

## Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

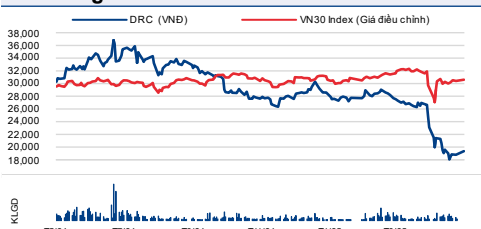
Giá mục tiêu: VNĐ21,600 (từ VNĐ29,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.6%

|                                       |                           |
|---------------------------------------|---------------------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (5/5/2025)</b> | <b>19,350</b>             |
| Mã Bloomberg                          | DRC VN                    |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)              | 18,050-36,817             |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)              | 19,350                    |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)             | 2,299                     |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)           | 88.6                      |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)               | 119                       |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)         | 0                         |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)            | 0                         |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN              | 0%                        |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                   | 6.20%                     |
| Tỷ lệ freefloat                       | 41.7%                     |
| Cổ đông lớn                           | Hóa chất Việt Nam (50.5%) |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | (16.2) | (31.0) | (33.5)  |
| So với chỉ số    | (18.8) | (30.4) | (36.8)  |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch. lệch |
|---------------|-------|------------|------------|
| 2025F         | 1,229 | 2,165      | (43.2)     |
| 2026F         | 1,391 | 2,383      | (41.6)     |
| 2027F         | 1,566 | 2,674      | (41.4)     |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

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

## Chuyên viên phân tích

### Mai Đoàn Ngọc Hân

Chuyên viên phân tích cao cấp, Ngành  
han.mdn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299

### Võ Thị Ngọc Hân, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp  
han.vtn@hsc.com.vn  
+84 28 3823 3299 Ext. 314

## Chi phí tăng cao kéo giảm lợi nhuận, nhưng nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) mặc dù giảm 27% giá mục tiêu xuống 21.600đ và giảm dự báo LN. Lưu ý, HSC cho là LN đã chạm đáy trong Q1; tỷ suất LN góp dự kiến cải thiện từ Q2 nhờ giá NVL giảm.
- Dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 được điều chỉnh giảm bình quân 35% do chi phí đầu vào cao và sản lượng tiêu thụ TBR (lốp radial cho xe tải/xẻ buýt) giảm dựa trên triển vọng xuất khẩu kém khả quan hơn. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 30% trong năm 2025 trước khi tăng 12-13% mỗi năm trong năm 2026-2027, với giả định nhu cầu trở lại mức bình thường khi không còn lo ngại liên quan đến chính sách thuế của Mỹ.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, DRC có mức định giá thấp và đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 7,2 lần.

## Sự kiện: Lợi nhuận Q1/2025 kém do chi phí đầu vào tăng mạnh

KQKD Q1/2025 của DRC thấp hơn kỳ vọng chủ yếu do lợi nhuận giảm. Mặc dù doanh thu thuần đạt 1.118 tỷ đồng (tăng 21% svck và tăng 6% so với quý trước), lợi nhuận thuần giảm mạnh xuống 9,5 tỷ đồng, giảm 81% svck và giảm 84% so với quý trước (thấp hơn 21% so với dự báo của chúng tôi ở mức 12 tỷ đồng) do chi phí nguyên vật liệu tăng cao, tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.

BLD DRC kỳ vọng KQKD phục hồi trong Q2/2025, trong đó doanh thu thuần dự kiến đạt 1.338 tỷ đồng (giảm 5% svck nhưng tăng 10% so với quý trước) và LNTT đạt 79 tỷ đồng (giảm 23% svck nhưng tăng khoảng 6 lần so với quý trước). Nếu Công ty hoàn thành mục tiêu LNTT, KHKD nửa đầu năm 2025 chỉ đạt 29% dự báo cũ về lợi nhuận 2025 của HSC. Do DRC tăng mạnh tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong 2 quý vừa qua, chúng tôi dự báo Công ty sẽ gặp thách thức về tăng trưởng – ít nhất là trong năm 2025, trong bối cảnh kinh tế bất ổn liên quan đến chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ.

## Tác động: Giảm bình quân 35% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 35% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027. Dựa trên những bất ổn liên quan đến nhu cầu và nguyên liệu đầu vào do tác động từ chính sách thuế của Mỹ, chúng tôi xem năm 2025 là năm thách thức đối với DRC bắt chấp sản lượng tiêu thụ vẫn vững chắc trong ngắn hạn nhờ hoạt động nhập trữ hàng hóa trước tại thị trường Mỹ và Brazil (từ các khách hàng mới). Do hoạt động xuất khẩu trở lại mức bình thường trong trung hạn, đà tăng trưởng lợi nhuận dự kiến sẽ phục hồi 12-13% mỗi năm trong năm 2026-2027. Dự báo được điều chỉnh của chúng tôi – thấp hơn so với mức bình quân chậm điều chỉnh của thị trường – cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 12%.

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, DRC có mức định giá thấp và đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn bình quân từ năm 2019 ở mức 7,2 lần. Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra giả định định giá mới (thận trọng hơn), chúng tôi giảm 27% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá 12%). Nhìn chung, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DRC lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) nhờ mức định giá rẻ và các yếu tố nền tảng có vẻ cải thiện, và đã phục hồi bắt đầu từ Q2 do chi phí đầu vào giảm trong tháng 1/2025.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 6/5.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-23A | 12-24A | 12-25F  | 12-26F   | 12-27F   |
|---------------------------|--------|--------|---------|----------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 395    | 285    | 378 ▼   | 404 ▼    | 435 ▼    |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 247    | 232    | 162 ▼   | 184 ▼    | 207 ▼    |
| EPS ĐC (đồng)             | 1,869  | 1,755  | 1,229 ▼ | 1,391 ▼  | 1,566 ▼  |
| DPS (đồng)                | 1,200  | 1,500  | 1,500   | 1,500    | 1,800    |
| BVPS (đồng)               | 15,594 | 16,122 | 15,988  | 16,034 ▼ | 15,974 ▼ |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 6.50   | 10.6   | 7.89    | 7.46     | 7.03     |
| P/E ĐC (lần)              | 10.4   | 11.0   | 15.7    | 13.9     | 12.4     |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 6.20   | 7.75   | 7.75    | 7.75     | 9.30     |
| P/B (lần)                 | 1.24   | 1.20   | 1.21    | 1.21     | 1.21     |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (20.0) | (6.13) | (29.9)  | 13.2     | 12.6     |
| ROAE (%)                  | 13.1   | 12.3   | 8.51    | 9.65     | 10.9     |

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

## Lợi nhuận Q1/2025 có thể đã chạm đáy; sát với giá trị hợp lý

HSC giảm mạnh dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh những khó khăn liên quan đến chi phí đầu vào có thể tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận. Dự báo được điều chỉnh của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 12%. Lưu ý rằng, chúng tôi dự báo lợi nhuận đã chạm đáy trong Q1/2025, do chi phí đầu vào – bắt đầu giảm trong tháng 1/2025 – có thể sẽ dẫn đến KQKD tốt hơn. Chúng tôi giảm 27% giá mục tiêu xuống 21.600đ (tiềm năng tăng giá 12%) nhưng nâng khuyến nghị đối với DRC lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) do những thách thức trong ngắn hạn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu. Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 7,2 lần.

### KQKD Q1/2025 kém tích cực, với lợi nhuận thuần giảm mạnh 81% so với cùng kỳ

KQKD Q1/2025 của DRC thấp hơn kỳ vọng chủ yếu do lợi nhuận giảm. Mặc dù doanh thu thuần đạt 1.118 tỷ đồng (tăng 21% so với cùng kỳ và tăng 6% so với quý trước), LNST giảm mạnh 81% so với cùng kỳ và 84% so với quý trước xuống 9,5 tỷ đồng. Lợi nhuận thuần thực tế thấp hơn 21% so với dự báo của chúng tôi ở mức 12 tỷ đồng, do chi phí nguyên liệu tăng cao tạo áp lực lên tỷ suất lợi nhuận.

#### Doanh thu tăng trưởng vững chắc nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh

Doanh thu thuần Q1/2025 tăng 21% so với cùng kỳ (tăng 6% so với quý trước) đạt 1.180 tỷ đồng nhờ sản lượng tiêu thụ của các phân khúc sản phẩm chính cải thiện.

- **Lốp radial cho xe tải/xe buýt (TBR)** ghi nhận doanh thu 744 tỷ đồng (tăng 28% so với cùng kỳ và tăng 21% so với quý trước), với sản lượng tiêu thụ tăng 36% so với cùng kỳ đạt 207.149 chiếc.
- **Lốp radial cho xe du lịch/xe con (PCR)** ghi nhận doanh thu 53 tỷ đồng (tăng 41% so với cùng kỳ và tăng 131% so với quý trước) nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 21% so với cùng kỳ đạt 101.369 chiếc.
- Lốp bias ghi nhận 209 tỷ đồng doanh thu (tăng 19% so với cùng kỳ nhưng giảm 23% so với quý trước), với sản lượng tiêu thụ tăng 7% so với cùng kỳ đạt 96.467 chiếc.

Ở thị trường xuất khẩu, doanh thu tăng 26% so với cùng kỳ (và tăng 34% so với quý trước) đạt 33,5 triệu USD trong Q1/2025, nhờ số lượng đơn hàng từ Mỹ và Brazil tăng mạnh, với giá trị xuất khẩu tăng lần lượt 7% so với cùng kỳ và 2 lần so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong giai đoạn Q4/2024-Q1/2025 tăng so với cùng kỳ là nhờ (1) bối cảnh cạnh tranh thuận lợi do lốp radial cho xe tải/xe buýt (TBR) của Thái Lan bị áp thuế 48,4% và (2) hoạt động tích trữ hàng trước khi mức thuế mới được công bố trong tháng 4/2025. Đối với thị trường Brazil, Công ty có thêm 4 khách hàng mới, bù đắp cho số khách hàng bị mất vào cuối năm 2024. (Biểu đồ 5).

#### Chi phí đầu vào cao, kéo giảm tỷ suất lợi nhuận gộp

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh 5,6 điểm phần trăm xuống mức 11,1% trong Q1/2025, từ mức 16,6% trong Q1/2024 và giảm 1,5 điểm phần trăm so với quý trước, từ mức 12,6% trong Q4/2024. Tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực chủ yếu do chi phí đầu vào tăng 19% so với cùng kỳ, đặc biệt là giá cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp tăng lần lượt là 53% và 27% so với cùng kỳ (hai loại cao su này chiếm 54% chi phí nguyên vật liệu trong Q1/2025). Trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các phân khúc sản phẩm đều thu hẹp, tỷ suất lợi nhuận của lốp PCR (lốp radial cho xe du lịch/xe con) cải thiện nhờ vào hiệu quả của nỗ lực tối ưu hóa chi phí.

**Bảng 1: KQKD Q1/2025, DRC**

Lợi nhuận thuần Q1/2025 giảm 81% so với cùng kỳ (giảm 84% so với quý trước) xuống 9 tỷ đồng

| Tỷ đồng                 | Q1/24      | Q2/24        | Q4/24        | Q1/25        | So với cùng kỳ | So với quý trước | Dự báo cũ 2025 - HSC | % hoàn thành dự báo cũ |
|-------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|----------------|------------------|----------------------|------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>  | <b>973</b> | <b>1,364</b> | <b>1,118</b> | <b>1,180</b> | <b>21.2%</b>   | <b>5.5%</b>      | <b>5,179</b>         | <b>22.8%</b>           |
| Lợi nhuận gộp           | 162        | 274          | 141          | 131          | -19.3%         | -7.3%            |                      |                        |
| Lợi nhuận HĐ tài chính  | 3          | 5            | 13           | -9           | -431.2%        | -164.5%          |                      |                        |
| Chi phí BH&QL           | -105       | -182         | -81          | -111         | 4.9%           | 36.5%            |                      |                        |
| LNTT                    | 58         | 97           | 73           | 11           | -81.3%         | -85.2%           | 311                  | 3.5%                   |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>  | <b>49</b>  | <b>77</b>    | <b>59</b>    | <b>9</b>     | <b>-80.8%</b>  | <b>-84.0%</b>    | <b>249</b>           | <b>3.8%</b>            |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp   | 16.6%      | 20.1%        | 12.6%        | 11.1%        |                |                  |                      |                        |
| Chi phí BH&QL/doanh thu | -10.8%     | -13.3%       | -7.3%        | -9.4%        |                |                  |                      |                        |
| Tỷ suất LNTT            | 6.0%       | 7.1%         | 6.6%         | 0.9%         |                |                  |                      |                        |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 5.1%       | 5.7%         | 5.3%         | 0.8%         |                |                  |                      |                        |

Nguồn: DRC, HSC

**Bảng 2: Cơ cấu doanh thu theo dòng sản phẩm Q1/2025, DRC**

Doanh thu thuần Q1/25 được thúc đẩy nhờ doanh thu TBR và PCR tăng mạnh

| Tỷ đồng               | Q1/24      | Q1/25        | So với cùng kỳ | So với quý trước |
|-----------------------|------------|--------------|----------------|------------------|
| <b>Tổng doanh thu</b> | <b>973</b> | <b>1,180</b> | <b>21.2%</b>   | <b>5.5%</b>      |
| TBR                   | 580        | 744          | 28.4%          | 20.5%            |
| PCR                   | 38         | 53           | 40.5%          | 131.4%           |
| Lốp Bias              | 176        | 209          | 18.6%          | -22.6%           |
| Lốp xe máy            | 82         | 69           | -15.7%         | -28.7%           |
| Lốp xe đạp            | 64         | 67           | 5.8%           | 10.2%            |
| <b>% tỷ trọng</b>     |            |              |                |                  |
| TBR                   | 59.6%      | 63.1%        |                |                  |
| PCR                   | 3.9%       | 4.5%         |                |                  |
| Lốp Bias              | 18.1%      | 17.7%        |                |                  |
| Lốp xe máy            | 8.4%       | 5.8%         |                |                  |
| Lốp xe đạp            | 6.5%       | 5.7%         |                |                  |

Nguồn: DRC, HSC

**Bảng 3: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q1/25, DRC**

Doanh số xuất khẩu tăng trưởng và tiêu thụ trong nước của TBR và PCR tăng mạnh

| Nghìn USD                    | Q1/24          | Q1/25          | So với cùng kỳ | So với quý trước |
|------------------------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>Lốp Bias</b>              | <b>90,477</b>  | <b>96,467</b>  | <b>6.6%</b>    | <b>-23.0%</b>    |
| Trong nước                   | 53,906         | 61,083         | 13.3%          | -31.8%           |
| Xuất khẩu                    | 36,571         | 35,384         | -3.2%          | -0.9%            |
| <b>TBR</b>                   | <b>151,978</b> | <b>207,149</b> | <b>36.3%</b>   | <b>28.0%</b>     |
| Trong nước                   | 21,864         | 24,166         | 10.5%          | -21.2%           |
| Xuất khẩu                    | 130,114        | 182,983        | 40.6%          | 39.5%            |
| <b>PCR</b>                   | <b>84,017</b>  | <b>101,369</b> | <b>20.7%</b>   | <b>154.7%</b>    |
| Trong nước                   | 1,670          | 5,984          | 258.3%         | -10.2%           |
| Xuất khẩu                    | 82,347         | 95,385         | 15.8%          | 187.9%           |
| <b>% xuất khẩu/tổng cộng</b> |                |                |                |                  |
| Lốp Bias                     | 40.4%          | 36.7%          |                |                  |
| TBR                          | 85.6%          | 88.3%          |                |                  |
| PCR                          | 98.0%          | 94.1%          |                |                  |

Nguồn: DRC, HSC

#### Bảng 4: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo dòng sản phẩm, DRC

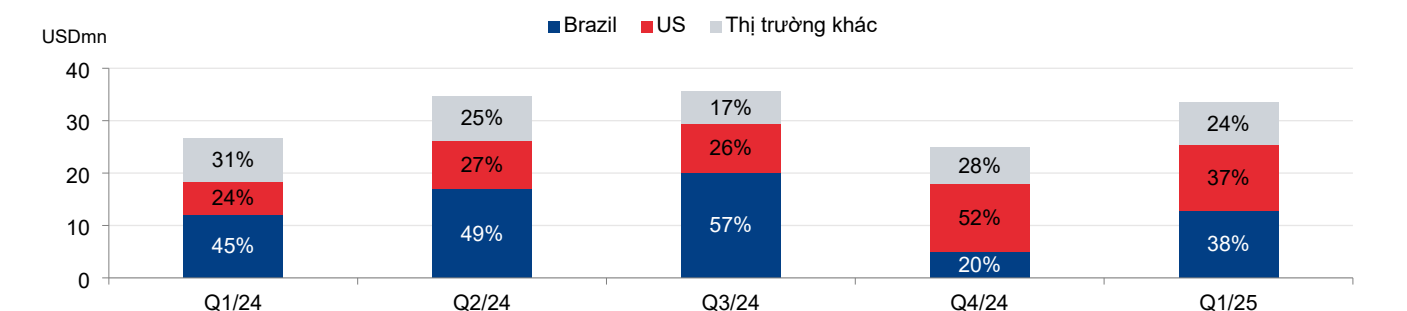
Tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các dòng sản phẩm đều giảm mạnh, trừ PCR

|            | Q1/24        | Q1/25        | Chênh lệch so với cùng kỳ (điểm phần trăm) | Chênh lệch so với quý trước (điểm phần trăm) |
|------------|--------------|--------------|--------------------------------------------|----------------------------------------------|
| <b>GPM</b> | <b>16.6%</b> | <b>11.1%</b> | <b>-5.6</b>                                | <b>-1.5</b>                                  |
| TBR        | 18.6%        | 9.9%         | -8.7                                       | -0.6                                         |
| PCR        | -20.4%       | -4.5%        | 15.9                                       | 1.7                                          |
| Bias       | 16.7%        | 15.4%        | -1.4                                       | -0.2                                         |
| Xe máy     | 17.0%        | 15.2%        | -1.8                                       | 0.5                                          |
| Xe đạp     | 18.1%        | 14.1%        | -4.0                                       | -4.0                                         |

Nguồn: DRC, HSC

#### Biểu đồ 5: Tỷ trọng theo thị trường, DRC

Doanh số xuất khẩu quý 1/2025 tăng 26% so với quý trước, trong đó dẫn đầu là xuất khẩu sang Mỹ tăng 2 lần và xuất khẩu sang Brazil tăng 7% so với cùng kỳ



Nguồn: DRC, HSC

#### Chi phí bán hàng & quản lý tăng 5% so với cùng kỳ

Chi phí bán hàng & quản lý Q1/2025 tăng 5% so với cùng kỳ lên 111 tỷ đồng, đa phần do chi phí bán hàng tăng 7% so với cùng kỳ lên 93 tỷ đồng vì DRC hỗ trợ một phần chi phí vận tải cho khách hàng. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu giảm xuống 9,4% trong Q1/2025, từ mức 10,8% trong Q1/2024, nhưng cao hơn mức 7,3% trong Q4/2024.

#### KHKD thận trọng cho Q2/2025

Cho Q2/2025, DRC đề ra mục tiêu kinh doanh tăng dần nhưng ở mức thấp hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi. DRC kỳ vọng doanh thu thuần đạt 1.338 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ nhưng tăng 10% so với quý trước) và LNTT đạt 79 tỷ đồng (giảm 23% so với cùng kỳ trong khi tăng 588% so với quý trước), nhờ sản lượng xuất khẩu cao hơn và hiệu quả chi phí từ việc giảm chi phí logistics và tỷ giá.

Đáng lưu ý, nếu DRC hoàn thành KHKD Q2/2025, thì LNTT 6 tháng đầu năm 2025 của Công ty sẽ chỉ đạt 29% dự báo cho cả năm 2025 của HSC – cho thấy mức dự báo của chúng tôi khá cao. Trong bối cảnh nhu cầu và giá nguyên vật liệu đầu vào không ổn định, chúng tôi dự báo trong năm 2025, DRC sẽ gặp nhiều khó khăn trong việc cải thiện lợi nhuận mặc dù sản lượng tiêu thụ vẫn tăng trong ngắn hạn.

#### Giảm bình quân 35% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC giảm bình quân 35% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhằm phản ánh áp lực dai dẳng từ chi phí nguyên vật liệu cao và triển vọng ngày càng xấu đi đối với hoạt động xuất khẩu lớp TBR, đặc biệt là trong nửa cuối năm 2025.

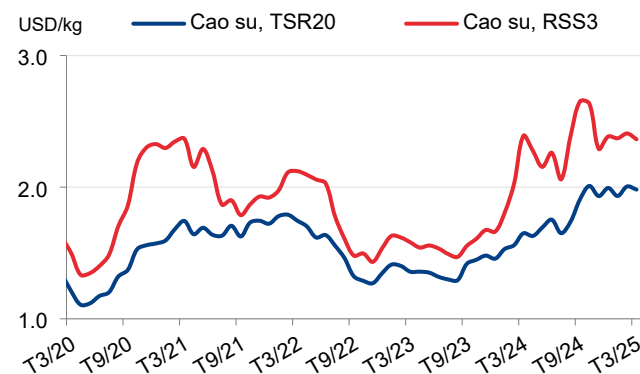
Tỷ suất lợi nhuận giảm do chi phí đầu vào tăng mạnh (như đã ghi nhận trong Q1/2025) chủ yếu là do giá cao su tăng cao vào cuối năm 2024 vì nguồn cung hạn chế dưới tác động bất lợi của hiện tượng thời tiết El Nino. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng giá cao su đầu vào sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ trong nửa cuối năm 2025 từ mức nền cao nhưng vẫn không đổi so với nửa đầu năm 2025. Chi phí đầu vào của 2025 tính theo % doanh thu dự kiến tăng nhẹ lên 71,6% (so với mức 71,4% trong năm 2024). Kết quả này sát với kỳ vọng của DRC, do BLĐ tin rằng giá cao su thiên nhiên đang ở mức cao kỷ lục và kỳ vọng giá sẽ ổn định và không biến động lớn trong thời gian tới. Thông

thường, Công ty mua nguyên liệu thô trước 3 tháng. Điều này có khả năng giúp giảm chi phí trong các quý tiếp theo khi giá đầu vào giảm nhẹ như trong Q1/2025.

Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 162 tỷ đồng (giảm 30% so với cùng kỳ). Cho năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần phục hồi lần lượt ở mức 13,2% và 12,6% đạt 184 tỷ đồng và 207 tỷ đồng dựa trên kỳ vọng môi trường xuất khẩu ổn định hơn. Do DRC tăng mạnh tỷ trọng xuất khẩu sang thị trường Mỹ trong 2 quý vừa qua, chúng tôi dự báo Công ty sẽ gặp thách thức về tăng trưởng – ít nhất là trong năm 2025, trong bối cảnh kinh tế bất ổn liên quan đến chính sách thuế ‘đối ứng’ của Mỹ. Mặc dù mở rộng sang thị trường châu Âu và Nga để bù đắp cho phần nhu cầu có khả năng sụt giảm tại Mỹ, Công ty đối mặt với sự cạnh tranh ngày càng gay gắt với sản phẩm của Trung Quốc tại các thị trường khác. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm thận trọng trong việc đưa ra dự báo về sản lượng tiêu thụ.

**Biểu đồ 6: Giá cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp, toàn cầu**

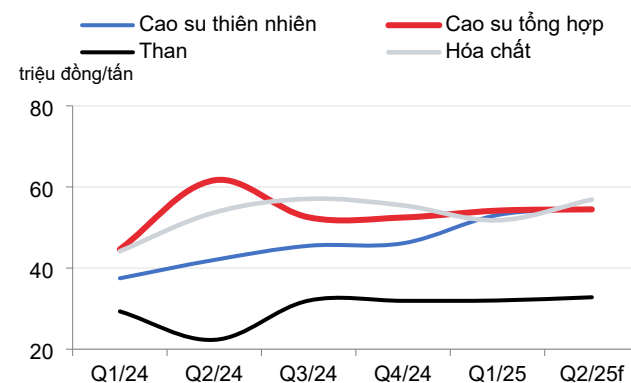
Giá cao su toàn cầu giảm nhẹ trong Q1/25...



Nguồn: IMF, World Bank, HSC

**Biểu đồ 7: Giá nguyên liệu đầu vào chính của DRC**

... chúng tôi dự báo giá nguyên liệu đầu vào giảm sẽ phản ánh trong KQKD 6 tháng cuối năm 2025



Nguồn: DRC, HSC

Các giả định chính như sau:

- **Đối với TBR (lốp radial cho xe tải/xe buýt)**, chúng tôi giảm bình quân 8% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 xuống 797.476 chiếc trong năm 2025 (tăng 8% so với cùng kỳ) và tăng lần lượt 8% và 10% dự báo cho năm 2026-2027 đạt 861.274 chiếc và 947.402 chiếc. Dự báo lợi nhuận được điều chỉnh giảm do một phần lớn doanh thu đến từ các khách hàng Mỹ (doanh thu lốp TBR bán tại Mỹ đóng góp khoảng 25% vào tổng doanh thu thuần, theo DRC).
- **Đối với lốp bias**, chúng tôi tăng nhẹ bình quân 4% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 sau khi có KQKD tích cực trong Q1/2025, với kỳ vọng mức tăng trưởng 25 mỗi năm đạt 449.979 chiếc trong năm 2025, 458.979 chiếc trong năm 2026 và 468.158 chiếc trong năm 2027.
- **Đối với lốp PCR (lốp radial cho xe du lịch/xe con)**, chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025-2027 với sản lượng tiêu thụ tăng 20% so với cùng kỳ lên 86.400 chiếc trong năm 2025, và tăng 10% mỗi năm (so với cùng kỳ) trong năm 2026-2027 lên 95.040 chiếc và 104.544 chiếc. Những sản phẩm này chủ yếu phục vụ thị trường Brazil và Mexico, chúng tôi cho rằng nhu cầu sẽ tiếp tục ổn định trong thời gian tới, như đã ghi nhận trong Q1/2025.
- HSC giữ nguyên giả định **giá bán bình quân không đổi** ở tất cả các phân khúc sản phẩm chính, trong đó lốp giá bán bình quân của TBR ở mức 5 triệu đồng/chiếc, lốp bias 2 triệu đồng/chiếc và lốp PCR 6 triệu đồng/chiếc.
- Theo đó, dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp được điều chỉnh giảm lần lượt 14,5%/14,6%/14,7% trong năm 2025/2026/2027, so với mức 16,1%/16,2%/16,3% trong dự báo trước đó của chúng tôi.

**BẢNG 8: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2025-2027, DRC**

Hạ bình quân 35% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

| Tỷ đồng                 | Dự báo cũ    |              |              |              | Dự báo mới   |              |              | Điều chỉnh    |               |               |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|                         | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
| <b>Doanh thu thuần</b>  | <b>4,673</b> | <b>5,179</b> | <b>5,635</b> | <b>6,052</b> | <b>4,978</b> | <b>5,315</b> | <b>5,735</b> | <b>-3.9%</b>  | <b>-5.7%</b>  | <b>-5.2%</b>  |
| Lợi nhuận gộp           | 729          | 834          | 914          | 987          | 721          | 774          | 842          | -13.5%        | -15.3%        | -14.7%        |
| LNTT                    | 289          | 311          | 361          | 397          | 203          | 229          | 258          | -34.8%        | -36.4%        | -34.9%        |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>  | <b>232</b>   | <b>249</b>   | <b>289</b>   | <b>318</b>   | <b>162</b>   | <b>184</b>   | <b>207</b>   | <b>-34.8%</b> | <b>-36.4%</b> | <b>-34.9%</b> |
| <b>Tăng trưởng</b>      |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| <b>Doanh thu thuần</b>  | -4.6%        | 10.8%        | 8.8%         | 7.4%         | 6.5%         | 6.8%         | 7.9%         |               |               |               |
| Lợi nhuận gộp           | -10.3%       | 14.4%        | 9.5%         | 8.0%         | -1.1%        | 7.3%         | 8.8%         |               |               |               |
| LNTT                    | -25.3%       | 7.6%         | 16.0%        | 10.1%        | -29.9%       | 13.2%        | 12.6%        |               |               |               |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>  | -24.9%       | 7.4%         | 16.0%        | 10.1%        | -30.0%       | 13.2%        | 12.6%        |               |               |               |
| <b>% tỷ trọng</b>       |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp   | 15.6%        | 16.1%        | 16.2%        | 16.3%        | 14.5%        | 14.6%        | 14.7%        |               |               |               |
| Chi phí BH&QL/doanh thu | 9.5%         | 9.2%         | 9.2%         | 9.2%         | 9.4%         | 9.4%         | 9.4%         |               |               |               |
| LNTT/doanh thu          | 6.2%         | 6.0%         | 6.4%         | 6.6%         | 4.1%         | 4.3%         | 4.5%         |               |               |               |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần | 5.0%         | 4.8%         | 5.1%         | 5.2%         | 3.3%         | 3.5%         | 3.6%         |               |               |               |

Nguồn: HSC

**Bảng 9: Dự báo sản lượng tiêu thụ, DRC**

Chúng tôi hạ bình quân 8% dự báo sản lượng tiêu thụ lớp TBR trong giai đoạn 2025-2027

| Đơn vị             | Dự báo cũ |         |         |           | Dự báo mới |         |         | Điều chỉnh |       |       |
|--------------------|-----------|---------|---------|-----------|------------|---------|---------|------------|-------|-------|
|                    | 2024      | 2025F   | 2026F   | 2027F     | 2025F      | 2026F   | 2027F   | 2025F      | 2026F | 2027F |
| Lớp Bias           | 441,156   | 441,156 | 441,156 | 441,156   | 449,979    | 458,979 | 468,158 | 2.0%       | 4.0%  | 6.1%  |
| TBR                | 738,404   | 849,165 | 951,064 | 1,046,171 | 797,476    | 861,274 | 947,402 | -6.1%      | -9.4% | -9.4% |
| PCR                | 72,000    | 86,400  | 95,040  | 104,544   | 86,400     | 95,040  | 104,544 | 0.0%       | 0.0%  | 0.0%  |
| <b>Tăng trưởng</b> |           |         |         |           |            |         |         |            |       |       |
| Lớp Bias           |           | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%      | 2.0%       | 2.0%    | 2.0%    |            |       |       |
| TBR                |           | 15.0%   | 12.0%   | 10.0%     | 8.0%       | 8.0%    | 10.0%   |            |       |       |
| PCR                |           | 20.0%   | 10.0%   | 10.0%     | 20.0%      | 10.0%   | 10.0%   |            |       |       |

Nguồn: HSC

## Giảm 27% giá mục tiêu xuống 21.600đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 12%/t

### Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá mới, HSC giảm 27% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 21.600đ. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 12% và cổ phiếu có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 và 2026 ở mức 8,9 lần và 8,2 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DRC lên Tăng tỷ trọng (từ Giữ) và giữ quan điểm thận trọng về triển vọng lợi nhuận do những bất ổn xung quanh mức chi phí đầu vào cao kỷ lục và chính sách thuế 'đối ứng' của Mỹ trong năm 2025 nhưng kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi từ Q2/2025 từ mức đáy trong Q1/2025.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá mục tiêu của DRC. Các giả định chính như sau:

- Chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, hệ số beta 1,05 lần và chi phí nợ trước thuế 9%, nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5% trước đó) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ của HSC. Dựa trên những thông tin này, giả định WACC ở mức 13,2% (từ 11,9% trước đó).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi).
- Chúng tôi chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

**Bảng 10: Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DRC**

Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DRC

|                            | Dự báo mới   | Dự báo cũ    |
|----------------------------|--------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 4.0%         | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro vốn CSH     | 8.8%         | 7.5%         |
| Beta                       | 1.05         | 1.05         |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>     | <b>13.2%</b> | <b>11.9%</b> |
| Phần bù rủi ro tín dụng    | 5.0%         | 5.0%         |
| Chi phí nợ                 | 9.0%         | 9.0%         |
| Thuế suất                  | 20.0%        | 20.0%        |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>7.2%</b>  | <b>7.2%</b>  |

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Tính toán WACC, DRC**

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,2%

|                          |              |
|--------------------------|--------------|
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn | 83.7%        |
| Nợ / Tổng nguồn vốn      | 16.3%        |
| <b>WACC</b>              | <b>12.2%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Tính toán FCFF, DRC**

| Năm                                | 2025F      | 2026F      | 2027F      | 2028F      | 2029F      | FY30F      |
|------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Thu nhập thuần                     | 162        | 184        | 207        | 226        | 240        | 254        |
| + Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất) | 36         | 36         | 36         | 36         | 37         | 38         |
| + Khấu hao                         | 125        | 129        | 132        | 134        | 137        | 138        |
| - Thay đổi vốn lưu động            | 71         | (78)       | (99)       | (84)       | (65)       | (58)       |
| - Chi phí đầu tư cơ bản            | (100)      | (53)       | (57)       | (49)       | (38)       | (33)       |
| <b>FCFF</b>                        | <b>295</b> | <b>217</b> | <b>218</b> | <b>264</b> | <b>310</b> | <b>339</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 13: Định giá DCF, DRC**

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của HSC là 21.600đ

| Tỷ đồng                                           | 2025F         | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | FY30F |
|---------------------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn                        |               |       |       |       |       | 2.0%  |
| Giá trị dài hạn                                   |               |       |       |       |       | 3,391 |
| Dòng tiền tương lai                               | 295           | 217   | 218   | 264   | 310   | 3,730 |
| Hệ số chiết khấu                                  | 1.0           | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.5   | 1.7   |
| <b>Giá trị hiện tại</b>                           | 295           | 205   | 183   | 198   | 207   | 2,222 |
| <b>Giá trị của doanh nghiệp</b>                   | <b>3,310</b>  |       |       |       |       |       |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do đến năm 2030 | 1,088         |       |       |       |       |       |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn              | 2,222         |       |       |       |       |       |
| - Tổng nợ                                         | (959)         |       |       |       |       |       |
| + Tiền & các khoản tương đương tiền               | 221           |       |       |       |       |       |
| <b>Giá trị của vốn CSH</b>                        | <b>2,572</b>  |       |       |       |       |       |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)           | 118.8         |       |       |       |       |       |
| <b>Giá mục tiêu (đồng)</b>                        | <b>21,600</b> |       |       |       |       |       |

Nguồn: HSC

**Bảng 14: Phân tích độ nhạy với giá mục tiêu, DRC**

Kịch bản cơ sở của HSC sử dụng giả định lãi suất phi rủi ro là 4% &amp; tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

| Đồng | Tốc độ tăng trưởng dài hạn | Lãi suất phi rủi ro |        |        |        |        |      |
|------|----------------------------|---------------------|--------|--------|--------|--------|------|
|      |                            | 1.0%                | 3.0%   | 3.5%   | 4.0%   | 4.5%   | 5.0% |
|      |                            | 22,300              | 21,100 | 20,000 | 19,000 | 18,000 |      |
|      |                            | 23,300              | 22,000 | 20,800 | 19,700 | 18,700 |      |
|      |                            | 24,400              | 22,900 | 21,600 | 20,500 | 19,400 |      |
|      |                            | 25,600              | 24,000 | 22,600 | 21,300 | 20,200 |      |
|      |                            | 26,900              | 25,200 | 23,700 | 22,300 | 21,000 |      |

Nguồn: HSC

**Bảng 15: Phân tích các kịch bản, DRC**

Kịch bản tích cực nhất giả định nhu cầu TBR và PCR tăng mạnh, trong khi kịch bản tiêu cực nhất giả định chi phí đầu vào và triển vọng xuất khẩu giảm

| 2025-2027 bình quân                 | Kịch bản cơ sở | Kịch bản tích cực | Kịch bản tiêu cực |
|-------------------------------------|----------------|-------------------|-------------------|
| Tăng trưởng sản lượng               |                |                   |                   |
| - Lớp Bias                          | 0%             | 4%                | -2%               |
| - TBR                               | 8%             | 12%               | 5%                |
| - PCR                               | 13%            | 18%               | 8%                |
| Nguyên liệu đầu vào chính/doanh thu | 71.6%          | 71.6%             | 72.0%             |
| <b>Định giá</b>                     |                |                   |                   |
| Giá mục tiêu (đồng/cp)              | 21,600         | 25,700            | 16,700            |
| Tiềm năng tăng giá (%)              | 12%            | 33%               | -14%              |
| Khuyến nghị                         | Add            | Buy               | Reduce            |
| 2025 EV/EBITDA tại giá mục tiêu     | 8.9x           | 9.7x              | 8.0x              |
| 2026 EV/EBITDA tại giá mục tiêu     | 8.2x           | 8.7x              | 7.6x              |

Nguồn: HSC

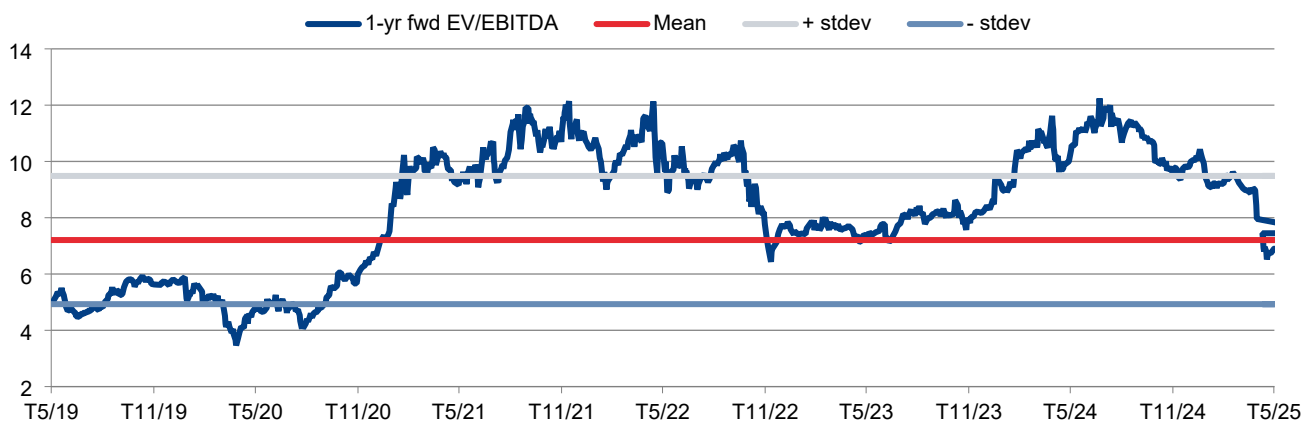
HSC cũng phân tích kịch bản đối với DRC với các giả định chính về mức tăng bình quân sản lượng tiêu thụ và nguyên liệu thô/doanh thu trong giai đoạn 2025-2027. Dựa trên kịch bản tích cực, chúng tôi dự báo tiềm năng tăng giá 33% (Mua vào) nhờ nhu cầu lớp TBR và PCR tích cực hơn. Đối với kịch bản tiêu cực, chúng tôi dự báo rủi ro giảm giá 14% (Giảm tỷ trọng) do áp lực chi phí nguyên vật liệu tăng cao ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận và triển vọng xuất khẩu.

**Bối cảnh định giá**

Sau khi giá cổ phiếu giảm 16% trong 1 tháng qua sau khi những thách thức trong ngắn hạn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, DRC có mức định giá hấp dẫn và đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 7,2 lần. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với DRC lên Tăng tỷ trọng (từ Giữ), với tiềm năng tăng giá 12% tại giá mục tiêu mới. Chúng tôi dự báo rằng lợi nhuận Q1/2025 đã chạm đáy, với đà phục hồi bắt đầu từ Q2/2025 do chi phí đầu vào bắt đầu giảm từ tháng 1/2025.

**Biểu đồ 16: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, DRC**

DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 6,9 lần, thấp hơn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 7,2 lần



Nguồn: HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-23A     | 12-24A     | 12-25F     | 12-26F     | 12-27F     |
|-------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Doanh thu                           | 4,495      | 4,673      | 4,978      | 5,315      | 5,735      |
| Lợi nhuận gộp                       | 649        | 729        | 721        | 774        | 842        |
| Chi phí BH&QL                       | (340)      | (443)      | (468)      | (500)      | (539)      |
| Thu nhập khác                       | 0.30       | 0.26       | 0          | 0          | 0          |
| Chi phí khác                        | 0.20       | (1.79)     | 0          | 0          | 0          |
| <b>EBIT</b>                         | <b>309</b> | <b>285</b> | <b>253</b> | <b>274</b> | <b>303</b> |
| Lãi vay thuần                       | (2.01)     | 3.69       | (50.6)     | (45.1)     | (44.6)     |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Lợi nhuận khác                      | -          | -          | -          | -          | -          |
| LN không thường xuyên               | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>LNTT</b>                         | <b>307</b> | <b>289</b> | <b>203</b> | <b>229</b> | <b>258</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (60.7)     | (57.4)     | (40.5)     | (45.8)     | (51.6)     |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -          | -          | -          | -          | -          |
| LNST không thường xuyên             | -          | -          | -          | -          | -          |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>247</b> | <b>232</b> | <b>162</b> | <b>184</b> | <b>207</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>222</b> | <b>208</b> | <b>146</b> | <b>165</b> | <b>186</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>395</b> | <b>285</b> | <b>378</b> | <b>404</b> | <b>435</b> |
| EPS (đồng)                          | 2,077      | 1,950      | 1,366      | 1,546      | 1,740      |
| EPS ĐC (đồng)                       | 1,869      | 1,755      | 1,229      | 1,391      | 1,566      |
| DPS (đồng)                          | 1,200      | 1,500      | 1,500      | 1,500      | 1,800      |
| Sig CP bình quân (triệu đv)         | 119        | 119        | 119        | 119        | 119        |
| Sig CP cuối kỳ (triệu đv)           | 119        | 119        | 119        | 119        | 119        |
| Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 119        | 119        | 119        | 119        | 119        |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F       | 12-26F       | 12-27F       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 321          | 221          | 332          | 293          | 253          |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 134          | 45.0         | 74.7         | 106          | 115          |
| Phải thu khách hàng             | 456          | 697          | 632          | 648          | 670          |
| Hàng tồn kho                    | 1,185        | 1,491        | 1,493        | 1,594        | 1,721        |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 196          | 341          | 249          | 266          | 287          |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>2,291</b> | <b>2,794</b> | <b>2,780</b> | <b>2,907</b> | <b>3,045</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 938          | 1,212        | 1,185        | 1,110        | 1,036        |
| TSCĐ vô hình                    | 1.32         | 0.79         | 0.26         | (0.41)       | (1.08)       |
| Bất động sản đầu tư             | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Đầu tư dài hạn                  | 129          | 132          | 132          | 132          | 132          |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 4.68         | 5.12         | 5.12         | 5.12         | 5.12         |
| Tài sản dài hạn khác            | 42.8         | 56.1         | 50.2         | 53.5         | 57.7         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>1,115</b> | <b>1,406</b> | <b>1,373</b> | <b>1,301</b> | <b>1,230</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>3,407</b> | <b>4,200</b> | <b>4,154</b> | <b>4,208</b> | <b>4,275</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 565          | 826          | 880          | 887          | 899          |
| Phả trả người bán               | 558          | 946          | 851          | 885          | 930          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 268          | 264          | 263          | 276          | 293          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>1,529</b> | <b>2,139</b> | <b>2,110</b> | <b>2,172</b> | <b>2,255</b> |
| Nợ dài hạn                      | 24.9         | 133          | 131          | 118          | 109          |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Nợ dài hạn khác                 | 0            | 12.8         | 12.8         | 12.8         | 12.8         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>24.9</b>  | <b>146</b>   | <b>144</b>   | <b>131</b>   | <b>122</b>   |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>1,554</b> | <b>2,285</b> | <b>2,254</b> | <b>2,303</b> | <b>2,377</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 1,852        | 1,915        | 1,899        | 1,905        | 1,898        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0.35         | 0.26         | 0.26         | 0.26         | 0.26         |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>1,853</b> | <b>1,915</b> | <b>1,900</b> | <b>1,905</b> | <b>1,898</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>3,407</b> | <b>4,200</b> | <b>4,154</b> | <b>4,208</b> | <b>4,275</b> |
| BVPS (đ)                        | 15,594       | 16,122       | 15,988       | 16,034       | 15,974       |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | 269          | 738          | 680          | 712          | 756          |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-23A       | 12-24A       | 12-25F        | 12-26F        | 12-27F        |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                                       | 309          | 285          | 253           | 274           | 303           |
| Khấu hao                                   | (85.2)       | 0            | (124)         | (129)         | (132)         |
| Lãi vay thuần                              | (2.01)       | 3.69         | (50.6)        | (45.1)        | (44.6)        |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (60.7)       | 0            | (40.5)        | (45.8)        | (51.6)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 413          | 0            | (31.8)        | (83.0)        | (104)         |
| Khác                                       | 63.5         | 0            | 73.5          | (27.0)        | (2.92)        |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>426</b>   | <b>(108)</b> | <b>328</b>    | <b>203</b>    | <b>231</b>    |
| Đầu tư TS dài hạn                          | -            | -            | -             | -             | -             |
| Góp vốn & đầu tư                           | (124)        | (482)        | (97.2)        | (53.1)        | (57.4)        |
| Thanh lý                                   | 0            | 234          | 0             | 0             | 0             |
| Khác                                       | 0.74         | (3.35)       | 5.90          | (3.36)        | (4.21)        |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>6.67</b>  | <b>(238)</b> | <b>(91.3)</b> | <b>(56.5)</b> | <b>(61.6)</b> |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (143)        | (143)        | (178)         | (178)         | (214)         |
| Thu từ phát hành CP                        | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (97.3)       | 375          | 52.3          | (6.63)        | 3.53          |
| Khác                                       | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(271)</b> | <b>231</b>   | <b>(126)</b>  | <b>(185)</b>  | <b>(210)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 155          | 321          | 221           | 332           | 293           |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>162</b>   | <b>(115)</b> | <b>111</b>    | <b>(38.7)</b> | <b>(40.7)</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 3.71         | 15.3         | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>321</b>   | <b>221</b>   | <b>332</b>    | <b>293</b>    | <b>253</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>426</b>   | <b>(108)</b> | <b>328</b>    | <b>203</b>    | <b>231</b>    |

| Các chỉ số tài chính      | 12-23A | 12-24A | 12-25F | 12-26F | 12-27F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 14.4   | 15.6   | 14.5   | 14.6   | 14.7   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 8.78   | 6.11   | 7.59   | 7.59   | 7.58   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 5.49   | 4.96   | 3.26   | 3.46   | 3.60   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 19.8   | 19.9   | 20.0   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | (8.24) | 3.96   | 6.53   | 6.76   | 7.92   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | (5.31) | (27.7) | 32.3   | 6.86   | 7.73   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | (20.0) | (6.13) | (29.9) | 13.2   | 12.6   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | (20.0) | (6.13) | (29.9) | 13.2   | 12.6   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | (20.0) | (6.13) | (29.9) | 13.2   | 12.6   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | (33.3) | 25.0   | 0      | 0      | 20.0   |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 57.8   | 76.9   | 110    | 97.0   | 103    |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 13.1   | 12.3   | 8.51   | 9.65   | 10.9   |
| ROACE (%)                 | 16.3   | 14.5   | 12.3   | 13.5   | 14.9   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.32   | 1.23   | 1.19   | 1.27   | 1.35   |
| Tiền mặt HD/EBIT (lần)    | 1.38   | (0.38) | 1.30   | 0.74   | 0.76   |
| Số ngày tồn kho           | 112    | 138    | 128    | 128    | 128    |
| Số ngày phải thu          | 43.2   | 64.5   | 54.1   | 52.1   | 50.0   |
| Số ngày phải trả          | 52.9   | 87.6   | 73.0   | 71.2   | 69.3   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 20.6   | 43.2   | 41.0   | 42.9   | 45.9   |
| Nợ/tài sản (%)            | 20.6   | 24.9   | 26.7   | 26.4   | 26.3   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 154    | N/a    | 5.01   | 6.09   | 6.79   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.78   | 3.67   | 2.94   | 2.75   | 2.58   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.50   | 1.31   | 1.32   | 1.34   | 1.35   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 0.57   | 0.65   | 0.60   | 0.57   | 0.53   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 6.50   | 10.6   | 7.89   | 7.46   | 7.03   |
| P/E (lần)                 | 9.32   | 9.92   | 14.2   | 12.5   | 11.1   |
| P/E ĐC (lần)              | 10.4   | 11.0   | 15.7   | 13.9   | 12.4   |
| P/B (lần)                 | 1.24   | 1.20   | 1.21   | 1.21   | 1.21   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 6.20   | 7.75   | 7.75   | 7.75   | 9.30   |

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

## Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

#### TRỤ SỞ CHÍNH

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

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)