

BÁO CÁO CẬP NHẬT CƠ HỘI ĐẦU TƯ

Mua

19/03/2021

Giá mục tiêu VND 32,300

Tăng/giảm (%)	12.8%
Giá hiện tại (18/03/2021)	VND 28,550
Vốn hóa thị trường (tỷ VNĐ)	3,392

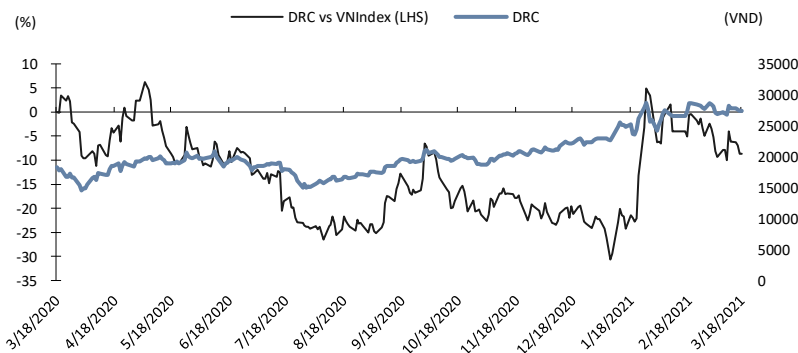
Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	46.0%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	47.3/2.1
Sở hữu nước ngoài còn lại (%)	37.9%
Cổ đông lớn nhất	VINACHEM 50.51%

Dự phóng KQKD & định giá

Năm	2018A	2019A	2020A	2021F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	3,551	3,858	3,647	4120.3
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VNĐ)	177	312	322	438
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	141	251	256	352
EPS (VNĐ)	1,187	2,109	2,158	2963
Tăng trưởng EPS (%)	-15.1	77.7	2.3	37.3
P/E (x)	24.1	13.5	13.2	9.6
P/B (x)	2.2	2.1	2.0	1.9
ROE (%)	9.2	15.9	15.0	19.3
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	4.7	2.2	5.5	5.5

Biểu đồ 1: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với mã cổ phiếu DRC, doanh nghiệp sản xuất lốp xe hàng đầu Việt Nam với hai loại sản phẩm chủ lực là lốp Radial và lốp Bias. Giá mục tiêu 32,300VNĐ/cp cho triển vọng 12 tháng.

THÔNG TIN CẬP NHẬT

Kết quả kinh doanh 2020 khả quan hơn dự báo. Trong năm 2020, DRC ghi nhận kết quả kinh doanh đáng khích lệ với lợi nhuận đạt 256.5 tỷ đồng (+2.4% YoY) và doanh thu 3,647 (-5.5% YoY) dù bị ảnh hưởng bởi dịch bệnh Covid-19 trong những tháng đầu năm. Kết quả kinh doanh khả quan chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi tích cực, đặc biệt tại thị trường xuất khẩu, cùng với giảm chi phí khấu hao và lãi vay.

Kế hoạch mở rộng nhà máy giúp tăng gấp đôi công suất lốp Radial lên 1.2 triệu lốp/năm.

Với việc hiệu suất hoạt động nhà máy Radial hiện tại của DRC sớm đạt 100% nhờ nhu cầu hồi phục, kế hoạch tăng công suất lốp radial (Giai đoạn 3) từ 600,000 chiếc/năm hiện tại lên 1.2 triệu vào năm 2024 sẽ mở ra giai đoạn tăng trưởng mới và bền vững cho DRC về dài hạn. Chi phí đầu tư cơ bản để mở rộng công suất ước tính khoảng 700 tỷ đồng, chỉ bằng 1/3 so với 2 giai đoạn đầu vì tận dụng được nhà máy và một số thiết bị hiện có giúp tỷ lệ chi phí vốn đầu tư cơ bản/lốp xe cho giai đoạn 3 thấp hơn nhiều so với 2 giai đoạn đầu.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận thuần năm 2021 thêm 14.4% lên 352.7 tỷ đồng do chi phí khấu hao cắt giảm lớn hơn trong dự báo trước sau khi cho rằng DRC sẽ giữ nguyên chính sách khấu hao hiện tại và tăng 20.5% giá mục tiêu lên 32,300 VNĐ/cp dựa theo phương pháp DCF sau khi tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn lên 1.5% và giảm WACC khi xem xét lại các triển vọng cũng như rủi ro có thể phát sinh.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

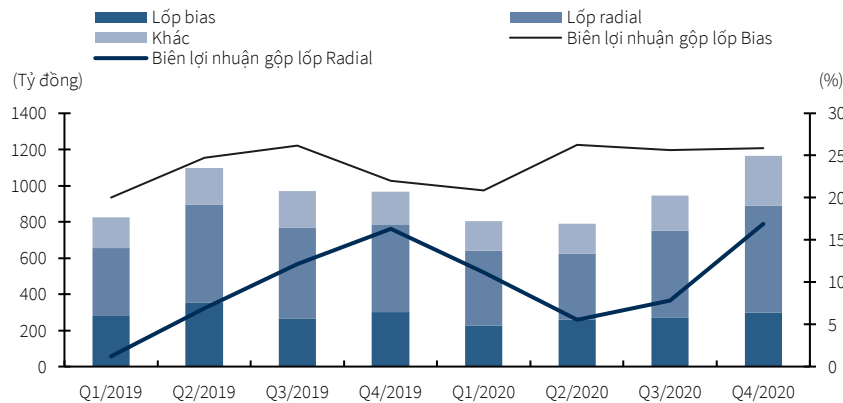
Kết quả kinh doanh khả quan nhờ sản lượng tiêu thụ tích cực, giảm chi phí khấu hao máy móc của cơ sở sản xuất lớp radial Giai đoạn 1

Trong Q4/2020, kết quả kinh doanh ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ và sản lượng tiêu thụ vượt mức trước thời điểm Covid-19

Năm 2020, DRC công bố kết quả kinh doanh với lợi nhuận đạt 256.5 tỷ đồng (+2.4% YoY), doanh thu 3,647 (-5.5% YoY) và biên lợi nhuận gộp đạt 16.4%, tăng so với mức 14.8% cùng kỳ. Tình hình kinh doanh có sự tăng tốc trong các tháng cuối năm sau khi bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu sụt giảm bởi ảnh hưởng từ dịch Covid-19 và chi phí bán hàng cao khi cạnh tranh gia tăng. Sản lượng xuất khẩu năm 2020 ghi nhận sự tăng trưởng mạnh mẽ tại hầu hết thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ và Brazil, trong đó sản lượng xuất khẩu lớp Bias và Radial lần lượt tăng 19% yoy và 3% yoy so với năm 2019.

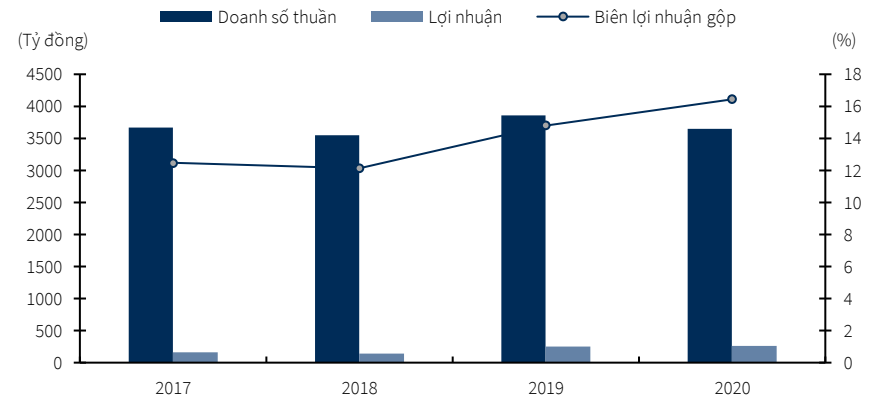
DRC ghi nhận kết quả kinh doanh Q4/2020 với lợi nhuận sau thuế đạt 109.5 tỷ đồng (+35.6% YoY) và doanh thu đạt 1,108 tỷ đồng (+14.5% YoY), biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 15.3% (so với mức 15.1% của Q4/2019). Trong đó, doanh thu từ mảng lớp Radial tăng mạnh 31.9% và mảng lớp Bias, xe máy, xe đạp ghi nhận tăng lần lượt 15.9%, -1.6%, -12.6% so với cùng kỳ. Kết quả kinh doanh ấn tượng chủ yếu nhờ vào tình hình xuất khẩu tăng trưởng khả quan. Sản lượng xuất khẩu lớp Radial chiếm tới 81% tổng sản lượng tiêu thụ lớp Radial trong quý 4 (tăng 40% so với cùng kỳ) và sản lượng xuất khẩu lớp Bias chiếm 41% tổng sản lượng tiêu thụ lớp Bias (tăng 84% so với quý 4/2019)

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu DRC (Tỷ đồng, %)



Nguồn: DRC

Biểu đồ 3. Kết quả kinh doanh DRC 2017-2020 (Triệu đồng, %)



Nguồn: DRC

Kế hoạch mở rộng nhà máy giúp tăng gấp đôi công suất lốp Radial lên 1.2 triệu lốp/năm.

Theo chia sẻ của ban lãnh đạo, trong năm 2020 thị trường xuất khẩu mở rộng đã thúc đẩy sản lượng sản xuất của DRC tiến sát mức công suất thiết kế, cùng với nhu cầu lốp radial được dự báo tăng nên lãnh đạo Công ty đang lên phương án khởi động dự án nâng cao công suất của nhà máy radial từ 600,000 lốp/năm lên 1-1,2 triệu lốp/năm ngay năm 2021 này. Việc mở rộng dự kiến sẽ hoàn thành vào cuối năm 2023, theo đó, sẽ mở ra cơ hội tăng trưởng mới cho DRC bắt đầu từ năm 2024, đặc biệt đẩy mạnh tiêu thụ tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và Brazil và tìm cách khai khác tại thị trường EU đầy tiềm năng.

Chi phí đầu tư cơ bản giai đoạn 3 dự kiến khoảng 700 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với 2 giai đoạn đầu nhờ tận dụng được nhà máy và một số thiết bị hiện có. Theo đó, tỷ lệ chi phí vốn đầu tư cơ bản/lốp xe cho giai đoạn 3 chỉ bằng 1/3 so với 2 giai đoạn đầu, giúp cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong dài hạn.

Chúng tôi cho rằng kế hoạch trên còn phụ thuộc vào quyết định của cổ đông mẹ Vinachem và sẽ được trình tại ĐHCĐ năm 2021. Thực tế, phương án nâng công suất nhà máy đã được cổ đông công ty thông qua từ các năm trước. Tuy nhiên kế hoạch trên bị trì hoãn do vấn đề tài chính và cần xem xét kỹ lưỡng về giá bán cũng như hiệu quả mang lại.

Bảng 1. Vốn đầu tư cho các nhà máy radial

	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (nghìn đơn vị sp/năm)	Vốn/đơn vị SP (nghìn đồng)
Giai đoạn 1+2	2100	600	3500
Giai đoạn 3	700	600	1167

Nguồn: DRC, KB Securities Vietnam

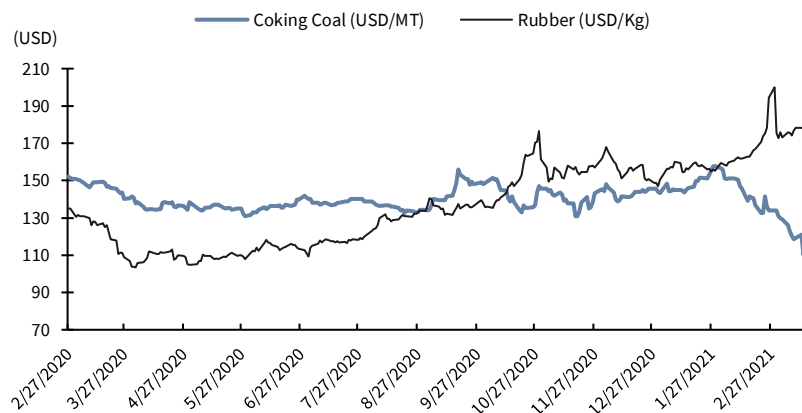
Cổ tức tiếp tục được duy trì nhưng có thể ở mức thấp hơn dự kiến

Việc Công ty đang lên kế hoạch mở rộng công suất nhà máy Radial có thể ảnh hưởng đến chính sách chi trả cổ tức trong thời gian tới. Tuy nhiên, Cổ đông lớn nhất của DRC là Vinachem thường yêu cầu chi trả cổ tức tiền mặt ngay cả trong các giai đoạn đầu tư lớn cho giai đoạn 1 và 2. Do đó theo dự báo của chúng tôi, trong kịch bản DRC thực hiện mở rộng công suất, mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt có thể được duy trì ở mức 1,000 – 1,500 VNĐ/cp trong giai đoạn năm 2020 - 2025, thấp hơn so với báo cáo trước.

Biến động giá nguyên liệu đầu vào

Giá cao su trong quý 4/2020 biến động ở mức cao, tăng 13% so với giá trung bình năm 2019 và sau đó tăng vọt thêm 20% trong nửa cuối tháng 2 năm 2021. Mặc dù giá cao su đã hạ nhiệt trong nửa đầu tháng 3/2021 nhưng vẫn duy trì ở mức giá cao so với 2020. Việc giá cao su cùng với giá dầu liên tục tăng sẽ ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận gộp trong 1H/2021. Tuy nhiên, giá các nguyên liệu khác như than đen và hóa chất đang có xu hướng giảm sẽ giúp bù đắp phần nào cho mức tăng của giá cao su.

Biểu đồ 6. Diễn biến giá cao su, giá than (USD)



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

ĐỊNH GIÁ

DỰ PHÓNG KQKD 2021

Chúng tôi điều chỉnh tăng lợi nhuận thuần năm 2021 thêm 14.4% lên 352.7 tỷ đồng để phản ánh chi phí khấu hao cắt giảm lớn hơn trong dự báo trước sau khi cho rằng DRC sẽ giữ nguyên chính sách khấu hao hiện tại và giữ nguyên doanh thu dự phóng ở mức 4,096 tỷ đồng.

Trong dự báo trước đó, trên quan điểm thận trọng chúng tôi giả định rằng thời gian khấu hao máy móc nhà máy Radial giai đoạn 2 được rút ngắn sau khi máy móc giai đoạn 1 đã trích hết khấu hao và công ty chưa mở rộng công suất trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo động thái gần đây DRC có vẻ sẽ giữ nguyên chính sách kế toán hiện tại. Do đó, với việc điều chỉnh lại thời gian khấu hao, chi phí khấu hao của nhà máy Radial giai đoạn 2 sẽ giảm từ 64 tỷ đồng trong dự báo trước về 30 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** với DRC, giá mục tiêu 32,300VND/CP, tiềm năng tăng giá 12.8% so với mức giá đóng cửa ngày 18/03/2021, dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF sau khi điều chỉnh tăng lợi nhuận thuần năm 2021, tăng tốc độ tăng trưởng dài hạn từ 0.5% lên 1.5% khi kỳ vọng vào triển vọng tăng trưởng dài hạn được cải thiện và giảm WACC sau khi xem xét lại các rủi ro có thể phát sinh. Cổ phiếu DRC hiện đang giao dịch với FY21 P/E bằng 9.6x.

KHOI PHAN TICH CONG TY CHUNG KHOAN KB VIET NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh
trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng
tungla@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh
anhhttp@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu
hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng
tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga
ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu
hieunn@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim
harrison.kim@kbfkg.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung
dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dầu khí – Nguyễn Thanh Danh
danhnt@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên đọc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.