

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

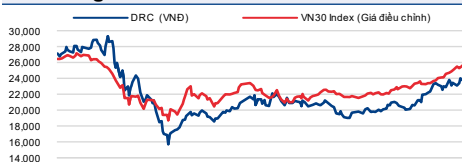
Giá mục tiêu: VNĐ28,000 (từ VNĐ24,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/8/2023)	23,500
Mã Bloomberg	DRC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,724-29,288
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	23,867
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,792
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	118
Slg CP lưu hành (tr.đv)	119
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	58.2
Slg CP NN được mua (tr.đv)	46.7
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.69%
Tỷ lệ freefloat	41.4%
Cổ đông lớn	Hóa chất Việt Nam (50.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	5.15	19.2	(10.8)
So với chỉ số	(5.05)	(1.06)	(9.28)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	1,661	1,733	(4.2)
2024F	2,400	2,303	4.2
2025F	2,706	2,707	(0.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

DRC là một trong những doanh nghiệp nội địa sản xuất lốp xe lớn nhất Việt Nam và là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA
Chuyên Viên, Ngành Công Nghiệp
nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Hồi phục mạnh mẽ trong năm 2024; nâng 17% giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng nâng 17% giá mục tiêu lên 28.000đ sau khi điều chỉnh giả định định giá và nâng dự báo lợi nhuận (từ năm 2025) do chúng tôi điều chỉnh tăng giả định đối với dự án mở rộng nhà máy radial giai đoạn 3.
- Chúng tôi duy trì dự báo năm 2023-2024 với lợi nhuận giảm 30% trong năm 2023 nhưng hồi phục 45% trong năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi nâng 3% dự báo lợi nhuận năm 2025 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 13%.
- Sau khi tăng 19% trong 3 tháng vừa qua, DRC đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 14,1 lần và 9,8 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn một chút so với mức bình quân trong quá khứ là 11,9 lần (tính từ năm 2019).

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q2/2023 và triển vọng

KQKD Q2/2023 sát với dự báo của chúng tôi với lợi nhuận thuần giảm 39% so với cùng kỳ – nhưng tăng gấp đôi so với quý trước – đạt 51 tỷ đồng, trong khi doanh thu thuần vẫn ổn định (tăng 1% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước) do sự sụt giảm sản lượng tiêu thụ trong nước (đóng góp một phần ba tổng sản lượng tiêu thụ) phần lớn được bù đắp nhờ sản lượng xuất khẩu tăng trưởng mạnh (đóng góp hai phần ba còn lại). Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận giảm do DRC giảm giá bán cho khách hàng trong giai đoạn khó khăn này.

Chúng tôi kỳ vọng tình hình sẽ cải thiện trong nửa cuối năm 2023. Sản lượng xuất khẩu sẽ được hỗ trợ nhờ những nỗ lực đa dạng hóa thị trường xuất khẩu của DRC, từ đó bù đắp sự sụt giảm tại Brazil. Trong khi đó, chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ dần phục hồi nhờ hoạt động thương mại cải thiện và Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công.

Tác động: Duy trì dự báo năm 2023-2024, nâng dự báo năm 2025

HSC duy trì dự báo trong năm 2023 và 2024 với lợi nhuận thuần giảm 30% so với cùng kỳ trong năm 2023 xuống 217 tỷ đồng, nhưng sẽ hồi phục 45% so với cùng kỳ trong năm 2024 đạt 313 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần trong nửa cuối năm 2023 sẽ là 141 tỷ đồng (tăng 85% so với nửa đầu năm nhưng vẫn giảm 11% so với cùng kỳ). Trong năm 2025, chúng tôi nâng 3% dự báo lợi nhuận thuần lên 353 tỷ đồng (tăng trưởng 13%) nhờ sản lượng tiêu thụ lốp radial tăng. Lưu ý, chúng tôi hiện kỳ vọng dự án mở rộng nhà máy radial giai đoạn 3 sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2024 và đóng góp đáng kể vào sản lượng lốp radial và lợi nhuận từ năm 2024.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận từ năm 2025 và điều chỉnh giả định định giá, chúng tôi nâng 17% giá mục tiêu lên 28.000đ, tiềm năng tăng giá là 19%, tương đương P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 16,9 lần và 11,7 lần. Sau khi giá cổ phiếu tăng 19% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với P/E dự phóng 2024 là 9,8 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn so với mức bình quân trong quá khứ là 11,9 lần (tính từ năm 2019). Với kỳ vọng cải thiện trong nửa cuối năm 2023 và tăng trưởng mạnh trong năm 2024-2025, nhờ bổ sung công suất từ nhà máy radial giai đoạn 3, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DRC.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	378	417	395	579	647
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	291	308	217	313	353
EPS ĐC (đồng)	2,229	2,363	1,661	2,400	2,706
DPS (đồng)	1,700	1,200	1,200	1,500	1,500
BVPS (đồng)	14,934	16,082	16,707	17,844	19,318
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	7.97	8.71	6.69	5.72
P/E ĐC (lần)	10.5	9.94	14.1	9.79	8.68
Lợi suất cổ tức (%)	7.23	5.11	5.11	6.38	6.38
P/B (lần)	1.57	1.46	1.41	1.32	1.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	14.7	6.02	(29.7)	44.5	12.8
ROAE (%)	16.8	16.7	11.1	15.3	16.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Dự án mở rộng nhà máy radial giai đoạn 3 sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2024

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DRC nhưng nâng 17% giá mục tiêu lên 28.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo năm 2025 và điều chỉnh giả định định giá (giảm giả định WACC). Chúng tôi duy trì dự báo trong năm 2023-2024 với lợi nhuận thuần giảm 30% so với cùng kỳ trong năm 2023, sau đó phục hồi mạnh 45% so với cùng kỳ trong năm 2024. Đối với năm 2025, chúng tôi nâng 3% dự báo lợi nhuận thuần, tương đương mức tăng trưởng 13%. KQKD năm 2024 sẽ được hỗ trợ nhờ đóng góp từ dự án mở rộng nhà máy radial giai đoạn 3, giúp nâng tổng công suất thiết kế lên 1.000.000 lốp radial/năm (từ 600.000 lốp radial/năm hiện tại).

Đánh giá KQKD Q2/2023

Lợi nhuận thuần Q2/2023 giảm 39% so với cùng kỳ nhưng tăng 100% so với quý trước đạt 51 tỷ đồng, sát với dự báo của chúng tôi với doanh thu thuần đạt 1.162 tỷ đồng (tăng 1% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước). Trong nửa đầu năm 2023, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần lần lượt là 2.274 tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ) và 76 tỷ đồng (giảm 49% so với cùng kỳ), đạt lần lượt 45% và 35% dự báo cả năm 2023 của chúng tôi.

Bảng 1: KQKD Q2/2023, DRC

Lợi nhuận thuần Q2/2023 giảm 39% so với cùng kỳ nhưng tăng 100% so với quý trước lên 51 tỷ đồng

Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T22	6T23	% sv cùng kỳ	Dự báo 2023 của HSC	% dự báo HSC
Doanh thu thuần	1,148	1,162	1.2%	4.4%	2,432	2,274	-6.5%	5,052	45.0%
Lợi nhuận gộp	205	145	-29.1%	26.3%	405	260	-35.7%		
Lãi (lỗ) tài chính ròng	(0)	1	N/a	-113.6%	(7)	(4)	-45.9%		
Chi phí BH&QL	(101)	(83)	-18.0%	1.4%	(213)	(165)	-22.4%		
LNTT	105	63	-39.8%	117.4%	186	92	-50.6%		
Lợi nhuận thuần	84	51	-39.4%	100.0%	150	76	-49.1%	217	35.2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.8%	12.5%			16.7%	11.4%			
Chi phí BH&QL/DT	-8.8%	-7.2%			-8.7%	-7.3%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.1%	5.4%			7.7%	4.0%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	7.3%	4.4%			6.2%	3.4%			

Nguồn: DRC, HSC

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu theo quý, DRC

Doanh thu Q2/2023 tích cực (tăng 1% so với cùng kỳ và 4% so với quý trước)

Tỷ đồng	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T/22	6T/23	% sv cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,284	1,148	1,353	1,114	1,113	1,162	1.2%	4.4%	2,432	2,274	-6.5%
Lốp Radial	663	681	870	732	761	702	3.0%	-7.8%	1,344	1,462	8.8%
Lốp Bias	377	285	260	229	194	248	-13.0%	27.9%	662	442	-33.3%
Lốp xe máy	113	78	88	63	72	89	14.1%	24.2%	191	161	-15.6%
Lốp xe đạp	70	59	87	52	51	75	26.0%	47.9%	129	125	-2.9%
SP khác	244	182	223	152	158	212	16.6%	34.0%	426	370	-13.0%
% đóng góp											
Lốp Radial	51.6%	59.3%	64.3%	65.7%	68.4%	60.4%			55.3%	64.3%	
Lốp Bias	29.4%	24.8%	19.2%	20.6%	17.4%	21.3%			27.2%	19.4%	
Lốp xe máy	8.8%	6.8%	6.5%	5.7%	6.5%	7.7%			7.9%	7.1%	
Lốp xe đạp	5.4%	5.2%	6.4%	4.6%	4.5%	6.4%			5.3%	5.5%	
SP khác	19.0%	15.8%	16.5%	13.7%	14.2%	18.3%			17.5%	16.3%	

Nguồn: DRC

Doanh thu vẫn tích cực nhờ doanh thu xuất khẩu và doanh thu lốp radial

Theo sản phẩm, doanh thu lốp bias giảm 13% so với cùng kỳ xuống 248 tỷ đồng nhưng được bù đắp nhờ doanh thu các sản phẩm khác tăng mạnh. KQKD của các sản phẩm chủ lực (lốp radial và lốp bias) như sau:

Doanh thu lốp radial tăng 3% so với cùng kỳ đạt lên 702 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 9% so với cùng kỳ đạt 188.422 lốp, bị bù trừ một phần do giá bán bình quân giảm 5% so với cùng kỳ.

Tuy nhiên, doanh thu lốp radial giảm 8% so với quý trước với sản lượng tiêu thụ giảm 5% so với quý trước và giá bán bình quân giảm 3% so với quý trước, có thể do sản lượng xuất khẩu sang Brazil sụt giảm sau khi Brazil nâng thuế nhập khẩu từ 0 lên 16% đối với lốp xe chở hàng (có hiệu lực từ cuối tháng 3/2023). Do đó, doanh thu xuất khẩu sang Brazil giảm gần 20% so với quý trước xuống 17 triệu USD, do đó đóng góp của thị trường Brazil vào tổng giá trị xuất khẩu giảm xuống 50% trong Q2/2023 từ 64% trong Q1/2023. Lưu ý, kết quả này đạt được mặc dù DRC không giảm giá bán trong bối cảnh thuế nhập khẩu tăng (Công ty vẫn áp dụng mức chiết khấu khoảng 5% để hỗ trợ một số khách hàng nhất định), trong khi các doanh nghiệp xuất khẩu khác, đặc biệt là từ Trung Quốc, sẵn sàng cắt giảm giá bán lên tới 16% để bù đắp hoàn toàn việc tăng thuế nhập khẩu.

DRC đã phản ứng hiệu quả với khó khăn này khi giá trị xuất khẩu sang các thị trường khác đã tăng lên để bù đắp cho sự sụt giảm tại thị trường Brazil. Giá trị xuất khẩu sang Mỹ tăng 35% so với quý trước trong Q2/2023 lên 5,8 triệu USD, nâng tỷ trọng thị trường Mỹ lên 17% trong Q2/2023 từ mức 13% trong Q1/2023. Giá trị xuất khẩu sang các thị trường khác như EU, Nhật Bản cũng tăng đã giúp hạn chế tác động từ việc tăng thuế nhập khẩu của Brazil.

Theo BLĐ, dựa trên các đơn đặt hàng DRC đã nhận được, giá trị xuất khẩu sang Brazil sẽ không giảm thêm kể từ tháng 8/2023.

Bảng 3: Doanh thu lốp radial, DRC

Doanh thu lốp radial trong Q2/2023 giảm 8% so với quý trước, do sản lượng xuất khẩu sụt giảm (chủ yếu ảnh hưởng bởi thị trường Brazil)

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T/22	6T/23	% sv cùng kỳ
Doanh thu lốp radial (Tỷ đồng)	663	681	870	732	761	702	3.0%	-7.8%	1,344	1,462	8.8%
Trong nước	207	117	158	137	101	120	2.5%	18.7%	324	220	-32.0%
Xuất khẩu	455	564	712	595	660	582	3.1%	-11.8%	1,020	1,242	21.8%
Sản lượng tiêu thụ lốp radial (chiếc)	164,155	173,141	216,275	179,375	199,151	188,422	8.8%	-5.4%	337,296	387,573	14.9%
Trong nước	36,710	19,016	27,209	18,724	17,674	22,912	20.5%	29.6%	55,726	40,586	-27.2%
Xuất khẩu	127,445	154,125	189,066	160,651	181,477	165,510	7.4%	-8.8%	281,570	346,987	23.2%
Giá bán bình quân (triệu đồng/chiếc)	4.0	3.9	4.0	4.1	3.8	3.7	-5.3%	-2.5%	4.0	3.8	-5.3%
Trong nước	5.6	6.1	5.8	7.3	5.7	5.2	-14.9%	-8.4%	5.8	5.4	-6.7%
Xuất khẩu	3.6	3.7	3.8	3.7	3.6	3.5	-4.0%	-3.3%	3.6	3.6	-1.2%

Nguồn: DRC

Bảng 4: Doanh thu lốp bias, DRC

Doanh thu lốp bias tăng 28% so với quý trước, nhờ doanh thu trong nước cải thiện 8% và doanh thu xuất khẩu tăng mạnh 63%

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T/22	6T/23	% sv cùng kỳ
Doanh thu lốp bias (Tỷ đồng)	377	285	260	229	194	248	-13.0%	27.9%	662	442	-33.3%
Trong nước	267	181	186	151	125	135	-25.4%	8.4%	448	260	-41.9%
Xuất khẩu	110	103	75	78	69	113	8.7%	63.3%	214	181	-15.1%
Sản lượng tiêu thụ lốp bias (chiếc)	198,011	140,966	122,568	114,342	93,452	129,650	-8.0%	38.7%	338,977	223,102	-34.2%
Trong nước	141,774	94,984	91,772	82,675	61,668	76,422	-19.5%	23.9%	236,758	138,090	-41.7%
Xuất khẩu	56,237	45,982	30,796	31,667	31,784	53,228	15.8%	67.5%	102,219	85,012	-16.8%
Giá bán bình quân (triệu đồng/chiếc)	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	1.9	-5.4%	-7.8%	2.0	2.0	1.4%
Trong nước	1.9	1.9	2.0	1.8	2.0	1.8	-7.3%	-12.5%	1.9	1.9	-0.5%
Xuất khẩu	2.0	2.3	2.4	2.5	2.2	2.1	-6.1%	-2.5%	2.1	2.1	2.1%

Nguồn: DRC

Doanh thu lốp bias giảm 13% so với cùng kỳ xuống 248 tỷ đồng, với sản lượng tiêu thụ giảm 8% so với cùng kỳ xuống 129.650 lốp và giá bán bình quân giảm 5% so với

cùng kỳ. Doanh thu lốp bias suy yếu kể từ Q2/2022 do những thách thức của nền kinh tế ảnh hưởng đến cả nhu cầu toàn cầu và trong nước.

Tuy nhiên, so với quý trước, tình hình cải thiện đã cải thiện trong Q2/2023, với doanh thu lốp bias tăng 28%, với sản lượng tiêu thụ cải thiện 39% trong khi giá bán bình quân giảm 8%. Trong khi doanh thu xuất khẩu lốp bias (tăng 63% so với quý trước) được hỗ trợ nhờ những nỗ lực đa dạng hóa thị trường xuất khẩu của Công ty, doanh thu trong nước (tăng 8%) được hỗ trợ nhờ những chính sách chiết khấu cho khách hàng trong bối cảnh chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm. Trên thực tế, doanh số lốp bias trong nước tăng 24%, nhưng bị bù trừ do giá bán bình quân giảm 13%.

Nhu cầu trong nước phục hồi chậm hơn kỳ vọng chủ yếu do giải ngân vốn đầu tư công chậm và hoạt động thương mại ảm đạm kéo dài. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi mạnh hơn kể từ Q3/2023, nhờ Chính phủ đẩy nhanh giải ngân vốn đầu tư công và hoạt động thương mại cải thiện.

Bảng 5: Cơ cấu doanh thu theo thị trường, DRC

Doanh thu phục hồi nhờ xuất khẩu tăng mạnh

Tỷ đồng	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	% sv cùng kỳ	% sv quý trước	6T/22	6T/23	% sv cùng kỳ
Tổng dt	1,354	1,197	1,424	1,164	1,153	1,199	0.2%	4.0%	2,551	2,352	-7.8%
Trong nước	714	458	574	431	377	403	-12.0%	6.8%	1,172	780	-33.4%
Xuất khẩu	640	739	850	740	775	796	7.7%	2.7%	1,380	1,571	13.9%
Đóng góp vào doanh thu											
Trong nước	52.7%	38.2%	40.3%	37.0%	32.7%	33.6%			45.9%	33.2%	
Xuất khẩu	47.3%	61.8%	59.7%	63.6%	67.3%	66.4%			54.1%	66.8%	

Nguồn: DRC

Theo thị trường, sự sụt giảm của thị trường trong nước đã được bù đắp hoàn toàn nhờ tăng trưởng trên thị trường xuất khẩu. Cụ thể:

- **Nhu cầu trong nước** suy yếu kể từ Q2/2022 do tình hình kinh tế suy yếu. Doanh thu trong nước trong Q2/2023 giảm 12% so với cùng kỳ xuống 403 tỷ đồng, đóng góp 34% vào tổng doanh thu, từ mức 38% trong Q2/2022. Tuy nhiên, doanh thu trong nước cho thấy sự cải thiện nhẹ so với quý trước.
- Trong khi đó, **doanh thu xuất khẩu** vẫn ổn định trong Q2/2023 đạt 33 tỷ USD (796 tỷ đồng, tăng 8% so với cùng kỳ) nhờ cả 2 sản phẩm chủ lực lốp bias và lốp radial.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do chiết khấu bán hàng

Tỷ suất lợi nhuận gộp thu hẹp đối với tất cả các sản phẩm, trong đó lốp bias chịu ảnh hưởng nghiêm trọng hơn lốp radial. Chúng tôi cho rằng kết quả này là do các chính sách chiết khấu DRC hỗ trợ khách hàng trong giai đoạn khó khăn này.

Lưu ý, chiến lược của DRC không phải là khơi dậy hay tham gia vào cuộc chiến về giá. Trong khi một số đối thủ cạnh tranh áp dụng các chính sách chiết khấu sâu 16-20% (mức không có lãi), DRC đã duy trì chính sách chiết khấu ở mức 5-7% giúp duy trì doanh thu tốt và vẫn có lãi.

Bảng 6: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo quý theo dòng sản phẩm, DRC

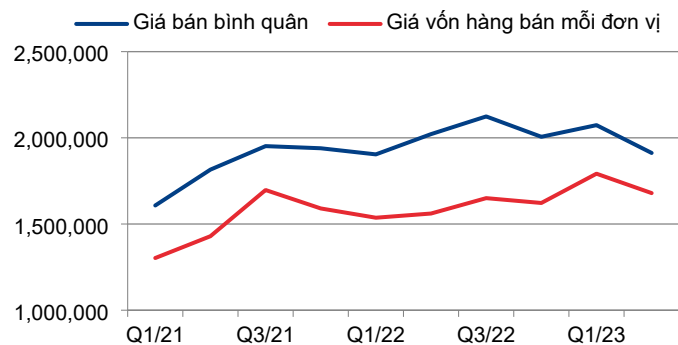
Tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2023 mở rộng, nhờ lợi nhuận từ lốp radial tăng, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp lốp bias giảm

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	Sv cùng kỳ (điểm %)	Sv quý trước (điểm %)	6T/22	6T/23	Sv cùng kỳ (điểm %)
Tỷ suất lợi nhuận gộp, tổng	15.6%	17.8%	16.9%	16.1%	10.3%	12.5%	-5.3	2.2	16.7%	11.4%	-5.2
Lốp radial	13.9%	15.4%	15.8%	15.9%	9.9%	14.3%	-1.0	4.4	14.6%	12.0%	-2.6
Lốp bias	19.3%	22.8%	22.3%	19.1%	13.6%	12.2%	-10.6	-1.4	10.2%	3.9%	-6.4
Lốp xe máy	9.9%	14.6%	10.5%	7.1%	1.0%	0.3%	-14.3	-0.8	1.7%	0.1%	-1.6
Lốp xe đạp	13.7%	18.0%	12.0%	9.8%	6.8%	9.3%	-8.7	2.5	1.5%	0.7%	-0.8

Nguồn: DRC

Biểu đồ 7: Giá bán bình quân và chi phí trên mỗi đơn vị lốp bias (đồng), DRC

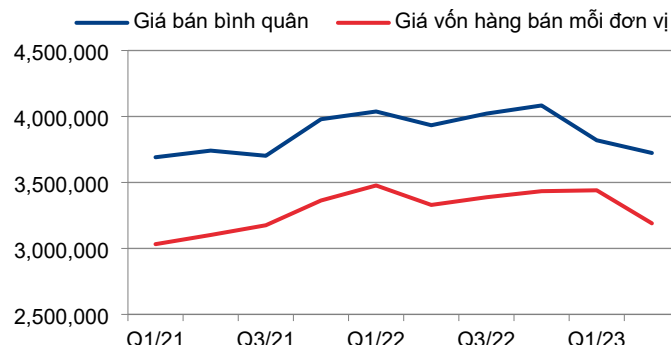
Tỷ suất lợi nhuận của lốp bias Q2/2023 giảm do giá bán bình quân giảm sâu hơn mức độ giảm của chi phí



Nguồn: DRC, HSC

Biểu đồ 8: Giá bán bình quân và chi phí trên mỗi đơn vị lốp radial (đồng), DRC

Ngược lại, tỷ suất lợi nhuận lốp radial trong Q2/2023 cải thiện nhờ chi phí đầu vào giảm



Nguồn: DRC, HSC

Chi phí bán hàng & quản lý giảm nhờ chi phí vận tải giảm

Chi phí bán hàng & quản lý giảm 18% so với cùng kỳ xuống 83 tỷ đồng trong Q2/2023, chủ yếu nhờ chi phí bán hàng giảm 23% so với cùng kỳ xuống 62 tỷ đồng, trong khi chi phí quản lý tăng nhẹ 2% so với cùng kỳ lên 21 tỷ đồng. Chi phí bán hàng giảm nhờ chi phí logistic giảm.

Triển vọng cải thiện từ Q3/2023

Đa dạng hóa hỗ trợ hoạt động xuất khẩu

Giá trị xuất khẩu sang Mỹ cải thiện 20% so với tháng 7/2023. Trong khi đó, theo BLĐ, dựa trên các đơn đặt hàng DRC đã nhận được, giá trị xuất khẩu sang Brazil sẽ không giảm thêm kể từ tháng 8/2023. DRC cũng đã mở rộng xuất khẩu sang các thị trường khác bao gồm EU và Nhật Bản để bù đắp cho các đơn hàng bị mất tại Brazil. Nhìn chung, nỗ lực đa dạng hóa thị trường xuất khẩu cùng với nhu cầu cải thiện tại các thị trường chính như Mỹ sẽ hỗ trợ doanh thu xuất khẩu tăng.

Thị trường trong nước được kỳ vọng sẽ hồi phục nhờ hoạt động thương mại cải thiện và đẩy mạnh đầu tư công.

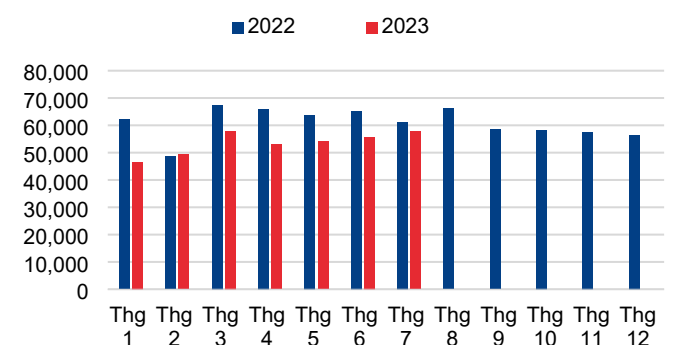
Trong khi đó, chúng tôi cũng kỳ vọng nhu cầu trong nước sẽ dần phục hồi nhờ hoạt động thương mại cải thiện và Chính phủ đẩy mạnh đầu tư công.

Đối với hoạt động thương mại, mặc dù kim ngạch xuất nhập khẩu vẫn giảm so với cùng kỳ nhưng đã có sự cải thiện kể từ tháng 5/2023. Hoạt động thương mại cải thiện nhiều khả năng sẽ thúc đẩy nhu cầu đi lại và thúc đẩy nhu cầu thay thế lốp xe.

Trong khi đó, chúng tôi cũng nhận thấy sự tăng tốc trong hoạt động đầu tư công. Tương tự, hoạt động này sẽ thúc đẩy nhu cầu vận chuyển nguyên vật liệu đầu vào và thúc đẩy nhu cầu thay lốp xe.

Biểu đồ 9: Tổng KNXK và KNNK của Việt Nam (triệu USD)

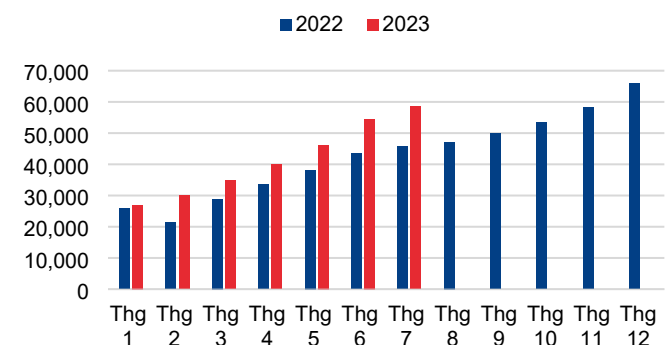
Từ T5/23 tổng kim ngạch thương mại cải thiện so với tháng trước



Nguồn: GSO

Biểu đồ 10: Giải ngân vốn đầu tư công (Tỷ đồng), Việt Nam

Giải ngân vốn đầu tư công tăng tốc



Nguồn: GSO

Dự án mở rộng công suất radial giai đoạn 3 được kỳ vọng sẽ đi vào hoạt động trong Q1/2024

Nhà máy lốp radial hiện tại, với công suất thiết kế 600.000 lốp/năm, đang hoạt động vượt công suất thiết kế (122% trong năm 2022 và 129% trong nửa đầu năm 2023). Theo BLĐ, các nhà máy lốp radial hiện tại có thể hoạt động với hiệu suất tối đa 150%, tương đương 75.000 lốp/tháng.

Theo BLĐ, DRC đang trong quá trình ký kết hợp đồng với các doanh nghiệp cung cấp thiết bị và máy móc. Những mặt hàng này sẽ được bàn giao cho DRC trong vòng 3-6 tháng tới và hoạt động sản xuất sẽ bắt đầu sau đó. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 của nhà máy sẽ đóng góp đáng kể vào sản lượng lốp radial kể từ Q1/2024.

Hiệu quả tốt hơn

Lưu ý, 2 giai đoạn đầu của nhà máy lốp radial có tổng vốn đầu tư là 2.167 tỷ đồng với tổng công suất 600.000 lốp/năm, chủ yếu do chi phí máy móc của giai đoạn 1 cao (do thiếu kinh nghiệm trong thời điểm đó). Vốn đầu tư/lốp xe là 3,6 triệu đồng trong 2 giai đoạn đầu tiên.

Bảng 11: Vốn đầu tư cho nhà máy lốp radial theo giai đoạn, DRC

Vốn đầu tư trên mỗi đơn vị của giai đoạn 3 thấp hơn nhiều so với 2 giai đoạn trước đó

	Vốn đầu tư (Tỷ đồng)	Công suất ('000 UPA)	Vốn đầu tư trên mỗi đơn vị ('000 VND)	Năm khấu hao	Chi phí khấu hao hàng năm (Tỷ đồng)
Tổng giai đoạn 1+2	2,167	600	3,612		
Nhà máy	577			25	23
Máy móc giai đoạn 1	1,146			7	0*
Máy móc giai đoạn 2	444			15	30
Giai đoạn 3 (nhà máy & máy móc)	750	400	1,875	15	50

Ghi chú: * Máy móc của nhà máy radial giai đoạn 1 đã được khấu hao hết kể từ T8/2019.
Nguồn: DRC, HSC

Lưu ý, máy móc của nhà máy radial giai đoạn 1 đã được khấu hao hết kể từ tháng 8/2020 sau 7 năm (trước đó, chi phí khấu hao của nhà máy radial giai đoạn 1 là 164 tỷ đồng/năm). Nhà máy của 2 giai đoạn đầu khấu hao theo đường thẳng trong vòng 25 năm (23 tỷ đồng/năm), trong khi máy móc của giai đoạn 2 được khấu hao theo đường thẳng trong vòng 15 năm (30 tỷ đồng/năm). Do đó, tổng chi phí khấu hao từ các cơ sở sản xuất lốp radial hiện là 53 tỷ đồng/năm.

Đối với giai đoạn 3, vốn đầu tư cơ bản ước tính là 750 tỷ đồng (với công suất thiết kế là 400.000 lốp/năm), bao gồm 74 tỷ đồng cho nhà máy và phần còn lại là máy móc thiết bị (giai đoạn 3 có thể sử dụng một số nhà máy hiện có của 2 giai đoạn đầu). Vốn đầu tư/lốp xe sẽ là 1,875 triệu đồng, chỉ bằng hơn một nửa chi phí trong 2 giai đoạn đầu.

Chúng tôi kỳ vọng khoản đầu tư này sẽ khấu hao theo đường thẳng trong vòng 15 năm, tương đương chi phí khấu hao là 50 tỷ đồng/năm.

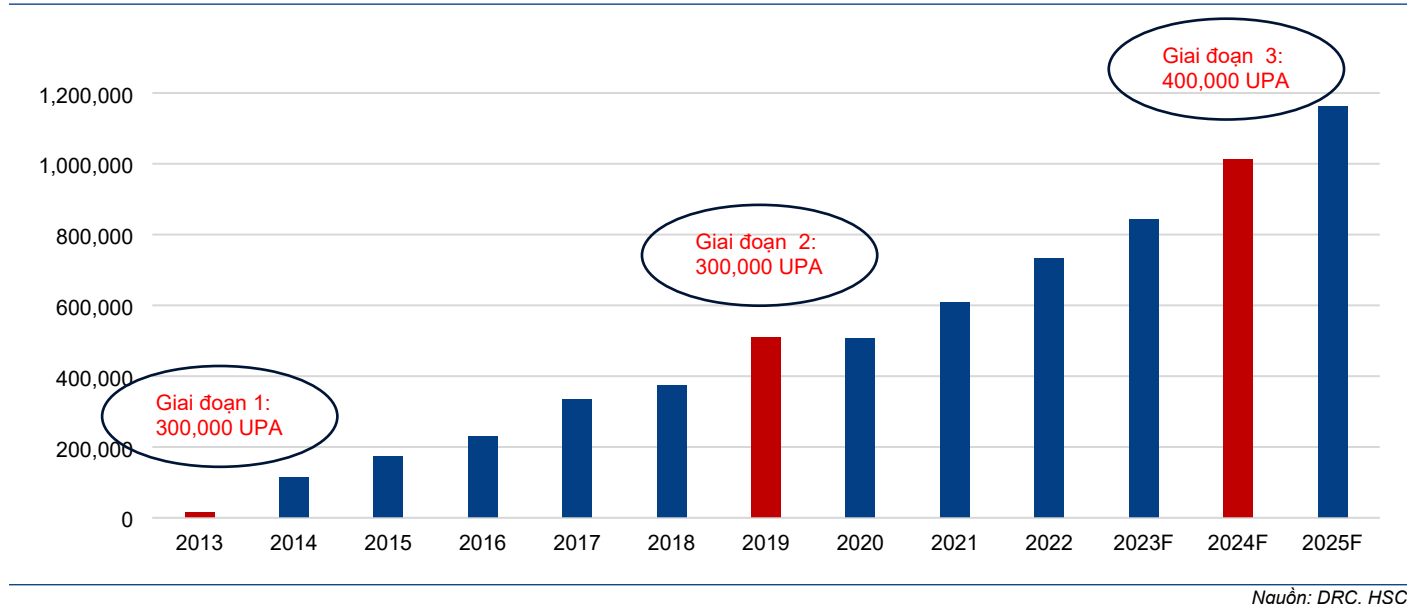
Do vốn đầu tư/lốp thấp hơn đáng kể, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả đầu tư của giai đoạn 3 sẽ tốt hơn so với 2 giai đoạn đầu. Trên thực tế, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 sẽ đóng góp lợi nhuận đáng kể ngay từ năm 2024 (Mời xem phần dự báo).

Kỳ vọng sớm lấp đầy công suất

Lưu ý, giai đoạn đầu của nhà máy lốp radial, vận hành vào cuối năm 2013, đã mất 4 năm để lấp đầy công suất thiết kế 300.000 lốp/năm (năm 2017). Giai đoạn 2 cũng với công suất thiết kế 300.000 lốp/năm, vận hành vào cuối năm 2018, đã mất 3 năm để đạt công suất 100% (năm 2021). Tuy nhiên, thời gian lấp đầy kéo dài là do tác động của đại dịch COVID-19 làm nhu cầu sụt giảm trong năm 2020), cùng với những hạn chế về logistic gây ra những khó khăn trong việc vận chuyển hàng hóa ra nước ngoài.

Biểu đồ 12: Sản lượng tiêu thụ lốp radial (chiếc), DRC

Chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 sẽ mất ít thời gian để lấp đầy công suất hơn 2 giai đoạn trước đó



Lưu ý, máy móc của nhà máy radial giai đoạn 1 đã được khấu hao hết kể từ tháng 8/2020 sau 7 năm (trước đó, chi phí khấu hao của nhà máy radial giai đoạn 1 là 164 tỷ đồng/năm). Nhà máy của 2 giai đoạn đầu khấu hao theo đường thẳng trong vòng 25 năm (23 tỷ đồng/năm), trong khi máy móc của giai đoạn 2 được khấu hao theo đường thẳng trong vòng 15 năm (30 tỷ đồng/năm). Do đó, tổng chi phí khấu hao từ các cơ sở sản xuất lốp radial hiện là 53 tỷ đồng/năm.

Đối với giai đoạn 3, vốn đầu tư cơ bản ước tính là 750 tỷ đồng (với công suất thiết kế là 400.000 lốp/năm), bao gồm 74 tỷ đồng cho nhà máy và phần còn lại là máy móc thiết bị (giai đoạn 3 có thể sử dụng một số nhà máy hiện có của 2 giai đoạn đầu). Vốn đầu tư/lốp xe sẽ là 1,875 triệu đồng, chỉ bằng hơn một nửa chi phí trong 2 giai đoạn đầu.

Chúng tôi kỳ vọng khoản đầu tư này sẽ khấu hao theo đường thẳng trong vòng 15 năm, tương đương chi phí khấu hao là 50 tỷ đồng/năm.

Do vốn đầu tư/lốp thấp hơn đáng kể, chúng tôi kỳ vọng hiệu quả đầu tư của giai đoạn 3 sẽ tốt hơn so với 2 giai đoạn đầu. Trên thực tế, chúng tôi kỳ vọng giai đoạn 3 sẽ đóng góp lợi nhuận đáng kể ngay từ năm 2024 (Mời xem phần dự báo).

Kỳ vọng sớm lấp đầy công suất

Lưu ý, giai đoạn đầu của nhà máy lốp radial, vận hành vào cuối năm 2013, đã mất 4 năm để lấp đầy công suất thiết kế 300.000 lốp/năm (năm 2017). Giai đoạn 2 cũng với công suất thiết kế 300.000 lốp/năm, vận hành vào cuối năm 2018, đã mất 3 năm để đạt công suất 100% (năm 2021). Tuy nhiên, thời gian lấp đầy kéo dài là do tác động của đại dịch COVID-19 làm nhu cầu sụt giảm trong năm 2020), cùng với những hạn chế về logistic gây ra những khó khăn trong việc vận chuyển hàng hóa ra nước ngoài.

Do chi phí đầu tư cao, thời gian khấu hao máy móc ngắn (7 năm), giai đoạn đầu của nhà máy lốp radial chưa hiệu quả. Trên thực tế, sản phẩm radial đã lỗ gộp trong giai đoạn 2015-2017 và gần như không có lãi trong năm 2018. Sản phẩm này mới chỉ đem lại lợi nhuận đáng kể (nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện) trong năm 2019 khi giai đoạn thứ 2 đi vào hoạt động.

Đối với giai đoạn 3, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2023 và đạt hiệu suất hoạt động 75% trong năm 2024 (300.000 lốp/năm) và 100% trong năm 2025 (400.000 lốp/năm), tương đương giai đoạn 3 sẽ chỉ mất 2 năm để lấp đầy công suất.

Lưu ý, 2 giai đoạn đầu tiên được đầu tư bằng máy móc và công nghệ của Trung Quốc. Với kinh nghiệm từ 2 giai đoạn đầu, BLĐ quyết định sử dụng công nghệ (và máy móc) của Phần Lan cho giai đoạn 3. Theo đó, chất lượng sản phẩm của giai đoạn 3 được kỳ vọng sẽ tốt hơn so với 2 giai đoạn đầu và hỗ trợ cho việc tiếp thị sản phẩm.

Duy trì dự báo năm 2023-2024, nâng dự báo năm 2025

HSC duy trì dự báo trong năm 2023 và 2024 với lợi nhuận thuần giảm 30% so với cùng kỳ trong năm 2023 xuống 217 tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 40% trong năm 2024 đạt 313 tỷ đồng. Do đó, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2023 sẽ là 141 tỷ đồng (tăng 85% so với nửa đầu năm nhưng vẫn giảm 11% so với cùng kỳ). Lợi nhuận thuần được kỳ vọng sẽ tăng trưởng kể từ năm 2024.

Tuy nhiên, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận từ năm 2025 nhờ hiệu suất hoạt động lốp radial cải thiện. Trong năm 2025, chúng tôi nâng 3% dự báo lợi nhuận lên 353 tỷ đồng (tăng trưởng 13%).

Bảng 13: Điều chỉnh dự báo, DRC

Chúng tôi duy trì dự báo lợi nhuận năm 2023-2024 nhưng nâng dự báo lợi nhuận năm 2025

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2022	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	4,899	5,052	5,775	6,165	5,052	5,775	6,435	0.0%	0.0%	4.4%
Lợi nhuận gộp	813	663	847	906	663	851	944	0.0%	0.5%	4.2%
Lãi (lỗ) tài chính ròng	(30)	(38)	(51)	(47)	(32)	(48)	(51)	-14.6%	-5.3%	9.6%
Chi phí BH&QL	397	354	404	432	360	411	450	1.6%	1.8%	4.3%
LNTT	387	272	392	427	271	391	441	-0.4%	-0.1%	3.4%
Lợi nhuận thuần	308	217	313	342	217	313	353	-0.1%	0.1%	3.3%
% tăng trưởng										
Doanh thu thuần		3.1%	14.3%	6.8%	3.1%	14.3%	11.4%			
Lợi nhuận gộp		-18.5%	27.8%	7.0%	-18.4%	28.3%	10.9%			
Lãi (lỗ) tài chính ròng		25.8%	34.2%	-7.8%	7.4%	48.9%	6.6%			
Chi phí BH&QL		-10.9%	14.1%	6.9%	-9.5%	14.3%	9.6%			
LNTT		-29.7%	44.1%	8.9%	-29.9%	44.5%	12.8%			
Lợi nhuận thuần		-29.7%	44.2%	9.3%	-29.7%	44.5%	12.8%			
% as of sales										
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16.6%	13.1%	14.7%	14.7%	13.1%	14.7%	14.7%			
Chi phí BH&QL/DT	8.1%	7.0%	7.0%	7.0%	7.1%	7.1%	7.0%			
LNTT/doanh thu	7.9%	5.4%	6.8%	6.9%	5.4%	6.8%	6.9%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	6.3%	4.3%	5.4%	5.5%	4.3%	5.4%	5.5%			

Nguồn: HSC

Giai đoạn 3 nhà máy radial: Đóng góp đáng kể vào lợi nhuận từ năm 2024

Giả định đối với giai đoạn 3 nhà máy radial bao gồm:

- Hiệu suất hoạt động đạt 75% trong năm 2024 và 100% trong năm 2025. Theo đó, sản lượng lốp radial đạt 300.000 lốp trong năm 2024 và 400.000 lốp trong năm 2025 (từ giai đoạn 3).
- Giá bán bình quân là 4 triệu đồng/lốp, cao hơn một chút so với giá bán bình quân lốp radial hiện tại. Lưu ý, DRC đang tạm thời áp dụng các chương trình chiết khấu để hỗ trợ khách hàng trong giai đoạn khó khăn. Các sản phẩm từ nhà máy giai đoạn 3 cũng có chất lượng tốt hơn, từ đó giúp đảm bảo giá bán bình quân cao hơn.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp (không bao gồm chi phí khấu hao) là 15%, so với 17% trong năm 2022 và 14% trong 6 tháng đầu năm 2023.
- Chi phí khấu hao/năm là 50 tỷ đồng: Vốn đầu tư 750 tỷ đồng khấu hao theo đường thẳng trong vòng 15 năm.

Bảng 14: Dự báo lợi nhuận nhà máy radial giai đoạn 3 trong năm 2024-2025, DRC
Chúng tôi kỳ vọng nhà máy radial giai đoạn 3 sẽ đóng góp 32 tỷ đồng lợi nhuận năm 2024 và 56 tỷ đồng năm 2025

	2024	2025
Sản lượng tiêu thụ lốp radial (chiếc)	300,000	400,000
Giá bán bình quân (triệu đồng/chiếc)	4.0	4.0
Doanh thu (Tỷ đồng)	1,200	1,600
Lợi nhuận gộp (trừ khấu hao)	180	240
Tỷ suất lợi nhuận gộp (trừ khấu hao)	15%	15%
Khấu hao	(50)	(50)
Lợi nhuận gộp	130	190
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.8%	11.9%
Chi phí BH&QL	(72)	(96)
Chi phí BH&QL/doanh thu	-6%	-6%
Chi phí tài chính	-18	-24
LNTT	40	70
LNST	32	56

Nguồn: HSC dự báo

- Chi phí bán hàng & quản lý chiếm 6% doanh thu, so với 8,1% trong năm 2022 và 7,3% trong nửa đầu năm 2023, chủ yếu do giai đoạn 3 có thể sử dụng hầu hết các nguồn lực quản lý tương tự như 2 giai đoạn đầu.
- Chi phí tài chính lần lượt là 18 tỷ đồng và 24 tỷ đồng trong năm 2024-2025. Chúng tôi ước tính DRC sẽ cần vay 300 tỷ đồng nợ dài hạn để tài trợ cho giai đoạn 3. Các khoản vay sẽ đến từ 2 nguồn chính: (i) Quỹ hỗ trợ đầu tư của TP.Đà Nẵng và (ii) Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB; Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu là 97.375đ/cp). Theo đó, khoản vay này có thể nhận được lãi suất ưu đãi.

Sau khi thảo luận với BLĐ, chúng tôi hiểu rằng lãi suất cho vay trong năm đầu tiên tối thiểu có thể là 6%, lãi suất sau đó sẽ được tham chiếu với lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng cộng với phí phụ trội kể từ năm thứ 2. Từ đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ là 8% kể từ năm thứ 2.

Do đó, LNTT trong năm 2024 và 2025 được dự báo sẽ đạt lần lượt 40 tỷ đồng và 70 tỷ đồng. Áp dụng mức thuế TNDN là 20%, lợi nhuận thuần sẽ lần lượt là 32 tỷ đồng và 56 tỷ đồng trong năm 2024 và 2025.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với giá mục tiêu là 28.000đ, tiềm năng tăng giá là 19%

HSC áp dụng phương pháp định giá DCF với những thay đổi giả định như sau:

- Chúng tôi hiện áp dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4,0% (từ 5,0% trước đó) và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,5% (từ 8,0% trước đó) sau khi HSC điều chỉnh giả định tiêu chuẩn đối với lợi suất trái phiếu Việt Nam dài hạn.
- Chúng tôi hạ giả định beta xuống 1,15, từ 1,20 trước đó, dựa trên tính toán beta trong 1 năm của Bloomberg.
- Do đó, chi phí vốn CSH giảm xuống 13,8% (từ 14,6% trước đó) và chi phí nợ (sau thuế) là 7,2% (từ 8,0% trước đó).

Bảng 15: Giả định chi phí vốn CSH & chi phí nợ, DRC

Chi phí vốn CSH là 13,8% (CAPM) và chi phí nợ là 7,2%

	Giả định cũ	Giả định mới
Lãi suất phi rủi ro	5.0%	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.0%	8.5%
Beta	1.20	1.15
Chi phí vốn CSH	14.6%	13.8%
Phần bù rủi ro tín dụng	5.0%	5.0%
Chi phí nợ	10.0%	9.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	20.0%	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.0%	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Tính toán WACC, DRC

Cơ cấu vốn dẫn đến WACC là 12,5%

Cơ cấu nguồn vốn	Giả định cũ	Giả định mới
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	74.0%	81.2%
Nợ / Tổng nguồn vốn	26.0%	18.8%
WACC	12.9%	12.5%

Nguồn: HSC

- Do cơ cấu vốn thay đổi (với tỷ trọng vốn CSH tăng), giả định WACC mới của chúng tôi là 12,5% (từ 12,9% trước đó).

Sau khi nâng dự báo lợi nhuận từ năm 2025 và điều chỉnh giả định định giá, HSC nâng 17% giá mục tiêu lên 28.000đ, tiềm năng tăng giá là 19% và P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 16,9 lần và 11,7 lần.

Bảng 17: Tính toán FCFF, DRC

DRC sẽ đầu tư khoảng 750 tỷ đồng vốn đầu tư để mở rộng công suất nhà máy radial (giai đoạn 3)

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần	308	217	313	353	378	399	416	432	444
+ Lãi vay * (1- thuế suất)	15	34	48	52	47	42	38	33	29
+ Khấu hao	82	93	140	154	155	156	157	159	160
- Thay đổi vốn lưu động	(356)	(39)	(220)	(196)	(108)	(99)	(86)	(72)	(59)
- Vốn đầu tư cơ bản	11	(303)	(462)	(29)	(30)	(32)	(33)	(34)	(34)
FCFF	60	1	(181)	333	442	467	493	518	539

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 18: Định giá DCF, DRC

Giá mục tiêu theo tính toán là 28.000đ

Tỷ đồng	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
FCFF	60	1	(181)	333	442	467	493	518	539
Tăng trưởng dài hạn									2%
Giá trị dài hạn							-	-	5,215
Dòng tiền tương lai	60	1	(181)	333	442	467	493	518	5,754
Chiết khấu		1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	1.9	2.2
Giá trị hiện tại	60	1	(171)	279	329	309	290	270	2,670
Giá trị doanh nghiệp		3,976							
- Tổng nợ		(809)							
+ Tiền & tương đương tiền		162							
Giá trị vốn CSH		3,329							
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)		118,793							
Giá trị mỗi cổ phiếu		28,000							

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 19: Phân tích độ nhạy (đồng), DRC

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

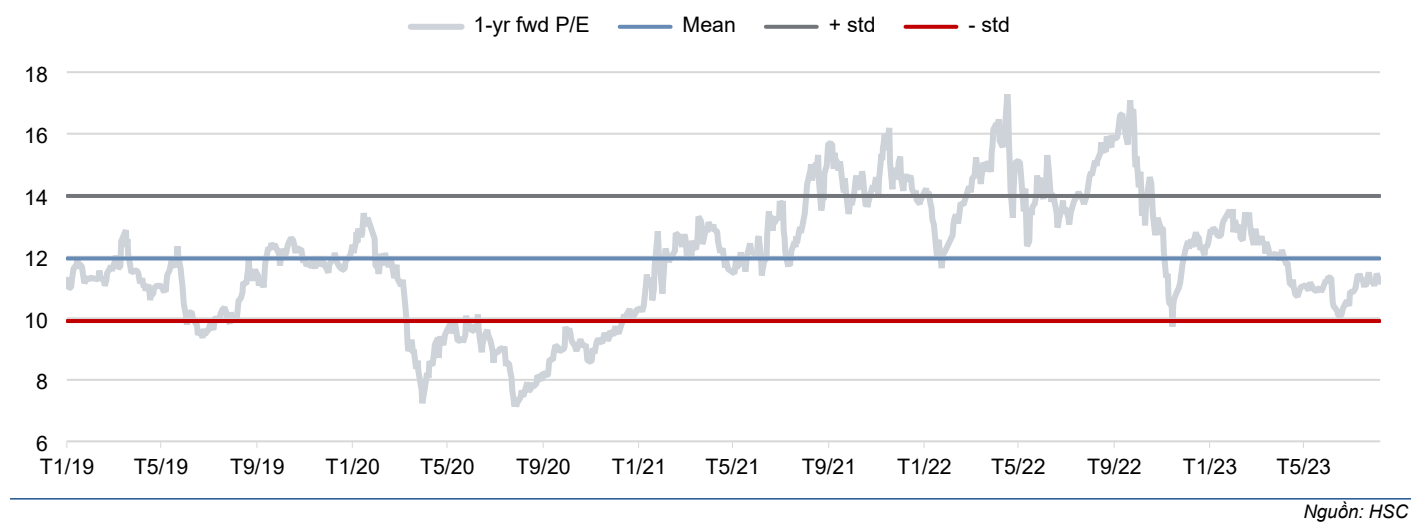
Lãi suất phi rủi ro	Lãi suất phi rủi ro					
	1.0%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
		29,300	27,700	26,100	24,700	23,400
	1.5%	30,500	28,700	27,000	25,500	24,100
	2.0%	31,700	29,800	28,000	26,400	24,900
	2.5%	33,200	31,000	29,100	27,400	25,800
	3.0%	34,700	32,400	30,300	28,500	26,800

Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh 19% trong 3 tháng vừa qua, DRC đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 là 14,1 lần và P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn một chút so với mức bình quân trong quá khứ là 11,9 lần (tính từ năm 2019). Với kỳ vọng cải thiện trong nửa cuối năm 2023, hồi phục mạnh trong năm 2024 và tăng trưởng sau đó nhờ đóng góp từ giai đoạn 3 nhà máy radial, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với DRC.

Biểu đồ 20: P/E trượt dự phóng 1 năm, DRC

P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,2 lần, thấp hơn một chút so với mức bình quân trong quá khứ là 11,9 lần (tính từ năm 2019).



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	4,380	4,899	5,052	5,775	6,435
Lợi nhuận gộp	747	813	663	851	944
Chi phí BH&QL	(368)	(397)	(360)	(411)	(450)
Thu nhập khác	0.04	1.40	0	0	0
Chi phí khác	(1.04)	(0.26)	(0.25)	(0.29)	(0.32)
EBIT	378	417	303	440	493
Lãi vay thuần	(13.8)	(30.2)	(32.4)	(48.3)	(51.5)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	(0.00)	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	364	387	271	391	441
Chi phí thuế TNDN	(73.3)	(78.2)	(54.1)	(78.1)	(88.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	291	308	217	313	353
Lợi nhuận thuần ĐC	265	281	197	285	321
EBITDA ĐC	378	417	395	579	647
EPS (đồng)	2,449	2,597	1,825	2,637	2,974
EPS ĐC (đồng)	2,229	2,363	1,661	2,400	2,706
DPS (đồng)	1,700	1,200	1,200	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	119	119	119	119	119
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	119	119	119	119	119
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	119	119	119	119	119

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	89.6	155	162	(75.4)	51.2
Đầu tư ngắn hạn	320	210	152	173	96.5
Phải thu khách hàng	208	257	264	308	349
Hàng tồn kho	1,432	1,710	1,768	2,021	2,252
Các tài sản ngắn hạn khác	67.2	127	131	150	167
Tổng tài sản ngắn hạn	2,117	2,460	2,477	2,577	2,917
TSCĐ hữu hình	973	899	1,107	1,430	1,306
TSCĐ vô hình	2.74	2.03	1.32	0.61	(0.09)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0.24	11.6	11.6	11.6	11.6
Đầu tư vào Cty LD,LK	4.14	4.39	4.39	4.39	4.39
Tài sản dài hạn khác	41.9	43.8	45.2	51.5	57.3
Tổng tài sản dài hạn	1,022	960	1,169	1,498	1,379
Tổng cộng tài sản	3,139	3,420	3,646	4,075	4,296
Nợ ngắn hạn	572	686	657	693	708
Phải trả người bán	408	471	500	551	604
Nợ ngắn hạn khác	229	213	201	224	246
Tổng nợ ngắn hạn	1,363	1,508	1,508	1,640	1,748
Nợ dài hạn	1.66	0.69	152	314	251
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0.42	0.42	0.42	0.42	0.42
Tổng nợ dài hạn	2.08	1.11	153	314	252
Tổng nợ phải trả	1,365	1,509	1,661	1,954	2,000
Vốn chủ sở hữu	1,774	1,910	1,985	2,120	2,295
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0.67	0.67	0.67	0.67
Tổng vốn chủ sở hữu	1,774	1,911	1,985	2,120	2,296
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,139	3,420	3,646	4,075	4,296
BVPS (đ)	14,934	16,082	16,707	17,844	19,318
Nợ thuần*/(tiền mặt)	484	532	647	1,082	908

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	378	417	303	440	493
Khấu hao	0	0	(91.4)	(140)	(154)
Lãi vay thuần	(13.8)	(30.2)	(32.4)	(48.3)	(51.5)
Thuế TNDN đã nộp	0	0	(54.1)	(78.1)	(88.1)
Thay đổi vốn lưu động	0	0	(35.9)	(246)	(220)
Khác	0	0	55.4	3.75	100
LCT thuần từ HKKD	(109)	50.8	328	211	387
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(489)	0	(299)	(462)	(29.0)
Thanh lý	310	0	0	0	0
Khác	7.02	0	(1.35)	(6.37)	(5.81)
LCT thuần từ HĐĐT	(172)	129	(300)	(468)	(34.8)
Cổ tức trả cho CSH	(119)	0	(143)	(178)	(178)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	301	0	122	198	(47.9)
Khác	(0.66)	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	182	(114)	(20.6)	19.8	(226)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	189	89.6	155	162	(75.4)
LCT thuần trong kỳ	(99.4)	65.7	6.70	(237)	127
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.23	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	89.6	155	162	(75.4)	51.2
Dòng tiền tự do	(109)	50.8	328	211	387

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.1	16.6	13.1	14.7	14.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.63	8.51	7.81	10.0	10.0
Tỷ suất LNT (%)	6.64	6.30	4.29	5.43	5.49
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	20.1	11.9	3.12	14.3	11.4
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(34.9)	10.3	(5.32)	46.8	11.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	14.7	6.02	(29.7)	44.5	12.8
Tăng trưởng EPS (%)	13.4	6.02	(29.7)	44.5	12.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	14.7	6.02	(29.7)	44.5	12.8
Tăng trưởng DPS (%)	13.3	(29.4)	0	25.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	69.4	46.2	65.7	56.9	50.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.8	16.7	11.1	15.3	16.0
ROACE (%)	21.8	22.6	15.0	19.2	19.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.57	1.49	1.43	1.50	1.54
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.29)	0.12	1.08	0.48	0.79
Số ngày tồn kho	144	153	147	150	150
Số ngày phải thu	20.9	23.0	22.0	22.8	23.2
Số ngày phải trả	41.0	42.1	41.6	40.9	40.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	35.3	33.8	39.0	57.9	46.6
Nợ/tài sản (%)	22.8	23.4	25.6	28.3	26.1
EBIT/lãi vay (lần)	27.3	13.8	9.35	9.10	9.57
Nợ/EBITDA (lần)	1.89	1.92	2.37	1.99	1.73
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.55	1.63	1.64	1.57	1.67
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.75	0.68	0.68	0.67	0.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.66	7.97	8.71	6.69	5.72
P/E (lần)	9.59	9.05	12.9	8.91	7.90
P/E ĐC (lần)	10.5	9.94	14.1	9.79	8.68
P/B (lần)	1.57	1.46	1.41	1.32	1.22
Lợi suất cổ tức (%)	7.23	5.11	5.11	6.38	6.38

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn