

SĂM LỐP

MÂY MỜ NỘI ĐỊA CHƯA TAN



Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn





Cho năm 2025, chúng tôi cho rằng trụ cột kéo tăng trưởng doanh thu của các nhà sản xuất săm lốp Việt Nam vẫn sẽ nằm ở mảng xuất khẩu (chủ yếu săm lốp TBR, PCR) như năm 2024 trong bối cảnh tăng trưởng mảng nội địa khó kỳ vọng cao trước cạnh tranh ngày càng gay gắt từ săm lốp xuất xứ ở Trung Quốc.

Xét về biên lợi nhuận, các nhà sản xuất săm lốp vận tải sẽ duy trì mức thấp như năm 2024 do giá nguyên liệu đầu vào (cao su thiên nhiên) vẫn neo mức cao trong khi mức giá bán lốp dự kiến giữ thấp nhằm tăng tính cạnh tranh trước bối cảnh mây mờ nội địa và bước đầu thâm nhập các thị trường xuất khẩu lớn như Mỹ.

Với duy nhất cổ phiếu **DRC (TRUNG LẬP, GMT: 27.900đ/cp)** trong danh sách theo dõi, chúng tôi cho rằng việc tối đa công suất nhà máy mới (Radial GĐ2) đã phản ánh vào thị giá hiện tại. Các dự án lớn khác về nhà máy lốp PCR (1 triệu lốp/năm), TBR (4 triệu lốp/năm) chưa có cơ sở vững chắc để phản ánh vào giá mục tiêu ở thời điểm này.

Lốp xe tải, xe buýt thay thế (TBR) Trung Quốc, Thái Lan tiếp tục được nhập khẩu ồ ạt thị trường nội địa Việt Nam nhờ chủng loại mẫu mã đa dạng đi kèm chiến lược bán phá giá, bào mòn lợi nhuận của các doanh nghiệp trong nước.

Thị trường xuất khẩu tiếp tục là "phao cứu sinh" cho các doanh nghiệp trong nước nhờ xuất khẩu sang các thị trường đang áp thuế chống bán phá giá với các sản phẩm Trung Quốc hoặc chưa có sự hiện diện của sản phẩm Trung Quốc như Mỹ, Brazil, Ai Cập.

DRC, CSM cũng tìm thêm cơ hội tăng trưởng từ nỗ lực tham gia sâu hơn vào ngành săm lốp ô tô PCR (30 triệu lốp/năm) nhưng chỉ dừng ở thị trường ngách/trong giai đoạn thử nghiệm, do thiếu hụt năng lực nghiên cứu, vốn, quan hệ với các hãng sản xuất ô tô như các "ông lớn" Trung Quốc, Hàn Quốc (Bridgestones, Michelin, Kumho, Sailun, Cheng Shin, Kenda, Goodride, Hankook, Yokohama...).

Phục hồi SX công nghiệp, xuất nhập khẩu tốt hơn dự kiến.

Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào như cao su thiên nhiên, sản phẩm hóa dầu (cao su tổng hợp, hóa chất) nằm ngoài kỳ vọng.

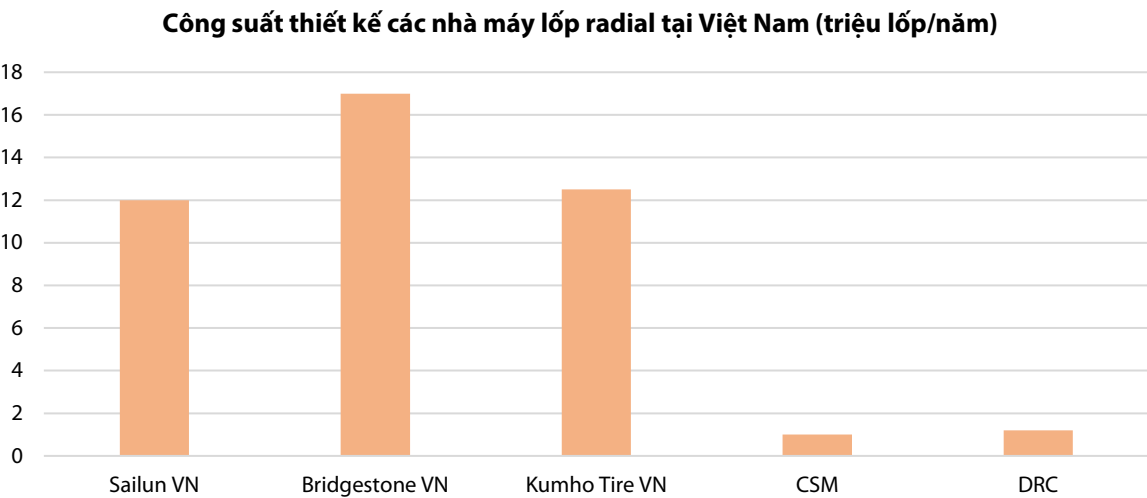
Biến số hợp tác cùng Vinfest trong việc cung cấp các sản phẩm lốp PCR cho xe ô tô từ năm 2025, chưa được phản ánh vào dự phóng/định giá.

Hiện nay, các nhà sản xuất sẵm lốp chủ chốt của Việt Nam như DRC, CSM, SRC có năng lực sản xuất tập trung chủ yếu vào các loại lốp thay thế cho xe tải, xe máy, xe đạp...

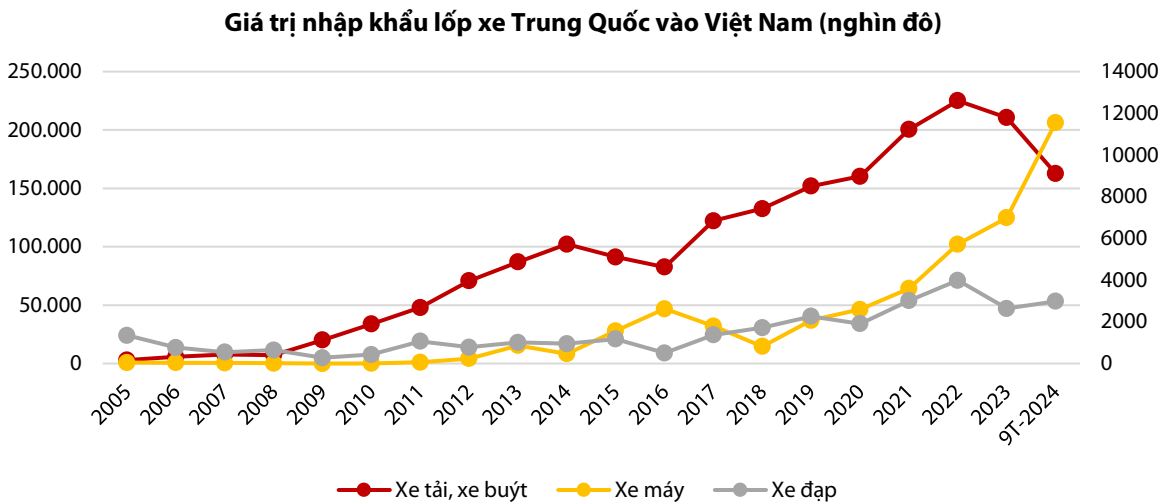
Nhà SX	Chi tiết danh mục sản phẩm	Loại lốp
DRC	DRC chuyên về lốp xe tải nặng/nhẹ và lốp chuyên dụng, tập trung vào khu vực miền Trung và các khách hàng doanh nghiệp đặc thù (THACO).	Thay thế
CSM	CSM có danh mục sản phẩm đa dạng nhất, bao gồm lốp xe máy, xe buýt và xe tải nhẹ, xe du lịch, tập trung chủ yếu vào khu vực phía Nam.	Thay thế
SRC	SRC có lợi thế ở mảng lốp xe đạp, xe máy và tập trung ở khu vực phía Bắc.	Thay thế
Doanh nghiệp FDI (Bridgestone, Kumho...)	Doanh nghiệp FDI là nhà sản xuất lốp radial cho ô tô/xe tải. Mặc dù chiếm lĩnh thị trường nội địa nhưng các công ty này vẫn xuất khẩu phần lớn lốp xe của mình.	OEM/ Thay thế

Nguồn: CTCK Rõng Việt

... nhưng vùng đất sở trường này đang bị đánh chiếm mạnh mẽ bởi các tập đoàn lớn từ Trung Quốc, vừa đặt nhà máy có công suất vượt trội ngay ở Việt Nam, vừa nhập khẩu số lượng lớn với giá bán rẻ từ nước họ.



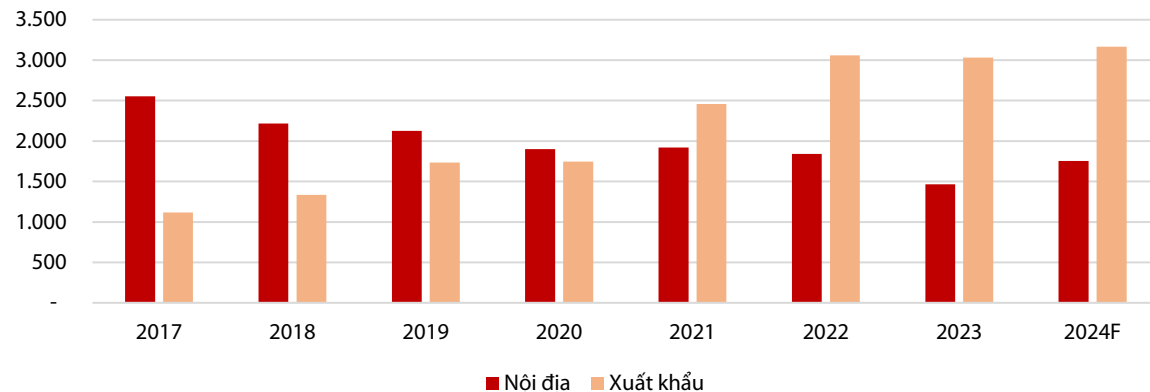
Nguồn: CSM, DRC, CTCK Rõng Việt



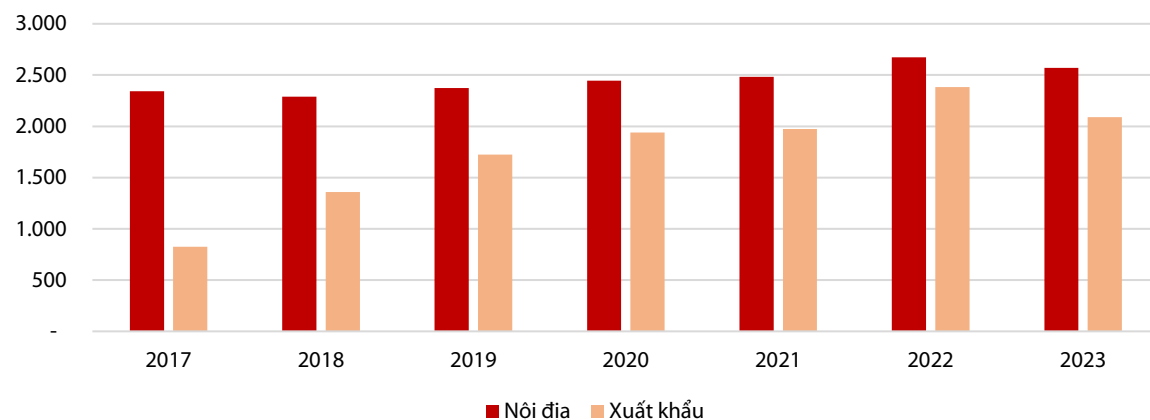
Nguồn: Trademap, DRC, CTCK Rõng Việt ước tính

Các doanh nghiệp Việt Nam nỗ lực xuất khẩu sang thị trường “không có yếu tố Trung Quốc” như phao cứu sinh trước khó khăn nội địa...

Doanh thu DRC theo thị trường (tỷ đồng)



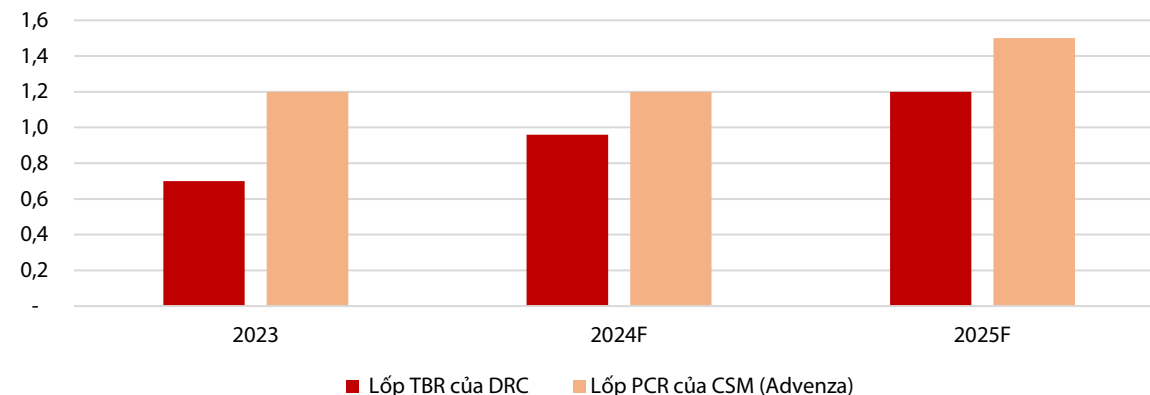
Doanh thu CSM theo thị trường (tỷ đồng)



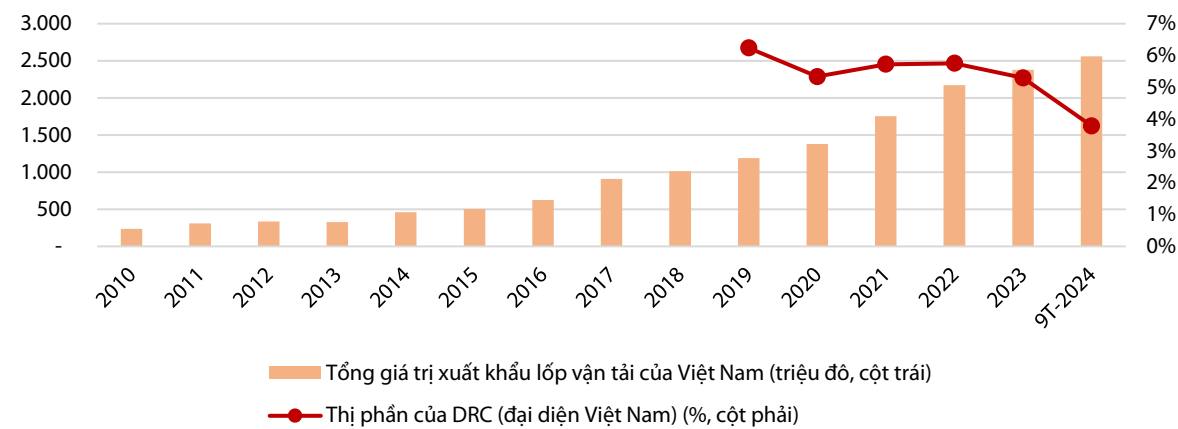
Nguồn: CSM, DRC, CTCK Rồng Việt

... họ lần lượt nâng công suất các nhà máy sản xuất lốp radial để phù hợp với thị hiếu tiêu dùng ở thị trường nước ngoài (như Mỹ, Brazil)...

Công suất thiết kế nhà máy lốp radial (triệu chiếc/năm)



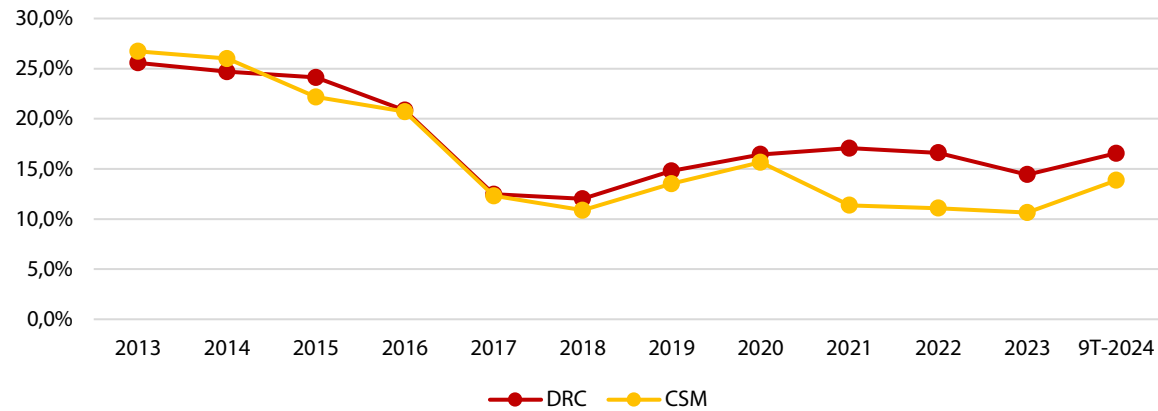
...nhưng hầu hết các đơn hàng xuất khẩu này đi theo dạng chương trình hợp tác quốc gia (DRC), vào các thị trường gạch (CSM)



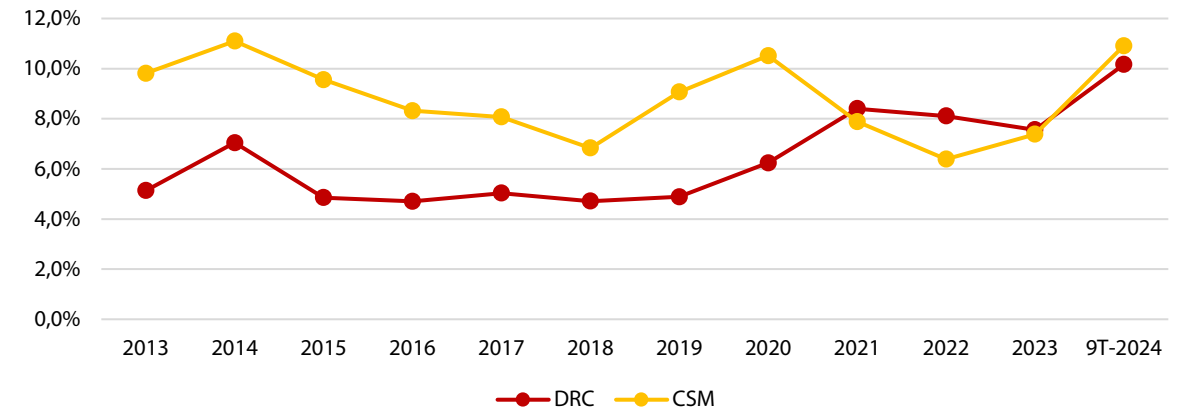
Nguồn: Trademap, DRC, CSM, CTCK Rồng Việt

Trước cạnh tranh lớn ở nội địa và nỗ lực thâm nhập thị trường nước ngoài, cả DRC & CSM **đều phải giảm dần/giữ giá bán thấp và tăng sử dụng chiết khấu hoặc hình thức hỗ trợ khác (chuyển từ xuất FOB thành CIF)** trong nhiều năm qua. Cộng hưởng với giá cao su thiên nhiên (chiếm 30-50% giá vốn tùy chủng loại) ở mức cao, khiến triển vọng biên lợi nhuận của các Công ty này khó mở rộng trong năm 2025.

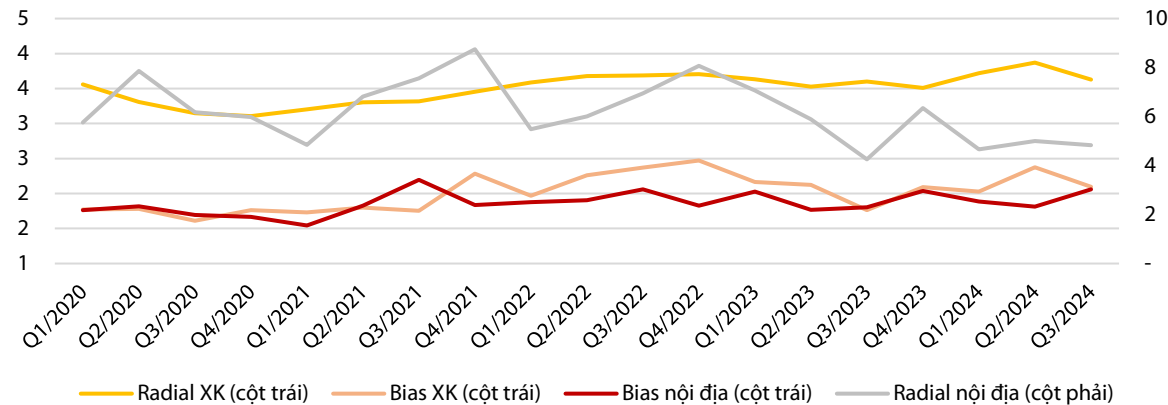
Biên lợi nhuận gộp (%)



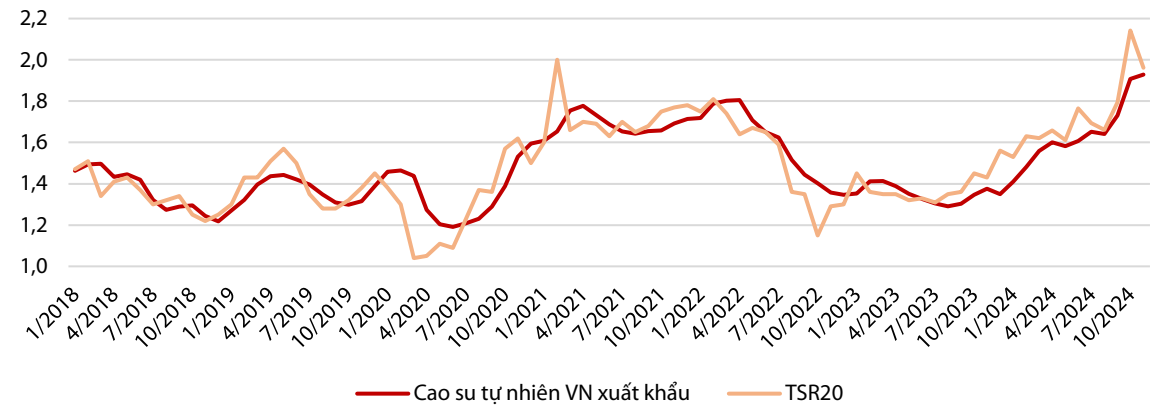
CPBH&QLDN/Doanh thu thuần (%)



Giá bán lốp vận tải DRC (triệu đồng/lốp)

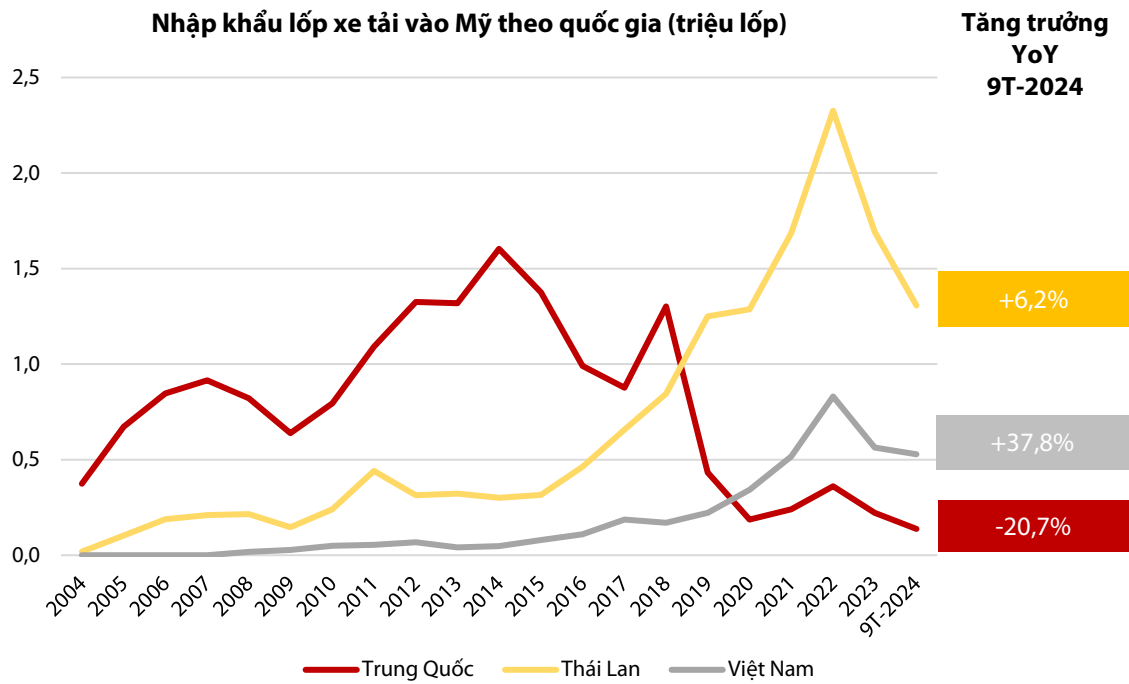


Diễn biến giá cao su tự nhiên (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DRC, CSM, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Trước thông tin lớp TBR của Thái Lan (Top 1 tại Mỹ) sẽ bị đánh thuế chống bán phá giá bởi Mỹ, các đại lý ở đây dần chuyển dịch nhập hàng sang các nhà nhập khẩu lớn khác, trong đó có Việt Nam (Top 3) với tăng trưởng sản lượng đạt +37,8% YoY trong 9T-2024. Xu hướng này dự kiến sẽ mạnh mẽ hơn trong năm 2025 do kết luận chính thức đã được công bố bởi Bộ Thương mại Mỹ vào T10/2024.



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Lịch áp thuế lên lớp TBR Thái Lan của Mỹ	
Sự kiện	Ngày
Nộp đơn khởi kiện	17/10/2023
Ngày bắt đầu điều tra	06/11/2023
Quyết định sơ bộ từ ITC	01/12/2023
Quyết định sơ bộ từ Bộ Thương Mại	14/05/2024
Quyết định cuối cùng của Bộ Thương Mại	09/10/2024
Quyết định cuối cùng của ITC	25/11/2024
Ngày chính thức áp đặt	02/12/2024

Trái ngược với quyết định sơ bộ ngày 14/5/2024; Ngày 10/5/2024, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (US DOC) đã công bố quyết định chính thức về điều tra thuế chống bán phá giá (AD) đối với lốp xe tải và xe buýt từ Thái Lan với kết luận **tỷ lệ bán phá giá là 12,33% (so với 0% trước đó) đối với Prinx Chengshan Tyre & tất cả các doanh nghiệp còn lại và 48,39% (so với 2,35% trước đó) đối với Bridgestone Corporation**. Mức này cao hơn đáng kể so với biên độ phá giá bị cáo buộc 0,00-2,35% được công bố vào thời điểm T5/2024.Theo đó , ITC (Ủy ban Thương mại Quốc tế) sẽ công bố quyết định cuối cùng vào ngày 25/11/2024 và bắt đầu có hiệu lực từ ngày 2/12/2024.

Nguồn: US ITC, DOC, CTCK Rồng Việt

Cổ phiếu	VHTT (tỷ đồng)	GTKL BQ 3T (tr. đ)	P/E hiện tại (x)	P/B hiện tại (x)	ROE trượt 4Q (%)	Giá mục tiêu	Thị giá tại ngày 19/12/24	Mức sinh lời kỳ vọng	2023A		2024E		2025F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST	
									EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	EPS	GTSS/CP	2024E	2025F	2024E	2025F
DRC	3.445	16.734	12,91	1,80	14,3%	27.900	29.000	-3,8%	2.074	15.585	2.121	16.964	2.400	17.880	9,5%	14,3%	2,4%	13,1%
CSM	1.497	10.920	17,53	1,11	6,4%	N.R	14.450	N.A	384	12.779	N.A	N.A	N.A	N.A	N.R	N.R	N.R	N.R
SRC	716	37	5,26	1,31	27,9%	N.R	25.500	N.A	1.048	15.798	N.A	N.A	N.A	N.A	N.R	N.R	N.R	N.R

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt. Dữ liệu được lấy tại ngày 19/12/2024.

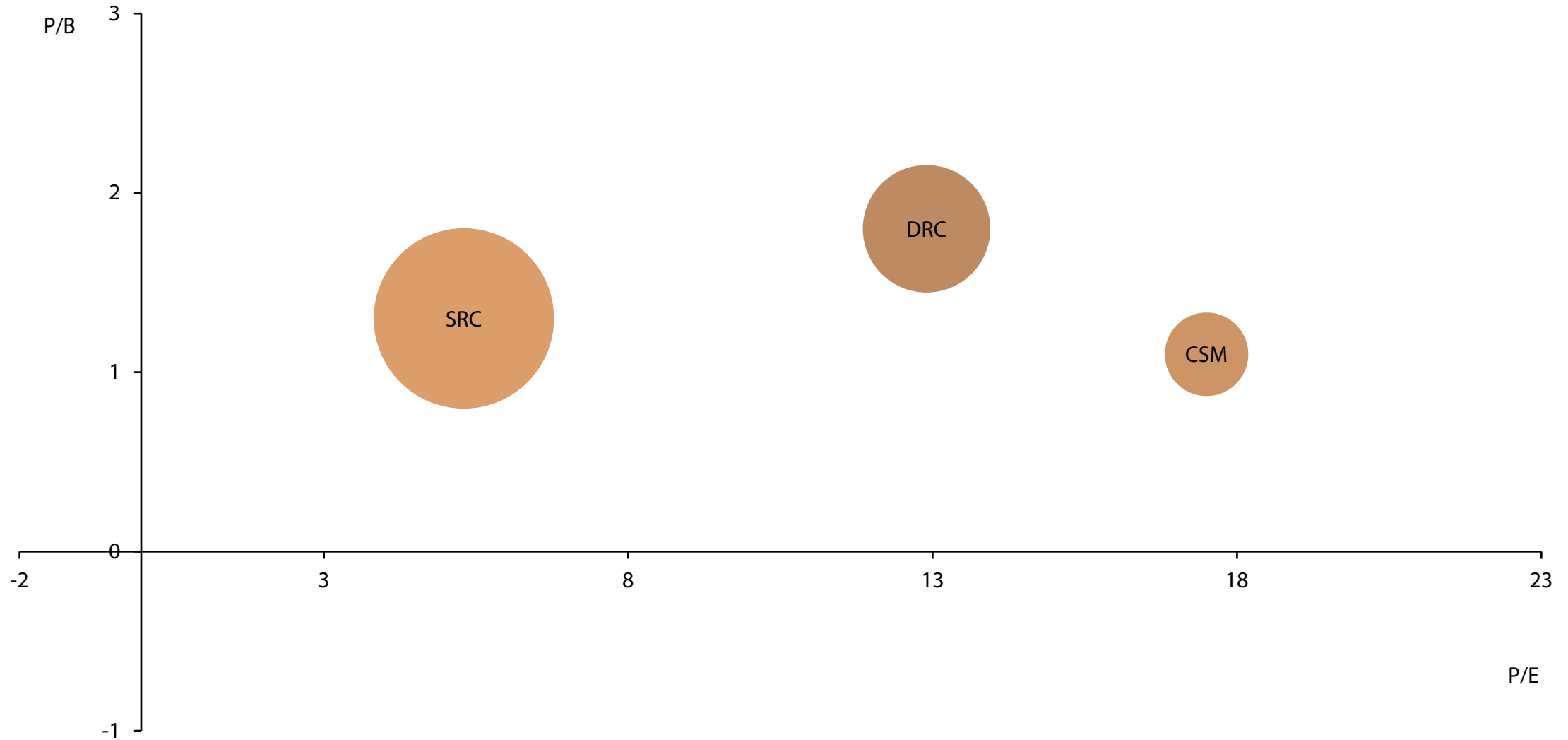
* Đối với những cổ phiếu trong danh mục khuyến nghị: ROE , ROA ,P/B , và P/E forward được tính dự phóng dựa trên dự phóng LN 2025

Đối với cổ phiếu được chúng tôi theo dõi: kết quả được cập nhật dựa trên số liệu 4 quý gần nhất

N.R: Không đánh giá

N.A: Không dự phóng hoặc không có dữ liệu

LNST-CĐCTM: Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 19/12/2024.

TRUNG LẬP

GTT: 29.450

GMT: 27.900

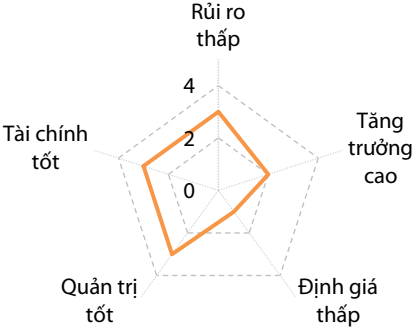
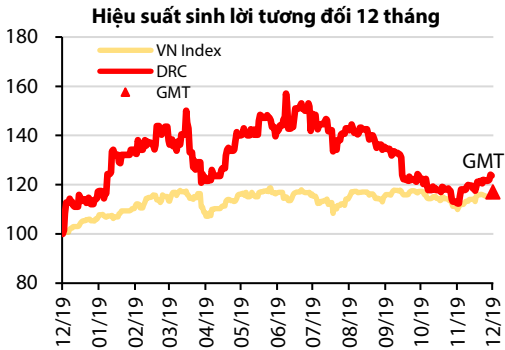
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2023A

2024F

2025F



Ngành	Ô tô và phụ tùng
Vốn hóa (triệu \$)	3,445
SLCPĐLH (triệu CP)	119
KLBO 3 tháng (nghìn CP)	571
GTGDĐBQ 3 tháng (tỷ đồng)	17
SH NĐTNN còn lại (%)	39,8
BQ giá 52 tuần (nghìn đồng)	23,8 – 38,2

Doanh thu (tỷ đồng)	4.495	4.922	5.628
LNST (tỷ đồng)	246	252	285
ROA (%)	7,3	6,2	6,4
ROE (%)	13,3	12,5	13,4
EPS (đồng)	2.074	2.121	2.400
GTSS (đồng)	15.582	16.964	17.880
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2.300	1.200	1.500
P/E (x)	13,9	13,7	12,1
P/B (x)	1,7	1,7	1,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Xuất khẩu lốp thay thế xe tải radial (TBR radial) là điểm tựa tăng trưởng

- Mảng nội địa (chủ yếu lốp vận tải bias) dự kiến tăng trưởng tốt hơn 2024 nhờ phục hồi sản lượng vận tải hàng hóa trong năm SXCN – đầu tư – xuất nhập khẩu phục hồi, tuy nhiên vẫn ở mức thấp (+4,8% YoY) trước làn sóng nhập khẩu/sản xuất lốp Trung Quốc giá rẻ tại Việt Nam.
- Mảng xuất khẩu lốp vận tải radial vẫn là điểm tựa tăng trưởng chính (21,2% YoY) nhờ lấy thị phần lốp TBR của Thái Lan tại thị trường Mỹ và nhà máy lốp TBR giai đoạn 2 chạy tối đa công suất 1 triệu lốp/năm trong năm đầu tiên.

Biên lợi nhuận khó cải thiện trước sức ép cạnh tranh lớn từ cả trong, ngoài nước và diễn biến giá đầu vào cao su không thuận lợi

- DRC phải giảm dần/ giữ giá bán thấp và tăng sử dụng chiết khấu hoặc hình thức hỗ trợ khác (chuyển từ xuất FOB thành CIF). Cộng hưởng với giá cao su thiên nhiên (chiếm 30-50% giá vốn tùy chủng loại) ở mức cao, khiến triển vọng biên lợi nhuận của các Công ty này khó mở rộng trong năm 2025.
- Yếu tố giá cước vận tải hạ nhiệt hơn (so với đỉnh Q2-Q3/2024) nứu giữ lại biên lợi nhuận ròng DRC đi ngang YoY trong năm 2025 (5,1%).

Thị giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng xuất khẩu tốt

- DRC đang giao dịch với PE fwd năm 2025 11,6x, bằng trung bình GD 2017-23 (giai đoạn đầy mạnh và có lợi nhuận của lốp TBR Radial) (11,3x).

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

- Tiến độ thâm nhập thị trường Mỹ của DRC mạnh hơn kỳ vọng (1,2% thị phần), nhờ tăng cường quan hệ hợp tác Mỹ-Việt Nam trong bối cảnh hưởng lợi lớn từ việc lốp TBR Thái Lan bị áp thuế chống bán phá giá chính thức từ năm 2025.
- Chương trình thử nghiệm lốp PCR thành công ở Brazil (ghi nhận biên lợi nhuận dương) làm bệ phóng đẩy nhanh tiến độ nhà máy lốp PCR (4 triệu lốp/năm) là rủi ro tăng giá cổ phiếu.
- Biến số hợp tác cùng Vinfast trong việc cung cấp các sản phẩm lốp cho xe ô tô PCR từ năm 2025, chưa được phản ánh vào dự phóng/định giá.

Bảng chỉ số tài chính của DRC qua các năm

Cuối năm-T12	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F	FY2025F	FY2026F
Doanh thu (tỷ đồng)	4.380	4.900	4.492	4.922	5.628	6.244
Lốp TBR Bias	1.310	1.153	843	857	866	875
Lốp TBR Radial	2.305	2.948	2.855	3.098	3.757	4.373
Khác (Lốp PCR, xe máy...)	765	799	794	966	1.005	996
Sản lượng (chiếc)						
Lốp vận tải nội địa	584.274	513.602	359.877	391.568	407.231	423.520
Lốp vận tải xuất khẩu	740.441	795.969	830.872	854.646	1.031.597	1.185.739
Tăng trưởng YoY (%)						
Doanh thu	20,1%	11,9%	-8,2%	9,5%	14,4%	10,9%
LNST Cty Mẹ	13,7%	6,3%	-20,1%	2,3%	13,2%	27,0%
Khả năng sinh lời (%)						
Biên LN gộp	17,1%	16,6%	14,4%	16,4%	16,2%	16,4%
Biên LN ròng	6,6%	6,3%	5,5%	5,1%	5,1%	5,8%
ROE	16,3%	16,1%	13,3%	12,5%	13,4%	15,4%
Cấu trúc tài chính (%)						
Tổng vay/VCSH	32,3%	36,0%	31,9%	39,6%	40,6%	25,6%

Bảng độ nhạy cho định giá dài hạn của DRC bằng phương pháp DCF

WACC	Exit EV/EBITDA							
		5,0x	6,0x	7,0x	8,0x	9,0x	10,0x	11,0x
	9,0%	21.109	24.917	28.724	32.532	36.340	40.147	43.955
	10,0%	20.172	23.837	27.503	31.168	34.834	38.499	42.165
	11,0%	19.276	22.806	26.336	29.865	33.395	36.925	40.455
	12,0%	18.419	21.819	25.219	28.620	32.020	35.420	38.820
	13,0%	17.598	20.875	24.152	27.428	30.705	33.981	37.258
	14,0%	16.813	19.971	23.130	26.288	29.447	32.605	35.764
	15,0%	16.060	19.106	22.152	25.197	28.243	31.288	34.334

Nguồn: CTCK Rông Việt

Định giá ngắn hạn của DRC bằng phương pháp so sánh P/E

EPS (VND)	P/E						
			9,3	10,3	11,3	12,3	13,3
	2024	2.121	19.724	21.845	23.966	26.086	28.207
	2025	2.400	22.324	24.724	27.124	29.525	31.925

Nguồn: CTCK Rông Việt

Tổng hợp hai phương pháp DCF trong dài hạn và P/E trong ngắn hạn với tỷ trọng 50:50, giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của DRC ở mức 27.900 đồng/cổ phiếu.



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

