

Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng

Doruco

Mã chứng khoán: **DRC** – Niêm yết sàn Hose

Ngành **săm lốp**

Định giá

157,000VND

Thị giá (16/09/2009)

VND128,000/CP

Lợi nhuận bùng nổ

Dự báo lợi nhuận cao tiếp tục duy trì 2 quý còn lại. Dựa trên diễn biến giá dầu hiện tại và khả năng tăng nhẹ lên USD80/thùng cuối năm 2009, ngành săm lốp tiếp tục duy trì được lợi nhuận cao trong quý 3 và 4/2009 nhờ mặt bằng chi phí nguyên liệu vẫn khá thấp. Bên cạnh đó, nhu cầu ngành lắp ráp ô tô tăng mạnh do tác động chính sách thuế sẽ tạo ra doanh thu cao hơn nữa cuối năm.

Lợi nhuận quý 3 của DRC được kỳ vọng ở mức tương đương hoặc giảm nhẹ so với quý 2 do giá vốn tăng nhẹ trong khi lợi nhuận quý 4 sẽ cao hơn quý 1 tạo ra lợi nhuận thực hiện 6 tháng cuối năm tốt hơn. Thực hiện cả năm 2009 dự báo vượt con số VND300 tỷ được đưa ra theo kế hoạch mới nhất của DRC cuối quý 2, có thể nằm trong khoảng VND330 – VND370 tỷ, tạo ra EPS bình quân ~ VND22,000 - 24,000/CP.

Khả năng duy trì lợi nhuận hợp lý và cao trong dài hạn. Mặc dù giá nguyên liệu dự báo tăng, lợi nhuận dài hạn từ 2010 dự kiến duy trì ở mức VND150 – VND200 tỷ trên quy mô hiện tại, tương ứng chỉ số EPS>VND10,000/CP. Ngoài ra, với kế hoạch đầu tư nhà máy lốp Radian, tiềm năng tăng trưởng dài hạn là rất lớn.

Khả năng phát hành quyền mua tăng vốn gia tăng hấp dẫn cho các cổ đông nắm giữ cổ phiếu hiện hành. Nằm trong kế hoạch tăng vốn phục vụ đầu tư nhà máy Radian, khả năng DRC sẽ phát hành quyền mua ưu đãi cho các cổ đông hiện hữu nhằm tăng vốn điều lệ. Theo đó, giá cổ phiếu thấp hơn sau phân chia và lượng cổ phiếu tăng giúp cải thiện thanh khoản sẽ tăng thêm sức hút đầu tư cổ phiếu này.

Giá trị cổ phiếu DRC được xác định tại mức trung bình VND157,000/CP (VND168,500 theo PE), vượt 22 - 30% thị giá giao dịch hiện tại. Việc cổ phiếu giao dịch tại mức chiết khấu hứa hẹn tỷ suất lợi nhuận lớn cho khoản nắm giữ hiện hành. Xu hướng tăng của thị trường chứng khoán theo khả năng phục hồi kinh tế đồng thời sẽ thúc đẩy mặt bằng PE đạt cao hơn trong dài hạn.

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá

Cao nhất 52 tuần	128,000
Thấp nhất 52 tuần	15,700
Trung bình 52 tuần	45,400

Cổ phần

Lượng cổ phiếu lưu hành	15,384,624
Mệnh giá	10,000
Quy mô vốn hóa (VND'tỷ)	1,969
Sở hữu tối đa của nước ngoài	49%
Tỷ lệ nước ngoài sở hữu	7.16%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	50.5%
Beta	0.9

Cổ đông

Nguồn: SBS

GIÁ CỔ PHIẾU (6 tháng)



Nguồn : SBS

Tổng hợp tài chính

	2006	2007	2008	2009F	2010F
Lượng cổ phiếu lưu hành	9.2	13.0	15.4	15.4	15.4
Doanh thu	926	1,170	1,291	1,868	2,092
Lợi nhuận gộp	116	140	157	504	356
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	81	97	103	418	259
Lợi nhuận trước thuế	59	78	52	376	228
Lợi nhuận sau thuế	59	78	52	329	199
EPS (VND/CP)	6,334	5,967	3,376	21,371	12,963
Tổng tài sản	509	584	615	670	719
Vòng quay tổng tài sản	1.9	2.0	2.1	2.9	3.0
ROA	12%	13%	8%	51%	29%
Tài sản cố định	141	140	156	161	166
Vòng qua tài sản cố định	6.6	8.3	8.2	11.6	12.6
Nguồn vốn chủ sở hữu	141	209	216	463	601
ROE	61%	37%	24%	97%	37%
BV	15,261	15,994	14,042	30,099	39,062
CFO	95	74	129	321	189
CFI	(13)	(51)	(65)	(46)	(74)
P(31/12)	150,000	120,000	17,000	100,000	100,000
P/E	23.7	20.1	5.0	4.7	7.7
P/B	9.8	7.5	1.2	3.3	2.6

Nguồn : SBS

Tổng hợp đánh giá

Điểm (+)

(+) Công ty đầu ngành với vị thế, thị phần vững chắc. DRC là một trong ba công ty sản xuất sẫm lốp lớn nhất Việt nam và xếp thứ hai về thị phần chung trong ngành. Công ty có lợi thế về quy mô, thị phần, kinh nghiệm và thương hiệu cũng như hệ thống phân phối đã thiết lập tại các thị trường, đặc biệt miền Trung. Trong đó, sản xuất lốp ô tô siêu tải, lốp đặc chủng là thế mạnh riêng của DRC, đáp ứng 50% nhu cầu thị trường trong nước và tiêu thụ xuất khẩu.

(+) Khả năng kiểm soát thị trường. Ngành hiện tại có mức độ tập trung lớn trong đó 3 doanh nghiệp thuộc Tổng công ty hóa chất (Vinachem) gồm Casumina, cao su Đà Nẵng và cao su Sao Vàng chiếm trên 40% thị phần theo doanh số. Nhờ năng lực lớn và thị phần chung khá mạnh, 3 công ty này không gặp áp lực cạnh tranh từ trong nước trong khi lợi thế hơn hàng nhập khẩu ở yếu tố vận chuyển và hệ thống tiêu thụ rộng. Các yếu tố trên tạo ra khả năng kiểm soát thị trường cũng như giá bán trước biến động của thị trường và thay đổi giá cả nguyên liệu.

(+) Hiệu quả hoạt động ổn định và rất cạnh tranh so với 2 đối thủ còn lại. So với cả đơn vị đầu ngành là Casumina, hiệu quả hoạt động và các tỷ suất lợi nhuận của DRC cao hơn hẳn các năm qua. Biên lợi nhuận và hiệu quả trên vốn, tài sản sử dụng luôn cao hơn thể hiện khả năng quản lý tốt hơn các khoản chi phí.

(+) Thị trường ổn định và tiềm năng. Sự mở rộng thị trường các phương tiện giao thông tạo ra nhu cầu thay thế tăng dần và khá cao hàng năm. Bên cạnh đó, tăng trưởng các thị trường xe máy, đặc biệt ô tô tạo ra nhu cầu lớn cho sẫm lốp mới. Thị trường sẫm lốp ô tô được đánh giá còn rất nhiều tiềm năng với nhu cầu sử dụng xe ô tô sẽ tăng mạnh trong dài hạn theo mức thu nhập của người dân và cải thiện hạ tầng giao thông. Đánh giá về mức nhạy cảm thì ngành sẫm lốp ít hơn ngành lắp ráp ô tô do sự tồn tại nhu cầu lốp thay thế.

(+) Cơ hội từ dự án 600,000 lốp radian. Tiêu thụ lốp ô tô radian đang bỏ ngỏ cho nhập khẩu tạo cơ hội lớn cho dự án đầu tư sản xuất lốp radian của DRC trong dài hạn. Với quy mô lớn, dự án trên dự kiến tăng gấp đôi công suất hiện hành của DRC, đóng góp thêm VND2,100 tỷ doanh thu và VND150 tỷ lợi nhuận, tạo ra tăng trưởng lớn trong tương lai nếu hoạt động hiệu quả. Xu hướng phát triển lốp radian cũng là tất yếu của ngành.

Điểm (-)

(-) Thị trường tăng chậm lại các dòng sẫm lốp xe đạp, xe máy. Mức độ sử dụng xe đạp và xe máy của Việt nam đang ở mức tương đối đủ so với nhu cầu, do đó dự báo tăng trưởng đặc biệt đối với sẫm lốp xe đạp sẽ chậm lại nhưng vẫn duy trì lượng cầu nhất định về thay thế.

(-) Nhu cầu sử dụng ô tô và các phương tiện vận chuyển cao cấp thường rất nhạy cảm với chu kỳ kinh tế tạo ra đặc tính tương đương cho ngành phụ trợ như sẫm lốp. Đi kèm theo là biến động bất lợi của giá dầu mỏ trong thời kỳ khủng hoảng tác động mạnh đến giá nguyên liệu đầu vào tạo ra rủi ro cả về đầu ra và chi phí khi nền kinh tế suy thoái.

(-) Rủi ro của đầu tư nhà máy mới. Dựa trên quy hoạch nguồn vốn đầu tư là VND2,500 tỷ, đây là dự án rất lớn so với quy mô tài sản khoảng VND600 tỷ hiện tại của DRC. Do đó, dự án trên sẽ gia tăng đáng kể nguồn vay nợ tạo ra rủi ro tài chính lớn cũng như rủi ro hoạt động sau khi hoàn thành. Mặc dù thị trường đầu ra được đánh giá khá tiềm năng hiện tại, việc hoạt động hiệu quả dự án là thách thức lớn trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động không thể lường trước được.

(-) Rủi ro cạnh tranh từ các doanh nghiệp FDI. Các doanh nghiệp FDI hiện nắm giữ thị phần khá lớn ở các mảng sẫm lốp xe máy và ô tô nhỏ đồng thời khá nhiều dự án đang đẩy mạnh đầu tư sản xuất lốp radian như dự án tăng công suất lên 13 triệu lốp của Kumho Tire. Đây sẽ là áp lực lớn đối với dự án lốp radian của DRC (và cả CSM).

(-) Các chính sách Nhà nước, đặc biệt thuế tạo ra giới hạn đối với nhu cầu thực sự của ngành ô tô. Nhu cầu sử dụng các phương tiện giao thông, đặc biệt ô tô ở Việt nam khá thấp so với tiềm năng nhu cầu và thu nhập một phần do tác động chính sách thuế. Với chính sách thuế cao tiếp tục duy trì bao gồm cả thuế tiêu thụ đặc biệt, thuế nhập khẩu sẽ hạn chế tốc độ tăng trưởng ngành ô tô và phụ trợ. Bên cạnh đó, hệ thống hạ tầng giao thông chưa phát triển cũng là yếu tố hạn chế sự phát triển các phương tiện giao thông.

Luận điểm đầu tư

Yếu tố cơ bản

Hoạt động ổn định trong ngắn và dài hạn tạo ra khoản đầu tư an toàn, rủi ro thấp

DRC được đánh giá nổi trội so với nhiều công ty niêm yết về hiệu quả hoạt động và vị thế. Cuộc khủng hoảng kinh tế và biến động ngành trong 2008 là cơ hội để ngành sẫm lớp đạt được mặt bằng hiệu quả mới thông qua tỷ lệ giá vốn thấp hơn nhờ mặt bằng giá nguyên liệu thấp trong khi giá bán vẫn đứng ở mức cao. Qua trao đổi với Công ty, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận DRC tiếp tục ổn định cao các năm sau (mặc dù có điều chỉnh giảm so với 2009) nhờ vào khả năng kiểm soát thị trường và điều tiết giá bán theo biến động giá nguyên liệu tạo ra biên lợi nhuận ổn định. Theo đánh giá, mức sinh lợi trên mỗi cổ phiếu dự kiến vẫn đạt ở mức 100% tạo ra EPS cao và khoản đầu tư an toàn với khả năng giảm giá thấp tại mức P/E dài hạn hiện chỉ khoảng 10 lần. Trong khi đầu ra vẫn giữ vững và tiếp tục tăng theo tốc độ phát triển kinh tế, rủi ro đối với kết quả hoạt động của DRC dựa trên quy mô hiện hành là khá thấp, đặc biệt sau khi nền kinh tế vượt qua giai đoạn khủng hoảng, tiềm năng ngành và kinh tế rất lớn trong giai đoạn phục hồi tăng trưởng.

Định giá

Định giá cho thấy cổ phiếu đang giao dịch dưới giá

Theo kết quả định giá, DRC được xác định trong khung VND146,800 – VND168,500, tương ứng giá trị gia tăng 15 – 30% so với thị giá giao dịch hiện tại. Trung bình P/E dựa trên EPS ổn định dài hạn xấp xỉ 13 – 15 lần và chỉ khoảng 6.4x dựa trên EPS 2009 ~ VND21,000/CP. Tùy thuộc vào tình hình thị trường chứng khoán sẽ tương ứng mức P/E hợp lý tuy nhiên xu hướng phát triển dài hạn cùng với các cải thiện của nền kinh tế sẽ đẩy mặt bằng P/E cao hơn trong 2010 với mức chung trên 15 lần và khả năng giá còn cao hơn trong tương lai so với kết quả định giá xác định tại thời điểm hiện tại. Theo đó, thị giá giao dịch đang ở mức thấp tạo ra mức lợi nhuận hấp dẫn cho khoản đầu tư DRC với thời gian dự phóng không quá dài.

Sau thông tin tốt của kết quả kinh doanh quý 2 và sự kiện niêm yết cổ phiếu Casumina tạo động lực đẩy giá DRC trong thời gian gần đây, khả năng duy trì kết quả kinh doanh trong quý 3 và việc thông qua kế hoạch tăng vốn sẽ là các lực đẩy tiếp theo trong ngắn hạn, do đó chúng tôi kỳ vọng khả năng giá sẽ đạt mức kỳ vọng trong thời gian dưới 1 năm.

Rủi ro

Phân tích ngành có thể không như dự báo ảnh hưởng các dự phóng tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận.

Do yếu tố thông tin ngành hạn chế về số liệu, việc dự báo nhu cầu ngành có thể chưa sát với thực tế và khả năng biến động sẽ ảnh hưởng đến mức độ chính xác các dự báo doanh thu và lợi nhuận, ảnh hưởng kết quả định giá đã xác định như trên. Bên cạnh đó, do thiếu các số liệu chi tiết về tài chính của DRC về doanh thu chi tiết, chi phí chi tiết và tiêu thụ gần đây, việc nhận định xu hướng và hiệu quả từng mảng hoạt động cũng mang nhiều chủ quan hơn.

Rủi ro về đánh giá tác động của nhà máy mới. Theo kết quả định giá, chúng tôi chỉ xác định dựa trên hoạt động hiện hữu chưa tính đến tác động của dự án 600,000 lớp radian. Tuy nhiên, với quy mô vốn đầu tư lên đến VND2,500 tỷ, đây là dự án rất lớn dẫn đến DRC phải tăng phát hành cổ phần, tăng áp lực trên EPS cũng như gia tăng khoản nợ vay sẽ gia tăng rủi ro tài chính, ảnh hưởng chi phí sử dụng nợ của công ty trong dài hạn. Ngoài ra với quy mô lớn như trên (chiếm khoảng 20% nhu cầu về lớp radian ước tính của thị trường theo % tiêu thụ lớp radian từng dòng sản phẩm của Trung quốc) đòi hỏi đội ngũ quản lý của DRC phải rất linh hoạt trong việc tìm kiếm, thúc đẩy đầu ra bao gồm cả xuất khẩu nhằm đảm bảo cho nhà máy hoạt động tối ưu, nếu không sẽ gia tăng thêm gánh nặng lớn cho hoạt động hiện hành. Do đó, nhà máy này sẽ tác động rất lớn đến hoạt động của DRC trong dài hạn và rất cần thiết phải xem xét kỹ lưỡng hơn đối với mục tiêu đầu tư chiến lược, dài hạn so với đầu tư ngắn hạn.

Định giá

Định giá theo DCF xác định giá trị DRC tại VND146,800/CP theo FCFF.

Dựa trên các giả định đầu vào và dòng tiền dự phóng được xác định trong phần dự phóng tài chính, giá cổ phiếu DRC được xác định tại VND136,600 theo FCFE và VND157,000/CP trong đó nguyên nhân gây ra sự chênh lệch chủ yếu do biến động tỷ lệ nợ do theo xu hướng giảm dần trong thời gian định giá. Bình quân tỷ trọng tương đương (50%) của 2 phương pháp trên đạt giá bình quân VND146,800/cổ phiếu, cao hơn 15% so với thị giá giao dịch ngày 17/09/2009.

Định giá theo FCF

Giả định đầu vào

Lãi suất phi rủi ro (Rf) 8.5%

Beta (số liệu thống kê từ biến động giá DRC so với VN-Index) 0.90

Phần bù rủi ro (Rm - Rf) 5.0%

Chi phí sử dụng vốn cổ phần (Ke) 13.0%

Kd 12.0%

WACC (Thuế suất 25%) 11.8%

Tăng trưởng dài hạn (%) (ROE = 25.5%; b = 25%) 6.5%

FCFF (VND/CP) 157,000

FCFE (VND/CP) 136,600

Nguồn : Ước tính của SBS

Tốc độ tăng trưởng (g). Do mức độ nhạy cảm lớn đến giá cổ phiếu, g là chỉ tiêu quan trọng trong phương pháp định giá DCF. Công thức xác định g được áp dụng từ ROE và tỷ lệ lợi nhuận giữ lại trong dài hạn tạo ra giá trị bình quân 6.5%/năm. Tuy nhiên, đây là con số khá hợp lý so với triển vọng tăng trưởng ngành. Theo thống kê từ Reuters, trung bình tăng trưởng các doanh nghiệp ngành sẫm lốp và sản phẩm cao su thế giới tăng trưởng với tốc độ bình quân 5.9% trong 5 năm gần đây. Bên cạnh đó, ngành công nghiệp ô tô Việt Nam còn rất non trẻ và sẽ trải qua chu kỳ phát triển dài trước khi đi vào giai đoạn bão hòa, điều đó tạo ra nhu cầu của sản phẩm sẫm lốp ô tô tăng mạnh trong dài hạn vốn là sản phẩm đóng góp chính vào doanh thu của DRC. Giai đoạn này có thể kéo dài trên 60 năm xét theo khả năng tăng GDP đầu người và đây cũng là khoảng thời gian chiếm tỷ trọng chủ yếu trong giá trị dòng tiền chiết khấu (đóng góp trên 90% giá trị).

(*) Hệ số chiết khấu tại thời điểm $t(60) = (1+g)^{60}/(1+r)^{60} \sim 0.01$.

Phân tích nhạy cảm FCFF

WACC\g	5.1%	6.4%	7.7%
10.8%	154,805	199,475	280,772
11.3%	139,993	176,181	237,932
11.8%	127,478	157,303	205,634
12.3%	116,777	141,714	180,447
12.8%	107,532	128,638	160,279

Nguồn : Ước tính của SBS

Phân tích nhạy cảm FCFE

Ke\g	5.1%	6.4%	7.7%
12.0%	135,684	163,044	206,459
12.5%	125,709	148,724	183,849
13.0%	117,055	136,634	165,554
13.5%	109,483	126,305	150,465
14.0%	102,810	117,387	137,821

Nguồn : Ước tính của SBS

Phương pháp PE xác định giá trị cổ phiếu từ VND156,900 – 168,500/CP.

Dự phóng chỉ số EPS 2009 đạt khá cao, bình quân VND21,963/cổ phiếu. Tuy nhiên, mức thực hiện này mang tính đột biến có thuận lợi từ tác động của sự giảm mạnh chi phí nguyên liệu năm nay do khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Trên cơ sở loại bỏ thuận lợi này, EPS normalize ~ VND10,465 (ước tính tương đối khi tỷ lệ giá vốn tăng từ 73% lên 83% tương ứng mặt bằng giá nguyên liệu được điều chỉnh về mức bình thường cuối năm). Trung bình chỉ số P/E ngành ở 15 tạo ra giá cổ phiếu ~ VND156,900 theo PE. Tuy nhiên, dựa trên mức PE chiết khấu khoảng 13 lần cho năm 2010 (trên EPS2010), giá cổ phiếu xác định tại VND168,500/CP, tăng thêm 7% và có mức chênh lệch 30% so với thị giá hiện hành. Theo các bội số P/B, P/S, giá trị cổ phiếu được xác định ở mức thấp hơn từ VND121,000 – 136,000 theo số liệu 2010 (forward) tuy nhiên thực tế thì đây là các bội số ít sử dụng do có sự khác biệt lớn trong hiệu quả quản lý tài sản, cơ cấu nợ (ảnh hưởng BV) và quản lý chi phí (ảnh hưởng PS) các công ty sẫm lốp khác nhau.

Định giá theo phương pháp bội số

	2009 (normal case)	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	10,460	21,371	12,963	12,742	14,242	15,656
BV	30,099	30,099	39,062	46,804	56,046	66,702
SPS (Doanh thu/cổ phiếu)	121,420	121,420	135,991	149,590	164,175	180,182

P/E dự phóng	15.0	15.0	13.0	12.5	12.0	11
P/BV dự phóng	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
P/S dự phóng	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Giá cổ phiếu - phương pháp P/E	156,900	320,558	168,519	159,272	170,901	172,212
Giá cổ phiếu - phương pháp P/BV	93,308	93,308	121,094	145,093	173,743	206,775
Giá cổ phiếu - phương pháp P/S	121,420	121,420	135,991	149,590	164,175	180,182
Giá trung bình	123,876	206,933	141,868	151,318	169,606	186,390
Nguồn : SBS						

Lựa chọn PE. Do hầu hết các công ty sản xuất sản phẩm thế giới đều kinh doanh lỗ trong 2009 nên thống kê PE trailing tại thời điểm hiện tại của ngành không chính xác, tuy nhiên trong điều kiện bình thường những năm trước trung bình PE các công ty này thường dao động ở mức 15 lần, một số công ty trong khu vực như Kenda có PE hiện tại ~ 16x. Thống kê trung bình P/E ngành từ Thomson Reuters, Yahoo Finance,... P/B (hiện tại) ~ 3.1 lần, và P/E ngành (cao su & nhựa) ~ 15x. Một số phân tích 2 công ty sản phẩm hàng đầu thế giới là Goodyear và Cooper cho thấy ước lượng P/E forward 2010 ~ 11 – 12 lần. Nhìn chung, P/E 2010 thể hiện mức chiết khấu về thời gian nếu đầu tư thời điểm hiện hành tuy nhiên do thời điểm hiện tại gần tới quý 4 PE chiết khấu cho năm 2010 là xác định cao hơn (13x) do thời gian chiết khấu ngắn hơn. Chúng tôi sử dụng các thông tin này làm cơ sở xác định bội số cho DRC là chủ yếu trên cơ sở kết hợp đánh giá thị trường chứng khoán Việt nam.

Phương pháp định giá thích hợp.

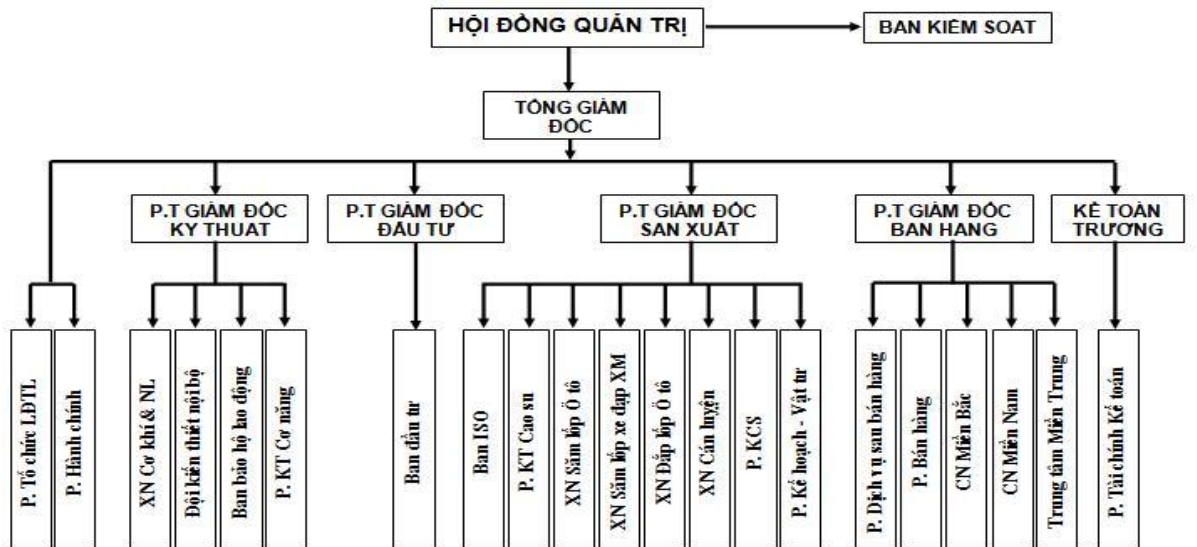
Sự phát triển ngành sản phẩm có sự phụ thuộc nhiều vào tăng trưởng kinh tế, thu nhập và ngành công nghiệp ô tô, do đây là lĩnh vực còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng nên sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với bội số tăng trưởng g là thích hợp. Bên cạnh đó, sự phụ thuộc nhu cầu kinh tế và ngành ô tô hạn chế một phần khả năng chủ động giá ở mảng tiêu thụ này; đồng thời việc tiêu thụ qua hệ thống mạng lưới rộng làm cho việc quản lý chi phí trở nên quan trọng ảnh hưởng đến khả năng tạo ra EPS khác nhau giữa các công ty trong ngành. Do đó, các phương pháp bội số dựa trên gốc EPS như PE sử dụng thích hợp hơn so với PB, PS. Kết hợp hai phương pháp DCF và PE, giá DRC được xác định tại VND146,800 – VND168,500, với phần bù 15 – 30% so với thị giá hiện tại cho thấy cổ phiếu này đang giao dịch dưới giá trị thực.

Tổng quan công ty

Thông tin chung

Công ty cổ phần cao su Đà Nẵng được Nhà nước tiếp quản từ năm 1975. Trải qua giai đoạn phát triển, mở rộng, Daruco trở thành một trong ba doanh nghiệp đầu ngành sản xuất sản phẩm bao gồm cao su Sao Vàng, Cao su Miền Nam (Casumina) và Cao su Đà Nẵng (Daruco). Trong đó, Daruco dẫn đầu và chi phối thị trường miền Trung, đặc biệt đi đầu trong việc phát triển sản phẩm cao su đặc chủng, chuyên dụng. Công ty cổ phần hóa vào tháng 12/2005 với mức vốn điều lệ ban đầu VND49 tỷ và đưa cổ phiếu vào giao dịch tập trung tại HOSE ngày 29/12/2006. Giá trị vốn hóa cổ phiếu của DRC đạt VND1,585 tỷ (01/09/2009) trên vốn điều lệ hiện tại VND153.84 tỷ, chiếm 0.33% toàn HOSE trong đó ưu thế doanh nghiệp đầu ngành và hiệu quả kinh doanh khá cao, ổn định giúp DRC được đánh giá tốt trong số các cổ phiếu đang niêm yết.

Cơ cấu công ty



Nguồn : DRC

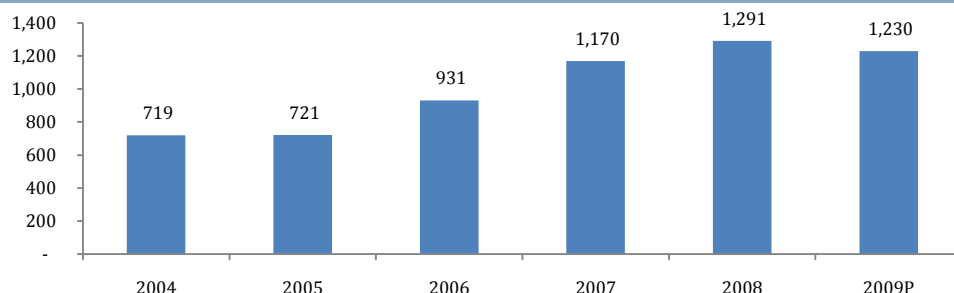
Cổ đông & quyền kiểm soát

Nhà nước hiện là cổ đông lớn nhất của DRC với tỷ lệ sở hữu 50.5% do Tổng công ty hóa chất Việt nam đại diện quản lý. Ngoài ra, sở hữu nước ngoài là 17% trong đó có khoảng 15 cổ đông tổ chức với tỷ lệ nắm giữ khoảng 20%. Nhà nước là đơn vị chi phối chính các hoạt động của DRC thông qua các vị trí chủ chốt trong Hội đồng quản trị, Ban Tổng Giám đốc. Đây cũng là đặc trưng về hệ thống quản trị các công ty nhà nước sau cổ phần hóa với tỷ lệ sở hữu chi phối.

Hoạt động, tăng trưởng & thị phần

DRC hoạt động trong ngành sản xuất sản phẩm với sản phẩm chính là sản phẩm ô tô, xe máy và xe đạp. Đây là công ty đi đầu về phát triển sản phẩm đặc chủng và giành thị phần tuyệt đối về sản phẩm này so với nhiều đối thủ sản xuất trong nước. Bình quân tăng trưởng DRC trong 4 năm gần đây là 16.3%, trong đó tăng trưởng mạnh trong năm 2006 – 2007 với tốc độ bình quân 27.4% tác động một phần từ yếu tố giá. Tuy nhiên chậm lại trong 2008 – 2009 dưới ảnh hưởng suy thoái kinh tế gây tác động tương tự đối với ngành sản phẩm thế giới. Theo thống kê, DRC hiện chiếm 12% thị phần ngành theo doanh số, xếp thứ 2 trong ngành sản phẩm và dẫn đầu sản phẩm sản phẩm ô tô lớn, máy kéo với thị phần 35%.

Tăng trưởng doanh thu (VND/Tỷ)



Nguồn : DRC

Phân tích hoạt động kinh doanh

Sản xuất

Năng lực sản xuất xếp thứ 2 trong ngành

DRC có 4 nhà xưởng chính bao gồm Xí nghiệp sản lốp ô tô; Xí nghiệp sản lốp xe máy, xe đạp; Xí nghiệp lắp ráp và Xí nghiệp cán luyện hầu hết đã được di dời vào khu công nghiệp Liên Chiểu, thành phố Đà Nẵng quy mô 20ha. Công suất sản xuất hiện đạt 500,000 lốp ô tô; 4 triệu lốp xe đạp, 800,000 lốp xe máy và lắp ráp đạt 40,000 chiếc/năm. Kể từ năm 1998, DRC mở rộng đầu tư sang lĩnh vực lốp chuyên dụng, chủ yếu là lốp ô tô cỡ lớn dành cho xe tải nặng và một số dòng lốp đặc chủng. Đến nay, dây chuyền sản phẩm này có khả năng sản xuất khoảng 25,000 lốp/năm bao gồm 20,000 lốp cỡ vành 12.00 - 24.00; 2,500 lốp ô tô cỡ 24.00 - 35; 800 lốp ô tô siêu tải 27.00 - 49, 33.00 - 51. Ngoài ra, các sản phẩm sản xe đạp đạt công suất khoảng 2 triệu đơn vị/năm, sản xe máy khoảng 800,000 chiếc/năm.

Dây chuyền sản xuất

Sản phẩm	Công suất thiết kế (Chiếc/năm)	Công suất hoạt động
Lốp xe máy	800,000	670,000 - 750,000
Săm xe máy	800,000	840,000 - 880,000
Lốp xe đạp	4 triệu	4.4 - 4.7 triệu
Săm xe đạp	2 triệu	2.2 - 3.3 triệu
Đắp lốp	40,000	-
Lốp ô tô	500,000	590,000
Săm ô tô	400,000	440,000 - 450,000
Trong đó, các dòng lốp đặc chủng		
Lốp ô tô đặc chủng 12.00 - 24	20,000	
Lốp ô tô đặc chủng 24.00-35	2,500	
Lốp ô tô đặc chủng 27.00-49; 33.00-51	800	

Nguồn : DRC

Hệ thống sản phẩm mạnh về lốp ô tô tải nặng, lốp chuyên dụng

DRC có trên 100 sản phẩm với năng lực sản xuất và tiêu thụ khoảng 10 triệu đơn vị/năm. So với công suất thiết kế, năng suất thực tế đạt tỷ trọng cao, cụ thể lượng sản xuất và tiêu thụ lốp xe đạp đạt 4.4 - 4.7 triệu (vượt công suất 8.25%); lốp ô tô 590,000 chiếc (+17%); lốp xe máy 670,000 - 750,000 chiếc. Ngoài ra công suất sản xuất sản phẩm sản xe đạp đạt khoảng 2.2 triệu (2008) và 878,000 sản xe máy, các sản phẩm cao su kỹ thuật như đệm cao su, van, ống nối,... Lốp ô tô đặc chủng là thế mạnh nổi bật của DRC với lợi thế là đơn vị duy nhất trong nước và khu vực sản xuất dòng sản phẩm này. Đây cũng là sản phẩm khẳng định thương hiệu của DRC.

Hệ thống sản phẩm

Loại	Số sản phẩm *	Sản lượng 2008	Tăng trưởng	Thị phần	Mô tả
Lốp xe đạp	20	4,338,115	-7.9%	17%	
Lốp xe máy	27	671,672	-10.3%	2.8%	
Lốp xe tải	22				Bao gồm hạng nặng và hạng nhẹ, các cỡ vành ...
Lốp nông nghiệp	6	589,107	+1.3%	33%	Dùng cho máy cày, máy kéo nông nghiệp
Lốp radian	2				Dùng cho xe ô tô
Lốp đặc chủng	10				Dùng cho xe công trình, xe tải
Săm xe đạp	1	2,207,290	-27%		
Săm xe máy	1	878,650	+4.8%		
Cao su kỹ thuật *	26	4,595,775	-		Bao gồm đệm, ống nối, van,...
Săm, yếm ô tô	2	447,013	+1.5%		

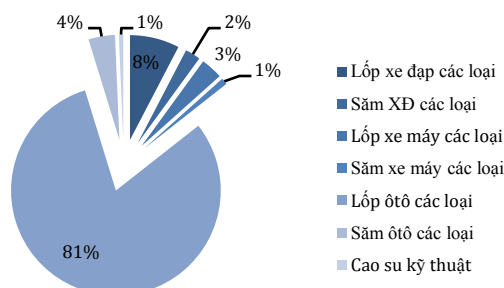
(*) Sản lượng 2006

Nguồn : DRC, (*) Ước tương đối của SBS

Doanh thu và lợi nhuận chủ yếu từ lớp ô tô

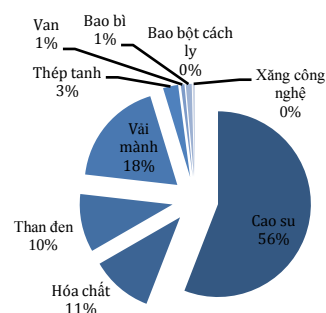
Do giá bán cao nên mặc dù đóng góp về sản lượng thấp, tỷ lệ chiếm về doanh thu của lớp ô tô đạt cao nhất, bình quân 75- 80% doanh thu năm theo ước tính của SBS. Tương ứng, sản phẩm này cũng đóng góp lợi nhuận lớn nhất do tỷ suất biên lợi nhuận gộp khá bằng nhau giữa các dòng sản phẩm theo thông tin của DRC. Săm lốp xe đạp xếp thứ hai với tỷ trọng khoảng 10% và săm lốp xe máy khoảng 4%, còn lại là các sản phẩm cao su kỹ thuật. Cơ cấu nguồn thu ít thay đổi qua các năm tuy nhiên với khả năng đẩy mạnh dòng sản phẩm lớp ô tô, tỷ trọng đóng góp từ nhóm này sẽ cao hơn các năm tới.

Cơ cấu doanh thu sản phẩm 2008



Nguồn : Ước tính của SBS

Cơ cấu chi phí nguyên liệu



Nguồn : Ước tính của SBS

Nguyên liệu

Cơ cấu nguyên liệu đa dạng trong đó cao su chiếm tỷ trọng lớn

Tỷ trọng chi phí nguyên liệu thường chiếm bình quân 70- 75% giá bán (ngoại trừ trường hợp đột biến năm 2008, tỷ lệ này tăng lên 84%). Đây cũng là mức trung bình của các công ty sản xuất trong ngành. Trong đó, cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp là 2 loại nguyên liệu chính chiếm bình quân 50 - 55% chi phí nguyên vật liệu. Vải mảnh chiếm tỷ trọng lớn thứ 2 với 18%, theo sau là nguyên liệu hóa chất (11%), than đen (10%). Dựa trên ước tính giá trị và giá nguyên liệu bình quân năm thì lượng cao su nguyên liệu DRC mua vào hàng năm khoảng 10,000 – 12,000 tấn trong đó, tương ứng theo tỷ trọng 2/3 thì nhu cầu cao su tự nhiên khoảng 7,000 – 8,000 tấn được mua từ các đối tác lớn là công ty cao su trong nước và còn lại là cao su tổng hợp nhập khẩu. Nhìn chung, mức đáp ứng nguyên liệu trong nước dưới 50% còn lại là nhập khẩu thể hiện tác động lớn của rủi ro biến động giá thế giới và rủi ro tỷ giá.

Cơ cấu nguồn nguyên liệu 2008

Nguyên liệu	Nguồn cung cấp	Tỷ trọng	Giá trị mua (VND/Tỷ) *
Cao su thiên nhiên	Trong nước	50 – 55%	
Cao su tổng hợp	Nhập khẩu		600
Vải mảnh	Nhập khẩu	14 – 18%	170
Than đen	Nhập khẩu	10 – 12 %	120
Thép tanh	Trong nước	2%	21
Hóa chất	Trong nước & Nhập khẩu	11 – 14%	135
Hóa chất khác	Trong nước	3%	35
Tổng cộng		100%	1,081

Nguồn : DRC, SBS

(*) Tỷ trọng này ước tính tương đối dựa trên số liệu báo cáo bạch niên yết DRC năm 2006 và một số thông tin so sánh với CSM.

(*) Theo thông tin khác từ báo cáo nghiên cứu thuộc Vinachem (2001), thì tỷ lệ nguyên liệu theo giá trị trung bình của 1 lớp ô tô bias gồm cao su tự nhiên + tổng hợp (30%); vải mảnh (20%), thép tanh (10%), than đen (15%), nguyên liệu khác như bột nặng, bột nhẹ, kẽm oxit, ... (25%).

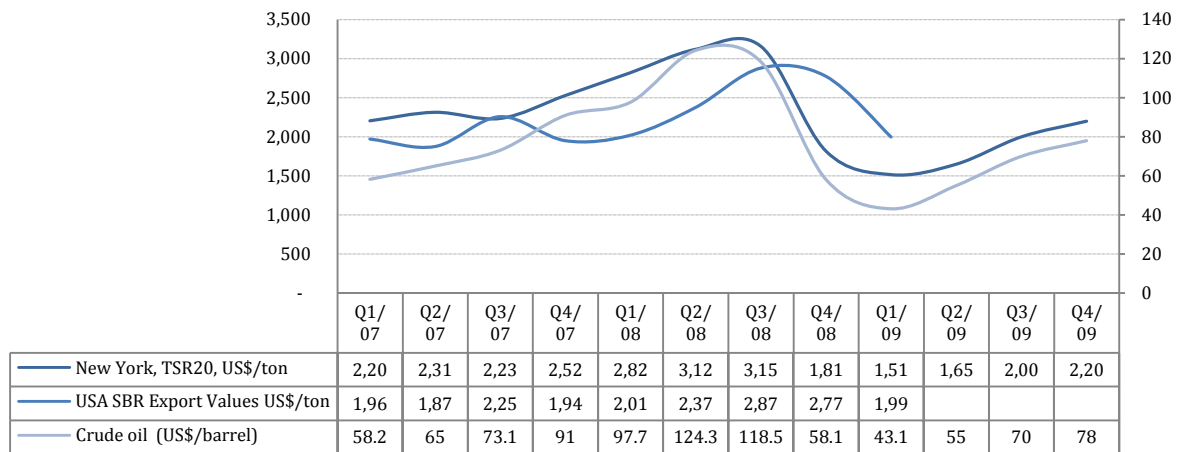
(*) Theo định mức khối lượng thì nguyên liệu cao su thiên nhiên chiếm khoảng 30% trọng lượng lốp, cao su tổng hợp chiếm khoảng 15% trọng lượng. Với trọng lượng lớn, các sản phẩm sản xuất lốp xe tải, đặc biệt siêu tải, đặc chủng thường tiêu hao nguyên liệu nhiều nhất trong các sản phẩm của DRC.

Biến động giá nguyên liệu

Năm 2008, chi phí nguyên liệu của DRC là VND1,081 tỷ, tăng 25% trong khi quy mô sản xuất lại giảm do các nguyên liệu tăng giá. Cụ thể, giá các nguyên liệu tăng mạnh nửa đầu năm 2008 và đạt đỉnh trong quý 3 với mức tăng bình quân 50 – 70% so với thời điểm đầu năm. Giá cao su thiên nhiên đạt mức cao nhất gần USD3,500/tấn và cao su tổng hợp tăng xấp xỉ 50% theo biến động giá dầu, giá thép thanh cũng tăng từ USD1,100/tấn lên USD1,900/tấn, tương đương tốc độ 73%. Trung bình giá các nguyên liệu hoá chất tăng 40%; than đen tăng 20 - 30% năm 2008. Điều đó đã gây ra khó khăn chung cho các doanh nghiệp sản xuất nửa cuối năm khi tốc độ tăng giá bán không đủ bù đắp chi phí nguyên liệu cao.

Tuy nhiên, giá nguyên liệu lại giảm mạnh trong quý 4/2008 do tác động khủng hoảng kinh tế làm cho mặt bằng giá cuối năm giảm đáng kể, trung bình giá cao su tăng khoảng 20% so với đầu năm đồng thời tiếp tục giảm mạnh trong quý 1/2009 thêm 30% so với cuối 2008. Diễn biến giá cho thấy, chi phí nguyên liệu mang tính chu kỳ, phụ thuộc vào chu kỳ kinh tế, đặc biệt biến động của giá dầu gây tác động mạnh đến giá cao su tổng hợp và cao su thiên nhiên cùng các nguyên liệu khác. Theo đó, sau giai đoạn tăng đỉnh, chi phí nguyên liệu đang ở thời kỳ thấp tạo ra thuận lợi cho hoạt động kinh doanh DRC và các công ty sản xuất. Giá thấp nhất được ghi nhận vào khoảng tháng 12/2008 và so với thời điểm này thì hiện tại, giá cao su đã tăng trở lại về mức USD2,000/tấn của đầu năm 2007; gấp đôi so với đáy và 35% so với trung bình quý 1 sau 2 đợt tăng giá mạnh trong tháng 1 và tháng 7.

Giá cao su tổng hợp & cao su thiên nhiên (USD/Kg)



Nguồn : ISRG (từ quý 1/2007 đến quý 1/2009),

(*) TSR20: cao su tự nhiên; SBR: Cao su tổng hợp; Số liệu từ Quý 2/2009 đến Quý 4/2009 theo ước đoán của SBS

Giá cao su thiên nhiên TSR20 Sicom (USD/100Kg)



Nguồn : SICOM

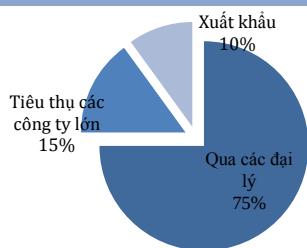
Chiến lược đối với nguyên liệu. Nằm trong chiến lược của Tổng công ty hóa chất Việt nam, DRC sẽ góp vốn xây dựng nhà máy sản xuất than đen nhằm phục vụ nhu cầu nguyên liệu này cho các công ty sản xuất sản phẩm thời gian tới. Tuy nhiên, dự án vẫn chưa được triển khai và phần lớn các nguyên liệu còn phụ thuộc nhiều vào nhập khẩu trong dài hạn. Công ty có thể duy trì mối quan hệ khách hàng truyền thống nhằm đảm bảo ổn định lượng nguyên liệu cần thiết sản xuất tuy nhiên yếu tố giá nằm ngoài tầm kiểm soát. Việc sử dụng các phương pháp phòng ngừa rủi ro biến động giá và tỷ giá vẫn chưa được nhận biết rộng rãi do hạn chế về thị trường và kinh nghiệm thực tiễn.

Tiêu thụ, thị trường

Tiêu thụ qua các kênh nhà phân phối chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu

DRC hiện có 74 nhà phân phối chính là các cửa hàng, doanh nghiệp tập trung tại các tỉnh, thành phố lớn thuộc 3 khu vực: miền Bắc (11); miền Trung (45) và miền Nam (19) trong đó, miền Trung là thị trường chính; chiếm 50% doanh thu của công ty. Hệ thống nhà phân phối đóng góp khoảng 75% doanh thu hàng năm và đây là kênh tiêu thụ chính của nhu cầu thay thế. Bên cạnh đó, một số sản phẩm được tiêu thụ trực tiếp cho các khách hàng là các công ty sản xuất, lắp ráp ô tô như: Trường Hải, Hyundai,...; một số tổng công ty có nhu cầu sử dụng lớn như: Tổng công ty than và khoáng sản Việt nam, các công ty than thành viên; các công ty xây dựng Sông Đà, sản xuất xi măng chủ yếu lớp ô tô tải, đặc chủng. Ngoài ra, tỷ trọng xuất khẩu chiếm khoảng 10% doanh thu; được tiêu thụ tại các thị trường Đông Nam Á như: Singapore, Malaysia, Campuchia,... chủ yếu là sản phẩm xe đạp và ô tô. Doanh thu xuất khẩu lớp xe đạp chiếm khoảng 22% doanh thu của sản phẩm này.

Doanh thu tiêu thụ theo các kênh



Nguồn : SBS

Hệ thống tiêu thụ một số công ty trong ngành

	Nhà phân phối
Cao su Đà Nẵng	74
Cao su Miền Nam	200
Cao su Sao Vàng	119
Liên doanh Yokohama	NA
Liên doanh Inoue Việt nam	NA

Nguồn : SBS

Trước năm 2008 thì quy mô tiêu thụ của DRC vẫn tăng trưởng đều ở hầu hết các dòng sản phẩm, tiêu thụ lớp xe máy tăng bình quân 26%/năm 2 năm 2006 – 2007 trong khi lớp xe đạp tăng 7%/năm; riêng sự mở rộng đầu tư giúp tiêu thụ dòng lớp tải nặng và đặc chủng tăng mạnh 17% (2007). Tuy nhiên, quy mô gần như không tăng ở dòng lớp ô tô và sụt giảm ở dòng lớp xe đạp, xe máy trong 2008 do biến động thị trường và thu hẹp nhu cầu. Hiện tại sự tăng mạnh nhu cầu ngành ô tô và kinh tế đang tăng trở lại tiêu thụ các sản phẩm sản phẩm, đặc biệt lớp ô tô trong 6 tháng đầu năm nay với dự kiến tạo ra sự tăng trưởng mạnh về tiêu thụ của sản phẩm này trong 2009.

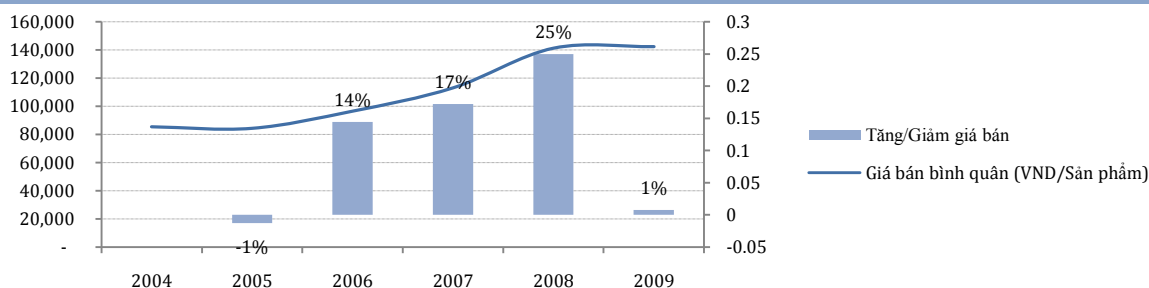
So sánh hệ thống tiêu thụ với các công ty trong ngành

So với Casumina, hệ thống phân phối của DRC không rộng bằng, một phần do tính chất sản phẩm. Lợi thế nổi bật của DRC là mảng tiêu thụ sản phẩm ô tô và đặc chủng cho các khách hàng trực tiếp là các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô, các khách hàng tổ chức lớn có nhu cầu thường xuyên và ổn định. Lượng khách hàng này không chỉ đảm bảo đầu ra sản phẩm mà còn giúp tiết giảm chi phí bán hàng so với kênh tiêu thụ đại lý thông thường. Bình quân, tỷ lệ chi phí bán hàng của DRC 2.6% doanh thu, so sánh với 5% của Casumina và 2.9% của SRC.

Biến động giá bán

Giá bán các sản phẩm sản phẩm tăng mạnh trong 3 năm gần đây do tác động giá nguyên liệu và tăng trưởng nóng của nền kinh tế. Năm 2008, bình quân giá bán sản phẩm sản phẩm tăng khoảng 25% sau khi tăng 17% và 14% trong 2007, 2006 (ước tính dựa trên đơn giá bình quân tính từ doanh thu và tổng sản lượng tiêu thụ). Nhìn chung, mức độ biến động giá khá chậm so với tốc độ tăng giá nguyên liệu. Trong điều kiện thị trường 2009, các sản phẩm có mức độ điều tiết nhẹ, cụ thể giá bán vẫn khá ổn định trong khi giá nguyên liệu giảm mạnh, điều đó tạo ra lợi thế cho DRC trong ngắn hạn.

Cơ cấu giá bán



Nguồn : SBS

Giá bán bình quân

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Số lượng sản phẩm (Triệu sản phẩm)	8.4	8.5	9.6	10.3	9.1	9.8
Doanh thu (VND/Tỷ)	719	721	931	1,170	1,291	1,400
Giá bán bình quân (VND/Sản phẩm)	85,388	84,287	96,477	113,071	141,320	142,421
Tăng/Giảm giá bán		-1%	14%	17%	25%	1%

Nguồn : SBS

(*) Giá bán được tính tương đối bằng doanh thu hàng năm chia số lượng sản phẩm tiêu thụ với giả định tỷ trọng sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm trong cơ cấu chung ổn định, tuy nhiên thực tế thì cơ cấu doanh thu này luôn có sự thay đổi nhưng mức độ không lớn lắm.

(*) Biến động giá năm 2005, 2007 có nhiều tác động cơ học do lượng tiêu thụ lớp ô biến động mạnh trong 2 năm này, cụ thể, tiêu thụ lớp ô tô giảm 10% (2005) và tăng 17% (2007) gây ra biến động lớn về tỷ trọng đóng góp doanh thu của lớp ô tô trong 2 năm này. Thực tế giá bán năm 2005 có mức tăng trung bình khoảng 10% đối với các sản phẩm lớp.

Phân tích thị phần, cạnh tranh

Xếp thứ hai về thị phần chung trên thị trường sản phẩm Việt nam

Ước tính tương đối dựa trên giá trị công nghiệp nội địa ngành sản phẩm (khoảng USD550 triệu); thị phần của DRC theo tỷ trọng doanh thu tiêu thụ đạt 13.3% xếp thứ hai sau CSM (22.3%) và cao hơn SRC (9.6%). Theo sản lượng sản xuất của Vinachem 2008, quy mô sản xuất lớp xe đạp của DRC ở mức tương đương so với 2 công ty còn lại trong khi sản lượng lớp ô tô, máy kéo xếp thứ 2 với tỷ trọng 35%, thấp hơn mức 43.6% của CSM. Đây cũng là 2 dòng sản phẩm chủ yếu của DRC. Tuy nhiên, nếu tính riêng về dòng lớp ô tô tải thì DRC dẫn đầu thị trường với thị phần khoảng 35% trong khi CSM khoảng 25%. Sản phẩm lớp đặc chủng của DRC đáp ứng 50% nhu cầu trong nước trong khi CSM và SRC không sản xuất sản phẩm này.

Cơ cấu giá bán

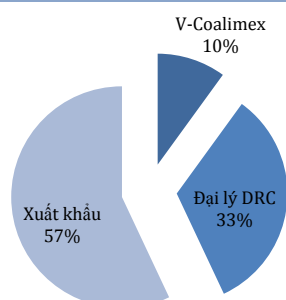
Tỷ đồng	CSM		DRC		SRC		Vinachem
	Giá trị	% của Vinachem	Giá trị	% của Vinachem	Giá trị	% của Vinachem	Giá trị
Giá trị sản xuất công nghiệp	1,160	48.6%	730	30.6%	495	20.7%	2,385
Doanh thu	2,150	49.4%	1,280	29.4%	920	21.1%	4,351
Sản lượng (Nghìn chiếc)							
Lớp xe đạp	4,361	32.7%	4,280	32.1%	4,700	35.2%	13,342
Săm xe đạp	9,556	57.6%	2,240	13.5%	4,800	28.9%	16,597
Lớp ô tô, máy kéo	734	43.6%	590	35.0%	360	21.4%	1,685
Lớp xe máy	4,821	74.3%	670	10.3%	1,000	15.4%	6,492
Săm xe máy	16,341	74.7%	875	4.0%	4,650	21.3%	21,867

Nguồn : Báo cáo Vinachem 2008

Lợi thế cạnh tranh từ dòng sản phẩm và hệ thống phân phối

Ưu thế tiên phong trong việc nghiên cứu phát triển lớp đặc chủng, đặc biệt các dòng xe tải nặng tạo ra lợi thế cạnh tranh nổi bật của DRC trong mảng sản phẩm này. Đây cũng là dòng sản phẩm DRC ít đối thủ cạnh tranh nhất, ngay cả trong khu vực. Nhờ đó, bên cạnh tiêu thụ trong nước, sản phẩm này cũng được xuất khẩu tỷ trọng lớn ra thị trường khu vực. Việc xây dựng hệ thống phân phối rộng và vị trí, thương hiệu lâu đời giúp DRC chiếm lĩnh thị trường khu vực miền Trung cũng như dễ dàng phát triển sản phẩm mới.

Cơ cấu thị trường của lớp 1 đặc chủng



Nguồn : SBS

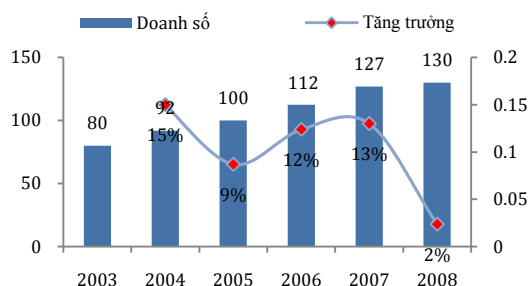
Phân tích triển vọng tăng trưởng

Ngành sản lốp thế giới

Khu vực châu Á dẫn đầu tăng trưởng ngành

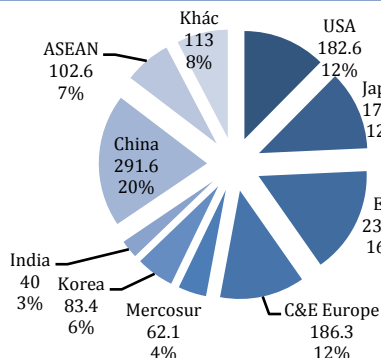
Ngoại trừ năm 2008, doanh số ngành sản lốp thế giới tăng trưởng với tốc độ bình quân 10%/năm, trong đó tốc độ mở rộng về quy mô sản xuất và tiêu thụ khoảng 2.5 %/năm. Châu Á bao gồm 5 khu vực chính chiếm khoảng 50% lượng sản xuất bao gồm Trung Quốc (20%), Nhật Bản (12%), Asean (7%), Hàn Quốc (6%) và Ấn Độ (3%). Ngoại trừ Nhật bản và Hàn Quốc có tốc độ tăng trưởng ngành khiêm tốn do quy mô ngành gần như bão hòa, thì tăng trưởng sản xuất sản phẩm của các khu vực còn lại khá cao, trung bình 7% khu vực Asean và 8.5% tại Ấn Độ. Trung Quốc trở thành quốc gia sản xuất sản phẩm lớn nhất thế giới từ năm 2004 với tốc độ tăng trưởng mạnh nhất 20%/năm. Bình quân tăng trưởng sản lượng luôn vượt mức 15% các năm gần đây nhưng chậm lại 10% (2008) do ảnh hưởng suy thoái kinh tế, doanh số ngành tăng nhẹ hơn (6.5%) do ảnh hưởng giá giảm.

Doanh thu ngành sản lốp thế giới (USD/Tỷ)



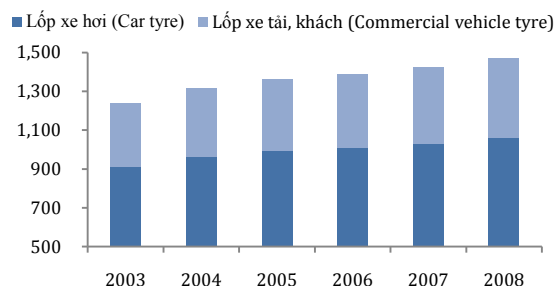
Nguồn: LMC

Các khu vực sản xuất lốp ô tô chính



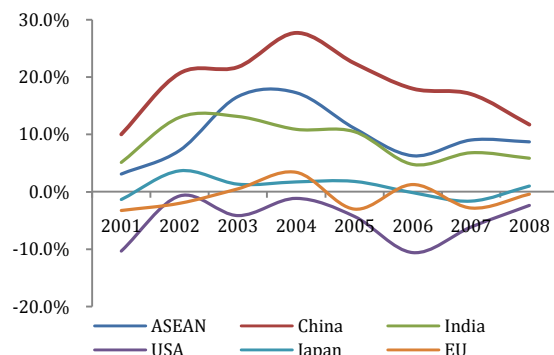
Nguồn: LMC

Sản xuất sản phẩm ô tô thế giới (Triệu lốp)



Nguồn: LMC

Tăng trưởng sản lượng lốp ô tô một số nước



Nguồn: LMC

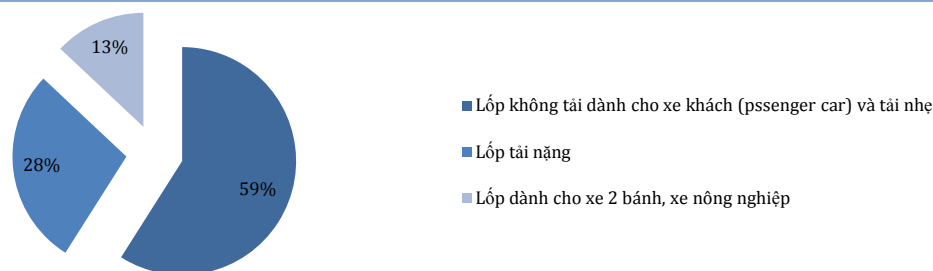
Sản lốp xe hơi chi phối ngành về quy mô giá trị và tăng trưởng

Sản lốp xe hơi (passenger car) chiếm khoảng 75% nhu cầu sản phẩm ô tô thế giới, còn lại là sản phẩm các dòng xe vận chuyển thương mại (commercial vehicles) như xe khách, xe tải, xe nông nghiệp,... Sản phẩm này cũng có tốc độ tăng mạnh hơn so với dòng sản phẩm xe thương mại. Cụ thể tăng, tại một số nước như Trung Quốc, tăng trưởng về sản xuất lốp xe hơi tăng 30%/năm so với trung bình 20% của ngành; Asean tăng 15% nhưng chậm hơn trong năm 2008.

Theo thống kê bình quân về sản lượng tất cả các loại lốp toàn cầu, tỷ trọng lốp của xe 2 bánh, xe nông nghiệp chiếm khoảng 28%, xe tải nặng 13% và 59% dành cho xe không tải & tải nhẹ. Tuy nhiên, tỷ trọng theo giá trị sẽ khác biệt, chủ yếu thuộc về lốp ô tô. Tỷ trọng dòng lốp radian (đối với ô tô) chiếm khoảng 70% nhu cầu tại Trung Quốc, cụ thể đối với xe con chiếm hầu như 100%, xe tải nặng khoảng 76% và gần như không sử dụng đối với xe nông nghiệp, 16.5% đối với xe kỹ thuật (engineering tire). Tăng trưởng bình quân 2002 – 2007 ở mảng lốp radian đạt khoảng 33% vượt trội so với trung bình ngành 20%/năm. Có một xu hướng tất yếu là tỷ trọng nhu cầu lốp xe ô tô đặc biệt xe hơi rất lớn trong đó chủ yếu dòng sản phẩm lốp radian, đây là những điểm thị trường sản phẩm trong nước chưa đạt đến.

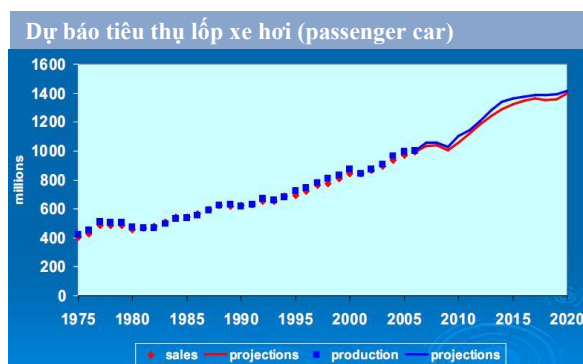
(*) Quy mô sản xuất sản phẩm của Trung Quốc đạt 546 triệu lốp năm 2008, chiếm trên 30% sản xuất toàn cầu và thị trường sản phẩm radian dành cho xe hơi vẫn phụ thuộc nhà nhập khẩu. Đầu tư nước ngoài chiếm 70% lượng sản xuất.

Cơ cấu sản xuất sản phẩm theo loại 2008

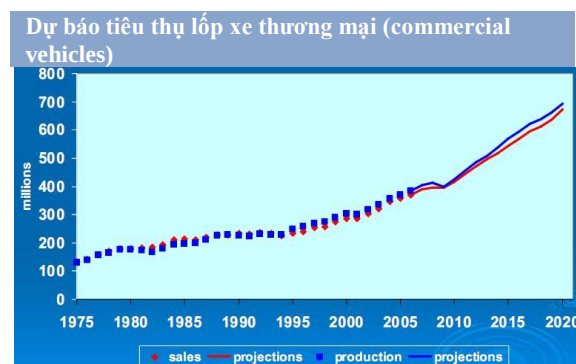


Nguồn : SBS

Với tốc độ tăng trưởng kinh tế cao các năm tới, khu vực Châu Á dự báo tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng ngành, đặc biệt dòng sản phẩm lớp ô tô do nhu cầu sử dụng ô tô sẽ còn tăng nhanh. Sau giai đoạn khủng hoảng kinh tế, tiêu thụ sản phẩm tại châu Á sẽ phục hồi mạnh, khu vực này sẽ tạo ra tăng trưởng chính của ngành trong khi nhu cầu tại thị trường châu Mỹ và châu Âu đã bão hòa. Theo dự báo của IRSG đưa ra cuối 2008, tiêu thụ lớp xe hơi tăng 40% vào 2015 so với cuối 2009 và tương đương đối với lớp ô tô thương mại, bình quân khoảng 4 – 5%/năm trong đó bắt đầu phục hồi vào cuối năm 2009, đầu 2010.



Nguồn : IRSG



Nguồn : IRSG

Ngành sản phẩm Việt nam

Quy mô thị trường nhỏ

Giá trị mặt hàng sản phẩm trong nước đạt USD650 triệu bao gồm USD100 triệu nhập khẩu và USD550 triệu xuất khẩu, chiếm khoảng 72% giá trị sản phẩm công nghiệp và bằng 0.5% giá trị ngành sản phẩm thế giới. Loại trừ sản phẩm nhập khẩu, thì giá trị sản xuất nội địa khoảng USD550 triệu, tương đương VND9,500 tỷ năm 2008. Theo quy mô so sánh dựa trên dân số, giá trị ngành sản phẩm theo bình quân đầu người nội địa khá nhỏ, chưa tới 1/3 mức trung bình của Trung Quốc và thấp hơn nhiều so với các nước phát triển.

Cơ cấu sản phẩm khác biệt lớn so với thế giới

Lượng sản xuất sản phẩm trong nước đạt khoảng 50 triệu chiếc/năm trong đó tỷ trọng lớp xe 2 bánh chiếm khoảng 95% về sản lượng chia đều giữa lớp xe máy và xe đạp. Sản xuất lớp ô tô khoảng 1.7 triệu lớp và chủ yếu là dòng lớp bias dành cho xe khách, xe tải. Do cơ cấu nghiêng về lớp xe 2 bánh có giá bán không cao nên mặc dù chiếm 3% sản lượng lớp toàn cầu nhưng doanh số ngành chỉ chiếm 0.5%. Sự chênh lệch thể hiện tiềm năng lớn từ thị trường sản phẩm ô tô vẫn chưa thực sự phát triển.

Sản xuất sản phẩm theo năm

		2003	2004	2005	2006	2007
Sản mô tô, xe máy	Triệu cái	24.1	35.7	30.8	42.6	49.3
Sản ô tô các loại	Triệu cái	7.1	6.0	6.5	-	-
Sản xe đạp các loại	Triệu cái	36.1	32.4	26.8	28.9	30.2
Lớp mô tô, xe máy	Triệu cái	12.0	19.3	17.1	21.3	24.3
Lớp ô tô các loại	Triệu cái	1.2	1.3	1.4	1.3	1.6
Lớp xe đạp các loại	Triệu cái	26.7	26.0	20.4	22.8	24.4

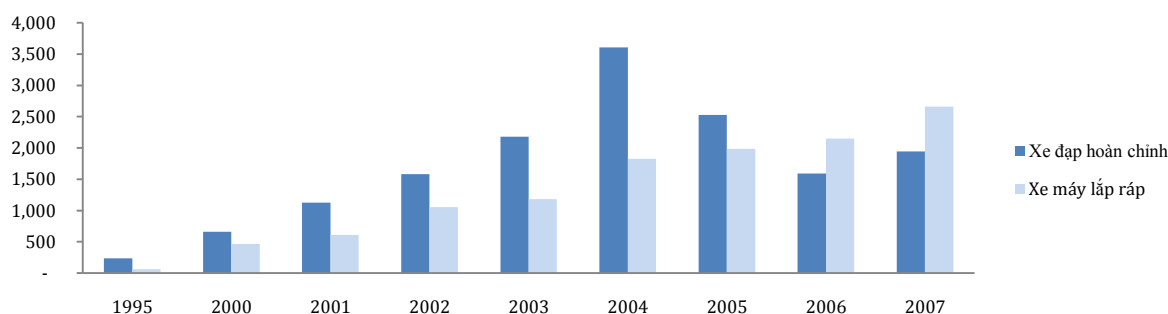
Nguồn : GSO, Bộ công thương

Cung – cầu và tiềm năng của từng dòng sản phẩm

Lốp xe đạp: Sản xuất đạt 25 triệu lốp (2007), trong đó nhà nước gồm 3 đơn vị của Vinachem chiếm 60% sản lượng với khả năng đáp ứng 15 triệu lốp/năm còn lại chủ yếu là các nhà máy FDI đáp ứng 37% sản lượng, các cơ sở ngoài nhà nước chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ, bình quân khoảng 3%. Bên cạnh đó, sản xuất sẫm xe đạt khoảng 30 triệu cái/năm, bao gồm 20 triệu sản phẩm của Vinachem. So với mức sản lượng 21.7 triệu lốp và 18.7 triệu sẫm xe đạp của năm 2001 thì mức độ tăng trưởng những năm qua khá hạn chế, năng lực đáp ứng của Vinachem không có nhiều mở rộng và vẫn duy trì ở mức ổn định từ nhiều năm qua.

Nhu cầu tiêu thụ xe đạp đang chậm lại nhưng vẫn được duy trì ở một số đối tượng, đặc biệt là học sinh trung học tạo ra nhu cầu thay thế hàng năm khá ổn định. Nhu cầu cho sản xuất mới (original equipments) vẫn tồn tại đặc biệt các dòng xe mới như xe đạp điện và xuất khẩu. Kim ngạch xuất khẩu xe đạp và phụ tùng đạt USD91 triệu/năm 2008, tương đương VND1,500 tỷ. Tiêu thụ sẫm lốp xe đạp vẫn duy trì đối với sử dụng thay thế và sản xuất mới nhưng tăng trưởng không cao do nhu cầu trong nước đã cân bằng. Tuy nhiên, với tỷ trọng giá trị chiếm dưới 10% giá trị ngành, xu hướng biến động sẫm lốp xe đạp không tác động nhiều đến diễn biến chung của ngành.

Sản xuất xe đạp, xe máy hoàn chỉnh hàng năm (nghìn chiếc)



Nguồn : GSO

(*) Quy mô sản xuất chủ yếu thuộc về các doanh nghiệp FDI

Lốp xe máy: Sản xuất lốp xe mô tô, xe máy đạt 24.3 triệu lốp (2007) trong đó, Vinachem 7 triệu, chiếm 30%, các doanh nghiệp FDI chiếm khoảng 57% còn lại là các cơ sở sản xuất ngoài nhà nước. Quy mô sản xuất về sẫm xe khoảng 50 triệu đơn vị bao gồm Vinachem 48%, doanh nghiệp nước ngoài 45% và ngoài nhà nước 7%. So với năng lực sản xuất 9.3 triệu lốp năm 2001, thì quy mô sản xuất lốp xe máy tăng gấp 2.6 lần, tương đương 17%/năm và vẫn tăng mạnh các năm gần đây.

Việt nam hiện có khoảng 20 triệu xe gắn máy, với nhu cầu thay thế ước lượng khoảng 0.85 lốp/xenăm (theo Vinachem), trung bình nhu cầu thay thế hàng năm khoảng 17 triệu lốp xe máy. Bên cạnh đó, với nhu cầu lắp ráp xe mới hàng năm của các doanh nghiệp nội địa khoảng 3 triệu xe năm tiêu thụ thêm khoảng 6 triệu lốp cho sản xuất xe mới. Theo quy hoạch phát triển ngành xe máy của bộ Công thương, thị trường xe máy đạt mức bão hòa ở quy mô trung bình 31- 33 triệu xe, tương đương 3 người/xenăm, theo đó, mức sử dụng và sản xuất xe máy sẽ còn tăng trưởng mạnh cho đến 2010 và 2015 nhưng sẽ giảm sau đó do nhu cầu bão hòa. Bên cạnh đó, tỷ trọng thị phần của sản xuất trong nước chỉ chiếm khoảng 50% cho thấy cơ hội khai thác thị trường này vẫn khá lớn.

Nhu cầu lốp xe máy

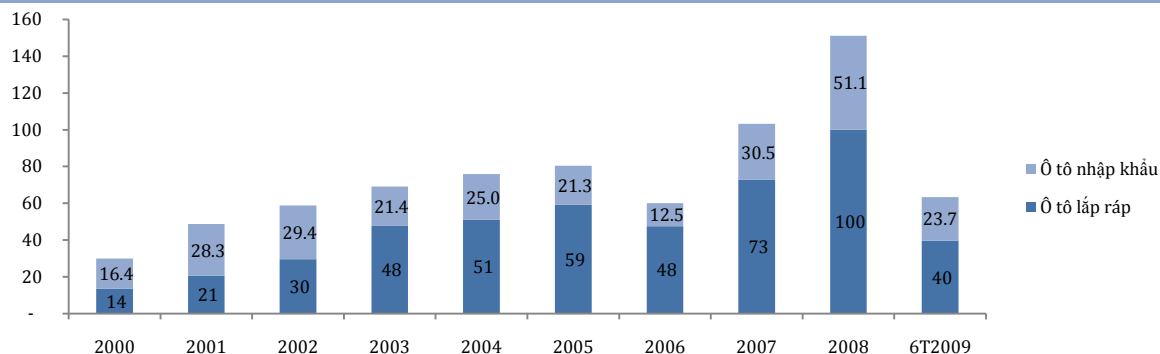
	2008	2010	2015	2020
Xe máy lưu thông	20.0	25.0	31.0	33.0
Nhu cầu thay thế/năm	17.0	21.3	26.4	28.1
Xe máy sản xuất mới/ năm	3.0	2.2	2.0	1.8
Nhu cầu lốp sản xuất xe mới	6.0	4.4	4.0	3.6
Tổng nhu cầu	23.0	25.7	30.4	31.7

Nguồn : SBS, Bộ công thương

Lốp ô tô: Sản xuất lốp ô tô trong nước đạt 1.7 triệu lốp (2007) từ Vinachem, chủ yếu là lốp bias (lốp radian khoảng 50,000 lốp). So với quy mô 570,000 lốp (2001) và 1.2 triệu lốp (2003) thì sản xuất năng lực sản xuất lốp ô tô hiện tại tăng ở mức vừa phải sau giai đoạn tăng mạnh 2001 – 2003, bình quân đạt 7 - 8%/năm. Tuy nhiên, nhu cầu tiêu thụ thực tế cao hơn, ước khoảng 2.1 triệu lốp bias và 1.2 triệu lốp radian toàn thếp dành cho xe con năm 2008. Với năng lực sản xuất chủ yếu là lốp bias, Vinachem chiếm 80% thị trường sản phẩm này và khoảng 50% thị phần lốp ô tô nói chung, còn lại là sản phẩm nhập khẩu. Đây cũng là mảng có tỷ trọng nhập khẩu lớn nhất trong ngành sẫm lốp.

Việt nam hiện có trên 1 triệu xe ô tô các loại. Lượng xe mới tăng thêm là 150,000 chiếc (2008) bao gồm cả xe con, xe tải, xe buýt lẫn xe chuyên dụng nhập khẩu và sản xuất trong nước. Quy mô lắp ráp nội địa đạt 100,000 xe chủ yếu từ các thành viên của Vama. Với nhu cầu thay thế bình quân 4 lớp/năm đối với xe khách, xe tải do nhu cầu di chuyển nhiều hơn (chiếm 60% lượng xe 4 bánh tại Việt nam) và 2 lớp/năm đối với xe du lịch, lượng lớp thay thế hàng năm khoảng 3.4 triệu lớp trong đó, lớp xe tải, xe khách chiếm tỷ trọng 75%. Ngành công nghiệp lắp ráp phát sinh thêm nhu cầu bình quân 400,000 lớp/năm đưa tổng mức cầu hiện hành sản phẩm sẫm lớp lên khoảng 3.8 triệu lớp năm 2009 và dự kiến tăng mạnh trong dài hạn với sự gia tăng của mức độ sử dụng xe ô tô và ngành công nghiệp lắp ráp.

Lắp ráp và nhập khẩu ô tô hàng năm (nghìn chiếc)



Nguồn : GSO

Số lượng xe ô tô (Nghìn chiếc) và nhu cầu lớp thay thế (Nghìn lớp) hàng năm

	2009		2010		2015		2020	
	Số lượng xe	Tiêu thụ lớp	Số lượng xe	Tiêu thụ lớp	Số lượng xe	Tiêu thụ lớp	Số lượng xe	Tiêu thụ lớp
Phương tiện vận tải								
Xe con và xe du lịch	435	870	568	1,136	804	1,608	1,040	2,080
Xe khách	220	880	282	1,128	478	1,912	675	2,700
Xe tải nhẹ	250	750	279	837	429	1,287	580	1,740
Xe tải nặng	158	790	162	810	255	1,275	348	1,740
Các loại xe cơ giới	113	113	122	122	135	135	148	148
Tổng cộng xe lưu hành	1,176	3,403	1,413	4,033	2,101	6,217	2,791	8,408

Nguồn : CSM, Vinachem

Vị thế ngành tốt theo phân tích 5-forces

Phân tích mô hình 5 nhân tố ngành cho thấy ngành sản xuất sẫm lớp đặc trưng bởi sức cạnh tranh không lớn lắm do mức độ tập trung ngành cao trong khi rào cản ngành lớn đối với doanh nghiệp mới thông qua thương hiệu đã định vị của các công ty lớn và hệ thống phân phối rộng của các công ty hiện hành. Yêu cầu vốn đầu tư nhà máy cũng lớn cũng như về công nghệ đối với lớp ô tô trong khi thị trường lớp xe đạp đã bão hòa và kém hấp dẫn. Lợi thế về chi phí nhân công thấp và vấn đề chi phí vận chuyển tạo ra năng lực cạnh tranh so với hàng nhập khẩu. Các thuận lợi trên đã giúp các công ty sẫm lớp nội địa giành thị phần lớn về sẫm lớp xe đạp, xe máy từ các nhãn hiệu nhập khẩu cách đây vài năm. Nhìn chung, các công ty sẫm lớp có năng lực chi phối lợi nhuận khá tốt trong chuỗi giá trị ngành.

5 nhân tố ngành	Đánh giá	Mô tả
Rào cản ngành	Cao	- Đòi hỏi nhu cầu đầu tư vốn cao đối với sẫm lớp ô tô trong khi sản xuất sẫm lớp xe đạp vốn đầu tư nhỏ nhưng đã bão hòa, kém hấp dẫn. 3 công ty nội địa chiếm lĩnh thị phần nhiều mảng với hệ thống phân phối rộng, thương hiệu quen thuộc.
Người mua	Trung bình	- Bao gồm người tiêu dùng cá nhân sở hữu phương tiện đi lại, sử dụng đáp ứng nhu cầu lớp thay thế và tiêu thụ qua đại lý phân phối là chủ yếu (chiếm trên 80% nhu cầu). Các công ty lắp ráp xe máy, ô tô và sản xuất xe đạp là đối tượng tiêu thụ thứ hai bên cạnh một số khách hàng lớn, tổng công ty sản xuất mua trực tiếp tại các công ty. - Đặc tính sản phẩm đại chúng tạo lợi thế cho người mua lựa chọn nhưng ưu thế giá rẻ hơn hàng nhập khẩu và thị phần chi phối mạnh của các công ty nội địa làm cân bằng năng lực mặc cả của người mua thậm chí tạo năng lực mạnh hơn

		cho công ty trong việc kiểm soát giá.
Người bán	Trung bình	- Tiêu thụ cao su thiên nhiên của các nhà sản xuất sẫm lốp chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ (~10%) lượng sản xuất trong nước trong khi khả năng xuất khẩu lớn nên giá cả hoàn toàn phụ thuộc thị trường thế giới. Bên cạnh đó, lượng lớn nguyên liệu còn lại được nhập khẩu và chịu biến động giá thế giới. Tuy nhiên, nguồn nguyên liệu trong nước dồi dào về cao su thiên nhiên đảm bảo khả năng lựa chọn, chuyển đổi giữa nhà cung cấp nhằm có mức giá mua nguyên liệu hợp lý. - Khả năng thay thế nguyên liệu ít do giá cao su thiên nhiên và dầu mỡ thường biến động cùng chiều.
Sản phẩm thay thế	Thấp	- Sản phẩm sẫm lốp không có sản phẩm thay thế.
Cường độ cạnh tranh *	Trung bình	- Mức độ tập trung ngành khá cao. - Thị phần lớn và chi phối của 3 công ty đều thuộc Vinachem với hệ thống phân phối rộng. - Sản phẩm trong nước giá thấp hơn nhập khẩu, lợi thế vận chuyển.

(*) Vinachem là đơn vị sản xuất sẫm lốp lớn nhất ngành hiện tại thông qua 3 đơn vị thành viên chính là CSM, DRC và SRC. Đạt năng lực sản xuất 7.2 triệu lốp xe máy, 14.3 triệu lốp xe đạp và 1.7 triệu lốp ô tô, Vinachem chiếm 30%, 57%, 52% thị phần tương ứng. Đây cũng là 3 thương hiệu lớn và nổi trội của sản xuất nội địa. Có khoảng 10 doanh nghiệp FDI tham gia ngành với nhiều thương hiệu lớn như: Yokohama, Kenda, Camel, Inoue, Shihfa, Asian tire,... dưới hình thức đầu tư liên doanh và 100% vốn. Nhóm doanh nghiệp này sản xuất chủ yếu là lốp 2 bánh; chiếm 37% thị phần lốp xe đạp và 57% thị phần lốp xe máy. Riêng thị trường lốp ô tô chủ yếu là nhập khẩu, đặc biệt lốp radian, nhập khẩu gần 100%, không nhiều doanh nghiệp FDI sản xuất sản phẩm này. Nhiều thương hiệu sẫm lốp hàng đầu thế giới tham gia thị trường nội địa như Bridgestone, Goodyear, Michelin,... tạo ra sự đa dạng của thương hiệu ngoại so với thương hiệu trong nước.

Việt nam							
Các công ty lớn trong ngành	Lốp Xe máy		Lốp Xe đạp		Lốp ô tô		Thị phần chung
	Thị phần	Năng lực	Thị phần	Năng lực	Thị phần	Năng lực	
Casumina	21.3%	5.20	18%	4.58	23%	0.76	22%
DRC	2.9%	0.70	19%	4.70	18%	0.59	13%
SRV	5.3%	1.30	20%	5.02	11%	0.36	10%
Vinachem	29.5%	7.2	57%	14.3	52%	1.7	45%

Nguồn : Euromonitor, SBS

Nhu cầu lốp thay thế chủ yếu so với nhu cầu lốp cho sản xuất xe mới tạo ra mức cầu ổn định

Do tỷ trọng sản xuất xe mới hàng năm chỉ khoảng 10% lượng xe đang lưu hành, phần lớn các sản phẩm sẫm lốp chủ yếu dùng đáp ứng nhu cầu thay thế, bình quân tỷ trọng lốp dùng thay thế chiếm 70 – 75% tiêu thụ. Ngành công nghiệp chế tạo, lắp ráp trong nước kém phát triển nên chỉ tạo ra tỷ trọng nhỏ nhu cầu lốp cho sản xuất xe mới hàng năm. Tuy nhiên, đối với những nước có ngành công nghiệp ô tô phát triển, tỷ lệ lốp thay thế chỉ tương đương thậm chí thấp hơn. Cụ thể, tỷ trọng lốp thay thế chiếm 34% về lốp xe hơi và 50% về lốp xe khách, xe tải ở Nhật Bản; tương đương khoảng 15% và 25% tại Hàn Quốc. Nhìn chung, tỷ trọng lốp thay thế cao tạo ra sự ổn định về thị trường tiêu thụ khi mà ngành công nghiệp ô tô, xe máy thường rất nhạy cảm với tình trạng kinh tế dẫn đến nhu cầu sẫm lốp từ khu vực này bị ảnh hưởng. Nhờ đặc tính này mà hầu hết các doanh nghiệp sẫm lốp trong nước vẫn duy trì đầu ra khá ổn trong khi ngành sẫm lốp thế giới hứng chịu sự sụt giảm mạnh về nhu cầu trong 2008 – 2009.

Phân tích tiềm năng

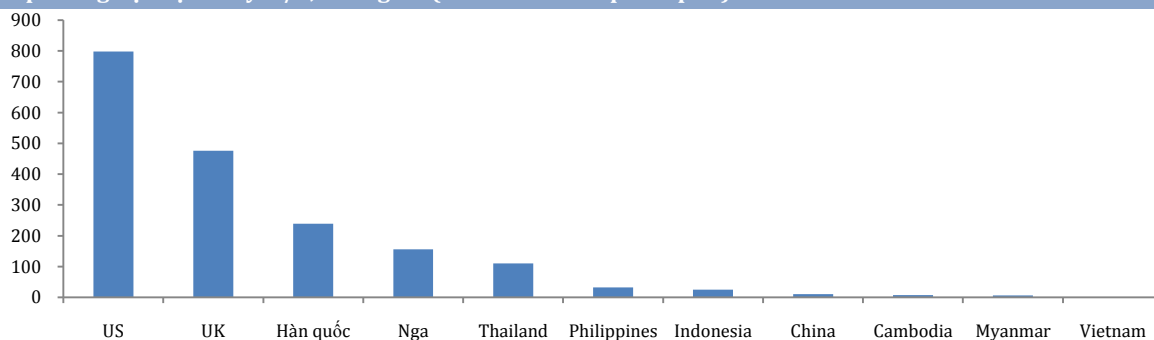
Ngành mang tính chu kỳ nhưng vẫn trong giai đoạn tăng trưởng

Cuộc khủng hoảng kinh tế đã tác động chung đến tiêu thụ ngành sẫm lốp toàn cầu cũng như Việt nam. Hầu hết tiêu thụ sẫm lốp toàn cầu tăng chậm lại trong 2008 và giảm mạnh năm 2009 do khó khăn của ngành công nghiệp ô tô. Thị trường trong nước ảnh hưởng tương tự vào năm 2008. Tăng trưởng sản xuất sẫm và lốp xe đạp trong nước đạt 4% và 7% (2007) nhưng giảm dần và thấp hơn trong 2008. Cho cả giai đoạn 2000 – 2007, tăng trưởng sẫm, lốp xe đạp đạt bình quân 3 - 5%/năm thấp hơn tốc độ tăng của nền kinh tế cho thấy xu hướng bão hòa nhu cầu ngành đối với sản phẩm này. So với xe đạp, các sản phẩm sẫm lốp xe máy, ô tô vẫn đang trong thời kỳ tăng trưởng, đặc biệt sẫm lốp ô tô với tốc độ tăng 26% (2007). Sẫm lốp mô

tô, xe máy duy trì tăng trưởng 11- 14% (2007), cao hơn tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế cho thấy hai dòng sản phẩm này vẫn đang ở giai đoạn tăng trưởng. Với giá trị kinh tế lớn hơn, sắm lớp ô tô và xe máy sẽ tạo ra tốc độ tăng trưởng cao của ngành trong ngắn và dài hạn, đặc biệt từ dòng sản phẩm lớp ô tô.

So sánh đặc điểm với các thị trường phát triển cho thấy ngành sắm lớp trong nước chỉ mới giai đoạn đầu phát triển với quy mô khiêm tốn. Cụ thể, quy mô sử dụng các phương tiện giao thông tại Việt nam đạt thấp nhất trong khu vực và chỉ bằng 1% quốc gia đã phát triển như Hòa Kỳ, Anh, Pháp,... Do đó, ngành sắm lớp sẽ trải qua giai đoạn dài để phát triển trước khi bắt kịp nhu cầu các nước phát triển.

Số phương tiện vận chuyển/1,000 người (motor vehicles per capita)



Nguồn : Wikipedia

(*) Bao gồm xe 4 bánh và 2 bánh (không kể xe đạp)

So sánh quy mô sản xuất sắm lớp một số thị trường khu vực (Triệu chiếc)

	Malaysia	Indonesia	Thailand	Philippines	Vietnam
Lớp xe hơi (Triệu chiếc)	9.0	31.9	17.2	8.3	0.3
Lớp xe khách, tải (Triệu chiếc)	2.5	11.3	18.0	2.7	1.7
GDP/người 2008 (USD)	8,141	2,246	4,115	1,866	1,031
Dân số (Triệu người)	27.0	228.2	67.4	90.3	86.3
Lớp/1,000 người	425.3	189.2	522.7	121.9	23.2

Nguồn : LMC, IMF

Thị trường xe máy, đặc biệt xe hơi Việt nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển mạnh. Tốc độ tăng lượng ô tô mới (bao gồm lắp ráp và nhập khẩu) tăng 72% (2007) và 46% (2008) trong đó tăng đều cả lượng xe nhập và lắp ráp trong nước. Ngoài lượng xe nhập khẩu, công nghiệp lắp ráp ô tô trong nước tăng trưởng mạnh nhiều năm qua với tốc độ bình quân 31%/năm về số lượng ô tô và 28%/năm về số lượng xe máy trong giai đoạn 2000-2008. Mật độ bình quân sử dụng xe máy của Việt nam khoảng 4 người/xe và xe 4 bánh là 100 người/xe. Nhìn chung, mật độ xe máy của Việt nam đã khá hợp lý tuy nhiên, nhu cầu vẫn lớn với xu hướng chuyển dịch sang các sản phẩm đắt tiền hơn và nhu cầu thay thế hàng năm lớn. Thị trường xe hơi vẫn là thị trường rất tiềm năng trong dài hạn với dự báo mức độ sử dụng xe sẽ tăng lên mạnh theo mức sống, thu nhập tạo ra thị trường lớn cho sản phẩm này cũng như sản phẩm phụ kiện về sắm lớp.

Nhóm tiêu thụ chính thị trường sắm lớp

Đối tượng	Quy mô thị trường
Bán lẻ	85 triệu dân, 27 triệu xe gắn máy; hơn 1 triệu ô tô;
Công ty lắp ráp	20 Công ty lắp ráp ô tô đạt năng lực 100,000 xe/năm và 45 doanh nghiệp lắp ráp xe máy đạt 3 triệu/năm
Các công ty tiêu thụ trực tiếp	Các tổng công ty, doanh nghiệp vận tải lớn

Nguồn : SBS

(*) Theo các nghiên cứu dữ liệu lịch sử, mức sở hữu phương tiện vận chuyển tăng mạnh khi GDP/người đạt trên USD2,500 theo ngang giá sức mua. Theo đó, Việt nam được xem là bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh với GDP hiện tại khoảng USD2,700 (theo PPP, thống kê của IMF và WB 2008). Tăng trưởng này duy trì cho đến khi thu nhập đạt USD10,000/người/năm và chuyển sang giai đoạn tăng trưởng chậm hơn. Giai đoạn bão hòa thường đạt khoảng 850 phương tiện/1,000 người.

(*) Theo một nghiên cứu khác của Bộ Công thương, chu kỳ phát triển thông thường của ngành công nghiệp ô tô trải qua 5 giai đoạn và tùy thuộc vào mức GDP/người sẽ ảnh hưởng số lượng xe/1,000 dân, đây là chỉ tiêu phân chia chính giữa các giai đoạn. Cũng theo nghiên cứu này, mức sử dụng xe của Việt nam hiện tại là 18 xe/1,000 người và ngành công nghiệp ô tô trong nước đang ở giai đoạn 1. GDP/người của Việt nam năm 2007 bằng với GDP/người của Thái Lan năm 1986 (theo PPP) có nghĩa là kinh tế Việt nam hiện tại tương đương nền kinh tế Thái Lan năm 1986 tuy nhiên tại thời điểm đó thì mức sử dụng xe của Thái Lan đã là 47, cho thấy tỷ lệ sử dụng xe của Việt nam bằng khoảng 38% Thái Lan mặc dù điều kiện kinh tế tương đồng. Theo chúng tôi, điều này thể hiện 2 khía cạnh, một là tác động của chính sách thuế nhập khẩu xe nhưng mặt khác thể hiện tiềm năng sở hữu xe trong dân còn rất mạnh. Ước tính mức sở hữu xe

là 28 (2015); 38 (2020) và 88 (2025). Như vậy, giai đoạn motorization đến từ 2020 – 2025 khi GDP/người khoảng USD8,000 theo PPP. Với ước tính này, thì tăng trưởng quy mô 2007 – 2020 xấp xỉ 7%/năm. Tuy nhiên, với khả năng tăng trưởng nhanh hơn của ngành lắp ráp ô tô và nhu cầu sử dụng xe sẽ đẩy ngành công nghiệp ô tô đi vào giai đoạn motorization sớm hơn tính toán trên. Giả định lượng ô tô mới (bao gồm cả lắp ráp & nhập khẩu) duy trì tăng trưởng với tốc độ 20%/năm thì thời điểm motorization có thể bắt đầu từ 2016. Bên cạnh đó, tại mức GDP vượt USD5,000/người, thì tỷ trọng xe tải, buýt giảm; hiện tại tỷ lệ này là 46.1% và dự báo còn tiếp tục tăng lên trong ngắn hạn dẫn đến nhu cầu sắm lốp cho các dòng xe này còn rất mạnh.

(*) Hiện tại vẫn có nhiều số liệu không thống nhất về thống kê lượng xe từ nhiều nguồn cung cấp cũng như mức độ sử dụng bình quân trên 1,000 người. Tuy nhiên, dựa theo thống kê từ CSM cung cấp (số liệu mới nhất) khoảng 1.1 triệu ô tô, mức độ sử dụng của Việt Nam khoảng 13.5 xe/1,000 người. Điều chỉnh số liệu cho phân tích trên, thì giai đoạn motorization diễn ra từ 2017.

Chu kỳ phát triển của ngành công nghiệp ô tô

	GĐ trước Motorization	GĐ Motorization	GĐ Bảo hòa	GĐ Motorization đa sở hữu	Bảo hòa Motorization đa sở hữu
Số xe/1,000 người	<50	> 50	>250	>400	>500
Tốc độ tăng trưởng	Trung bình	Nhanh	Chậm lại	Khá trở lại	Trung bình

Nguồn : Bộ Công Thương

Ngành công nghiệp lắp ráp ô tô trong nước

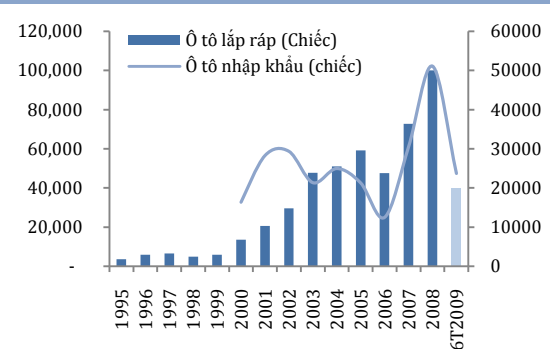
Quy mô mở rộng của các doanh nghiệp lắp ráp ô tô trong nước. Hiện có khoảng 10 doanh nghiệp lắp ráp ô tô, xe máy trong nước là thành viên của Hiệp Hội ô tô, xe máy Việt nam (VAMA) đạt công suất sản xuất và tiêu thụ hàng năm khoảng 100,000 chiếc; chiếm 67% thị phần cung cấp ô tô hàng năm. Bên cạnh đó, nhiều dự án mở rộng đang trong giai đoạn triển khai như dự án thành lập Công ty lắp ráp ô tô Đức khai (Bình Thuận), ... sẽ gia tăng công suất cũng như nhu cầu sản phẩm phụ trợ các năm tới. Tốc độ tăng lượng ô tô lắp ráp bình quân 30%/năm kể từ 2000, trong đó năm 2007: 53%; 2008: 38%.

Doanh số tiêu thụ xe của VAMA

	2007	2008
Toyota	20,113	24,421
Vinamotor	5,476	20,887
Trường Hải	11,534	16,373
GM Deawoo	7,580	11,036
Vinaxuki	7,358	8,070
Ford	5,975	6,494
Honda	4,260	5,909
Isuzu	4,229	3,385
Vinastar	4,595	2,925
Mercedes-Benz Vietnam	2,278	2,119
Tổng cộng	73,398	101,619

Nguồn : BMI

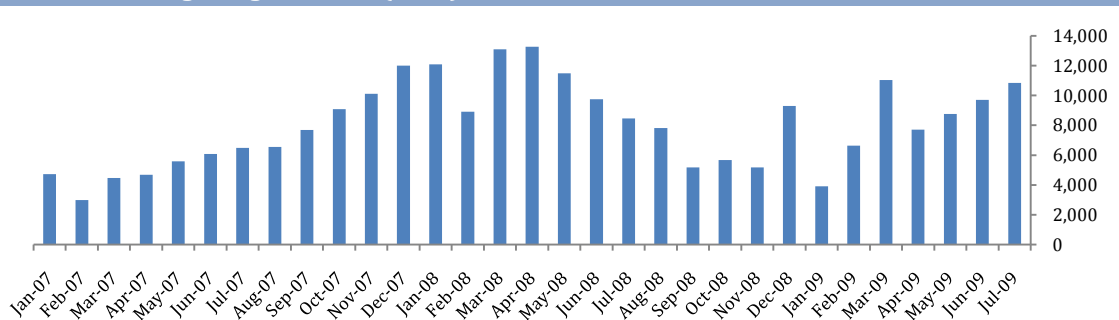
Dự báo nhu cầu xe máy (Triệu chiếc)



Nguồn : Theo quy hoạch phát triển ngành của Chính Phủ

Doanh số bán ô tô đang tăng mạnh trở lại. Theo công bố từ VAMA, lượng tiêu thụ ô tô đang trong xu hướng tăng trở lại kể từ tháng 5 và tăng đều hàng tháng. Tính chung 7 tháng đầu năm, lượng ô tô tiêu thụ đạt 58,588 chiếc, bằng 76% cùng kỳ năm trước. Nguyên nhân là từ các chính sách kích cầu như giảm 50% thuế VAT, 50% phí trước bạ. Dự báo lượng xe còn tăng mạnh đến cuối năm do người tiêu dùng tranh thủ mua xe trong năm nay. Lượng ô tô nhập cũng tăng đáng kể, ước tổng nhập trong 8 tháng đầu năm khoảng 40,000 chiếc, bằng 80% con số nhập năm trước. Với tình hình đó, tiêu thụ ô tô dự kiến vẫn tăng trong năm nay, đặc biệt những tháng cuối năm.

Doanh số bán xe hàng tháng của VAMA (Chiếc)

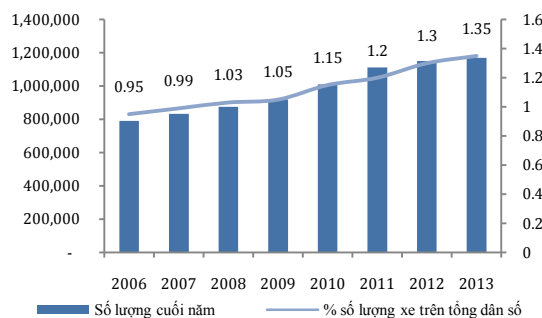


Nguồn : VAMA

Quy hoạch phát triển ngành ô tô và sắm lốp

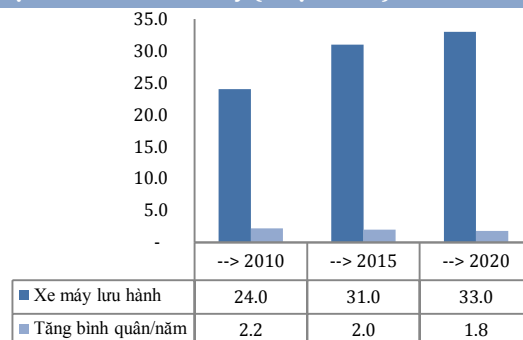
Theo quy hoạch phát triển xe máy và ô tô, sản xuất trong nước sẽ tiếp tục tăng lên với khả năng đáp ứng 90 – 100% nhu cầu xe thông dụng năm 2015 trong đó 60% xe ga và 90% xe số thông dụng được sản xuất trong nước. Đối với xe ô tô, theo dự báo của BMI, số lượng xe ô tô sẽ đạt 1.35 triệu xe, tăng 30% trong 5 năm tới, trong đó quy mô lắp ráp và sản xuất trong nước hàng năm khoảng 126,000 chiếc, tăng 4.3%/năm sau 2009 và đáp ứng 66% nhu cầu hàng năm. Tuy nhiên, đối chiếu một số thống kê và dự báo của Bộ công thương, Casumina, Vinachem thì dự báo của BMI được xem là khá thận trọng về tiềm năng tăng trưởng ngành này.

Sử dụng xe ô tô tại Việt Nam (Triệu chiếc)



Nguồn : BMI

Dự báo nhu cầu xe máy (Triệu chiếc)



Nguồn : Theo quy hoạch phát triển ngành của Chính Phủ

Theo ước tính của Casumina thì các dòng xe khách, tải nặng, tải nhẹ tiếp tục có tốc độ tăng trưởng mạnh do nhu cầu thiết yếu trong các ngành công nghiệp, vận chuyển. Dòng xe con & du lịch tăng thấp hơn nhưng vẫn đạt tốc độ rất cao do mức sống tăng. Tăng trưởng xe cơ giới chậm nhất do xu hướng phát triển nông nghiệp đang chậm lại. Năm 2010, lượng xe con & du lịch tăng và xe khách dự báo tăng mạnh 28% - 30%, trong khi dòng tải nhẹ tăng 12%.

Dự báo phương tiện lưu thông

Phương tiện	2009	2010	+/- (%)	2015	+/- (%)	2020	+/- (%)
Xe con & du lịch	435,000	568,000	31%	804,000	42%	1,040,000	29%
Xe khách	220,000	282,000	28%	478,000	70%	675,000	41%
Xe tải nhẹ	250,000	279,000	12%	429,000	54%	580,000	35%
Xe tải nặng	158,000	162,000	3%	255,000	57%	349,000	37%
Các loại xe cơ giới	113,000	122,000	8%	135,000	11%	148,000	10%
Tổng cộng	1,176,000	1,413,000	20%	2,101,000	49%	2,792,000	33%

Nguồn : CSM

Dự báo nhu cầu lốp ô tô hàng năm

Dựa trên phân tích khả năng tăng lượng xe mới hàng năm (bao gồm lắp ráp và nhập khẩu) ở mức 20%/năm 2010 do nhu cầu tăng mạnh sau thời kỳ suy thoái; tăng trưởng giảm về mức ổn định khoảng 10%/năm, vượt nhẹ so với mức tăng trưởng chung kinh tế, quy mô lượng xe đạt 1.35 triệu (2010), thấp hơn dự báo của Casumina (1.4triệu) và 2.56 triệu xe (2015), vượt so với mức 2.1 triệu dự báo của CSM. Theo đó, tổng nhu cầu lốp ô tô sẽ tăng mạnh trong 2009 và ổn định sau đó khoảng 12 - 14%/năm. Tuy nhiên tại giai đoạn ngành ô tô chuyển sang thời kỳ motorization, nhu cầu sắm lốp dự báo tăng mạnh hơn. Do sản phẩm DRC nghiêng về lốp ô tô, tăng trưởng ngành dự kiến tác động tích cực đến tăng trưởng doanh thu DRC trong ngắn và dài hạn.

Dự báo nhu cầu lốp ô tô hàng năm

Đơn vị: Nghìn chiếc	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Số lượng lắp ráp & Nhập khẩu	150.0	180.0	198.0	217.8	239.6	263.5	289.9	318.9	350.8
Tốc độ tăng (%)	0%	20%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Số lượng ô tô	1,176.0	1,356.0	1,554.0	1,771.80	2,011.38	2,274.92	2,564.81	2,883.69	3,234.46
Dân số	86	86.5	86.8	87	87.3	87.5	88	88	88
Xe/1,000 dân (chiếc)	13.7	15.7	17.9	20.4	23.0	26.0	29.1	32.8	36.8
Tự lắp ráp (70% lượng xe mới)	105.0	126.0	138.6	152.5	167.7	184.5	202.9	223.2	245.5
Lốp mới (4 lốp/1 xe)	420.0	504.0	554.4	609.8	670.8	737.9	811.7	892.9	982.2
Lốp thay thế (3 lốp/xe)	3,528.0	4,068.0	4,662.0	5,315.4	6,034.1	6,824.8	7,694.4	8,651.1	9,703.4
Tổng lượng lốp	3,948.0	4,572.0	5,216.4	5,925.2	6,705.0	7,562.7	8,506.1	9,543.9	10,685.5
Tăng trưởng	20%	16%	14%	14%	13%	13%	12%	12%	12%

Nguồn : SBS

Chính sách thuế cao đối với xe nhập khẩu hạn chế mức độ sở hữu xe

Ngành ô tô hiện áp chính sách thuế cao, đặc biệt đối với các loại xe hơi, nhỏ; bình quân hiện tại khoảng 83% đối với thuế nhập khẩu và 50% thuế tiêu thụ đặc biệt (thay đổi tùy theo chủng loại xe). Theo cam kết WTO, thuế nhập khẩu ô tô nguyên chiếc sẽ giảm còn 70% năm 2014, tất cả xe chở người giảm về mức 47% (2017). Bên cạnh đó, theo lộ trình của CEPT/AFTA, thuế suất giảm về 0% (2015) đối với các dòng xe nhập từ khu vực. Do đó, ngành ô tô sẽ tiếp tục chịu mức thuế cao trong trung hạn khi mà lộ trình giảm thuế vẫn chưa được công bố cụ thể các năm tới.

Do tác động nhạy cảm đến nền kinh tế, đặc biệt vấn đề nhập khẩu, thuế suất nhập khẩu ô tô được sử dụng như công cụ chính sách điều tiết vĩ mô. Cụ thể, sau khi giảm mạnh từ 90% xuống 60% (2007) đẩy nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh thì thuế suất đã được điều chỉnh tăng trở lại lên mức 83% (2008) làm lượng ô tô nhập giảm mạnh nửa cuối năm 2008 cùng lúc với sự bùng phát của cuộc khủng hoảng kinh tế. Thuế suất tiêu thụ đặc biệt cũng được điều chỉnh tăng từ 30% lên 45 – 60% đầu năm nay. Theo lộ trình các cam kết, tiêu thụ ô tô được dự báo tăng mạnh hơn sau 2017 khi thời điểm các cam kết thuế có hiệu lực với thuế suất giảm 30 – 50% hiện hành.

Chính sách thuế đối với ngành ô tô							
Ngành hàng/ Mức thuế suất nhập khẩu	Cam kết với WTO			Cam kết CEPT/AFTA- trong ASEAN			Thời gian thực hiện
	Thuế suất khi gia nhập	Thuế suất cuối cùng	Thời gian thực hiện	Thuế suất 1/1/2006	Thuế suất cuối cùng	Thời gian thực hiện	
- Xe Ô tô con					0		2015
+ Xe từ 2.500 cc trở lên, chạy xăng	90	52	12 năm				
+ Xe từ 2.500 cc trở lên, loại 2 cầu	90	47	10 năm				
+ Xe dưới 2.500 cc, và loại khác	100	70	7 năm				
- Xe tải				5	0		2015
+ Loại không quá 5 tấn	80	50	10 năm				
+ Loại t/s khác hiện hành 80%	100	70	7 năm				
+ Loại t/s khác hiện hành 60%	60	50	5 năm				
- Phụ tùng ô tô	24,3	20,5	3-5 năm	5	0		2015
- Xe máy					0		2015
+ Loại từ 800 cc trở lên	100	40	8 năm				
+ Loại khác	95	70	7 năm				
Thuế tiêu thụ đặc biệt	Thuế suất hiện hành						
6 - 9 chỗ							
+ Dung tích dưới 2 lit		45%					
+ Dung tích từ 2- 3 lit		50%					
+ Dung tích trên 3 lit		60%					
10 - 16 chỗ		30%					
16 - 24 chỗ		15%					

Nguồn : SBS

Chiến lược tăng trưởng của DRC

Dự án nhà máy 600,000 lớp radian toàn thép. Dự án có tổng quy mô vốn thực hiện khoảng USD135.73 triệu (VND2,500 tỷ) trong đó vốn đầu tư cố định USD109.5 triệu (~VND1,916 tỷ), còn lại là vốn lưu động. Đây là dự án mới hoàn toàn được xây dựng trên quy mô 8ha thuộc khu công nghiệp Liên Chiểu, Đà Nẵng nhằm sản xuất lớp radian toàn thép dành cho ô tô hạng nhẹ và tải nặng, công suất 600,000 lớp/năm. Theo đánh giá khả năng tiêu thụ, khoảng 60% sản lượng được tiêu thụ nội địa, còn lại xuất khẩu với khả năng mang lại doanh thu ~ VND2,100 tỷ/năm và lợi nhuận VND143.8 tỷ/năm. Dự án này sẽ khai thác thị phần lớp radian vốn được nhập khẩu gần như 100% cũng như mang lại hiệu quả kinh tế lớn nếu hoạt động hiệu quả.

Dự án lớp Radian toàn thép		
	USD'Triệu	VND'Tỷ
Tổng vốn đầu tư	135.7	2,375.3
Vốn cố định	109.5	1,916.2
Vốn lưu động	26.2	459.1
Doanh thu/năm	-	2,119.3
Lợi nhuận/năm	8	143.8
NPV	156.2	2,733.6

Nguồn : DRC

Xu hướng thay thế lốp truyền thống bằng lốp radian

Hầu hết các dây chuyền sản xuất lốp ô tô trong nước đều theo công nghệ lốp Bias dùng vải mảnh nylon chéo góc với kết cấu khá đơn giản, quy mô đầu tư không cao. Tuy nhiên, độ bền lốp không cao và dễ bị biến dạng, mài mòn làm cho lốp bias ngày càng ít được sử dụng và xu hướng chuyển sang loại lốp radian, loại lốp ô tô theo công nghệ tiên tiến nhất hiện nay. Đây là loại lốp sợi mảnh vuông góc xếp song song với công nghệ phức tạp hơn; tạo ra ưu thế về độ bền và cứng, giảm tiêu hao năng lượng, phù hợp vận tải đường dài với tốc độ cao. Hiện tại, trung bình 100% xe con và 75% xe tải sử dụng lốp radian trên thế giới. Tại Việt nam, nhu cầu sử dụng lốp bias vẫn phổ biến ở dòng xe khách, tải nhẹ tuy nhiên thị phần lốp radian dành cho xe con vẫn thuộc về nhập khẩu. Xu hướng phát triển ngành ô tô và đầu tư phát triển hạ tầng sẽ khuyến khích nhu cầu cao của lốp radian dành cho xe khách bên cạnh nhu cầu tăng thêm của dòng lốp radian cho xe con.

Phân tích tài chính

Doanh thu tăng mạnh trong quý 2 và 2009 do gia tăng giá bán và sản lượng

Tăng trưởng DRC khá cao trong các năm gần đây do sự mở rộng của nhu cầu thị trường và đầu tư mới. Bình quân tăng trưởng 29% (2006), 26% (2007) và thấp hơn trong 2008 (10%). Nhìn chung, lượng tiêu thụ sụt giảm khoảng 11% (tính theo tổng số lượng sản phẩm) trong đó nhóm sản phẩm chính lớp ô tô giảm 8%; lớp xe đạp giảm 8% và lớp xe máy giảm 11%. Giá bán tăng do nguyên liệu đầu vào tăng mạnh là nguyên nhân chủ yếu tạo ra tốc độ tăng doanh thu năm vừa qua với mức tăng tương đối cao, xấp xỉ 25%.

Thực hiện trong năm 2009 trở nên khả quan hơn với sự phục hồi nhu cầu. Với giá bán gần như ổn định so với đầu năm nhưng mặt bằng giá bán thì cao hơn so với cùng kỳ khoảng 15% – 20%, doanh thu 2009 dự kiến ở mức VND1,868 tỷ, tăng 45% so với 2009 sau khi mức thực hiện doanh thu trong nửa đầu năm đã đạt VND868 tỷ, tăng 16.3% so với cùng kỳ 2008. Chúng tôi cho rằng, đây là nguyên nhân chủ yếu của việc tăng doanh thu 6 tháng đầu năm trong khi lượng bán ra vẫn chưa mạnh (số liệu doanh số của CSM cho thấy lượng bán ra vẫn chưa phục hồi). Tuy nhiên, theo trao đổi với DRC thì lượng tiêu thụ đã được cải thiện ở hầu hết các sản phẩm nhờ nhu cầu phục hồi sau giai đoạn kìm hãm năm 2008, sự sôi động hơn của thị trường ô tô, xe máy cũng tạo ra sức cầu cao hơn từ mảng lắp ráp.

Do đó, khả năng doanh số tiếp tục duy trì cao trong 6 tháng cuối năm là có thể. Ngoài ra, trong điều kiện bình thường, kết quả nửa cuối năm thường chiếm 53% doanh thu năm, (mức bình quân của năm 2006 – 2007 là 52.8 – 52.9%) và dựa trên tình hình kinh tế đang tốt hơn, khả năng thực hiện nửa cuối năm ước khoảng VND1,000 tỷ là hợp lý (chiếm 53% doanh thu cả năm 2009). Như vậy so sánh với quý 3, 4/2008 thì tăng trưởng doanh thu 6 tháng cuối năm vào khoảng 84% với sự tăng mạnh về lượng bán do nhu cầu đã giảm mạnh thời kỳ này năm trước.

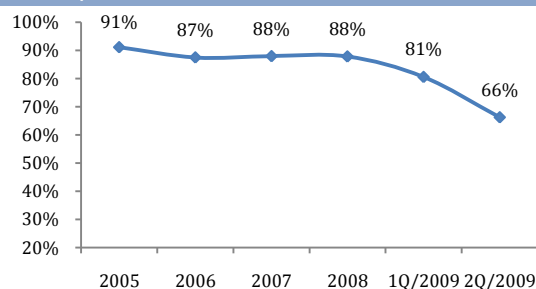
Tăng trưởng các dòng sản phẩm

Sản lượng theo nhóm sản phẩm	2004	2005	2006	2007	2008	2009KH
Lớp xe đạp các loại	3,780,707	3,899,172	4,409,577	4,712,569	4,338,115	4,500,000
Săm XD các loại	2,685,473	2,847,492	3,319,439	3,024,038	2,207,290	2,600,000
Lớp xe máy các loại	571,230	468,004	578,247	748,622	671,672	800,000
Săm xe máy các loại	640,237	560,367	558,135	838,407	878,650	950,000
Lớp ô tô các loại	551,503	497,468	496,622	581,606	589,107	580,000
Săm ô tô các loại	196,815	277,098	286,871	440,289	447,013	400,000

Nguồn : DRC

Biến động giá vốn tạo ra lợi nhuận đột biến trong 2009

Giá vốn/Doanh thu



Nguồn : DRC

Biến động chi phí so sánh 2009 và 2008

	6T2009	6T2008	Tăng/Giảm
Doanh thu	868.0	746.2	16%
Giá vốn	626.5	666.0	-6%
Nguyên vật liệu	439.6	614.3	-28%
Nhân công	50.0	41.9	19%
Khấu hao	21.0	24.6	-14%
Dịch vụ mua ngoài	0.8	1.8	-57%
Chi phí khác bằng tiền	46.9	35.0	34%
Lợi nhuận gộp	241.47	80.25	201%

Nguồn : DRC

Sự sụt giảm giá nguyên liệu đầu vào theo phân tích trên tạo ra tỷ lệ giá vốn thấp nhất chưa từng có trong thời điểm quý 2 trong khi mặt bằng giá bán ổn định và vẫn giữ ở mức cao. Theo đó, với nhu cầu tồn kho bình quân cho 2-3 tháng sản xuất, hoạt động quý 2 thể hiện lợi nhuận tốt do hầu hết nguyên liệu được mua trong thời kỳ giá nguyên liệu thấp nhất trong quý 1. Bình quân tỷ lệ giá vốn của quý 2 là 66% giảm mạnh so với 81% của quý 1 và trung bình 87 – 88% của các năm trước. Trong đó, mức sụt giảm của chi phí nguyên vật liệu ở mức bình quân khoảng 30% so với trung bình 2008 là nguyên nhân chính. Dựa trên kết quả so sánh trung bình 6 tháng đầu năm 2009 so với cùng kỳ 2008, tác động của đòn bẩy hoạt động bao gồm các định phí như chi phí nhân công, khấu hao, và chi phí khác thể hiện vai trò quan trọng trong việc khuếch đại mức tăng của lợi nhuận gộp. Cụ thể, doanh thu 6 tháng tăng ở mức 16% kết hợp với chi phí giá vốn giảm 6%

góp phần đẩy lợi nhuận gộp tăng mạnh mẽ ở mức 201%. Chi phí nguyên liệu, chiếm 70% giá vốn và 50.6% doanh thu sụt giảm mạnh nhất (-28%).

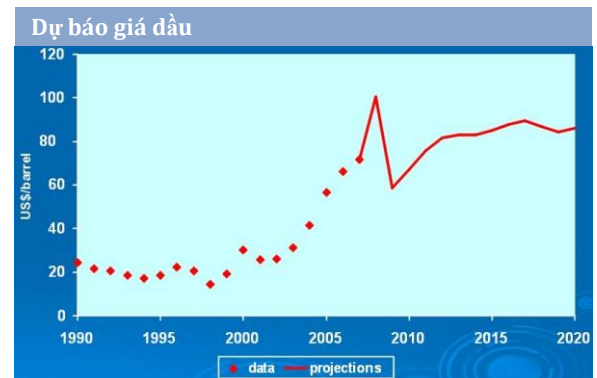
Giá nguyên liệu giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm

Theo số liệu giao dịch của giá cao su thiên nhiên TSR20 tại sàn SICOM (Singapore), giá cao su thấp nhất vào thời điểm tháng 12/2008 ở mức USD1,000/tấn sau khi đạt đỉnh USD3,300 vào tháng 6 và quý 3. Trung bình từ tháng 2 – 6/2009, giá cao su giao dịch ở mức bình quân USD1,600, tăng khoảng 50% so với đầu năm nhưng ổn định ở mức thấp. Tuy nhiên, giá tăng khá mạnh trong tháng 07 (+33%) lên mức USD2,000, gấp đôi giá đầu năm. Dựa trên mức ước nguyên liệu sản xuất cho quý 3 đã tồn hợp lý, đảm bảo biên lợi nhuận duy trì tương tự quý 2, sự gia tăng giá nguyên liệu 33% trong quý 3 sẽ đẩy mặt bằng giá vốn cao hơn trong quý 4 về mức 80% (tương đương quý 1). Điều đó góp phần đưa tỷ lệ giá vốn 2009 về mức khoảng 73% (bình quân của 4 quý).

(*) Tỷ lệ giá vốn ước tính dựa trên cơ cấu chi phí quý 2/2009, điều chỉnh cho các mức tăng chi phí nguyên liệu với giả định các chi phí nguyên liệu tăng cùng tốc độ như giá cao su và các chi phí khác ổn định.



Nguồn : SICOM



Nguồn : IRSG, 11/2008



Nguồn : IRSG



Nguồn : IRSG

Hầu hết giá các nguyên vật liệu như cao su, thép tanh,... đều đạt đáy cuối 2008, đầu 2009 trong bối cảnh kinh tế thế giới rơi vào khủng hoảng. Mặc dù tăng dần trong 6 tháng đầu năm nay, giá các nguyên liệu vẫn còn ở mức thấp so với trung bình của năm 2008 và đỉnh của quý 3/2008. Tuy nhiên, sự hồi phục kinh tế và nhu cầu là chắc chắn trong tương lai với nhiều diễn biến rõ ràng hơn từ 2010. Do đó, xu hướng tăng giá trở lại của các nguyên liệu đã được dự báo trong ngắn hạn, đặc biệt với nguyên liệu chính là cao su, giá cả nguyên liệu của DRC sẽ thể hiện tính nhạy cảm cao theo biến động của giá dầu.

Dựa trên kịch bản giá dầu tăng khoảng 30% trong 2010 (~USD85/thùng), làm chi phí nguyên liệu tăng tương ứng. Với các khoản chi phí và doanh thu tương tự 2009, tỷ lệ giá vốn sẽ tăng lên khoảng 80% tương ứng tỷ lệ lãi gộp 20%, bằng với trung bình của quý 1. Tỷ lệ này là 90% khi giá dầu ~ USD100/thùng tuy nhiên khả năng giá bán cũng sẽ được điều chỉnh nhằm giữ được mức biên lãi gộp hợp lý.

Tỷ suất lợi nhuận 2006 - 2009					
	2006	2007	2008	1Q/2009	2Q/2009
Doanh thu	926.2	1,169.8	1,290.5	357.3	510.7
Giá vốn hàng bán	810.3	1,029.4	1,133.4	288.0	338.5
COGS/Doanh thu	87.5%	88.0%	87.8%	80.6%	66.3%
Lợi nhuận gộp	115.9	140.4	157.1	69.32	172.15
Biên lợi nhuận gộp	12.5%	12.0%	12.2%	19.4%	33.7%
- Chi phí bán hàng	21.4	25.9	34.0	9.7	10.7
- Chi phí quản lý	13.4	17.4	19.8	15.9	4.7
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	81.1	97.1	103.2	43.8	156.7

<i>Biên lợi nhuận tu hoạt động kinh doanh</i>	8.8%	8.3%	8.0%	12.2%	30.7%
Chi phí tài chính	26.6	25.0	65.2	14.2	15.6
Lợi nhuận trước thuế	58.6	77.8	51.9	30.9	143.9
<i>Biên lợi nhuận trước thuế</i>	6.3%	6.7%	4.0%	8.6%	28.2%
Lợi nhuận sau thuế	58.6	77.8	51.9	30.9	143.9
<i>Biên lợi nhuận sau thuế</i>	6.3%	6.7%	4.0%	8.6%	28.2%
ROE*	42%	37%	24%		48.7%
ROA*	12%	13%	8%		29.2%
EPS*	6,334.0	5,966.8	3,376.0		11,362.0
Nguồn : DRC					

(*) Các chỉ tiêu trong 2009 tính cho giai đoạn 6 tháng

Năng lực điều phối thị trường tạo ra sự chủ động đáng kể về giá bán và khả năng ổn định ở biên lợi nhuận cao trong tương lai.

Xem xét theo sản phẩm chính là sẫm lớp ô tô, 3 công ty thuộc Vinachem hiện chiếm khoảng 85% thị phần ở dòng lớp ô tô bias dành cho xe tải nặng. Đó là lợi thế để 3 công ty này nắm bắt và chi phối thị trường với khả năng điều tiết giá bán theo tình hình thị trường. Theo thông tin từ DRC và CSM, 2 công ty chiếm khoảng 65% thị phần thì khả năng giá bán được nâng lên khi giá dầu mỏ tăng trở lại là trong tầm kiểm soát và vẫn đảm bảo được biên lợi nhuận cao so với trung bình trước 2008 nhưng vẫn có độ trễ cũng như nhiều yếu tố có thể tác động ảnh hưởng tốc độ tăng giá bán chậm hơn so với giá nguyên liệu. Sự biến động của thị trường sẫm lớp năm 2008 được xem là cơ hội nhằm thiết lập ra mặt bằng biên lợi nhuận tốt hơn cho các doanh nghiệp trong ngành. Chúng tôi đánh giá cao khả năng này giúp DRC duy trì được biên lợi nhuận cao các năm tới so với quá khứ.

Tỷ suất lợi nhuận cạnh tranh so với các công ty cùng ngành

Hầu hết các chỉ tiêu về biên lợi nhuận cũng như hiệu quả sinh lợi trên vốn sử dụng của DRC đều vượt CSM và SRC thể hiện hiệu quả hoạt động cũng như khả năng kiểm soát tốt hơn các khoản chi phí. Cụ thể, so sánh với đơn vị đầu ngành là CSM, ngoài tỷ lệ giá vốn thấp hơn tạo ra tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn, tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của DRC tốt hơn hẳn đặc biệt trong 6 tháng đầu năm 2009 thể hiện sự chênh lệch lớn do chi phí bán hàng và quản lý mang lại. Tỷ lệ trung bình của khoản chi phí này ổn định khoảng 4 - 5% đối với DRC nhưng lên đến 5.5 - 10% đối với CSM. DRC cũng là doanh nghiệp duy trì được biên lợi nhuận ổn định trong tình hình thị trường biến động mạnh năm 2008.

Giá vốn/Doanh thu									
Chỉ số lợi nhuận	2007			2008			6T/2009		
	DRC	CSM	SRC	DRC	CSM	SRC	DRC	CSM	SRC
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12.0%	14.5%	11.1%	12.2%	11.6%	9.8%	27.8%	23.7%	16.1%
Tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động KD	8.3%	5.9%	5.4%	8.0%	6.0%	5.0%	23.1%	13.4%	11.2%
Biên lợi nhuận ròng	6.7%	4.1%	2.9%	4.0%	0.4%	0.1%	20.1%	9.5%	7.0%
ROA	13.3%	8.2%	5.5%	8.5%	0.8%	0.1%	29.2%	10.5%	6.8%
ROE	37.3%	30.1%	16.6%	24.0%	3.2%	0.6%	48.7%	27.9%	20.1%
EPS (VND/Cổ phiếu)	5,967	5,343	2,409	3,376	435	73	11,362	3,470	3,270
Nguồn : DRC									

Dự phóng tài chính

Doanh thu & Sản lượng tiêu thụ

Dựa trên dự phóng giá bán ổn định đến hết năm 2009, tăng trưởng doanh thu đóng góp từ tăng sản lượng bán ra và mặt bằng giá bán bình quân cũng cao hơn khoảng 15% - 20% so với 2008; lượng tiêu thụ dự kiến tăng khoảng 20% năm nay tạo ra mức tăng chung về doanh thu khoảng 45%, tương đương VND1,868 tỷ theo kế hoạch công ty đưa ra từ giữa năm 2009. Chúng tôi không điều chỉnh đối với kế hoạch này do đánh giá tính khả thi khá cao do doanh thu 6 tháng cuối năm thường cao hơn theo tính chu kỳ (tỷ trọng bình quân 54-55% trong 2 năm 2006, 2007).

Ước doanh thu các năm tới tăng trưởng chủ yếu là từ lớp ô tô trong khi lớp xe đạp (chiếm 8% doanh thu và xếp thứ hai sau lớp ô tô) sẽ tăng trưởng chậm. Theo phân tích tăng trưởng ngành trình bày trang 19, với tỷ trọng đóng góp 75% doanh thu sẽ tạo ra tốc độ tăng trưởng bình quân của DRC nhưng năm tới ở mức 12% (2010) và bình quân 10% các năm sau. Tuy nhiên, sự giới hạn về công suất có thể tạo ra sự gia tăng thấp hơn trung bình ngành nhưng sẽ được bù đắp bằng mức điều tiết giá bán tạo ra mức tăng trưởng như trên khá hợp lý.

(*) Tỷ lệ tăng trưởng khá sát so với xây dựng dự phóng cho 2 năm tới của CSM.

Giá nguyên liệu & Giá vốn

Sự phục hồi được dự báo của ngành công nghiệp ô tô năm 2010 và các nhu cầu kinh tế sẽ tiếp tục đẩy mạnh bằng chi phí cao hơn. Theo dự báo của IRSG, giá dầu dự kiến phục hồi ở mức USD80 – 90/thùng năm 2010, tại mức giá đó và biến động giá cao su trong quá khứ, giá cao su thiên nhiên (NR) ở mức USD2,250/tấn và cao su tổng hợp (SBR) USD1,200/tấn. Dự báo này được đưa ra cuối năm 2008 và cập nhật tốc độ phục hồi nhanh của giá dầu 7 tháng đầu năm nay, ước khả năng giá dầu ở mức USD90 – 100/thùng; tăng 30% - 40% so với hiện tại, như vậy giá cao su sẽ ở mức USD2,500 – 2,700/tấn; tăng 25% - 35% so với hiện tại. Điều đó sẽ tăng chi phí giá vốn vượt mức 80% tuy nhiên chúng tôi đánh giá khả năng tăng giá bán sẽ được thực hiện tại ngưỡng này nhưng chỉ ở mức 10% - 15% nhằm duy trì biên lợi nhuận ròng ở mức 17%, tỷ lệ giá vốn 83%.

Dự phóng hoạt động 2009 - 2013						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu	1,291	1,868	2,092	2,301	2,526	2,772
- Giá vốn hàng bán	(1,133)	(1,364)	(1,736)	(1,910)	(2,096)	(2,301)
Giá vốn/Doanh thu	-88%	-73%	-83%	-83%	-83%	-83%
Lợi nhuận gộp	157	504	356	391	429	471
- Chi phí bán hàng	(34)	(49)	(54)	(60)	(66)	(72)
CP bán hàng/Doanh thu	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
- Chi phí quản lý	(20)	(37)	(42)	(46)	(51)	(55)
CP quản lý/Doanh thu	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	103	418	259	285	313	344
Chi phí tài chính	(65)	(43)	(31)	(24)	(21)	(22)
Lợi nhuận trước thuế	52	376	228	262	292	321
-Thuế TNDN	0	(47)	(29)	(65)	(73)	(80)
Thuế suất	0%	-13%	-13%	-25%	-25%	-25%
Lợi nhuận sau thuế	52	329	199	196	219	241
LN sau thuế/Doanh thu	4%	18%	10%	9%	9%	9%
Nguồn : SBS						

(*) Ước tính các chi phí hoạt động ở mức 4.6%, cao hơn trung bình 3.8 – 4.2% các năm trước với khả năng mở rộng kênh bán hàng phục vụ mở rộng doanh thu, so với trung bình 4.8 – 5.6% của CSM và SRC, xu hướng các chi phí hoạt động từ 2 công ty giảm dần trong 2008.

(*) Tỷ lệ nợ hiện tại vẫn duy trì bao gồm cả vay ngắn hạn và dài hạn tạo ra chi phí lãi vay năm 2009 ước khoảng 30 tỷ và giảm dần các năm sau do nợ được trả dần, lãi suất ước tính ở mức 10%/năm.

(*) Lỗ chênh lệch tỷ giá ước tính dựa trên mức trượt giá hàng năm khoảng 3% với giả định tỷ giá được điều chỉnh một lần trong năm.

Dự phóng dòng tiền 2009 - 2013						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Lợi nhuận sau thuế	52	329	199	196	219	241
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	145	432	299	295	323	354
Thay đổi vốn lưu động	(16)	(111)	(110)	(61)	(66)	(72)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	129	321	189	234	257	282
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(65)	(46)	(74)	(69)	(74)	(81)
FCFF	65	276	115	165	184	201
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(17)	(214)	(107)	(91)	-	-
FCFE	48	62	8	74	184	201
Nguồn : SBS						

Phụ lục: Các bảng biểu số liệu tài chính

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND"Triệu)

	2006	2007	2008
Tài sản	508,695	584,408	614,518
Tài sản ngắn hạn	362,304	437,693	429,046
Tài sản dài hạn	146,391	146,715	185,472
Tài sản cố định	142,034	142,813	179,166
Bất động sản đầu tư	716	716	-
Nguồn vốn	508,695	584,408	614,518
Nợ phải trả	367,573	375,874	398,490
Nợ ngắn hạn	233,907	261,802	303,161
Nợ dài hạn	133,251	114,072	95,329
Nguồn vốn chủ sở hữu	141,122	208,533	216,028
Nguồn vốn - Quỹ	141,660	208,596	216,686
Vốn điều lệ	92,475	130,386	153,846
Thặng dư vốn	3,281	3,281	3,281
Lợi nhuận chưa phân phối	45,904	70,942	54,087

BÁO CÁO THU NHẬP (VND"Triệu)

	2006	2007	2008
Tổng doanh thu	930,892	1,182,138	1,317,075
Doanh thu thuần	926,161	1,169,781	1,290,518
Giá vốn hàng bán	810,261	1,029,411	1,133,437
Lợi nhuận gộp	115,900	140,370	157,081
Thu nhập hoạt động tài chính	317	1,705	10,089
Chi phí hoạt động tài chính	26,568	25,022	65,206
<i>Lãi vay phải trả</i>	23,507	22,105	44,843
Chi phí bán hàng	21,403	25,905	34,020
Chi phí quản lý doanh nghiệp	13,356	17,379	19,843
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	54,890	73,769	48,101
Thu nhập khác	3,683	4,030	3,838
Chi phí khác	3,195	6,931	150
Tổng lợi nhuận trước thuế	55,378	70,868	51,789
Thuế TNDN phải nộp	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	55,378	70,868	51,789
Lợi nhuận ròng	55,378	70,868	51,789

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (VND"Triệu)

	2006	2007	2008
Lưu chuyển tiền từ HĐKD			
Lợi nhuận trước thuế	957,622	1,280,488	1,376,547
Khấu hao	(77,397)	(125,190)	(1,137,806)
Dự phòng	(23,507)	(21,964)	(44,843)
Lãi, lỗ từ HĐĐT	-	-	43,964
LN từ HĐKD trước thay đổi vốn lưu động	(48,511)	(84,862)	(81,446)
Từ hoạt động kinh doanh	758,245	980,944	91,904
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT			
Tiền chi mua sắm, xây dựng TSCĐ	-	-	-
Tiền chi đầu tư góp vốn vào đơn vị khác	-	-	-
Từ hoạt động đầu tư	(77)	(440)	(101,278)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC			
Tiền thu phát hành cổ phiếu, nhân vốn góp	(873,876)	(1,084,108)	(1,593,222)
Tiền vay ngắn và dài hạn được	-	-	(39,114)
Từ hoạt động tài chính	(745,524)	(977,371)	(11,175)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	12,643	3,132	(20,549)
Tiền và tương đương tiền đầu tư	20,321	32,964	36,039
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	32,964	36,039	14,761

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	2006	2007	2008
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu	28.5%	26.3%	10.3%
Lợi nhuận gộp	82.4%	21.1%	11.9%
Lợi nhuận ròng	4417%	28.0%	-26.9%
Tổng tài sản	5.4%	14.9%	5.2%
Vốn chủ	184.9%	47.3%	3.9%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	12.5%	12.0%	12.2%
EBIT biên	8.5%	7.9%	6.6%
Lợi nhuận trước thuế biên	6.0%	6.1%	4.0%
Lợi nhuận ròng biên	6.0%	6.1%	4.0%
ROA	10.9%	12.1%	8.4%
ROE	39.1%	34.0%	23.9%
Phân tích Dupont			
Lợi nhuận gộp (1)	6.0%	6.1%	4.0%
Vòng quay tài sản (2)	182.1%	200.2%	210.0%
Đòn bẩy (3)	359.1%	280.2%	283.6%
ROE = (1) x (2) x (3)	39.1%	34.0%	23.9%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	29.2	21.7	18.4
Số ngày tồn kho	99.8	85.1	90.7
Số ngày phải trả	0.9	0.7	1.3
Vòng quay tổng tài sản	1.8	2.0	2.1
Vòng quay tài sản dài hạn	6.3	8.0	7.0
Vòng quay tài sản cố định	6.5	8.2	7.2
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	1.5	1.7	1.4
Thanh toán nhanh	0.6	0.8	0.5
Thanh toán tiền mặt	0.1	0.1	0.0
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	259.5%	180.2%	183.9%
Tổng nợ/Tổng tài sản	72.3%	64.3%	64.8%
Tổng tài sản/Vốn chủ	359.1%	280.2%	283.6%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	15.62	20.13	35.12
PBV	8.36	8.00	9.09
PS	0.93	1.22	1.41
EPS(VND)	8,196	6,360	3,644
DT/CP(VND/CP)	137,074	104,979	90,808
Giá trị sổ sách(VND/CP)	15,319	15,998	14,085

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (VND'Triệu)

	QIII-08	QIV-08	QI-09	QII-09
Tài sản	719,086	609,247	526,375	598,823
Tài sản ngắn hạn	536,654	423,737	312,066	378,115
Tài sản dài hạn	182,432	185,510	214,309	220,708
Tài sản cố định	178,815	179,166	207,868	214,675
Bất động sản đầu tư	774	-	-	-
Nguồn vốn	719,086	609,247	526,375	598,823
Nợ phải trả	507,754	398,527	309,670	239,553
Nợ ngắn hạn	409,720	303,197	227,646	186,928
Nợ dài hạn	98,034	95,329	82,024	52,625
Nguồn vốn chủ sở hữu	211,332	210,720	216,705	359,270
Nguồn vốn - Quỹ	209,524	211,378	215,145	358,901
Vốn điều lệ	153,846	153,846	153,846	153,846
Thặng dư vốn	3,281	3,281	3,281	3,281
Lợi nhuận chưa phân phối	46,852	48,779	33,945	177,835

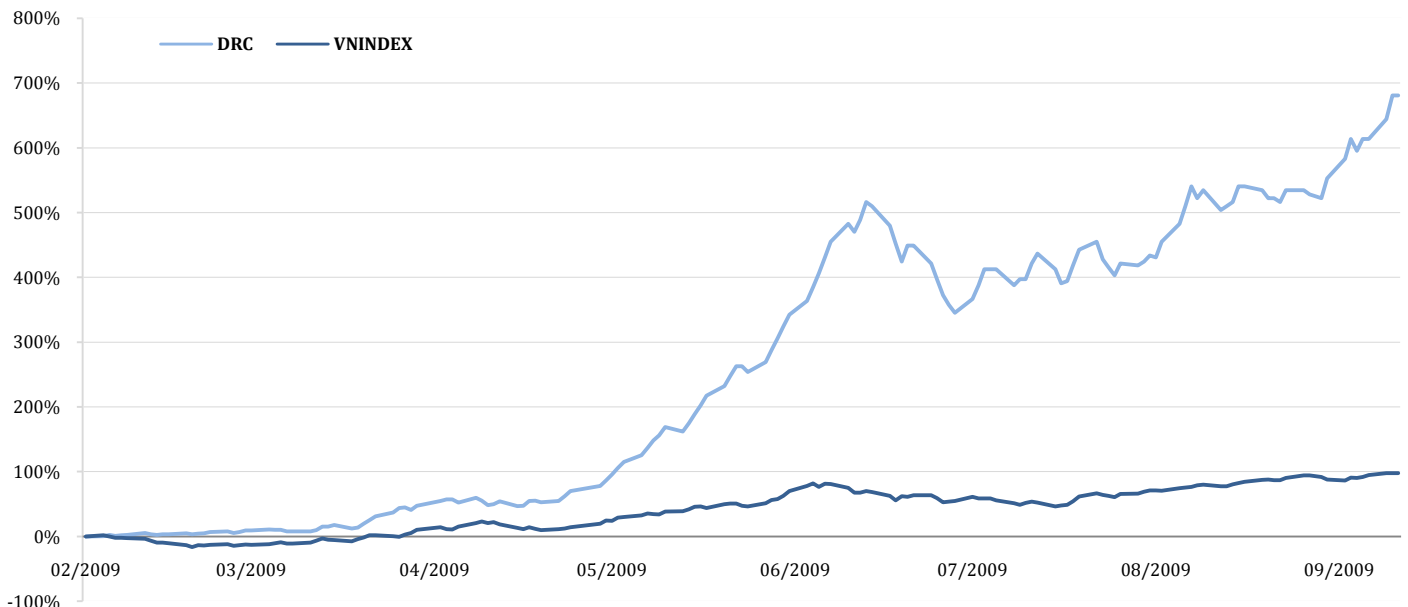
BÁO CÁO THU NHẬP (VND'Triệu)

	QIII-08	QIV-08	QI-09	QII-09
Tổng doanh thu	290,487	267,744	368,002	522,602
Doanh thu thuần	285,161	259,153	357,304	510,690
Giá vốn hàng bán	242,356	230,496	287,981	338,544
Lợi nhuận gộp	42,805	28,657	69,323	172,146
Thu nhập hoạt động tài chính	3,545	4,939	911	1,946
Chi phí hoạt động tài chính	25,274	20,044	14,158	15,587
<i>Lãi vay phải trả</i>	14,923	13,548	6,879	2,745
Chi phí bán hàng	9,358	8,043	9,678	10,708
Chi phí quản lý doanh nghiệp	5,048	4,944	15,896	4,748
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	6,671	566	30,502	143,049
Thu nhập khác	1,134	1,359	405	841
Chi phí khác	-	-	-	-
Tổng lợi nhuận trước thuế	7,805	1,924	30,907	143,890
Thuế TNDN phải nộp	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	7,805	1,924	30,907	143,890
Lợi nhuận ròng	7,805	1,924	30,907	143,890

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	QIV-08	QI-09	QII-09
Chỉ tiêu tăng trưởng			
Doanh thu (YoY)	-15.3%	1.5%	31.9%
Lợi nhuận gộp (YoY)	-31%	78%	316%
Lợi nhuận ròng (YoY)	-89%	40%	880%
Chỉ tiêu hiệu quả			
Lợi nhuận biên	11.1%	19.4%	33.7%
EBIT biên	6.0%	10.6%	28.7%
Lợi nhuận ròng biên	0.7%	8.7%	28.2%
ROA (4Q)	7.0%	8.8%	30.1%
ROE (4Q)	21.8%	26.4%	74.2%
Chỉ tiêu quản lý			
Số ngày phải thu	23	25	21
Số ngày tồn kho	109	59	46
Số ngày phải trả	2	1	2
Hệ số thanh toán			
Thanh toán hiện tại	1.4	1.4	2.0
Thanh toán nhanh	0.5	0.5	1.1
Thanh toán tiền mặt	0.0	0.0	0.2
Cơ cấu vốn			
Tổng nợ/Vốn chủ	188.5%	143.9%	66.7%
Tổng nợ/Tổng tài sản	65.4%	58.8%	40.0%
Tổng tài sản/Vốn chủ	288.2%	244.7%	166.8%
Chỉ tiêu trên cổ phần			
PE	39.1	34.2	10.7
EPS (VND per share)	3271	3738	11994

% THAY ĐỔI GIÁ : VN.INDEX & DRC



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG SÀI GÒN THƯƠNG TÍN

Văn phòng TP.HCM

278 Nam Kỳ Khởi Nghĩa, Dist 1, HCMC
Tel : (84.8)-2 686868; Fax : (84.8) – 2 555957

Văn phòng Hà Nội

Sacombank Building, 88 Ly Thuong Kiet, Ha Noi
Tel : 84-4-9428076; Fax : 84-4-9428075

Giám đốc khối

Nguyễn Huy Cường cuong.nh@sbsc.com.vn

Trưởng phòng nghiên cứu thị trường

Nguyễn Thị Tuyền tuyen.nt@sbsc.com.vn

Phó phòng nghiên cứu thị trường

Nguyễn Thị Thúy Quỳnh quynh.ntt@sbsc.com.vn

Nhóm nghiên cứu thị trường

Ngô Thị Minh Huyền huyen.ntm@sbsc.com.vn
Đỗ Lệnh Trí tri.dl@sbsc.com.vn

Nhóm dữ liệu

Nguyễn Hồng Khanh khanh.ngh@sbsc.com.vn
Phan Thị Kim Tuyền tuyen.ptk@sbsc.com.vn

Hỗ trợ khách hàng

Tel: 84-8-914 7417, 84-8-914 7418
Email: support@sbsc.com.vn
Web: www.sbsc.com.vn

Những thông tin và nhận định mà SBS cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết. Bản báo cáo này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong báo cáo dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. SBS không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.