

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (HSX: DRC)

Giảm chi phí nguyên vật liệu là chìa khóa

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.113	1.114	-0,1%	1.284	-13,3%
Lợi nhuận sau thuế	25	82	-69,0%	66	-61,4%
EBIT	36	111	-67,3%	85	-57,0%
Tỷ suất EBIT	3,3%	10,0%	-670 bps	6,6%	-333 bps

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Q1/2023 – Lợi nhuận ròng sụt giảm do cạnh tranh khốc liệt từ Trung Quốc

- Doanh thu thuần hợp nhất Q1/2023 giảm -13,3% YoY xuống 1.113 tỷ đồng không chỉ do thị trường trong nước suy yếu mà còn do mức nền cơ sở của Q1/2022 cao.
- Lợi nhuận gộp giảm mạnh -42,3% YoY xuống 115 tỷ đồng, tương đương với biên lợi nhuận gộp là 10,3%, do giá bán thấp hơn và chi phí đầu vào cao. Mặc dù công ty được hưởng tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thấp hơn nhờ chi phí kho vận giảm, điều này không thể giúp bù đắp phần giảm của lợi nhuận gộp. Do đó, LNST-MI Q1/2023 là 25 tỷ đồng (-61,4% YoY).
- Q1 2023, DRC đã hoàn thành 22% kế hoạch doanh thu và 9% kế hoạch lợi nhuận ròng năm 2023.

Q2 2023 và triển vọng cả năm – Chi phí đầu vào giảm sẽ bù đắp phần nào những khó khăn từ thị trường Trung Quốc

Trong Q2 2023, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 1.233 tỷ đồng (+10,8% QoQ, +7,4% YoY) và 72 tỷ đồng (+181,9% QoQ, -14,6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng doanh thu Q2 2023 sẽ chuyển biến tích cực nhờ sản lượng bán ra cao hơn sau khi DRC điều chỉnh giảm giá bán. LNST-MI dự kiến tiếp tục tăng trưởng âm theo năm nhưng cải thiện mạnh so với Q1 2023 nhờ chi phí nguyên vật liệu dự kiến giảm theo quý.

Chúng tôi kỳ vọng rằng kết quả kinh doanh sẽ cải thiện theo từng quý trong năm 2023, được hỗ trợ bởi xu hướng giảm của chi phí đầu vào và sự phục hồi dự kiến của nền kinh tế Việt Nam trong nửa cuối năm 2023 bất chấp sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc. Doanh thu thuần hợp nhất và LNST của DRC năm 2023 được dự đoán lần lượt ở mức 4.934 tỷ đồng (+0,7% YoY) và 277 tỷ đồng (-10,1% YoY). EPS tương đương là 2.193 đồng.

Định giá và khuyến nghị

Kết hợp giữa FCFF (50%) và so sánh bội số (PER) (50%), giá mục tiêu của chúng tôi cho DRC là 20.300 đồng, thấp hơn thị giá đóng cửa ngày 02/06/2023 là -9%. Bù lại, DRC duy trì chính sách cổ tức khá ổn định, với tỷ lệ chi trả bình quân trong năm năm gần nhất là ~64%. Cho 12 tháng tới, mức cổ tức kỳ vọng nhận đc là 1,400 đ/cp, tương ứng tỷ suất 6%.

Chúng tôi cho rằng DRC là một khoản đầu tư phù hợp theo “chiến lược đầu tư cổ tức”. Với quan ngại điều kiện kinh doanh kém thuận lợi có thể ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của DRC trong vài quý tới, chúng tôi cho rằng nhà đầu tư theo chiến lược hưởng chênh lệch giá tạm thời quan sát trong ngắn hạn. Nhà đầu tư ưa thích cổ tức ổn định có thể linh hoạt giải ngân khi tỷ suất cổ tức tiền mặt đủ hấp dẫn so với tiền gửi ngân hàng.

TRUNG LẬP -0%

Giá thị trường (VND)	22.300
Giá mục tiêu (VND)	20.300

Cổ tức tiền mặt (VND)* 1.400

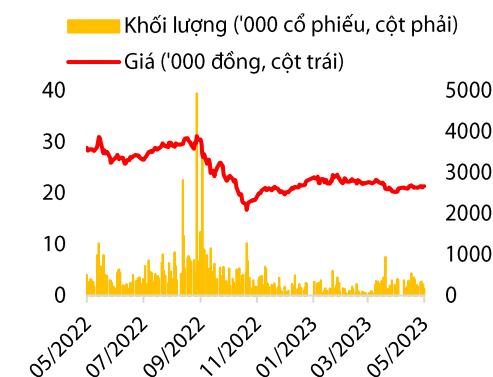
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng không thiết yếu
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.524
SLCPDLH	118.792.605
KLGD bình quân 20 phiên	219.822
Free Float (%)	17,4
Giá cao nhất 52 tuần	32.200
Giá thấp nhất 52 tuần	16.100
Beta	0,9

	FY2022	Hiện tại
EPS	2.438	2.257
Tăng trưởng EPS (%)	-0,4%	-13,1%
EPS điều chỉnh	2.438	2.257
P/E	8,4	9,3
P/B	1,3	1,3
EV/EBITDA	8,1	6,3
Tỷ suất cổ tức	7,3%	7,0%
ROE (%)	14,2%	14,6%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Công ty Cổ phần Hóa chất Quốc gia Việt Nam	50,5
KWE Beteiligungen AG	4,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	49,0

An Nguyễn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1541

an.ntn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1/2023

(Tỷ đồng)	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Doanh thu	1.113	1.114	-0,1%	1.284	-13,3%
Lợi nhuận gộp	115	179	-35,7%	200	-42,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	82	67	21,8%	111	-26,5%
Thu nhập HĐKD	33	112	-70,3%	89	-62,6%
EBITDA	77	199	-61,3%	106	-26,8%
EBIT	36	111	-67,3%	85	-57,0%
Chi phí tài chính	15	31	-49,7%	17	-11,1%
- Chi phí lãi vay	7	7	8,1%	3	157,7%
Khấu hao	41	88	-53,7%	21	95,4%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	29	104	-72,2%	82	-64,5%
Lợi nhuận sau thuế	25	82	-69,0%	66	-61,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	25	82	-69,0%	66	-61,4%

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1/2023

Chỉ tiêu	Q1-FY23	Q4-FY22	+/- (qoq)	Q1-FY22	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	10,3%	16,1%	-572,5 bps	15,6%	-524,2 bps
EBITDA/Doanh thu	6,9%	17,9%	-1.095,7 bps	8,2%	-128,1 bps
EBIT/Doanh thu	3,3%	10,0%	-669,8 bps	6,6%	-332,6 bps
TS lợi nhuận ròng	2,3%	7,3%	-506,6 bps	5,1%	-284,3 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,3%	7,3%	-506,6 bps	5,1%	-284,3 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	2,6	2,1	0,5	3,0	-0,5
-Khoản phải thu	14,6	19,4	-4,9	20,4	-5,8
-Khoản phải trả	5,8	4,6	1,2	5,9	-0,2
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	65%	79%	-1.387,6 bps	82%	-1.721,8 bps

Nguồn: CTCK Rông Việt (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2/2023

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY23	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	1.233	10,8%	7,4%
Lợi nhuận gộp	190	65,2%	-7,2%
EBIT	101	205,6%	-2,3%
LNST	72	181,9%	-14,6%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Giả định Q2/2023

- Doanh thu tăng 7,4% YoY, nhờ sản lượng bán cao hơn (0% QoQ; +15% YoY) và giá bán thấp hơn (-0,1% QoQ; -3,0% YoY) của phân khúc lốp radial.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 15,4% từ 10,3% trong Q1 2023 do chi phí cao su nguyên liệu thấp hơn so với quý trước.
- Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 7,2%, giảm từ Q1 2023 nhờ chi phí logistic toàn cầu giảm.

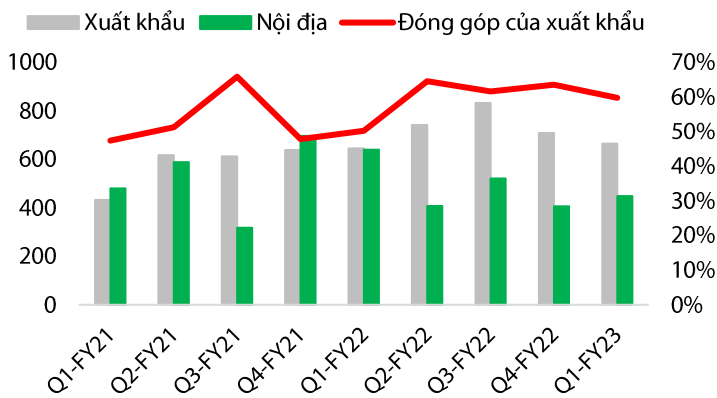
Q1 2023: Cuộc cạnh tranh khốc liệt từ Trung Quốc là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận tăng trưởng âm hai con số ở mức cao

Sự trở lại của lốp xe Trung Quốc kể từ đầu năm 2023 đã phần nào lấy bớt khách hàng nội địa của DRC

Doanh thu hợp nhất Q1 2023 giảm -13,3% YoY xuống 1.113 tỷ đồng không chỉ do thị trường trong nước yếu mà còn do mức nền cơ sở của Q1 2022 cao.

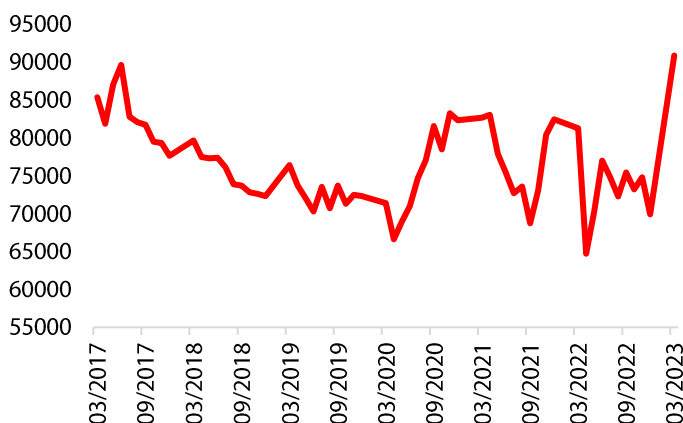
- Doanh thu xuất khẩu (chiếm 59,7% tổng doanh thu Q1 2023), duy trì mức tăng trưởng khiêm tốn +3,1% YoY lên 664 tỷ đồng. Giá lốp radial xuất khẩu giảm (-1,9% QoQ; +1,3% YoY) khuyến khích khách hàng nước ngoài tăng cường tiêu thụ lốp xe của DRC với mức tăng trưởng +13% QoQ và +42,4% YoY về sản lượng bán ra.
- Doanh thu nội địa giảm 29,8% YoY, nguyên nhân đến từ cả sản lượng thấp hơn (-21,8% QoQ; -55,7% YoY) và giá bán thấp hơn (Hình 2). Do nguồn cung lốp xe giá rẻ tăng khi Trung Quốc nối lại hoạt động sản xuất sau thời kỳ phong tỏa, cùng với nền kinh tế suy yếu khiến khách hàng mua lốp xe trở nên nhạy cảm hơn với giá cũng như nhu cầu tiêu thụ lốp xe giảm (Hình 4), DRC phần nào bị mất khách hàng cho các nhà sản xuất lốp xe Trung Quốc. Ngoài ra, hiệu ứng mức nền cơ sở cao do nhu cầu bị dồn nén sau Covid-19 cũng làm gia tăng chênh lệch KQKD giữa Q1 2023 và Q1 2022.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu thuần của DRC (tỷ đồng, cột trái) và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu (% , phải)



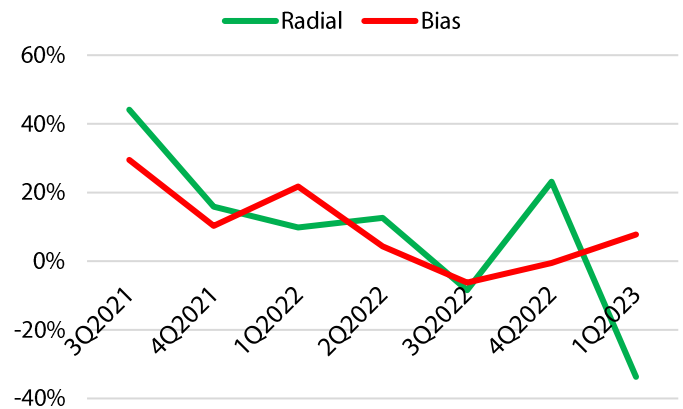
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Xuất khẩu lốp xe Trung Quốc (triệu lốp)



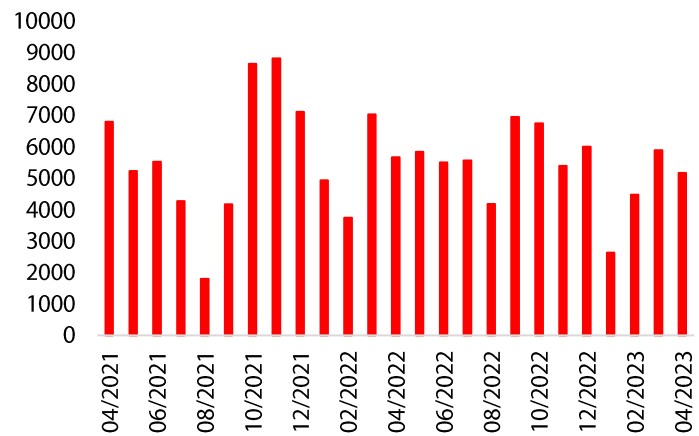
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tăng trưởng giá bán lốp radial và lốp bias nội địa của DRC (% YoY)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Doanh số bán xe tải theo tháng (chiếc)



Nguồn: VAMA, CTCK Rồng Việt

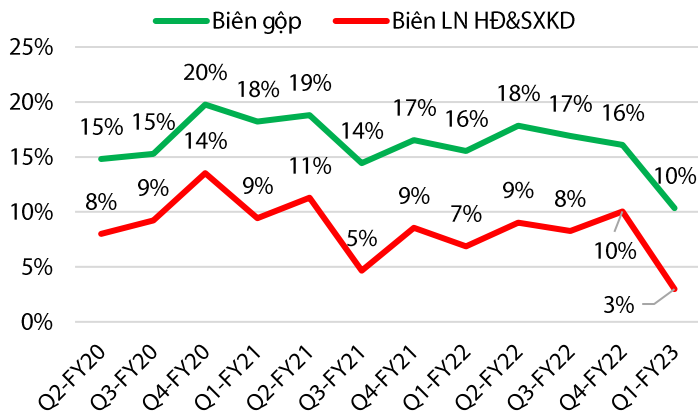
Giá bán giảm và chi phí đầu vào đắt đỏ dẫn đến biên lợi nhuận ròng thấp nhất từ trước đến nay

Q1 2023 LNST-MI giảm mạnh -61,4% YoY xuống 25 tỷ đồng, tương đương tỷ suất lợi nhuận ròng 2,3% - mức thấp nhất từ trước đến nay. Biên ròng mỏng bởi 1) giá bán thấp hơn trong bối cảnh chi phí đầu vào đắt nhất từ trước đến nay cái đã được chốt vào Q4 2022; và 2) đóng góp thấp hơn của thị trường nội địa vốn có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất. Trên thực tế, lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động trong Q1 2023 tương ứng đạt 115 tỷ đồng (-35,8% QoQ, -42,3% YoY) và 33 tỷ đồng (-70,4% QoQ, -62,4% YoY). Tỷ suất lợi nhuận gộp và ròng tương

đương lần lượt là 10,3% và 3,0% – đây là mức tỷ suất lợi nhuận thấp nhất từ trước đến nay (Hình 5 & 6). Trong bối cảnh nguồn cung sẫm lớp Trung Quốc giá rẻ tăng và kỳ vọng chi phí nguyên vật liệu giảm, việc DRC giảm giá bán đầu ra là tất yếu.

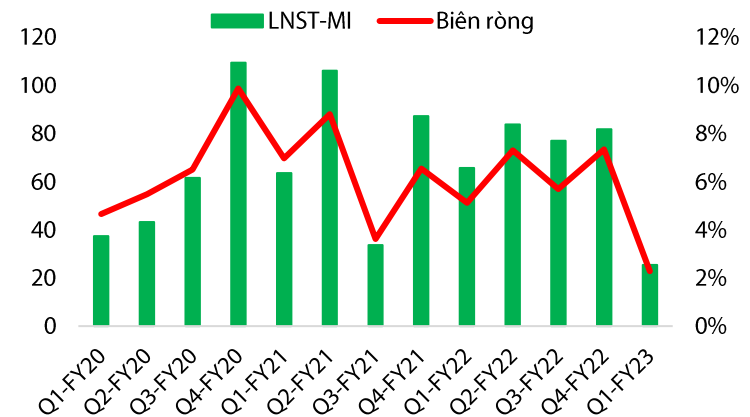
KQKD Q1 2023, DRC đã hoàn thành 22% doanh thu và 9% mục tiêu LNST năm 2023. So với dự phóng của chúng tôi, KQKD Q1 2023 thấp hơn đáng kể do giá bán lớp radial giảm bất ngờ (Thực tế/ Dự phóng: -5,0% YoY/+3,6% YoY) và tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến (-615 điểm cơ bản). Tóm lại, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng thực tế trong Q1 2023 lần lượt thấp hơn -3,1% và -64,3% so với dự phóng.

Hình 5: Biên gộp và biên hoạt động của DRC (%)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 6: LNST của DRC (tỷ đồng) và biên ròng (%), cột phải)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Q2 2023 và triển vọng cả năm – Chi phí đầu vào giảm sẽ bù đắp phần nào những khó khăn từ Trung Quốc

Q2 2023: Kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp phục hồi sẽ đẩy tỷ suất lợi nhuận ròng tăng

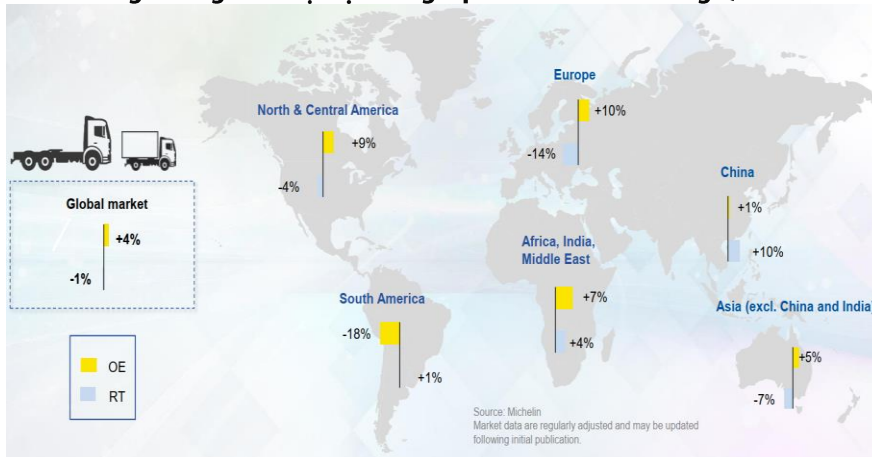
Với kỳ vọng tình trạng tắc nghẽn nguồn cung toàn cầu sẽ giảm bớt, từ đó thúc đẩy tiêu thụ lớp cao su, chúng tôi cho rằng lớp radial sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong doanh thu Q2 2023 của DRC. Riêng doanh thu xuất khẩu được dự báo sẽ giảm nhẹ do môi trường kinh doanh toàn cầu đầy thách thức trong khi doanh thu nội địa được cho là sẽ cải thiện nhờ sự phục hồi của hoạt động kho vận.

Về xuất khẩu, mặc dù DRC đang phải đối mặt với áp lực từ chính sách thuế nhập khẩu từ Brazil đã được đề cập trong báo cáo [“DRC – Sự tiêu cực bất ngờ từ quỹ đạo doanh số bán hàng không chắc chắn”](#) và sự cạnh tranh gay gắt từ Trung Quốc, chúng tôi vẫn dự báo doanh số xuất khẩu của DRC sẽ giảm nhẹ -2,6% YoY xuống 721 tỷ đồng (+8,6% QoQ). Mức tăng trưởng âm khiêm tốn được hỗ trợ bởi chính sách quản lý giá cũng như chính sách thương mại linh hoạt của DRC để đối phó với nhu cầu của khách hàng Brazil và cải thiện cơ cấu bán hàng theo khu vực để bù đắp cho những hạn chế của thị trường Brazil (Hình 7).

Đối với thị trường trong nước, quý đầu năm thường là mùa thấp điểm của DRC, ngoại trừ Q1/2022 được hưởng lợi từ nhu cầu bị dồn nén sau ảnh hưởng của dịch Covid-19. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu nội địa của DRC sẽ phục hồi +14,1% QoQ lên 512 tỷ đồng (+25,7% YoY) vào Q2 2023. Trên thực tế, mặc dù tăng trưởng âm đáng kể, doanh thu nội địa Q1 2023 của DRC đạt 448 tỷ đồng - vẫn tương đương với doanh thu trung bình của Q1 2020 và Q1 2021 (458 tỷ đồng). Dựa trên điều này, chúng tôi cho rằng DRC sở hữu danh mục khách hàng nội địa trung thành (ví dụ THACO) mang lại nguồn lợi nhuận ổn định cho công ty hàng năm, là lá chắn bảo vệ DRC trước cơn bão giá rẻ từ lớp xe Trung Quốc.

Đối với vấn đề lợi nhuận, chúng tôi kỳ vọng rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của DRC sẽ cải thiện trong bối cảnh doanh thu nội địa đóng góp cao hơn kể từ Q2 2023 và giá cao su nguyên liệu giảm, bao gồm cả cao su tự nhiên và cao su tổng hợp. Trong Q1 2023, DRC gần như đã sử dụng hết hàng tồn kho cao su giá cao, theo dữ liệu từ công ty. Do đó, chúng tôi kỳ vọng cao su nguyên liệu giá thấp sẽ được sử dụng trong Q2/2023, bù đắp một phần cho việc giảm giá bán, từ đó cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp. Nhờ đó, biên LNST-MI của Q2 2023 sẽ tăng lên 5,8% từ mức 2,3% của Q1 2023 nhưng vẫn thấp hơn mức 7,3% của Q2 2022.

Hình 7: Tăng trưởng tiêu thụ thị trường lốp xe tải toàn cầu trong Q1 2023



Nguồn: Michelin, CTCK Rồng Việt

Triển vọng 2023: Chi phí nguyên vật liệu giảm sẽ hạn chế đà giảm của lợi nhuận ròng

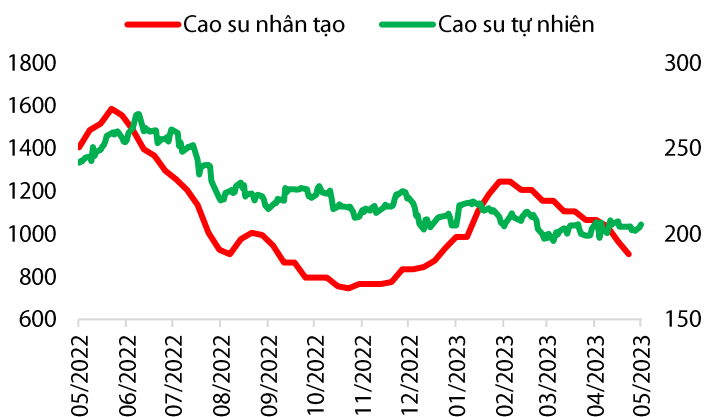
Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần và LNST của cổ đông công ty mẹ hợp nhất năm 2023 lần lượt là 4.934 tỷ đồng (+0,7% YoY) và 277 tỷ đồng (-10,1% YoY). EPS tương đương là 2.193 đồng (-10% YoY).

Tăng trưởng sản lượng bán lốp radial được kỳ vọng sẽ bù đắp mức giảm của giá bán. Mặc dù doanh số xuất khẩu năm 2023 dự kiến sẽ không thay đổi, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu nội địa sẽ cải thiện theo quý, bù đắp cho doanh số bán hàng yếu trong Q1 2023, nhờ kỳ vọng rằng nền kinh tế Việt Nam sẽ dần cải thiện sau một số gói hỗ trợ từ Chính phủ.

Trong khi đó, lợi nhuận vẫn sẽ tăng trưởng âm do giá bán thấp và chi phí đầu vào cao. Do DRC đã mua một lượng lớn than đắt tiền trong 2H2022 và dự kiến sẽ sử dụng hết ít nhất trong Q2/2023 nên tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ duy trì ở mức thấp hơn so với cùng kỳ năm trước trong 1H2023. Do đó, lợi nhuận ròng 6T 2023 được dự đoán sẽ tăng trưởng âm hai con số. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hiệu ứng cải thiện dựa trên mức nền chi phí sẽ rõ ràng hơn từ Q3 2023, giúp giảm bớt áp lực lên tăng trưởng lợi nhuận ròng dự kiến trong nửa cuối năm 2023. Các cơ sở chính gồm có:

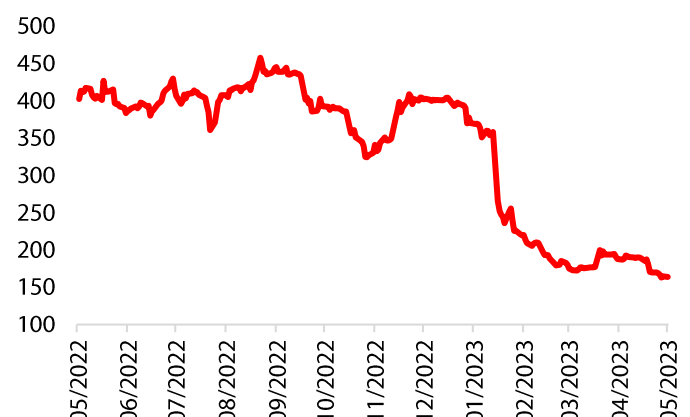
- Nguyên liệu được mua với giá thấp hơn trong Q1 2023 sẽ được sử dụng nhiều hơn trong 2H2023.
- Xu hướng giảm của giá nguyên vật liệu bao gồm cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và than đá được kỳ vọng sẽ tạo điều kiện thuận lợi cho DRC chốt các hợp đồng nguyên vật liệu mới trong tương lai với giá thấp, bảo hiệu biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện. Vào ngày 12/5/2023, giá cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp và than lần lượt là 201,7 USD cent/kg (-16,5% YoY; -1,0% YTD), 905 USD/Tấn (-35,6% YoY; +7,1% YTD) và 164,9 USD/Tấn (-59,0% YoY; -59,2% YTD).

Hình 8: Giá cao su nhân tạo (USD/Tấn, cột trái) và cao su thiên nhiên (JPY/Kg, cột phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá than (USD/Tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Các yếu tố có thể làm thay đổi “cuộc chơi” cho giá cổ phiếu DRC

Mặc dù DRC được dự báo sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức khác nhau trong năm 2023, nhưng vẫn có một số ngôi sao sáng có thể là yếu tố hỗ trợ đầu tư cho cổ phiếu DRC. Đó là:

- Nhu cầu lốp xe tải Brazil: Mặc dù DRC ước tính sản lượng bán ra tại thị trường Brazil sẽ thấp hơn 10% so với giai đoạn trước khi áp dụng thuế nhập khẩu, nhưng trong trường hợp nhu cầu nhập khẩu lốp xe DRC vẫn mạnh do một số lý do đặc biệt (ví dụ: chất lượng lốp hoặc các điều khoản thương mại hấp dẫn mà DRC cung cấp cho khách hàng Brazil), doanh số bán hàng nhập khẩu cao hơn dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu của DRC.
- Sự tăng trưởng của các thị trường xuất khẩu khác: Để giảm thiểu tác động tiêu cực từ Brazil, DRC đang đẩy mạnh việc bán hàng sang các thị trường nước ngoài khác như Mỹ, Trung Đông, Nga, Ai Cập hay Châu Âu. Mặc dù đóng góp hiện tại của các thị trường này (trừ Mỹ) vào tổng doanh số xuất khẩu của DRC còn khiêm tốn, nhưng nếu có chính sách khuyến khích tiêu thụ lốp xe được ban hành, doanh số bán hàng cao hơn từ các thị trường này có thể thúc đẩy tăng trưởng doanh số bán hàng.
- Thuế chống bán phá giá đối với lốp xe Trung Quốc nhập khẩu vào Việt Nam: Với rủi ro nhiều lốp xe Trung Quốc giá rẻ được nhập khẩu vào Việt Nam có thể lấy mất doanh số của các nhà sản xuất lốp xe trong nước, DRC và các công ty sản xuất lốp xe trong nước khác là thành viên của Vinachem đang đệ trình lên chính phủ Việt Nam để áp thuế chống bán phá giá đối với lốp xe Trung Quốc. Trong trường hợp đề xuất này có hiệu lực, doanh số bán hàng trong nước của DRC sẽ tăng lên, dẫn đến không chỉ tổng doanh thu cao hơn mà tỷ suất lợi nhuận gộp cũng lớn hơn.
- Chính sách trả cổ tức cho cổ đông: DRC có chính sách trả cổ tức ổn định, thể hiện qua tỷ lệ chi trả trung bình trong 10 năm là 70%. Tỷ suất cổ tức ổn định $\sim +4,0 - +5,0\%$ /năm, được đề cập trong báo cáo [“DRC - Tăng trưởng doanh thu hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận”](#), là một điểm nổi bật của cổ phiếu.

Dự phóng 2022-23F

Bảng 1: Dự phóng KQKD 2023

Đơn vị: tỷ đồng	2022A	2023F	% YoY thay đổi	Nhận định
Doanh thu thuần	4.899	4.934	+0,7%	
+ DT xuất khẩu/Tổng DT	59,7%	57,7%	+380 bps	Chúng tôi kỳ vọng doanh số bán hàng trong nước sẽ bắt đầu phục hồi trong 2H2023.
Lợi nhuận gộp	813	763	-6,1%	
Chi phí BH&QLDN	(397)	(380)	-4,4%	
Lợi nhuận trước thuế & lãi vay	416	383	-7,8%	
Lãi/(lỗ) ròng ngoài HKKD	(29)	(36)	24,1%	Chi phí lãi vay sẽ cao hơn do vay nợ nhiều hơn vào năm 2022.
LNST cổ đông công ty mẹ	308	277	-10,1%	
Biên LN gộp	16,6%	15,5%	-110 bps	Biên lãi gộp giảm do giảm giá bán.
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	8,1%	7,7%	-40 bps	Chi phí bán hàng/doanh thu được dự báo sẽ thấp hơn do chi phí logistic thấp hơn.
Biên LNTT & lãi vay	8,5%	7,8%	-70 bps	
Biên LNST cổ đông công ty mẹ	6,3%	5,6%	-70 bps	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu DRC là một trong những lựa chọn đầu tư phù hợp theo “chiến lược đầu tư cổ tức”. Dòng cổ tức tiền mặt phòng thủ không chỉ là sự bù đắp cho các cổ đông hiện tại của DRC trong điều kiện kinh doanh không thuận lợi mà còn là lý do để mua đối với các nhà đầu tư yêu thích cổ tức khi giá cổ phiếu thấp. Hơn nữa, chúng tôi cho rằng vẫn có một số yếu tố thay đổi “cuộc chơi” đối với kết quả hoạt động của DRC dưới những trở ngại hiện tại, do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên đưa cổ phiếu này vào danh sách theo dõi tích cực để không bỏ lỡ thời điểm ra quyết định đầu tư.

Về dự phóng KQKD của DRC, chúng tôi đã điều chỉnh giảm các dự phóng của mình, với lo ngại về rủi ro giảm giá từ Brazil và sự cạnh tranh khốc liệt từ lốp xe Trung Quốc. Từ kết quả kinh doanh yếu kém trong Q1/2023 của DRC, có hai yếu tố quan trọng khiến chúng tôi phải thay đổi quan điểm. Đầu tiên là DRC đã giảm giá bán lốp radial trong khi quan điểm trước đây của chúng tôi là giá sẽ tăng. Điểm thứ hai là nhu cầu lốp xe giảm đáng kể trong điều kiện tiêu thụ nội địa yếu trong khi trước đây chúng tôi kỳ vọng nhu cầu xe nội địa sẽ ổn định. Do đó, chúng tôi đã điều chỉnh giảm sản lượng bán ước tính cho năm 2023 của cả lốp bias và lốp radial, đồng thời giảm giá bán của lốp radial. Tuy

nhiên, chúng tôi đã điều chỉnh tăng lợi nhuận hoạt động do DRC dự kiến sẽ được hưởng chi phí hậu cần thấp hơn. Những điều chỉnh này dẫn đến doanh thu thuần năm 2023 thấp hơn 2,0% và LNST từ công ty mẹ tương ứng cao hơn 4,5% so với dự báo mới nhất của chúng tôi vào tháng 4/2023.

Mặt khác, chúng tôi cũng hạ hệ số P/E từ 9,8x xuống 8,4x, xấp xỉ P/E 2022 do chúng tôi kỳ vọng tác động tiêu cực của thuế nhập khẩu từ Brazil đã phản ánh vào biến động giá cổ phiếu trong hai tháng gần đây và kỳ vọng cải thiện về mặt chi phí sẽ là chìa khóa cho quyết định đầu tư năm 2023. Do đó, những thay đổi này đã dẫn đến giá mục tiêu mới thấp hơn.

Bảng 2: Các thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023

Unit: VND Bn	Cũ	Mới	% Thay đổi	Nhận định
Doanh thu thuần	5.053	4.934	-2,4%	Chúng tôi điều chỉnh giảm giá bán theo diễn biến KQKD Q1 2023.
Lợi nhuận gộp	787	763	-3,0%	
Biên LN gộp	15,6%	15,5%	-10 bps	Biên lợi nhuận gộp được điều chỉnh giảm nhẹ do giá bán đầu ra giảm và chi phí cao su giảm.
Biên LN gộp	406	380	-6,4%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu	8,0%	7,7%	-30 bps	Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu Q1 2023 thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Lợi nhuận trước thuế & lãi vay	381	383	+0,5%	
Lợi nhuận/ (chi phí) ròng HĐ tài chính	(49)	(38)	-22,4%	Trong Q1 2023, DRC đã giảm tổng nợ vay xuống 571 tỷ đồng, thấp hơn dự báo của chúng tôi. Q4 2022 tổng nợ là 687 tỷ đồng.
LNST cổ đông công ty mẹ	264	277	+4,9%	

Nguồn: CTCK Rộng Việt

Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh bội số (50%) với P/E áp dụng là 8,4 lần. **Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 20.300 đồng**, thấp hơn 10% so với giá mục tiêu gần nhất (22.600 đồng) vào tháng 4/2023 cũng như thấp hơn giá đóng cửa ngày 02/06/2023 khoảng 9%. Tuy nhiên, DRC có chính sách cổ tức ổn định, với tỷ lệ chi trả trung bình trong 5 năm qua là ~64%. Trong 12 tháng tới, cổ tức dự kiến là 1.400 đồng/cổ phiếu, tương ứng với tỷ suất cổ tức là 6%.

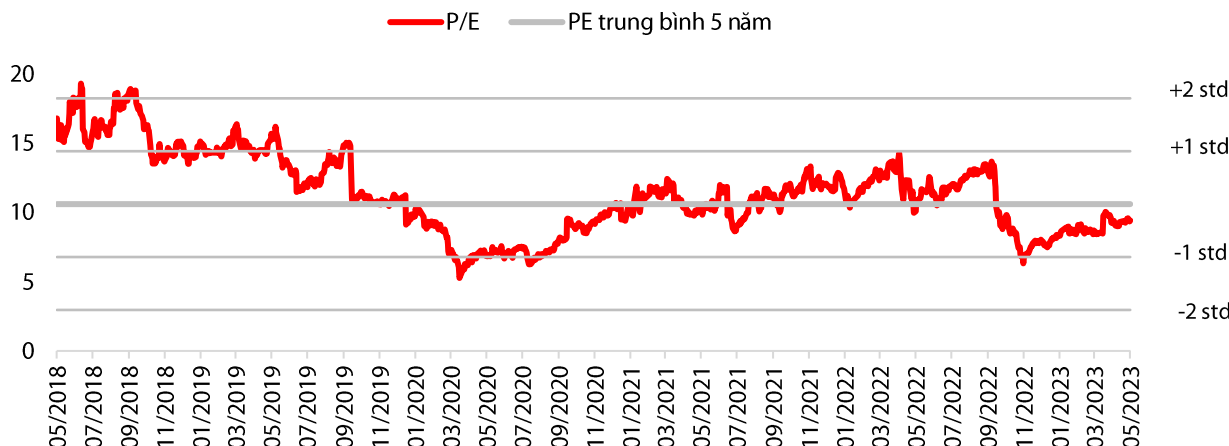
Nhìn chung, với lo ngại điều kiện kinh doanh không thuận lợi có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của DRC trong một vài quý tới, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư theo chiến lược chênh lệch giá có thể tạm thời quan sát trong ngắn hạn. Nhà đầu tư ưa thích cổ tức ổn định có thể linh hoạt giải ngân khi tỷ suất cổ tức tiền mặt đủ hấp dẫn so với tiền gửi ngân hàng.

Bảng 3: Tóm tắt định giá DRC

Phương pháp	Trọng số	Định giá (VND/ cổ phiếu)
FCFF (WACC: 15.2%, g: 3.1%, EV/EBITDA: 4.7x)	50%	22.000
P/E Multiples (8.4x)	50%	18.500
Tổng	100%	20.300

Nguồn: CTCK Rộng Việt

Bảng 10: P/E lịch sử của DRC (x)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rộng Việt

Bảng 4: So sánh công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu (trượt 12T, % YoY)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	Biên gộp (%)	Biên ròng (%)	PB trượt 12T (x)	PE trượt 12T (x)	EV/EBITDA trượt 12T	P/E trung bình 5 năm
DRC	VN	133	14,4	-0,5	5,6	16,6	6,3	1,4	9,5	6,6	12,2
Công ty trong nước											
SRC	VN	22	3,8	-7,5	-30,7	17,7	2,9	1,2	10,2	18,9	17,0
CSM	VN	61	6,1	6,8	39,9	11,1	1,8	1,1	18,5	7,6	56,5
Công ty nước ngoài											
Gajah Tunggal	IJ	199	0,2	11,1	-	13,7	-0,9	0,4	232,3	4,2	-
Dong Ah Tire & Rubber	KS	123	6,1	1,8	45,1	16,9	11,8	0,4	7,4	5,7	8,9
Hwa Fong Rubber.	TT	133	8,3	-11,0	-19,2	19,9	5,1	1,3	15,7	7,9	-
Prinx Chengshan Holdings Ltd	HK	491	9,4	8,2	44,2	14,3	4,7	0,8	8,8	11,3	8,9
Trung bình		166	6,9	1,3	14,1	15,7	4,5	0,9	43,2	8,9	20,7
Trung vị		133	6,1	1,8	22,8	16,6	4,7	1,1	10,2	7,6	12,2

Nguồn: Bloomberg, tại 26/05/2023

Tỷ đồng					Tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F	BẢNG CĐKT	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
Doanh thu thuần	4.380	4.899	4.934	5.023	Tiền	90	155	152	186
Giá vốn	3.632	4.085	4.171	4.219	Đầu tư tài chính ngắn hạn	320	210	231	231
Lãi gộp	747	813	763	804	Các khoản phải thu	208	257	347	312
Chi phí bán hàng	305	321	308	304	Tồn kho	1.432	1.710	1.379	1.293
Chi phí quản lý	63	76	72	75	Tài sản ngắn hạn khác	67	127	127	127
Thu nhập từ HĐTC	37	62	50	52	Tài sản cố định hữu hình	973	910	948	950
Chi phí tài chính	51	92	88	77	Tài sản cố định vô hình	3	2	0	0
Lợi nhuận khác	-1	1	1	0	Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4	4
Lợi nhuận trước thuế	364	387	347	401	Tài sản dài hạn khác	42	44	45	46
Thuế TNDN	73	78	69	80	TỔNG TÀI SẢN	3.139	3.420	3.233	3.149
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Tiền hàng phải trả & ứng trước	775	787	624	481
Lợi nhuận sau thuế	291	308	277	321	Vay và nợ ngắn hạn	572	686	565	507
EBIT	379	416	383	426	Vay và nợ dài hạn	2	1	1	1
EBITDA	483	416	487	527	Khoản phải trả ngắn hạn khác	0	0	0	0
%					Quỹ khen thưởng, phúc lợi	16	35	31	36
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tăng trưởng					TỔNG NỢ	1.365	1.509	1.223	1.025
Doanh thu	-16,6%	11,9%	0,7%	1,8%	Vốn đầu tư của CSH	1.188	1.188	1.188	1.188
Lợi nhuận HKKD	-19,6%	9,7%	-7,8%	11,1%	Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
EBIT	-15,7%	-13,9%	17,1%	8,3%	Lợi nhuận giữ lại	242	320	362	424
Lợi nhuận sau thuế	-18,8%	6,0%	-10,1%	15,5%	Khoản thu nhập khác	21	21	21	21
Tổng tài sản	-1,1%	9,0%	-5,5%	-2,6%	Quỹ đầu tư phát triển	324	382	440	491
Vốn chủ sở hữu	-20,8%	7,7%	5,2%	5,7%	TỔNG VỐN	1.774	1.910	2.010	2.124
Khả năng sinh lợi					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LN gộp / Doanh thu	17,1%	16,6%	15,5%	16,0%					
EBITDA/ Doanh thu	11,0%	8,5%	9,9%	10,5%	CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2021	FY2022	FY2023E	FY2024F
EBIT/ Doanh thu	8,7%	8,5%	7,8%	8,5%	EPS (đồng/cp)	2.449	2.438	2.193	2.534
LNST/ Doanh thu	6,6%	6,3%	5,6%	6,4%	P/E (x)	12,8	7,9	9,3	8,0
ROA	9,3%	9,0%	8,6%	10,2%	BV (đồng/cp)	14.934	16.082	16.919	17.880
ROE	16,4%	16,1%	13,8%	15,1%	P/B (x)	2,1	1,3	1,2	1,1
Hiệu quả hoạt động					DPS (đồng/cp)	1.200	1.500	1.400	1.500
Vòng quay kh. phải thu	21,03	19,05	14,23	16,09	Tỷ suất cổ tức (%)	5,0	7,0	6,5	7,0
Vòng quay HTK	2,54	2,39	3,02	3,26					
Vòng quay kh. phải trả	4,69	5,19	6,68	8,78	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Khả năng thanh toán					FCFF	22.000	50%	11.000	
Hiện hành	1,57	1,67	1,88	2,18	P/E	18.500	50%	9.300	
Nhanh	0,51	0,51	0,72	0,87	Giá mục tiêu (VND)			20.300	
Cấu trúc tài chính					LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian	
Tổng nợ/ Vốn CSH	32,3%	36,0%	28,2%	23,9%	Tháng 11/2022	31.000	MUA	Dài hạn	
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	32,3%	35,9%	28,1%	23,9%	Tháng 4/2023	22.600	TRUNG LẬP	Dài hạn	
Vay dài hạn / Vốn CSH	0,1%	0,0%	0,1%	0,0%	Tháng 5/2023	20.300	TRUNG LẬP	Dài hạn	

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)
• Thị trường
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)
• Dầu khí
• Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Ngân hàng
• Bảo hiểm
• Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng Manager

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Hàng không
• Logistics
• Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)
• Thực phẩm & Đồ uống
• Ô tô & Phụ tùng

Đỗ Thạch Lam Senior Analyst

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bất động sản

Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)
• Bán lẻ
• Thủy sản
• Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Tiện ích công cộng
• Ngân hàng

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Dược

Trịnh Thị Thu Hoài Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1545)
• Dệt may
• Tiện ích công cộng

Lê Tự Quốc Hưng Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)
• Thị trường
• Bất động sản KCN

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Nguyễn Đặng Chính Analyst

chinh.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Nguyễn Hà Trinh Senior Consultant

trinh.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Bùi Đặng Cát Khánh Assistant

khánh.bdc@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn

F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn

MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006

F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006

F (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578

F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

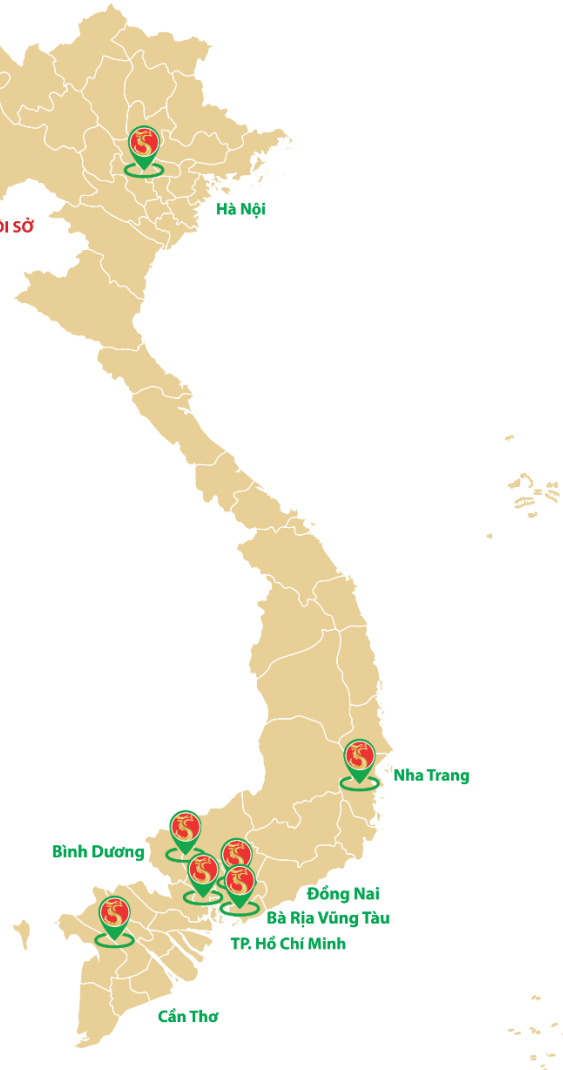
Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Toà nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2023.**