

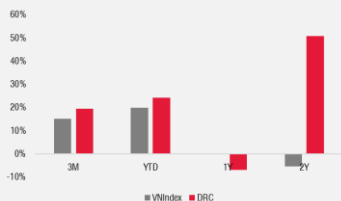
Công ty Cổ phần Cao su Đà Nẵng (DRC: HOSE)

Ngày báo cáo: 31/07/2023
NGÀNH: SẼM LỘP
CVPT cao cấp: Nguyễn Trần Phương Nga
Email: ngantp@ssi.com.vn
SĐT: +84-28 3636 3688 ext. 3050

Khuyến nghị: **TRUNG LẬP**
Giá mục tiêu 1Y: **25.300 Đồng**
Giá CP ngày 28/07/2023: 23.500 Đồng
% Tăng giá: **+7,7%**

Giá trị vốn hoá (triệu USD): 118
Giá trị vốn hoá (tỷ VND): 2.792
Số cổ phiếu lưu hành (triệu): 119
KLGD trung bình 3 tháng (cp): 756.779
GTGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng): 16,55
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%): 10,22
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%): 50,51

Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

CTCP Cao su Đà Nẵng tiền thân là nhà máy của quân đội Mỹ, cổ phần hóa vào 2016 trong đó Tập đoàn Hóa Chất Việt Nam (Vichem) sở hữu 51%. DRC sản xuất lốp và sảm xe đạp, xe máy, ô tô và xe tải, trong đó, DRC là công ty trong nước dẫn đầu ngành. Với vốn điều lệ 92,5 tỷ đồng khi niêm yết vào năm 2006, sau một số lần nâng vốn, DRC ghi nhận vốn điều lệ hơn 830 tỷ đồng. Sảm lốp xe ô tô (chủ yếu là xe tải và OTR): mảng đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp lớn nhất cho DRC (~85%). Sảm lốp xe máy: chiếm ~5% và 4,5% tổng doanh thu và lợi nhuận gộp. Sảm lốp xe đạp: đóng góp 7,2% và 7,4% vào doanh thu và lợi nhuận gộp.

Sản lượng lốp radial tăng trưởng chậm lại do Brazil tăng thuế nhập khẩu

Luận điểm đầu tư: Chúng tôi có khuyến nghị TRUNG LẬP đối với DRC trong báo cáo gần đây nhất, vì chúng tôi cho rằng lợi nhuận năm 2023 có thể sẽ giảm do nhu cầu yếu và buộc DRC phải giảm giá bán cho khách hàng để duy trì sản lượng tiêu thụ, do đó làm giảm biên lợi nhuận. KQKD Q2 (-39% svck) kém khả quan hơn so với kế hoạch của công ty (LNTT đạt 63 tỷ đồng so với kế hoạch của công ty là 80 tỷ đồng). Lợi nhuận có thể bắt đầu phục hồi trong nửa cuối năm 2023 (+57% so với nửa đầu năm 2023, -28% so với nửa cuối năm 2022) nhờ (i) nửa cuối năm thường là mùa cao điểm và (ii) nhu cầu phục hồi dẫn ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu.

Sự phục hồi lợi nhuận sẽ rõ ràng hơn vào năm 2024, nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lốp radial và tỷ suất lợi nhuận cao hơn, mặc dù khó có thể quay trở lại mức năm 2022 do công ty vẫn có thể bị ảnh hưởng bất lợi từ việc sản lượng tiêu thụ lốp xe bias giảm trên thị trường nội địa, chi phí khấu hao cao hơn từ dây chuyền sản xuất lốp radial mới (bắt đầu vào Q2/2024) và xuất khẩu sang Brazil giảm sau khi quốc gia này tăng thuế nhập khẩu đối với lốp xe. Chúng tôi ước tính LNST năm 2023-2024 lần lượt đạt 189 tỷ đồng (-39% svck) và 250 tỷ đồng (+32% svck). Vì chúng tôi cho rằng lợi nhuận đã vượt qua mức đáy trong Q2/2023, chúng tôi nâng P/E mục tiêu lên 12x (từ 11x, gần với P/E trung bình 3 năm của DRC là 11,8x) và đưa ra giá mục tiêu mới là 25.300 đồng/cp (từ 23.300 đồng/cp) dựa trên ước tính năm 2024 (từ 2023F). Với tiềm năng tăng giá là 8% so với giá hiện tại, chúng tôi duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP.

Quan điểm ngắn hạn: Mặc dù lợi nhuận nửa cuối năm 2023 sẽ có thể cao hơn nửa đầu năm 2023 nhưng vẫn có thể giảm so với nửa cuối năm 2022 do sản lượng tiêu thụ tăng trưởng chậm lại vì công suất hạn chế, trong khi biên lợi nhuận khó duy trì mức tương đương nửa cuối năm 2022 trong bối cảnh nhu cầu yếu.

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	4.380	4.899	4.662	5.083
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	291	308	189	250
Tăng trưởng LN ròng (%)	13,5%	6,0%	-38,7%	32,5%
EPS (VND)	2.205	2.344	1.591	2.108
ROE (%)	16,8%	16,7%	10,0%	13,4%
Nợ/VCSH	0,32	0,36	0,48	0,72
Tỷ suất cổ tức (%)	5%	9%	9%	9%
P/E (x)	14,8	8,8	14,5	11,0
P/B (x)	2,2	1,3	1,5	1,5
EV/EBITDA (x)	8,5	5,7	9,2	8,3

Nguồn: DRC, SSI ước tính

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: Nhu cầu phục hồi nhanh hơn dự kiến ở cả thị trường trong nước và xuất khẩu (ngoại trừ Brazil)

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Môi trường xuất khẩu sang thị trường Brazil gặp nhiều thách thức hơn dự kiến sau khi tăng thuế nhập khẩu.

Nhìn lại KQKD Q2/2023 của DRC

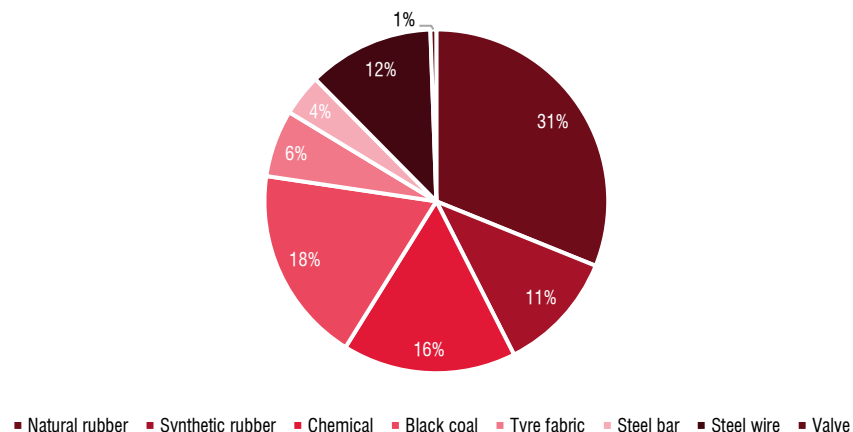
Tỷ đồng	2Q23	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	Tỷ suất lợi nhuận			
							2Q23	2Q22	1Q23	2022
Doanh thu thuần	1.161,6	1.148,0	1,2%	1.112,8	4,4%	44,9%				
Lợi nhuận gộp	145,3	204,9	-29,1%	115,1	26,3%		12,5%	17,9%	10,3%	16,6%
Lợi nhuận hoạt động	63	95,8	-34,2%	34	85,2%		5,4%	8,3%	3,1%	7,8%
EBIT	68,7	108,4	-36,6%	36,4	89,1%		5,9%	9,4%	3,3%	8,3%
EBITDA	90,5	128,9	-29,8%	56,9	59,1%		7,8%	11,2%	5,1%	9,9%
Lợi nhuận trước thuế	63	104,5	-39,7%	29	117,4%	27,9%	5,4%	9,1%	2,6%	7,9%
Lợi nhuận ròng	50,9	83,7	-39,2%	25,4	100,4%		4,4%	7,3%	2,3%	6,3%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông công ty mẹ	50,9	83,7	-39,2%	25,4	100,4%		4,4%	7,3%	2,3%	6,3%

Nguồn: DRC, SSI Research

Trong Q2/2023, DRC đạt 1,16 nghìn tỷ đồng doanh thu thuần (+1% svck) trong khi lợi nhuận trước thuế đạt 63 tỷ đồng (-40% svck) không đạt được kế hoạch LNTT của công ty là 80 tỷ đồng. Tuy nhiên, mức giảm doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế chậm lại so với mức giảm trong Q1/2023 (-13% svck và -65% svck trong Q1/2023). Chúng tôi lưu ý rằng DRC được hưởng lợi từ nhu cầu bị dồn nén trong Q4/2021 và Q1/2022, sau khi các biện pháp giãn cách xã hội được dỡ bỏ.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đáng kể từ 17,9% trong Q2/2022 xuống 12,5% trong Q2/2023, mặc dù chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi hơn. Chi phí đầu vào cao su tự nhiên, cao su tổng hợp và hóa chất lần lượt giảm 13%, 11% và 12% svck. Trong khi đó, chi phí than đen đầu vào tăng 11% svck. Công ty đã phải giảm giá bán (-10% svck đối với lốp radial và giảm khoảng 3-8% svck đối với lốp bias) để thúc đẩy doanh thu trong bối cảnh nhu cầu yếu. Trong nửa đầu năm 2023, DRC đã kết hợp các nguồn lực sản xuất lốp bias và lốp radial để sản xuất lốp PCR. Tuy nhiên, doanh số PCR còn rất nhỏ (mới chỉ đóng góp 1% trong tổng doanh thu) nên không thể bù đắp chi phí phát sinh, khiến tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mặc dù giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi. Doanh thu xuất khẩu trên tổng doanh thu tăng từ 65% trong Q2/2022 lên 68% trong Q2/2023. Do xuất khẩu có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn, điều này cũng giải thích một phần cho sự thu hẹp của tỷ suất lợi nhuận gộp.

Biểu đồ: Cơ cấu tổng chi phí - Nguyên liệu đầu vào



Nguồn: DRC, SSI Research

- Doanh thu lớp radial (đóng góp 61% tổng doanh thu) tăng 4% svck trong Q2/2023:** Giá bán bình quân giảm 10% svck cùng với xu hướng giảm nguyên liệu đầu vào. Sản lượng tiêu thụ tăng 16% svck trong Q2/2023, trong đó sản lượng tiêu thụ xuất khẩu và nội địa lần lượt tăng 7% và 79% svck (DRC đã chuyển doanh thu từ xuất khẩu sang thị trường nội địa như được đề cập dưới đây). Điều này trái ngược với xu hướng năm 2022 khi sản lượng tiêu thụ xuất khẩu (+29% svck) tăng cao hơn trong nước (-15% svck). DRC ưu tiên lớp radial cho thị trường xuất khẩu hơn là nội địa do công suất hạn chế trong năm 2022. Công suất sản xuất tối đa của nhà máy lớp radial đã tăng từ 150 nghìn chiếc/quý lên 200 nghìn chiếc/quý (tức là công suất hoạt động tăng từ 100% lên 133%) từ Q3/2022, do đó giải thích cho sự tăng trưởng về sản lượng tiêu thụ trong Q2/2023. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ lớp radial trong nửa cuối năm 23 có thể sẽ tăng trưởng chậm lại ở mức thấp một con số (+1% svck) trước khi công suất mới đi vào hoạt động (dự kiến sớm nhất từ Q2/2024).
- Doanh thu lớp Bias (đóng góp 23% trong tổng doanh thu) giảm 12% svck trong Q2/2023:** Giá bán bình quân giảm từ 3-8% svck, cùng với xu hướng giảm nguyên liệu đầu vào. Sản lượng xuất khẩu ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 16% svck, nhưng không đủ để bù đắp cho sự sụt giảm của sản lượng tiêu thụ trong nước do quá trình chuyển đổi từ lớp bias sang lớp radial. Do đó, tổng sản lượng tiêu thụ lớp bias vẫn giảm 9% svck. DRC xuất khẩu lớp bias sang các nước kém phát triển hơn (như Lào, Myanmar và các nước Trung Đông), những nước này có thể chuyển từ sử dụng lớp bias sang lớp radial trong thời gian dài. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng xuất khẩu lớp bias sẽ giảm dần.

Bất chấp các chiến lược tiếp thị tích cực để tìm kiếm khách hàng nước ngoài mới, tỷ lệ **chi phí bán hàng và quản lý trên doanh thu đã giảm từ 8,8% trong Q2/2022 xuống còn 7,2% trong Q2/2023 nhờ chi phí vận chuyển thấp hơn.**

Doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế nửa đầu năm 2023 đạt 2,27 nghìn tỷ đồng (-7% svck) và 92 tỷ đồng (-51% svck), chỉ hoàn thành lần lượt 45% và 28% kế hoạch năm 2023. Công ty đạt kế hoạch doanh thu thuần và lợi nhuận trước thuế trong Q3/2023 lần lượt là 1,32 nghìn tỷ đồng (-7% svck, +10% so với quý trước) và 72 tỷ đồng (-25% svck, +14% so với quý trước). Sản lượng tiêu thụ nửa cuối năm của DRC thường cao hơn nửa đầu năm. Do đó, công ty định hướng cải thiện lợi nhuận trong Q3/2023 so với Q2/2023, chúng tôi cho rằng kế hoạch này có thể đạt được.

So với quý trước, sản lượng tiêu thụ Q2 tăng từ mùa thấp điểm Q1, khi công ty nghỉ Tết Nguyên đán. Tuy nhiên, **sản lượng xuất khẩu lớp radial giảm 9% so với quý trước do Brazil tăng thuế nhập khẩu (từ 0% lên 16%) đối với lớp xe tải nhập khẩu, và có hiệu lực từ tháng 4/2023.** Hiện chưa có thông tin về khung thời gian đánh giá lại mức thuế. Đáng chú ý, Brazil chiếm 57% doanh thu xuất khẩu trong nửa đầu năm 2023. Doanh thu xuất khẩu sang Brazil giảm 20% so với quý trước sau khi thuế nhập khẩu tăng lên. Do đó, DRC chuyển sang bán lớp radial cho thị trường trong nước, qua đó duy trì sản lượng tiêu thụ lớp radial không đổi so với quý trước. Điều này cũng giải thích cho sự gia tăng sản lượng tiêu thụ trong nước của lớp radial (+92% so với quý trước và +79% svck) trong Q2/2023. DRC đã tích cực tìm kiếm khách hàng xuất khẩu mới trong 2 năm qua để chuẩn bị cho việc mở rộng công suất (vận hành thương mại từ Q2/2024). Sau khi Brazil tăng thuế nhập khẩu, thị trường Mỹ sẽ là trọng tâm chính của DRC, mặc dù DRC có thể cần thời gian để mở rộng tệp khách hàng tại thị trường Mỹ.

Lợi nhuận trong Q2/2023 tăng 117% so với quý trước nhờ (i) doanh thu cao hơn sau Tết Nguyên đán, (ii) biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi và (iii) doanh thu lớp radial cao hơn tại thị trường nội địa.

Sản lượng tiêu thụ (nghìn chiếc)	2023	2022	% svck	1Q23	% so với quý trước
Lốp Radial	200.866	173.831	16%	199.914	0%
Nội địa	35.356	19.706	79%	18.437	92%
Xuất khẩu	165.510	154.125	7%	181.477	-9%
Lốp Bias	226.365	249.136	-9%	164.404	38%
Nội địa	173.137	203.154	-15%	132.620	31%
Xuất khẩu	53.228	45.982	16%	31.784	67%

Nguồn: DRC, SSI Research

Triển vọng

Tăng trưởng lợi nhuận của DRC trong những năm gần đây chủ yếu nhờ xuất khẩu lốp radial, trong khi lốp bias giảm do người tiêu dùng chuyển sang sử dụng lốp radial. Xu hướng này sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến lợi nhuận của DRC trong 1-2 năm tới, nhưng môi trường xuất khẩu lốp radial đang trở nên khó khăn hơn.

- Lốp radial:** Doanh thu xuất khẩu sang Brazil chiếm 57% doanh thu xuất khẩu trong nửa đầu năm 23. Việc Brazil tăng thuế nhập khẩu đối với lốp xe nhập khẩu đã ảnh hưởng đến DRC, thể hiện qua sản lượng xuất khẩu sang thị trường Brazil trong Q2/2023 giảm 20% so với quý trước. DRC có thể bán lốp radial cho thị trường trong nước, nhu cầu lốp radial tại thị trường trong nước vẫn có thể tăng do quá trình chuyển dần từ lốp bias sang lốp radial. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ lốp radial sẽ đạt 800 nghìn chiếc (+9% svck, công suất hoạt động đạt 133%) trong năm 2023. Từ Q2/2024, công suất của nhà máy lốp radial sẽ được nâng từ 800 nghìn chiếc/năm lên 1,2 triệu -1,3 triệu chiếc/năm. Tuy nhiên, với tiềm năng xuất khẩu sang Brazil thấp hơn, tăng trưởng tương lai từ lốp radial có thể không tốt như giai đoạn 2021-2022 (sản lượng tiêu thụ tăng 20% svck mỗi năm). DRC khó tăng doanh thu tại thị trường nội địa do lốp radial Trung Quốc cạnh tranh hơn về giá. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2024 đạt 870 nghìn chiếc (+9% svck). Giá bán bình quân ước tính sẽ giảm 7% svck trong năm 2023 và tăng 4% trong năm 2024. DRC gần đây đã giới thiệu lốp radial (PCR) cho xe khách ở thị trường nội địa. Không giống như TBR (lốp radial cho xe tải, xe bus) phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các sản phẩm thay thế của Trung Quốc, thị trường PCR bị chi phối bởi các doanh nghiệp sản xuất lốp xe phương Tây (như Michelin, Bridgestone...), những doanh nghiệp cạnh tranh về chất lượng hơn là giá cả. Lốp PCR của DRC rẻ hơn sản phẩm của các doanh nghiệp phương Tây. Nếu lốp PCR của DRC đáp ứng được các tiêu chuẩn chất lượng nhất định, chúng tôi cho rằng lốp PCR có thể giúp DRC giành được thị phần trên thị trường nội địa trong dài hạn. Sản phẩm này vẫn đang trong giai đoạn thử nghiệm, có thể kéo dài 1-2 năm.
- Lốp Bias:** Quá trình chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial sẽ tiếp tục diễn ra tại thị trường trong nước. DRC vẫn có thể tìm thêm khách hàng mới cho lốp bias ở các nước kém phát triển hơn, nhưng điều này sẽ mất thời gian và vẫn chưa có gì chắc chắn tại thời điểm hiện tại. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ lốp xe bias đạt 846 nghìn chiếc (-18% svck) và 829 nghìn chiếc (-2% svck) trong năm 2023-2024. Giá bán bình quân dự kiến sẽ giảm 3% svck trong năm 2023 và phục hồi 3% svck trong năm 2024.
- Xu hướng nguyên liệu đầu vào:** Theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên, tăng trưởng nguồn cung cao su tự nhiên (+2,7% svck đạt 14,92 triệu tấn) có thể sẽ cao hơn nhu cầu (+0,4% svck đạt 14,91 triệu tấn). Nguồn cung cao hơn cùng với nhu cầu yếu từ Trung Quốc đã làm giảm giá cao su tự nhiên. Chúng tôi ước tính giá cao su tự nhiên sẽ điều chỉnh giảm 10% svck trong năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng Trung Quốc sẽ tiếp tục sản xuất lốp xe cùng với việc dần mở cửa lại nền kinh tế, qua đó giúp giá cao su tự nhiên tăng

ở mức thấp một con số trong năm 2024. Chúng tôi dự báo giá cao su tổng hợp, than đen và hóa chất sẽ diễn biến đồng pha với xu hướng giá dầu, tức là giảm từ 5-10% trong năm 2023 và đi ngang trong năm 2024.

- **Xu hướng tỷ suất lợi nhuận gộp:** Mặc dù giá nguyên liệu đầu vào thuận lợi, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 16,6% trong năm 2022 xuống 12,8% trong năm 2023 do nhu cầu yếu và áp lực duy trì sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu sẽ phục hồi trong năm 2024, qua đó giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp (từ 12,8% trong năm 2023 lên 14% trong năm 2024). Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 có thể khó phục hồi trở lại mức năm 2022 do nhu cầu phục hồi có thể chậm và chi phí khấu hao liên quan đến dây chuyền sản xuất radial mới bắt đầu tăng. Chi phí đầu tư cho khoản này là 750 tỷ đồng, và vòng đời là 10 năm. Chính sách mua nguyên liệu đầu vào đã được rút ngắn từ 2-3 tháng xuống còn 1 tháng giúp công ty có thể điều chỉnh giá bán thường xuyên hơn, bảo vệ biên lợi nhuận trước sự biến động của giá nguyên liệu đầu vào.

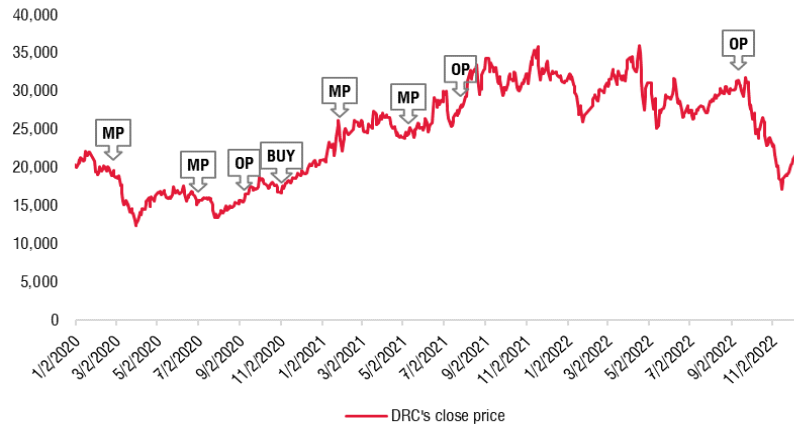
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	
Doanh thu	4.376	4.894	4.662	5.083	
% svck	20%	12%	-5%	9%	
Lốp Bias	1.422	1.250	994	1.004	Năm 2023: Sản lượng tiêu thụ giảm 18% svck do nhu cầu giảm và chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial, giá bán bình quân giảm 3% svck.
% svck	19%	-12%	-20%	1%	Năm 2024: Sản lượng tiêu thụ giảm 2% svck do chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial, giá bán bình quân tăng 3% svck.
Lốp Radial	2.305	2.946	2.991	3.382	Năm 2023: Sản lượng tiêu thụ tăng 9% svck do nhu cầu giảm và chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial tại thị trường nội địa, giá bán bình quân giảm 7% svck.
% svck	25%	28%	2%	13%	Năm 2024: Sản lượng tiêu thụ tăng 9% svck nhờ thị trường xuất khẩu phục hồi (ngoại trừ Brazil) và việc chuyển đổi từ lốp bias sang lốp radial tại thị trường nội địa. Công suất lốp radial mới bắt đầu từ Q2/2024. Giá bán bình quân tăng 4% svck.
Xe đạp và xe máy	649	698	677	697	Năm 2023: Sản lượng tiêu thụ đi ngang thị trường bão hòa, giá bán bình quân giảm 3% svck.
% svck	8%	8%	-3%	3%	Năm 2024: Sản lượng tiêu thụ đi ngang thị trường bão hòa, giá bán bình quân tăng 3% svck.

Nguồn: SSI Research

	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	4.380	4.899	4.662	5.083
Tăng trưởng svck	20%	12%	-5%	9%
Lợi nhuận gộp	747	813	595	712
Biên lợi nhuận gộp	17%	17%	13%	14%
Lợi nhuận ròng	291	308	189	250
Tăng trưởng svck	14%	6%	-39%	32%

Nguồn: SSI Research

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	90	155	273	146
+ Đầu tư ngắn hạn	320	210	210	210
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	208	257	255	278
+ Hàng tồn kho	1.432	1.710	1.802	1.936
+ Tài sản ngắn hạn khác	67	127	108	116
Tổng tài sản ngắn hạn	2.117	2.460	2.647	2.687
+ Các khoản phải thu dài hạn	1	1	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	975	901	878	1.576
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	0	12	102	-98
+ Đầu tư dài hạn	4	4	4	4
+ Tài sản dài hạn khác	41	43	45	48
Tổng tài sản dài hạn	1.022	960	1.029	1.530
Tổng tài sản	3.139	3.420	3.676	4.216
+ Nợ ngắn hạn	1.363	1.508	1.812	2.078
<i>Trong đó: vay ngắn hạn</i>	<i>572</i>	<i>686</i>	<i>895</i>	<i>1.093</i>
+ Nợ dài hạn	2	1	1	263
<i>Trong đó: vay dài hạn</i>	<i>2</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>262</i>
Tổng nợ phải trả	1.365	1.509	1.813	2.341
+ Vốn góp	1.188	1.188	1.188	1.188
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	242	320	271	284
+ Quỹ khác	345	403	403	403
Vốn chủ sở hữu	1.774	1.911	1.862	1.875
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	3.139	3.420	3.676	4.216
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	-150	51	296	251
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-173	129	-150	-600
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	223	-114	-29	222
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-99	66	117	-127
Tiền đầu kỳ	189	90	155	273
Tiền cuối kỳ	90	155	273	146
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,55	1,63	1,46	1,29
Hệ số thanh toán nhanh	0,45	0,41	0,41	0,3
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,3	0,24	0,27	0,17
Nợ ròng / EBITDA	0,63	1,04	1,67	2,03
Khả năng thanh toán lãi vay	40,45	21,62	10,1	9,88
Ngày phải thu	13,4	16,4	19,7	19,2
Ngày phải trả	31,7	39,3	44,9	45,8
Ngày tồn kho	111,5	140,4	157,6	156,1
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,57	0,56	0,51	0,44
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,43	0,44	0,49	0,56
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,77	0,79	0,97	1,25
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,32	0,36	0,48	0,72
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,32	0,36	0,48	0,58

Nguồn: DRC, SSI ước tính

Tỷ đồng	2021	2022	2023F	2024F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	4.380	4.899	4.662	5.083
Giá vốn hàng bán	-3.632	-4.085	-4.067	-4.371
Lợi nhuận gộp	747	813	595	712
Doanh thu hoạt động tài chính	37	62	71	76
Chi phí tài chính	-51	-92	-63	-75
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-305	-321	-294	-320
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-63	-76	-75	-81
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	365	386	235	312
Thu nhập khác	-1	1	1	1
Lợi nhuận trước thuế	364	387	236	313
Lợi nhuận ròng	291	308	189	250
Lợi nhuận chia cho cổ đông	291	308	189	250
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	2.205	2.344	1.591	2.108
Giá trị sổ sách (VND)	14.934	16.082	15.672	15.780
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.700	1.800	2.000	2.000
EBIT	374	405	262	348
EBITDA	477	487	345	451
Tăng trưởng				
Doanh thu	20,1%	11,9%	-4,8%	9,0%
EBITDA	-13,4%	2,0%	-29,2%	30,7%
EBIT	9,6%	8,5%	-35,3%	32,8%
Lợi nhuận ròng	13,5%	6,0%	-38,7%	32,5%
Vốn chủ sở hữu	5,1%	7,7%	-2,5%	0,7%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	29,1%	9,0%	7,5%	14,7%
Định giá				
PE	14,8	8,8	14,5	11
PB	2,2	1,3	1,5	1,5
Giá/Doanh thu	0,9	0,5	0,6	0,5
Tỷ suất cổ tức	5,2%	8,7%	8,5%	8,5%
EV/EBITDA	8,5	5,7	9,2	8,3
EV/Doanh thu	0,9	0,6	0,7	0,7
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,1%	16,6%	12,8%	14,0%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	8,3%	7,8%	4,9%	6,1%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	6,6%	6,3%	4,1%	4,9%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	7,0%	6,6%	6,3%	6,3%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,4%	1,6%	1,6%	1,6%
ROE	16,8%	16,7%	10,0%	13,4%
ROA	10,5%	9,4%	5,3%	6,3%
ROIC	13,7%	13,1%	7,8%	9,3%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Tài liệu này chỉ được lưu hành nội bộ và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Ví mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích Định lượng

Nguyễn Bùi Minh Châu

Chuyên viên Phân tích dữ liệu

chaunbm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8706

Phân tích Ngành Săm Lốp

Nguyễn Trần Phương Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

ngnatp@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3050

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3059

Hồ Hữu Tuấn Hiếu, CFA

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8704

Trần Thị Bảo Châu

Chuyên viên Chiến lược đầu tư

chauttb@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3043