MIRAE ASSET
Building on principles

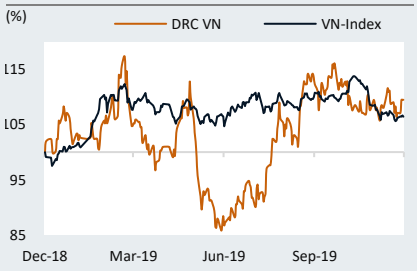
Săm Lốp

Báo cáo lần đầu
8 Tháng 1, 2020

Khuyến nghị	**MUA**
Giá mục tiêu FY20 (12M, VND)	**29,868**
Giá cổ phiếu (08/01/20, VND)	**24,300**
Mức sinh lợi kỳ vọng	**23%**

LNST (19F, VNDbn)	227
LNST trung bình thị trường (19F, VNDbn)	215
Tăng trưởng EPS (19F, %)	64%
Tăng trưởng EPS trung bình thị trường (19F, %)	58%
P/E (19F, x)	14.9
P/E trung bình thị trường (19F, x)	13.8
VN INDEX	963.5
Vốn hóa (VNDbn)	2,756
Số lượng cổ phiếu (triệu)	119
Cổ phiếu tự do chuyển nhượng (%)	46.5
Sở hữu khối ngoại (%)	23.3
Beta (12M)	1.1
Giá thấp nhất 52 tuần	17,950
Giá cao nhất 52 tuần	24,950

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	1.1	-2.1	7.9
Tương đối	2.6	1.3	0.0



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Săm Lốp]

Thien Nguyen
+84 3910 2222 (#148)
thien.nd@miraeasset.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU ĐÀ NẴNG

(DRC VN EQUITY)

Hồi sinh mạnh mẽ nhờ thị trường xuất khẩu

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi đánh giá điểm mấu chốt giúp doanh số DRC trong FY19 tăng trưởng 40%, tương đương 525,000 lốp nhờ chất lượng của lốp Radial DRC hiện tại đã đạt được 80,000-100,000km, cao hơn 20,000km so với lốp Trung Quốc. Qua đó đã giúp DRC giành được các hợp đồng xuất khẩu sang Brazil và Mỹ. Ngoài ra, việc Brazil và Mỹ tiếp tục duy trì mức thuế đối với các sản phẩm lốp tiếp tục duy trì lợi thế cạnh tranh của DRC trong giai đoạn FY20-FY25. Chúng tôi dự phóng doanh thu dòng lốp Radial trong FY19 và FY20 lần lượt đạt VND 1,954 tỷ đồng (+38.9% YoY) và VND 2,247 tỷ đồng (+15% YoY).

Ngoài ra, chi phí khấu hao của nhà máy Radial 1 hết khấu hao từ FY21, sẽ giúp tiết kiệm VND 266 tỷ đồng chi phí khấu hao. Qua đó, chúng tôi dự phóng P/E và LNST các năm FY19, FY20 và FY21 lần lượt là VND 227.4 tỷ đồng (+64% YoY; FY19 P/E 15.6x), VND 291 tỷ đồng (+28.2% YoY; FY20 P/E 12.2x).

Điểm mới

Nhà máy lốp Radial hoạt động 100% công suất vào năm FY20. Với chất lượng lốp Radial của DRC được cải thiện mạnh và vòng đời lốp nâng từ 60,000km lên 80,000-100,00 km, cùng với sự hưởng lợi từ thuế chống phá giá đánh lên lốp Trung Quốc từ Mỹ và Brazil, chúng tôi dự phóng công suất lốp Radial của DRC trong năm FY19, FY20 và FY21 tiếp tục tăng mạnh, lần lượt đạt 525,000 lốp (+40% YoY), 604,000 lốp (+15% YoY) và 664,000 lốp (+10% YoY; Hình 2b, trang 4). Doanh thu dự phóng dòng lốp Radial tương ứng cho FY19, FY20 và FY 21 lần lượt đạt VND 1,954bn (+38.9% YoY; 48.2% Tổng doanh thu), VND 2,247bn (+15% YoY; 53.3% Tổng doanh thu) và VND 2,485bn (+10.6% YoY; 64% Tổng doanh thu).

Giai đoạn 1 nhà máy lốp Radial hết khấu hao vào năm FY21, giúp tiết kiệm VND 266 tỷ đồng khấu hao. Chúng tôi ước tính tổng chi phí khấu hao FY19 và FY20 tăng mạnh lên VND 340 tỷ đồng (+28% YoY) do đưa vào vận hành nhà máy Radial 2 với tổng giá trị đầu tư VND 511 tỷ đồng. Tuy nhiên, từ FY21 nhà máy Radial giai đoạn 1 sẽ hết khấu hao, giúp tiết kiệm VND 266 tỷ đồng chi phí khấu hao. Qua đó, chúng tôi dự phóng LNST và P/E của DRC năm FY21 lần lượt đạt VND 471 tỷ đồng (+62% YoY) và 7.5x.

Nghị định 49/2011/ND-CP yêu cầu xe phải đạt chuẩn EURO 4. Do đó, các dòng xe vận tỉ sẽ phải chuyển qua sử dụng lốp Radial hoặc Semi-radial để đáp ứng tiêu chuẩn khí thải mới. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu lốp Bias tiếp tục giảm trong giai đoạn FY20-FY25 trung bình 5%/năm, tương đương với sản lượng tiêu thụ lốp dự phóng FY19 và FY20 lần lượt là 630,000 lốp (-5% YoY) và 599,000 (-5.2% YoY). Chúng tôi dự phóng doanh thu Bias năm FY19 và FY20 đạt VND 1,103 tỷ đồng (-7.6% YoY; 27%/Tổng doanh thu) và VND 1,048 tỷ đồng (-5% YoY; 24.9%/Tổng doanh thu).

Định giá

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu là **VND 29,900/cp (Upside: +23%)** bằng phương pháp định giá FCFF, tốc độ tăng trưởng đều g=1% (FY20 P/E 15.6x). Mức định giá của chúng tôi dựa trên các luận điểm (i) Nhà máy lốp Radial chạy tối đa công suất 600,000 lốp từ năm 2020, (ii) Thị trường xuất khẩu tiếp tục được hưởng lợi nhờ thuế quan đánh vào lốp Trung Quốc (iii) Chi phí khấu hao nhà máy Radial 1 sẽ kết thúc từ năm FY21.

(Dec.)	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Doanh thu (VNDbn)	3,669	3,551	4,055	4,216	3,903
Lợi nhuận HĐKD (VNDbn)	273.3	261.1	362.3	418.6	632.8
Biên Lợi nhuận HĐKD (%)	7.4%	7.4%	8.9%	9.9%	16.2%
LNST (VNDbn)	166.0	138.6	227.4	291.6	471.0
EPS (VND)	1,398	1,167	1,914	2,454	3,965
ROE (%)	4.5%	3.9%	5.6%	6.9%	12.1%
P/E (x)	24.3	26.7	15.6	12.2	7.5
P/B (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1
Tỷ suất cổ tức (%)	9%	6%	6%	6%	9%

Analysts who prepared this report are registered as research analysts in Korea but not in any other jurisdiction, including the U.S.
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CTCP Cao su Đà Nẵng (HOSE: DRC) với mức giá mục tiêu **VND 29,900 (Upside: +23%).** Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF, dựa trên nền tảng DRC là công ty dược có nền tảng tài chính khỏe mạnh, dòng tiền hoạt động dương và các sản phẩm có biên lợi nhuận cao cải thiện trong giai đoạn FY19-FY25.

Mô hình định giá trong giai đoạn FY20-FY25 bao gồm các luận điểm chính: (1) Nhà máy lốp Radial hoạt động 100% công suất nhờ các hợp đồng xuất khẩu với thị trường Brazil và Mỹ (2) Nhà máy lốp Radial giai đoạn 1 hết khấu hao từ FY21, giúp chi phí khấu hao giảm VND 266 tỷ đồng (3) Các khoản nợ dài hạn sẽ đáo hạn vào FY20-FY22, giúp chi phí lãi vay FY22 giảm còn VND 36 tỷ đồng (-50% YoY).

Trong phương pháp định giá DCF, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng vĩnh viễn hợp lý (g) là 1%, chi phí vốn (WACC) là 14.2% (bao gồm lãi xuất phi rủi ro 4.8%, lợi nhuận kỳ vọng thị trường là 11% và beta tương ứng 1.1). Dựa trên tất cả các yếu tô, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý của cổ phiếu DRC theo phương pháp DCF là **VND 29,900/cp, tương ứng với P/E FY20 12.2x**. Qua đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DRC với mức **upside 23%**.

Bảng 1: Chi tiết định giá DCF của cổ phiếu DRC

VND mn	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	Vĩnh viễn
Doanh thu	418,600	632,797	621,792	578,595	546,358	
EBIT	83,720	126,559	124,358	115,719	109,272	
(-) Thuế	340,159	88,607	85,096	81,605	69,479	
(+) D&A	(130,929)	88,512	16,143	(58,198)	(46,520)	
(-) Thay đổi vốn lưu động	65,128	63,750	62,404	61,088	59,802	
(-) Tổng mức đầu tư	609,238	747,107	661,077	547,371	519,847	2,939,812
Dòng tiền tự do	418,600	632,797	621,792	578,595	546,358	
Yết tố chiết khấu	0.82	0.72	0.63	0.55	0.48	
NPV dòng tiền tự do	2,939,812				WACC	14.2%
NPV giá trị vĩnh viễn	1,241,843				g	1%
Giá trị công ty	4,156,998				r_f	4.8%
Tổng mức vay	(872,958)				Beta	1.10
Giá trị tổng số cổ phần	3,385,832				r_m	11.0%
# cổ phiếu	118,792,600				R_e	18.0%
Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)	**VND 29,868**				R_d	8.6%

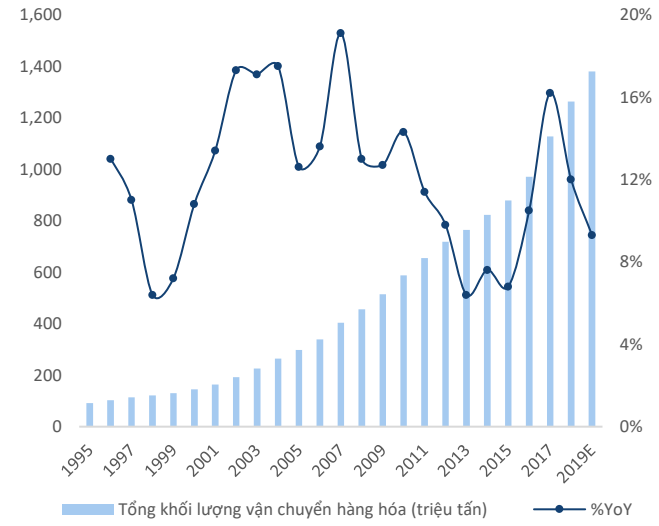
Luận điểm đầu tư

1. Mảng lốp xe Radial – Hưởng lợi từ sự cải tiến chất lượng sản phẩm và chiến tranh thương mại

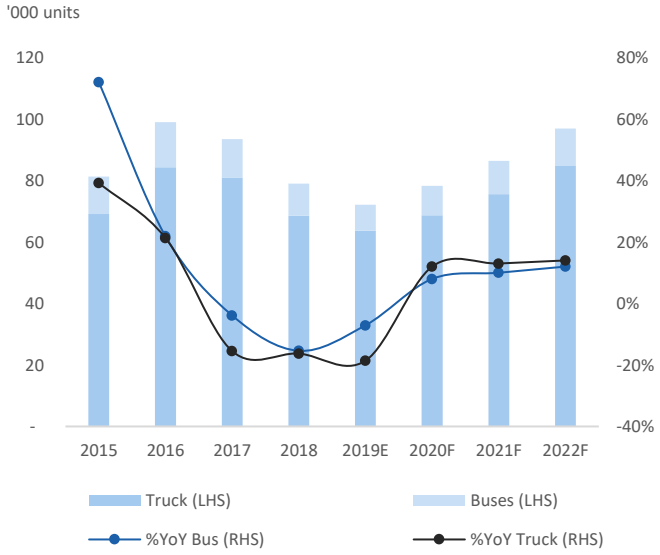
a. Dự phóng nhà máy lốp Radial chạy 110% công suất vào năm FY20 nhờ chất lượng lốp được nâng cao, tiệm cận các dòng lốp cao cấp

Cho triển vọng giai đoạn FY20-FY25, chúng tôi đánh giá mảng lốp Radial sẽ đóng góp chính cho doanh thu và lợi nhuận của DRC. Trong đó, động lực tăng trưởng chính của dòng lốp radial đến từ hai yếu tố: (1) Tăng trưởng về khối lượng vận tải đường bộ (Hình 1a, Trang 3); (2) Thông tư 49/2011/QD-TTg yêu cầu dòng lốp Bias phải chuyển sang lốp Semi-Radial và Radial nhằm đáp ứng tiêu chuẩn khí thải EURO 4. Qua đó, các mẫu xe tải và bus lắp ráp trong nước sẽ ưu tiên dùng các dòng lốp nội địa nhằm nâng cao tỷ lệ nội địa hóa.

Hình 1a: Khối lượng vận chuyển hàng hóa đường bộ qua các năm



Hình 1b: Dự phóng doanh số của xe tải (Truck) và xe Bus giai đoạn FY19-FY22



Source: GSO, Bộ Giao Thông Vận Tải, MAS Research

Tăng trưởng khối lượng vận tải đường bộ tạo động lực tăng trưởng cho nhu cầu lốp thay thế. Chúng tôi tính toán khối lượng vận tải hành khách giai đoạn FY10-FY19E tăng trưởng với mức CAGR 8.9%/YoY, trong đó chúng tôi dự phóng khối lượng vận tải hàng hóa đường bộ FY19 đạt 1,379 triệu tấn (+9.3% YoY). Với cơ sở hạ tầng tiếp tục được đẩy mạnh, trong bối cảnh hệ thống đường cao tốc Bắc Nam đã được triển khai cùng với các đường cao tốc của các tỉnh, chúng tôi dự phóng khối lượng hàng hóa trong giai đoạn FY20-FY29 sẽ duy trì mức tăng trưởng CAGR đạt 8.8%, tương đương với khối lượng vận tải hàng hóa đường bộ FY29 đạt 3,205 triệu tấn.

Yếu tố thứ hai tạo động lực tăng trưởng cho dòng lốp Radial tại Việt Nam đến từ nhu cầu dòng xe vận tải hàng hóa và hành khách. Giai đoạn FY15-FY16 chứng kiến sự bùng nổ về nhu cầu các dòng xe vận tải, với doanh số xe vận tải FY16 đạt 98,900 chiếc (+21.7% YoY). Tuy nhiên, trong giai đoạn FY16-FY18, doanh số xe vận tải hành khách có sự do việc cơ sở hạ tầng cải thiện giúp nâng cao hiệu suất sử dụng xe, cũng như việc Trung Quốc hạn chế việc nhập khẩu tiểu ngạch đã làm giảm đi nhu cầu vận tải trong nước. Trong giai đoạn FY19-FY22, chúng tôi đánh giá nhu cầu mua xe vận tải sẽ có sự hồi phục khi tăng trưởng về vận tải đường bộ vẫn duy trì ở tốc độ CAGR 8.8%/YoY giai đoạn FY20-FY29. Chúng tôi dự phóng doanh số xe thương mại vào năm FY22 đạt 97,130 chiếc (+12% YoY).

Nghị định 92/2016/TT-CP khuyến khích các doanh nghiệp tăng tỷ lệ nội địa thông qua cắt giảm 5%-20% thuế quan. Đồng thời, chúng tôi cho rằng Nghị định 92/2016/TT-CP ưu đãi 5%-20% thuế quan cho các doanh nghiệp có tỷ lệ nội địa hóa sản phẩm oto trên 40% sẽ là động lực cho các nhà sản xuất xe vận tải trong tương lai sử dụng các dòng lốp nội địa. Chúng tôi dự phóng số lượng xe CKD (sản xuất trong nước) giai đoạn FY20-FY22 tăng trưởng với mức CAGR 6.7%/YoY, tương đương với sản lượng xe CKD năm FY22 đạt 252,806 chiếc (+9% YoY). Chúng tôi đánh giá DRC sẽ là nhà sản xuất nội địa được hưởng lợi nhất, nhờ chất lượng sản phẩm lốp Radial của DRC cho các dòng xe vận tải hiện tại ở mức từ 80,000-90,000km, có độ bền cao hơn từ 30-40% so với các dòng lốp Trung Quốc, nhưng giá chỉ cao hơn lốp Trung Quốc từ 15-20% (Bảng 2, Trang 4).

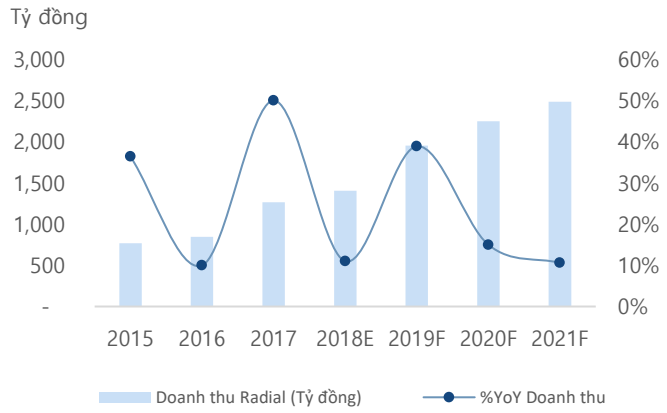
Bảng 2: So sánh giá của các dòng lốp Radial

	Quốc gia	Nước sản xuất	Chi tiết Lốp	Độ lớn mâm lốp (Inches)	Giá lốp (USD /cặp lốp)
Kumho	Hàn Quốc	Hàn Quốc	235/60R17 Radial 798	17	241
VHEAL GINSTIN	Trung Quốc	Trung Quốc	295/75R22	22	186
Michellin	Pháp	Thái Lan	265/65 R17 112H	17	319
DRC	**Vietnam**	**Vietnam**	**265/65ZR18**	**18**	**267**
CSM	**Vietnam**	**Vietnam**	**235/65M18**	**18**	**233**
Yokohama	Nhật Bản	Nhật Bản	Malaysia	17	357
Dunlop	Nhật Bản	Malaysia	225/45 R17 LM730	17	259
Continential	USA	Malaysia	225/45R17 MC5	17	259
Noble	Trung Quốc	Trung Quốc	245/70R17	17	150
Bridestone	Nhật Bản	Thái Lan	265/65 R17 D693	17	250
Kebek	Trung Quốc	Trung Quốc	225/45ZR17	17	148
Sangdong Linglong	Trung Quốc	Thái Lan	225/45R17	17	171
Maxxis	Đài Loan	Thái Lan	265/60R17	17	270

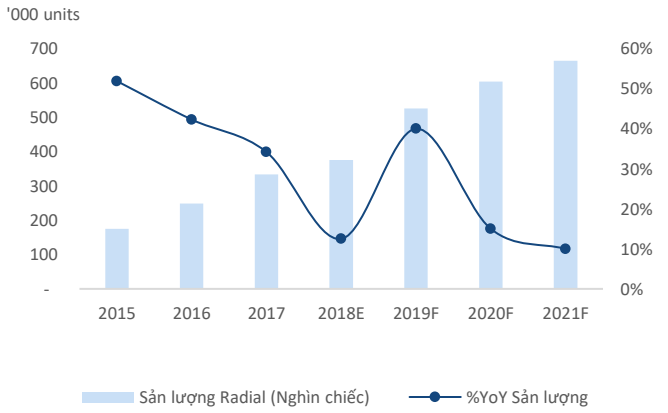
Source: Alibaba, Tirexis, Lốp Trường Sơn, MAS Research

Dự phóng nhà máy Radial chạy full 100% công suất từ FY20. Chúng tôi dự phóng công suất lốp Radial của DRC trong năm FY19, FY20 và FY21 lần lượt đạt 525,000 lốp (+40% YoY), 604,000 lốp (+15% YoY) và 664,000 lốp (+10% YoY; Hình 2b, trang 4). Doanh thu dự phóng tương ứng cho FY19, FY20 và FY 21 lần lượt đạt VND 1,954bn (+38.9% YoY; 48.2% Tổng doanh thu), VND 2,247bn (+15% YoY; 53.3% Tổng doanh thu) và VND 2,485bn (+10.6% YoY; 64% Tổng doanh thu). Trong đó, chúng tôi dự tính doanh thu lốp Radial nội địa của DRC sẽ chiếm 35% và 40% tổng doanh thu dòng lốp Radial FY19 và FY20, tương ứng lần lượt là VND 683 tỷ đồng VND 786 tỷ đồng (Hình 2a, Trang 4).

Hình 2a: Doanh thu dòng lốp Radial (Tỷ đồng)



Hình 2b: Sản lượng dòng lốp Radial ('000 units)



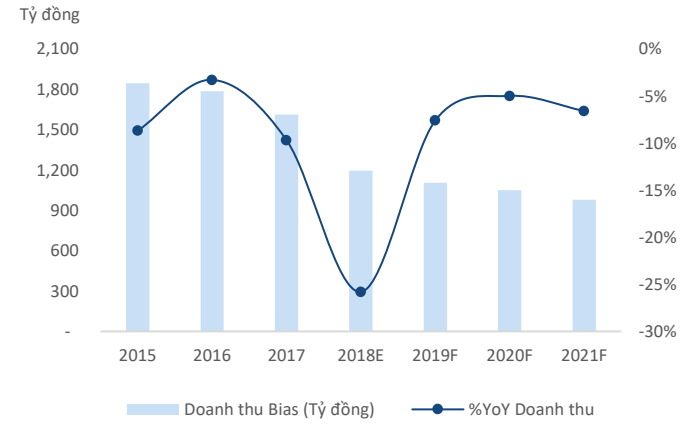
Source: DRC, MAS Research

b. Dự phóng mảng lốp Bias tiếp tục sụt giảm nhẹ do tác động của nghị định 49/2011/QĐ-TTg

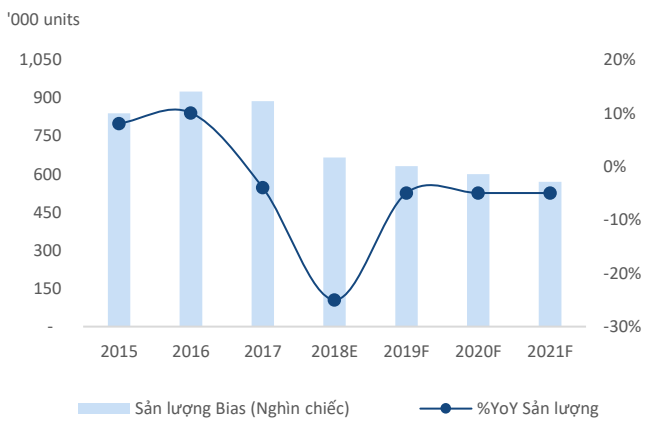
Nghị định 49/2011/QD-TTg làm giảm mạnh doanh thu dòng lốp Bias năm FY18. Từ đầu năm FY18, tất cả các dòng lốp Bias dành cho xe khách và vận tải đường bộ sẽ phải chuyển sang dùng các dòng lóp Radial hoặc Semi-Radial để đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 4. Qua đó đã khiến doanh thu và sản lượng lốp Bias trong FY18 sụt giảm mạnh, lần lượt đạt VND 1,195 tỷ đồng (-25.8% YoY) và 664,000 lốp (-25% YoY). Chúng tôi cho rằng xu hướng ngày càng tiết giảm dòng lốp Bias sẽ tiếp tục trong giai đoạn FY19-FY25, đặc biệt khi các dòng xe vận tải mới dần thay thế các dòng xe vận tải dùng lốp Bias cũ.

Dự phóng doanh thu lốp Bias giai đoạn FY19-FY25 giảm 5%/năm. Chúng tôi dự phóng doanh thu dòng lốp Bias trong FY19 và FY20 tiếp tục suy giảm nhẹ, lần lượt tương đương VND 1,103 tỷ đồng (-7.6% YoY; 27%/Tổng doanh thu) và VND 1,048 tỷ đồng (-5% YoY; 24.9%/Tổng doanh thu). Trong đó, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp lốp Bias giảm giảm xuống mức 6.5%-6.8% (vs Biên LNG FY17 là 10%) do không có sự biến động nhiều về giá nguyên liệu nhưng phải chịu cạnh tranh giá bán lốp Bias với lốp nhập khẩu. Qua đó, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp dòng lốp Bias ttrong năm FY19 và FY20 lần lượt là VND 74.6 tỷ đồng (-7% YoY) và VND 68.7 tỷ đồng (-8% YoY).

Hình 3a: Doanh thu dòng lốp Bias (Tỷ đồng)



Hình 3b: Sản lượng dòng lốp Bias ('000 units)



Source: DRC, MAS Research

c. Nghị định 49/2011/QĐ-TTg yêu cầu lốp xe vận chuyển hành khách phải đạt tiêu chuẩn khí thải EURO 4

Nghị định 49/2011/QĐ-TTg yêu cầu các dòng xe vận chuyển hành khách phải cam kết tiêu chuẩn môi trường EURO 4 từ đầu năm 2018. Hiện nay chỉ có lốp Radial có thể đáp ứng tiêu chuẩn về môi trường và xu thế chuyển từ dòng lốp Bias sang Radial trên các dòng xe vận chuyển hành khách, chúng tôi dự đoán tiếp tục là xu thế tất yếu trong giai đoạn FY20 – FY25.

Chúng tôi đánh giá việc thiếu giai đoạn chuyển tiếp, khi trực tiếp nâng cao tiêu chuẩn môi trường từ EURO 2 lên EURO 4 sẽ có những tác động tiêu cực lẫn tích cực lên ngành ô tô – Săm Lốp của Việt Nam trong giai đoạn FY20 – FY25. Trong đó, điểm tiêu cực nhất là các doanh nghiệp có tỷ trọng lốp Bias chiếm phần lớn doanh thu (>40%/Tổng doanh thu) như Casumina (HSX: CSM VN Equity), Cao su Đà Nẵng (HSX: DRC VN Equity) và Cao su Sao Vàng (HSX: SRC VN Equity) sẽ giảm từ 15-30% tổng doanh thu mảng lốp Bias.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng Nghị định 49/2011/QĐ-TTg cũng đồng thời tạo động lực cho các nhà sản xuất oto nội địa trong nước như Thaco, VInfast, Huyndai Thành Công, Mitsubishi Việt Nam etc. sẽ tăng cường tiêu thụ các sản phẩm lốp Radial trong nước đạt chất lượng. Chúng tôi đánh giá Nghị định 49 và 92/2016/QD-TTg giảm từ 5-10% thuế nhập khẩu linh kiện cho các dòng xe có tỷ lệ nội địa hóa trên 40%.

Do đó, chúng tôi đánh giá cao về triển vọng của DRC, đặc biệt khi sản phẩm lốp Radial đã dần tương đương với chất lượng lốp nước ngoài với giá cạnh tranh rẻ hơn lốp của Michellin hay Bridstone từ 10-20% (Bảng 2, Trang 4).

Bảng 3: So sánh đặc tính giữa lốp Bias và Radial Tire

Đặc tính	Bias	Radical
Vòng đời	24.000 - 45.000 km	50.000 - 150.000 km
Độ hao mòn lốp	-	Chậm hơn từ 30% - 50%
Tải trọng	Nhẹ - Vừa	Nặng
Mức độ tiêu hao năng lượng	-	Ít hơn Bias từ 10% - 20%
Đồ đàn hồi	Ít ổn định	Ổn định cao
Sử dụng Săm Oto	Có	Không
Tiêu chuẩn khí thải	EURO 1 & 2	EURO 4 & 5
Giá bán trung bình	Dưới $100 USD	Từ $150 - $300 USD

Source: Casumina, GlobalTire, MAS Research

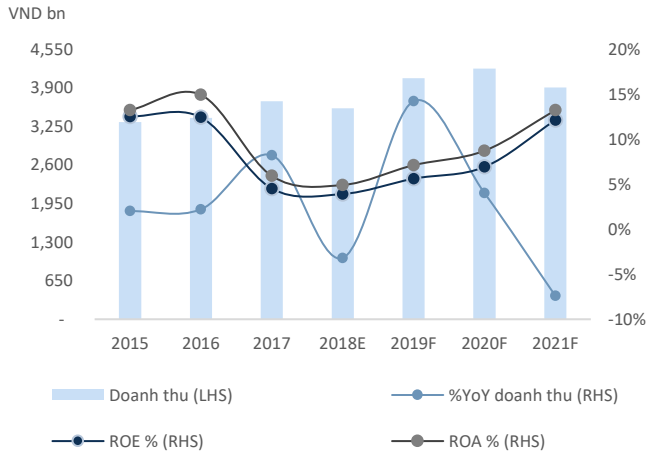
d. Từ năm FY21, nhà máy 1 sẽ hết khấu hao, giúp chi phí khấu hao tiết kiệm VND 266bn (78% chi phí khấu hao FY20)

Chúng tôi tính toán tổng chi phí đầu tư cho toàn bộ nhà máy Radial giai đoạn 1 và 2 là 1,900 tỷ đồng, với mức đầu tư cho giai đoạn 1 là 1,388 tỷ đồng, giai đoạn 2 là 512 tỷ đồng. Cả hai giai đoạn đều được tính theo phương pháp khấu hao nhanh trong vòng bảy năm. Chúng tôi dự phóng chi phí khấu hao trong năm FY19 và FY20 tăng mạnh lên 340 tỷ đồng (+26% YoY) do nhà máy Radial giai đoạn 2 ghi nhận thêm 70 tỷ đồng (30% LNST FY19) chi phí khấu hao từ năm FY19.

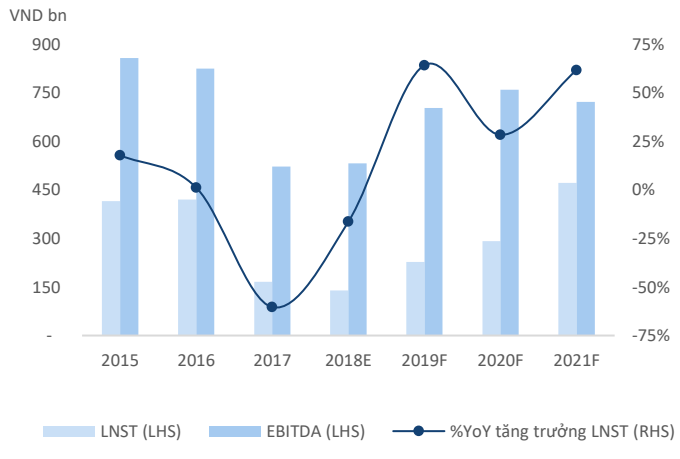
Tuy nhiên, với việc nhà máy Radial có sự tăng trưởng mạnh về doanh số (Hình 2, trang 3) cũng như giá nguyên vật liệu trong năm FY19 và dự phóng FY20 tương đối ổn định, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp vẫn tiếp tục cải thiện trong năm FY19 và FY20, lần lượt tương ứng 13.7% và 14.6% (vs. 12% biên LNG FY18). Chúng tôi đánh giá khi năm FY21, nhà máy 1 hết khấu hao sẽ giúp lợi nhuận sau thuế của DRC sẽ tăng trưởng mạnh.

Với tổng chi phí đầu tư cho giai đoạn 1 tương đương VND 1,388 tỷ đồng và khấu hao nhanh trong vòng 7 năm, khi hết khấu hao sẽ giúp DRC tiết kiệm 266 tỷ đồng (56.4% LNST FY21), qua đó giúp LNST và biên LNST của DRC FY21 lần lượt đạt VND 471 tỷ đồng (+61.5% YoY) và 12.1% (vs 6.9% biên LNST FY20). Chúng tôi dự phóng EPS và P/E năm FY21f lần lượt đạt VND 3,965/cp (+61.5% YoY) và 7.2x. So sánh với mức P/E trung bình hiện tại của các công ty lốp trong khu vực (Bảng xx), mức định giá của DRC hiện nay rẻ hơn xx P/E, do đó chúng tôi đánh giá DRC là một công ty triển vọng rất lớn trong ngắn hạn lẫn dài hạn.

Hình 4: Dự phóng tăng trưởng doanh thu DRC giai đoạn FY19-FY21



Hình 5: Dự phóng LNST của DRC giai đoạn FY19-FY21



Source: DRC, MAS Research

e. Hàng rào thuế quan của Brazil đối với sản phẩm cao su xuất xứ Trung Quốc

Chúng tôi cho rằng yếu tố thuế quan của thị trường Brazil và Mỹ có sự liên hệ mật thiết đến yếu tố doanh số của DRC. Hiện tại, tỷ trọng xuất khẩu sang Mỹ và Brazil của dòng lốp Radial lần lượt đạt 40% và 16% tổng doanh thu lốp Radial. Chúng tôi dự phóng doanh thu lốp Radial của thị trường Brazil và Mỹ năm FY19 lần lượt đạt VND 782 tỷ đồng (19.2%/Tổng doanh thu) và VND 293 tỷ đồng (7.3%/Tổng doanh thu).

Lợi thế của lốp Radial DRC là chất lượng sản phẩm cao và giá cạnh tranh từ 15%-30% so với lốp Trung Quốc do không chịu thuế chống phá giá của Brazil (Bảng 4, Trang 7). Tuy nhiên, vào ngày 24/11/2019, hiệu lực của Tu chính 25, ban hành ngày 28.05.2014, về việc áp thuế chống bán phá giá đã hết hiệu lực. Tuy nhiên, chính phủ Brazil đã tiếp tục điều tra gia hạn thuế chống bán phá giá. Chúng tôi cho rằng trường hợp các nhà sản xuất Trung Quốc di dời nhà máy sang Thái Lan, lốp có xuất sứ Việt Nam vẫn có lợi thế cả về chất lượng (Mảng lốp Radial, Trang 3) và giá lốp Việt Nam vẫn thấp hơn giá lốp Thái Lan ít nhất USD 550.5/MT. Qua đó, chúng tôi tiếp tục duy trì dự phóng công suất lốp Radial trong năm FY20 và FY21 lần lượt đạt VND 1,954bn (+40% YoY) và VND 2,247 tỷ đồng (+15% YoY) – Hình xx, bất chấp việc trong sáu tháng tới việc hàng rào thuế quan sẽ khó có thể áp dụng tại Brazil. Tuy nhiên, trong bối cảnh nguồn cung lốp rất dồi dào khi các nhà sản xuất lốp Trung Quốc đang hạn chế xuất khẩu vào thị trường Mỹ, chúng tôi đánh giá Brazil sẽ tiếp tục duy trì thuế quan nhằm bảo vệ ngành công nghiệp lốp nội địa.

Bảng 4: Thuế chống bán phá giá của Brazil

Ngày áp thuế quan	Kích cỡ mâm lốp (inch)	Đặc tính lốp	Các nước chịu thuế	Ngày hết hạn	Thuế quan (USD/MT)
24-11-14	20, 22 và 22.5	Bias hoặc Radial	**Đài Loan**	24-11-19	**723.62**
			Trung Quốc		
			Nga		2,934
			Nam Phi		1,752
			Nhật Bản		4,059
			Thái Lan		**550.5**
			Hàn Quốc		371 - 1,794

Source: Tyrepress, Global Trade Alert, MAS Research

2. Mảng lốp xe máy và xe đạp – Thị trường bão hòa

a. Revenue of two-wheel tire continues to slump after removal ATIGA since 2018

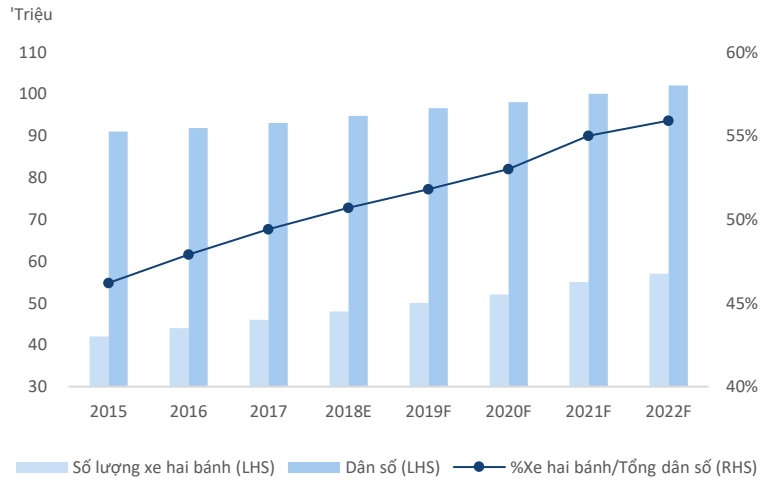
Ở mảng xe hai bánh, DRC có hai dòng sản phẩm chính, bao gồm xe đạp và xe máy. Tuy nhiên, doanh thu và sản lượng của cả hai mảng chúng tôi đều dự phóng giảm từ 7-8% trong năm FY20 và FY21. Chúng tôi cho rằng có hai nguyên nhân chính:

a. Đây là dòng sản phẩm đơn giản và dễ sản xuất. Trong danh mục sản phẩm của DRC, hiện nay các dòng lốp dành cho xe tay ga cũng như các sản phẩm mới chưa đóng góp lớn vào doanh thu và phải chịu cạnh tranh gay gắt từ các nhà sản xuất Trung Quốc lẫn nội địa.

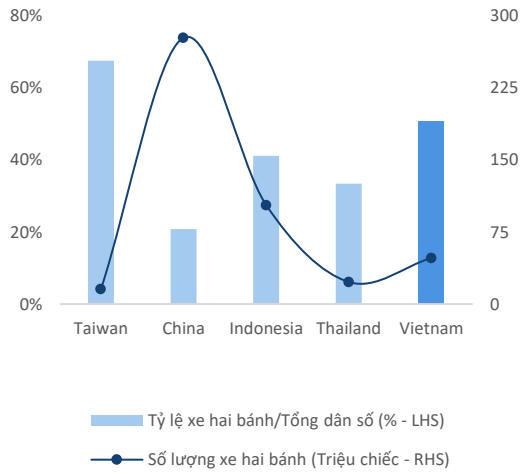
b. Tỷ lệ dân sử dụng xe máy hiện tại ở mức 51.8%, tương đương với 50 triệu chiếc. Chúng tôi dự phóng trong triển vọng ngắn hạn, từ FY19-FY23 số lượng xe máy vẫn tăng khoảng 3.2 triệu chiếc một năm, tương đương với CAGR FY19-FY23 1.8%/YoY, giảm 6%/YoY so với giai đoạn FY14-FY18. Chúng tôi dự phóng lượng xe gắn máy ở Việt Nam FY22 đạt 57 triệu chiếc (+1.8% YoY; Hình xx, trang xx), tương ứng với nhu cầu 79.8 triệu chiếc lốp xe máy thay thế hàng năm, với tỷ trọng lốp cho xe tay ga là 27.93 triệu lốp (35% tổng nhu cầu).

Chúng tôi cho rằng thị trường lốp xe máy đã không còn nhiều tiềm năng mở rộng, do đó xu hướng doanh thu dòng xe hai bánh sẽ khó có sự tăng trưởng đột biến trong giai đoạn FY20-FY25. Chúng tôi dự phóng doanh thu của dòng xe hai bánh trong FY19, FY20 và FY21 lần lượt là VND 488.9 tỷ đồng (-16.1% YoY, 12.1%/Tổng doanh thu), VND 456 tỷ đồng (-6.7% YoY, 10.8%/Tổng doanh thu) và VND 427 tỷ đồng (-6.5% YoY; 10.9%/Tổng doanh thu).

Hình 6a: Dự phóng số lượng xe hai bánh/Tổng dân số giai đoạn FY19-FY22



Hình 6b: Tỷ lệ sử dụng xe hai bánh ở Châu Á (%)



Source:Cục đăng kiểm đường bộ, Bộ Giao Thông Vận Tải, MAS Research

3. Rủi ro chính

Rủi ro về tỷ giá và giá nguyên vật liệu. Hiện tại, các nhà sản xuất lốp nội địa đều phải phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu từ nước ngoài, bao gồm cao su nhân tạo, than đen, bố thép và phụ liệu. Do đó, rủi ro về tỷ giá cũng như giá nguyên liệu toàn cầu vẫn là hai yếu tố đáng ngại cho các nhà sản xuất nội địa.

Rủi ro về đối thủ cạnh tranh và hàng nhập khẩu. Mỹ đã đánh thuế các dòng sản phẩm từ cao su của Trung Quốc với mức thuế từ 10%-25%. Brazil, thị trường xuất khẩu chính của DRC qua năm FY20 sẽ hết hạn thuế quan với Trung Quốc. Việc lốp Radial phụ thuộc 65% vào thị trường xuất khẩu sẽ khiến lốp DRC rất nhạy cảm với các điều chỉnh giảm thuế cho các dòng lốp có nguồn gốc từ Trung Quốc.

Rủi ro về hiệp định thương mại. Hiệp định CTTPP sẽ xóa bỏ hầu hết các dòng thuế quan của lốp từ FY25. Ngoài ra, các hiệp định Hongkong-ASEAN 6 hay EVFTA cũng cam kết xóa bỏ hoàn toàn thuế cho các dòng sản phẩm lốp. Trong dài hạn, chúng tôi đánh giá gỡ bỏ hàng rào thuế quan sẽ gây áp lực rất lớn cho các nhà sản xuất nội địa.

CTCP CTCP Cao su Đà Nẵng (DRC VN/MUA/TP: VND 29,900; Upside: +26.5%)

Comprehensive Income Statement (Summarized)

(VNDbn)	2019F	2020F	2021F	2022F
Revenue	**4,055.3**	**4,216.1**	**3,902.5**	**3,923.5**
Cost of Sales	(3,498.3)	(3,599.4)	(3,090.2)	(3,125.1)
Gross Profit	**557.0**	**616.7**	**812.3**	**798.4**
SG&A Expenses	(194.7)	(198.2)	(179.5)	(176.6)
Operating Profit	**362.3**	**418.5**	**632.8**	**621.8**
Non-Operating Profit	0	0	0	0
Net Financial Income	(78.1)	(54.1)	(44.0)	3.2
Pretax Profit	**284.2**	**364.4**	**588.8**	**625.0**
Income Tax	(56.9)	(72.9)	(117.8)	(125.0)
Net Profit	**227.3**	**291.5**	**471.0**	**500.0**
EPS (VND)	**1,914.0**	**2,454.0**	**3,965.0**	**4,209.0**

Growth & margins (%)

Revenue growth	14.2%	4.0%	-7.4%	0.5%
Gross profit growth	30.5%	10.7%	31.7%	-1.7%
EBIT growth	38.7%	15.5%	51.2%	-1.7%
Net profit growth	64.0%	28.2%	61.5%	6.2%
EPS growth	64.0%	28.2%	61.5%	6.2%
Gross margin	13.7%	14.6%	20.8%	20.3%
EBIT margin	8.9%	9.9%	16.2%	15.8%
Net profit margin	5.6%	6.9%	12.1%	12.7%

Statement of Financial Condition (Summarized)

(VNDbn)	2019F	2020F	2021F	2022F
Current Assets	**1,972**	**2,526**	**2,873**	**3,240**
Cash and Cash Equivalents	102	565	1,102	1,533
AR & Other Receivables	447	465	447	442
Inventories	1,391	1,457	1,282	1,209
Other Current Assets	32	39	42	56
Non-Current Assets	**1,229**	**830**	**685**	**545**
Net fixed assets	1,163	757	605	457
Investments	6	6	6	6
Other long-term assets	60	67	74	82
Total Assets	**3,201**	**3,356**	**3,558**	**3,785**
Current Liabilities	**1,453**	**1,499**	**1,452**	**1,406**
AP & Other Payables	427	389	328	300
Short-Term Financial Liabilities	757	837	884	878
Other Current Liabilities	269	273	240	228
Non-Current Liabilities	**117**	**53**	**9**	**20**
Total Liabilities	**1,570**	**1,552**	**1,461**	**1,426**
Controlling Interests	**3,201**	**3,356**	**3,558**	**3,786**
Capital Stock	1,188	1,188	1,188	1,188
Treasury Shares	-	-	-	-
Funds	181	181	181	181
Retained Earnings	1832	1987	2189	2417
Non-Controlling Interests	**-**	**-**	**-**	**-**
Stockholders' Equity	**3,201**	**3,356**	**3,558**	**3,786**
BVPS (VND)	26,910	28,219	29,928	31,853

Cash Flows (Summarized)

Cash Flows from Op Activities	**311.8**	**554.9**	**692.2**	**598.0**
Net Profit	227.3	291.5	471.0	500.0
Depr. & amortization	340.1	340.2	88.6	85.1
Others	155.5	130.8	99.6	33.2
Chg in Working Capital	(0.4)	(0.2)	0	0
Cash Flows from Inv Activities	**(63.7)**	**11.0**	**19.7**	**65.6**
Capital expenditures	14.3	65.1	63.8	62.4
Others	(78.0)	(54.1)	(44.1)	3.2
Cash Flows from Fin Activities	**(197.2)**	**(102.7)**	**(174.6)**	**(232.8)**
Dividends	(118.8)	(118.8)	(178.2)	(237.6)
Increase in equity	0	0	0	0
Increase in debt	(78.4)	16.1	3.6	4.8
Beginning Balance	50.9	101.8	565.0	1,102.3
Ending Balance	50.9	463.3	537.8	432.0

Forecasts/Valuations (Summarized)

P/E (x)	15.6	12.2	7.5	7.1
P/CF (x)	11.4	6.4	5.1	5.9
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	6.70	6.30	6.60	6.70
EPS (VND)	1,914	2,454	3,965	4,209
CFPS (VND)	4,671	5,826	5,034	4,041
BPS (VND)	26,910	28,219	29,928	31,853
DPS (VND)	1,717	1,717	2,575	3,433
Payout ratio (%)	6%	6%	9%	11%
Dividend Yield (%)	6%	6%	9%	12%
Accounts Receivable Turnover (x)	35.00	36.00	37.00	36.00
Inventory Turnover (x)	97.00	92.00	89.00	94.00
Accounts Payable Turnover (x)	22.00	22.00	22.00	22.00
ROA (%)	7.1%	8.7%	13.2%	13.2%
ROE (%)	5.6%	6.9%	12.1%	12.7%
Liability to Equity Ratio (%)	96.2%	86.0%	69.7%	60.5%
Current Ratio (%)	140.0%	170.0%	200.0%	230.0%
Net Debt to Equity Ratio (%)	-50.0%	-20.0%	10.0%	30.0%
Interest Coverage Ratio (x)	4.70	5.50	11.40	17.10

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

Stock Ratings		Industry Ratings	
MUA	: Relative performance of 20% or greater	Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Trading MUA	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility	Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Hold	: Relative performance of -10% and 10%	Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening
Sell	: Relative performance of -10%		

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (▬), Not covered (■), MUA (▲), Trading MUA (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.
* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material develoDRCnt.
* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.
* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo.

APPENDIX 2

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)
Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.
Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.
41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Securities (USA) Inc.
810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.
555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM
Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia
Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.
6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC
7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC
#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd
2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Beijing Representative Office
2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Shanghai Representative Office
38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Ho Chi Minh Representative Office
7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715