

PHỤ TÙNG VẬN TẢI

**CHUẨN BỊ ĐÓN LÀN SÓNG PHỤC HỒI
SẢN XUẤT – XUẤT KHẨU NĂM 2024**



Nguyễn Bảo Hưng – hung.nb@vdsc.com.vn



PHỤ TÙNG VẬN TẢI – CHUẨN BỊ ĐÓN LÀN SÓNG PHỤC HỒI SẢN XUẤT-XUẤT KHẨU NĂM 2024

Đánh giá chung



Vào năm 2024, chúng tôi dự đoán nhu cầu về lốp thay thế xe tải và xe buýt (TBR) sẽ tăng cao tương ứng với tốc độ vận chuyển hàng hóa đường bộ. Sự tăng trưởng này được thúc đẩy bởi hoạt động gia tăng trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xuất nhập khẩu. Hơn nữa, xuất khẩu lốp TBR của Việt Nam có thể hưởng lợi do Thái Lan, nước xuất khẩu lốp TBR hàng đầu hiện nay sang Mỹ, phải đối mặt với rủi ro bị áp thuế chống bán phá giá áp dụng từ Q2-2024. Tuy nhiên, việc giá cổ phiếu tăng nhanh dựa trên những kỳ vọng này, chưa được hỗ trợ đầy đủ bởi KQKD thực tế, dẫn đến tiềm năng tăng giá của cổ phiếu bị hạn chế

Nhu cầu xuất khẩu sẽ đóng vai trò chủ đạo trong tăng trưởng doanh thu năm 2024 trong khi khó khăn tại thị trường nội địa có xu hướng giảm bớt

- Nhu cầu nội địa vào năm 2024 có thể được hỗ trợ bởi hoạt động sản xuất công nghiệp và vận tải, vốn đã trở nên sôi động hơn gần đây với vận tải hàng hóa đường bộ tăng đáng kể kể từ tháng 10 so với mức trung bình 9T-2023.
- Nhu cầu xuất khẩu có thể tăng mạnh trong bối cảnh vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ tăng tại một số thị trường chính: Mỹ, Brazil, EU. Ngoài ra, các doanh nghiệp lốp TBR loại radial của Việt Nam có thể nâng cao thị phần tại thị trường Mỹ (nhà nhập khẩu lốp xe lớn nhất thế giới), nhờ hưởng lợi từ thông tin Thái Lan (nước xuất khẩu lốp xe hàng đầu tại thị trường Mỹ) phải đối mặt với nguy cơ bị áp thuế chống bán phá giá đáng kể trong nửa sau năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp của các công ty lốp xe có thể bị cản trở do giá cao su tự nhiên đang có xu hướng tăng

- Giá cao su tổng hợp, muội than sẽ dao động trong biên độ hẹp quanh mức giá cuối năm 2023 do giá dầu Brent ổn định ở vùng 83-84 USD/thùng. Trong khi đó, những hạn chế về nguồn cung do thời tiết xấu ở các nước sản xuất chính (các nước Đông Nam Á) cùng với xu hướng tăng nhu cầu ô tô và xuất khẩu lốp xe tại Trung Quốc (chiếm 39,5% lượng tiêu thụ cao su tự nhiên trên toàn cầu) đã hỗ trợ giá nguyên liệu này ở mức cao.
- Chúng tôi cho rằng các công ty sản lốp trong nước sẽ tăng lượng dự trữ cao su tự nhiên hoặc tăng giá bán để bù đắp phần nào sự dịch chuyển tăng giá của loại nguyên liệu này.

Năng lực sản xuất hạn chế cản trở tăng trưởng cả doanh thu và lợi nhuận trong dài hạn của các nhà sản xuất sản lốp nội địa

- Quy mô thị trường lốp xe 4 bánh rất lớn cả trên toàn cầu và trong nước. Tuy nhiên, do quy mô nhỏ nên các nhà sản xuất lốp xe Việt Nam phải tuân theo giá bán của các doanh nghiệp FDI và các nhà xuất khẩu Trung Quốc. Vì vậy, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sản lốp trong nước dễ bị ảnh hưởng trong thời kỳ kinh tế suy thoái. Thêm vào đó, các nhà SX lốp xe trong nước (DRC, SRC, CSM) sẽ phải đối mặt với mức tăng trưởng lợi nhuận hạn chế trong dài hạn khi họ đạt tới công suất tối đa của các nhà máy hiện tại.
- Với kỳ vọng nền kinh tế sẽ dần phục hồi từ năm 2024, cùng với lượng hàng tồn kho từ Trung Quốc ở mức thấp, cũng như khả năng bị áp thuế chống bán phá giá đối với lốp xe Thái Lan tại thị trường Mỹ, chúng tôi tin rằng các nhà SX VN sẽ tập trung vào việc nâng cao chất lượng và mở rộng công suất xuất khẩu radial, TSLN của họ sẽ sớm phục hồi.



PHỤ TÙNG VẬN TẢI – CHUẨN BỊ ĐÓN LÀN SÓNG PHỤC HỒI SẢN XUẤT-XUẤT KHẨU NĂM 2024

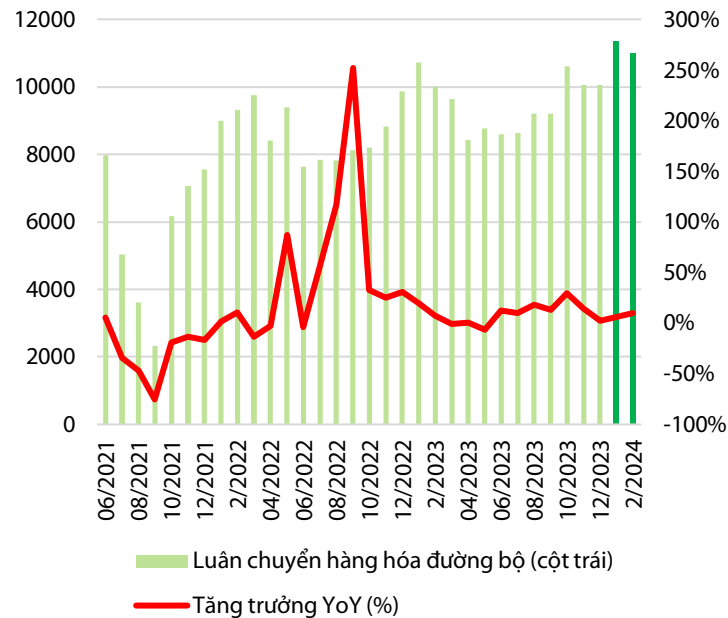
Rủi ro giảm giá

- Giá cao su thiên nhiên tiếp tục cao hơn kỳ vọng: Trong trường hợp giá cao su thiên nhiên tiếp tục ở mức cao, lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất sẫm lốp sẽ kém hơn dự báo của chúng tôi;
 - Xuất khẩu lốp TBR của Việt Nam sang thị trường Mỹ không thuận lợi từ việc Mỹ áp thuế chống bán phá giá (ADT) đối với lốp Thái Lan như kỳ vọng do Mỹ tăng nhập khẩu từ Campuchia hay Indonesia thay vì Việt Nam.
-

Chúng tôi lạc quan về tăng trưởng doanh thu của công ty lốp TBR trong năm 2024

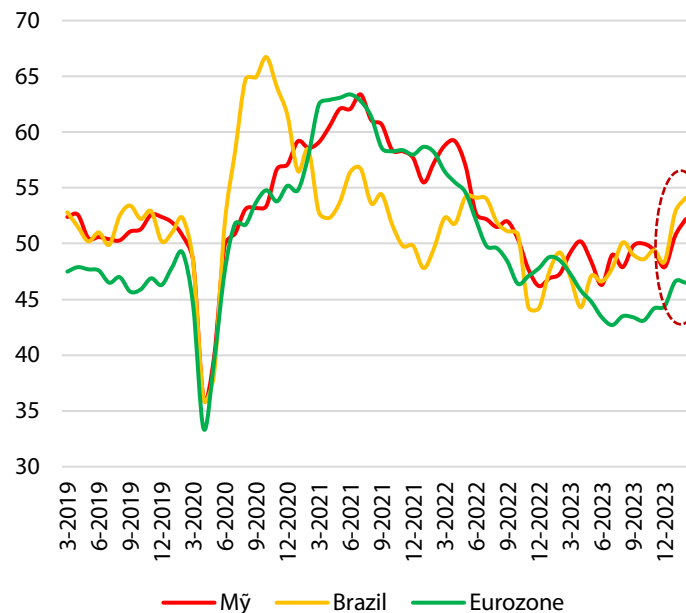
- Chúng tôi dự đoán sự phục hồi của sản xuất công nghiệp và vận tải, sẽ kích thích vận chuyển hàng hóa bằng đường bộ cả trong nước và toàn cầu (Hình 1, 2). Do đó, chúng tôi dự đoán doanh số bán lốp TBR sẽ tăng trưởng hai chữ số năm 2024 so với mức thấp của năm 2023. (Hình 3)
- Đặc biệt, về giá trị xuất khẩu lốp TBR của Việt Nam (chủ yếu là loại radial) còn được hưởng lợi từ tình hình bấp bênh của lốp xuất khẩu Thái Lan, vốn có nguy cơ cao bị áp thuế chống bán phá giá của ITC và DOC của Mỹ trong H2-2024 (Bảng 1). Do đó, lốp TBR của Việt Nam sẵn sàng trở thành sản phẩm thay thế khả thi cho lốp Thái Lan từ thời điểm này. (Hình 4, 5)

Hình 1. Luân chuyển hàng hóa đường bộ VN hằng tháng (triệu tấn.km, cột trái)



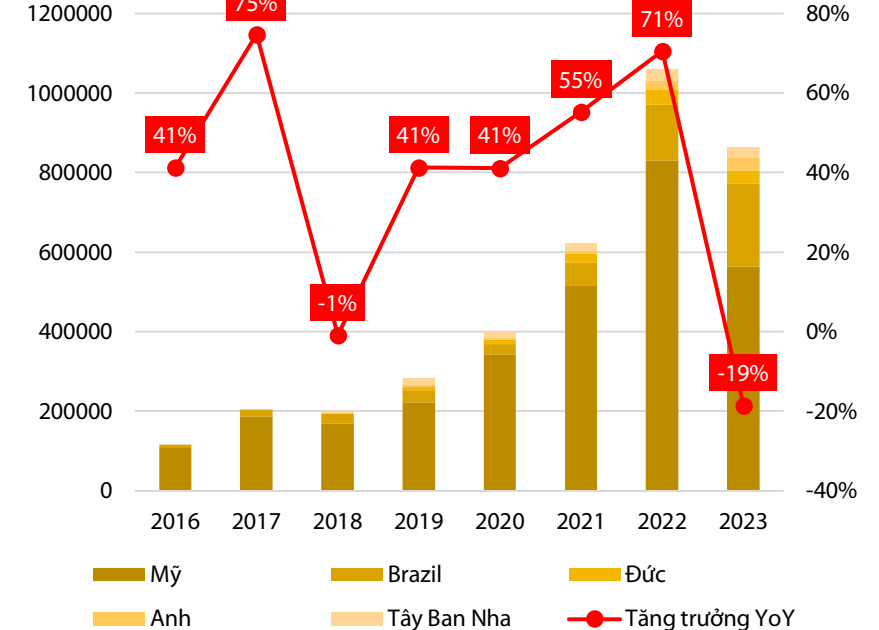
Nguồn: TCTK VN, CTCK Rồng Việt

Hình 2. Chỉ số sản xuất PMI tại các thị trường xuất khẩu lốp TBR chủ lực



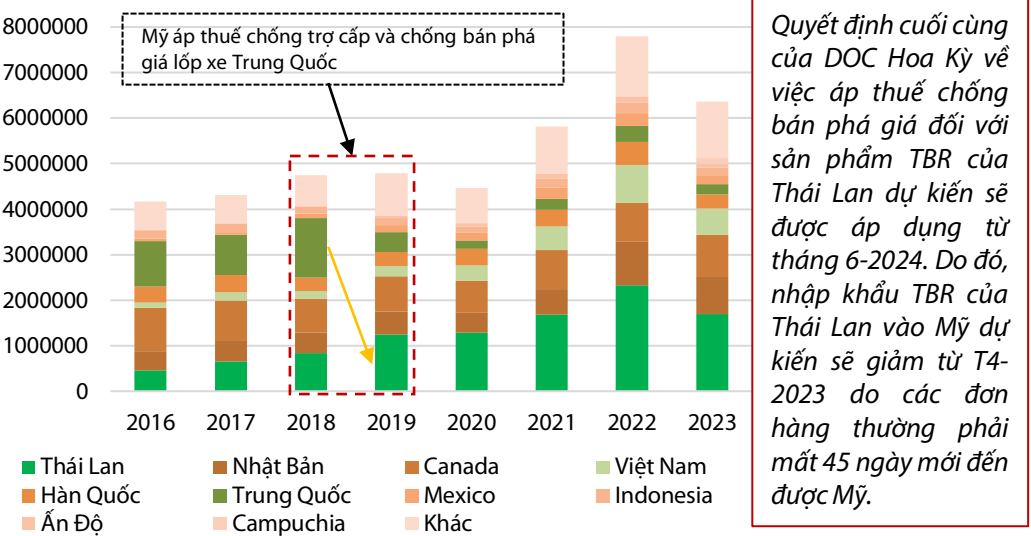
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3. Giá trị xuất khẩu của VN vào top-5 thị trường lốp TBR (nghìn đô, cột trái)



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 4. Giá trị xuất khẩu lớp TBR vào thị trường Mỹ theo quốc gia (nghìn đô)



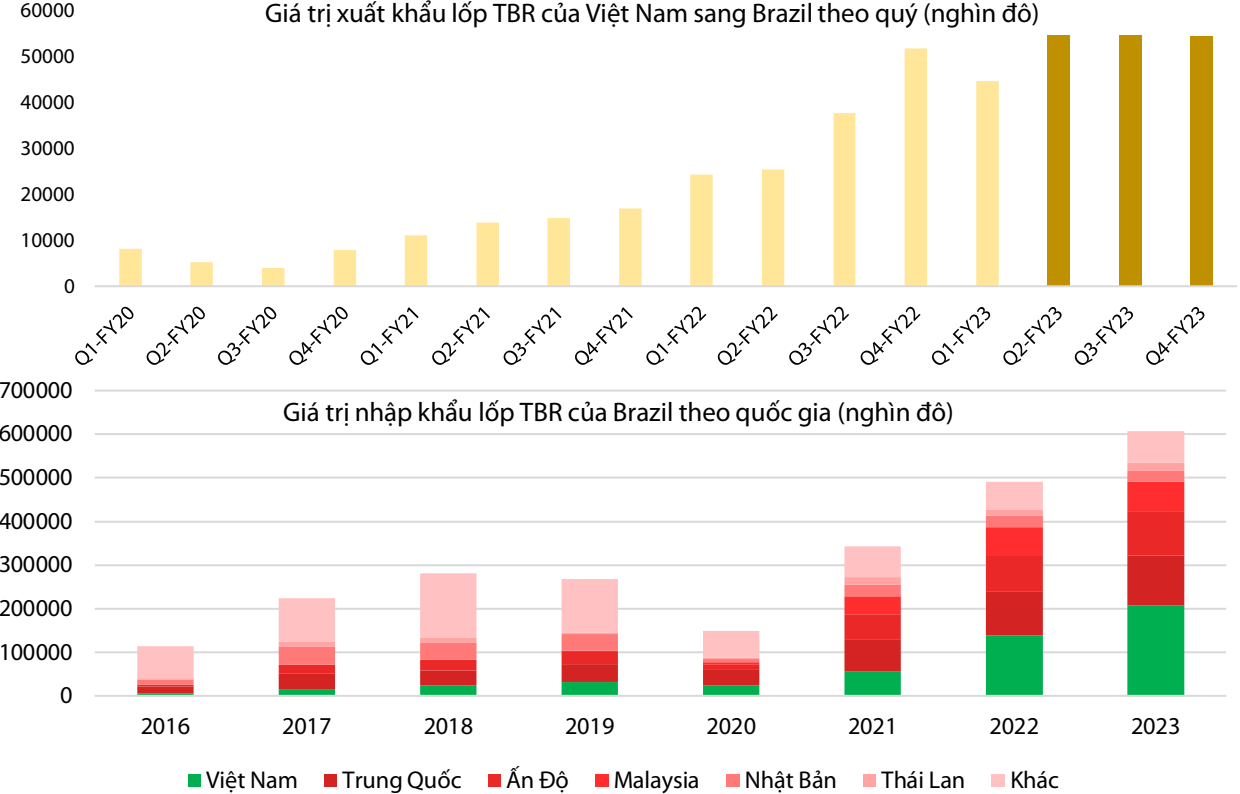
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Bảng 1. Lịch áp thuế lên Thái Lan tại thị trường 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	25/03/2024
Quyết định cuối cùng của Bộ Thương Mại	10/06/2024
Quyết định cuối cùng của ITC	25/07/2024
Ngày chính thức áp đặt	01/08/2024

Nguồn: US ITC, DOC, CTCK Rồng Việt

Hình 5. Chúng tôi dự đoán giá trị xuất khẩu lớp TBR của Việt Nam sang Brazil sẽ không thay đổi YoY do duy trì chiến lược giá thấp.



Doanh số xuất khẩu lớp TBR của Việt Nam tại Brazil vẫn ổn định trong nửa đầu năm 2023 với 109 triệu USD (tăng 10% so với nửa đầu năm 2023) mặc dù bị ảnh hưởng bởi việc Brazil tăng thuế nhập khẩu lớp xe chở hàng lên 16% từ 0% vào cuối tháng 3-23. Được biết, hầu hết các nhà sản xuất lớp TBR tại Việt Nam đều chủ động giảm giá bán để chia sẻ chi phí đầu vào cao hơn với các nhà phân phối/đại lý lớp xe Brazil (Theo DRC, họ đã giảm giá bán tại thị trường Brazil xuống mức thấp hơn 3 lần trước đó).

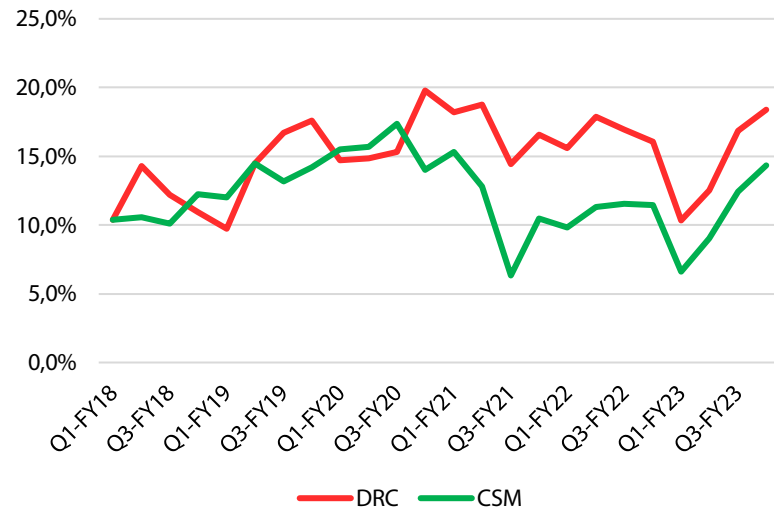
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN TĂNG CAO ẢNH HƯỞNG XẤU LÊN BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

Do giá cao su tự nhiên có xu hướng tăng lên nên lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng vào năm 2024

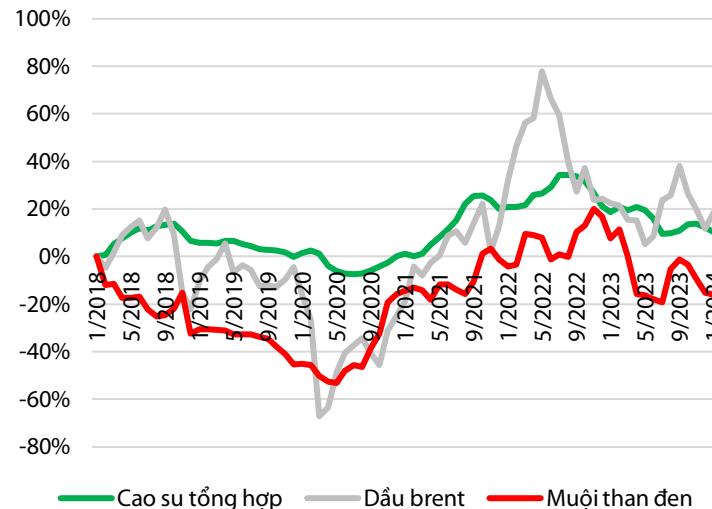
- Nhờ giá đầu vào thuận lợi, lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất lốp dần phục hồi trong Q2-4/2023 từ mức thấp trong Q1-2023 (Hình 6). Tuy nhiên, tốc độ tăng nhanh của cao su tự nhiên từ T9-2023 sẽ phản ánh tiêu cực lên biên lợi nhuận gộp vào năm 2024 (Hình 7), được hỗ trợ bởi những hạn chế về nguồn cung do thời tiết xấu ở các nhà sản xuất chính (các nước ĐNA) (Hình 8), (2) xu hướng tăng trong nhu cầu ô tô và xuất khẩu lốp xe tại Trung Quốc (chiếm 39,5% lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu) (Hình 9, 10), (3) mức tồn kho thấp hơn so với năm 2021 và 2022 (Hình 11).
- Giá các thành phần sản xuất sản phẩm còn lại: cao su tổng hợp, muội than đen (từ dầu) sẽ dao động trong biên độ hẹp quanh mặt bằng giá cuối năm 2023 do giá dầu Brent ổn định ở vùng 83-84 đô/thùng. (Hình 7)
- Chúng tôi cho rằng các công ty sản xuất lốp sẽ tăng cường dự trữ hàng tồn kho cao su tự nhiên cùng với việc tăng giá bán ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu để hạn chế tác động tiêu cực của việc tăng cao su tự nhiên trong năm 2024.

Hình 6. BLNG các công ty sản xuất (%)

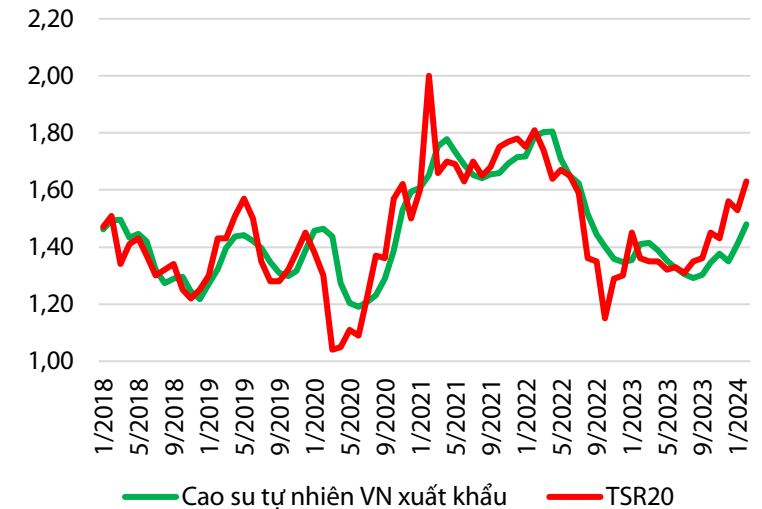


Nguồn: DRC, CSM, CTCK Rồng Việt

Hình 7. Diễn biến giá NVL đầu vào



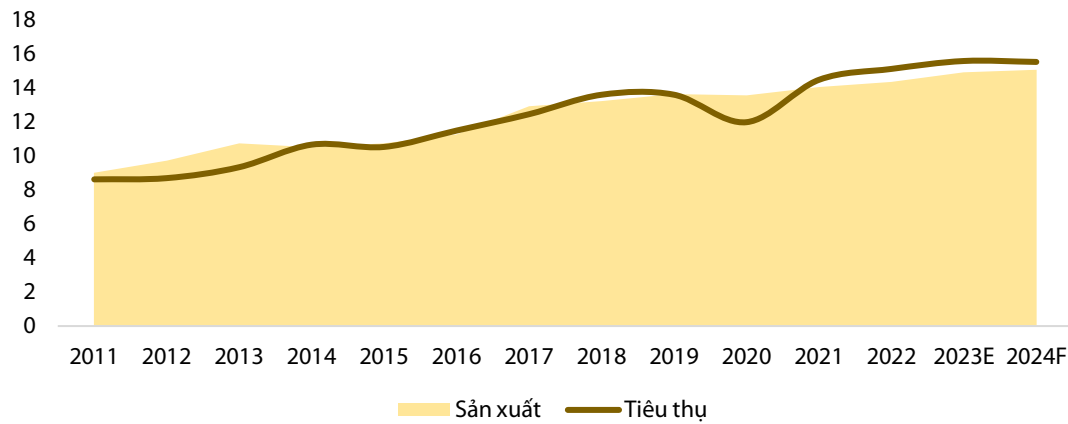
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt



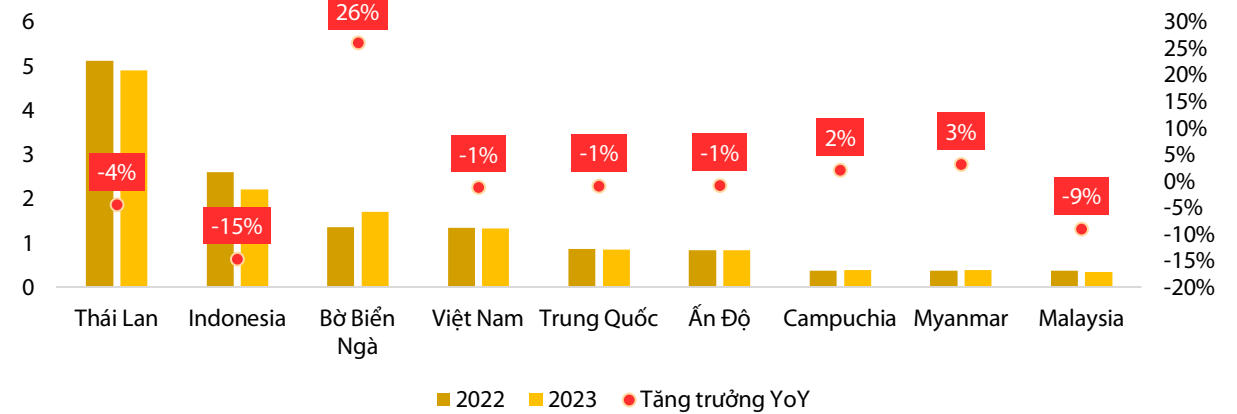
Nguồn: Bloomberg, GSO, CTCK Rồng Việt

GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN TĂNG CAO ẢNH HƯỞNG XẤU LÊN BIÊN LỢI NHUẬN GỘP

Hình 8. Nguồn cung cao su thiên nhiên sẽ tăng chậm do thời tiết bất lợi tại một số nước sản xuất chính (các nước Đông Nam Á)

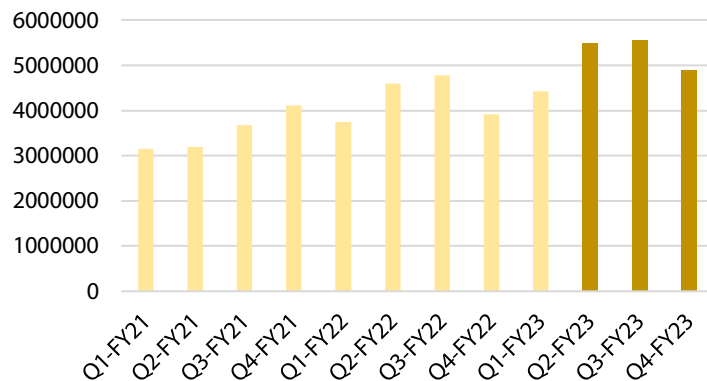


Nguồn: ANRPC, IRSG, CTCK Rồng Việt



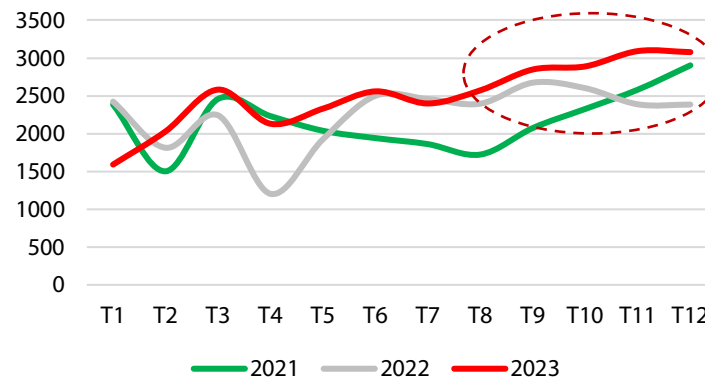
Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt

Hình 9. Xuất khẩu lốp xe Trung Quốc hàng quý (nghìn đô)



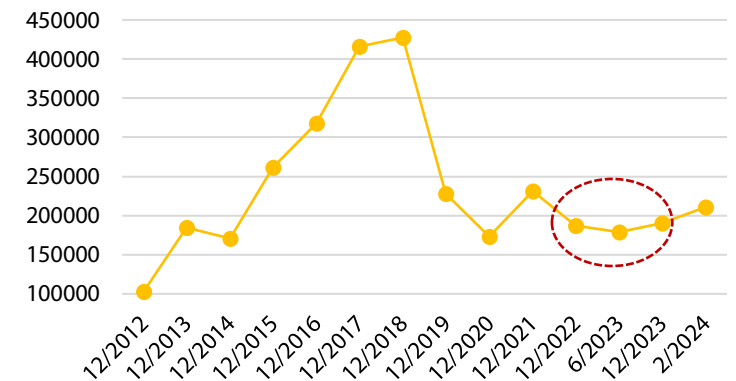
Nguồn: Tradingeconomics, CTCK Rồng Việt

Hình 10. Sản xuất ô tô ở Trung Quốc hàng tháng (nghìn chiếc)



Nguồn: MarkLines, CTCK Rồng Việt

Hình 11. Tình hình tồn kho cao su tự nhiên Trung Quốc hàng tháng (tấn)



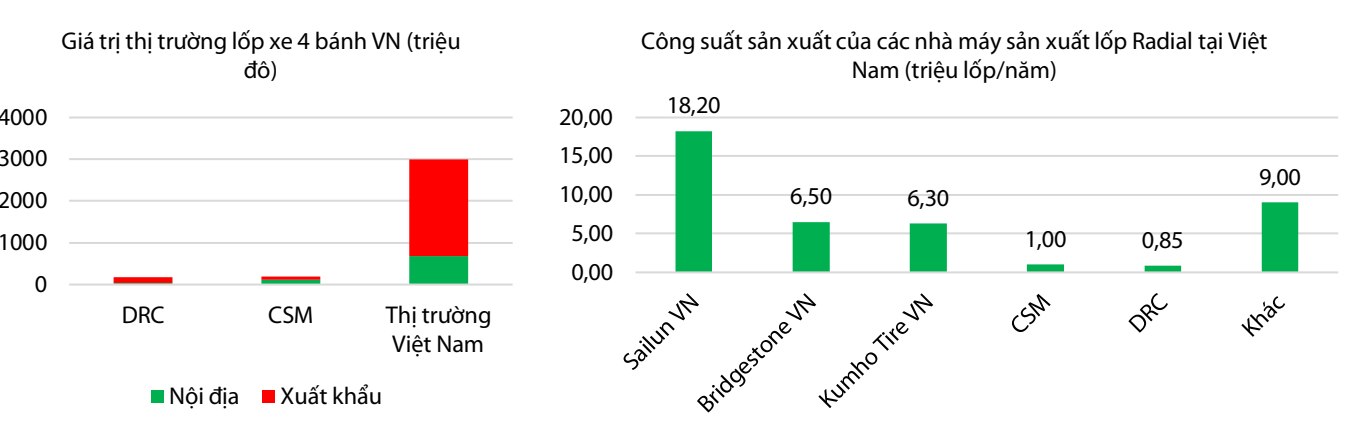
Nguồn SHFE, CTCK Rồng Việt

Bảng 2. Các nhà SX sảm lớp VN chỉ có thể mạnh trong lớp xe thay thế liên quan đến xe thương mại(xe tải, xe buýt tải nặng, nhẹ các loại)

Nhà SX	Chi tiết danh mục sản phẩm	Loại lớp
DRC	DRC chuyên về lớp xe tải nặng/nhẹ và lớp 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 lớp xe máy, xe buýt và xe tải nhẹ, tập trung chủ yếu vào khu vực phía Nam.	Thay thế
SRC	SRC có lợi thế ở mảng lớp 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 lớp radial cho ô tô/xe tải. Mặc dù chiếm lĩnh thị trường nội địa nhưng các công ty này vẫn xuất khẩu phần lớn lớp xe của mình.	OEM/ Thay thế

Nguồn: CTCK Rông Việt

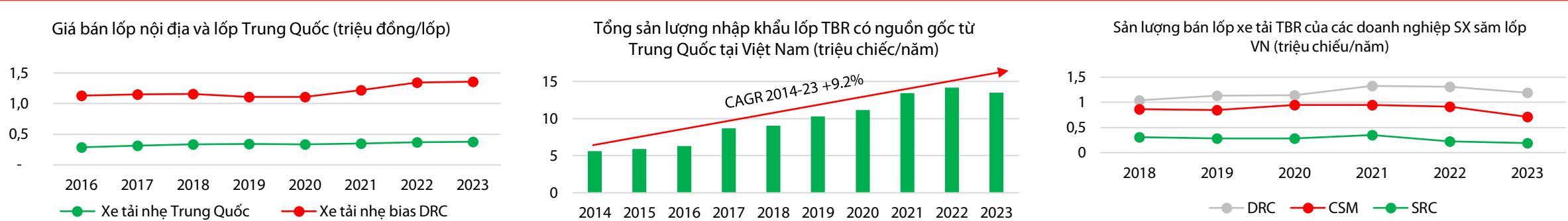
Hình 12. Mặc dù quy mô thị trường lớp xe 4 bánh rất lớn cả trong nước và xuất khẩu nhưng các nhà sản xuất lớp xe Việt Nam (DRC, CSM, SRC) không thể chiếm thêm thị phần do hạn chế về năng lực sản xuất.



Nguồn: DRC, CSM, VRA, CTCK Rông Việt ước tính

Nguồn: TireBusiness, CSM, DRC, CTCK Rông Việt

Hình 13. Thêm vào đó, làn sóng nhập khẩu lớp TBR từ Trung Quốc với giá cạnh tranh kể từ năm 2019 tạo ra mối đe dọa đối với tiềm năng mở rộng sản lượng bán hàng của các công ty lốp xe tải trong nước.



Lưu ý: Giá bán được thể hiện trong biểu đồ liên quan đến xe tải nhẹ của Trung Quốc là giá nhập hải quan chỉ bằng 35%-50% giá mua thực tế.

Do bị Mỹ áp thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá từ năm 2019, lượng lớn lớp xe Trung Quốc tràn sang các nước châu Á khác trong đó có Việt Nam

Sản lượng lớp xe tải và xe buýt (~2,5 triệu chiếc/năm) của một số hãng lớp VN thấp hơn nhiều so với Trung Quốc (trên 12 triệu chiếc/năm)

Nguồn: Trademap, DRC, CTCK Rông Việt

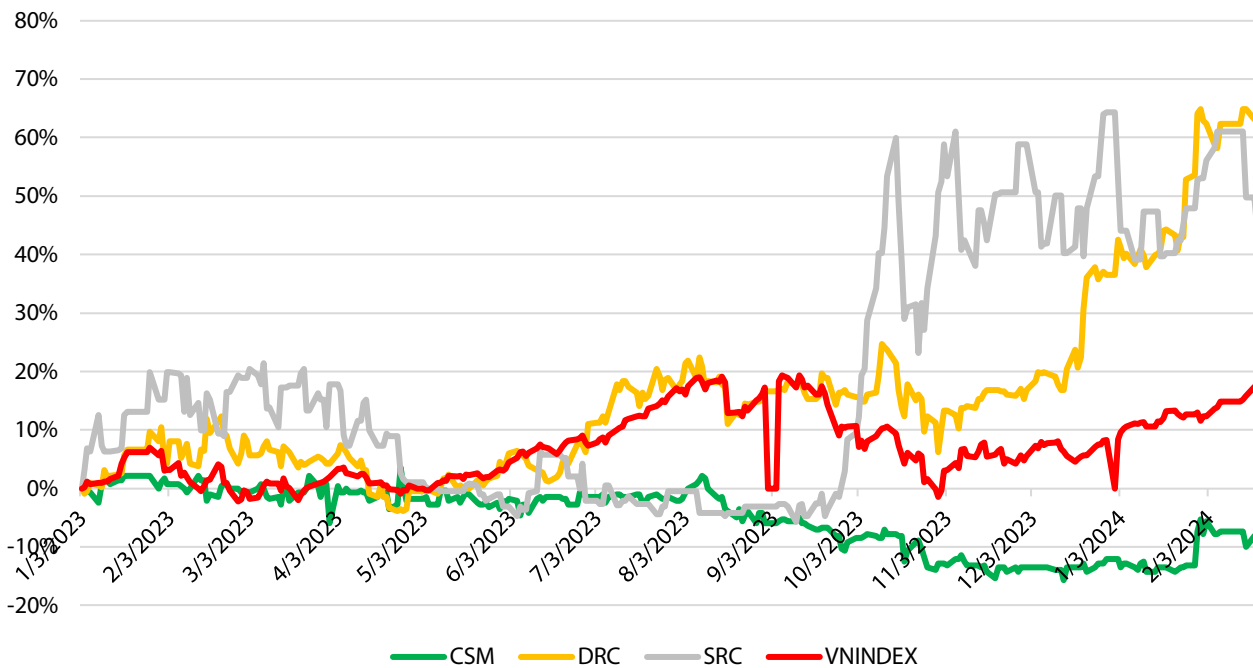
Nguồn: Trademap, CTCK Rông Việt

Nguồn: CSM, DRC, SRC, CTCK Rông Việt

Giá cổ phiếu ngành sẫm lốp tăng ấn tượng trong nửa cuối năm 2023

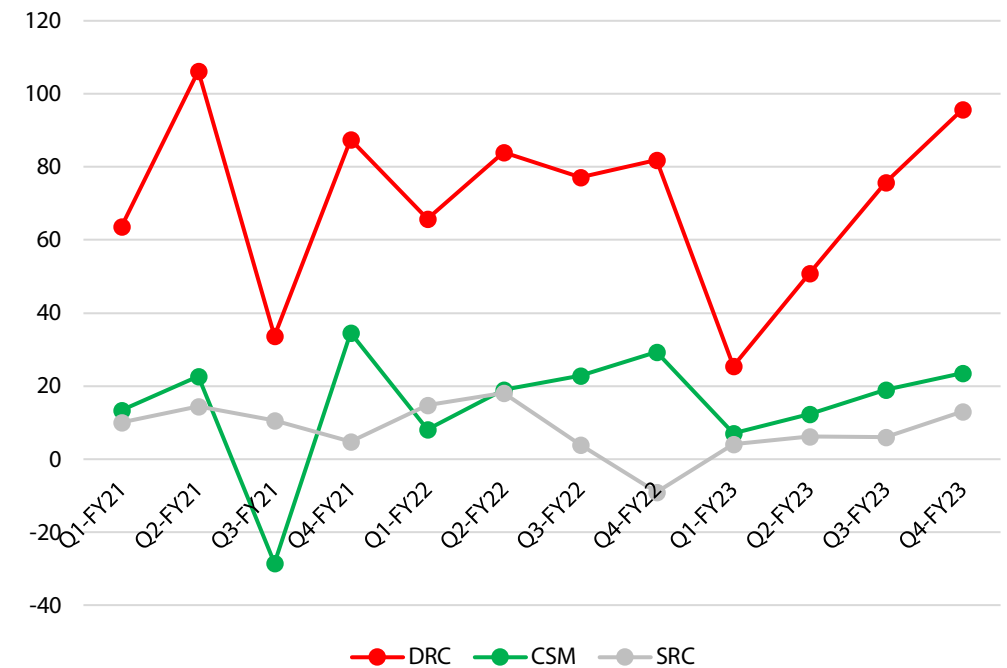
- LNST của các doanh nghiệp sẫm lốp chạm mức thấp trong Q1-2023 nhưng dần được cải thiện trong suốt 3 quý cuối năm (Hình 15). Nó hỗ trợ xu hướng tăng giá cổ phiếu các công ty sản xuất sẫm lốp trong nửa cuối năm 2023. (Hình 14)
- Ngoài ra, mức tăng giá của các cổ phiếu này cũng phản ánh sự lạc quan của nhà đầu tư về tăng trưởng lợi nhuận tốt trong năm 2024 kết hợp với câu chuyện hấp dẫn ở từng cổ phiếu (DRC – tiến độ nhanh hơn dự kiến trong giai đoạn 3 của nhà máy radial, SRC – việc tăng quyền sở hữu đối với cổ đông lớn – Hoàng Sơn Holdings từ 24,5% xuống 50,2% trong Q4-2023). Tuy nhiên, sự tăng giá nhanh chóng của giá cổ phiếu dựa trên những triển vọng đó vẫn chưa được hỗ trợ đầy đủ bởi kết quả kinh doanh thực tế, dẫn đến tiềm năng tăng giá hạn chế của cổ phiếu.

Hình 14. Diễn biến giá cổ phiếu ngành sẫm lốp (% YTD)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rong Việt, tính đến ngày 22/02/2024

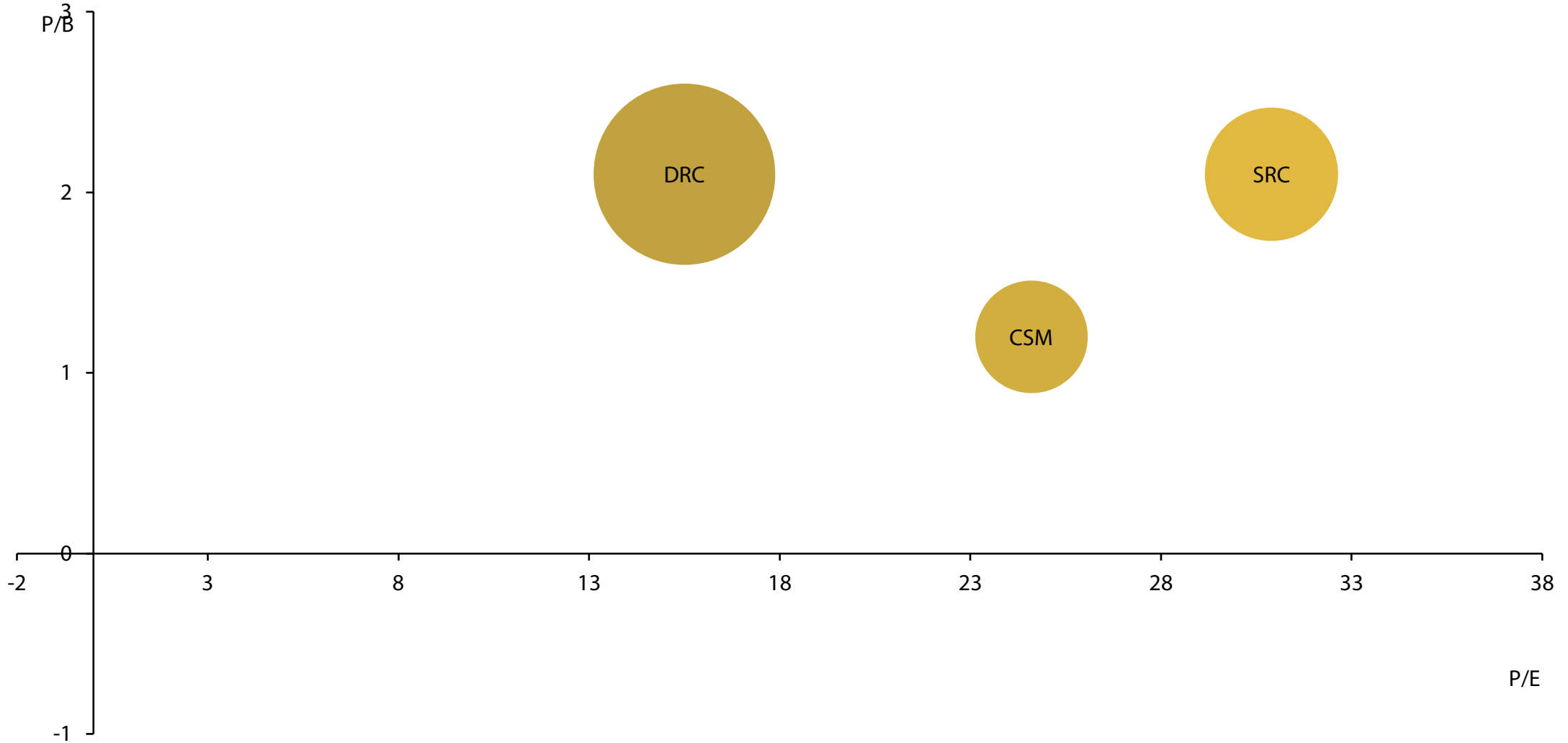
Hình 15. LNST của các doanh nghiệp sẫm lốp VN (tỷ đồng)



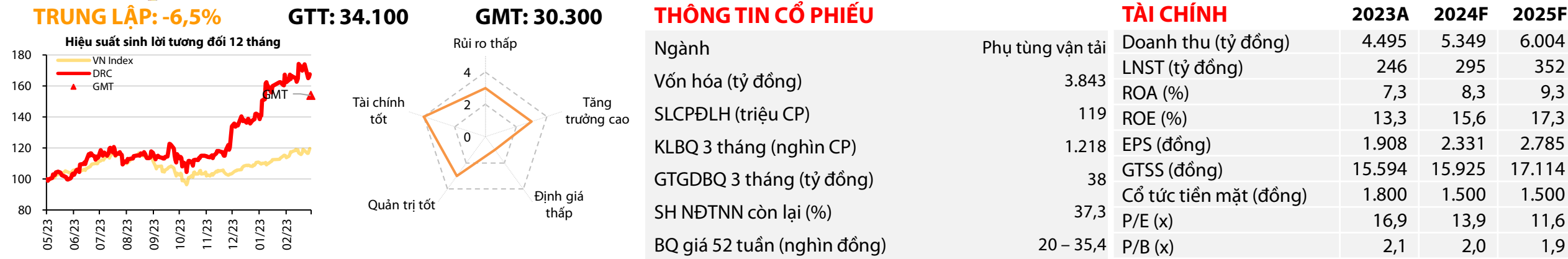
Nguồn: FiinPro, CTCK Rong Việt

Mã	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 ngày 1/4	Mức sinh lời kỳ vọng	Doanh thu	2023A		2024F		Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng LNST		
										LNST	EPS	Doanh thu	LNST	EPS	2023E	2024F	2023E	2024F
CSM	1.534	358	21,2	1,0	4,7	n.a	15.850	n.a	5.235	60,3	598	n.a	n.a	n.a	-1,6	n.a	-21,7	n.a
DRC	3.843	38.060	15,52	2,07	13	28.800	34.100	-6,5	4.495	248	2.085	5.227	302	2.387	-8	16	-19	22
SRC	803	184	27,8	1,8	6,6	n.a	28.900	n.a	1.197	29,4	1.048	n.a	n.a	n.a	30,9	n.a	6,0	n.a

Nguồn: FiinPro, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tính đến ngày 4/4/2024.



Nguồn: Fiinpro, CTCK Rồng Việt. Kích thước bong bóng bằng ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tính đến ngày 20/03/2024. Không bao gồm SGB và NVB do các ngoại lệ.



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lớp TBR Radial duy trì vai trò dẫn dắt tăng trưởng của DRC trong năm 2024F-25F

- Chúng tôi dự báo doanh số bán lớp TBR radial của DRC sẽ lần lượt đạt 25% YoY/15% YoY trong năm 2024F-25F nhờ (1) luân chuyển hàng hóa toàn cầu được cải thiện, (2) công suất tăng tại nhà máy radial giai đoạn 3 từ 0,75 lên 1,0 triệu chiếc/năm từ Q2-2024, (3) khả năng cao sẽ trở thành lựa chọn thay thế cho lớp TBR của Thái Lan tại thị trường Mỹ trong nửa cuối năm 2024.
- Trong bối cảnh cạnh tranh ngày càng trở nên gay gắt hơn trong nước, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng trong dự báo sản lượng bán lớp TBR Radial của DRC là 10% YoY/6% YoY trong năm 2024F-25F so với mức thấp của năm 2023.

Biên lợi nhuận hoạt động sẽ dao động trong biên độ hẹp quanh mức biên năm 2023 do giá cao su tự nhiên tăng nhanh

- Năm 2023, DRC đã phòng ngừa rủi ro giá nguyên liệu trong 5 tháng vào cuối Q4-2022 – thời điểm giá đầu vào đạt đỉnh, cộng với giá bán đầu ra giảm nhanh đã ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp trong cả năm 2023 mặc dù diễn biến giá NVL đã hạ nhiệt từ Q1-2023. Do đó, mức cơ sở thấp của năm 2023 cùng với giả định rằng DRC sẽ tăng dự trữ hàng tồn kho cao su tự nhiên hoặc tăng giá bán để bù đắp một phần cho đà tăng giá từ nguyên liệu này, biên lợi nhuận từ HĐKD của công ty sẽ cải thiện nhẹ +6 bps YoY lên 6,89% trong 2024.

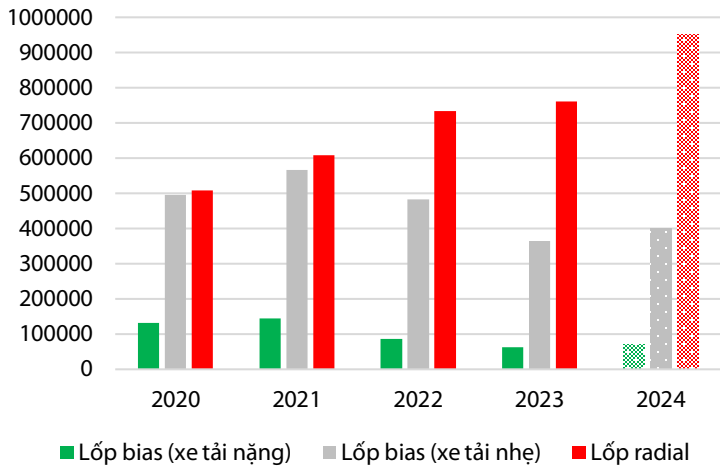
Mức định giá P/E 2024F của DRC là 13,9x, cao hơn so với mức trung bình 2019-2023 là 12,2x, hạn chế tiềm tăng giá của DRC. Chúng tôi khuyến nghị mua khi giá giảm mạnh.

Một khoản đầu tư phù hợp theo “chiến lược đầu tư cổ tức” với tỷ suất cổ tức trung bình hàng năm trên 5,5%

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

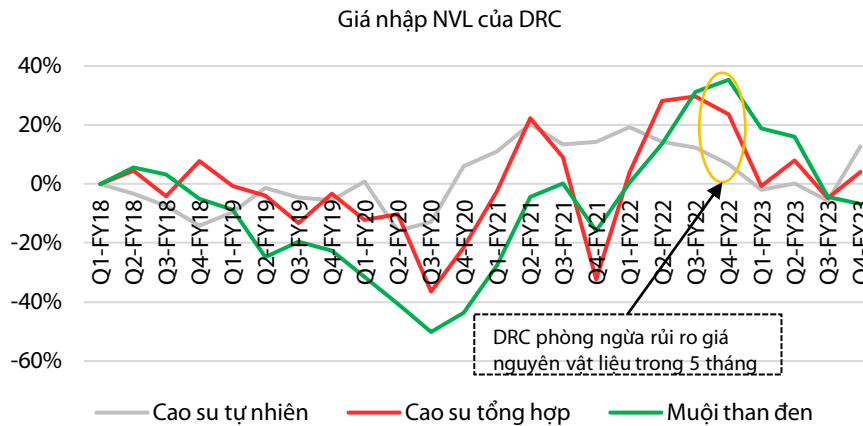
- Giá cao su thiên nhiên tiếp tục cao hơn kỳ vọng, lợi nhuận của DRC sẽ bị ảnh hưởng nặng nề hơn dự báo.

Hình 1. Lớp TBR radial duy trì vai trò dẫn dắt tăng trưởng của DRC vào năm 2024 (chiếc)

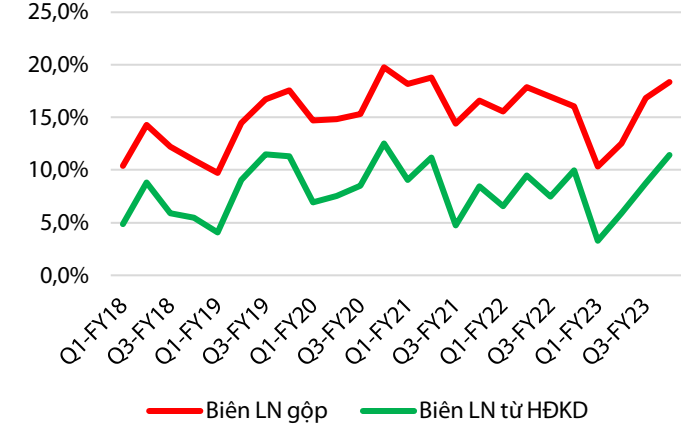


Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 2. Chúng tôi dự đoán biên lợi nhuận từ HĐKD của DRC sẽ cải thiện 6 bps YoY do mức thấp lịch sử vào năm 2023 cùng với giả định rằng DRC sẽ tăng dự trữ hàng tồn kho cao su tự nhiên hoặc tăng giá bán đầu ra để bù đắp một phần cho đà tăng giá của nguyên liệu này.

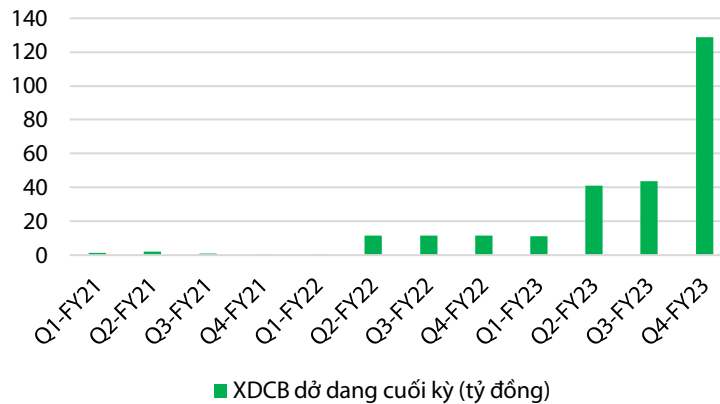


Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

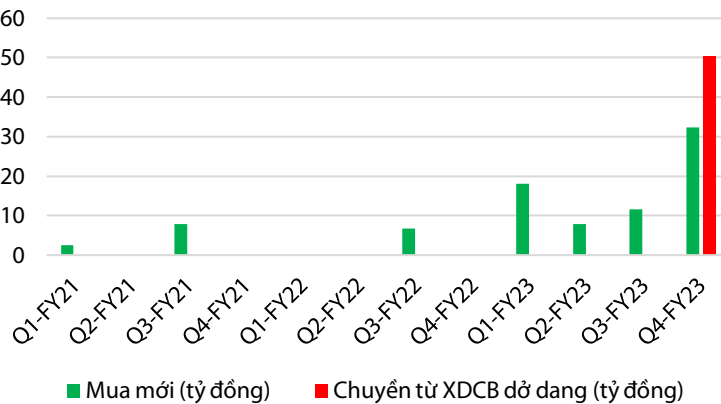


Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

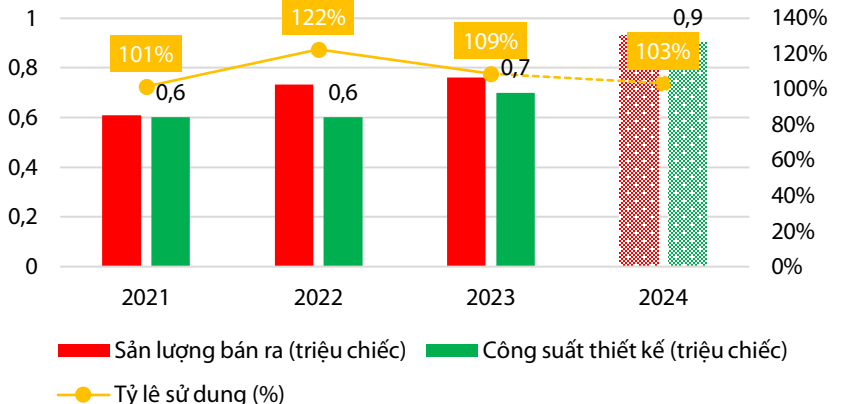
Hình 3. Trong nửa cuối năm 2023, DRC đẩy nhanh tiến độ của nhà máy Radial-3, dự đoán công suất sẽ tăng dần cho đến khi việc mở rộng hoàn tất vào Q2-2024.



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

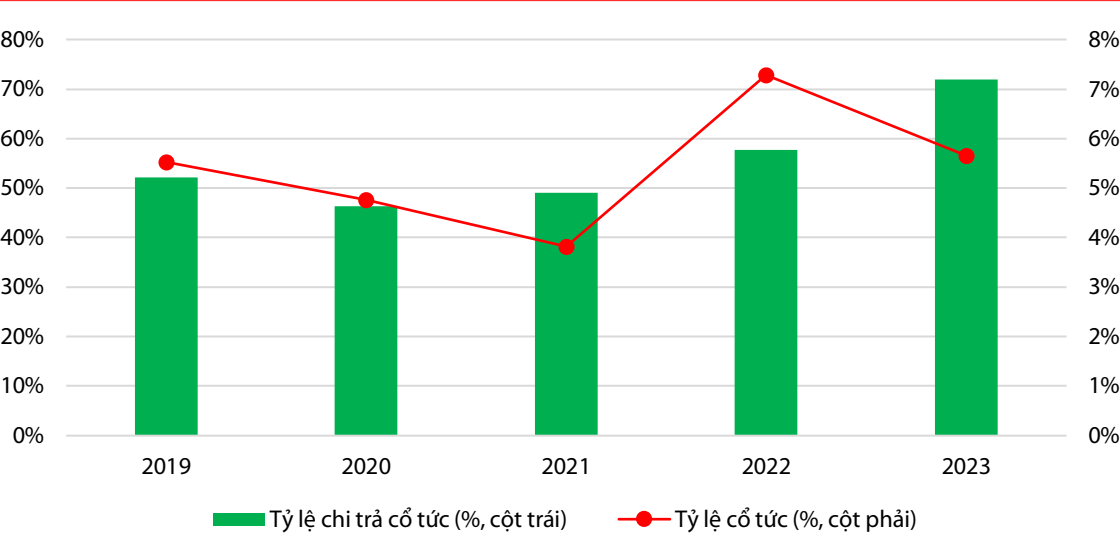


Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 4. DRC có thể là lựa chọn đầu tư thích hợp cho "chiến lược đầu tư cổ tức", nhờ chính sách cổ tức tiền mặt nhất quán trên 40% hàng năm và tỷ suất cổ tức trung bình trên 5% hằng năm.

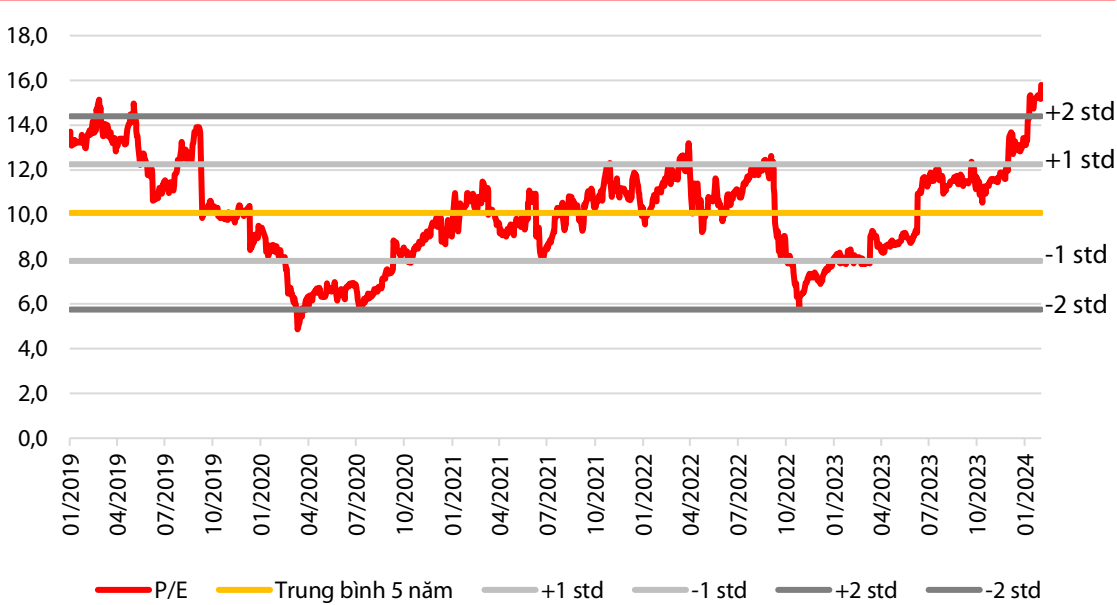


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Vào T12-2023, giá cổ phiếu và P/E tăng mạnh, phản ánh mức tăng trưởng mạnh mẽ về lợi nhuận trong Q4-2023 và triển vọng lạc quan của các nhà đầu tư về tăng trưởng lợi nhuận vào năm 2024. Sự lạc quan này xuất phát từ tiến độ nhanh hơn dự kiến của Radial -3 nhà máy và những thông tin thuận lợi về việc Bộ Thương mại Hoa Kỳ áp thuế chống bán phá giá đối với lốp xe chở hàng của Thái Lan, có thể hỗ trợ tiêu thụ lốp Radial của DRC tại thị trường quan trọng như Mỹ.

Tuy nhiên, việc định giá cao tương đối ở hiện tại (P/E 2024F của DRC là 13,9 lần so với mức trung bình 2019-2023 là 12,2 lần) hạn chế tiềm tăng giá của DRC. Chúng tôi khuyến nghị mua khi giá giảm mạnh.

Hình 5. Biểu đồ P/E DRC (x)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 1. Tóm tắt định giá DRC

Phương pháp	% Đóng góp	Giá cổ phiếu
5Y FCFF (WACC: 12,0%, g: 2,0%)	50%	32.662
P/E @ 12x 2024F EPS	50%	27.978
Giá mục tiêu (đồng)	100%	30.300
12T cổ tức kỳ vọng (đồng)		1.500
Giá thị trường (đồng) (04/04/2024)		34.100
Tỷ suất sinh lời (%)		-11,1%
GMT / 2024F EPS		13,0
GMT / 2025F EPS		10,9

Nguồn: CTCK Rồng Việt



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

