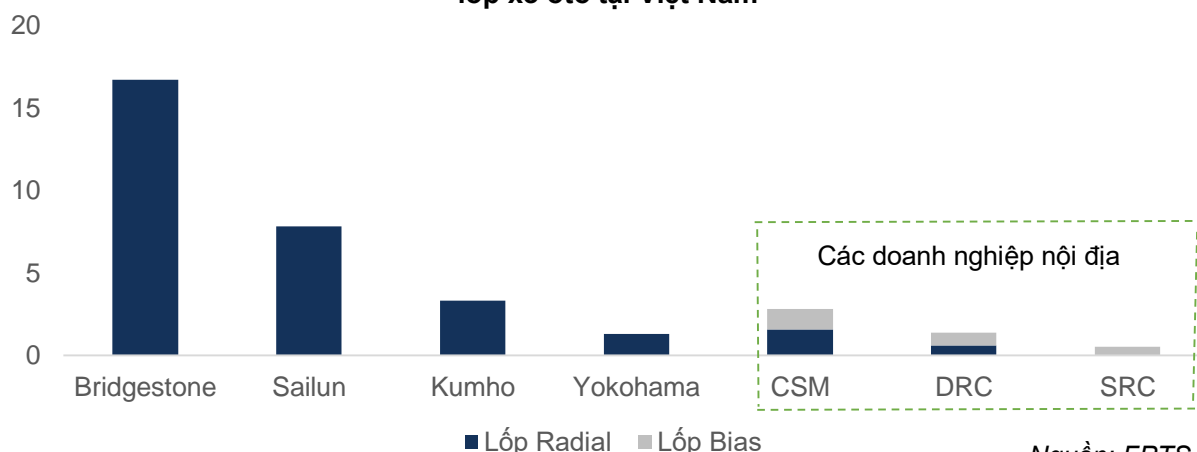
Với các doanh nghiệp nội địa, SRC có thể mạnh về các loại lốp xe đạp, xe máy; DRC có thể mạnh về lốp xe tải và lốp đặc chủng; CSM có thể mạnh về các loại lốp xe máy, xe ô tô du lịch và xe tải nhẹ. Trong khi đó, các doanh nghiệp FDI lại tập trung sản xuất các loại lốp radial dành cho xe ô tô con, xe du lịch.

Các doanh nghiệp FDI có năng lực vượt trội về quy mô sản xuất so với các doanh nghiệp sản xuất nội địa.

Các doanh nghiệp FDI đã đầu tư hàng tỉ USD vào Việt Nam, xây dựng các nhà máy có công suất lên đến hàng triệu lốp/năm, vượt trội hơn hẳn các doanh nghiệp nội địa. Như đã đề cập ở trên, các nhà máy sản xuất của các doanh nghiệp FDI đang tập trung sản xuất các loại lốp Radial dành cho ô tô con, xe du lịch (lốp PCR – Passenger Car Radial), công suất hiện tại của các nhà máy Bridgestone, Sailun, Kumho lần lượt là 16,7 triệu lốp/năm; 7,8 triệu lốp/năm và 3,3 triệu lốp/năm.

Với các doanh nghiệp sản xuất nội địa, ở mảng lốp ô tô, sản phẩm chủ yếu là các loại lốp dành cho ô tô tải với tổng công suất sản xuất của 3 doanh nghiệp DRC, CSM, SRC đạt hơn 4 triệu lốp/năm. Ở mảng sản xuất lốp xe máy, sản xuất lốp xe đạp thì các doanh nghiệp nội địa đang chiếm ưu thế hoàn toàn. Tuy nhiên, theo ước tính của chúng tôi, tổng giá trị thị trường (tính trên doanh thu tiêu thụ) của hai mảng sản xuất lốp xe máy và sản xuất lốp xe đạp chỉ chiếm khoảng 30% – 35% tổng giá trị thị trường của toàn ngành và ưu thế chính vẫn thuộc về sản xuất lốp ô tô.

Triệu chiếc/năm

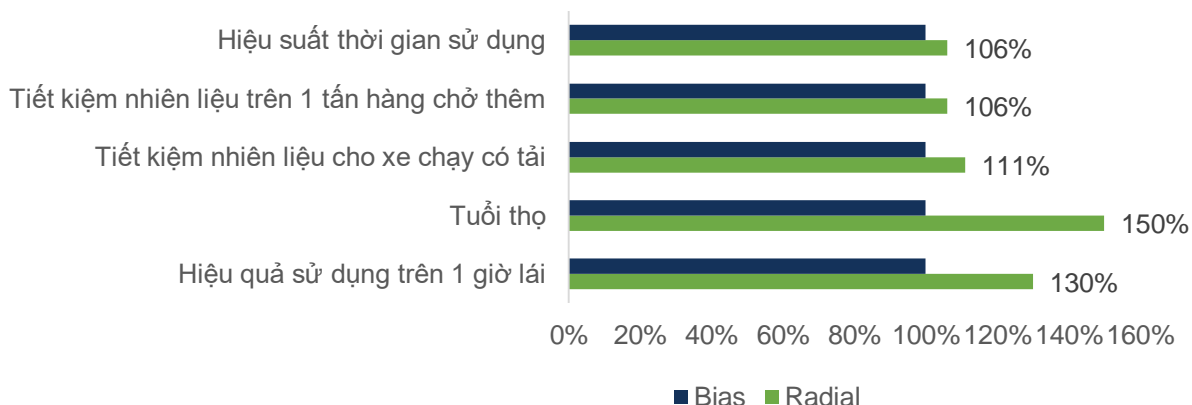
Công suất sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất lốp xe ô tô tại Việt Nam


Nguồn: FPTTS tổng hợp

Radial hóa là xu hướng chung của ngành sản lốp. Các doanh nghiệp sản lốp nội địa đẩy mạnh đầu tư sản xuất lốp Radial để phù hợp với xu hướng chung của ngành.

Với độ bền, độ an toàn cao, ít sinh nhiệt và giảm tiêu hao nhiên liệu, xu hướng Radial hóa trong sản xuất lốp xe đã và đang lan rộng trên toàn cầu. Ở Việt Nam, tỉ lệ tiêu thụ lốp Radial đang ngày càng tăng cao. Nếu năm 2014, tỉ lệ này chỉ ở mức 20% và được sử dụng chủ yếu cho xe ô tô con, thì đến nay tỉ lệ này đã đạt khoảng 50-60% và được sử dụng rộng rãi cho cả xe ô tô con, xe tải...

Trên thế giới, xu hướng sử dụng lốp Radial đã có từ rất lâu, đặc biệt là tại khu vực các quốc gia phát triển. Hiện tại, ở các khu vực Tây Âu, Châu Mỹ, ...tỉ lệ tiêu thụ lốp Radial đạt 98-100%. Ở các khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, Châu Phi và Trung Đông tỉ lệ sử dụng lốp Radial vẫn còn thấp, vào khoảng 60 -70%.

Tính năng vượt trội của lốp Radial so với lốp Bias


Nguồn: Michelin, Apollo, FPTTS tổng hợp

Không nằm ngoài xu hướng, trong những năm gần đây, hai doanh nghiệp sản lốp nội địa là DRC và CSM đã tiến hành đầu tư thêm dây chuyền sản xuất lốp Radial. Trong đó, DRC đầu tư xây dựng nhà máy lốp Radial toàn thép (lốp TBR – Truck & Bus Radial) công suất 600.000 lốp/năm dành cho xe tải nặng; CSM đầu tư dây chuyền sản xuất lốp Radial toàn thép (lốp TBR) công suất 350.000 lốp/năm và dây chuyền sản xuất lốp Radial bán thép (lốp PCR), công suất 1.200.000 lốp/năm.

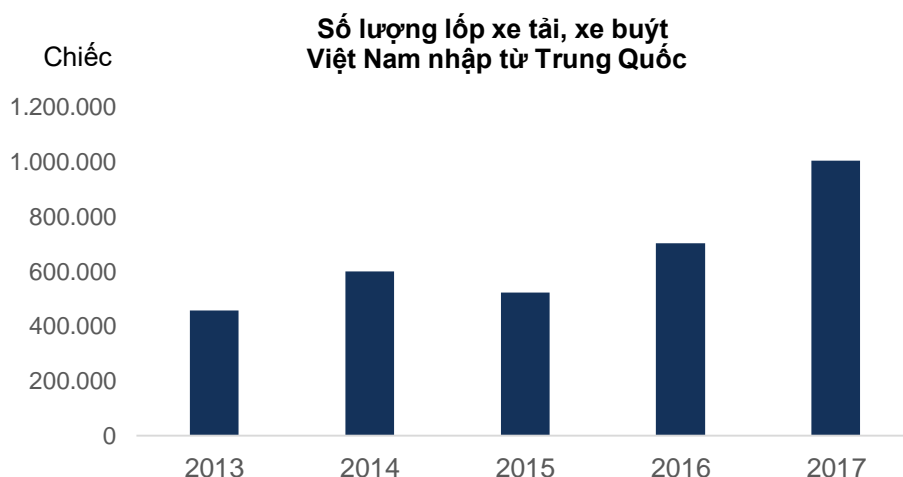
3. Đầu ra:

Nhìn chung, phần lớn đầu ra của các doanh nghiệp sản xuất lốp nội địa là thị trường Việt Nam, trong khi đầu ra của các doanh nghiệp FDI như Bridgestone, Kumho, Yokohama, ... chủ yếu phục vụ mục tiêu xuất khẩu.

Sản phẩm Trung Quốc là đối thủ cạnh tranh chính của các doanh nghiệp sản xuất lốp nội địa.

Như đã đề cập ở trên, sản phẩm chủ lực của các doanh nghiệp sản xuất lốp nội địa là các loại lốp dành cho các loại xe tải. Đây cũng là loại lốp được nhập khẩu nhiều nhất vào Việt Nam trong những năm vừa qua do các nhà sản xuất trong nước vẫn chưa sản xuất đủ sản phẩm để đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ.

Trong đó, đáng chú ý là lượng lốp nhập khẩu từ Trung Quốc. Năm 2017, tổng giá trị nhập khẩu lốp xe tải và xe buýt Trung Quốc vào Việt Nam đạt 122 triệu USD, tương ứng với hơn 1.000.000 chiếc (chiếm hơn 40% tổng lượng tiêu thụ sản phẩm của DRC, CSM, SRC ở thị trường nội địa).

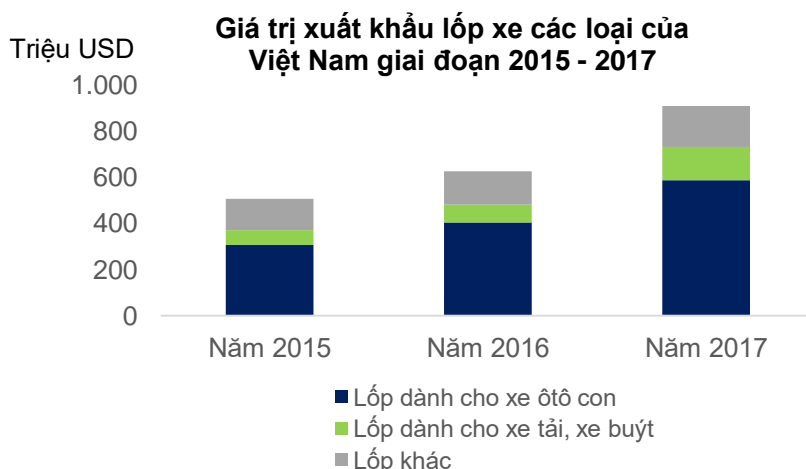


Nguồn: UNComtrade, FPTTS tổng hợp

Các doanh nghiệp sản xuất lốp FDI sản xuất sản phẩm chủ yếu phục vụ cho mục tiêu xuất khẩu.

Giá trị xuất khẩu sản phẩm của Việt Nam chủ yếu đến từ các loại lốp dành cho xe ô tô con được sản xuất bởi các doanh nghiệp FDI.

Trong những năm gần đây, các loại lốp dành cho xe tải, xe buýt tăng trưởng tốt nhờ các doanh nghiệp nội địa như DRC, CSM đẩy mạnh xuất khẩu các sản phẩm lốp Radial.



Nguồn: UNcomtrade, FPTTS tổng hợp

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

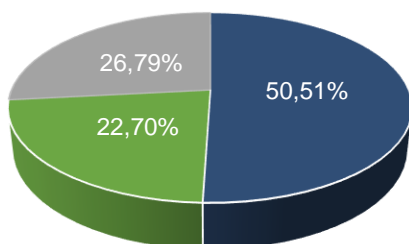
Lịch sử hình thành:



Công ty cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC) là thành viên của tập đoàn hóa chất Việt Nam, được chính thức niêm yết và giao dịch trên sàn chứng khoán TP.HCM ngày 29/12/2006 với tổng mức vốn điều lệ là 92.475.000.000 đồng. Sau hơn 12 năm niêm yết, trải qua nhiều lần tăng vốn, đến nay DRC đang hoạt động với tổng mức vốn điều lệ là 1.187.926.050.000 đồng. DRC là một trong 3 doanh nghiệp nội địa hoạt động trong lĩnh vực cao su sản phẩm ở Việt Nam.

Cơ cấu cổ đông:

Cơ cấu cổ đông DRC
(Tính đến ngày 14/06/2019)



■ Vinachem ■ Nhà đầu tư nước ngoài ■ Khác

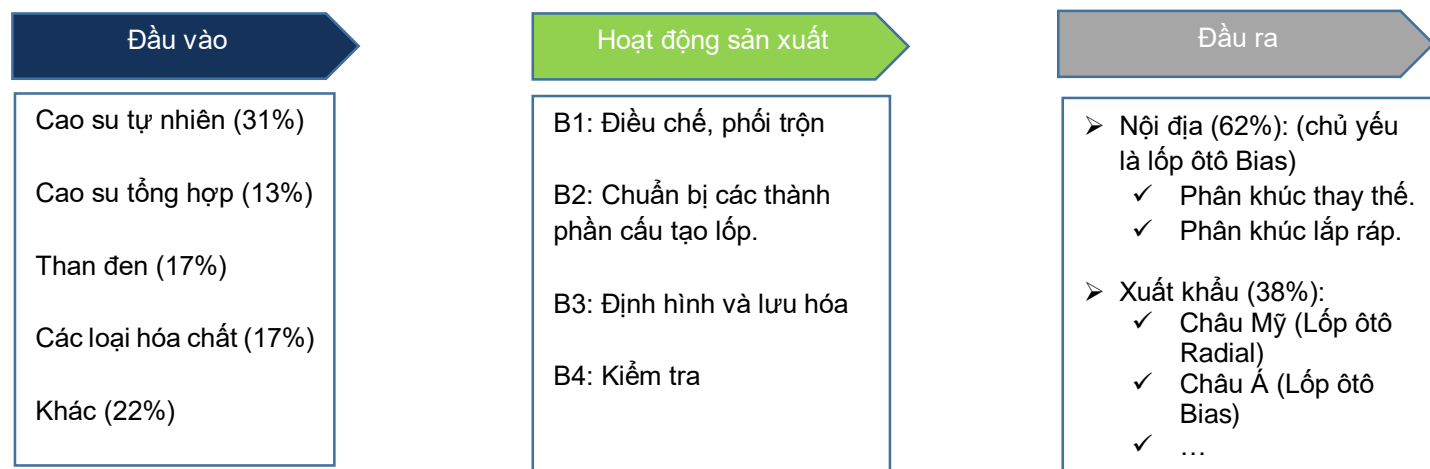
Hiện tại, DRC vẫn đang hoạt động dưới sự chỉ đạo trực tiếp từ đơn vị chủ quản là Tập đoàn hóa chất Việt Nam – Vinachem (hiện chiếm 50,51% vốn cổ phần). Tháng 5/2019 vừa qua, Vinachem đã thực hiện đấu giá 14,5% vốn tại DRC để giảm sở hữu xuống còn 36%. Tuy nhiên, cuộc đấu giá đó đã không thành công. Hiện tại, kế hoạch tiếp theo cho việc thoái vốn này vẫn còn để ngỏ. Chúng tôi sẽ cập nhật và đánh giá rõ hơn về vấn đề này trong thời gian tới khi có được thông tin rõ ràng hơn.

Một số sản phẩm tiêu biểu của DRC

					
34B	53D	DA-52A(R1W)	52A	D354	
Lốp Bias tải nhẹ	Lốp Bias tải nặng	Lốp nông nghiệp	Lốp đặc chủng	Lốp xe máy	Lốp xe đạp
					
D871			D725		
Lốp ô tô Radial toàn thép			Lốp ô tô Radial bán thép		

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

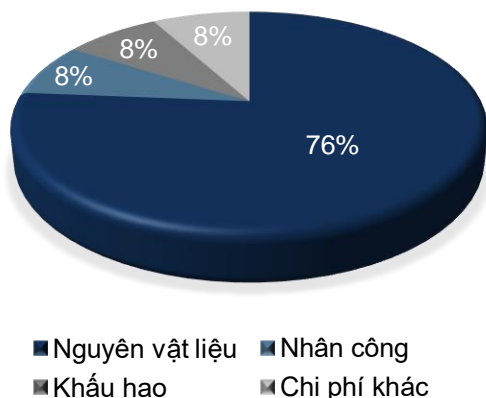
Chuỗi giá trị của DRC



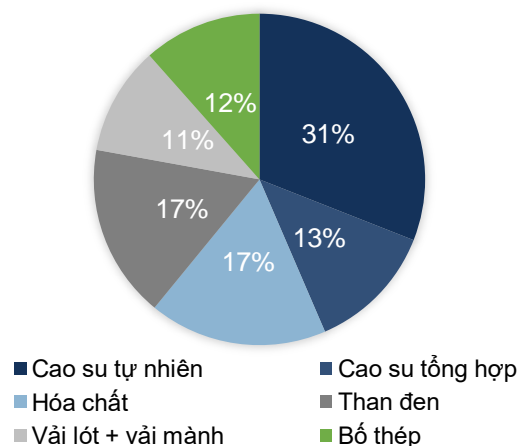
1. Đầu vào:

Chi phí nguyên vật liệu (NVL) chiếm 76% trong cơ cấu chi phí sản xuất của DRC. Trong đó, nguyên vật liệu chính cho sản xuất sảm lốp của DRC là các loại cao su (chiếm 44% trong cơ cấu NVL, bao gồm cao su tự nhiên và cao su tổng hợp), than đen (chiếm 17% NVL) và các loại hóa chất (chiếm 17% NVL).

Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố năm 2018



Cơ cấu nguyên vật liệu 2018



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

Phần lớn các loại nguyên vật liệu của DRC đều phải nhập khẩu, trong đó có cả cao su tự nhiên.

Các nguyên vật liệu để sản xuất lốp xe phần lớn là sản phẩm của ngành công nghiệp hóa dầu, hóa chất. Hiện nay, các ngành công nghiệp này ở Việt Nam còn tương đối kém phát triển, do đó buộc DRC phải nhập khẩu các nguồn nguyên vật liệu này từ nhiều nước trên thế giới như Trung Quốc, Ấn Độ, Hàn Quốc, ...và các nước châu Âu. Ngay cả đối với cao su tự nhiên, hằng năm DRC vẫn phải nhập khẩu một phần cao su tự nhiên chất lượng cao (SVR10, SVR20, SMR 20...) ở các quốc gia khác trong khu vực (Malaysia) để phục vụ cho công tác sản xuất do sản lượng sản xuất các loại cao su này ở Việt Nam còn hạn chế.

STT	Nguyên vật liệu	%Nguyên vật liệu	Xuất xứ
1	Cao su tự nhiên	31%	Nội địa, nhập khẩu
2	Cao su tổng hợp	13%	Nhập khẩu
3	Than đen	17%	Nhập khẩu
4	Các loại hóa chất	17%	Nhập khẩu
5	Khác	23%	Nội địa, nhập khẩu

Nhằm cạnh tranh về giá và chất lượng, cũng như giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên vật liệu sản xuất, DRC đã thực hiện hợp tác với nhiều nhà cung cấp khác nhau đối với cùng một loại nguyên vật liệu. Hiện nay, DRC đang có hơn 100 nhà cung cấp nguyên vật liệu khác nhau ở nhiều nơi trên thế giới. Nhìn chung, so với các nhà sản xuất xăm lốp khác trên thế giới, quy mô sản xuất của DRC vẫn còn tương đối nhỏ, vì vậy theo đánh giá của chúng tôi, sức mạnh mặc cả của DRC đối với các nhà cung cấp nguyên vật liệu là không cao.

2. Hoạt động sản xuất:

DRC là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực sản xuất xăm lốp, hiện đang vận hành các dây chuyền sản xuất các dòng xăm lốp xe đạp; xăm lốp xe máy và xăm lốp, yếm xe ô tô tập trung tại nhà máy đặt tại Lô G, đường Tạ Quang Bửu, phường Hòa Hiệp Bắc, quận Liên Chiểu, thành phố Đà Nẵng.

Hiện nay, các dây chuyền sản xuất của DRC đều đã đạt công suất hoạt động cao. Dây chuyền sản xuất xăm lốp xe đạp, xăm lốp ô tô Bias, lốp ô tô Radial đang hoạt động khoảng 70 – 85% công suất thiết kế. Các dây chuyền sản xuất xăm lốp xe máy, yếm ô tô và lốp ô tô đắp đã hoạt động vượt công suất thiết kế từ 10% - 33%.

Công suất sản xuất của các dây chuyền sản xuất của DRC năm 2018.

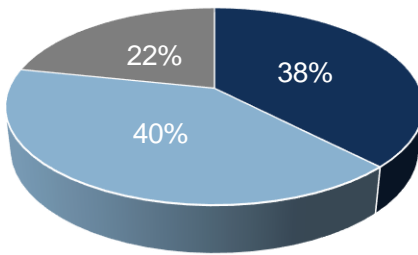
	Công suất thiết kế (Chiếc/năm)	Công suất hoạt động (chiếc/năm)	% hoạt động	% doanh thu thuần
Săm lốp xe đạp	9.500.000	8.080.000	85%	5%
Săm lốp xe máy	7.000.000	7.720.000	110%	10%
Lốp ô tô Bias	780.000	630.000	80%	38%
Lốp ô tô Radial	600.000	420.000	70%	41%
Săm ô tô	780.000	740.000	95%	4%
Yếm ô tô	390.000	520.000	133%	1%
Lốp ô tô đắp	40.000	50.000	125%	1%

Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

Lốp ô tô Bias và lốp ô tô Radial là những sản phẩm chủ lực của DRC.

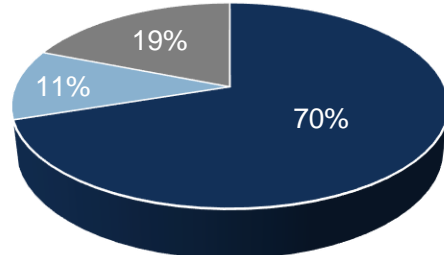
Trong cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của DRC năm 2018, 78% doanh thu của DRC đến từ các sản phẩm lốp ô tô, bao gồm lốp ô tô Bias (chiếm 38%) và lốp ô tô Radial (chiếm 40%). Tuy nhiên, xét về cơ cấu lợi nhuận gộp thì lợi nhuận gộp của DRC chủ yếu đến từ lốp ô tô Bias, với 70% tỷ trọng.

Cơ cấu doanh thu thuần theo sản phẩm năm 2018



■ Lốp ô tô Bias ■ Lốp ô tô Radial ■ Khác

Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm năm 2018

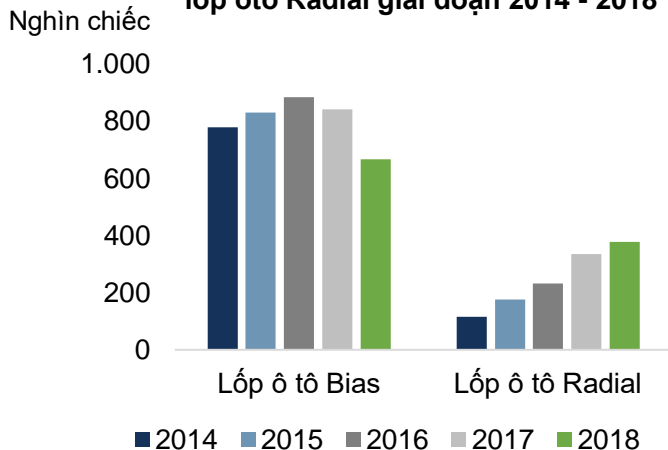


■ Lốp ô tô Bias ■ Lốp ô tô Radial ■ Khác

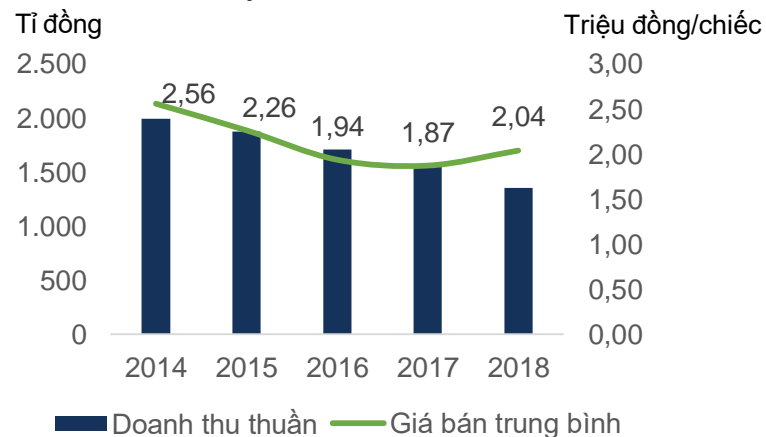
Lốp ô tô Bias: Xu hướng Radial hóa khiến lượng tiêu thụ và doanh thu thuần của lốp ô tô Bias có xu hướng giảm dần.

Xu hướng Radial hóa đã khiến doanh thu lốp Bias bị sụt giảm đáng kể trong giai đoạn 2014 – 2018. Riêng trong năm 2018, doanh thu lốp ô tô Bias đã sụt giảm 14% so với năm 2017, dù giá bán trung bình của dòng lốp này trong năm 2018 đã tăng gần 9%. Sở dĩ có điều này là do sự sụt giảm mạnh tiêu thụ ở phân khúc lắp ráp do các doanh nghiệp lắp ráp ô tô chuyển đổi tiêu chuẩn khí thải từ tiêu chuẩn khí thải Euro 2 sang tiêu chuẩn khí thải Euro 4 (chuyển đổi từ sử dụng lốp Bias sang lốp Radial cho dòng xe tải nhẹ) khiến cho lượng tiêu thụ của lốp ô tô Bias giảm gần 180.000 chiếc so với năm 2017 (tương ứng giảm 21%).

Tình hình tiêu thụ lốp ô tô Bias và lốp ô tô Radial giai đoạn 2014 - 2018



Doanh thu thuần và giá bán trung bình của lốp ô tô Bias GĐ 2014-2018



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

Lốp ô tô Radial: Động lực tăng trưởng chính trong tăng trưởng doanh thu của DRC.

Lốp ô tô Bias là sản phẩm thế mạnh của DRC trong nhiều năm qua, tuy nhiên xu hướng Radial hóa đang khiến cho lượng tiêu thụ lốp Bias có xu hướng giảm dần. Vì thế, để duy trì khả năng cạnh tranh và giữ được thị phần, DRC đã tiến hành đầu tư và vừa hoàn thành xong dự án nhà máy lốp Radial toàn thép công suất 600.000 lốp/năm. Tổng mức đầu tư được quyết toán của toàn dự án là 2.375 tỷ đồng.

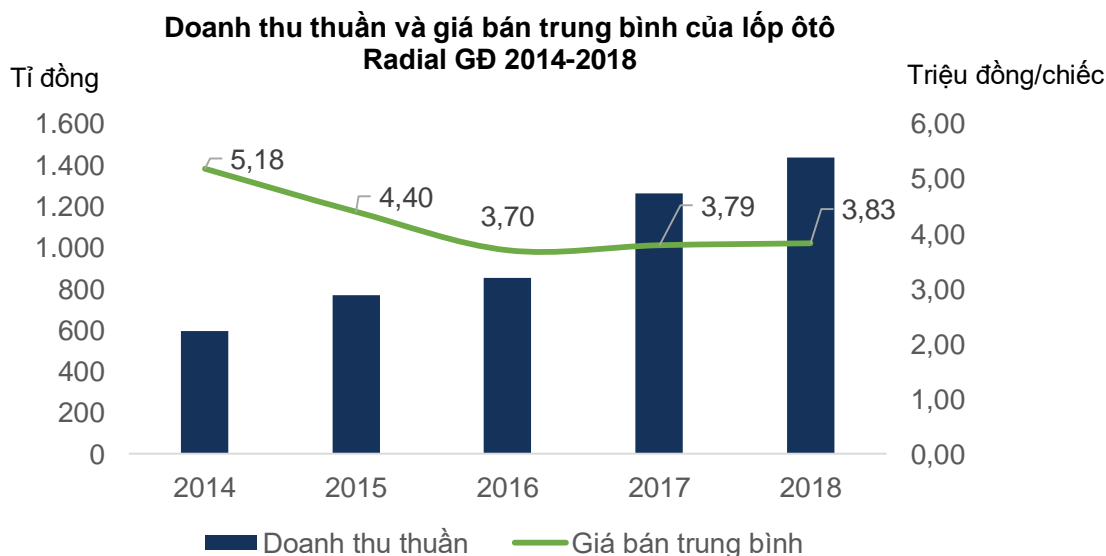
Thông tin chi tiết về đầu tư dự án nhà máy lốp Radial toàn thép công suất 600.000 lốp/năm:

Nguồn vốn đầu tư (Tỉ đồng)	Giai đoạn 1 (T5/2011 -T12/2014)	Giai đoạn 2 (T5/2017 - T8/2018)
Vay thương mại	1.152	299
Vốn tự có	712	212

Chi phí đầu tư (Tỉ đồng)	Giai đoạn 1	Giai đoạn 2	Tổng dự án
Chi phí xây dựng	625	34	659
Chi phí thiết bị	1.059	468	1.528
Chi phí khác	180	9	188

Việc đầu tư xây dựng nhà máy lốp Radial toàn thép được xem là quyết định đúng đắn của doanh nghiệp trong bối cảnh xu hướng chuyển từ sử dụng lốp Bias sang sử dụng lốp Radial ngày càng mạnh mẽ. Tuy nhiên, với quyết định lựa chọn nhà thầu thi công và nhà tư vấn thiết kế (nhà thầu Qingdao Mesnac, chuyển giao công nghệ từ Sailun) đến từ Trung Quốc đã không giúp DRC có được lợi thế cạnh tranh với các sản phẩm Trung Quốc đang tràn lan trên thị trường.

Sản phẩm lốp ô tô Radial của DRC được tung ra thị trường từ năm 2014, với giá bán trung bình khoảng 5,18 triệu đồng/chiếc. Tuy nhiên, với áp lực cạnh tranh quá lớn từ các sản phẩm Trung Quốc, DRC buộc phải hạ giá bán để có thể tạo được chỗ đứng. Đến năm 2016, giá bán lốp ô tô Radial của DRC đã giảm khoảng 25%-30% so với giá bán ban đầu.



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

Chú trọng nâng cao trình độ công nghệ để tăng năng lực cạnh tranh cho các loại sản phẩm lốp ô tô Radial.

Việc hạ giá bán để có thể tăng tính cạnh tranh với các đối thủ chỉ là một giải pháp mang tính tức thời. Do đó, muốn nâng cao năng lực cạnh tranh và tạo được chỗ đứng trên thị trường, doanh nghiệp cần phải chú trọng cải tiến và nâng cao trình độ công nghệ, qua đó nâng cao chất lượng sản phẩm.

Từ năm 2016, DRC đã hợp tác chuyển giao công nghệ sản xuất lốp Radial với Công ty Black Donuts Engineering INC - Phần Lan, đây là một doanh nghiệp hàng đầu thế giới chuyên về tư vấn chuyển giao công nghệ sản xuất lốp xe ô tô, nhằm nâng cao khả năng chịu mài mòn và tăng tuổi thọ sản phẩm. Dự án hợp tác này vừa được hoàn thành vào năm 2018, qua đó chất lượng sản phẩm của DRC đã cải thiện đáng kể. Hiện tại, lốp ô tô Radial

của DRC đạt chất lượng tương đương với chất lượng sản phẩm của các nhà sản xuất Châu Âu, giúp doanh nghiệp có thể đàm phán với các khách hàng để nâng giá bán (Q1/2019, giá bán lốp ô tô Radial nội địa tăng +8% yoy).

Trong giai đoạn 2014 -2018, doanh thu thuần của dòng lốp ô tô Radial tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép đạt 25%. Việc chuyển giao công nghệ thành công và hoàn thành xong giai đoạn 2 của nhà máy lốp Radial toàn thép, nâng công suất thiết kế lên 600.000 lốp/năm, gấp đôi công suất thiết kế của giai đoạn 1 được kỳ vọng sẽ là động lực chính trong tăng trưởng doanh thu của DRC trong thời gian tới.

Các sản phẩm khác: Kỳ vọng vào sản phẩm mới “Lốp xe tay ga không săm theo công nghệ sản xuất lốp ô tô” thương hiệu DPLUS.

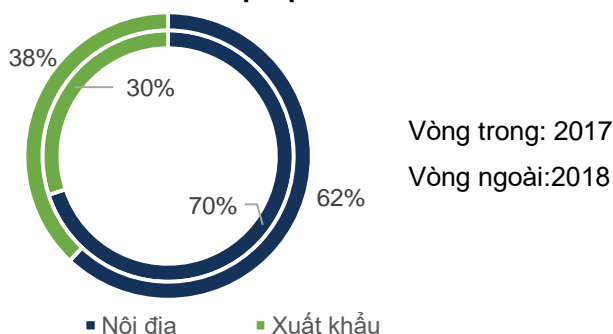
Xe đạp và xe máy là hai loại phương tiện giao thông phổ biến nhất ở Việt Nam và các quốc gia đang phát triển khác hiện đang là thị trường xuất khẩu của DRC. Trong khi thị trường tiêu thụ săm lốp xe đạp được đánh giá là đã bão hòa thì thị trường săm lốp xe máy được đánh giá vẫn còn tiềm năng tăng trưởng, đặc biệt là săm lốp xe máy dành cho xe tay ga. Do đó, DRC đã tiến hành nghiên cứu, đầu tư, lắp đặt dây chuyền sản xuất mới, nhằm tung ra thị trường sản phẩm “Lốp xe tay ga không săm theo công nghệ sản xuất lốp ô tô” thương hiệu DPLUS, công suất thiết kế 60.000 lốp/tháng. Sản phẩm này đang bước đầu thâm nhập vào thị trường và được doanh nghiệp kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính cho mảng săm lốp xe máy trong thời gian tới.

Ngoài ra, trong năm 2018, DRC cũng đã nghiên cứu, sản xuất và chạy thử nghiệm thành công loạt lốp Radial bán thép dành cho xe tải nhẹ (lốp LTR) để đáp ứng nhu cầu của các khách hàng là các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô trong nước, phù hợp theo yêu cầu tiêu chuẩn khí thải EURO 4. Công suất thiết kế dự kiến của dây chuyền sản xuất lốp LTR là 20.000 lốp/tháng. Tuy nhiên hiện tại, việc tiêu thụ các loại xe theo tiêu chuẩn EURO 4 của các doanh nghiệp sản xuất và lắp ráp ô tô vẫn còn khó khăn, do đó việc tiêu thụ lốp LTR của doanh nghiệp cũng bị ảnh hưởng.

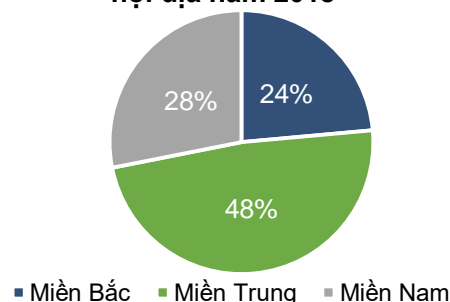
3. Đầu ra:

Thị trường nội địa vẫn là thị trường chủ lực của DRC với hệ thống phân phối rộng khắp Việt Nam, trong đó miền Trung vẫn là thị trường trọng điểm. Sản phẩm tiêu thụ chính là lốp ô tô Bias.

Cơ cấu doanh thu nội địa và xuất khẩu



Cơ cấu doanh thu thị trường nội địa năm 2018



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

DRC là doanh nghiệp săm lốp có quy mô lớn và hệ thống phân phối rộng khắp, trải đều khắp 63 tỉnh thành ở Việt Nam. Đặc biệt, Miền Trung là thị trường mang lại doanh thu cao nhất cho DRC.

Lốp ô tô Bias là sản phẩm tiêu thụ chính ở thị trường nội địa. Hiện nay ở Việt Nam, do phù hợp với đặc tính về địa hình và có giá bán thấp nên lốp ô tô Bias vẫn được các nhà vận tải lựa chọn sử dụng, đặc biệt là trên các loại xe tải.

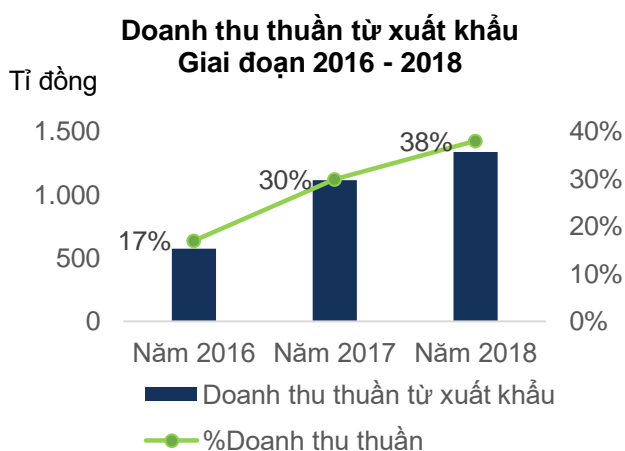
Thị trường tiêu thụ nội địa của DRC chia thành 2 phân khúc:

+ Phân khúc thay thế: Đây là phân khúc chủ lực của DRC với gần 90% doanh thu. Hiện nay, DRC có hơn 100 đại lý cấp 1 và hàng ngàn đại lý cấp 2 trải dài trên cả nước. Một số khách hàng lớn trong phân khúc này phải kể đến như: Tập đoàn than khoáng sản VN, nhiều Công ty vận tải, xe khách trên cả nước...

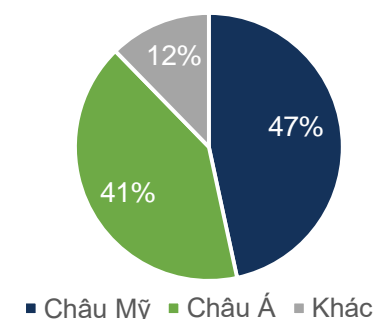
+ Phân khúc lắp ráp: DRC luôn được chọn là nhà cung cấp chiến lược sản phẩm săm lốp cho hầu hết các đơn vị sản xuất và lắp ô tô, xe máy, xe đạp trên toàn quốc. Các khách hàng truyền thống lâu đời với DRC có thể kể đến như: THACO Trường Hải, Ô tô Giải Phóng... Lốp ô tô Bias là sản phẩm mang lại doanh thu cao nhất cho phân khúc này. Từ năm 2018, với việc thay đổi chuẩn khí thải từ Euro 2 sang Euro 4 đã khiến các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô chuyển sang sử dụng lốp bán thép Radial, điều này đã khiến sản lượng tiêu thụ lốp Bias cho phân khúc lắp ráp bị giảm hơn 180.000 chiếc. Trước tình hình đó, DRC đã nhanh chóng sản xuất và chạy thử nghiệm thành công loạt lốp Radial bán thép LTR, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu của các khách hàng nói trên từ năm 2019.

Hoạt động xuất khẩu ngày càng được đẩy mạnh, Châu Mỹ (Brazil với sản phẩm chủ lực là lốp ô tô Radial) và Châu Á (Thái Lan và Malaysia với sản phẩm chủ yếu là lốp ô tô Bias) là thị trường xuất khẩu chính.

Trong năm 2018, doanh thu xuất khẩu của DRC đạt hơn 57.600.000 USD, tương đương hơn 1.300 tỉ đồng (+ 16% y.o.y). Trong đó, Châu Mỹ và Châu Á là các thị trường xuất khẩu chủ lực của DRC, lần lượt chiếm 47% và 41% trong cơ cấu doanh thu thị trường xuất khẩu năm 2018.



**Cơ cấu doanh thu thị trường
xuất khẩu năm 2018**



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

+ Thị trường Châu Mỹ: Brazil là thị trường xuất khẩu lớn nhất của DRC chiếm 41% doanh thu xuất khẩu với sản phẩm chủ lực là lốp ô tô Radial (Lốp TBR).

Trong năm 2018, giá trị xuất khẩu của DRC sang Brazil đạt hơn 23,6 triệu USD. Ở thị trường này, DRC hiện có khoảng 5 nhà phân phối với sản lượng chia đều nhau và không quá tập trung vào một khách hàng cụ thể nào.

Đây là thị trường mà DRC đang có được lợi thế ngắn hạn nhờ việc chính phủ nước này đang áp thuế chống bán phá giá đối với sản phẩm lốp TBR của Trung Quốc với mức thuế dao động từ 300 USD/tấn đến trên 4.000 USD/tấn. Việc áp thuế có hiệu lực 5 năm và sẽ hết hiệu lực vào tháng 11/2019. Hiện nay, thông tin về việc gia hạn luật thuế trên vẫn còn chưa rõ ràng, do đó đây là một yếu tố cần theo dõi của DRC trong thời gian tới.

+ Thị trường Châu Á: Thái Lan và Malaysia là 2 thị trường lâu đời và tương đối ổn định của DRC.

Ở thị trường Châu Á, hiện nay DRC đang xuất khẩu sang nhiều quốc gia như Thái Lan, Malaysia, Myanmar, ... Trong đó, Thái Lan và Malaysia là 2 thị trường chủ yếu, chiếm hơn 20% doanh thu xuất khẩu hằng năm của DRC. Hiện nay, tỉ lệ sử dụng lốp Radial ở châu Á vẫn còn tương đối thấp, do đó lốp ô tô Bias vẫn là sản phẩm xuất khẩu chủ yếu của DRC ở các thị trường này.

Đối thủ cạnh tranh:

Cạnh tranh gay gắt với các doanh nghiệp săm lốp Trung Quốc trên cả thị trường nội địa lẫn thị trường xuất khẩu.

Ở thị trường nội địa, săm lốp Trung Quốc nhập khẩu luôn là nỗi lo lớn của các doanh nghiệp sản xuất trong nước trong nhiều năm. Thông qua nhiều hành vi khai giá thấp, trốn thuế nhập khẩu nên hầu hết các sản phẩm săm lốp của Trung Quốc xuất sang thị trường Việt Nam đều có giá bán rẻ hơn (từ 10-15%) so với sản phẩm nội địa cùng chủng loại, gây nhiều khó khăn cho các doanh nghiệp săm lốp Việt Nam, trong đó có DRC.

Tháng 8/2018 vừa qua, Tập đoàn hóa chất Việt Nam (VINACHEM) đã gửi văn bản đề nghị Bộ Công Thương phối hợp với Bộ GTVT, Tổng cục Tiêu chuẩn Đo lường chất lượng, Tổng cục Hải quan siết chặt các quy định về hợp quy chất lượng sản phẩm lốp ô tô nhập khẩu vào thị trường Việt Nam nhằm ngăn chặn các sản phẩm giá rẻ, không đạt chất lượng từ Trung Quốc, bảo vệ người tiêu dùng và tạo môi trường cạnh tranh công bằng cho các doanh nghiệp nội địa.

Từ 01/01/2019, mức thuế nhập khẩu các loại săm lốp dành cho xe tải, xe buýt từ Trung Quốc sẽ tăng từ 20 – 25% so với năm 2018. Nếu các hành vi khai giá thấp và trốn thuế nhập khẩu của các doanh nghiệp săm lốp Trung Quốc được ngăn chặn thì việc tăng thuế nhập khẩu này sẽ là một thông tin tích cực đối với DRC để có thể cạnh tranh tốt hơn đối với săm lốp Trung Quốc ở thị trường nội địa.

Mức thuế nhập khẩu dành cho lốp ô tô khách (buses) hoặc ô tô chở hàng (lorries) có xuất xứ từ Trung Quốc	Trước 01/01/2019	Từ 01/01/2019
+ Chiều rộng không quá 450 mm	25%	50%
+ Loại khác	0%	20%

Nguồn: Tổng cục hải quan

So sánh lốp ô tô Radial DRC và lốp ô tô Radial nhập khẩu từ Trung Quốc:

Chỉ tiêu so sánh	Lốp ô tô Radial DRC	Lốp ô tô Radial Trung Quốc
Chất lượng sản phẩm	Tốt hơn	Kém hơn
Giá thành sản phẩm (ước tính)	3,3 triệu đồng/lốp	N.A
Giá bán trung bình 2018	3,8 triệu đồng/lốp	3,3 triệu đồng/lốp
Giá bán trung bình Q1.2019	4,1 triệu đồng/lốp	4 triệu đồng/lốp

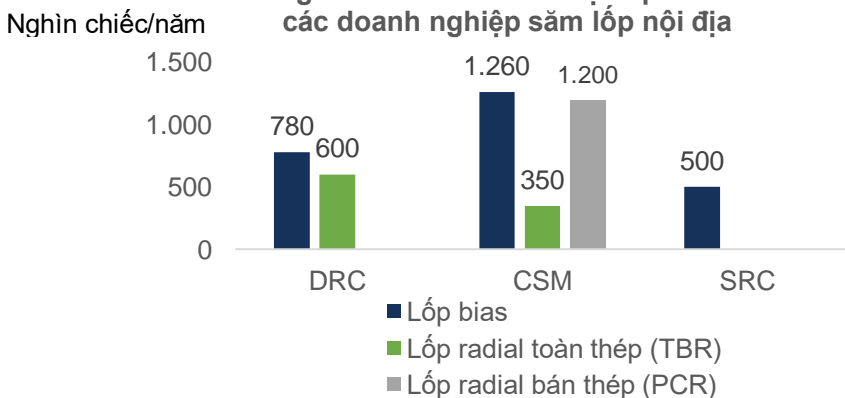
Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp và ước tính

Ở thị trường xuất khẩu, cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung khiến nhiều doanh nghiệp săm lốp Trung Quốc không xuất được vào thị trường Mỹ đã chuyển hướng xuất khẩu sang các thị trường khác, làm gia tăng áp lực cạnh tranh cho doanh nghiệp. Đáng chú ý, luật thuế chống bán phá giá sản phẩm săm lốp Trung Quốc của chính phủ Brazil sẽ hết hiệu lực vào tháng 11/2019, trong khi đó thông tin về việc gia hạn đối với quy định này còn khá mơ hồ. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp có thể sẽ chịu rủi ro cạnh tranh với săm lốp Trung Quốc ở thị trường Brazil (thị trường xuất khẩu chủ lực của DRC với 41% doanh thu xuất khẩu năm 2018) vào những năm sau.

Áp lực cạnh tranh với các nhà sản xuất săm lốp trong nước không cao.

Các sản phẩm lốp ô tô của DRC chủ yếu là các loại lốp dành cho xe thương mại (xe tải, xe buýt...), đây cũng là loại lốp được các doanh nghiệp nội địa khác trực thuộc VINACHEM (CSM, SRC) sản xuất. Thị trường tiêu thụ nội địa của DRC chủ yếu tập trung ở miền trung, trong khi CSM là ở miền nam và SRC là ở miền bắc. Do đó, áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong nội bộ VINACHEM là không cao.

Công suất sản xuất các loại lốp ô tô của các doanh nghiệp săm lốp nội địa



Nguồn: DRC, CSM, SRC, FPTS tổng hợp

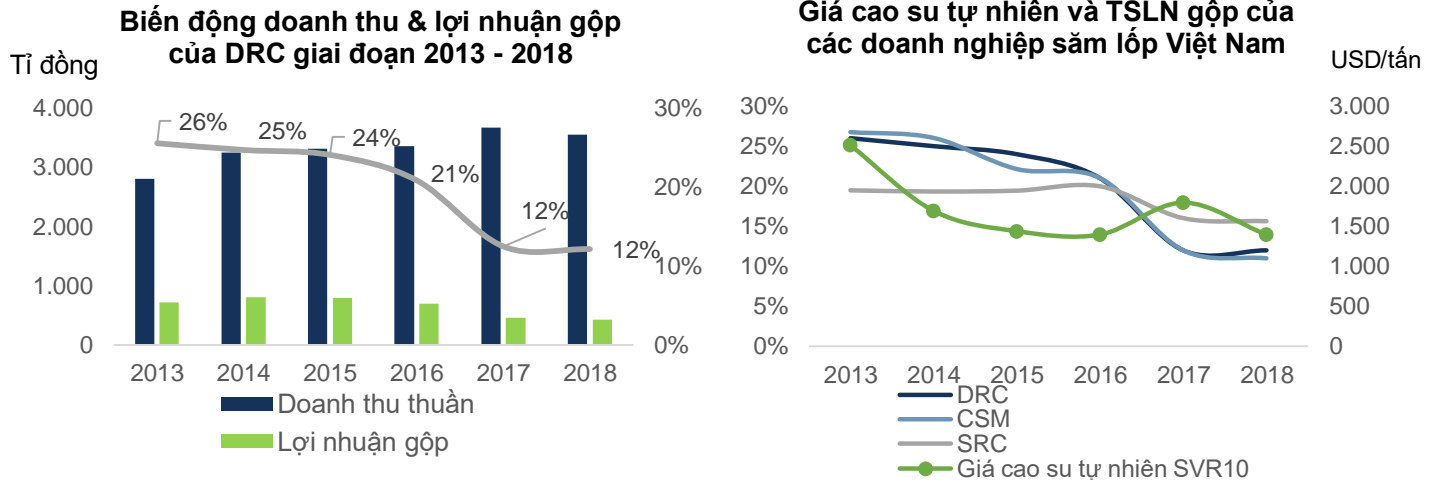
Hơn nữa, thế mạnh của DRC là các loại lốp dành cho xe tải, đặc biệt là xe tải nặng. Trong khi đó, CSM lại chú trọng sản xuất các loại lốp dành cho xe tải nhẹ. Riêng đối với SRC, mảng lốp ô tô không phải là thế mạnh của doanh nghiệp, hiện doanh nghiệp chỉ sản xuất khoảng 300.000 lốp/năm (60% công suất thiết kế) với sản phẩm là lốp bias.

Với sự khác biệt về sản phẩm đầu ra cũng như thị trường tiêu thụ chủ yếu, chúng tôi cho rằng trong tương lai gần sự gia tăng áp lực cạnh tranh giữa các doanh nghiệp săm lốp nội địa là không cao.

Ngoài ra, các doanh nghiệp săm lốp FDI như Bridgestone, Sailun, Kumho...cũng đang hoạt động sản xuất và phân phối các sản phẩm của mình tại thị trường Việt Nam. Tuy nhiên, sản phẩm của các doanh nghiệp này chủ yếu là sản phẩm lốp dành cho xe con, xe du lịch, đây là dòng sản phẩm mà DRC vẫn chưa đầu tư sản xuất.

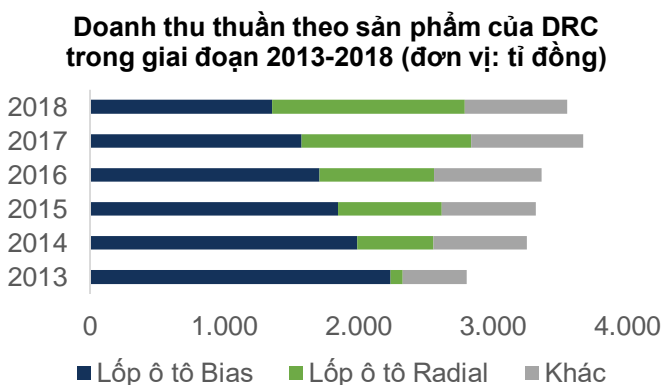
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu thuần và tỉ suất lợi nhuận gộp:



Nguồn: DRC, CSM, SRC, Tập đoàn cao su Việt Nam, FPTTS tổng hợp

Doanh thu thuần tăng nhẹ với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 4,8%/năm trong giai đoạn 2013-2018.

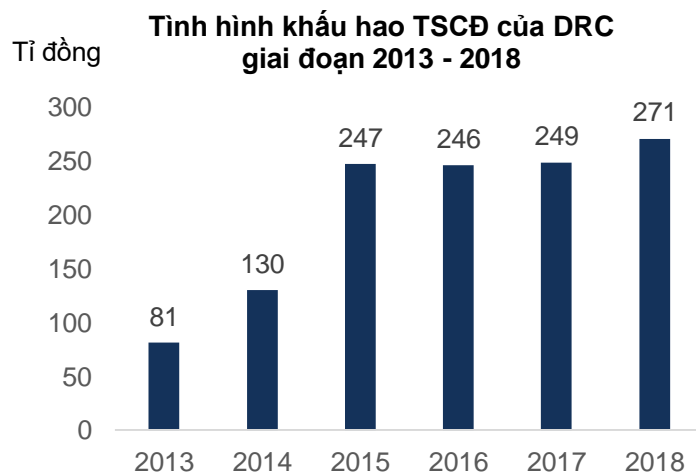


Nguồn: DRC, FPTTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2013 -2018, mặc dù doanh thu thuần của mảng lốp Radial liên tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng kép rất cao (25%/năm) nhưng vì sự sụt giảm doanh thu thuần của mảng lốp Bias – mảng mang về doanh thu chủ lực cho DRC, đã khiến doanh thu thuần của DRC chỉ tăng trưởng nhẹ với tốc độ tăng trưởng CAGR đạt 4,8%/năm.

Tỉ suất lợi nhuận gộp có xu hướng giảm do:

(a) Chi phí khấu hao tăng mạnh trong giai đoạn đầu tư nhà máy lốp Radial.

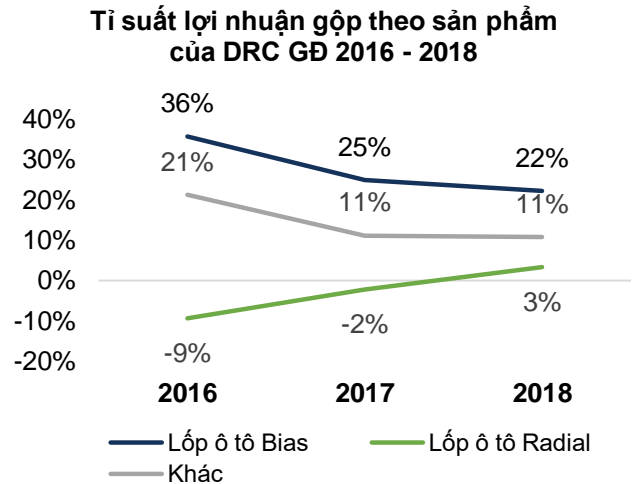
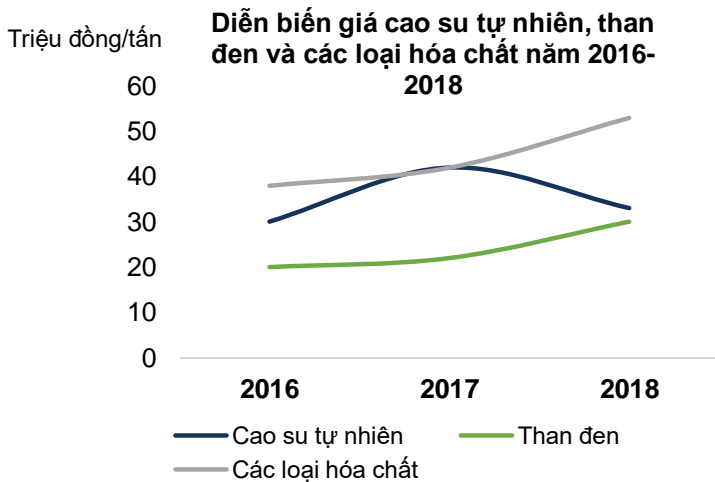


Nguồn: DRC, FPTTS tổng hợp

Với việc đầu tư xây dựng và đưa vào vận hành nhà máy lốp radial toàn thép công suất 600.000 lốp/năm, tổng chi phí đầu tư hơn 2.375 tỷ đồng đã khiến chi phí khấu hao của DRC bắt đầu tăng kể từ năm 2014, ảnh hưởng xấu đến biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Hiện nay, DRC đang thực hiện chính sách khấu hao nhanh cho tài sản cố định là máy móc thiết bị của nhà máy Radial với thời gian khấu hao là 7 năm. Theo ước tính của chúng tôi, chi phí khấu hao sẽ giảm dần từ năm 2021, từ đó kì vọng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ khởi sắc hơn.

(b) Chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh là nguyên nhân chính khiến tỉ suất lợi nhuận gộp giảm trong 2 năm gần đây.

Trong 2 năm gần đây, chi phí nguyên vật liệu tăng mạnh do sự tăng giá của cao su tự nhiên (Năm 2017, giá cao su tự nhiên tăng hơn 40% so với năm 2016), than đen và các loại hóa chất (Năm 2018, giá than đen và các loại hóa chất tăng lần lượt 35% và 27% so với năm 2017), cùng với tình hình cạnh tranh gay gắt khiến các doanh nghiệp sản xuất lốp địa không nâng được giá bán tương ứng đã ảnh hưởng xấu đến tỉ suất lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp sản xuất lốp, trong đó có DRC.

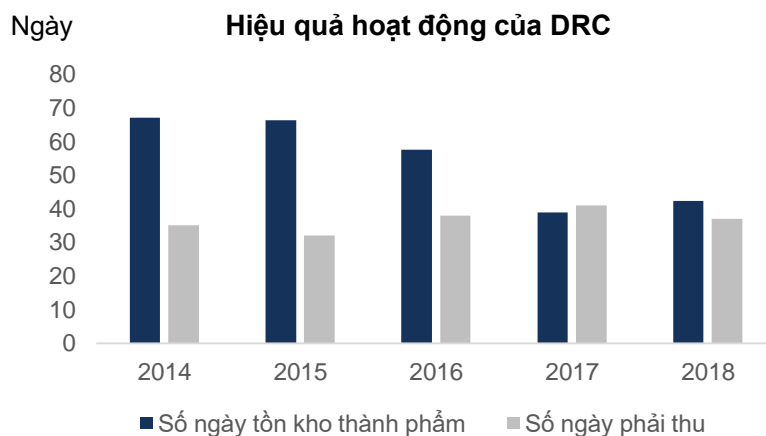


Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

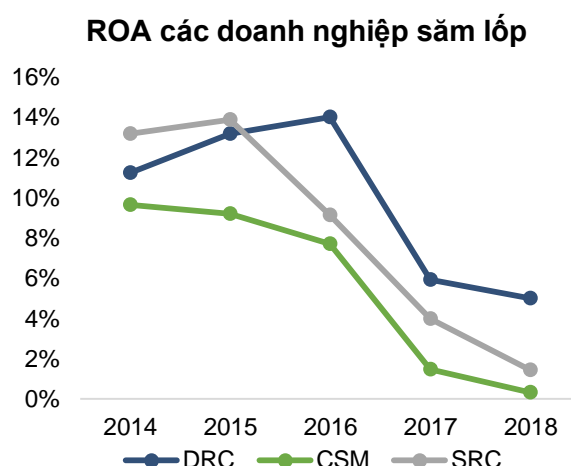
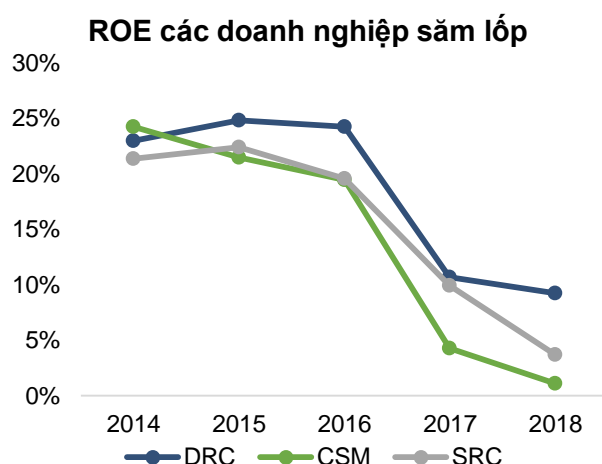
2. Hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời:

Về quản trị thành phẩm tồn kho: Trong giai đoạn 2014-2018, số ngày tồn kho thành phẩm có xu hướng giảm dần, từ 67 ngày/vòng năm 2014 xuống còn 42 ngày/vòng năm 2018, cho thấy tình hình tiêu thụ sản phẩm khả quan hơn của doanh nghiệp, đặc biệt là ở mảng lốp ô tô Radial.

Về quản trị các khoản phải thu: Do áp lực cạnh tranh với sản phẩm Trung Quốc ngày càng gay gắt nên doanh nghiệp đã phải thực hiện các nới lỏng các chính sách bán hàng cũng như chính sách quản lý công nợ khách hàng khiến số ngày phải thu đang có xu hướng tăng lên nhưng mức tăng không đáng kể. Số ngày phải thu bình quân dao động từ 35 – 40 ngày.



Nguồn: DRC, FPTS tổng hợp

Các chỉ số về khả năng sinh lời:


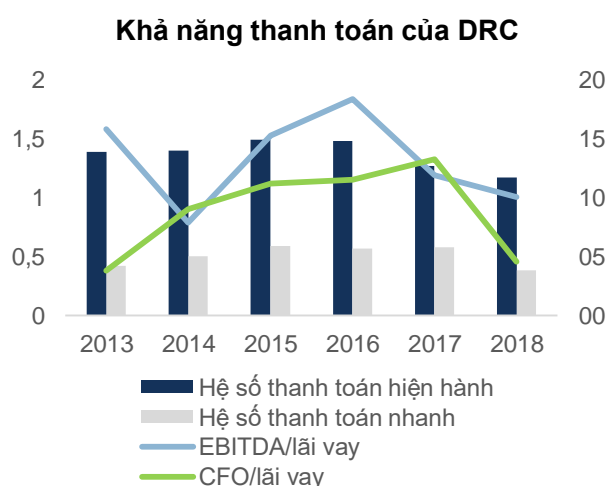
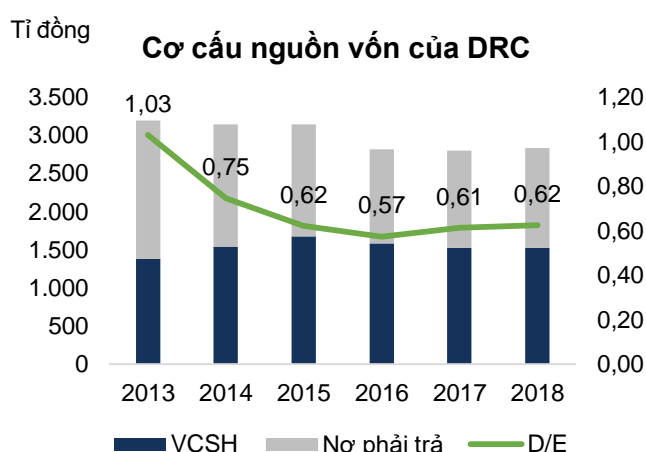
Nguồn: DRC, CSM, SRC, FPTTS tổng hợp

Nhìn chung, các chỉ số về khả năng sinh lời của các doanh nghiệp sản lốp biến động tương quan với nhau do cùng chịu áp lực từ biến động giá nguyên vật liệu. Tuy nhiên, so với 2 doanh nghiệp còn lại trong ngành, DRC đang hoạt động hiệu quả hơn, với các chỉ số khả năng sinh lời ROA, ROE ở mức tốt hơn.

3. Cơ cấu nguồn vốn và khả năng thanh toán:

Về cơ cấu nguồn vốn: Tỷ lệ Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E) của DRC giảm dần từ 1,03 trong năm 2013 xuống còn 0,57 trong năm 2016. Đây là khoản thời gian doanh nghiệp triển khai giai đoạn 1 của dự án lốp Radial toàn thép, với tổng vốn đầu tư hơn 1.864 tỷ, trong đó có khoảng 1.152 tỷ đồng là vốn vay thương mại khiến nợ vay tăng cao. Kể từ năm 2014, sản phẩm lốp Radial được bán ra thị trường với doanh thu tăng dần qua các năm, dòng tiền được cải thiện, điều này đã giúp doanh nghiệp trang trải bớt nợ vay, giảm tỷ lệ D/E về 0,57 trong năm 2016.

Trong các năm 2017-2018, tỷ lệ D/E tăng trở lại là do doanh nghiệp tiến hành đầu tư giai đoạn 2 của nhà máy lốp Radial. Giai đoạn 2 với tổng vốn đầu tư khoảng 511 tỷ, trong đó có khoảng 300 tỷ được tài trợ từ vốn vay.



Nguồn: DRC, FPTTS tổng hợp

Về khả năng thanh toán: Trong những năm gần đây, chỉ số khả năng thanh toán hiện hành của DRC tương đối ổn định và luôn lớn hơn 1 thể hiện doanh nghiệp có khả năng thanh toán tốt các khoản nợ ngắn hạn. Hơn nữa, các hệ số về khả năng thanh toán lãi vay (EBITDA/lãi vay; CFO/lãi vay) vẫn ở mức cao, thể hiện DRC hoàn toàn có khả năng thanh toán các chi phí lãi vay phát sinh trong kì.

Trong năm 2018, hệ số dòng tiền hoạt động kinh doanh trên lãi vay (CFO/lãi vay) giảm do (1) dòng tiền hoạt động kinh doanh CFO giảm do chi phí thu mua nguyên vật liệu tăng cao; (2) chi phí lãi vay tăng do tăng vay nợ đầu tư dự án Radial giai đoạn 2.

Với việc giai đoạn 2 của nhà máy lắp Radial công suất 600.000 lốp/năm đã được hoàn thành vào Q4/2018, chúng tôi kì vọng doanh nghiệp sẽ gia tăng sản lượng, tăng trưởng doanh thu, cải thiện dòng tiền, khả năng thanh toán nợ vay tốt hơn, góp phần làm giảm gánh nặng chi phí lãi vay, tăng trưởng lợi nhuận.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

1. Động lực tăng trưởng chính đến từ nhà máy lốp ô tô Radial

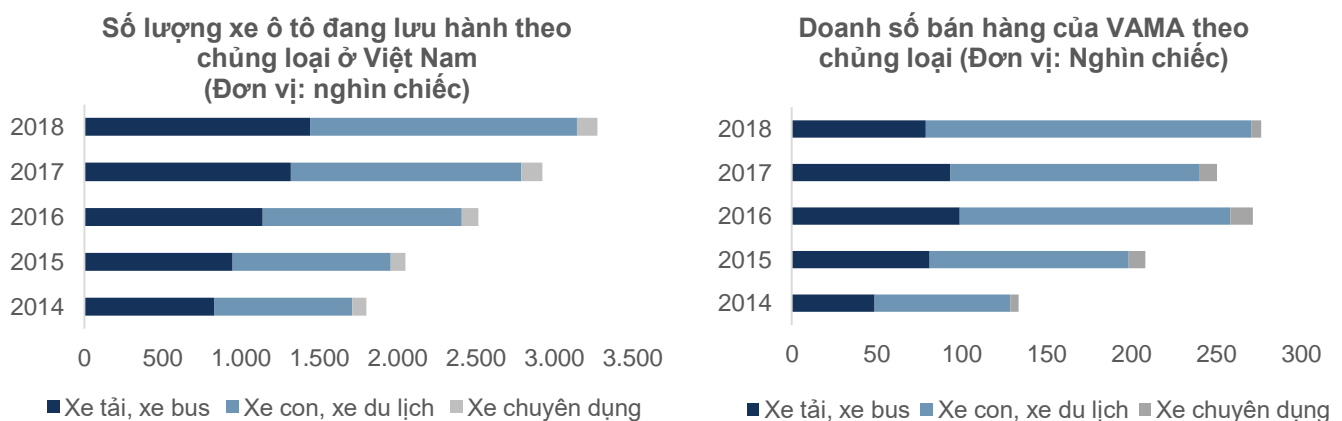
Giai đoạn 2 của nhà máy lốp ô tô Radial toàn thép của DRC vừa được hoàn thành vào Q4/2018, nâng công suất thiết kế lên 600.000 lốp/năm, gấp đôi công suất thiết kế của giai đoạn 1. Đây được xem là động lực tăng trưởng chính của DRC trong thời gian tới. Q1/2019, mảng lốp ô tô Radial của DRC có mức tăng trưởng ấn tượng, đạt 100.719 lốp (+38% yoy), trong đó thị trường tiêu thụ nội địa đạt 30.163 lốp (+24% yoy), thị trường xuất khẩu đạt 70.556 lốp (+45% yoy).

Về giá bán, nhờ thành công từ dự án chuyển giao công nghệ với đối tác Black Donuts Engineering INC - Phần Lan, DRC đã có thể nâng được giá bán lốp ô tô Radial ở thị trường nội địa (Q1/2019, giá bán lốp ô tô Radial tăng 8,34% yoy). Ở thị trường xuất khẩu, việc đàm phán tăng giá với các khách hàng có phần khó khăn hơn, do đó DRC đang nỗ lực đàm phán để có thể tăng giá bán ở các thị trường xuất khẩu nhằm cải thiện tình hình kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian tới.

2. Thị trường tiêu thụ còn nhiều tiềm năng:

+ Thị trường nội địa: Tốc độ phát triển của ngành sản lốp phụ thuộc vào tốc độ phát triển của thị trường phương tiện giao thông vận tải. Theo dự báo của viện nghiên cứu chiến lược, chính sách công thương (IPSI) thì lượng tiêu thụ xe ô tô tại Việt Nam sẽ tăng trưởng nhanh từ nay đến năm 2025, tầm nhìn đến năm 2035. Theo đó, tăng trưởng tiêu thụ xe ô tô sẽ đạt mức 22,6%/năm trong giai đoạn 2018-2025; khoảng 18,5% trong giai đoạn 2025-2035.

Tính riêng trên mảng lốp xe tải - xe bus, trong giai đoạn 2014 – 2018, số lượng xe lưu hành và số lượng xe bán ra theo báo cáo của Hiệp hội các nhà sản xuất ô tô Việt Nam (VAMA) đều tăng trưởng tốt với tốc độ CAGR lần lượt là 14,8%/năm và 12,7%/năm và dự báo sẽ còn tăng trưởng tốt trong những năm tới. Hơn nữa, tỉ lệ sử dụng lốp Radial ở Việt Nam vẫn còn thấp (chiếm khoảng 50% -60%), do đó dư địa phát triển cho mảng này vẫn còn rất lớn.



Nguồn: Cục đăng kiểm, VAMA, FPTTS tổng hợp

Ngoài ra, với chiến lược và quy hoạch phát triển ngành công nghiệp ô tô Việt Nam cho giai đoạn 2020 – 2035 (theo Quyết định số 1168/QĐ-TTg và Quyết định số 1211/QĐ-TTg do Thủ tướng Chính phủ ký năm 2014), mục tiêu đặt ra đối với ngành công nghiệp ô tô Việt Nam đó là sản lượng xe sản xuất trong nước của xe ô tô dưới 9 chỗ, từ 10 chỗ trở lên, xe tải và xe chuyên dùng lần lượt đạt 237.900 chiếc, 29.102 chiếc, 197.017 chiếc và 2.356 chiếc (đến năm 2020). Bên cạnh đó là mục tiêu nâng cao tỉ trọng số lượng xe sản xuất, lắp ráp trong nước phục vụ tiêu thụ nội địa; đồng thời nâng cao tỉ lệ nội địa hoá, khả năng tự sản xuất và cung ứng linh – phụ kiện cho ngành công nghiệp ô tô. Với mục tiêu này, ngành sản xuất săm lốp sẽ có thêm tiềm năng tăng trưởng trong tương lai.

+ Thị trường xuất khẩu: Triển vọng từ các thị trường mới như Ấn Độ, Mỹ, Châu Âu...

Theo dự báo của LMC, nhu cầu lốp xe cho xe con và xe tải nhẹ trên thế giới được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ 4,5% hàng năm, trong đó riêng loại lốp có kích cỡ lớn (dùng cho bánh xe có đường kính vành lớn hơn 17 inch, sản phẩm thế mạnh của DRC) sẽ tăng trưởng nhanh hơn với CAGR đạt 7%. Đây là động lực để DRC đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu trong những năm tới.

Nhằm tránh cạnh tranh trực tiếp với săm lốp Trung Quốc, DRC tập trung vào các thị trường đang áp thuế chống bán phá giá đối với lốp xe ô tô xuất xứ từ Trung Quốc như Brazil (thị trường đang chiếm 41% doanh thu xuất khẩu của DRC) và một số thị trường mới như Ấn Độ, Châu Âu và Mỹ...

Thị trường Ấn Độ:

Theo dự báo của ICRA (Tổ chức thông tin đầu tư và xếp hạng rủi ro Ấn Độ), nhu cầu tiêu thụ lốp xe ô tô ở Ấn Độ có thể đạt tăng trưởng 7-8%/năm trong những năm tới. Riêng đối với lốp xe tải, xe buýt tốc độ tăng trưởng được dự báo ở mức khoảng 5%/năm. Ngoài ra, theo số liệu của ATMA (Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Ấn Độ), tỉ lệ sử dụng lốp xe tải Radial ở Ấn Độ chỉ mới đạt khoảng 25 – 30% và được dự báo sẽ tăng lên khoảng 40 -50% trong những năm tới. Ngoài ra, từ cuối năm 2017, Chính phủ Ấn Độ đã áp dụng mức thuế chống phá giá đối với lốp TBR của Trung Quốc trong vòng 5 năm (mức thuế áp dụng là từ 245 USD/tấn đến 450 USD/tấn) mở ra cơ hội xuất khẩu cho DRC.

Hiện nay, DRC là doanh nghiệp duy nhất của Việt Nam được cấp giấy chứng nhận đạt tiêu chuẩn công nghiệp Ấn Độ (ISI - Indian Standards Institute). Theo quy định, chỉ có doanh nghiệp đạt tiêu chuẩn này mới có thể bán sản phẩm tại Ấn Độ. Do đó, thị trường Ấn Độ được xem là thị trường đầy tiềm năng cho DRC trong thời gian tới.

Thị trường Mỹ:

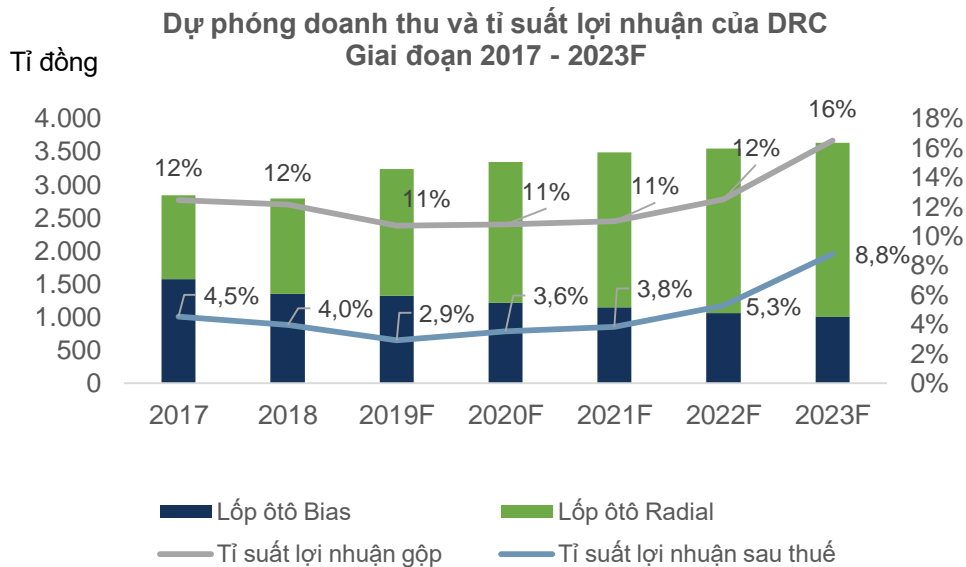
Căng thẳng từ cuộc chiến tranh thương mại Mỹ - Trung mở ra một cơ hội lớn cho các nhà sản xuất săm lốp, trong đó có DRC, xuất khẩu vào thị trường Mỹ. Lốp ô tô Radial của DRC đã đạt chứng nhận tiêu chuẩn an toàn của bộ giao thông vận tải Hoa Kỳ (D.O.T). Trong năm 2019, DRC đã có những bước đi đầu tiên thâm nhập vào thị trường này với lượng tiêu thụ khoảng 1.000 lốp/tháng.

Thị trường Châu Âu:

Tháng 5 năm 2018, Ủy ban Châu Âu (EC) đã quyết định áp dụng thuế chống bán phá giá tạm thời đối với mặt hàng lốp xe khách và xe tải có xuất xứ từ Trung Quốc. Biện pháp chống bán phá giá tạm thời có hiệu lực trong vòng 6 tháng (từ ngày 04 tháng 5 năm 2018 đến ngày 03 tháng 11 năm 2018). Hiện tại, EC vẫn chưa ra kết luận cuối cùng về việc quyết định áp dụng biện pháp chống bán phá giá chính thức. Nếu việc áp dụng thuế chống bán phá giá này được thực hiện, thì đây cũng là một thị trường lớn cho DRC trong thời gian tới.

DỰ PHÓNG

Với những phân tích trên, chúng tôi dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh của DRC trong giai đoạn 2019 – 2023 như sau:



Chúng tôi dự phóng doanh thu của DRC sẽ tăng trung bình khoảng 5% trong giai đoạn 2019 – 2023, chi tiết:

- + Mảng lốp ô tô Radial: chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ lốp ô tô Radial của DRC trong năm 2019 sẽ đạt 480.000 lốp (+30% yoy; +6% KH2019); giá bán lốp ô tô Radial tăng trung bình 3,5% yoy. Từ đó, doanh thu dự phóng cho mảng lốp ô tô Radial đạt khoảng 1.900 tỷ đồng (+33% yoy). Sau đó, doanh thu sẽ tăng trưởng trung bình 8%/năm trong giai đoạn 2020 -2023.
- + Mảng lốp ô tô Bias: Xu hướng radial hóa khiến lượng tiêu thụ lốp Bias bị suy giảm. Do đó, chúng tôi giả định doanh thu lốp ô tô Bias sẽ giảm trung bình 6%/năm từ nay – 2023.
- + Các mảng khác: Doanh thu các mảng khác sẽ tăng trung bình khoảng 3% chủ yếu nhờ tăng trưởng ở sản phẩm lốp xe máy không săm DPLUS.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá DRC sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp và dòng tiền tự do chủ sở hữu. Giá trị cổ phiếu DRC theo 2 phương pháp có mức bình quân là **22.240 VNĐ/cp**, cao hơn **15%** so với mức giá đóng cửa ngày 14/06/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu DRC. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào nếu giá giảm xuống mức 18.500 VNĐ/cp (tương ứng mức sinh lời 20%).

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiếu khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp	24.650	1/2
2	Chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu	19.830	1/2
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)		22.240

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2019	13,07%	Phần bù rủi ro	10%
Chi phí sử dụng nợ 2019 (Kd)	6,55%	Hệ số Beta 2019	0,89
CP sử dụng vốn 2019	18,38%	CAGR LNST 2019-2023	36,00%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,67%	Tăng trưởng dài hạn	2,00%
		Thời gian dự phóng	5 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,07%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	2,00%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ)	3.879.687
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)	300
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	951.356
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.928.631
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	118.793
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	24.650
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	2.355.373
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	19.830
Giá mục tiêu	VND/cp 22.240

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HKĐD	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,551,098	3,837,774	3,970,844	4,143,385
- Giá vốn hàng bán	3,120,380	3,427,291	3,541,317	3,686,420
Lợi nhuận gộp	430,717	410,483	429,527	456,965
- Chi phí bán hàng	112,775	121,880	119,444	118,051
- Chi phí quản lí DN	54,101	58,468	57,300	56,631
Lợi nhuận thuần HKĐD	263,842	230,135	252,783	282,283
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(86,583)	(89,409)	(76,322)	(82,959)
- Lợi nhuận khác	197	213	221	230
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	177,456	140,940	176,682	199,554
- Chi phí lãi vay	49,465	48,269	36,387	37,326
Lợi nhuận trước thuế	177,456	140,513	176,240	199,094
- Thuế TNDN	36,507	28,103	35,248	39,819
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	140,949	112,411	140,992	159,275
- Lợi ích cổ đông thiểu số LNST của cổ đông CT Mẹ	0	0	0	0
EPS (đ)	1,187	860	1,104	1,275
EBITDA	448,056	414,705	449,927	467,577
Khấu hao	270,600	273,765	273,246	268,023
Tăng trưởng doanh thu	-3%	8%	3%	4%
Tăng trưởng LN HKĐD	-3%	-13%	10%	12%
Tăng trưởng EBIT	-15%	-21%	25%	13%
Tăng trưởng EPS	-15%	-28%	28%	15%
Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019F	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.1%	10.7%	10.8%	11.0%
Tỷ suất LNST	4.0%	2.9%	3.6%	3.8%
ROE DuPont	9.2%	7.4%	9.7%	11.7%
ROA DuPont	5.0%	4.3%	6.1%	7.0%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	5.0%	3.7%	4.4%	4.8%
LNST/LNTT	79.4%	80.0%	80.0%	80.0%
LNTT / EBIT	100.0%	99.7%	99.8%	99.8%
Vòng quay tổng tài sản	126.2%	148.2%	171.4%	182.7%
Đòn bẩy tài chính	184.4%	170.9%	159.4%	167.1%

CĐKT	2018	2019F	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	50,924	53,359	208,984	357,317
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	314,894	396,604	409,906	439,416
+ Hàng tồn kho	845,644	791,726	818,067	851,586
+ Tài sản ngắn hạn khác	34,234	35,430	35,985	36,704
Tổng tài sản ngắn hạn	1,420,235	1,277,119	1,472,942	1,685,024
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3,195,286	3,217,899	3,217,899	3,217,899
+ Khấu hao lũy kế	(1,683,634)	(1,956,691)	(2,229,229)	(2,496,545)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1,511,653	1,261,208	988,670	721,354
+ Đầu tư tài chính dài hạn	3,923	3,923	3,923	3,923
+ Tài sản dài hạn khác	65,951	65,951	65,951	65,951
+ Xây dựng cơ bản dở dang	432	432	432	432
Tổng tài sản dài hạn	1,586,955	1,335,011	1,061,766	793,743
Tổng Tài sản	2,832,651	2,612,131	2,534,707	2,478,767
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	27,462	10,404	30,708	32,043
+ Vay và nợ ngắn hạn	243,484	29,679	30,708	32,043
+ Quỹ khen thưởng	0	0	7,370	16,168
Nợ ngắn hạn	525,457	706,640	808,431	882,798
+ Vay và nợ dài hạn	208,028	208,028	149,675	109,509
+ Phải trả dài hạn khác	420	420	420	420
Nợ dài hạn	245,136	208,448	150,095	109,929
Tổng nợ	1,307,498	1,112,359	1,156,710	1,204,647
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	1,187,926	1,187,926	1,187,926	1,187,926
+ LN chưa phân phối	115,210	70,096	-56,552	-170,654
Vốn chủ sở hữu	1,525,152	1,499,772	1,377,997	1,274,120
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	2,832,651	2,612,131	2,534,707	2,478,767

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019F	2020F	2019F
Số ngày phải thu	35.5	34.6	34.6	35.7
Số ngày tồn kho	84.3	84.3	84.3	84.3
Số ngày phải trả	2.8	2.8	2.8	2.8
Thời gian luân chuyển tiền	116.95	116.11	116.11	117.19
COGS / Hàng tồn kho	3.7	4.3	4.3	4.3
Chỉ số TK/đơn bất TC	2018	2019F	2020F	2019F
CS thanh toán hiện hành	1.17	1.60	1.66	1.76
CS thanh toán nhanh	0.38	0.35	0.55	0.73
CS thanh toán tiền mặt	0.05	-0.33	-0.05	0.15
Nợ / Tài sản	0.17	0.10	0.08	0.06
Nợ / Vốn CSH	0.86	0.16	0.13	0.11
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0.16	0.02	0.02	0.02
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0.16	0.14	0.11	0.08
Khả năng TT lãi vay	3.59	2.92	4.86	5.35

Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019F	2020F	2019F
Tiền đầu năm	67,220	50,924	53,359	208,984
Lợi nhuận sau thuế	140,949	105,291	125,677	141,079
+ Khấu hao	270,600	273,765	273,246	268,023
+ Điều chỉnh	(19,331)	(11,481)	(10,421)	(8,090)
+ Thay đổi vốn lưu động	(116,804)	(277,749)	(11,306)	(52,343)
Tiền từ hoạt động KD	226,315	89,826	377,196	348,669
+ Thanh lý tài sản cố định	14,036	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(148,263)	(21,821)	-	-
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	2,669	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	131,558	(21,821)	-	-
+ Cổ tức đã trả	(130,672)	(130,672)	(237,585)	(237,585)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	101,791	74,368	77,415
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	(36,688)	(58,354)	(40,165)
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(110,934)	(65,569)	(221,571)	(200,336)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	246,938	2,436	155,625	148,333
Tiền cuối năm	50,924	53,359	208,984	357,317
<i>Triệu VND</i>				

PHỤ LỤC

- Tiêu chuẩn khí thải EURO 4 là gì?** Theo quyết định 49/2011/QĐ-TTg, từ ngày 1/1/2018, xe ô tô sản xuất, lắp ráp và nhập khẩu mới phải đáp ứng tiêu chuẩn Euro 4 mới được kiểm định, cấp chứng nhận lưu thông. Đây là hệ thống tiêu chuẩn khí thải Châu Âu, quy định về định mức nồng độ các chất gây ô nhiễm có trong khí thải của động cơ đốt trong (CO, NOx, HC, Hạt vật chất, Độ khói, ...) để kiểm soát, hạn chế tác hại của các chất gây ô nhiễm đến môi trường. Tiêu chuẩn khí thải càng cao thì mức quy định về nồng độ của các thành phần khí thải càng thấp.

Năm	Tiêu chuẩn	CO(g/kWh)	HC(g/kWh)	NOx(g/kWh)	PM(g/kWh)	Độ khói (M ⁻¹)
1992	EURO I	4,9	1,23	9,0	0,40	-
1996	EURO II	4,0	1,1	7,0	0,15	-
2000	EURO III	2,1	0,66	5,0	0,13	0,8
2005	EURO IV	1,5	0,46	3,5	0,02	0,5
2009	EURO V	1,5	0,46	2,0	0,02	0,5
2014	EURO VI	1,5	0,13	0,4	0,01	0,5

Ngoài ra, tiêu chuẩn này còn kèm theo một số quy định về các loại phụ tùng đi kèm, trong đó có yêu cầu về lốp xe. Theo đó, lốp dành cho xe tải trọng tải nhẹ và xe du lịch tiêu chuẩn EURO 4 là lốp LTR (Light Truck Radial) và PCR (Passenger Car Radial).

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS 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 FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS 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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 22 cổ phiếu DRC và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu DRC nào.