

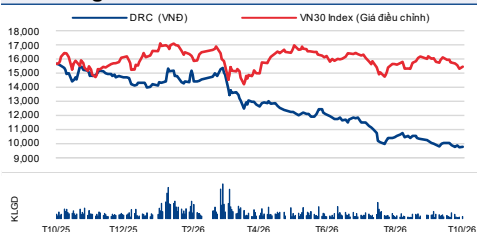
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ11,500 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (6/10/2026)	9,780
Mã Bloomberg	DRC VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,740-15,610
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	9,767
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	1,510
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	58.1
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	1.24%
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	(4.12)	(15.0)	(37.5)
So với chỉ số	0.23	(10.8)	(36.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	565	836	(32.4)
2027F	1,222	1,084	12.7
2028F	1,138	1,349	(15.7)

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**Nguyễn Đức Thành Nhân**

Chuyên viên cao cấp, CN & Công Nghệ
nhan.ndt@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

- HSC giảm 14% giá mục tiêu xuống còn 11.500 đồng/cp, sau khi điều chỉnh giảm 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh. Với tiềm năng tăng giá 18% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng).
- Chúng tôi giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, chủ yếu để phản ánh việc trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn từ hai khách hàng lớn gồm Oceanside One Trading LLC và Dforce Tires & Wheels LLC. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 18%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 38% trong 12 tháng qua và diễn biến tương đối kém tích cực hơn 37% so với VN Index, DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 15,6 lần. Chúng tôi cho rằng thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Sự kiện: Phân tích sâu KQKD Q2/2026

DRC công bố doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q2/2026 lần lượt đạt 1.176 tỷ đồng (-15% svck) và 32 tỷ đồng (-1% svck). Doanh thu thuần giảm là do doanh thu của hầu hết các mảng kinh doanh sụt giảm. Tuy nhiên, nếu loại trừ khoản chi phí dự phòng (ước tính 43 tỷ đồng, so với 1 tỷ đồng trong Q2/2025) và lãi/lỗ tỷ giá (lỗ 3 tỷ đồng, so với lãi 16 tỷ đồng trong Q2/2025), lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi thực tế tăng vọt 247% so với cùng kỳ lên 69 tỷ đồng. Kết quả này có được là nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng lên 18,4% (tăng 7,2 điểm % svck), nhờ (1) giá bán bình quân cải thiện khi nhu cầu cấu sản phẩm tốt hơn, và (2) nguồn hàng tồn kho giá rẻ được kết chuyển từ Q1/2026.

Theo đó, doanh thu thuần, lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi lũy kế nửa đầu năm 2026 đạt lần lượt 2.331 tỷ đồng (-9% svck), 48 tỷ đồng (+16% svck) và 146 tỷ đồng (+454% svck), hoàn thành 43%, 31% và 70% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Tác động: Giảm 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, chủ yếu để phản ánh khoản chi phí dự phòng 476 tỷ đồng trong giai đoạn này (trước đây là 217 tỷ đồng) cho các khoản phải thu quá hạn từ hai khách hàng lớn. Chúng tôi dự báo chi phí dự phòng các năm 2026, 2027 và 2028 lần lượt ở mức 210 tỷ đồng, 107 tỷ đồng và 160 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ trích lập dự phòng lũy kế lên 50%, 70% và 100% vào cuối các năm tương ứng. Đáng chú ý, chúng tôi tăng bình quân 16% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi trong giai đoạn này.

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 18% và 31%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 38% trong 12 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN Index do lo ngại về các khoản phải thu quá hạn và rủi ro Mỹ áp mức thuế cao hơn, DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 15,6 lần. HSC giảm 14% giá mục tiêu xuống 11.500 đồng/cp, dựa trên việc giảm dự báo lợi nhuận và tăng phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh lên 10% (chúng tôi cộng 1,25 điểm phần trăm phần bù phụ trội vào phần bù rủi ro vốn CSH nội bộ 8,75% nhằm phản ánh rủi ro thuế quan từ các cuộc điều tra theo Mục 201 và 301 của Mỹ). Với tiềm năng tăng giá 18% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng). Chúng tôi cho rằng thông tin tiêu cực đã phản ánh vào giá cổ phiếu.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	410	291	292 ▼	430 ▲	416
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	241	118	95.9 ▼	207 ▲	193 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,824	691	565 ▼	1,222 ▲	1,138 ▼
DPS (đồng)	1,500	0	500	1,000	1,000
BVPS (đồng)	16,200	12,615	12,679	12,901	13,039
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.64	7.79	6.69	4.35	4.25
P/E ĐC (lần)	5.36	14.2	17.3	8.01	8.60
Lợi suất cổ tức (%)	15.3	0	5.11	10.2	10.2
P/B (lần)	0.60	0.78	0.77	0.76	0.75
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2.22)	(62.2)	(18.2)	116	(6.87)
ROAE (%)	12.8	6.12	4.91	10.5	9.64

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

Mục lục

Rủi ro đường như đã phản ánh vào giá; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng	3
Phân tích lợi nhuận Q2/2026	3
Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028	5
Định giá và khuyến nghị	8

Rủi ro đường như đã phản ánh vào giá; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng

HSC nâng khuyến nghị đối với DRC lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng) mặc dù giảm 14% giá mục tiêu xuống 11.500 đồng/cp (tiềm năng tăng giá là 18%). Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm do (1) giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 sau khi phản ánh vào mô hình 476 tỷ đồng chi phí dự phòng nợ quá hạn từ hai khách hàng lớn (ngay cả khi dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi được điều chỉnh tăng bình quân 16%), cùng với việc (2) tăng giá định phần bù rủi ro vốn CSH sau điều chỉnh nhằm phản ánh rủi ro xuất khẩu sang Mỹ của DRC giảm trước các cuộc điều tra từ phía Mỹ. Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 18% và 31%. Sau khi giá cổ phiếu giảm 38% trong 12 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn với VN Index, DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 15,6 lần.

Phân tích lợi nhuận Q2/2026

Q2/2026: Lợi nhuận thuần thấp hơn so với cùng kỳ

DRC công bố doanh thu thuần, lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi Q2/2026 đạt lần lượt 1.176 tỷ đồng (-15% svck), 32 tỷ đồng (-1% svck) và 69 tỷ đồng (+247% svck).

Doanh thu thuần trong quý giảm chủ yếu do hầu hết các mảng kinh doanh đều chững lại, ngoại trừ mảng sảm/lốp xe máy và xe đạp ghi nhận điểm sáng:

- Doanh thu thuần lốp TBR (lốp radial cho xe tải/xe buýt) giảm xuống 689 tỷ đồng (-17% svck), chủ yếu do sản lượng tiêu thụ giảm 19% so với cùng kỳ. Nguyên nhân chính là do sản lượng xuất khẩu giảm 26% so với cùng kỳ sau khi công ty ngừng xuất khẩu sang hai khách hàng lớn (bao gồm Oceanside One Trading LLC tại Brazil từ tháng 12/2025 và Dforce Tires & Wheels LLC tại Mỹ từ tháng 9/2025) do cả hai đối tác này đều chậm thanh toán vì gặp khó khăn tài chính.
- Doanh thu thuần lốp Bias giảm xuống còn 246 tỷ đồng (-3% svck), chủ yếu do sản lượng tiêu thụ lốp xe tải nặng và xe tải nhẹ giảm vì nhu cầu xuất khẩu suy yếu.
- Doanh thu thuần lốp PCR giảm xuống còn 37 tỷ đồng (-58% svck) do sản lượng tiêu thụ giảm mạnh 71% so với cùng kỳ, chủ yếu tại thị trường Brazil, khi nhu cầu lốp xe du lịch tại đây suy yếu và công ty đã ngừng xuất khẩu sang Oceanside One Trading LLC từ tháng 11/2025.

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận thuần mở rộng lên 2,7% (+0,4 điểm % svck) nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện, bù đắp cho (1) phần tăng thêm của tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu (sẽ được thảo luận ở phần bên dưới) và (2) lỗ tài chính 19 tỷ đồng (so với lợi nhuận HĐ tài chính 1 tỷ đồng trong Q2/2025). Cụ thể, tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng lên 18,4% (+7,2 điểm % svck), nhờ (1) giá bán bình quân cải thiện dựa trên cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn khi công ty chuyển dịch sang thị trường trong nước (vốn có giá bán cao hơn xuất khẩu), cùng với các đợt tăng giá bán nhằm bù đắp phần gia tăng của chi phí cao su tự nhiên và cao su tổng hợp (chiếm khoảng 42% giá vốn hàng bán) do giá dầu leo thang dưới tác động của tình hình xung đột tại Trung Đông, và (2) chi phí đầu vào thấp hơn nhờ lượng hàng tồn kho giá rẻ kết chuyển từ Q1/2026.

Bảng 1: KQKD Q2/2026 và 6 tháng đầu năm 2026, DRC

Lợi nhuận thuần Q2/26 giảm nhẹ 1% svck xuống 32 tỷ đồng, đưa lợi nhuận thuần 6T/26 chỉ đạt 31% dự báo cũ năm 2026 của chúng tôi

Tỷ đồng	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T26	So với cùng kỳ	% dự báo 2026 HSC
Doanh thu thuần	1,176	-15%	2%	2,331	-9%	43%
Lợi nhuận gộp	217	40%	17%	403	41%	
- Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.4%	+7.2ppts	+2.4ppts	17.3%	+6.1ppts	
Chi phí BH&QL	158	33%	0%	317	38%	
- Chi phí BH&QL/doanh thu	13.5%	+4.8ppts	-0.3ppts	13.6%	+4.6ppts	
Lợi nhuận tài chính	-19	-1,594%	-97%	-28	-285%	
Lợi nhuận thuần	32	-1%	96%	48	16%	31%
- Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.7%	+0.4ppts	+1.3ppts	2.1%	+0.4ppts	
LNT 'cốt lõi'	69	247%	-11%	146	454%	70%
- Tỷ suất lợi nhuận thuần 'cốt lõi'	5.9%	+4.4ppts	-0.8ppts	6.3%	+5.2ppts	

Lưu ý: Lợi nhuận thuần cốt lõi không bao gồm lãi/lỗ tỷ giá và chi phí trích lập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn
Nguồn: DRC, HSC

Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý trên doanh thu tăng lên 13,5% (+4,8 điểm % svck), chủ yếu do chi phí trích lập dự phòng ước tính khoảng 43 tỷ đồng (so với 1 tỷ đồng trong Q2/2025) cho các khoản phải thu quá hạn từ hai khách hàng lớn là Oceanside One Trading LLC (Brazil) và Dforce Tires & Wheels LLC (Mỹ), vốn đóng góp tổng cộng 22% doanh thu năm 2025 của DRC (tương đương 47% doanh thu xuất khẩu lốp TBR năm 2025). DRC đã bắt đầu trích lập dự phòng cho các khoản phải thu này từ Q4/2025, với số dư dự phòng lũy kế đạt 182 tỷ đồng (chiếm 34% tổng nợ phải thu gộp) tính đến cuối Q2/2026. Theo tìm hiểu của HSC, việc trích lập dự phòng này sẽ tiếp tục kéo dài đến hết năm 2028 dựa trên tuổi nợ theo quy định tại Thông tư 48/2019/TT-BTC.

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2026, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 2.331 tỷ đồng (-9% svck) và 48 tỷ đồng (+16% svck), hoàn thành 43% và 31% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi. Nếu loại trừ chi phí dự phòng và lãi/lỗ tỷ giá, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi dự kiến đạt 146 tỷ đồng (+454% svck) nhờ cơ cấu sản phẩm tối ưu hơn và lượng hàng tồn kho giá rẻ, hoàn thành 70% dự báo trước đây cho cả năm 2026 của chúng tôi.

Bảng 2: Cơ cấu doanh thu thuần và tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, DRC

Doanh thu thuần Q2/26 giảm 15% svck, nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 18,4% (tăng 7,2 điểm % svck) nhờ giá bán bình quân cao hơn và chi phí đầu vào giảm

Tỷ đồng	Q2/26	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T26	So với cùng kỳ
Doanh thu thuần	1,176	-15%	2%	2,331	-9%
TBR (Lốp radial xe tải và xe buýt)	689	-17%	3%	1,355	-14%
Bias (Lốp xe tải hạng nặng, hạng nhẹ và xe chuyên dụng)	246	-3%	-7%	511	10%
Lốp và săm xe máy, xe đạp	152	5%	18%	281	0%
PCR (Lốp xe du lịch)	37	-58%	-16%	82	-43%
Khác (Săm, yếm lốp, lốp tái chế, v.v.)	52	-7%	3%	103	10%
Lợi nhuận gộp	217	40%	17%	403	41%
TBR (Lốp radial xe tải và xe buýt)	103	34%	19%	190	26%
Bias (Lốp xe tải hạng nặng, hạng nhẹ và xe chuyên dụng)	62	38%	9%	119	55%
Lốp và săm xe máy, xe đạp	30	66%	31%	53	40%
PCR (Lốp xe du lịch)	5	N/m	38%	9	N/m
Khác (Săm, yếm lốp, lốp tái chế, v.v.)	16	12%	4%	32	46%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	18.4%	+7.2ppts	+2.4ppts	17.3%	+6.1ppts
TBR (Lốp radial xe tải và xe buýt)	15.0%	+5.8ppts	+2.0ppts	14.0%	+4.5ppts
Bias (Lốp xe tải hạng nặng, hạng nhẹ và xe chuyên dụng)	25.3%	+7.6ppts	+3.7ppts	23.3%	+6.7ppts
Lốp và săm xe máy, xe đạp	19.8%	+7.3ppts	+2.0ppts	18.9%	+5.4ppts
PCR (Lốp xe du lịch)	13.4%	+13.4ppts	+5.3ppts	10.6%	+12.3ppts
Khác (Săm, yếm lốp, lốp tái chế, v.v.)	31.2%	+5.4ppts	+0.4ppts	31.1%	+7.6ppts

Nguồn: DRC, HSC

Bảng 3: Chi phí trích lập dự phòng phải thu theo quý và số dư lũy kế dự phòng cùng tổng các khoản phải thu gộp tại cuối Q2/26, DRC

Chi phí trích lập dự phòng phải thu Q2/26 ước tính đạt 43 tỷ đồng (so với 1 tỷ đồng trong Q2/25), chủ yếu liên quan đến hai đối tác lớn

Tỷ đồng	Chi phí dự phòng theo quý						Dự phòng (EoP)	Các khoản phải thu gộp (EoP)	% dự phòng / khoản phải thu gộp
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	Q2/26			
Oceanside One Trading	0	0	0	10	36	19	65	228	28%
Dforce Tires & Wheels	0	0	0	46	47	25	118	305	39%
Các đối tác khác	0	1	0	0	0	0	4	432	1%
Tổng cộng	0	1	0	57	83	43	186	964	19%
<i>Oceanside và Dforce</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>57</i>	<i>83</i>	<i>43</i>	<i>182</i>	<i>533</i>	<i>34%</i>

Lưu ý: Chi phí trích lập dự phòng Q1/26 và Q2/26 là số liệu ước tính và được xác định lại dựa trên chi phí quản lý doanh nghiệp khác
Nguồn: DRC, HSC

Dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028

HSC giảm bình quân 11% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028, chủ yếu để phản ánh khoản chi phí dự phòng 476 tỷ đồng trong giai đoạn này (trước đây là 217 tỷ đồng) cho toàn bộ các khoản phải thu quá hạn từ hai đối tác lớn của DRC là Oceanside One Trading LLC và Dforce Tires & Wheels LLC. Cụ thể, chúng tôi dự báo chi phí dự phòng lần lượt là 210 tỷ đồng, 107 tỷ đồng và 160 tỷ đồng trong các năm 2026, 2027 và 2028, tương ứng với tỷ lệ trích lập dự phòng lũy kế đạt 50%, 70% và 100% (theo quy định tại Thông tư 48/2019/TT-BTC) dựa trên phân loại tuổi nợ đến cuối các năm tương ứng.

Dự báo mới cho giai đoạn 2026-2028 cho thấy lợi nhuận thuần và lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi tăng trưởng lần lượt với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 18% và 31%. Xét theo từng năm:

Bảng 4: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, DRC

HSC hạ bình quân 11% lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	5,004	5,447	5,826	6,112	4,726	5,068	5,431	-13%	-13%	-11%	-6%	7%	7%
Lợi nhuận thuần	118	155	195	208	95	207	192	-38%	6%	-8%	-20%	117%	-7%
LNT 'cốt lõi'	137	209	253	269	253	282	311	21%	12%	16%	84%	12%	10%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Ước tính chi phí trích lập dự phòng phải thu giai đoạn 2026 - 2028, DRC

Chúng tôi ước tính chi phí trích lập dự phòng phải thu lần lượt đạt 210 tỷ đồng/107 tỷ đồng/160 tỷ đồng trong năm 2026F/2027F/2028F

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F
Tổng các khoản phải thu gộp từ Oceanside và Dforce tại cuối năm*	588	533	533	533
Tỷ lệ trích lập dự phòng lũy kế dự kiến (%)	10%	50%	70%	100%
Dự phòng lũy kế tại cuối năm	57	266	373	533
Chi phí trích lập dự phòng	57	210	107	160

Lưu ý: *Tổng các khoản phải thu gộp từ Oceanside và Dforce tại cuối năm 2026 - 2028 được giả định duy trì ở mức cuối Q2/26.
Nguồn: HSC

- Năm 2026:** HSC giảm lần lượt 13% và 38% dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận thuần xuống 4.726 tỷ đồng (-6% svck) và 95 tỷ đồng (-20% svck). Việc điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần cho thấy doanh thu xuất khẩu lốp TBR và PCR suy yếu sau khi công ty ngừng xuất khẩu sang hai khách hàng lớn là Oceanside One Trading LLC và Dforce Tires & Wheels LLC. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần mạnh hơn mức giảm dự báo doanh thu nhằm phản ánh khoản trích lập dự phòng 210 tỷ đồng cho các khoản phải thu quá hạn liên quan đến hai đối tác này, dù yếu tố tiêu cực này phần nào được bù đắp bởi sự cải thiện tích cực hơn kỳ vọng của tỷ suất lợi nhuận gộp. Loại trừ các khoản chi phí dự phòng và lãi/lỗ tỷ giá, chúng tôi tăng mạnh 21% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi lên 253 tỷ đồng (tăng trưởng 84%) dựa trên việc tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp.

Tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến mở rộng lên 16,6% (+3,1 điểm % svck), nhờ cơ cấu sản phẩm được tối ưu hơn khi chuyển dịch sang các sản phẩm phục vụ thị trường trong nước (nhóm sản phẩm có giá bán và tỷ suất lợi nhuận cao hơn so với sản phẩm xuất khẩu). Yếu tố này hoàn toàn bù đắp cho độ trễ trong việc điều chỉnh giá bán theo đà tăng của chi phí đầu vào. Về chi phí đầu vào, giá cao su tự nhiên (chiếm 31% giá vốn hàng bán năm 2025) và cao su tổng hợp (chiếm 11% giá vốn hàng bán năm 2025) dự kiến lần lượt tăng lên 54 triệu đồng/tấn (+5% svck) và 56 triệu đồng/tấn (+12% svck). Mức tăng này xuất phát từ đà tăng vọt của giá dầu Brent do căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông từ cuối tháng 2/2026, kết hợp với tình trạng thiếu hụt nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu trong năm 2026, theo Hiệp hội các nước sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC).

Dự báo cho năm 2026 của chúng tôi cho thấy doanh thu thuần nửa cuối năm 2026 đạt 2.395 tỷ đồng, giảm 2% svck (trong đó, Q3/2026 đạt 1.209 tỷ đồng, giảm 2% svck; Q4/2026 đạt 1.186 tỷ đồng, giảm 2% svck) và lợi nhuận thuần đạt 47 tỷ đồng, giảm 39% svck (trong đó, Q3/2026 đạt 25 tỷ đồng, giảm 38% svck; Q4/2026 đạt 22 tỷ đồng, giảm 39% svck). Lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 giảm chủ yếu do khoản chi phí dự phòng 84 tỷ đồng cho các khoản phải thu quá hạn, kết hợp với đà leo thang kéo dài của giá cao su tự nhiên lần tổng hợp đến cuối năm. **Nếu loại trừ chi phí dự phòng và lãi/lỗ tỷ giá, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi Q3/2026 và Q4/2026 dự kiến lần lượt đạt 55 tỷ đồng (+74% svck) và 52 tỷ đồng (-34% svck).**

- **Năm 2027-2028:** HSC giảm bình quân 12% dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2027-2028 xuống lần lượt 5.068 tỷ đồng (tăng trưởng 7%) và 5.431 tỷ đồng (tăng trưởng 7%), do doanh thu lớp TBR và PCR phục hồi chậm sau khi công ty mất các đơn hàng xuất khẩu từ Oceanside One Trading LLC và Dforce Tires & Wheels LLC. Chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2027 lên 207 tỷ đồng (tăng trưởng 117%) nhưng giảm 8% dự báo cho năm 2028 xuống còn 192 tỷ đồng (-7% svck), chủ yếu do thay đổi giả định về chi phí dự phòng.

Loại trừ chi phí dự phòng cùng lãi/lỗ tỷ giá, chúng tôi tăng lần lượt 12% và 16% dự báo lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi lên 282 tỷ đồng (tăng trưởng 12%) và 311 tỷ đồng (tăng trưởng 10%), nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 16,8% và 16,9% (đều tăng 0,1 điểm % svck). Tỷ suất lợi nhuận gộp mở rộng chủ yếu nhờ kỳ vọng chi phí cao su tự nhiên và nhân tạo sẽ hạ nhiệt theo xu hướng giảm của giá dầu thô, trong bối cảnh xung đột Trung Đông dần lắng dịu và tình trạng thâm hụt nguồn cung cao su toàn cầu được dự báo sẽ kết thúc vào năm 2027.

Bảng 6: Dự báo doanh thu , DRC

Doanh thu dự báo sẽ giảm 6% trong năm 2026 do xuất khẩu TBR và PCR yếu đi, trước khi hồi phục 7%/năm trong giai đoạn 2027-2028

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F	2026F tăng trưởng	2027F tăng trưởng	2028F tăng trưởng
TBR	2,979	2,720	2,937	3,172	-9%	8%	8%
Bias	1,008	1,070	1,148	1,232	6%	7%	7%
Lốp và sảm xe máy, xe đạp	569	580	592	604	2%	2%	2%
PCR	249	143	168	189	-43%	17%	12%
Khác	198	212	223	234	7%	5%	5%
Doanh thu thuần	5,004	4,726	5,068	5,431	-6%	7%	7%

Nguồn: HSC

Bảng 7: Sản lượng tiêu thụ lốp thay thế cho xe tải và xe buýt hạng trung, hạng nặng tại Mỹ

Sản lượng tiêu thụ lốp thay thế cho xe tải và xe buýt hạng trung, hạng nặng tại Mỹ được dự báo giảm 7% svck trong năm 2026

Triệu đơn vị	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F
Sản lượng tiêu thụ	18.9	19.7	22.9	26.6	20.8	23.4	24.7	22.9
Tăng trưởng		4%	16%	16%	-22%	13%	6%	-7%

Nguồn: Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Hoa Kỳ, HSC

Xét theo mảng kinh doanh

Lớp TBR (60% tổng doanh thu năm 2025)

Trong năm 2026, doanh thu dự kiến giảm xuống 2.720 tỷ đồng (giảm 9% svck), chủ yếu do doanh thu xuất khẩu giảm mạnh xuống 1.876 tỷ đồng (giảm 21% svck). Mức sụt giảm của doanh thu xuất khẩu lớn hơn mức tăng của doanh thu trong nước (phần khúc được dự báo đạt 843 tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ) nhờ sức tiêu thụ trong nước khởi sắc theo nhu cầu vận tải hàng hóa tăng cao, đặc biệt khi tiến độ giải ngân vốn đầu tư công được đẩy mạnh.

Doanh thu xuất khẩu giảm mạnh đến từ hai nguyên nhân chính: (1) việc ngừng xuất khẩu sang hai khách hàng lớn gồm Oceanside One Trading LLC (từ tháng 12/2025) và Dforce Tires & Wheels LLC (từ tháng 9/2025) do rủi ro thanh toán (hai đơn vị này chiếm tới 47% doanh thu xuất khẩu lớp TBR năm 2025); và (2) nhu cầu thay thế lốp xe tải hạng trung, xe tải nặng và xe buýt tại thị trường Mỹ suy yếu, dự báo giảm 7% so với cùng kỳ trong năm 2026, theo Hiệp hội các nhà sản xuất lốp xe Mỹ (USTMA).

Tuy nhiên, nếu loại trừ hai đối tác này, doanh thu xuất khẩu lớp TBR trong 8 tháng đầu năm 2026 sang thị trường Mỹ và Brazil (vốn chiếm lần lượt 49% và 47% doanh thu xuất khẩu lớp TBR trong năm 2025) được ước tính tăng vọt lần lượt 80% và 123% so với cùng kỳ.

Cho giai đoạn 2027-2028, chúng tôi dự báo doanh thu tăng lên 2.937 tỷ đồng (tăng trưởng 8% svck) và 3.172 tỷ đồng (tăng trưởng 8% svck), nhờ doanh thu xuất khẩu phục hồi từ mức nền thấp cùng với đà tăng trưởng doanh thu trong nước khi nhu cầu vận tải hàng hóa trong nước cải thiện.

Lớp Bias (20% tổng doanh thu năm 2025)

Cho năm 2026, doanh thu dự kiến tăng lên 1.070 tỷ đồng (tăng trưởng 6% svck), chủ yếu nhờ đà tăng trưởng doanh thu trong nước bù đắp cho phần sụt giảm của doanh thu xuất khẩu. Sự sụt giảm của kênh xuất khẩu phản ánh nhu cầu yếu khi các đối tác nước ngoài chủ động cắt giảm hàng tồn kho. Ngược lại, đà bứt phá của doanh thu trong nước bắt nguồn từ sự tăng vọt về sản lượng lốp xe tải nặng và xe tải nhẹ ở thị trường thay thế, nhờ trợ lực kép từ: (1) chiến lược đẩy mạnh kênh phân phối trực tiếp tới nhóm người dùng cuối của DRC (như các doanh nghiệp vận tải, hợp tác xã và đơn vị vận hành xe buýt), và (2) nhu cầu lưu thông vận tải hàng hóa gia tăng.

Cho giai đoạn 2027-2028, doanh thu được dự phóng tăng lên lần lượt 1.148 tỷ đồng (tăng trưởng 7% svck) và 1.232 tỷ đồng (tăng trưởng 7% svck), nhờ nhu cầu trong nước tăng đồng pha với nhu cầu vận tải hàng hóa cùng đà phục hồi của nhu cầu xuất khẩu.

Săm/lốp xe máy và xe đạp (đóng góp 11% tổng doanh thu năm 2025)

Cho năm 2026, doanh thu dự kiến tăng lên 580 tỷ đồng (tăng trưởng 2% svck), khi sự mở rộng của nhóm sản phẩm săm/lốp xe máy (5% doanh thu năm 2025) bù trừ cho phần sụt giảm của mảng săm/lốp xe đạp (6% doanh thu năm 2025). Ở mảng săm/lốp xe máy, động lực tăng trưởng đến từ việc gia tăng giá bán bình quân khi danh mục sản phẩm được tối ưu hóa theo sự dịch chuyển thị hiếu sang lốp không săm, phù hợp với xu thế gia tăng tỷ lệ sở hữu xe tay ga và xe máy điện. Đối với mảng săm/lốp xe đạp, doanh thu giảm do nhu cầu thị trường xuất khẩu tại Iraq và Iran suy yếu do ảnh hưởng từ tình hình xung đột tại Trung Đông.

Cho giai đoạn 2027-2028, doanh thu được dự báo tăng lên 592 tỷ đồng và 604 tỷ đồng (cùng tăng trưởng 2% svck), nhờ sự phục hồi của doanh thu xuất khẩu săm và lốp xe đạp khi tình hình xung đột tại Trung Đông hạ nhiệt.

Lớp PCR (5% tổng doanh thu năm 2025)

Cho năm 2026, doanh thu dự kiến giảm xuống 143 tỷ đồng (-43% svck) do doanh thu xuất khẩu giảm mạnh (chiếm 91% doanh thu lớp PCR trong năm 2025), đặc biệt là tại thị trường Brazil. Áp lực sụt giảm phản ánh hai yếu tố chính: (1) việc chấm dứt đơn hàng xuất khẩu với Oceanside One Trading LLC từ tháng 11/2025 do chậm thanh toán, và (2) nhu cầu lốp xe du lịch tại Brazil suy yếu. Cụ thể, nhu cầu thay thế lốp xe du lịch và xe tải nhẹ (chủ yếu là lốp xe du lịch) tại Brazil đã giảm mạnh 14,1% so với cùng kỳ trong 8 tháng đầu năm 2026. Tuy nhiên, doanh thu trong nước cải thiện khi

DRC đẩy mạnh tiêu thụ ở phân khúc thay thế trong nước (nơi có giá bán bình quân cao hơn so với sản phẩm xuất khẩu).

Cho giai đoạn 2027-2028, doanh thu mảng này dự kiến đạt lần lượt 168 tỷ đồng (tăng trưởng 17% svck) và 189 tỷ đồng (tăng trưởng 12% svck). Động lực tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ trong nước mở rộng, dựa trên kỳ vọng DRC sẽ tham gia sâu vào chuỗi cung ứng lắp ráp nguyên bản (OEM) cho các hãng sản xuất xe điện trong nước trong bối cảnh nhu cầu xe điện bùng nổ. Mặc dù vậy, DRC hiện vẫn chưa chính thức cung cấp lớp vỏ cho VinFast, do các đối tác OEM thường áp dụng nhiều tiêu chuẩn và yêu cầu rất khắt khe.

Các sản phẩm khác (đóng góp 4% tổng doanh thu năm 2025)

Cho năm 2026, doanh thu dự kiến tăng lên 212 tỷ đồng (tăng trưởng 7% svck), phản ánh nhu cầu tiêu thụ sẫm và yếm ô tô bám sát xu hướng gia tăng của sản lượng lắp bias trong nước. Cho năm 2027-2028, chúng tôi dự báo doanh thu tăng lần lượt lên 223 tỷ đồng (tăng trưởng 5% svck) và 234 tỷ đồng (tăng trưởng 5% svck).

Định giá và khuyến nghị

Giảm 14% giá mục tiêu xuống 11.500 đồng/cp; nâng k/n lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

HSC giảm 14% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 11.500 đồng/cp, tương ứng với tiềm năng tăng giá 18%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu sau khi giảm dự báo lợi nhuận và tăng giả định phần bù rủi ro vốn CSH, qua đó phản ánh rủi ro doanh thu xuất khẩu của DRC sụt giảm khi Mỹ có khả năng tăng thuế nhập khẩu, đáng chú ý là đề xuất điều tra tự vệ theo Mục 201 cùng hai cuộc điều tra theo Mục 301 đang diễn ra.

Các giả định định giá của chúng tôi bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH được điều chỉnh 10% (chúng tôi cộng thêm 1,25 điểm phần trăm phụ trội vào mức phần bù rủi ro nội bộ 8,75%), và hệ số beta 1 lần (không đổi), đưa giả định WACC lên mức 12,8% (so với 11,8% trước đây). Chúng tôi tiếp tục sử dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%.

Bảng 8: Tính toán FCFF, DRC

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Thu nhập thuần	95	207	192	266	261	253
+ Chi phí lãi vay* (1 – thuế suất)	37	35	36	37	38	38
+ Khấu hao	331	230	285	127	129	131
- Thay đổi vốn lưu động	(38)	(119)	(124)	(77)	(92)	(93)
- Chi phí đầu tư cơ bản	(49)	(52)	(56)	(56)	(57)	(58)
(FCFF)	376	301	334	297	279	270

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, DRC

WACC tăng lên 12,8% (từ mức 11,8%) do nâng giả định phần bù rủi ro vốn CSH

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	10.0%
Beta	1.0
Chi phí vốn CSH	14.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	82.2%
Nợ / Tổng nguồn vốn	17.8%
WACC	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Định giá DCF, DRC

Hạ 14% giá mục tiêu xuống 11.500đ

	Đơn vị	Giá trị (giữa năm 2027)
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	%	2.0
Giá trị hiện tại của dòng tiền	Tỷ đồng	1,122
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	1,486
Giá trị của doanh nghiệp	Tỷ đồng	2,608
- Tổng nợ	Tỷ đồng	(925)
+ Tiền	Tỷ đồng	92
Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	1,775
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (nghìn)	Triệu	154
Giá mục tiêu (đồng)	Đồng/cp	11,500

Nguồn: HSC

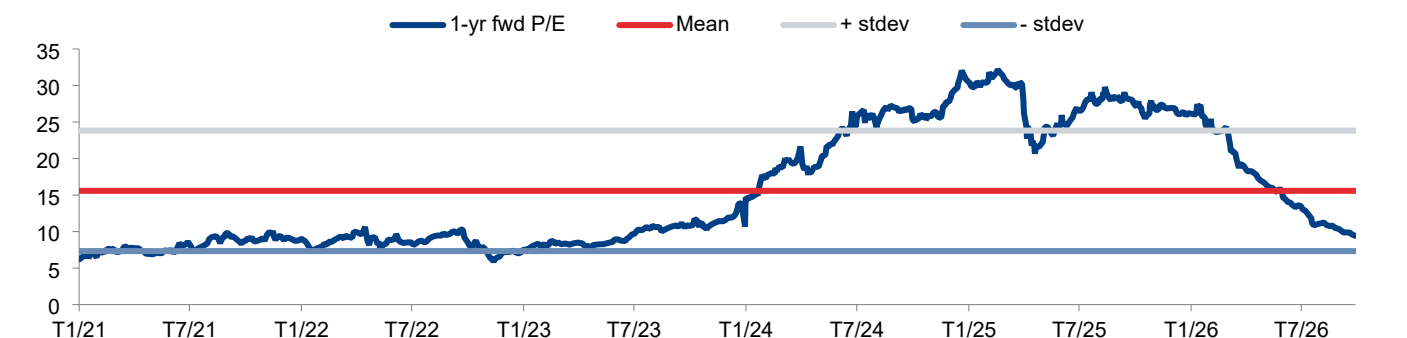
Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định chính (đồng), DRC

Đồng/cp		Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%	11,900	11,200	10,600	10,000	9,500
	1.5%	12,400	11,700	11,000	10,400	9,800
	2.0%	13,000	12,200	11,500	10,800	10,200
	2.5%	13,700	12,800	12,000	11,300	10,600
	3.0%	14,400	13,400	12,600	11,800	11,100

Nguồn: HSC

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, DRC

DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 15,6 lần



Nguồn: Bloomberg, HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 38% trong 12 tháng qua và diễn biến tương đối kém tích cực hơn 37% so với VN Index, DRC đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 9,4 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân 5 năm ở mức 15,6 lần.

Rủi ro đầu tư và tiềm năng tăng giá

Rủi ro đầu tư

1. Các biện pháp thương mại tiềm tàng từ phía Mỹ tạo thêm bất định cho triển vọng xuất khẩu

Mỹ là thị trường xuất khẩu trọng yếu của DRC, đóng góp 24% tổng doanh thu năm 2025 (chủ yếu là lốp TBR). Tuy nhiên, triển vọng xuất khẩu sang thị trường này đang đối mặt với những trở ngại tiềm tàng từ đề xuất điều tra tự vệ theo Mục 201 đối với lốp xe nhập khẩu cùng với hai cuộc điều tra theo Mục 301 đang diễn ra. Rủi ro từ Mục 201 được chúng tôi đánh giá là nghiêm trọng hơn đối với DRC so với Mục 301, bởi phạm vi điều tra tập trung trực diện vào các sản phẩm lốp xe nhập khẩu. Chi tiết như sau:

- **Biện pháp tự vệ theo Mục 201 đối với lốp xe nhập khẩu (đề xuất):** Vào ngày 14/9/2026, Công đoàn Công nhân Ngành thép Mỹ (USW) đã gửi thư kêu gọi Cơ quan Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) khởi xướng cuộc điều tra tự vệ theo Mục 201 đối với lốp xe nhập khẩu, trong đó đề xuất cụ thể việc đưa lốp xe tải và xe buýt vào diện điều tra. Theo USW, thị phần lốp xe tải và xe buýt nhập khẩu trong tổng lượng tiêu thụ nội địa của Mỹ đã tăng lên mức 73% vào năm 2025 so với 60% vào năm 2021.

Chúng tôi kỳ vọng sẽ có phản hồi chính thức đối với yêu cầu này trong Q4/2026. Nếu USTR yêu cầu điều tra, Ủy ban Thương mại Quốc tế Mỹ (USITC) sẽ đánh giá xem liệu sự gia tăng đột biến của hàng nhập khẩu có phải là nguyên nhân trọng yếu gây ra tổn hại nghiêm trọng, hoặc đe dọa nghiêm trọng đối với ngành sản xuất trong nước hay không. Sau đó, tổng thống Mỹ sẽ quyết định các biện pháp khắc phục phù hợp dựa trên kết luận của cuộc điều tra.

- **Mục 301 về dư thừa công suất mang tính cơ cấu (khởi xướng):** USTR đã khởi xướng một cuộc điều tra vào tháng 3/2026 bao gồm 16 nền kinh tế, trong đó có

Việt Nam. Giai đoạn lấy ý kiến và điều trần đã kết thúc vào tháng 5/2026, mặc dù phán quyết cuối cùng hiện vẫn chưa được công bố.

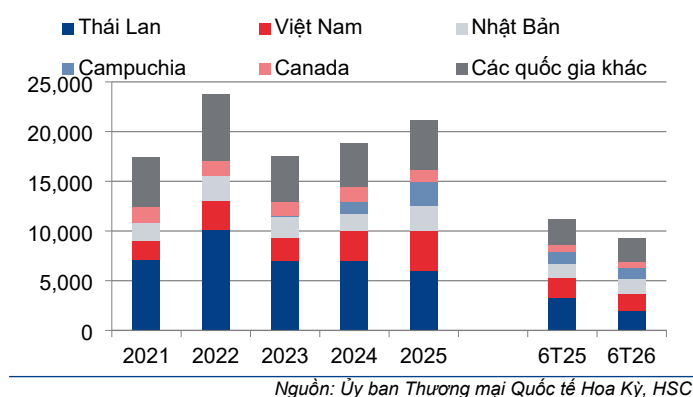
HSC đánh giá rủi ro đối với DRC ở mức thấp do: (1) ngành lốp xe của Việt Nam không được nêu đích danh trong thông báo khởi xướng điều tra, và (2) vị thế xuất khẩu tương đối của Việt Nam khó có sự thay đổi đáng kể, xét đến việc 16 nền kinh tế bị điều tra cùng chiếm khoảng 86% tổng lượng nhập khẩu lốp TBR vào Mỹ trong nửa đầu năm 2026.

- **Mục 301 về Sở hữu Trí tuệ của Việt Nam (khởi xướng):** USTR đã chính thức khởi xướng điều tra vào tháng 5/2026, sau khi Việt Nam trở thành nước duy nhất bị đưa vào danh sách Quốc gia Nước ngoài Ưu tiên trong Báo cáo Đặc biệt 301 vào tháng 4/2026. USTR đã đưa ra đề xuất kết luận xem các thực tiễn sở hữu trí tuệ của Việt Nam là thuộc diện có thể áp dụng chế tài, nhưng các biện pháp trừng phạt cụ thể vẫn chưa được chốt phương án cuối cùng. Mặc dù trọng tâm cốt lõi của cuộc điều tra không liên quan đến lốp xe, các điều khoản theo Mục 301 vẫn cho phép áp thuế lên bất kỳ hàng hóa nhập khẩu nào.

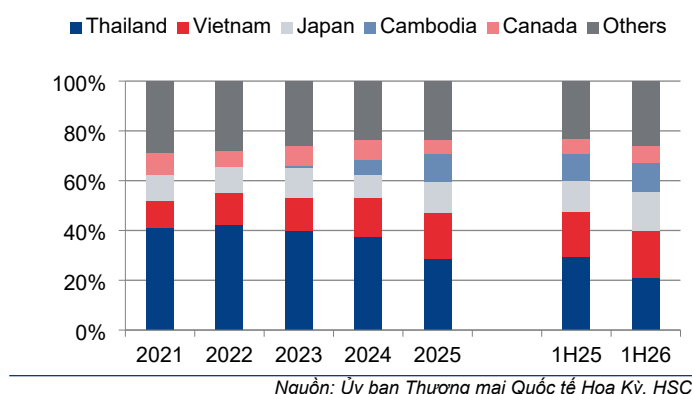
Chúng tôi cho rằng rủi ro này có thể được giảm thiểu một phần, do Việt Nam và Mỹ đang đàm phán Hiệp định Thương mại đối ứng, với phát biểu ngày 21/9 từ Đại diện Thương mại Mỹ Jamieson Greer cho thấy tiến trình thảo luận đã gần hoàn tất. Khuôn khổ của hiệp định bao gồm các cam kết mang tính cơ cấu về sở hữu trí tuệ, chống lẩn tránh biện pháp phòng vệ thương mại, quy tắc xuất xứ và hài hòa hóa các tiêu chuẩn kỹ thuật. Nếu được ký kết thành công, thỏa thuận này có thể thúc đẩy USTR đình chỉ hoặc chấm dứt cuộc điều tra về sở hữu trí tuệ. Dù vậy, thời gian ký kết chính thức cũng như các điều khoản cuối cùng của thỏa thuận hiện vẫn chưa chắc chắn.

Biểu đồ 13: Sản lượng nhập khẩu lốp TBR theo xuất xứ (nghìn chiếc), Mỹ

Sản lượng nhập khẩu lốp TBR của Mỹ giảm 16% svck trong 6T/26

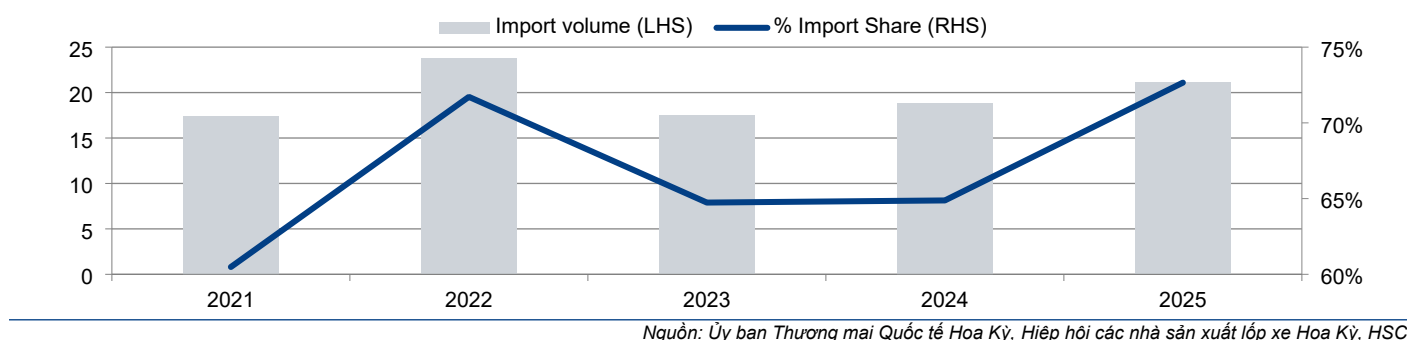


Biểu đồ 14: Cơ cấu nhập khẩu lốp TBR theo xuất xứ (%), Mỹ
Tỷ trọng lốp TBR nhập khẩu vào Mỹ từ Việt Nam tăng lên 19% trong 6T/26, từ mức 11% năm 2021



Biểu đồ 15: Sản lượng nhập khẩu lốp xe tải và xe buýt (triệu chiếc) và tỷ trọng nhập khẩu /tổng tiêu thụ nội địa (%), Mỹ

Tỷ trọng lốp xe tải và xe buýt nhập khẩu trong tổng tiêu thụ nội địa của Mỹ tăng lên 73% năm 2025, từ mức 60% năm 2021



2. Áp lực bảo hộ của Brazil tạo ra rủi ro thuế quan tiềm tàng

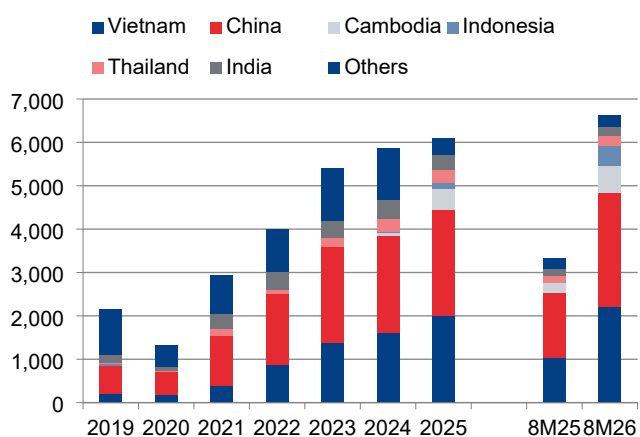
Bên cạnh Mỹ, Brazil là thị trường xuất khẩu trọng yếu của DRC, đóng góp 24% tổng doanh thu năm 2025 (chủ yếu là lớp TBR). Chúng tôi nhận thấy áp lực bảo hộ thương mại đang gia tăng tại Brazil khi Hiệp hội Quốc gia về Ngành Lớp xe Brazil (ANIP) đã đề xuất tăng thuế nhập khẩu đối với lớp xe du lịch lên 35% (từ mức 25%) vào tháng 4/2026, trong bối cảnh hàng nhập khẩu liên tục lấn lướt thị phần của các nhà sản xuất nội địa.

Mặc dù mặt hàng xuất khẩu chủ lực của DRC sang Brazil là lớp xe tải và xe buýt thay vì lớp xe du lịch, chúng tôi vẫn nhận thấy rủi ro tiềm tàng rằng ANIP có thể đề xuất mức thuế nhập khẩu cao hơn đối với lớp xe tải trong tương lai. Rủi ro này bắt nguồn từ việc thị phần lớp xe tải và xe buýt nhập khẩu ước tính đã tăng vọt lên 43% tổng lượng tiêu thụ nội địa trong 8 tháng đầu năm 2026 (so với mức 26% trong 8 tháng đầu năm 2025).

Trước đây, vào tháng 9/2024, ANIP từng kiến nghị tăng thuế nhập khẩu lớp xe tải từ 16% lên 35%, song cơ quan quản lý ngoại thương Brazil đã bác bỏ đề xuất này trước làn sóng phản đối dữ dội và nguy cơ đình công diện rộng từ phía các nghiệp đoàn tài xế.

Biểu đồ 16: Sản lượng nhập khẩu lớp xe tải và xe buýt theo xuất xứ (nghìn chiếc), Brazil

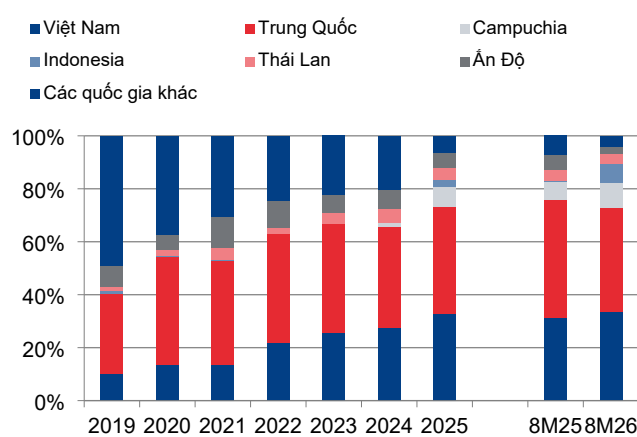
Sản lượng nhập khẩu lớp xe tải và xe buýt của Brazil tăng mạnh 99% svck trong 8T/26



Nguồn: Comex Stat, HSC

Biểu đồ 17: Cơ cấu nhập khẩu lớp xe tải và xe buýt theo xuất xứ (%), Brazil

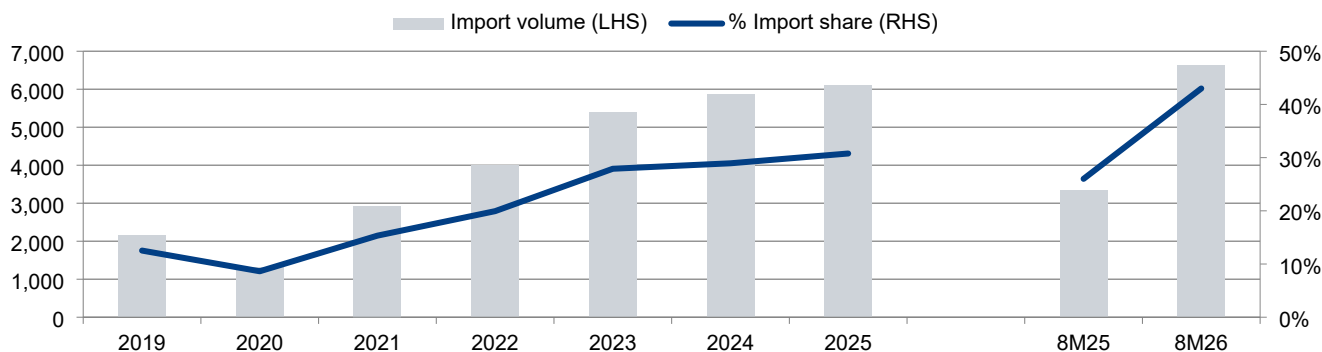
Tỷ trọng lớp xe tải và xe buýt nhập khẩu từ Việt Nam trong tổng lượng nhập khẩu của Brazil tăng lên 33% trong 8T/26, từ mức 10% năm 2019



Nguồn: Comex Stat, HSC

Biểu đồ 18: Sản lượng nhập khẩu lớp xe tải và xe buýt (nghìn chiếc) và tỷ trọng nhập khẩu trong tổng tiêu thụ nội địa (%), Brazil

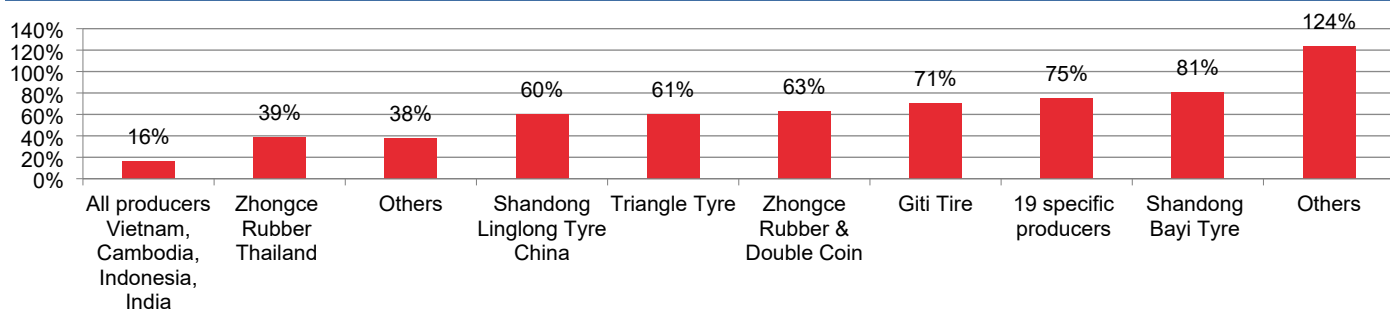
Tỷ trọng lớp xe tải và xe buýt nhập khẩu trong tổng tiêu thụ nội địa của Brazil tăng mạnh lên 43% trong 8T/26, từ mức 26% trong 8T/25



Lưu ý: *Nhu cầu lớp xe tải nội địa được ước tính từ năm 2025 trở đi, do lớp xe tải nhẹ không còn được thống kê riêng mà được gộp chung với lớp xe du lịch.
Nguồn: Comex Stat, Hiệp hội Công nghiệp Lớp xe Quốc gia Brazil, HSC

Biểu đồ 19: Tổng thuế nhập khẩu đối với lốp xe tải và xe buýt theo xuất xứ, Brazil

Việt Nam, Campuchia, Indonesia và Ấn Độ chịu tổng mức thuế chỉ 16%, thấp hơn đáng kể so với Thái Lan và Trung Quốc, nơi các nhà xuất khẩu còn phải chịu thuế chống bán phá giá



Lưu ý: *Thuế chống bán phá giá của Brazil áp dụng đối với các nhà xuất khẩu tại Thái Lan và Trung Quốc được quy đổi từ USD/kg sang tỷ lệ % trên giá trị CIF.
Nguồn: HSC

Tiềm năng tăng giá**1. Khả năng thu hồi nợ từ hai khách hàng lớn có thể tạo động lực tăng giá mục tiêu**

Để đảm bảo tính thận trọng, mô hình định giá của chúng tôi đã phản ánh kịch bản kém khả quan nhất: DRC mất khả năng thu hồi các khoản nợ quá hạn và phải trích lập dự phòng 100% đối với toàn bộ công nợ phải thu từ Oceanside One Trading LLC cùng Dforce Tires & Wheels LLC.

Nếu DRC thu hồi được các khoản phải thu này (dù là một phần hay toàn bộ), dòng tiền tự do của doanh nghiệp dự phóng sẽ vượt dự báo hiện tại, tạo tiền đề cho chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu. Dự địa tăng giá mục tiêu sẽ phụ thuộc chặt chẽ vào quy mô thu hồi nợ thực tế cùng tiến độ ghi nhận dòng tiền từ hai khách hàng này.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	4,673	5,004	4,726	5,068	5,431
Lợi nhuận gộp	740	677	786	849	917
Chi phí BH&QL	(442)	(503)	(615)	(542)	(626)
Thu nhập khác	0.26	0.45	0	0	0
Chi phí khác	(1.79)	(0.81)	0	0	0
EBIT	296	175	171	308	291
Lãi vay thuần	4.54	(24.5)	(51.5)	(48.4)	(49.6)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	301	150	120	259	241
Chi phí thuế TNDN	(59.7)	(31.5)	(24.0)	(51.8)	(48.3)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	241	118	95.9	207	193
Lợi nhuận thuần ĐC	217	107	87.2	189	176
EBITDA ĐC	410	291	292	430	416
EPS (đồng)	2,027	767	621	1,342	1,250
EPS ĐC (đồng)	1,824	691	565	1,222	1,138
DPS (đồng)	1,500	0	500	1,000	1,000
Sig CP bình quân (triệu đv)	119	154	154	154	154
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	119	154	154	154	154
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	119	154	154	154	154

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	221	208	428	512	673
Đầu tư ngắn hạn	45.0	0	0	0	0
Phải thu khách hàng	697	982	724	685	600
Hàng tồn kho	1,496	1,401	1,323	1,419	1,520
Các tài sản ngắn hạn khác	342	234	221	237	253
Tổng tài sản ngắn hạn	2,800	2,824	2,695	2,852	3,047
TSCĐ hữu hình	1,347	1,243	1,169	1,098	1,029
TSCĐ vô hình	2.34	1.87	3.19	3.37	3.21
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	5.12	5.47	5.47	5.47	5.47
Tài sản dài hạn khác	55.1	108	102	109	117
Tổng tài sản dài hạn	1,410	1,358	1,280	1,216	1,155
Tổng cộng tài sản	4,210	4,183	3,975	4,069	4,202
Nợ ngắn hạn	826	847	753	757	811
Phải trả người bán	945	1,038	925	970	1,015
Nợ ngắn hạn khác	264	136	129	136	144
Tổng nợ ngắn hạn	2,140	2,089	1,874	1,935	2,048
Nợ dài hạn	133	121	118	116	116
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	12.8	24.8	24.8	24.8	24.8
Tổng nợ dài hạn	146	146	143	141	140
Tổng nợ phải trả	2,285	2,234	2,017	2,076	2,188
Vốn chủ sở hữu	1,924	1,948	1,958	1,992	2,014
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.26	0.16	0.16	0.16	0.16
Tổng vốn chủ sở hữu	1,925	1,948	1,958	1,992	2,014
Tổng nợ phải trả và VCSH	4,210	4,183	3,975	4,069	4,202
BVPS (đ)	16,200	12,615	12,679	12,901	13,039
Nợ thuần*/(tiền mặt)	738	760	443	362	254

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	296	175	171	308	291
Khấu hao	(114)	(117)	(120)	(123)	(125)
Lãi vay thuần	4.54	(24.5)	(51.5)	(48.4)	(49.6)
Thuế TNDN đã nộp	(70.6)	(30.8)	(24.0)	(51.8)	(48.3)
Thay đổi vốn lưu động	(143)	(96.6)	13.6	(120)	(132)
Khác	(94.7)	(12.0)	4.68	(3.47)	(3.59)
LCT thuần từ HKKD	(108)	135	444	314	343
Đầu tư TS dài hạn	-	-	-	-	-
Góp vốn & đầu tư	(482)	(85.6)	(47.7)	(52.1)	(55.5)
Thanh lý	234	45.4	0	0	0
Khác	9.96	2.82	5.99	(7.38)	(7.81)
LCT thuần từ HĐĐT	(238)	(37.3)	(41.7)	(59.4)	(63.3)
Cổ tức trả cho CSH	(143)	(131)	(77.2)	(154)	(154)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	375	20.6	(96.9)	2.25	53.4
Khác	(1.40)	(0.92)	(8.63)	(18.7)	(17.4)
LCT thuần từ HĐTC	231	(111)	(183)	(171)	(118)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	321	221	208	428	512
LCT thuần trong kỳ	(115)	(12.9)	220	83.7	161
Ảnh hưởng của tỷ giá	15.3	0.47	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	221	208	428	512	673
Dòng tiền tự do	(108)	135	444	314	343

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.8	13.5	16.6	16.8	16.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	8.76	5.82	6.17	8.49	7.65
Tỷ suất LNT (%)	5.15	2.37	2.03	4.09	3.56
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.9	21.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.96	7.07	(5.55)	7.25	7.15
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	3.85	(28.8)	0.13	47.5	(3.45)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(2.22)	(50.8)	(18.2)	116	(6.87)
Tăng trưởng EPS (%)	(2.24)	(62.2)	(19.1)	116	(6.87)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(2.22)	(62.2)	(18.2)	116	(6.87)
Tăng trưởng DPS (%)	25.0	(100)	nm	100	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	74.0	0	80.6	74.5	80.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	12.8	6.12	4.91	10.5	9.64
ROACE (%)	15.0	8.38	8.17	14.5	13.6
Vòng quay tài sản (lần)	1.23	1.19	1.16	1.26	1.31
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.37)	0.78	2.59	1.02	1.18
Số ngày tồn kho	139	118	123	123	123
Số ngày phải thu	64.7	82.9	67.1	59.3	48.5
Số ngày phải trả	87.7	87.6	85.7	83.9	82.1
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.0	41.6	25.1	20.7	15.3
Nợ/tài sản (%)	24.9	24.4	23.1	22.7	23.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	7.12	3.33	6.35	5.87
Nợ/EBITDA (lần)	2.56	3.50	3.15	2.15	2.36
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.31	1.35	1.44	1.47	1.49
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.41	0.45	0.41	0.37	0.32
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.64	7.79	6.69	4.35	4.25
P/E (lần)	4.82	12.7	15.8	7.29	7.82
P/E ĐC (lần)	5.36	14.2	17.3	8.01	8.60
P/B (lần)	0.60	0.78	0.77	0.76	0.75
Lợi suất cổ tức (%)	15.3	0	5.11	10.2	10.2

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) 2026.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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