

**DRC-TRUNG LẬP**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 22/06/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	20.650
Vốn hoá (tỷ đồng)	2.488
KLGD bình quân 15p	487.000
% sở hữu nước ngoài	9,1 %
Giá mục tiêu	21.700
Upside	+5.1%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

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

**Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS**

[https://vcbs.com.vn/trung\\_tam\\_phan\\_tich](https://vcbs.com.vn/trung_tam_phan_tich)

**Triển vọng 2023:**

- Biên gộp cải thiện** nhờ vào giá NVL đầu vào đặc biệt là giá cao su tự nhiên ở vùng thấp trong 2 năm vừa qua và NM radial đang hoạt động vượt CSTK.
- NM GD 3 mở rộng:** dự kiến DRC sẽ tăng công suất lớp Radial lên 67% và dự kiến tháng 11/2023 sẽ đi vào sản xuất. DRC sẽ tăng và đạt công suất thiết kế lên 750.000 lớp cuối 2023 và 1 triệu lớp vào 2024. (2022: tiêu thụ đạt 122% CSTK).
- Tiếp tục hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu Mỹ khi các đối thủ cạnh tranh phải chịu mức Thuế CBPG.
- Lũy kế 5T.2023, DTT đạt 1.924 tỷ đồng (hoàn thành 38% KH) và LNTT đạt 68,4 tỷ đồng (hoàn thành 21% KH)**

**Rủi ro:**

- Rủi ro **cao su tự nhiên (CSTN) tăng giá do nhu cầu tăng cao tại Trung Quốc** khi mở cửa trở lại, giá cao su tổng hợp (CSTH) cũng tăng cùng xu hướng giá dầu.
- Nguồn cung lớp ô tô tăng cao** khi Trung Quốc thực hiện mở cửa kinh tế cũng như hoạt động lại của các DN sản xuất lốp lớn từ Trung Quốc trong khi nhu cầu toàn cầu giảm do kinh tế suy yếu.
- Rủi ro **TQ chuyển NM sang các nước không bị Mỹ áp Thuế CBPG** sẽ tạo áp lực cạnh tranh lớn về giá thành với lốp Việt Nam tại thị trường Mỹ.
- Ngắn hạn gặp rủi ro từ thị trường XK Brazil với chính sách Thuế CBPG bảo hộ lốp nội địa.

**Dự phóng 2023-2024:** Chúng tôi ước tính DTT của DRC trong 2023 sẽ đạt 5.318,8 tỷ đồng (+8,6% yoy). LNST CĐ mẹ đạt 208,2 tỷ đồng (-32,5% yoy). Tương ứng mức P/E 2023 là 12,8x lần với giá định như sau: (1) sản lượng radial tiêu thụ đạt 820,9 ngàn lớp (+12,0% yoy) và bias đạt 530,4 ngàn chiếc (-13,6% yoy), (2) giá bán trung bình tăng 5,0% và (3) biên lợi nhuận gộp đạt mức 14,7%, giảm 1,9% sv 2022 do tỷ trọng lốp nội địa bị sụt giảm và tỷ trọng lốp XK tăng lên cao.

**Khuyến nghị:** Tại mức giá 20.650 đồng/cp, DRC đang được giao dịch với P/E năm 2022 là 12,8x lần. Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu DRC với giá mục tiêu **21.700 đồng/cp** (upside 5,1%).

Chỉ tiêu tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	3,858	3,647	4,380	4,899	5,319	5,873
+/- yoy (%)	8.6%	-5.5%	20.1%	11.9%	8.6%	10.4%
LNST (tỷ đồng)	251	256	291	308	208	289
+/- yoy (%)	77.7%	2.3%	13.5%	6.1%	-32.5%	38.9%
VCSH (tỷ đồng)	1,632	1,687	1,774	1,911	1,957	2,021
Nợ/TTS (%)	39.7%	30.6%	43.4%	44.1%	44.6%	43.0%
TS LN gộp (%)	14.8%	16.4%	17.1%	16.6%	14.7%	15.8%
TS LN ròng (%)	6.5%	7.0%	6.6%	6.3%	3.9%	4.9%
ROA – TTM (%)	9.0%	10.0%	10.4%	9.4%	6.0%	8.2%
ROE – TTM (%)	15.9%	15.4%	16.8%	16.7%	10.8%	14.5%
EPS - TTM (đồng)	2,109	2,158	2,448	2,597	1,753	2,435
BVPS (đồng)	13,704	14,162	14,879	16,070	16,450	16,980

## CẬP NHẬT KQKD

**Q1.23: KQKD kém khả quan, biên gộp thu hẹp và chi phí tăng cao khiến LN giảm mạnh 61,4% yoy**

**KQKD Q1.2023:** DTT đạt 1.112,7 tỷ đồng (-13,3% yoy), LNST CT mẹ đạt 25,4 tỷ đồng, giảm mạnh 61,4% yoy.

DT Q1 giảm chủ yếu do DT lớp ô tô tải nhẹ giảm mạnh, cụ thể ô tô tải nhẹ giảm 48,4% yoy và ô tô tải nặng giảm 54,6% yoy. Đây là quý thứ 2 lớp bias bị sụt giảm mạnh sv cùng kỳ và chưa có dấu hiệu phục hồi.

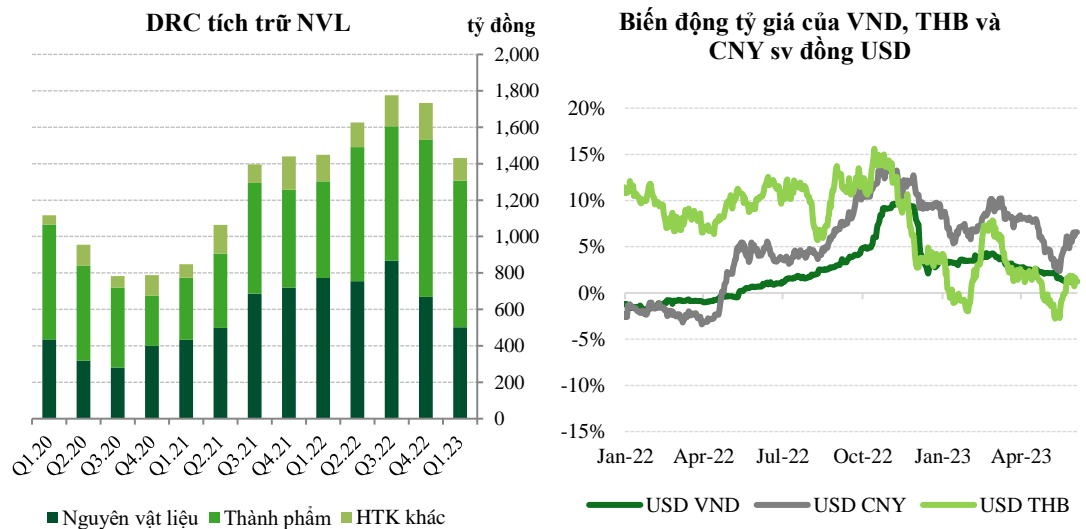
❖ **Xét theo địa lý** thì do DT nội địa tiếp tục sụt giảm, đây cũng là quý thứ 2 DT nội địa giảm một nửa sv cùng kỳ. DT XK vẫn tăng trưởng tốt, tăng 34,4%.

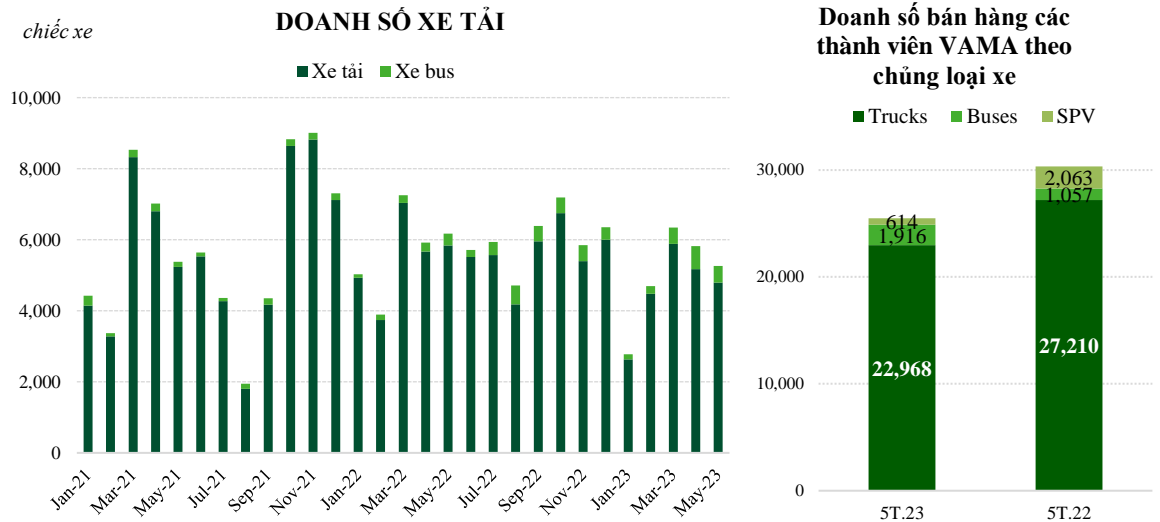
**Nội địa:** sức mua yếu đồng thời cạnh tranh tại nội địa với lớp Trung Quốc liên tục giảm giá sản phẩm đã ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của DRC.

**Xuất khẩu:** nhìn chung XK vẫn tăng trưởng tốt nhờ DRC nỗ lực mở rộng các thị trường XK mới bù đắp cho sản lượng tại thị trường Brazil bị giảm mạnh. DRC gặp áp lực cạnh tranh do Brazil tái áp Thuế CBPG từ 0% lên mức 16%. Brazil chiếm tỷ trọng ~ 50-60% DT XK của DRC, hiện nay giảm chỉ còn ~ 30%. Trong khi đó tại Brazil DRC giảm giá sản phẩm ~ 5%. Việc Brazil tái áp Thuế này nhằm bảo hộ cho ngành sản phẩm nội địa của mình.

**ASP:** Radial có giá bán bình quân giảm 5,4% yoy, trong khi giá bán bình quân của Bias tăng 7,9% yoy có thể do cơ cấu sản phẩm bias thay đổi do tỷ trọng lớp tải nhẹ và tải nặng giảm nên giá bán bq tốt hơn. Tuy nhiên giá thành của Radial lại giảm ít hơn (giảm 1,1% yoy) sv giá bán dẫn đến biên gộp Radial bị thu hẹp đáng kể, chỉ còn 9,9% sv mức 13,9% Q1.22 và 15,9% trong Q4.22. Giá thành của Bias cũng tăng cao hơn sv mức tăng của giá bán, tăng 7,9% nên biên gộp giảm còn 13,7% (sv Q1.22: 19,4% và Q4.22: 19,3%).

Chúng tôi cho rằng DRC bị áp lực từ 2 yếu tố dẫn đến giảm biên gộp như đã phân tích trong BC trước: **(1) DRC trữ tồn kho NVL giá cao** và **(2) áp lực giảm giá sản phẩm radial xuất khẩu** khi so sánh mất giá đồng nội tệ so với đối thủ lớn lớp Trung Quốc. Điểm tích cực là lượng tồn kho NVL đã giảm bớt, tuy nhiên tồn kho thành phẩm vẫn còn khá cao.

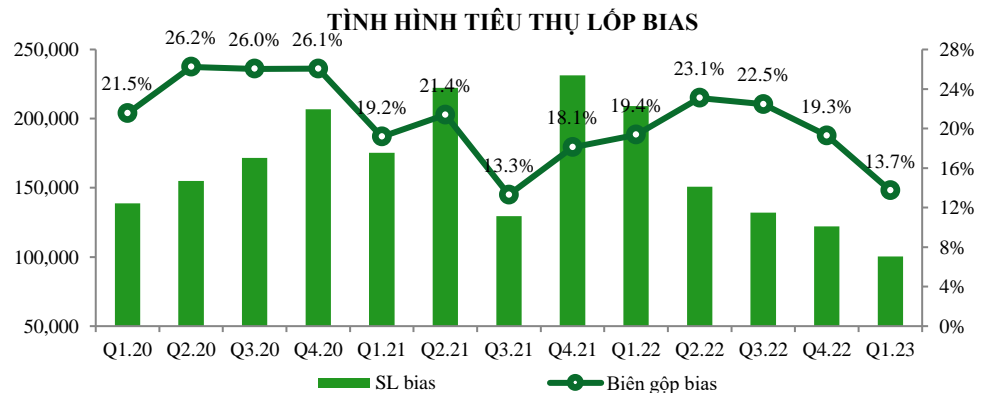
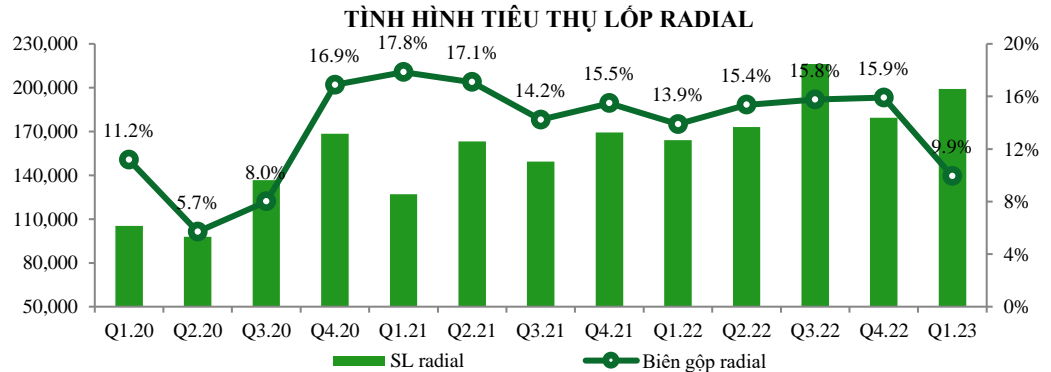


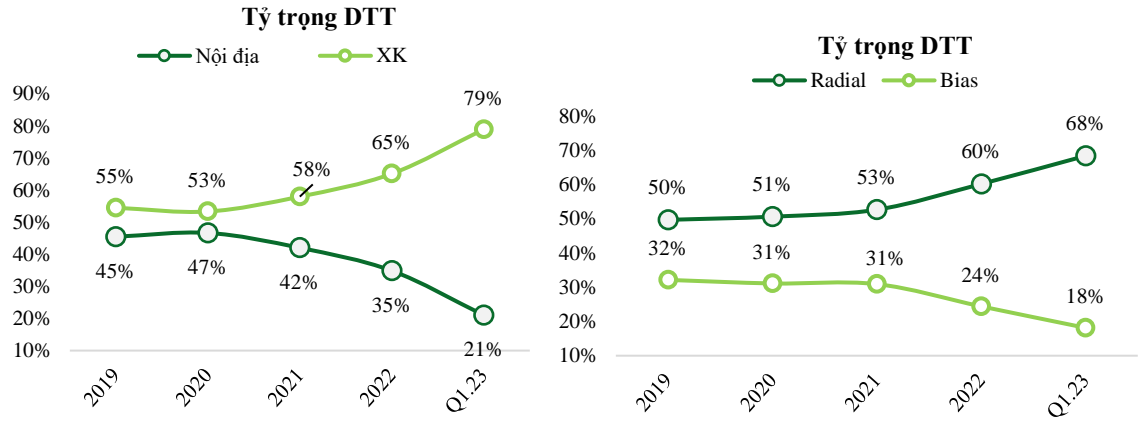


Nguồn: Bloomberg, VAMA, DRC, Vcbs tổng hợp

❖ Theo cơ cấu sản phẩm:

- **Lớp Radial:** DT tăng trưởng 14,8% yoy nhờ sản lượng tăng 21,3% yoy đạt 199,1 ngàn lốp. Trong đó sản lượng XK rất tích cực, tăng trưởng 42,4% đạt 181,5 ngàn lốp, tuy nhiên sản lượng nội địa lại giảm mạnh 52% yoy, chỉ đạt 17,7 ngàn lốp.
- **Lớp Bias:** DT giảm mạnh 48,2% yoy do sản lượng Bias chung giảm 52% yoy đạt 100,4 ngàn lốp, trong đó các dòng sản phẩm bias đều giảm mạnh. Đây là mức sản lượng thấp nhất của Bias từ trước đến nay của DRC. Chúng tôi cho rằng xu hướng chuyển sang lớp Radial của thị trường nội địa ngày càng rõ nét, tuy nhiên tại thị trường nội địa có vẻ DRC đã không cạnh tranh được với đối thủ tại sản nhà. Nếu xu hướng này tiếp diễn và DRC không có giải pháp cải thiện thì sẽ ảnh hưởng khá lớn đến hiệu quả kinh doanh của DRC trong khi thị trường nội địa có biên gộp khá tốt hơn so với thị trường xuất khẩu.





Nguồn: DRC, Vcbs tổng hợp

## DHCD 2023

### DHCD 2023

**Phân phối LN 2022:** chi phần còn lại cổ tức bằng tiền 13%, ngày GDKHQ 09/06/2023. Như vậy, 2022 DRC đã chia cổ tức bằng tiền chiếm 70% LNST 2022.

**Kế hoạch 2023:** DRC đặt DT tăng trưởng 3,3% và LNTT giảm 14,6% so với thực hiện năm 2022.

**Việc NM Radial GD 2:** theo BLĐ DRC thì hiện tại đã chạy vượt công suất thiết kế nhiều, tuy nhiên tình hình năm 2023 dự kiến khó khăn hơn năm ngoái, thị trường cần hấp thu sản lượng trong khi đang đối mặt với khủng hoảng thừa. Công tác phòng cháy có ảnh hưởng đến tiến độ dự án. Dự kiến đến cuối 2023 sẽ đưa vào lắp đặt một số hạng mục máy móc, phần còn lại sẽ hoàn tất và đưa vào sử dụng giữa năm 2024. Cuối năm 2024 sẽ hoàn thành nâng công suất lên 1 triệu lớp/năm.

Đến 2025 có thể nâng công suất lên 1 triệu lớp nữa.

### KQKD 5T.2023

Theo ước tính của BLĐ DT tháng 4 tháng 5 đạt tương ứng 410 tỷ và 401 tỷ đồng. LNTT tương ứng 18 tỷ và 21 tỷ đồng.

Như vậy, lũy kế 5T.2023, DTT đạt 1.924 tỷ đồng (hoàn thành 38% KH) và LNTT đạt 68,4 tỷ đồng (hoàn thành 21% KH).

**Kỳ vọng thị trường Brazil XK sẽ khởi sắc hơn cho 2H.2023:** theo BLĐ hiện nay DRC đang hoàn thiện lắp đặt MMTB để có công suất 1 triệu lớp PCR cho thị trường Brazil. Với chi phí đầu tư thêm máy móc không lớn và có khả năng cung ứng 100.000 lớp PCR/1 tháng cho Brazil (hiện nay chỉ đáp ứng được 12-20.000 lớp/tháng). Mục tiêu trong tháng 7 có sản lượng lớp PCR cung ứng cho Brazil.

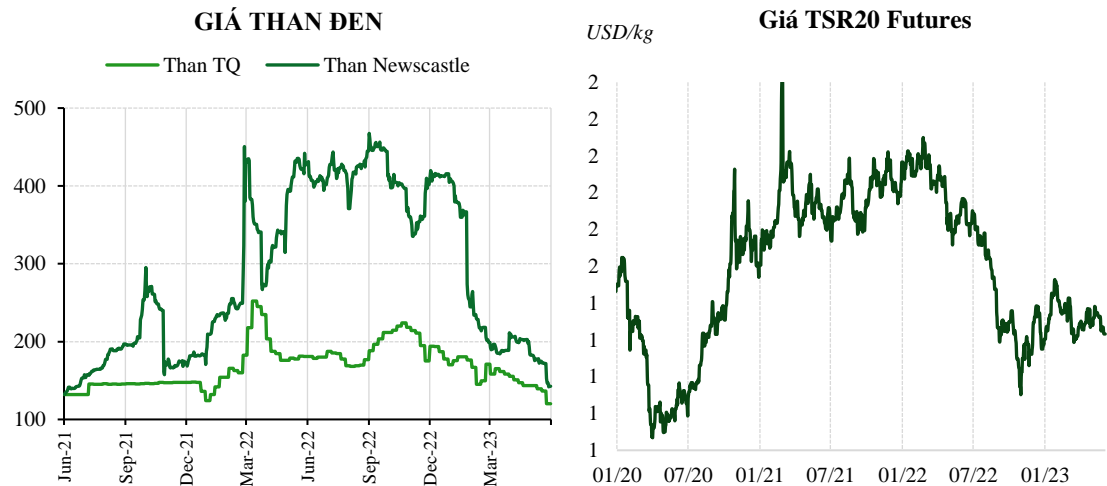
### TRUNG LẬP: giá mục tiêu đạt 21.700 đồng/cp

#### Triển vọng 2023:

- **Biên gộp cải thiện** nhờ vào giá NVL đầu vào đặc biệt là giá cao su tự nhiên ở vùng thấp trong 2 năm vừa qua và NM radial đang hoạt động vượt CSTK. Biên LNG 2023 tiếp tục được hỗ trợ do chi phí khấu hao NM GD 3 chưa ảnh hưởng đến LN 2023.
- **NM GD 3 mở rộng:** do tiến độ NM bị chậm hơn so với dự kiến ban đầu, như vậy DRC sẽ tăng công suất lớp Radial lên 67% và 2H.2024 sẽ đi vào sản xuất. CS tăng lên 1 triệu lớp vào cuối 2024. (2022: tiêu thụ đạt 122% CSTK).
- Tiếp tục hưởng lợi từ thị trường xuất khẩu chính của DRC là Brazil và Mỹ khi các đối thủ cạnh tranh phải chịu mức Thuế CBPG.

## Rủi ro:

- Rủi ro cao su tự nhiên tăng giá do nhu cầu tăng cao tại Trung Quốc khi mở cửa trở lại, giá CSNT cũng tăng cùng xu hướng giá dầu. Triển vọng giá cao su tự nhiên 2023 chúng tôi cho rằng giá sẽ phục hồi do nhu cầu từ TQ gia tăng mạnh kể từ Q2.23 sẽ tạo ảnh hưởng tiêu cực đến biên gộp của ngành lốp.
- Nguồn cung lốp ô tô tăng khi Trung Quốc thực hiện mở cửa kinh tế cũng như hoạt động lại của các DN sản xuất lốp lớn từ Trung Quốc trong khi nhu cầu toàn cầu giảm do kinh tế suy yếu.
- Rủi ro TQ chuyển NM sang các nước không bị Mỹ áp Thuế CBPG sẽ tạo áp lực cạnh tranh lớn về giá thành với lốp Việt Nam tại thị trường Mỹ. Tháng 7.2022 Sailun mở NM tại Campuchia với công suất 7 triệu lốp PCR và 3 triệu lốp TBR. (Sailun xếp hạng thứ 14 doanh số lốp toàn cầu). NM tại Campuchia là NM thứ 6 và là NM thứ 2 đặt tại nước ngoài sau NM đầu tiên tại Việt Nam.
- Giá NL đầu vào như CSTN và than đen tiếp tục diễn biến tích cực.



Nguồn: ANRPC, Bloomberg, Vcbs dự phóng

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

	2023 cũ	2024 cũ	2023F	2024F
SL Radial	791.582	870.740	820.900	944.034
% yoy	8,0%	10,0%	12,0%	15,0%
SL Bias	658.797	686.248	530.426	484.891
% yoy	7,3%	4,2%	-13,6%	-8,6%
Biên gộp Radial	15,8%	15,5%	13,5%	15,5%
Biên gộp Bias	20,7%	18,8%	18,6%	15,8%

Như vậy, DTT của DRC ước tính trong 2023-24 sẽ đạt 5.318,8 tỷ đồng (+8,6% yoy) và 5.872,9 tỷ đồng (+10,4% yoy). LNST CĐ mẹ đạt 208,2 tỷ đồng (-32,5% yoy) và 289,2 tỷ đồng (+38,9% yoy), tương ứng EPS đạt 1.613 đồng và 2.240 đồng/cp.

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của DRC đạt 21.756 đồng/cp theo phương pháp DCF

Chi phí sử dụng vốn	
Beta	0.90
Rf	4.3%
Equity Risk Premium	11.1%
Cost of equity	14.3%
Cost of debt before tax	11.0%
Tax rate	20.0%
Long term growth rate (g)	0.5%
<b>WACC</b>	<b>14.2%</b>

Chiết khấu theo FCF:	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBITAT (NOPAT)	258,974	352,743	421,508	503,425	596,366
Khấu hao	169,452	172,302	175,585	166,856	153,607
Thay đổi vốn lưu động	(71,199)	(125,682)	(121,852)	(198,866)	(239,323)
Đầu tư tài sản cố định	(108,377)	(278,295)	(117,018)	(38,076)	(26,604)
<b>FCFF</b>	<b>265,877</b>	<b>129,353</b>	<b>382,733</b>	<b>462,988</b>	<b>517,164</b>
Giá trị hiện tại của FCF	235,548	100,388	260,209	275,748	269,828
Tăng trưởng dài hạn (FCFF)	0.5%				
(Terminal value)	1,141,721				
Hiện giá của FCF và TV	1,986,334				
Cộng: Tiền	3,128,055				
Trừ: Nợ vay	249,790				
Giá trị vốn cổ phần	(797,500)				
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	<b>2,584,484</b>				
SLCP lưu hành (triệu cổ phiếu)	119				
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>21,756</b>				

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

**Trần Minh Hoàng**  
Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu  
[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Lê Đức Quang, CFA**  
Trưởng nhóm PT Ngành – Doanh nghiệp  
[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

**Nguyễn Thị Thu Hằng**  
Chuyên viên phân tích  
[ntthang-hcm@vcbs.com.vn](mailto:ntthang-hcm@vcbs.com.vn)

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

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