

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

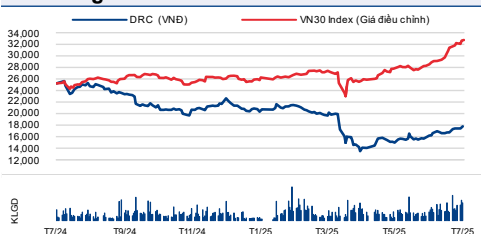
Giá mục tiêu: VNĐ18,000 (từ VNĐ16,615)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/7/2025)	17,750
Mã Bloomberg	DRC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	13,487-25,710
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,599
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	2,741
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	105
Slg CP lưu hành (tr.đv)	154
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	3.90%
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	8.85	26.0	(29.7)
So với chỉ số	(4.15)	(0.50)	(45.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2025F	883	1,051	(16.0)
2026F	1,216	1,189	2.3
2027F	1,359	1,338	1.5

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 đầu vào vẫn còn cao; định giá hợp lý

- HSC hạ khuyến nghị đối với DRC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù tăng 8% giá mục tiêu lên 18.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 dựa trên triển vọng vững chắc và kiểm soát chi phí hiệu quả hơn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 1%.
- Chúng tôi tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 nhờ tối ưu hóa chi phí trong bối cảnh mức thuế quan của Mỹ dành cho Việt Nam khả quan hơn so với các đối thủ cạnh tranh chính (Thái Lan, Trung Quốc, Malaysia), cho thấy lợi nhuận sẽ tăng trưởng lần lượt 38% và 12%. Ngược lại, HSC giảm 7% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 (giảm 35% so với cùng kỳ) do áp lực chi phí đầu vào.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 26% trong 3 tháng qua, có khả năng nhờ tâm lý lạc quan về tình hình xuất khẩu sang Mỹ, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,1 lần – theo quan điểm của chúng tôi, mức định giá này sát với giá trị hợp lý dựa trên triển vọng xuất khẩu.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2025

Doanh thu thuần Q2/2025 của DRC đạt 1.377 tỷ đồng (tăng 1% so với cùng kỳ và tăng 17% so với quý trước) trong khi lợi nhuận thuần đạt 32 tỷ đồng (giảm 59% so với cùng kỳ nhưng tăng 3,4 lần so với quý trước). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 đạt lần lượt 2.557 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ) và 42 tỷ đồng (giảm mạnh 67% so với cùng kỳ), đạt chỉ 26% dự báo cũ cho cả năm 2025 của HSC – thấp hơn nhiều so với kỳ vọng, đa phần do chi phí đầu vào tăng cao.

Mặc dù vậy, triển vọng của DRC có vẻ tích cực, vì lợi nhuận gần đây dường như đã chạm đáy và doanh thu xuất khẩu sang thị trường Mỹ – thị trường chính của Công ty trong thời gian tới – dự kiến sẽ vững chắc. Các nhà xuất khẩu lốp xe Việt Nam sẽ đối mặt với mức thuế 24% tại thị trường Mỹ, thấp hơn so với các đối thủ cạnh tranh (Thái Lan – mức thuế 19% + thuế CBPG của Mỹ; Trung Quốc – mức thuế 30%).

Tác động: Tăng bình quân 7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC tăng 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên giả định chi phí trên mỗi đơn vị giảm bớt nhờ triển vọng xuất khẩu cải thiện. Đáng chú ý, điều này bù đắp cho mức giảm 7% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 của chúng tôi do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 37,7%/11,7% trong năm 2026-2027, đạt 209 tỷ đồng và 233 tỷ đồng, sau mức giảm 34,6% trong năm 2025 (xuống còn 151 tỷ đồng). Đáng lưu ý, mức thuế tại thị trường Mỹ của DRC thấp hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh Thái Lan, mang lại dư địa cho Công ty tăng giá bán bình quân, từ tỷ suất lợi nhuận được cải thiện dần trong năm 2026-2027. Dự báo sau điều chỉnh cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 26% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,1 lần. HSC tăng 8% giá mục tiêu lên 18.000đ sau khi tăng dự báo lợi nhuận thuần. Tuy nhiên, với tiềm năng tăng giá chỉ 1% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DRC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng). Triển vọng tích cực liên quan đến tình hình xuất khẩu giữa Mỹ và Việt Nam dường như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu và biến động chi phí đầu vào vẫn là mối lo ngại chính đối với lợi nhuận.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/7.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	395	285	365	436 ▲	469 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	247	232	151 ▼	209 ▲	233 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,438	1,350	883 ▼	1,216 ▲	1,359 ▲
DPS (đồng)	1,200	1,500	1,500 ▲	1,500 ▲	1,800 ▲
BVPS (đồng)	11,995	12,402	11,883	11,734	11,443 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.63	12.2	9.59	8.27	7.86
P/E ĐC (lần)	12.3	13.2	20.1	14.6	13.1
Lợi suất cổ tức (%)	6.76	8.45	8.45	8.45	10.1
P/B (lần)	1.48	1.43	1.49	1.51	1.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(34.6)	37.7	11.7
ROAE (%)	13.1	12.3	8.08	11.4	13.0

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

Áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào ảnh hưởng đến lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị đối với DRC xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) mặc dù tăng 8% giá mục tiêu lên 18.000đ, cho thấy tiềm năng tăng giá chỉ 1% sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 nhằm phản ánh tác động tích cực từ đà tăng trưởng xuất khẩu vững chắc hơn và mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của phân khúc lốp TBR và PCR lớn hơn tác động tiêu cực của việc giảm 7% dự báo lợi nhuận năm 2025 (do áp lực chi phí nguyên liệu thô). Nhìn chung, dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 15%. Sau khi giá cổ phiếu tăng 26% trong 3 tháng qua, triển vọng tích cực liên quan đến tình hình xuất khẩu giữa Mỹ và Việt Nam dường như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu và biến động chi phí đầu vào vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi đối với DRC.

Q2/2025: Lợi nhuận thuần giảm 59% so với cùng kỳ, do chi phí tăng cao

Lợi nhuận thuần Q2/2025 của DRC đạt 1.377 tỷ đồng (tăng 1% so với cùng kỳ và tăng 17% so với quý trước) trong khi lợi nhuận thuần đạt 32 tỷ đồng (giảm 59% so với cùng kỳ nhưng tăng 3,4 lần so với quý trước). Doanh thu thuần và lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 đạt lần lượt 2.557 tỷ đồng (tăng 9% so với cùng kỳ) và 42 tỷ đồng (giảm 67% so với cùng kỳ), đạt chỉ 26% dự báo cho cả năm 2025 của HSC. Chúng tôi đã thảo luận về KQKD của Công ty trong báo cáo ['Q2/2025: Lợi nhuận thuần giảm 59% so với cùng kỳ, do chi phí cao'](#).

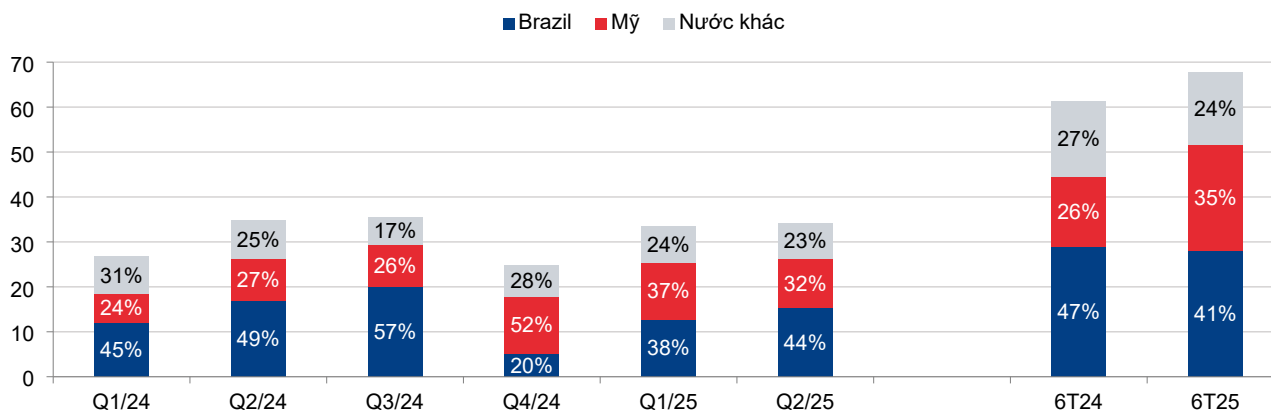
Cập nhật các thị trường xuất khẩu chính

Đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ khá vững chắc, tăng 19% so với cùng kỳ (nhưng giảm 11% so với quý trước), nâng tỷ lệ đóng góp vào doanh thu xuất khẩu của DRC lên 32% trong Q2/2025, cao hơn so với mức 27% trong Q2/2024. HSC tin rằng đà tăng trưởng tại thị trường Mỹ hưởng lợi từ (1) lợi thế cạnh tranh tốt hơn khi lốp TBR (lốp radial cho xe tải/xe buýt) của Thái Lan đối mặt với thuế CBPG 48,4% và (2) hoạt động nhập trừ hàng hóa trước khi chính quyền Tổng thống Donald Trump công bố chính sách thuế vào tháng 7/2025. Trong khi đó, doanh thu xuất khẩu sang thị trường Brazil giảm 10% so với cùng kỳ trước áp lực cạnh tranh ngày càng tăng từ các thương hiệu của Trung Quốc. Thị trường Brazil hiện đóng góp 44% doanh thu xuất khẩu của DRC trong Q2/2025, thấp hơn so với mức 49% trong Q2/2024.

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng đà tăng trưởng doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ sẽ tiếp tục phục hồi và cải thiện theo từng quý. DRC xác định Mỹ là thị trường chủ chốt, đặc biệt đối với các sản phẩm lốp TBR nhờ lợi thế cạnh tranh vững chắc so với các đối thủ Thái Lan (nhà xuất khẩu lớn nhất với 20% thị phần tại Mỹ). DRC nhận thấy mức độ quan tâm của người tiêu dùng Mỹ tăng vọt từ khi mức thuế quan sơ bộ của Mỹ dành cho Việt Nam được ấn định, cùng với chi phí logistics giảm.

Biểu đồ 1: Tỷ trọng xuất khẩu theo thị trường, DRC

Xuất khẩu sang thị trường Mỹ vẫn duy trì mạnh mẽ, tăng 19% so với cùng kỳ năm trước (nhưng giảm 11% so với quý trước), trong khi xuất khẩu sang Brazil suy yếu, giảm 10% so với cùng kỳ và 19% so với quý trước.



Nguồn: DRC, HSC

Lợi nhuận giảm do áp lực chi phí đầu vào tăng cao

HSC dự báo trong Q2/2025, giá các loại nguyên liệu đầu vào chính tăng mạnh, bao gồm cao su tự nhiên (tăng 28% so với cùng kỳ và tăng 1% so với quý trước), than đen (tăng 43% so với cùng kỳ, không đổi so với quý trước), và dây thép (tăng 151% so với cùng kỳ, không đổi so với quý trước). Trong khi đó, giá cao su tổng hợp giảm 13% so với cùng kỳ (và giảm 1% so với quý trước), phần nào bù đắp cho mức tăng của chi phí đầu vào. Kết quả trên dẫn đến tỷ suất lợi nhuận gộp của hầu hết các phân khúc sản phẩm giảm, ngoại trừ lớp PCR đạt điểm hòa vốn ở mức lợi nhuận gộp (so với tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân -3% trong bốn quý vừa qua), nhờ sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân tăng mạnh.

Chi phí bán hàng & quản lý Q2/2025 giảm 35% so với cùng kỳ xuống còn 119 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí bán hàng giảm 37% so với cùng kỳ (xuống còn 93 tỷ đồng) nhờ DRC cắt giảm chi phí để tối ưu hóa HĐKD và chi phí vận chuyển container giảm trong kỳ. Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cải thiện 4,7 điểm phần trăm lên 8,6% trong Q2/2025, từ 13,3% trong Q2/2024.

So với quý trước, HSC tin rằng lợi nhuận đã chạm đáy trong Q1/2025, vì tỷ suất lợi nhuận gộp Q2/2025 ổn định ở mức 11,2%, gần như không đổi so với mức 11,1% trong Q1/2025 bất chấp áp lực chi phí đầu vào duy trì trong thời gian dài và doanh thu thuần tăng trưởng kém. Trong khi đó, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu cải thiện 0,8 điểm phần trăm so với quý trước lên 8,6%, thấp hơn so với 9,4% trong Q1/2025, đẩy lợi nhuận thuần tăng gấp 3,4 lần so với quý trước.

Bảng 2: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ theo thị trường trong Q2/2025, DRC

Lớp PCR ghi nhận doanh thu xuất khẩu và trong nước đều tăng trưởng mạnh

Đơn vị	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T24	6T25	So với cùng kỳ
Lớp Bias	129,333	116,715	-9.8%	21.0%	219,810	213,182	-3.0%
Trong nước	95,102	86,821	-8.7%	42.1%	149,008	147,904	-0.7%
Xuất khẩu	34,231	29,894	-12.7%	-15.5%	70,802	65,278	-7.8%
TBR	214,061	227,468	6.3%	9.8%	366,039	434,617	18.7%
Trong nước	34,501	40,980	18.8%	69.6%	56,365	65,146	15.6%
Xuất khẩu	179,560	186,488	3.9%	1.9%	309,674	369,471	19.3%
PCR	92,610	148,819	60.7%	46.8%	176,627	250,188	41.6%
Trong nước	1,668	8,861	431.2%	48.1%	3,338	14,845	344.7%
Xuất khẩu	90,942	139,958	53.9%	46.7%	173,289	235,343	35.8%
% Xuất khẩu/tổng							
Lớp Bias	26.5%	25.6%			32.2%	30.6%	
TBR	83.9%	82.0%			84.6%	85.0%	
PCR	98.2%	94.0%			98.1%	94.1%	

Nguồn: DRC, HSC

Bảng 3: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo dòng sản phẩm GPM by product types, DRC

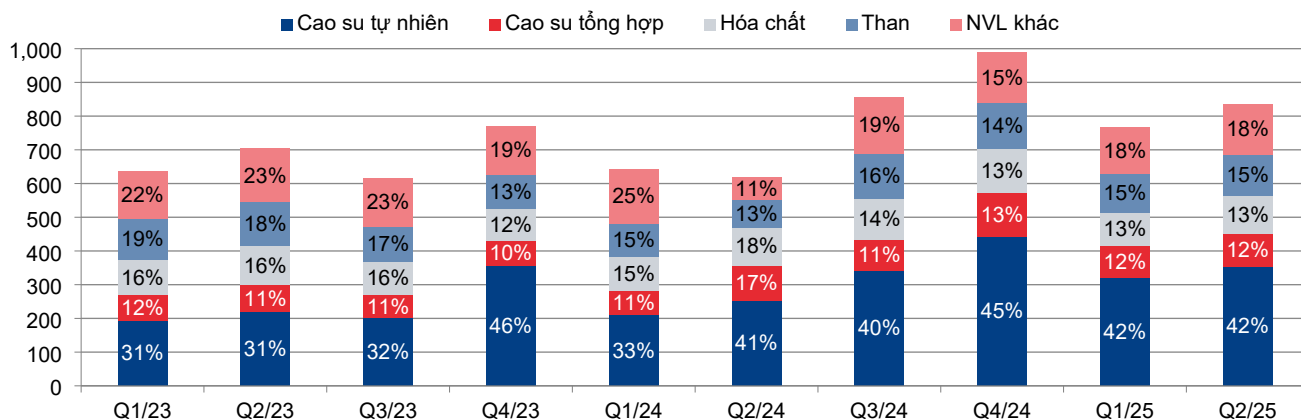
Hầu hết các dòng sản phẩm đều ghi nhận tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh so với cùng kỳ, ngoại trừ mảng lốp PCR đạt điểm hòa vốn trong Q2/2025

	Q2/24	Q2/25	So với cùng kỳ (điểm phần trăm)	So với quý trước (điểm phần trăm)
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.1%	11.2%	-8.9	0.1
TBR	20.3%	9.2%	-11.1	-0.7
PCR	-0.5%	0.0%	0.5	4.5
Lốp Bias	21.8%	17.7%	-4.1	2.3
Xe máy	18.3%	13.0%	-5.3	-2.2
Xe đạp	19.7%	11.9%	-7.9	-2.2

Nguồn: DRC, HSC

Biểu đồ 4: Chi phí nguyên vật liệu theo quý, DRC

Chi phí đầu vào tăng chủ yếu do giá cao su tự nhiên tăng 28% và giá than tăng 43% so với cùng kỳ.



Nguồn: DRC, HSC

Tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC tăng 13% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 dựa trên triển vọng xuất khẩu của DRC tích cực hơn và chi phí đầu vào giảm bớt, bù đắp cho mức giảm 7% dự báo lợi nhuận năm 2025 do áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào tăng cao.

Mức thuế tại thị trường Mỹ của DRC thấp hơn nhiều so với các đối thủ Thái Lan, mang lại dư địa cho Công ty tăng giá bán bình quân. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ giúp giảm bớt gánh nặng chi phí và hỗ trợ Công ty phục hồi tỷ suất lợi nhuận trong năm 2026-2027. Các nhà xuất khẩu lốp xe Việt Nam sẽ phải đối mặt với mức thuế 'đối ứng' sơ bộ 20% tại Mỹ. Chúng tôi giả định mức thuế này sẽ được cộng vào mức thuế xuất khẩu hiện hành 4%. Mức thuế tổng hợp 24% này khá thấp so với các nước trong khu vực (Thái Lan – thuế chống bán phá giá lốp TBR lên đến 48,4% cộng với thuế 'đối ứng' 19%; Trung Quốc – thuế 'đối ứng' sơ bộ 30%).

Vẫn còn rủi ro tiềm ẩn liên quan đến mức thuế 40%, tùy thuộc vào cách chính phủ Mỹ định nghĩa về hàng hóa trung chuyển. DRC đã giảm nguồn nguyên liệu nhập khẩu từ Trung Quốc (khoảng 20% nguyên liệu thô) để chuyển sang mua từ các nhà cung cấp khác trong khu vực để giảm thiểu rủi ro này. Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp giảm nguy cơ bị dán nhãn là hàng trung chuyển.

Tuy nhiên, chi phí nguyên liệu tăng cao vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi đối với lợi nhuận của DRC trong năm 2025. HSC tăng giá định tỷ lệ nguyên liệu thô/doanh thu lên 72,6% trong năm 2025 (năm 2024: 71,4%), trước khi giảm xuống 71,7% trong năm 2026-2027 dựa trên kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và giá bán bình quân vững chắc sẽ kìm hãm áp lực chi phí trên mỗi đơn vị.

Dự báo sau điều chỉnh cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 đạt 151 tỷ đồng, giảm 34,6% so với cùng kỳ, sau đó tăng lần lượt 37,7% và 11,7% trong năm 2026-2027 đạt

209 tỷ đồng và 233 tỷ đồng khi chi phí đầu vào trở lại mức bình thường và các điều kiện thuận lợi trong hoạt động xuất khẩu cải thiện.

Bảng 5: 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
Doanh thu thuần	4,673	4,978	5,315	5,735	5,043	5,513	5,946	1.1%	2.3%	2.2%
Lợi nhuận gộp	729	721	774	842	694	803	872	-4.0%	2.0%	1.9%
LNTT	289	203	229	258	189	261	291	-6.9%	11.2%	10.4%
Lợi nhuận thuần	232	162	184	207	151	209	233	-6.9%	11.2%	10.4%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	-4.6%	6.5%	6.8%	7.9%	7.9%	9.3%	7.9%			
Lợi nhuận gộp	-10.3%	-1.1%	7.3%	8.8%	-4.8%	15.7%	8.7%			
LNTT	-25.3%	-29.9%	13.2%	12.6%	-34.5%	37.7%	11.7%			
Lợi nhuận thuần	-24.9%	-30.0%	13.2%	12.6%	-34.6%	37.7%	11.7%			
% tỷ trọng/doanh thu										
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.6%	14.5%	14.6%	14.7%	13.8%	14.6%	14.7%			
Chi phí BH&QL/doanh thu	9.5%	9.4%	9.4%	9.4%	9.0%	9.0%	9.0%			
Tỷ suất LNTT	6.2%	4.1%	4.3%	4.5%	3.8%	4.7%	4.9%			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.0%	3.3%	3.5%	3.6%	3.0%	3.8%	3.9%			

Nguồn: HSC

Các giả định chính như sau:

- **Lớp TBR:** HSC tăng bình quân 8% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 lên lần lượt 849.165/934.081/1.027.489 chiếc, tăng 15%/10%/10% trong 3 năm. Chúng tôi kỳ vọng động lực tăng trưởng vững chắc sẽ được giữ vững trong nửa cuối năm 2025 và các năm tiếp theo nhờ lợi thế cạnh tranh tại thị trường Mỹ, như đã được ghi nhận trong Q2/2025.
- **Lớp Bias:** HSC giảm bình quân 5% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027, với 427.921 chiếc trong năm 2025, giảm 3% so với cùng kỳ, sau đó tăng nhẹ 2% trong năm 2026-2027, đạt lần lượt 436.480/445.209 chiếc.
- **Lớp PCR:** HSC tăng bình quân 16% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027, dự kiến đạt lần lượt 479.517/575.421/661.734 chiếc, tăng 35%/20%/15% so với cùng kỳ.
- **Giá bán bình quân:** Sau khi Công ty công bố KQKD Q2/2025, HSC điều chỉnh tăng 5% giá bán bình quân đối với lớp bias và lớp PCR, đồng thời giảm 5% giá bán bình quân đối với lớp TBR trong năm 2025. Chúng tôi giả định giá bán bình quân của lớp PCR và lớp bias không đổi trong năm 2026-2027 trong khi giả định giá bán bình quân của lớp TBR tăng 2% trong năm 2026 và đi ngang trong năm 2027.
- Chúng tôi tăng giả định **tỷ lệ nguyên liệu thô/doanh thu** lên 72,6% trong năm 2025 (năm 2024: 71,4%), trước khi giảm xuống 71,7% trong năm 2026-2027.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp** được điều chỉnh giảm xuống 13,8% trong năm 2025 nhưng vẫn không đổi trong năm 2026/2027 lần lượt ở mức 14,6%/14,7%.

Bảng 6: Dự báo sản lượng cũ và mới, DRC

Hạ bình quân 8% dự báo sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025-2027 đối với lớp TBR

Đơn vị	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Lốp Bias	441,156	449,979	458,979	468,158	427,921	436,480	445,209	-4.9%	-4.9%	-4.9%
TBR	738,404	797,476	861,274	947,402	849,165	934,081	1,027,489	6.5%	8.5%	8.5%
PCR	355,198	426,238	490,173	563,699	479,517	575,421	661,734	12.5%	17.4%	17.4%
Tăng trưởng										
Lốp Bias		2.0%	2.0%	2.0%	-3.0%	2.0%	2.0%			
TBR		8.0%	8.0%	10.0%	15.0%	10.0%	10.0%			
PCR		20.0%	15.0%	15.0%	35.0%	20.0%	15.0%			

Nguồn: HSC
Bảng 7: Định giá DCF, DRC

Giá mục tiêu mới theo mô hình định giá của HSC là 18.000đ

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Thu nhập thuần	151	209	233	247	261	275
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	36	37	37	37	38	38
+ Khấu hao	125	129	132	135	137	139
- Thay đổi vốn lưu động	63	(119)	(102)	(59)	(57)	(59)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(101)	(55)	(59)	(50)	(39)	(34)
FCFF	274	201	241	310	340	360
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2%
Giá trị dài hạn						3,627
Dòng tiền tương lai	274	201	241	310	340	3,987
Hệ số chiết khấu	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7
Giá trị hiện tại	274	190	203	233	228	2,383
Giá trị của doanh nghiệp	3,510					
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do đến năm 2030	1,128					
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	2,383					
- Tổng nợ	(959)					
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	221					
Giá trị của vốn CSH	2,772					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)	154.4					
Giá mục tiêu (đồng)	18,000					

Nguồn: HSC

Tăng 8% giá mục tiêu lên 18.000đ, nhưng hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (tiềm năng tăng giá chỉ còn 1%)

Kết luận và phương pháp định giá

Sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và giữ nguyên các giả định định giá, HSC tăng 8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 18.000đ. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá 1% và EV/EBITDA dự phóng năm 2025 và năm 2026 là lần lượt là 9,8 lần và 8,1 lần.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với DRC xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) do định giá cao sau khi giá cổ phiếu tăng 31% trong 3 tháng, có khả năng đã phản ánh những triển vọng tích cực từ thị trường Mỹ liên quan đến mức thuế quan thuận lợi hơn so với các đối thủ cạnh tranh.

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để xác định giá mục tiêu. Chi tiết về các giả định định giá như sau:

- Lãi suất phi rủi ro là 4%, hệ số beta là 1,05 lần, chi phí nợ trước thuế là 9%, và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (không đổi). Theo đó, giả định WACC ở mức 12,1% (Bảng 8-9).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi).
- Thời điểm định giá là giữa năm 2026 (không đổi)

Bảng 8: Giả định chi phí vốn CSH và chi phí nợ, DRC

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

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	1.05
Chi phí vốn CSH	13.2%
Chi phí nợ trước thuế	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, DRC

Cơ cấu nguồn vốn dẫn tới WACC là 12,1%

	Giá trị
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	82.1%
Nợ / Tổng nguồn vốn	17.9%
WACC	12.1%

Nguồn: HSC

Bảng 10: 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% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Tỷ đồng tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
			3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%		18,500	17,500	16,600	15,700	15,000
	1.5%		19,300	18,200	17,200	16,300	15,500
	2.0%		20,200	19,000	18,000	17,000	16,100
	2.5%		21,200	19,900	18,800	17,700	16,700
	3.0%		22,400	20,900	19,600	18,500	17,500

Nguồn: HSC

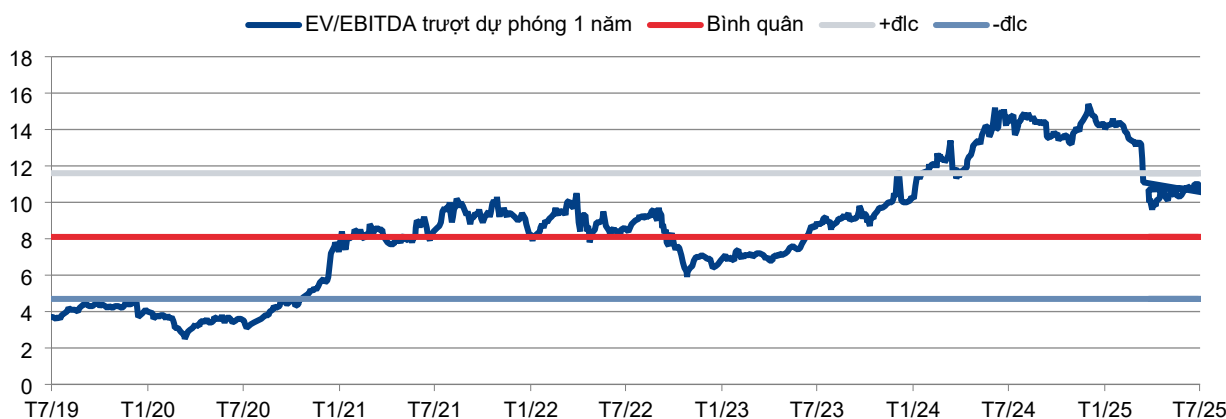
Chúng tôi trình bày độ nhạy đối với giả định lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro vốn CSH trong Bảng 10.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 26% trong 3 tháng qua, DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,1 lần. Theo quan điểm của chúng tôi, triển vọng tích cực liên quan đến tình hình xuất khẩu sang Mỹ dường như đã được phản ánh vào giá cổ phiếu và biến động chi phí đầu vào vẫn là mối lo ngại chính của chúng tôi đối với lợi nhuận của DRC.

Biểu đồ 11: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, DRC

DRC đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 11 lần, cao hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2019 ở mức 8,1 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	5,043	5,513	5,946
Lợi nhuận gộp	649	729	694	803	872
Chi phí BH&QL	(340)	(443)	(454)	(496)	(535)
Thu nhập khác	0.30	0.26	0	0	0
Chi phí khác	0.20	(1.79)	0	0	0
EBIT	309	285	240	307	337
Lãi vay thuần	(2.01)	3.69	(50.9)	(46.0)	(46.0)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	307	289	189	261	291
Chi phí thuế TNDN	(60.7)	(57.4)	(37.8)	(52.0)	(58.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	247	232	151	209	233
Lợi nhuận thuần ĐC	222	208	136	188	210
EBITDA ĐC	395	285	365	436	469
EPS (đồng)	1,598	1,500	981	1,351	1,510
EPS ĐC (đồng)	1,438	1,350	883	1,216	1,359
DPS (đồng)	1,200	1,500	1,500	1,500	1,800
Slg CP bình quân (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	154	154	154	154	154

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	321	221	268	176	93.3
Đầu tư ngắn hạn	134	45.0	75.6	110	119
Phải thu khách hàng	456	697	640	672	695
Hàng tồn kho	1,185	1,491	1,513	1,654	1,784
Các tài sản ngắn hạn khác	196	341	252	276	297
Tổng tài sản ngắn hạn	2,291	2,794	2,748	2,888	2,988
TSCĐ hữu hình	938	1,212	1,187	1,113	1,041
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	50.8	55.5	59.9
Tổng tài sản dài hạn	1,115	1,406	1,375	1,306	1,237
Tổng cộng tài sản	3,407	4,200	4,123	4,194	4,225
Nợ ngắn hạn	565	826	892	920	932
Phả trả người bán	558	946	870	919	964
Nợ ngắn hạn khác	268	264	266	284	301
Tổng nợ ngắn hạn	1,529	2,139	2,144	2,250	2,335
Nợ dài hạn	24.9	133	131	119	110
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	12.8	12.8	12.8	12.8
Tổng nợ dài hạn	24.9	146	144	132	123
Tổng nợ phải trả	1,554	2,285	2,288	2,381	2,458
Vốn chủ sở hữu	1,852	1,915	1,835	1,812	1,767
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.35	0.26	0.26	0.26	0.26
Tổng vốn chủ sở hữu	1,853	1,915	1,835	1,812	1,767
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,407	4,200	4,123	4,194	4,225
BVPS (đ)	11,995	12,402	11,883	11,734	11,443
Nợ thuần*/(tiền mặt)	269	738	755	862	949

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	309	285	240	307	337
Khấu hao	(85.2)	0	(124)	(129)	(132)
Lãi vay thuần	(2.01)	3.69	(50.9)	(46.0)	(46.0)
Thuế TNDN đã nộp	(60.7)	0	(37.8)	(52.0)	(58.1)
Thay đổi vốn lưu động	413	0	(41.0)	(124)	(107)
Khác	63.5	0	73.1	(28.8)	(3.05)
LCT thuần từ HKKD	426	(108)	308	185	255
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(124)	(482)	(98.5)	(55.1)	(59.5)
Thanh lý	0	234	0	0	0
Khác	0.74	(3.35)	5.25	(4.70)	(4.33)
LCT thuần từ HĐĐT	6.67	(238)	(93.2)	(59.8)	(63.8)
Cổ tức trả cho CSH	(185)	(143)	(232)	(232)	(278)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(97.3)	375	64.0	15.5	3.81
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(271)	231	(168)	(216)	(274)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	155	321	221	268	176
LCT thuần trong kỳ	162	(115)	47.1	(91.4)	(83.2)
Ảnh hưởng của tỷ giá	3.71	15.3	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	321	221	268	176	93.3
Dòng tiền tự do	426	(108)	308	185	255

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	14.4	15.6	13.8	14.6	14.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.78	6.11	7.23	7.91	7.89
Tỷ suất LNT (%)	5.49	4.96	3.00	3.78	3.92
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.8	19.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.24)	3.96	7.91	9.33	7.85
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(5.31)	(27.7)	27.7	19.6	7.68
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(34.6)	37.7	11.7
Tăng trưởng EPS (%)	(20.0)	(6.13)	(34.6)	37.7	11.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(20.0)	(6.13)	(34.6)	37.7	11.7
Tăng trưởng DPS (%)	(33.3)	25.0	0	0	20.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	75.1	100	153	111	119
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.1	12.3	8.08	11.4	13.0
ROACE (%)	16.3	14.5	11.9	15.6	17.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.32	1.23	1.21	1.33	1.41
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.38	(0.38)	1.28	0.60	0.76
Số ngày tồn kho	112	138	127	128	128
Số ngày phải thu	43.2	64.5	53.7	52.1	50.0
Số ngày phải trả	52.9	87.6	73.0	71.2	69.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	20.6	43.2	46.7	53.7	60.4
Nợ/tài sản (%)	20.6	24.9	27.3	27.4	27.5
EBIT/lãi vay (lần)	154	N/a	4.72	6.67	7.33
Nợ/EBITDA (lần)	1.78	3.67	3.08	2.64	2.47
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.50	1.31	1.28	1.28	1.28
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.67	0.74	0.69	0.65	0.62
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.63	12.2	9.59	8.27	7.86
P/E (lần)	11.1	11.8	18.1	13.1	11.8
P/E ĐC (lần)	12.3	13.2	20.1	14.6	13.1
P/B (lần)	1.48	1.43	1.49	1.51	1.55
Lợi suất cổ tức (%)	6.76	8.45	8.45	8.45	10.1

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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