

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (HSX: DRC)

Lốp radial là tâm điểm trong triển vọng dài hạn của Công ty

Trong bối cảnh kinh doanh **lốp vận tải bias nội địa gặp khó** từ cạnh tranh trong nước và không phù hợp thị hiếu tiêu dùng, **DRC chuyển mình sang loại lốp vận tải/ô tô radial** hướng đến phân khúc thấp-trung cấp ở các thị trường đông dân như Mỹ, Brazil. Tuy nhiên, việc triển vọng giá NVL neo cao, DRC cũng chịu chi phí vận chuyển/chiết khấu cao khi “vươn ra biển lớn”, dẫn đến biên lợi nhuận ròng khó về mức cao như thời gian trước năm 2020.

Doanh thu tăng trưởng bền bỉ nhờ bệ đỡ lốp vận tải/ô tô radial trong trung hạn

- **Thị trường nội địa:** lốp vận tải bias dự kiến tăng trưởng 6,9%/năm nhờ vào tăng trưởng SXCN tốt (8-9%/năm) của Việt Nam và thị phần, sau khi đã giảm về mức thấp, sẽ không còn giảm “sốc” như giai đoạn 2018-24 nhờ thiết lập các chính sách giá bán/chiết khấu “cạnh tranh” hơn cho đại lý.
- **Thị trường xuất khẩu:** tập trung toàn lực cho mảng lốp vận tải radial thông qua mở rộng công suất sản xuất 1,2 triệu lốp/năm, điều chỉnh chính sách chiết khấu, phương thức vận chuyển. DRC dự kiến sẽ mở rộng thị phần tốt ở phân khúc lốp thấp-trung bình tại Mỹ (1,3% lên 2,1%) khi hưởng lợi từ mức thuế quan tốt hơn các đối thủ chính như Thái Lan, duy trì thị phần cao ở thị trường cũ Brazil (7,5%).
- **Ấn số “lốp ô tô radial – PCR”:** hiện đã ghi nhận hòa vốn lần đầu tiên từ Q2-2025, với việc có thêm đơn hàng trong & ngoài nước sau từng quý và các chính sách giá bán/chiết khấu/kênh phân phối tương tự trường hợp thành công trước đó CSM – lốp Advenza. Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của lốp PCR sẽ cải thiện dần từ mức 0% năm nay lên 12,5% năm 2029 và tăng trưởng doanh thu bình quân đạt 31%/năm ở giai đoạn này.

Biên LN ròng phục hồi nhưng khó quay về mức trung bình ngành (7-8%) như GĐ 2016-22

- Xu hướng tăng giá hầu hết nguyên liệu trong dài hạn đi kèm lựa chọn tiến công vào các thị trường lớn nhiều cạnh tranh dẫn đến phải chi nhiều chi phí chiết khấu/vận chuyển hơn, gây bất lợi cho biên LN, điều này được phác họa rõ trong KQKD 2025.
- Tuy nhiên, việc tỷ giá USD/VND tăng 2-3%/năm đi kèm chuyển một phần giá bán lên người tiêu dùng theo xu hướng chung của ngành sẽ giúp biên hồi phục từ đáy 2025 (2,6%) lên 5% nhưng vẫn dưới trung bình ngành (7%) do lợi thế quy mô và uy tín thương hiệu không cao như các đối thủ ngoại quốc.

Năm 2025, chúng tôi dự phóng LNST Cty Mẹ là 140 tỷ đồng (-42,9% YoY). EPS tương ứng là 905 đồng. Trong dài hạn, LNST sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2025-29 là 9%, hay 376 tỷ đồng vào năm 2029.

Sử dụng phương pháp DCF, giá trị hợp lý cho một năm tới của DRC ở mức **17.200 VNĐ/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/9/2025, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho DRC.

Rủi ro của khuyến nghị:

- **Rủi ro tăng giá đến từ (1) sự mở rộng doanh thu/biên LN mạnh hơn dự kiến từ dòng lốp vận tải/ô tô radial (TBR/PCR) thông qua tìm được khách hàng mới & mở rộng công suất nhà máy, (2) Vinachem thoái vốn DRC cho các tổ chức sầm lốp quốc tế/ sáp nhập với các tổ chức sầm lốp nội địa.**
- **Rủi ro giảm giá đến từ sự tăng giá NVL không được chuyển đổi sang giá bán do xuất hiện nhiều đối thủ cạnh tranh hoặc mức thuế Brazil/Mỹ cho sầm lốp Campuchia/Thái Lan được điều chỉnh tốt hơn.**

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025F	FY2026F	FY2027F
Doanh thu thuần	4.899	4.495	4.673	5.361	5.724	6.162
Tăng trưởng (%)	11,9%	-8,2%	4,0%	14,7%	6,8%	7,7%
EBITDA	343	274	256	250	334	414
LNST	308	246	245	140	195	267
Tăng trưởng (%)	6,3%	-20,1%	-0,7%	-42,9%	39,3%	37,4%
Biên ròng (%)	6,3%	5,5%	5,2%	2,6%	3,4%	4,3%
ROA (%)	9,0%	7,3%	5,8%	3,2%	4,2%	5,6%
ROE (%)	16,1%	13,3%	12,8%	7,0%	9,3%	11,9%
EPS cơ bản (VNĐ)	2.597	2.074	1.950	905	1.260	1.731
GTSS (VNĐ)	16.089	15.588	16.126	12.839	13.575	14.550
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.200	2.300	1.200	1.200	500	800
P/E (x)	8,3	13,2	14,7	19,0	13,6	9,9
P/BV (x)	1,3	1,8	1,8	1,3	1,3	1,2

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/09/2025.

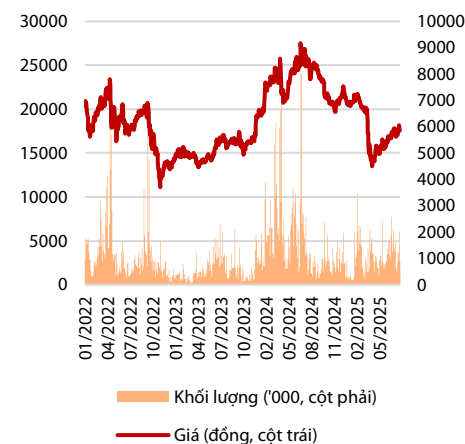
TRUNG LẬP

Giá thị trường (VNĐ)	16.650
Giá mục tiêu (VNĐ)	17.200

Cổ tức tiền dự kiến 12 tháng tới 500 (VNĐ)

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Săm lốp
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.811
SLCPDLH (triệu CP)	154
Beta	0,93
Free Float (%)	41,7
Giá cao nhất 52 tuần	25.300
Giá thấp nhất 52 tuần	13.500
KLGD bình quân 20 phiên	972,7



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	2N
DRC	7,1	-14,7	-31,4
VN30 Index	29,9	33,9	40,8
VN-Index	25,2	26,8	31,3

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Hóa chất Việt Nam	50,51
Edmond de Rothschild Group	1,89
Ông Lê Hoàng Khánh Nhựt	0,50
Khác	47,10
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	-3,5

Nguyễn Bảo Hưng

(084) 028 - 6299 2006 – Ext 1526

hung.nb@vdsc.com.vn

ĐỊNH GIÁ

ĐỊNH GIÁ DÀI HẠN BẰNG PHƯƠNG PHÁP FCFF

Giá định DCF	Giá trị	Tóm tắt định giá	Đơn vị: Tỷ đồng
WACC 2025	10,4%	Thời gian dự phóng DCF	5 năm
Thuế suất hiệu quả	20,0%	Dòng tiền tự do có thể chiết khấu	3.424
Chi phí vốn chủ sở hữu	13,8%	+ Tiền mặt & Đầu tư tài chính tại ngày định giá	137
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	- Nợ & Lợi ích CĐT	911
Phần bù rủi ro vốn chủ sở hữu	12,0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	2.650
Beta	0,9	Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	154,43
Exit EV/EBITDA	8,7x	Giá trị vốn chủ sở hữu trên mỗi cổ phiếu (VND)	17.200

Bảng 1: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DRC trên mỗi Cổ phiếu (VND)

WACC	Exit EV/EBITDA							
	5,7		6,7	7,7	8,7	9,7	10,7	11,7
	7,4%	12.524	15.008	17.492	19.976	22.460	24.944	27.428
	8,4%	11.837	14.221	16.606	18.990	21.375	23.759	26.143
	9,4%	11.183	13.472	15.762	18.052	20.341	22.631	24.920
	10,4%	10.559	12.759	14.958	17.158	19.357	21.556	23.756
	11,4%	9.965	12.079	14.192	16.306	18.419	20.533	22.646
	12,4%	9.398	11.430	13.462	15.493	17.525	19.557	21.588
	13,4%	8.857	10.811	12.765	14.718	16.672	18.626	20.579

ĐỊNH GIÁ NGẮN HẠN THAM KHẢO BẰNG PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi cũng thực hiện định giá bằng phương pháp so sánh (PE) cho DRC. Mô tả chi tiết phương pháp định giá so sánh như sau:

Công ty	Vốn hóa	Doanh thu thuần 2024	EBITDA 2024	Biên gộp	Biên ròng	P/E 2024	EV/EBITDA 2024
PT. Gajah Tunggal Tbk (Indonesia)	241	1.137	185	21,5	6,6	3,3	2,6
Prinx Chengshan Holdings Ltd (Hong Kong)	603	1.524	266	21,2	12,0	3,4	2,4
Sailun Group Co., Ltd (Trung Quốc)	6.455	4.417	887	27,6	12,8	11,4	8,8
Guizhou Tyre Co.,Ltd (Trung Quốc)	1.072	1.485	200	17,9	5,8	11,4	8,8
Aeolus Tyre Co., Ltd (Trung Quốc)	616	932	89	17,1	4,2	15,8	9,5
Triangle Tyre Co. Ltd (Trung Quốc)	1.652	1.411	196	17,9	10,9	10,9	8,1
DRC (Việt Nam)	106	187	10	15,6	5,2	10,4	7,5
Trung bình 5 năm của nhà SX sầm lopp toàn cầu (2019-24)						11,1	8,4

Nhà đầu tư có thể tham khảo bảng độ nhạy định giá DRC và chỉ số PE dưới đây, tùy vào khẩu vị rủi ro mà lựa chọn định giá hợp lý cho DRC.

Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của DRC trên mỗi Cổ phiếu (VND)

EPS (VND)	P/E						
		9,5	10,5	11,5	12,5	13,5	
	2025F	905	8.573	9.477	10.382	11.287	12.191
	2026F	1.260	11.942	13.202	14.462	15.722	16.982

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ DRC

Bảng tóm tắt định giá DRC

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
Định giá dài hạn của DRC (FCFF, 5 năm, WACC: 10,4%, Exit EVEBITDA: 8,7x)	100%	17.200
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	100%	17.200

Sử dụng phương pháp DCF trong dài hạn, **giá cổ phiếu mục tiêu xác định cho một năm tới của DRC ở mức 17.200 đồng/cổ phiếu**. Dựa trên giá đóng cửa ngày 22/09/2025, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** cho cổ phiếu DRC.

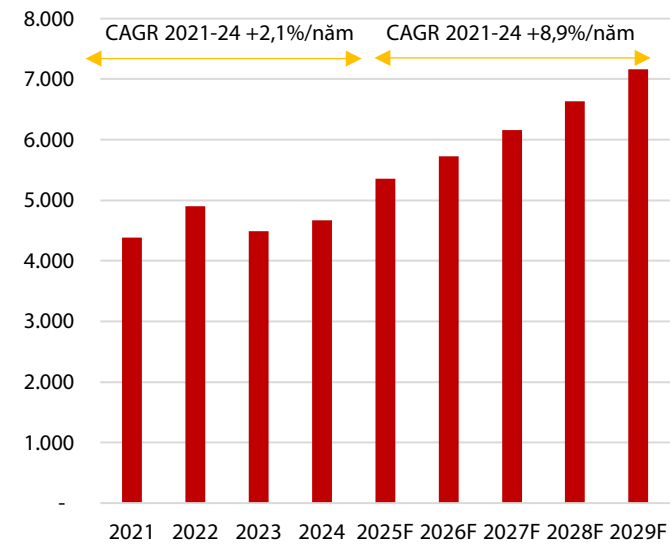
Sau đây, chúng tôi trình bày các khía cạnh của cổ phiếu DRC, hỗ trợ cho phần định giá bên trên của chúng tôi theo các phần sau:

MỤC LỤC	
A. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29	Xem trang 4
B. PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP	Xem trang 11
1. Tổng quan doanh nghiệp	Xem trang 11
2. Hoạt động kinh doanh cốt lõi	Xem trang 11
3. Chuỗi giá trị doanh nghiệp	Xem trang 13
a. Đầu vào	Xem trang 14
b. Quy trình sản xuất	Xem trang 21
c. Đầu ra	Xem trang 23
PHỤ LỤC – CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT SẴM LỚP TƯƠNG ĐỒNG	Xem trang 39
PHỤ LỤC – TIỀM NĂNG VINACHEM THOÁI VỐN	Xem trang 41

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

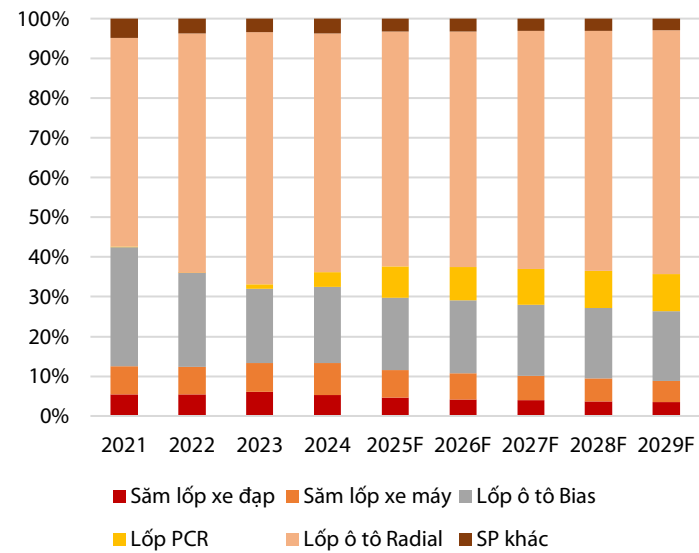
Doanh thu: DRC đang nỗ lực thay mới động cơ tăng trưởng, với trọng tâm là các mảng lốp radial trong bối cảnh mảng trụ cột lâu năm (bias) dần sụt giảm. Chiến lược này đang có những chuyển biến tích cực.

Hình 1: Doanh thu thuần của DRC (Tỷ đồng)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Đóng góp doanh thu của DRC theo phân khúc (%)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa những dữ liệu này bằng cách sử dụng hình thức bảng. Xem thêm thông tin trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 42\)](#)

Chi tiết dự phóng sản lượng bán ra của DRC cho giai đoạn 2025-29 (chiếc)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Săm lốp xe đạp	8.633.371	9.113.186	9.129.202	8.779.478	8.516.094	8.345.772	8.262.314	8.262.314	8.262.314
Tăng trưởng YoY	-0,2%	5,6%	0,2%	-3,8%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%
Săm lốp xe máy	6.333.616	6.173.462	5.342.398	5.441.442	5.441.442	5.441.442	5.441.442	5.441.442	5.441.442
Tăng trưởng YoY	-3,5%	-2,5%	-13,5%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Săm ô tô	588.317	455.824	328.822	350.569	375.109	401.366	429.462	459.524	491.691
Tăng trưởng YoY	2,4%	-22,5%	-27,9%	6,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Lốp vận tải Bias	716.046	575.887	429.909	441.156	461.819	480.301	499.692	528.332	559.264
Tăng trưởng YoY	13,7%	-19,6%	-25,3%	2,6%	4,7%	4,0%	4,0%	5,7%	5,9%
Lốp PCR	599	1.238	94.400	355.198	704.550	770.005	837.006	905.706	976.277
Tăng trưởng YoY	-78,3%	106,7%	7525,2%	276,3%	98,4%	9,3%	8,7%	8,2%	7,8%
Yếm ô tô	444.730	332.206	242.878	269.672	269.672	269.672	269.672	269.672	269.672
Tăng trưởng YoY	10,0%	-25,3%	-26,9%	11,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp ô tô đắp	42.502	38.113	30.491	35.422	35.422	35.422	35.422	35.422	35.422
Tăng trưởng YoY	0,8%	-10,3%	-20,0%	16,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp TBR	608.669	733.684	760.840	738.404	833.159	860.558	902.946	946.173	1.007.289
Tăng trưởng YoY	19,8%	20,5%	3,7%	-2,9%	12,8%	3,3%	4,9%	4,8%	6,5%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Chi tiết dự phóng giá bán của DRC cho giai đoạn 2025-29: [Xem trang 38](#)

Về dự báo doanh thu bán hàng trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi đưa ra các giả định như sau:

Lốp vận tải SXCN – bias (chủ yếu nội địa): Trong giai đoạn 2012-24, DRC chịu tác động mạnh từ cạnh tranh khốc liệt với các doanh nghiệp FDI và làn sóng lốp Trung Quốc giá rẻ, khiến sản lượng tiêu thụ lốp vận tải bias của DRC sụt giảm với CAGR 2012-2024 đạt -3,8%/năm mặc cho tăng trưởng SXCN mạnh thời gian này (hàm ý miếng bánh sản phẩm lốp vận tải to ra) [\(Xem trang 25\)](#). Bước sang giai đoạn 2025-29, bối cảnh kinh doanh của DRC có hai sự đổi khác: (1) DN chi chiết khấu mạnh tay hơn và thay trực sản phẩm từ bias tải nặng sang tải nhẹ và các loại radial, (2) khác với trước đây, động lực xả hàng tồn kho lớn của Trung Quốc giảm do bị Mỹ áp thuế lên sản phẩm sản phẩm lốp từ 2019, khiến cạnh tranh bớt khốc liệt. Điều này giúp DRC neo được tăng trưởng theo mức tăng trưởng SXCN. Chúng tôi dự báo mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ của lốp bias +4,9%/năm giai đoạn 2025-29 thấp hơn mức +9,5%/năm mục tiêu tăng trưởng SXCN Chính Phủ đề ra. Kết hợp cùng mức giá bán tăng trưởng bình quân 2,0%/năm giúp doanh thu mảng này đạt tăng trưởng CAGR 2024-29 +6,9%/năm. [\(Xem trang 33\)](#)

Lốp vận tải SXCN – radial TBR (chủ yếu xuất khẩu): Trong giai đoạn 2013-24, DRC nhận thấy nhiều khó khăn trong nước với sản phẩm kém phổ biến theo thời gian – lốp bias, Công ty thực hiện xây dựng nhà máy lốp radial như một mũi tên hướng hai đích: (1) phù hợp với xu thế chung của thế giới, làm bàn đạp xuất khẩu, giảm phụ thuộc trong nước, (2) sẽ bắt nhịp dễ dàng khi hạ tầng giao thông trong nước hiện đại hơn ưa chuộng loại lốp radial hơn. DRC cũng chọn chiến lược tiếp cận hợp lý với giá bán rẻ và phân khúc ngách (thấp-trung bình) ở các thị trường đông dân (Mỹ, Brazil) giúp CAGR sản lượng tiêu thụ lốp vận tải radial trong giai đoạn này đạt mức ấn tượng +42,7%/năm [\(Xem trang 29\)](#). Cho giai đoạn 2025-29, chúng tôi cho rằng DRC sẽ tiếp tục đẩy mạnh hoạt động xuất khẩu với thị trường Mỹ là trọng tâm, thị trường top 2 Brazil giữ doanh thu ổn định với nhiều điều kiện thuận lợi về cạnh tranh hơn tại đây (điểm hình mức thuế giữa các nước) đi kèm động lực lớn sau khi hoàn tất nhà máy lốp vận tải radial giai đoạn 3 nâng công suất lên 1,0-1,2 triệu lốp/năm.

Tổng hợp lại, trong giai đoạn 2025-29, chúng tôi dự phóng CAGR sản lượng tiêu thụ +6,4%/năm cộng hưởng cùng mức tăng trưởng giá bán +2,8%/năm, giúp tổng CAGR doanh thu mảng này đạt +9,4%/năm. [\(Xem trang 34\)](#)

Săm lốp xe đạp, xe máy (chủ yếu nội địa): Hai mảng này đã bắt đầu suy yếu từ năm 2016 sau khi thị trường sản phẩm chính (xe đạp, xe máy) bão hòa do đạt tỷ lệ thâm nhập trên 80%, cộng hưởng cùng cạnh tranh dâng cao từ các loại lốp giá rẻ Trung Quốc, đẩy CAGR 2016-24 về sản lượng tiêu thụ của hai dòng lốp này đạt lần lượt -1,8%/năm, -4,6%/năm [\(Xem trang 27\)](#). Cho giai đoạn 2025-29, bối cảnh ngành về quy mô và tính cạnh tranh không có đổi khác đi kèm sự giảm tập trung của DRC cho mảng lốp này, chúng tôi dự phóng CAGR 2025-29 về sản lượng tiêu thụ đạt lần lượt -1,2%/năm, 0,0%/năm kết hợp với tăng trưởng giá bán +1,0%/năm, quy đổi CAGR về doanh thu đạt -0,2%/năm, +1,0%/năm. [\(Xem trang 27\)](#)

Lốp ô tô – radial PCR: Từ năm 2023, DRC thâm nhập thị trường lốp ô tô với sản phẩm lốp radial PCR, nhắm đến cả kênh OEM (hợp tác với các hãng xe lớn như VinFast) và kênh thay thế qua các đại lý trong và ngoài nước. Để cạnh tranh, DRC định giá sản phẩm thấp hơn trung bình ngành, phù hợp phân khúc thấp - trung cấp, đây cũng là tiền đề cho cột mốc sáng nhất 2 năm qua của DRC ở mảng này – sản lượng tiêu thụ 148 nghìn lốp PCR trong quý và đạt điểm hòa vốn lợi nhuận gộp [\(Xem trang 32\)](#). Cho giai đoạn 2025-29, nhờ lợi thế giá rẻ như đã đề cập và nỗ lực tìm kiếm nhiều khách hàng mới ở các thị trường Trung Đông, Brazil, Nga, Mỹ hay cả nội địa, DRC sẽ gia tăng hiệu quả khai thác công suất theo thời gian (từ 70% năm 2025 lên gần 100% năm 2029) tương tự trường hợp CSM trong quá khứ khi chiến lược kinh doanh là tương tự nhau ở thời điểm thâm nhập.

Tựu trung, chúng tôi dự phóng CAGR 2025-29 cho sản lượng tiêu thụ đạt +22,4%/năm, kết hợp với mức giá bán tăng bình quân +6,7%/năm giúp CAGR doanh thu đạt +30,7%/năm. [\(Xem trang 36\)](#)

Khả năng sinh lời: Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng của DRC sẽ phục hồi từ mức 2,6% trong năm 2025 lên gần 5% vào năm 2029 nhờ chuyển đổi sự giá nguyên liệu lên giá bán theo xu hướng chung của ngành. Tuy nhiên vẫn thấp hơn đáng kể so với mức trung bình ngành ~8% do DRC có lợi thế quy mô & uy tín thương

hiệu không lớn trên sân chơi quốc tế đi kèm giữ mức chiết khấu đại lý cạnh tranh trong nước để duy trì thị phần.

Biên lợi nhuận gộp

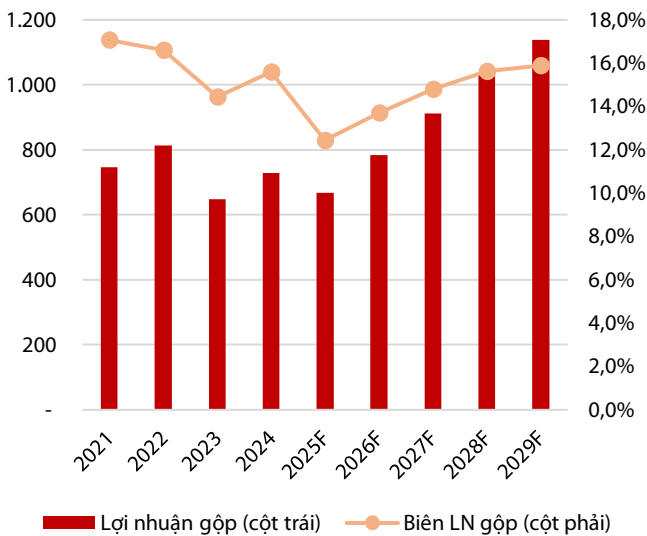
Chúng tôi cho rằng giá hầu hết nguyên liệu đầu vào chính của DRC đều tăng trong trung hạn, cụ thể mức tăng trung bình mỗi năm lần lượt cao su tự nhiên (+3,1%/năm, đạt 50,6 triệu đồng/tấn vào năm 2029 do thiếu hụt nguồn cung dài hạn), cao su tổng hợp (+4,6%/năm, đạt 65,8 triệu đồng/tấn với xu hướng giá đi theo sản phẩm thay thế - cao su tự nhiên và tỷ giá tăng bình quân +3%/năm), hóa chất lưu huỳnh (+11,5%/năm, do ảnh hưởng sụt giảm động lực khai thác dầu vì mức thấp của giá dầu và tỷ giá tăng bình quân +3%/năm), thép tanh & thép sợi (+2,5%/năm). Riêng các sản phẩm nhập khẩu như cao su tổng hợp, hóa chất lưu huỳnh, muối than đen chịu thêm ảnh hưởng từ tỷ giá tăng bình quân 2%/năm. [\(Xem trang 14\)](#)

Chúng tôi cho rằng DRC sẽ tăng giá bán đầu ra (*) để giảm ảnh hưởng tiêu cực này ở hầu hết các sản phẩm (như phân tích ở từng mảng trước đó) cộng hưởng cùng tỷ giá tăng hỗ trợ mức giá bán cho sản phẩm xuất khẩu chủ lực là lốp PCR & TBR tốt hơn [\(Xem trang 38\)](#). Một điểm hỗ trợ thêm cho giá bán DRC là hầu hết các doanh nghiệp sản xuất lốp Trung Quốc, Thái Lan cũng ghi nhận biên LN gộp suy yếu thời gian qua. Do đó, việc tăng giá bán có thể là xu hướng chung của toàn ngành thay vì mỗi DRC giúp DRC duy trì năng lực cạnh tranh về giá như hiện tại. Qua đó, biên LN gộp của DRC sẽ nâng lên từ mức thấp lịch sử 12,3% năm 2025 lên 15,8% năm 2029. Mức này vẫn thấp hơn trung bình ngành do không có lợi thế quy mô sản xuất và vị thế thương hiệu như các hãng lốp xe lớn.

Lưu ý, việc tối ưu hóa công suất sản xuất giúp chi phí khấu hao/lốp xe vận tải radial giảm dần theo thời gian (từ 3,2% năm 2025 về 2,4% năm 2029), hỗ trợ biên LN gộp mảng này nói riêng và DRC nói chung.

(*) Cụ thể về mức tăng giá bán từng ngành sản phẩm sẽ phụ thuộc vào sự thuận lợi trong môi trường cạnh tranh liên quan, được trình bày bên dưới [\(Xem trang 38\)](#).

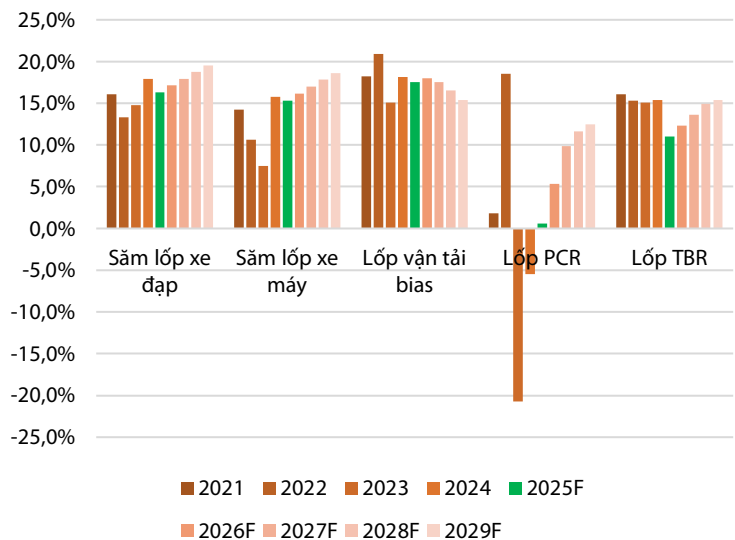
Hình 3: Lợi nhuận gộp của DRC (Tỷ đồng)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 43\)](#)

Hình 4: Biên lợi nhuận gộp của DRC (%)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

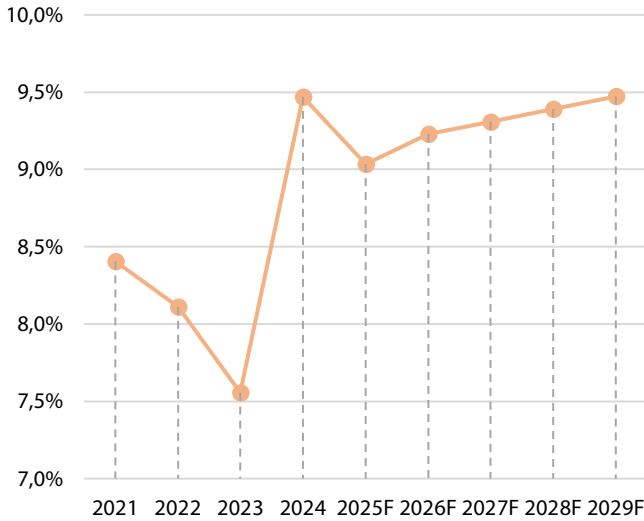
Chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp

Tỷ lệ CPBH&QLDN/doanh thu thuần đạt đỉnh năm 2024 khi mà giá cước vận tải tăng nóng. Dù vậy, chúng tôi cho rằng tỷ lệ này khó có khả năng giảm về mức dưới 9% như giai đoạn trước đó khi mà doanh nghiệp đã phải: (1) tăng chi phí chiết khấu cho đại lý ở nội địa, và (2) tăng chi phí để thâm nhập thị trường nước ngoài như chi phí chiết khấu ở giai đoạn đầu làm thị trường, chi phí vận chuyển (DRC chuyển từ CIF sang FOB), chi phí quảng cáo, nhân viên. Chúng tôi dự báo CPBH&QLDN/D.thu thuần của DRC sẽ tăng từ 9,0%

năm 2025 lên 9,5% năm 2029, cao hơn trung bình ngành (7-8%) do DRC không có lợi thế quy mô và uy tín thương hiệu cao hay nhà máy sản xuất đa dạng các quốc gia.

Biên lợi nhuận ròng: Với xu hướng về biên lợi nhuận gộp và chi chiết khấu đã phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận ròng tổng thể của DRC sẽ tăng từ 2,6% lên mức 5,0% trong giai đoạn 2025-29, thấp hơn đáng kể mức 8% của ngành này và thấp hơn mức trung bình của giai đoạn 2020-24 (trên 5,2-7,0%) do vị thế DRC đã suy yếu ở nội địa và phải hy sinh biên cho cuộc chơi lớn tại thị trường nước ngoài thời gian tới.

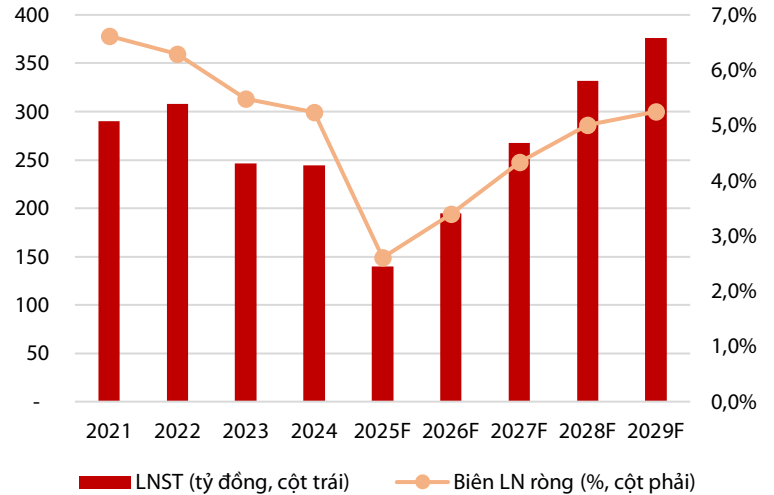
Hình 5: Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần của DRC (%)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. (Xem trang 43)

Hình 6: Thu nhập ròng & biên ròng của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Điểm nổi bật về tài sản

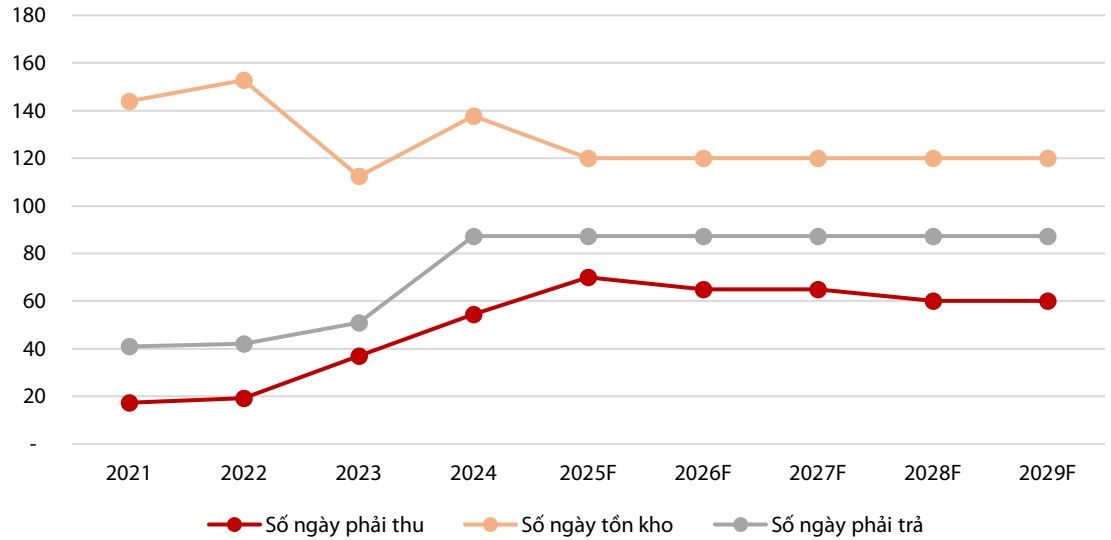
Vốn lưu động: Khả năng quản trị vốn lưu động đang chuyển biến theo chiều hướng bất lợi cho DRC thời gian qua và cả trong tương lai – nhưng là xu thế tất yếu của một DN nội địa đang nỗ lực vươn mình ra các thị trường nước ngoài lớn – có tính chất cạnh tranh cao.

Chúng tôi cho rằng DRC buộc phải mở rộng số ngày phải thu lên mức trung bình ngành 70-72 ngày cho giai đoạn 2025-29 nhằm “tiến đánh thị trường nước ngoài mới, cạnh tranh cao như Mỹ” hay “duy trì sức ảnh hưởng ở thị trường lâu năm Brazil”. Điều này càng được củng cố khi Dforce Tires & Wheels Ilc (Mỹ), Oceanside One Trading Ilc (Brazil), hai đại lý phân phối lốp xe tải lớn nhất ở nước ngoài của DRC chiếm 67% tổng phải thu khách hàng của DRC ở cuối Q2-2025 so với chỉ 30% cùng kỳ.

Đối với số ngày tồn kho, DRC có chính sách nhập hàng nguyên liệu 3-4 tháng/lần từ năm 2023 và không có dự định thay đổi cho giai đoạn 2025-29, tương ứng với số ngày tồn kho 120 ngày.

DRC có quan hệ tốt với các đối tác cung cấp nguyên liệu lâu năm như Tập đoàn cao su Việt Nam và các đối tác nước ngoài, điều này giúp DN mở rộng số ngày phải trả từ 40 ngày lên 80-87 ngày giai đoạn 2021-24 nhằm hạn chế tác động xấu từ chính sách phải thu lên dòng tiền. Tuy nhiên, cho giai đoạn 2025-29, chúng tôi cho rằng DRC khó mở rộng thêm số ngày phải trả và giữ nguyên mức 87 ngày do đây là mức trung bình ngành và phù hợp với những quan sát trong tình hình quản trị chỉ số này ở H1-2025.

Hình 7: Dự phóng chỉ số hoạt động của DRC (ngày)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 44\)](#)

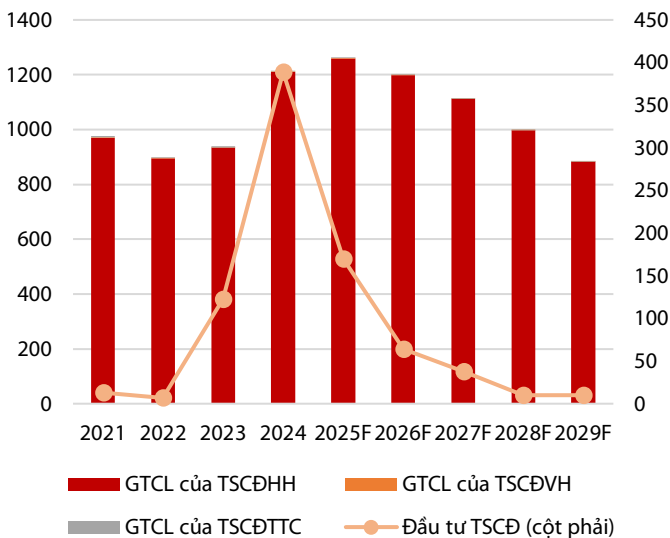
Đầu tư TSCĐ: Với mô hình sản xuất sản phẩm, chi phí bảo trì, thay mới định kỳ máy móc là khoản chi thường xuyên bên cạnh các dự án mở rộng nhà máy. Chúng tôi kỳ vọng giá trị tài sản cố định ròng của DRC sẽ còn 883 tỷ đồng ở cuối T12-2029 từ 1.344 tỷ đồng cuối T12-2024.

DRC ghi nhận chi phí đầu tư xây dựng giai đoạn 3 cho nhà máy radial là 600 tỷ đồng từ 2023-25 và sẽ phân bổ dần tới năm 2026 [\(Xem trang 22\)](#). Dự án nhà máy lốp TBR với công suất 1 triệu lốp/năm và PCR với công suất 4 triệu lốp/năm chưa có dấu hiệu sẽ triển khai trong tương lai gần. Do vậy, chúng tôi chưa phản ánh việc đầu tư hai dự án này vào dự phóng.

Ngoài ra, Công ty sẽ tái đầu tư 30-50 tỷ đồng mỗi năm nhằm thay mới/bảo trì máy móc nhằm duy trì tăng trưởng doanh thu ổn định trong giai đoạn 2025-29.

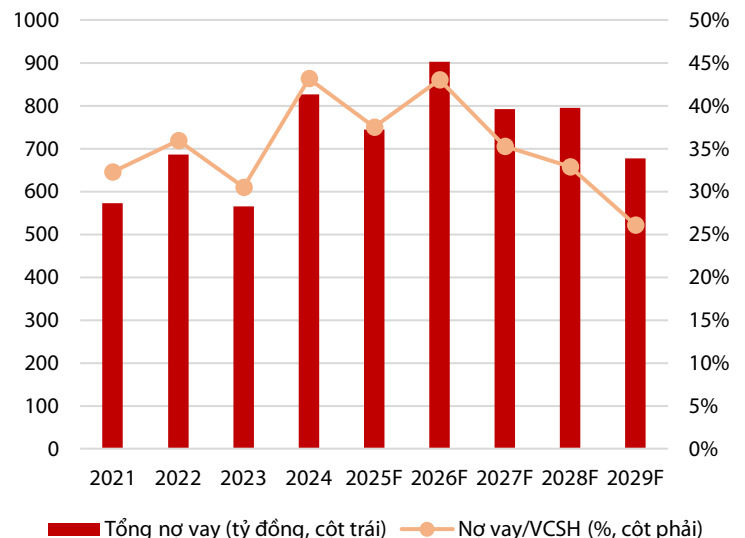
Nợ vay: Chúng tôi cho rằng KQKD sẽ hồi phục dần từ đáy 2025 kết hợp với giảm dần các khoản đầu tư TSCĐ sẽ hỗ trợ giảm nợ vay và chi phí lãi vay trong giai đoạn 2025-29. Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí lãi vay/doanh thu thuần sẽ ở mức 0,2-0,4% trong giai đoạn 2025-29.

Hình 8: TSCĐ của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

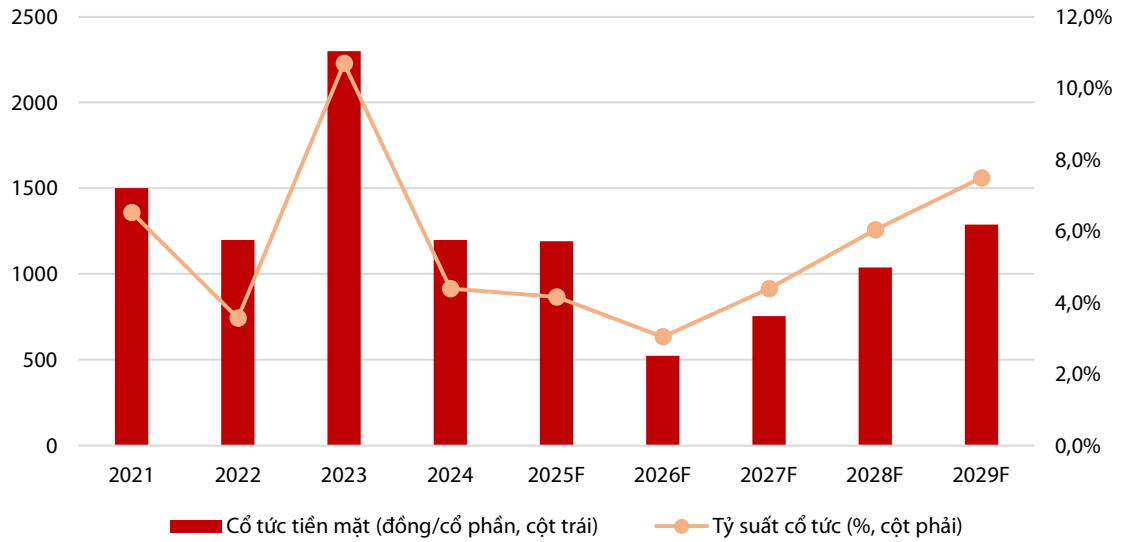
Hình 9: Tổng nợ vay của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Chính sách cổ tức tiền mặt: Chúng tôi cho rằng DRC tiếp tục duy trì việc trả cổ tức tiền mặt từ 60% lợi nhuận sau thuế mỗi năm 2025-29 tương tự giai đoạn 2023-24. Việc KQKD dần hồi phục hỗ trợ mức cổ tức tiền mặt và tỷ suất cổ tức tốt dần theo thời gian, mức này cao hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng trung bình (3-5%/năm).

Hình 10: Cổ tức tiền mặt của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý: Chúng tôi cũng trực quan hóa các dữ liệu này dưới dạng bảng. Thông tin chi tiết hơn có trong Phụ lục 3. [\(Xem trang 44\)](#)

Bảng 1: Bảng cân đối kế toán hàng năm của DRC

BÁO CÁO THU NHẬP	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Doanh thu	4.380	4.899	4.495	4.673	5.361	5.724	6.162	6.631	7.165
Giá vốn hàng bán	3.632	4.085	3.847	3.944	4.694	4.939	5.250	5.596	6.027
Lãi gộp	747	813	649	729	667	784	912	1.035	1.138
Chi phí bán hàng và QLDN	368	397	340	430	484	528	574	623	679
Chi phí hoạt động khác	42	73	36	45	54	46	50	54	59
EBITDA	338	343	274	256	250	334	414	483	525
EBIT	337	342	273	255	128	210	288	359	401
Chi phí không thuộc HĐKD	1	-1	0	2	2	2	2	2	2
Lãi/lỗ thanh lý TSCĐ	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
Doanh thu tài chính	37	62	55	70	71	51	59	69	81
Chi phí tài chính	9	19	21	21	23	16	12	12	10
Lợi nhuận trước thuế	363	386	307	302	175	243	334	415	470
Chi phí thuế TNDN	73	78	61	57	35	49	67	83	94
Lãi lỗ từ cty LDLK	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LNST công ty mẹ	290	308	246	245	140	195	267	332	376

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Bảng cân đối kế toán hàng năm của DRC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
TÀI SẢN									
Tiền cho HĐKD	90	155	321	221	54	172	185	332	358
Đầu tư tài chính ngắn hạn	320	210	134	45	45	45	45	45	45
Khoản phải thu ngắn hạn	208	257	457	697	1.028	1.113	1.199	1.308	1.413
Hàng tồn kho	1.432	1.710	1.184	1.491	1.543	1.624	1.726	1.840	1.981
Tài sản ngắn hạn khác	67	127	196	341	391	417	449	483	522
Tài sản ngắn hạn	2.117	2.460	2.292	2.794	3.061	3.371	3.604	4.007	4.320
TSCĐ hữu hình	973	910	1.044	1.344	1.286	1.199	1.111	998	883
Đầu tư dài hạn	4	4	5	5	5	5	5	5	5
TSCĐ vô hình	3	2	1	1	1	1	1	1	1
TS dài hạn khác	42	44	43	56	65	69	74	80	87
Tài sản dài hạn	1.022	960	1.092	1.406	1.357	1.275	1.192	1.084	976
Tổng tài sản	3.139	3.420	3.384	4.200	4.418	4.646	4.796	5.091	5.296
NỢ PHẢI TRẢ									
Vay nợ ngắn hạn	572	686	565	826	744	903	792	796	677
Phải trả người bán	408	471	537	946	1.123	1.182	1.256	1.339	1.442
Các khoản phải trả khác	383	350	407	367	421	449	484	521	562
Phải trả ngắn hạn	1.363	1.508	1.508	2.139	2.288	2.534	2.532	2.655	2.681
Vay nợ dài hạn	2	1	25	133	133	0	0	0	0
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	13	15	16	17	18	20
Phải trả dài hạn	2	1	25	146	148	16	17	18	20
Tổng nợ phải trả	1.365	1.509	1.533	2.285	2.435	2.549	2.549	2.673	2.701
LỢI ÍCH CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ									
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0	0	0
VỐN CHỦ SỞ HỮU									
Vốn điều lệ	1.188	1.188	1.188	1.188	1.544	1.544	1.544	1.544	1.544
LNST chưa phân phối	242	320	199	189	187	301	452	623	800
Các nguồn quỹ khác	345	403	464	538	251	251	251	251	251
Vốn chủ sở hữu	1.774	1.910	1.851	1.915	1.983	2.096	2.247	2.418	2.595
Tổng Nguồn vốn	3.139	3.419	3.384	4.200	4.418	4.646	4.796	5.091	5.296

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

PHÂN TÍCH CHUỖI GIÁ TRỊ DOANH NGHIỆP

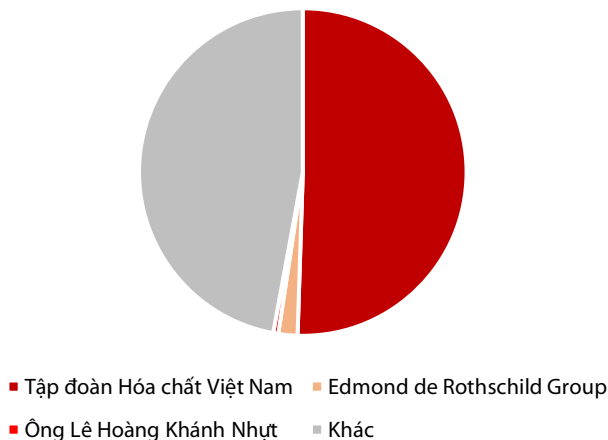
Tổng quan công ty

Công ty Cổ phần Cao Su Đà Nẵng (HSX: DRC) được thành lập vào năm 1975, tiền thân là một xưởng đắp vỏ xe ô tô thuộc quân đội Mỹ, sau đó được Tổng cục Hóa chất Việt Nam tiếp quản. Với lợi thế là Công ty thuộc sở hữu Nhà nước và đầu tư “đúng” vào sản phẩm chủ lực lốp vận tải bias (công suất 0,6 triệu lốp/năm) phù hợp xu thế phát triển SXCN và bối cảnh giao thông vận tải tại Việt Nam giai đoạn 2006-2015, DRC vươn lên thành Nhà SX lốp xe số 1 Việt Nam thể hiện qua mức CAGR về doanh thu, LNST ấn tượng, lần lượt là 15,2% và 25,2%.

Tuy nhiên, sau 2015, thị trường lốp vận tải Việt Nam dần xuất hiện nhiều đối thủ tiềm năng ở nước ngoài (đặc biệt Trung Quốc), DRC chứng lại nhịp tăng trưởng trong nước với doanh số lốp bias giảm dần qua từng năm (năm 2024 chỉ bằng ½ so với 2016). Qua đó, DRC buộc phải đa dạng hóa mô hình kinh doanh, xoay sang các loại lốp “thời thượng” phù hợp thị trường xuất khẩu hơn như lốp vận tải radial thông qua xây dựng nhà máy radial giai đoạn 1, 2 với công suất hiện tại 1 triệu lốp/năm. Chiến lược này giúp DRC giữ được mức tăng trưởng doanh thu đều đặn nhưng không thể kéo lợi nhuận vào lại pha tăng trưởng khi phải hy sinh nhiều biên lợi nhuận để cạnh tranh tại các thị trường nước ngoài. CAGR về doanh thu, LNST giai đoạn 2016-24 lần lượt +4,2%, -6,5%.

Cơ cấu cổ đông hiện nay của DRC khá cô đặc với 50,5% được nắm giữ bởi Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem). Trước đó, vào năm 2019, Vinachem đã từng thực hiện thoái vốn tại DRC theo Đề án cơ cấu của Vinachem trong giai đoạn 2017-2020, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36,51% nhưng không thành công. Hiện tại, Vinachem chưa có kế hoạch thoái vốn mới tại doanh nghiệp này.

Hình 11: Các cổ đông chính của DRC



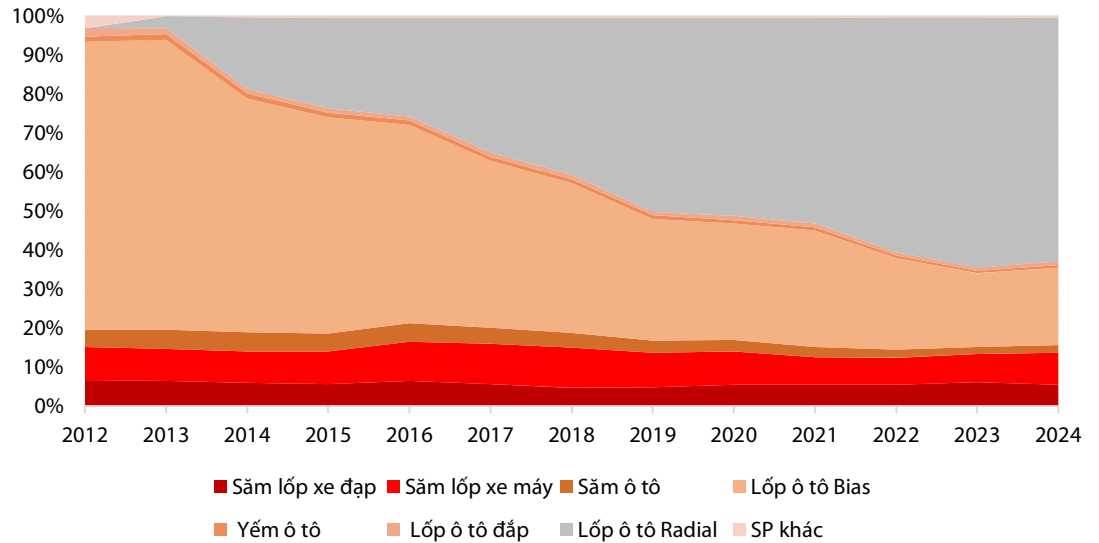
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hoạt động kinh doanh cốt lõi

Những biến chuyển trong cơ cấu doanh thu phác họa rõ nét chặng đường phát triển của DRC, cụ thể:

- **Giai đoạn 2006-15:** Lốp vận tải bias là trụ cột tăng trưởng dài hơi (chiếm 70-75% doanh thu) bên cạnh dải sản phẩm phụ (lốp xe đạp, xe máy, săm lốp ô tô/xe đạp/xe máy).
- **Giai đoạn 2016-24:** Lốp vận tải radial thay thế bias, trở thành bệ đỡ tăng trưởng mới của nhà sản xuất này, chiếm 60% doanh thu, chủ yếu ở hoạt động ở thị trường xuất khẩu.

Hình 12: Đóng góp doanh thu theo mảng



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 13: Kế hoạch phát triển của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Chuỗi giá trị doanh nghiệp

Hình 14: Chuỗi giá trị doanh nghiệp DRC



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mô hình sản xuất lốp của DRC có thể chia ra làm 2 ngành chính: (1) lốp chuyên cho vận tải SXCN, (2) lốp chuyên cho ô tô/xe máy/xe đạp. Tuy nhiên cả về quy mô doanh thu & lợi nhuận, dòng lốp vận tải SXCN đều chiếm trên 80% cơ cấu nên phạm vi báo cáo này phần lớn dành cho mảng lốp vận tải. Chúng tôi nêu ra 4 điểm tổng hòa nên thành công của một thương hiệu lốp xe vận tải như sau:

- (1) Quy mô và tiềm năng tăng trưởng từ miếng bánh vận tải tổng thể:** được nhìn nhận qua tăng trưởng SXCN trong nước và các thị trường nước ngoài tiềm năng. Việc “đánh hơi đúng điểm rơi tăng trưởng của ngành” sẽ giúp DRC dễ dàng tìm kiếm tăng trưởng và tạo vị thế cao hơn so với người đến sau.
- (2) Công nghệ sản xuất:** Được xem là xương sống trong việc tạo ra các sản phẩm đạt chuẩn toàn cầu về tính tự động, đa dạng chủng loại (radial/bias, kích thước), hiệu suất lốp (độ bám đường, chịu tải, tiết kiệm nhiên liệu, tuổi thọ). Các loại lốp của Trung Quốc, Đài Loan, Nhật Bản, Thái Lan gần như vượt trội với các loại lốp Việt Nam khi “tiến công” ở thị trường nước ngoài.
- (3) Quy mô sản xuất:** Do quy mô sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam khá nhỏ (dưới 1 triệu lốp/năm) so với các doanh nghiệp lớn của nước ngoài (trên 5 triệu lốp/năm) dẫn đến không thể cạnh tranh các hợp đồng đối tác lớn do không đáp ứng về sản lượng.
- (4) Khả năng thiết lập quan hệ lợi ích với hãng lốp xe.** Các yếu tố trên cấu thành một lợi thế cạnh tranh cần thiết nhằm “giật” lấy các hợp đồng với các đại lý vận tải/hãng xe vận tải lớn toàn cầu. Do đó, nhà sản xuất cần cải tiến hồ sơ năng lực, làm bàn đạp linh hoạt chính sách sản phẩm, giá bán và chiết khấu phù hợp để thu hút các hãng xe/đại lý.
- (5) Khả năng tối ưu hóa chi phí** liên quan đến **CPBH&QLDN** (chi phí chiết khấu/vận chuyển hoặc lương nhân viên bán hàng), **chi phí lãi vay** (liên quan đến các khoản nợ phục vụ nhu cầu vốn lưu động), **biên lợi nhuận gộp** (tập trung vào quản trị chi phí NVL đầu vào và giá bán đầu ra – vốn lại phụ thuộc vào năng lực về quy mô/công nghệ sản xuất đã trình bày trên).

Dựa trên chuỗi giá trị nêu trên, chúng tôi trình bày đan xen các điểm nhấn chính để thành công trong ngành sản lốp và triển vọng DRC tại thị trường Việt Nam các năm tới.

Đầu vào – Cao su tự nhiên ảnh hưởng nhiều nhất (Quay lại trang 6)

Nguyên liệu đầu vào quan trọng nhất của ngành sản lốp là cao su chiếm ~50% chi phí giá vốn sản xuất của DRC, bao gồm cao su tự nhiên (mua trong nước) và cao su tổng hợp (thường được nhập khẩu). Chúng được phối trộn cùng hóa chất (silica), than đen theo tỷ lệ thích hợp, kết hợp thêm với vải mảnh, thép sợi & thép thanh và trải qua nhiều công đoạn xử lý để cho ra các sản phẩm sản lốp khác nhau.

Bảng 3: Mô tả nguyên liệu đầu vào của DRC

Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Ghi chú	Tỷ trọng giá vốn NVL
Cao su tự nhiên	Công ty có nhà cung cấp truyền thống là các công ty thuộc Tổng Công ty Cao su Việt Nam và các nhà sản xuất lớn khác là thành viên của Hiệp hội cao su Việt Nam	100% nguyên liệu nội địa	39%
Cao su tổng hợp	Công ty có 05 nhà cung cấp là các nhà sản xuất cao su tổng hợp lớn của Châu Âu, châu Á, châu Mỹ.	100% nguyên liệu nhập khẩu	11%
Hóa chất (Lưu huỳnh, Silica)	Công ty có hai nguồn cung cấp từ trong nước và nhập khẩu. Đây là các nhà sản xuất có uy tín đồng thời Công ty luôn tìm các nhà sản xuất mới.	Cả nhập khẩu và nội địa	13%
Vải mảnh	Công ty hiện có 03 nhà sản xuất là bạn hàng truyền thống tại Trung Quốc, Đài Loan và trong nước.	100% nguyên liệu nhập khẩu	5%
Than đen	Công ty hiện có 03 nhà sản xuất lớn ở nước ngoài cung cấp ổn định về số lượng và chất lượng.	100% nguyên liệu nhập khẩu	19%
Thép thanh/sợi	Công ty luôn có các nhà cung cấp truyền thống và nhà cung cấp mới phù hợp với các loại sản phẩm của Công ty.	100% nguyên liệu nội địa	12%

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt tổng hợp.

Trong phần này chúng tôi tập trung phân tích hai ý: (1) Tầm quan trọng của nguyên vật liệu đến chất lượng lốp đầu ra – được xem là lợi thế cạnh tranh trên bàn cân trong nước và quốc tế, (2) Xu hướng giá của các nguyên vật liệu trọng yếu trong ngành này.

Phần đầu: Tầm quan trọng của nguyên vật liệu đến chất lượng lốp đầu ra

Chúng tôi liệt kê về vai trò của những nguyên vật liệu khác nhau trong chất lượng lốp xe đầu ra ở bảng bên dưới.

Nguyên vật liệu	Khả năng ảnh hưởng đến chất lượng lốp xe
Cao su tự nhiên, tổng hợp	Cao su tự nhiên cung cấp độ đàn hồi và độ bền cơ bản, trong khi cao su tổng hợp (như SSBR, BR) cải thiện khả năng chịu nhiệt, mài mòn, và tiết kiệm nhiên liệu.
Chất độn (than đen, silica)	Than đen tăng độ cứng và chịu mài mòn, silica cải thiện độ bám đường ướt (wet grip) và giảm lực cản lăn.
Thép thanh & sợi, vải mảnh	Tạo khung lốp (dây đai, lớp bố), đảm bảo khả năng chịu tải và ổn định ở tốc độ cao.
Hóa chất (lưu huỳnh)	Chất chống oxy hóa, chất lưu hóa (sulfur), và chất tăng tốc tăng tuổi thọ lốp và chống lão hóa.

Nguồn: CTCK Rông Việt tổng hợp

Từ đó, tham chiếu đến DRC và các đối thủ cạnh tranh trong & ngoài nước, chúng tôi nhận thấy DRC chỉ hoạt động ở các phân khúc chất lượng thấp và trung bình trong thời gian qua, cụ thể:

Nguyên vật liệu	So sánh giữa các doanh nghiệp
Cao su tự nhiên, tổng hợp	Các thương hiệu nội địa như DRC, Casumina sử dụng cao su tự nhiên nội địa kết hợp SBR giá rẻ, dẫn đến tuổi thọ lốp thấp hơn 10-15% (40,000-60,000 km) so với Bridgestone, Continental (50,000-70,000 km) sử dụng SSBR cao cấp. ("NanoPro-Tech" với SSBR, giảm lực cản lăn 10% và tăng hiệu suất nhiên liệu 5%)
Chất độn (than đen, silica)	Lốp nội địa (DRC, Casumina) dùng than đen giá rẻ, silica thấp (dưới 20%), dẫn đến độ bám đường ướt chưa cao 15-20%. Lốp premium (Bridgestone, Continental) sử dụng silica cao cấp (30-50%) và carbon black chất lượng cao, tăng độ bền 20%.
Thép tanh & sợi, vải màng	DRC, Casumina dùng dây thép cơ bản và sợi polyester, phù hợp xe tải nhẹ nhưng kém ổn định 10-15% so với lốp premium sử dụng dây thép cường độ cao và sợi aramid (như Kevlar của Continental).
Hóa chất (lưu huỳnh)	Lốp nội địa dùng phụ gia cơ bản, dễ nứt sau 3-4 năm. Lốp premium (Kumho, Bridgestone) dùng phụ gia chống UV và chống lão hóa cao cấp, tăng độ bền 20-30%.

Nguồn: remote.com, vietnambriefing, tirestreets.com, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chúng tôi nhìn nhận DRC vẫn thực hiện hoạt động nhập nguyên vật liệu như quá khứ đã từng - hoạt động trong phân khúc lốp thay thế, chất lượng trung bình thay vì phân khúc lốp lắp ráp (OEM) đòi hỏi chất lượng cao. Việc nỗ lực mở rộng dải sản phẩm cao cấp hơn đòi hỏi DRC nâng cao chất lượng nguyên liệu đầu vào có thể ảnh hưởng hưởng đến biên LN, tuy nhiên đây là điều "vấn bỏ ngỡ" khi chưa có nhiều tín hiệu cho việc DRC gia nhập mạnh phân khúc này trong trung hạn.

Phần hai: Diễn biến giá nguyên vật liệu chủ chốt trong trung hạn

Tiếp nối câu chuyện đầu vào trên của DRC, chúng tôi nhận định về xu hướng biên lợi nhuận gộp của Công ty sẽ phụ thuộc lớn vào diễn biến NVL hiện tại thay vì thay đổi dải sản phẩm cao cấp nêu trên (Phụ lục 1). Cụ thể:

Cao su tự nhiên

Do phần lớn cao su tự nhiên Việt Nam được sử dụng cho xuất khẩu nên giá nội địa phụ thuộc lớn vào giá thế giới. Giá cao su tự nhiên thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng chịu tác động trực tiếp bởi 3 yếu tố chính (1) ngành cao su – sản phẩm tại Trung Quốc, quốc gia này tiêu thụ hơn 40% tổng sản lượng cao su toàn cầu; (2) diện tích trồng cao su, yếu tố ảnh hưởng trực tiếp đến nguồn cung cao su tự nhiên trong dài hạn do đặc thù cây cao su có thể khai thác từ 20 – 25 năm kể từ lúc trưởng thành;

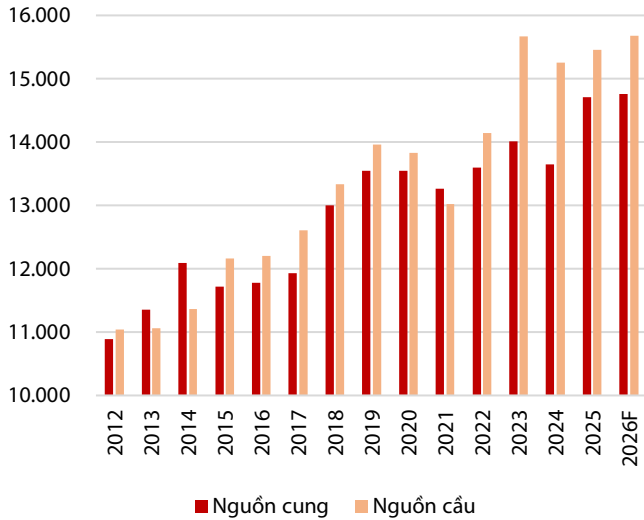
Từ đó, chúng tôi nhìn về triển vọng giá cao su tự nhiên trung hạn, ngành cao su tự **nhiên đang dần bước vào giai đoạn thiếu hụt nguồn cung** do diện tích trồng mới/tái canh và chưa khai thác tăng trưởng chứng lại khi

- Chuyển đổi trồng các loại cây khác có thời gian chăm sóc nhanh hơn, lợi nhuận cao hơn như dầu cọ, sầu riêng, cà phê... Điều này khiến nhiều vườn cây đang trong độ tuổi khai thác bị bỏ trống. Lưu ý, các hộ tiểu điền chiếm khoảng 85% tổng nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu – bộ phận dễ dàng chuyển đổi loại cây trồng hơn đại điền.
- Trạng thái thời tiết thất thường (Hiện tượng La Nina/El Nino) ngày càng diễn ra dày đặc. Cụ thể, cây cao su sẽ chịu ảnh hưởng lớn hơn từ hiện tượng La Nina gây mưa bão do (1) mù cao su bị giảm chất lượng nếu tiếp xúc với nước, tần suất mưa liên tục sẽ ảnh hưởng đến việc khai thác mù cao su; (2) cây cao su dễ gãy đổ do thân giòn, nên gió bão sẽ ảnh hưởng đến diện tích khai thác của ngành cao su. Đối với hiện tượng El Nino, cây cao su có thể chịu hạn tốt và nhiệt độ trung bình khoảng 26 – 28 độ C. Tuy

nhiên, năng suất sẽ sụt giảm nếu cường độ mạnh như giai đoạn 2014 – 2016, nắng nóng kéo dài sẽ khiến mùa đông nhanh hơn khi khai thác và làm giảm chất lượng.

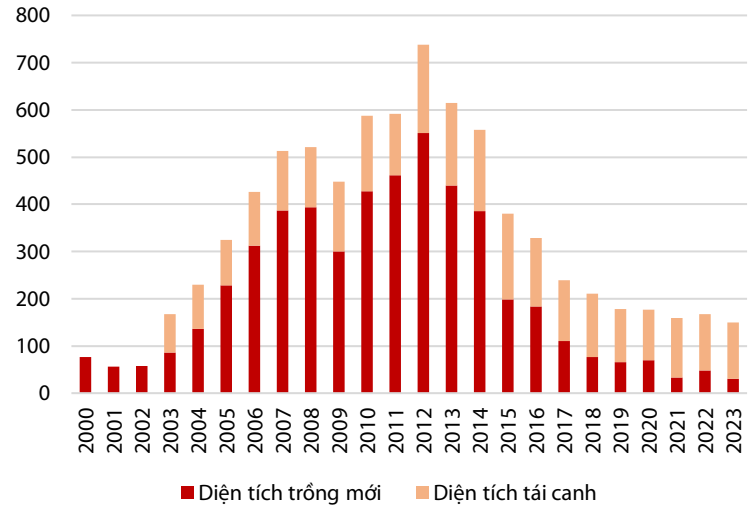
- Nguồn cầu duy trì ổn định từ sau Covid-19 nhờ sự phát triển của ngành công nghiệp xe điện.

Hình 15: Cung-cầu cao su tự nhiên thế giới qua các năm (nghìn tấn)



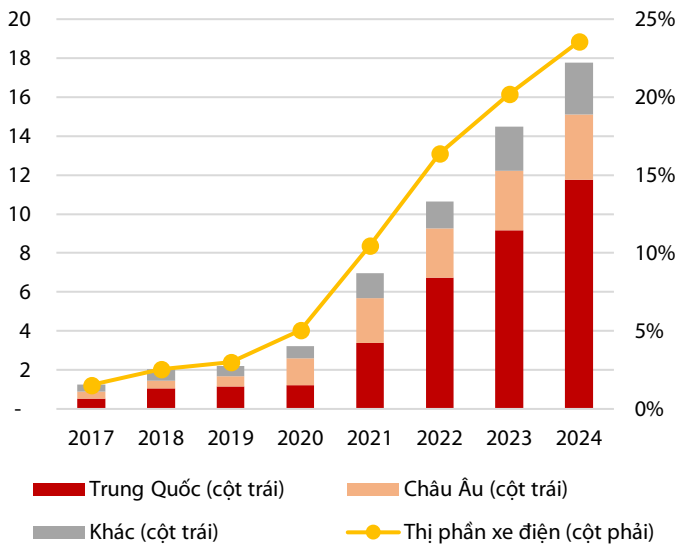
Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt

Hình 16: Diện tích trồng mới – tái canh cao su tự nhiên toàn cầu (nghìn ha)



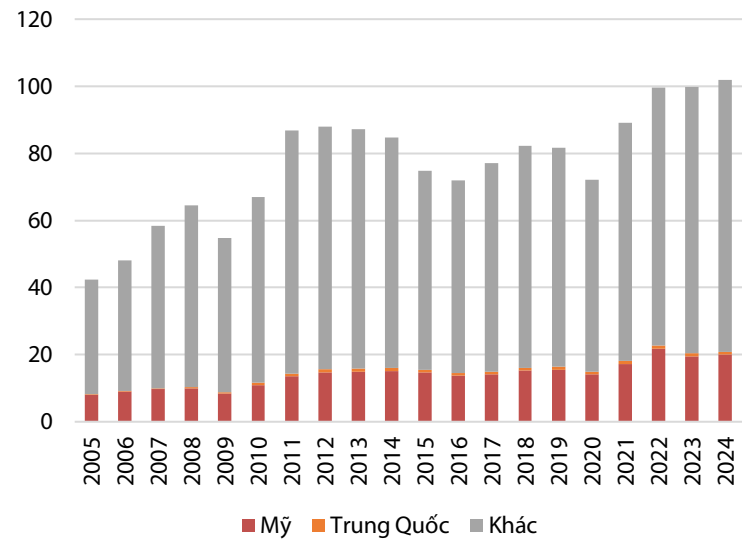
Nguồn: ANRPC, CTCK Rồng Việt

Hình 17: Tổng sản lượng tiêu thụ xe điện toàn cầu (triệu chiếc)



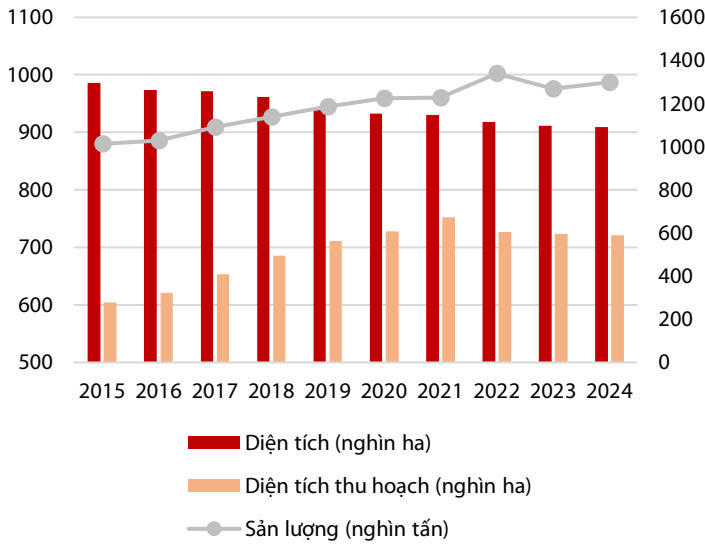
Nguồn: itif.org, CTCK Rồng Việt

Hình 18: Tình hình nhập khẩu sắm lốp toàn cầu (tỷ đô)



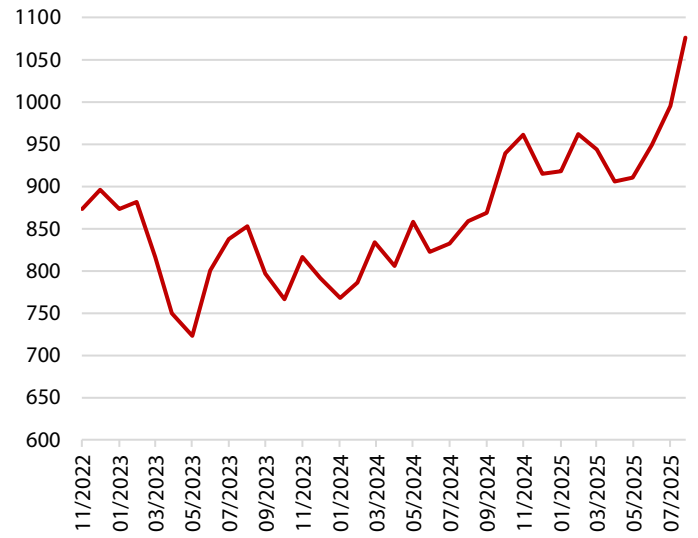
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 19: Diện tích trồng cây cao su Việt Nam



Nguồn: Tổng cục Thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 20: Giá dầu cọ Malaysia (đô/tấn)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

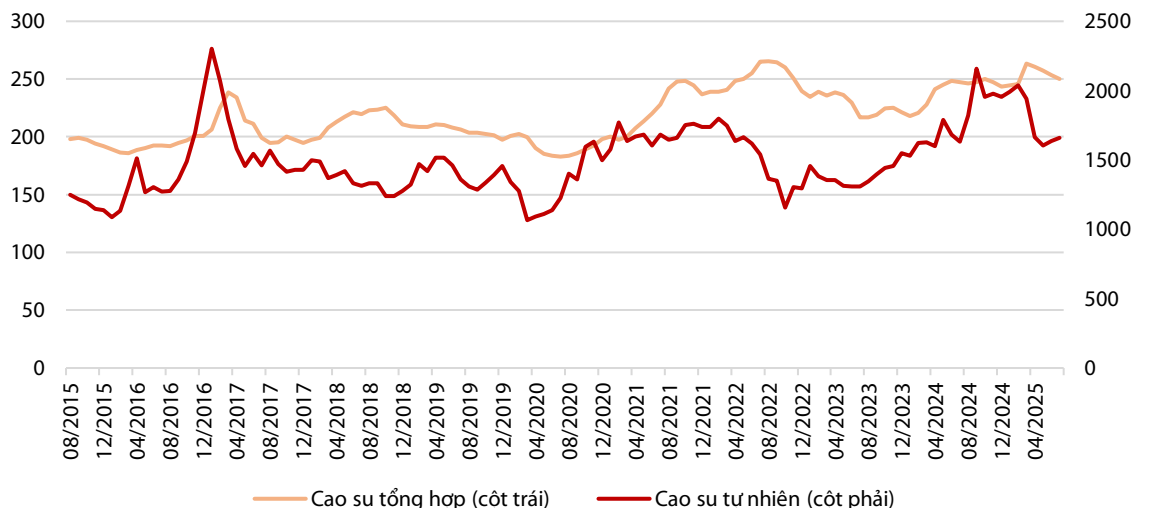
Chênh lệch cung-cầu lớn đẩy giá cao su thiên nhiên tăng trong 2 năm qua, ảnh hưởng đáng kể lên biên LN gộp của DRC và dự kiến tiếp tục kéo dài trong trung hạn theo đánh giá của nhiều tổ chức uy tín. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kì vọng giá cao su tự nhiên (tương tự cao su tổng hợp sẽ trình bày bên dưới) của DRC sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 1%/năm. Cụ thể:

+ Tổ chức Ngân hàng thế giới (Worldbank) dự báo giá cao su tự nhiên tăng khoảng 3% trong năm 2026 (so với 2025), sau khi tăng 27% trong 2024 và phục hồi nhẹ trong 2025. Tổng thể, giá ổn định ở mức trung bình 180-200 US cents/kg, nhờ thiếu hụt cung và nhu cầu từ Trung Quốc.

+ Tổ chức nghiên cứu cao su Thế giới (IRSG) hiện dự báo nguồn cung cao su tự nhiên thế giới sẽ thiếu hụt cho đến 2031 với mức thiếu hụt khoảng 500.000 tấn/năm.

+ Hiệp hội Các quốc gia sản xuất cao su tự nhiên (ANRPC) dự báo thị trường có thể thiếu hụt 600.000 - 800.000 tấn cao su/năm từ nay đến năm 2028.

Hình 21: Diễn biến giá cao su tự nhiên & tổng hợp thế giới (đô/tấn)

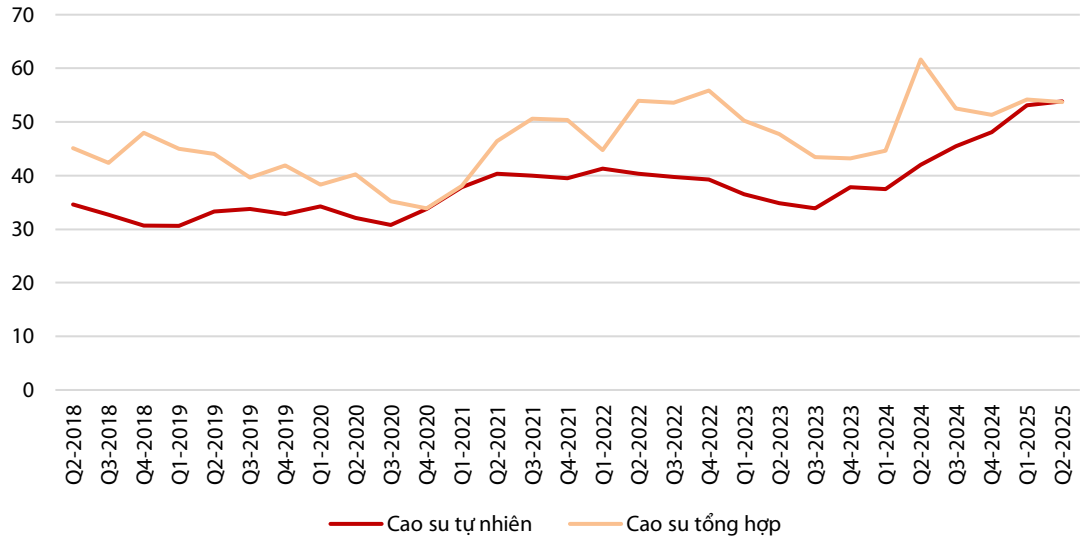


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Cao su tổng hợp

Cao su tổng hợp là một sản phẩm hóa dầu nhưng cũng là sản phẩm thay thế/bổ sung cho cao su tự nhiên trong việc sản xuất lốp. Do đó, giá NVL này cũng phụ thuộc lớn vào giá cao su tự nhiên với độ nhạy giá giữa hai nguyên liệu này trên 65%. Với triển vọng giá cao su tự nhiên duy trì mức cao, chuyển động giá cao su tổng hợp dự kiến cũng là nhân tố khác gây bất lợi cho biên LN gộp DRC trong trung hạn.

Hình 22: Diễn biến giá cao su tự nhiên và tổng hợp của DRC (triệu đồng/tấn)



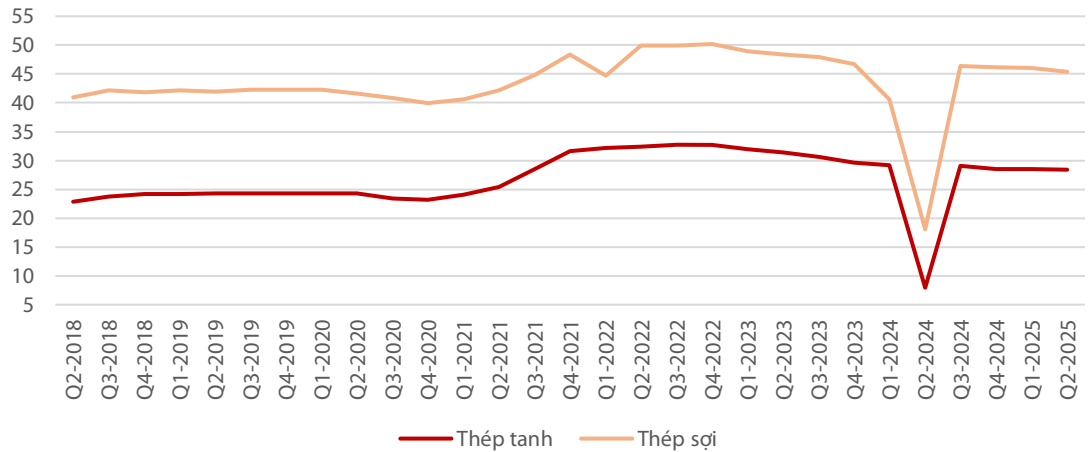
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Thép tanh & thép sợi

Thép ngày càng trở nên quan trọng trong cơ cấu nguyên vật liệu của DRC khi Công ty dần xoay sang sản phẩm lốp Radial (vốn đòi hỏi tỷ trọng thép cao hơn).

Hiện nay, thép đang giao dịch ở mức thấp trong giai đoạn 2020-2024, nguyên nhân chính do : (1) Sức ép từ thép TQ xuất khẩu sang các thị trường (khi nhu cầu nội địa yếu) khiến các nhà sản xuất thép chấp nhận bán dưới giá thành, (2) Tăng nhập hàng tồn kho trước khi các biện pháp điều tra chống bán phá giá (tại các thị trường xuất khẩu) có hiệu lực. Tuy nhiên, chúng tôi kì vọng các nút thắt sẽ dần được gỡ từ 2025 trở về sau (tương tự giai đoạn 2015-2016) khi: (1) Với Trung Quốc, các biện pháp thúc đẩy hồi phục kinh tế, tiến hành cắt giảm sản lượng tại các lò BOF trong năm 2025 (đối phó với ảnh hưởng từ các chính sách bảo hộ của quốc gia), sẽ giảm lượng thép xuất khẩu sang các thị trường, (2) Nhu cầu tiêu thụ thép nội địa hồi phục. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kì vọng giá thép Việt Nam sẽ duy trì mức tăng trưởng trung bình 2%/năm. [\(Tham khảo thêm tại Báo cáo Công ty: HPG – Người khổng lồ chuyển mình\)](#)

Hình 23: Diễn biến giá thép tanh và thép sợi của DRC (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

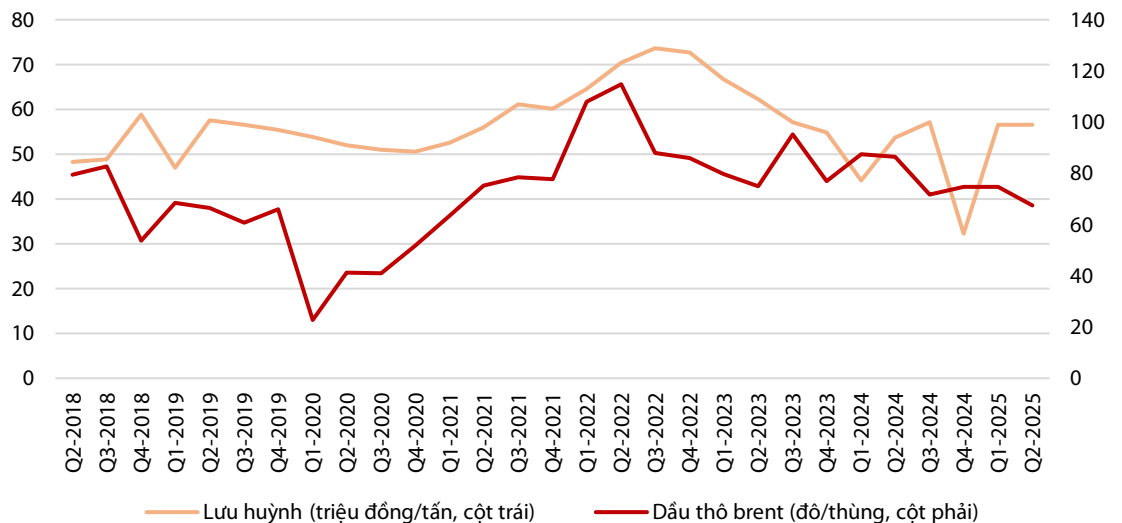
Lưu huỳnh

Giá lưu huỳnh (sulfur) có mối quan hệ chặt chẽ với giá dầu mỏ vì lưu huỳnh chủ yếu là phụ phẩm từ quá trình tinh chế dầu thô và khí tự nhiên. Khoảng 90% lưu huỳnh toàn cầu được sản xuất từ quá trình khử lưu huỳnh (desulfurization) trong tinh chế dầu thô và khí tự nhiên (quy trình Claus). Các nhà máy lọc dầu lớn ở Trung Đông (Saudi Arabia, UAE), Mỹ, và Canada là nguồn cung chính.

Chúng tôi tiến hành giải thích ngắn về mối quan hệ giữa hai nguyên liệu này như sau: Khi giá dầu tăng, sản xuất dầu thô tăng để đáp ứng nhu cầu, dẫn đến sản lượng lưu huỳnh tăng (vì nhiều dầu được tinh chế hơn). Ngược lại, khi giá dầu giảm, sản xuất dầu giảm, làm giảm nguồn cung lưu huỳnh.

Vì vậy, việc giá dầu ở mức thấp trong suốt 2024-25 (65-72 đô/thùng) đi kèm những quy định nghiêm ngặt về khí thải và bảo vệ môi trường (IMO 2020, EPA 2024, Giao thức Gothenburg của Liên minh châu Âu) khiến sản lượng có sẵn của lưu huỳnh thấp, đẩy giá lưu huỳnh tăng mạnh tính đến T6-2025 và dự kiến vẫn giữ mức cao trong trung hạn khi hai yếu tố nêu trên không có dấu hiệu cải thiện sớm. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá hóa chất của DRC sẽ duy trì mức cao (53-55 triệu đồng/tấn) trong trung hạn.

Hình 24: Diễn biến giá hóa chất (chủ yếu lưu huỳnh) của DRC (triệu đồng/tấn)



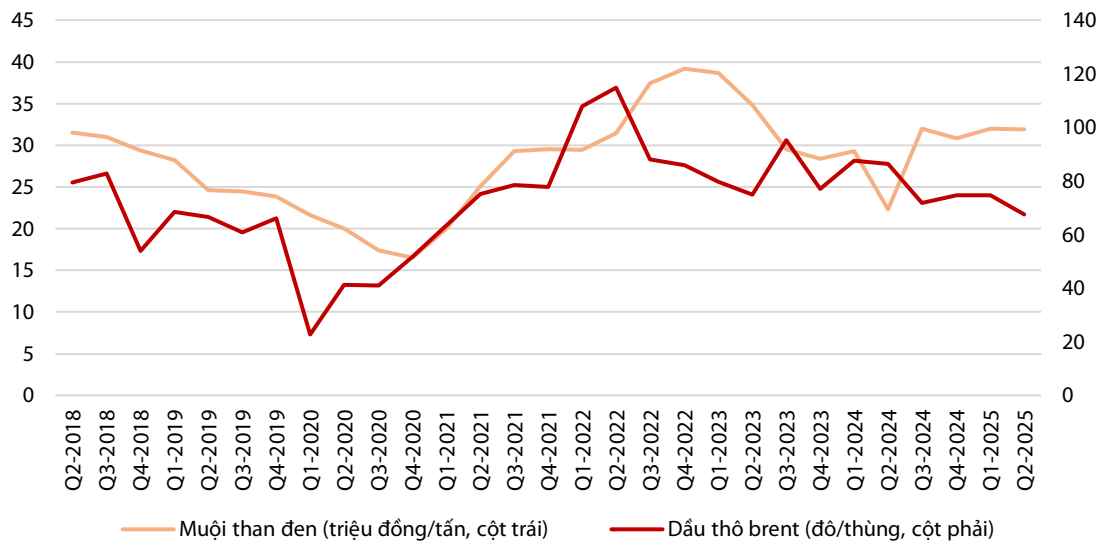
Nguồn: DRC, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Muội than đen

Muội than đen thường được sản xuất từ hydrocarbon như dầu mỏ, nhựa than đá, hoặc khí tự nhiên. Giá của các nguyên liệu này biến động theo thị trường dầu khí và than đá, do đó ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sản xuất muội than đen. Muội than đen được sử dụng rộng rãi làm chất độn trong cao su (đặc biệt là lốp xe), nhựa, mực in, sơn, và pin. Nó cải thiện độ bền, độ cứng, và tính dẫn điện của vật liệu.

Do đó, giá muội than đen thường tỷ lệ thuận với giá dầu Brent. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi kỳ vọng giá muội than đen của DRC giảm dần theo thời gian ở vùng (26-28 triệu đồng/tấn) trong trung hạn khi triển vọng giá dầu kém khả quan, tuy nhiên đây là nguyên liệu nhập khẩu nên bị ảnh hưởng bởi tỷ giá USD/VND (tăng bình quân 2-3%/năm) đẩy giá nhập muội than đen DRC tăng nhẹ.

Hình 25: Diễn biến giá hóa chất (chủ yếu lưu huỳnh) của DRC (triệu đồng/tấn)



Nguồn: DRC, Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng tổng hợp dự phóng xu hướng giá của các nguyên vật liệu DRC

Nguyên vật liệu	Hiện tại (tính đến Q2-2025)		Giai đoạn 2026-29	
	Giá	Tăng trưởng YoY	Xu hướng	Mức độ tăng
Cao su thiên nhiên (triệu đồng/tấn)	53,8	+28,2%	Tăng	3,1%/năm
Cao su tổng hợp (triệu đồng/tấn)	53,7	+20,2%	Tăng	4,6%/năm
Thép thanh (triệu đồng/tấn)	28,4	-2,9%	Tăng	+2,5%/năm
Thép sợi (triệu đồng/tấn)	45,3	-2,3%	Tăng	+2,5%/năm
Hóa chất (lưu huỳnh) (triệu đồng/tấn)	56,6	+5,3%	Tăng	11,5%/năm
Muội than đen (triệu đồng/tấn)	31,9	-0,3%	Tăng	+1,2%/năm

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Với bối cảnh hầu hết giá NVL đều có triển vọng tăng trong trung hạn, DRC và các DN SX sản phẩm sẽ phải điều chỉnh giá bán để giảm tác động tăng giá NVL lên biên LN gộp. Tùy thuộc vào năng lực quản

lý chi phí và năng lực cạnh tranh của từng DN mà dư địa để họ tăng giá bán sẽ khác nhau. (Trình bày sau trong phần đầu ra)

Quy trình sản xuất

Ngành sản xuất xăm lốp là ngành có rào cản gia nhập lớn bởi đòi hỏi vốn đầu tư ban đầu cao, mỗi ngành lốp (bias, radial) đều có tiêu chuẩn dây chuyền sản xuất riêng.

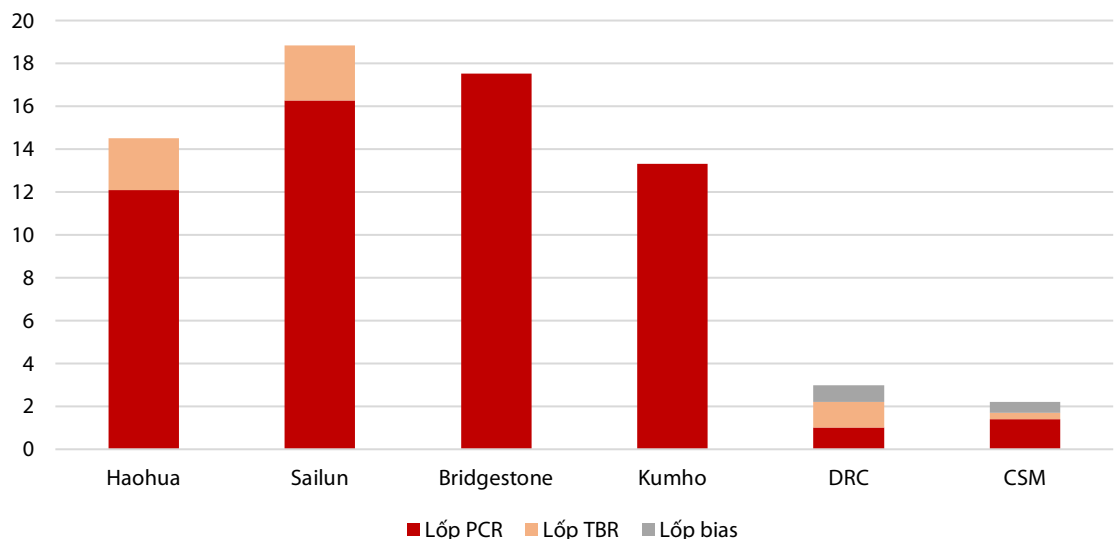
DRC hiện sở hữu một nhà máy tại Đà Nẵng với, đa dạng các dây chuyền từ: xăm lốp xe máy/đạp/ô tô/vận tải SXCN. Trong đó, nổi bật là hai dòng lốp chủ lực: lốp vận tải bias (0,8 triệu lốp/năm), lốp vận tải radial (1,2 triệu lốp/năm), lốp ô tô radial – PCR (1 triệu lốp/năm).

Sản lượng bán hàng của DRC tính đến 2025 của lốp vận tải bias (441 nghìn lốp/năm), lốp vận tải radial (738 nghìn lốp/năm), lốp ô tô radial (355 nghìn lốp/năm) còn cách xa công suất thiết kế của nhà máy, do đó, với hệ thống nhà máy và nhu cầu tiêu thụ hiện tại và trong các năm sắp tới, chúng tôi nhận định DRC **không cần đến việc nâng công suất nhà máy**. Vì vậy, chúng tôi **chưa phản ánh tiềm năng của các dự án nâng công suất/xây mới nhà máy nội địa** của DRC vào dự phóng, tiêu biểu như nhà máy sản xuất lốp ô tô radial 4 triệu lốp/năm, nhà máy lốp vận tải radial 1 triệu lốp/năm.

Ngành sản xuất xăm lốp ô tô tại Việt Nam hiện chịu sự chi phối mạnh mẽ của các doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài (FDI). Tính đến cuối năm 2024, tổng công suất thiết kế của ngành đạt hơn 70 triệu lốp mỗi năm, trong đó các doanh nghiệp FDI đóng góp tới 93% (khoảng 65 triệu lốp). Trong khi đó, các doanh nghiệp nội địa, bao gồm Công ty Cao su Đà Nẵng (DRC), Công ty Cao su Miền Nam (CSM) và Công ty Cao su Sao Vàng (SRC), chỉ chiếm khoảng 7% với tổng công suất thiết kế xấp xỉ 6 triệu lốp/năm.

Các doanh nghiệp FDI chủ yếu tập trung vào sản xuất lốp ô tô Radial bán thép, loại lốp chiếm hơn 85% thị phần tiêu thụ lốp xe toàn cầu (theo số liệu từ Michelin), phục vụ chủ yếu cho xe ô tô con. Tương tự, CSM trong số các doanh nghiệp nội địa cũng tập trung vào dòng lốp Radial bán thép cho xe ô tô con, trong khi DRC định hướng vào sản xuất lốp Radial toàn thép, phục vụ xe tải nặng. Ngoài ra, các doanh nghiệp nội địa còn sản xuất lốp ô tô Bias, đáp ứng nhu cầu cho xe tải và các loại xe đặc chủng, tạo sự đa dạng trong danh mục sản phẩm so với các doanh nghiệp FDI.

Hình 26: So sánh công suất sản xuất của các doanh nghiệp xăm lốp ô tô/xe vận tải (triệu lốp/năm)



Nguồn: DRC, CSM, CTCK Rông Việt. Lưu ý: SRC chỉ thuần sản xuất xăm lốp xe đạp/xe máy nên không nằm trong thống kê này.

Trên sân nhà “nội địa”, DRC vừa chịu cạnh tranh từ các doanh nghiệp FDI đặt nhà máy tại Việt Nam như trình bày trên vừa chịu áp lực mạnh từ lượng lốp nhập khẩu Trung Quốc tràn sang gia tăng mạnh từ 2018 tới nay. Do đó, sản phẩm lốp chủ lực nội địa – bias ghi nhận sụt giảm 1 nửa doanh số trong giai đoạn

2016-25. DRC đã phải xoay sang các sản phẩm có tính “toàn cầu hóa” hơn như radial để tìm kiếm tăng trưởng mới.

Trong 5 năm gần đây, dự án nhà máy radial giai đoạn 2-3 là tâm điểm của DRC – đánh dấu bước chuyển dịch trực kinh doanh từ bias sang radial. Đến đầu năm 2025, DRC đã chính thức hoàn thiện dự án nâng công suất nhà máy lốp vận tải radial lên đến 1,2 – 1,5 triệu lốp/năm (+20 – 40% so với kế hoạch) nhờ có sự thay đổi về mặt kỹ thuật và công nghệ. Tuy nhiên, chúng tôi chỉ dự phóng công suất thiết kế đạt 1.000.000 lốp/năm dựa trên quan điểm thận trọng.

Bảng 4: Mô tả dự án nhà máy radial của DRC ([Quay lại trang 8](#))

Dự án nhà máy lốp vận tải radial	Giai đoạn 1 Q2-2011 – Q2-2013	Giai đoạn 2 Q2-2015 – Q4-2018	Giai đoạn 3 Q2-2022 – Q2-2024
Mức đầu tư (tỷ đồng)	1.711	512	600
Tổng công suất thiết kế (nghìn lốp/năm)	300	600	1.000

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

Liên quan đến công nghệ sản xuất, DRC vẫn ở khoảng cách xa đối với các đối thủ cạnh tranh nước ngoài, kết hợp với cách sử dụng NVL như đã trình bày phần trước, các phân khúc thấp/trung bình được xem là thị trường mục tiêu của DRC ở trong và ngoài nước. Cụ thể ở bảng dưới đây:

Bảng 5: So sánh về sự khác nhau trong công nghệ sản xuất và nguyên vật liệu sử dụng đến chất lượng lốp

Tiêu chí	Lốp Radial của đối thủ	Lốp Radial của DRC
Công nghệ Sản xuất	- Sử dụng công nghệ tiên tiến: Máy ép lưu hóa tự động, dây chuyền 4.0 (Sailun, Giti). - Tích hợp AI trong thiết kế lốp (Giti, Sailun). - Quy trình kiểm tra chất lượng nghiêm ngặt (ISO 9001, IATF 16949). - Ví dụ: Giti áp dụng công nghệ lốp không hơi (non-pneumatic) cho xe tải hạng nặng.	- Công nghệ trung bình, phụ thuộc Yokohama (Nhật) và IRC. - Dây chuyền bán tự động, chưa đạt chuẩn 4.0. - Kiểm tra chất lượng cơ bản, phù hợp tiêu chuẩn nội địa và ASEAN.
Chất lượng vật liệu	- Cao su tổng hợp cao cấp, dây thép nhập khẩu (Bekaert, Nhật). - Hóa chất cải tiến (silica, carbon black) tăng độ bám và tuổi thọ. - Ví dụ: Sailun dùng hợp chất nano trong lốp SmartWay, giảm 10% lực cản lăn.	- Cao su tự nhiên nội địa (VN top 3 xuất khẩu), nhưng cao su tổng hợp nhập khẩu chất lượng trung bình. - Dây thép và hóa chất cơ bản, không có hợp chất nano hay silica cao cấp.
Hiệu suất lốp	- Độ bám đường vượt trội (wet/dry grip), chịu tải cao (20-30 tấn/trục). - Tiết kiệm nhiên liệu (SmartWay, ECE R117). - Tuổi thọ dài (80.000-120.000 km). - Ví dụ: Giti GTL926 FS (xe tải) đạt chuẩn EPA SmartWay, giảm 5% tiêu hao nhiên liệu.	- Độ bám đường trung bình, phù hợp đường ASEAN. - Chịu tải thấp hơn (10-20 tấn/trục). - Tuổi thọ ~50.000-70.000 km, không đạt chuẩn SmartWay. - Phù hợp xe tải nhỏ, điều kiện đường cơ bản.
Giá cả	- Cao: 100-300 USD/lốp (tùy kích thước, phân khúc). - Phản ánh chất lượng cao, thương hiệu mạnh (GT Radial, Sailun). - Ví dụ: Lốp Giti 11R22.5 giá ~250 USD.	- Thấp: 50-150 USD/lốp, cạnh tranh bằng giá. - Phù hợp khách hàng nhạy cảm giá (nội địa, ASEAN). - Ví dụ: Lốp DRC 11R22.5 giá ~100-120 USD.
Thị trường mục tiêu	- Toàn cầu: Mỹ, EU, châu Á (60-90% doanh thu từ xuất khẩu). - Phân khúc cao cấp, cạnh tranh với Michelin, Bridgestone.	- Nội địa (60% doanh thu), Mỹ, Brazil (40% doanh thu). - Phân khúc trung bình/giá rẻ, cạnh tranh với Casumina, Kumho VN.

Nguồn: Tyrepress, GRIP500, DRC, CTCK Rông Việt

Đầu ra

Danh mục sản phẩm

Như đã thông tin trên, DRC kinh doanh ở hầu hết các sản phẩm lốp xe: vận tải SXCN, ô tô, xe máy, xe đạp. Các sản phẩm đều ở phân khúc giá trung bình, phù hợp với thị hiếu tiêu thụ của người Việt Nam. Các sản phẩm chính xuất ngoại chủ yếu là dòng lốp radial theo “xu hướng chung trên thế giới”.

DRC hiện có hơn một nghìn SKUs đa dạng về Quy cách (ETRTO, Inches), kiểu hoa (Pattern), đường kính ngoài (overall diameter), chiều rộng hông lốp (section width), đường kính vành (rim diameter), chiều rộng vành (rim width), nội áp tiêu chuẩn (inflation pressure), tải trọng lớn nhất (max load). Trong đó, số lượng sản phẩm đạt chuẩn xuất khẩu lần lượt: lốp radial (436 loại), lốp bias (432 loại), lốp ô tô radial (238 loại).

Bảng 6: Danh mục sản phẩm DRC

STT	Phân khúc sản phẩm
1	Lốp/săm lốp xe đạp
2	Lốp/săm lốp xe máy
3	Lốp vận tải bias (tải nặng, nhẹ, nông nghiệp, đặc chủng)
4	Lốp vận tải radial (tải nặng, nhẹ) D-star
5	Lốp/săm lốp ô tô radial Driveforce
6	Sản phẩm khác (Yếm ô tô)

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Lưu ý, DRC chỉ thuần phân phối phân khúc lốp thay thế trong khi phân khúc lốp lắp ráp (OEM – sử dụng lần đầu) bị chiếm lĩnh nhiều bởi các doanh nghiệp và thương hiệu lớn của nước ngoài thông qua các dòng lốp nhập khẩu cùng với các sản phẩm lốp được các doanh nghiệp FDI sản xuất tại Việt Nam cụ thể như: lốp xe máy (Kenda, Inoue, Chengshin,...), lốp xe con (Michelin, Bridgestone, Kumho, Continental, Pirelli, Maxxis...), lốp xe tải (Bridgestone, Kumho, Continental, Yokohama, Chenshing,...). Các khách hàng truyền thống lâu đời với DRC có thể kể đến như: THACO Trường Hải, Ô tô Giải Phóng... nhưng không đóng góp đáng kể vào doanh thu, chủ yếu ở dạng gia công trực tiếp cho các hãng lắp ráp xe như Trường Hải, Vinaxuki, Chengshing, Continental, Honda, Yamaha, Suzuki,...

Hệ thống phân phối

Như một đặc thù kênh phân phối của Việt Nam, DRC vận hành hệ thống phân phối của mình thông qua các đại lý cấp 1, 2 lan tỏa đến người tiêu dùng thay vì tự vận hành các cửa hàng tự doanh bán lẻ.

Xét thuần về quy mô hệ thống phân phối (được thống kê trên website các hãng), DRC là doanh nghiệp SX săm lốp vận tải SXCN có quy hệ thống phân phối lớn nhất, trải đều khắp 63 tỉnh thành ở Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các chính sách liên quan tới giá bán/chiết khấu/hậu mãi là cốt yếu để gia tăng thị phần phân phối trong ngành – điều đang được làm tốt từ các doanh nghiệp FDI Trung Quốc hoặc chính số lượng lốp giá rẻ Trung Quốc tràn vào Việt Nam các năm qua.

Hình 27: Cơ cấu hệ thống đại lý cấp 1 của DRC tại Việt Nam theo số lượng

- Trung du miền núi phía Bắc
- Đồng bằng sông Hồng
- Bắc Trung Bộ
- Nam Trung Bộ
- Tây Nguyên



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: So sánh quy mô hệ thống phân phối của các doanh nghiệp SX lốp xe ở Việt Nam

Tiêu chí	DRC	CSM	SRC	Bridgestones	Kumho	Chengshin (CST)	Yokohama
Số lượng đại lý cấp 1	378	200	130	>100	100-200	~100 đại lý, phân phối độc quyền qua Tutto Việt Nam	93
Số lượng đại lý cấp 2	Hơn 2000	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A	N.A
Phạm vi hoạt động	Toàn quốc, mạnh ở miền trung và nam	Toàn quốc, mạnh ở miền nam	Miền bắc	Toàn quốc, mạnh TP.HCM, Hà Nội, sản xuất tại Hải Phòng	Miền Nam, Bình Dương, xuất khẩu 90%	Toàn quốc, sản xuất Nhơn Trạch	Bình Dương, TP.HCM, xuất khẩu
Cơ cấu sản phẩm chính	Chuyên về lốp xe tải nặng/nhẹ và lốp chuyên dụng,	Chuyên xe buýt và xe tải nhẹ, xe du lịch	Chỉ phân phối mảng lốp xe đạp, xe máy	Doanh nghiệp FDI là nhà sản xuất lốp radial cho ô tô/xe tải. Mặc dù chiếm lĩnh thị trường nội địa nhưng các công ty này vẫn xuất khẩu phần lớn lốp xe của mình.			

Nguồn: CTCK Rông Việt

Bảng 8: So sánh chính sách hậu mãi của các doanh nghiệp SX lốp xe ở Việt Nam

Công ty	Mô tả
DRC	Dịch vụ hậu mãi cơ bản (thời gian bảo hành 5-7 năm, hỗ trợ bảo hành qua website...), chi phí thấp, phù hợp với khách hàng cá nhân và doanh nghiệp nhỏ. Tuy nhiên, thiếu chương trình chuyên biệt cho xe tải (như fleet service- kiểm tra định kỳ miễn phí, bảo hành mở rộng cho vận tải) làm giảm sức cạnh tranh so với Bridgestone hoặc Continental, dẫn đến rủi ro mất thị phần trong bối cảnh vận tải tăng trưởng.
Thương hiệu ngoại (Bridgestone, Kumho...)	Dịch vụ hậu mãi vượt trội nhờ dịch vụ tích hợp (bảo hành dài, kiểm tra miễn phí, app hỗ trợ), mang lại giá trị cao hơn cho nhà đầu tư tăng trưởng (growth investing). Casumina và SRC tương đương DRC về hậu mãi nội địa, nhưng Casumina nổi bật hơn với dịch vụ chuyên nghiệp. Maxxis cạnh tranh bằng giá rẻ nhưng hậu mãi cơ bản.

Nguồn: CTCK Rông Việt

Hoạt động xuất khẩu ngày càng được đẩy mạnh (hơn 50 nước), trong đó Châu Mỹ (Brazil, Mỹ với sản phẩm chủ lực là lốp ô tô Radial) và Châu Á (Thái Lan và Malaysia với sản phẩm chủ yếu là lốp ô tô Bias) là thị trường xuất khẩu chính. Các sản phẩm của DRC được xuất khẩu dưới hai hình thức: chính hãng DRC (D-star, Driveforce) hoặc gia công đứng tên cho các hãng sản xuất lốp/xe tải, ô tô tại quốc gia đó.

Toàn cảnh hoạt động kinh doanh

Thị trường nội địa – dòng sản phẩm lốp xe đạp/xe máy và dòng sản phẩm vận tải bias – sân chơi chủ lực đang dần bị lu mờ bởi người khổng lồ “Trung Quốc”

Sản phẩm vận tải SXCN (Quay lại trang 5)

Từ giai đoạn 2012-25, thị trường ngành sản phẩm vận tải nhiều thuận lợi cho DRC khi hoạt động SXCN tăng cao (Hình) giúp quy mô thị trường đạt CAGR 13,2%/năm, tuy nhiên, cạnh tranh mãnh liệt với các doanh nghiệp FDI & làn sóng nhập khẩu lốp Trung Quốc giá rẻ (*), đẩy sản lượng tiêu thụ sản phẩm vận tải bias của DRC tăng trưởng CAGR 2012-24 -3,8%/năm.

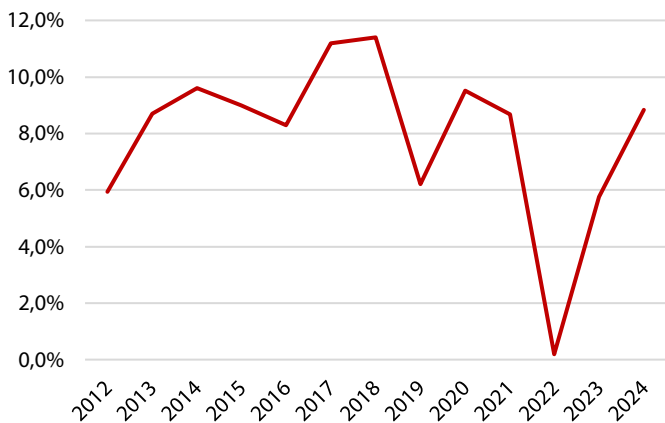
(*) Năm 2016, USW đã khởi xướng điều tra chống bán phá giá và chống trợ cấp đối với lốp nhập khẩu từ Trung Quốc. Cuối cùng, vào T2/2019, Mỹ áp thuế chống trợ cấp từ 20,98% đến 63,34% và thuế chống bán phá giá từ 9,0% đến 22,5%. Thuế suất chống trợ cấp sau đó đã giảm xuống còn 14,77%-17,47% vào năm 2021 sau khi Bộ Thương mại Hoa Kỳ tiến hành rà soát định kỳ.

Chúng tôi làm rõ hơn lý do cho sự suy yếu của DRC tại sân nhà nội địa thông qua các cốt lõi cạnh tranh trong ngành như sau:

- **Công suất sản xuất:** DRC có công suất sản xuất đều khó so sánh với các doanh nghiệp FDI trong nước và lượng hàng nhập khẩu từ Trung Quốc tràn vào Việt Nam ở cả 3 mảng lốp: lốp bias, lốp vận tải radial, lốp ô tô radial như Hình và phần trình bày trước đó. Điều này ảnh hưởng tới độ bao phủ các kênh phân phối và các lợi thế quy mô trong tối ưu chi phí.
- **Giá bán sản phẩm:** DRC xác định vai trò của mình trong thị trường là một nhà SX sản phẩm vận tải phân khúc thấp-trung bình với đa dạng nhiều lựa chọn chủng loại lốp. Tuy nhiên, trong chính sở trường này, DRC đang dần bị chính hàng Trung Quốc giá rẻ đánh chiếm theo thời gian (các doanh nghiệp này vừa có lợi thế quy mô, tối ưu chi phí hỗ trợ xác lập một mức giá rẻ vừa làm việc với các đại lý nhỏ lẻ VN trong việc khai báo mức giá cho cơ quan hải quan thấp hơn 30-35% so với giá nhập thực tế từ Trung Quốc, giúp họ đưa ra mức giá bán hấp dẫn hơn so với các nhà sản xuất VN (như DRC và CSM).
- **Cốt lõi sản phẩm:** với xu thế radial hóa, DRC đã thích nghi chuyển mình dần từ bias sang radial ở thị trường trong nước. Tuy nhiên, như một đặc tính của DN Nhà nước, tiến độ các quy trình huy động vốn/xây dựng không diễn ra nhanh như DN tư nhân quốc tế dẫn đến công suất sản xuất mất 10 năm để đạt 1 triệu lốp/năm, vốn vẫn nhỏ hơn đáng kể so với các đối thủ của mình.
- **Điểm điểm thêm cho tầm quan trọng của năng lực cạnh tranh, nhu cầu thay thế sản phẩm vận tải luôn luôn tồn tại liên quan đến hoạt động SXCN, do đó, độ nở thị trường luôn được đảm bảo (3-5%/năm trong 5 năm qua dù có ảnh hưởng Covid-19 theo ước tính chúng tôi).** Vì thế, việc không tận dụng được cơ hội khiến DRC lỡ nhịp tăng trưởng tốt 10 năm qua.

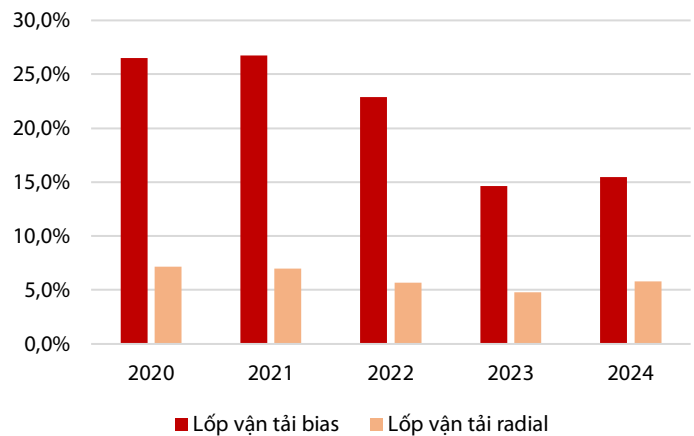
Trong khi đó, xét về phân khúc cao cấp DRC lại không có lợi thế trong khâu R&D (NVL sử dụng đầu vào, công nghệ sản xuất, quy trình hậu mãi trong phục vụ hệ thống phân phối). Do đó, **chúng tôi cho rằng DRC vẫn chỉ hoạt động ở phân khúc tầm thấp-trung ở cả thị trường nội địa và nước ngoài các năm tới.**

Hình 28: Chỉ số sản xuất công nghiệp Việt Nam qua các năm (%)



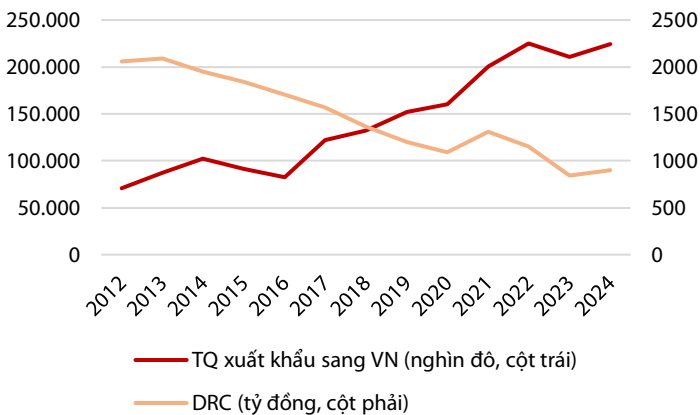
Nguồn: Tổng cục thống kê, CTCK Rồng Việt

Hình 29: Thị phần lớp vận tải DRC ở thị trường Việt Nam (%)



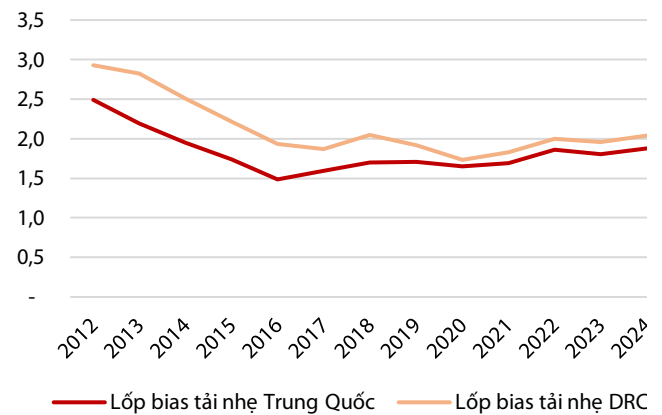
Nguồn: DRC, Cục đăng kiểm, CTCK Rồng Việt ước tính

Hình 30: So sánh doanh thu thuần nội địa DRC và giá trị xuất khẩu lốp TBR của Trung Quốc sang Việt Nam



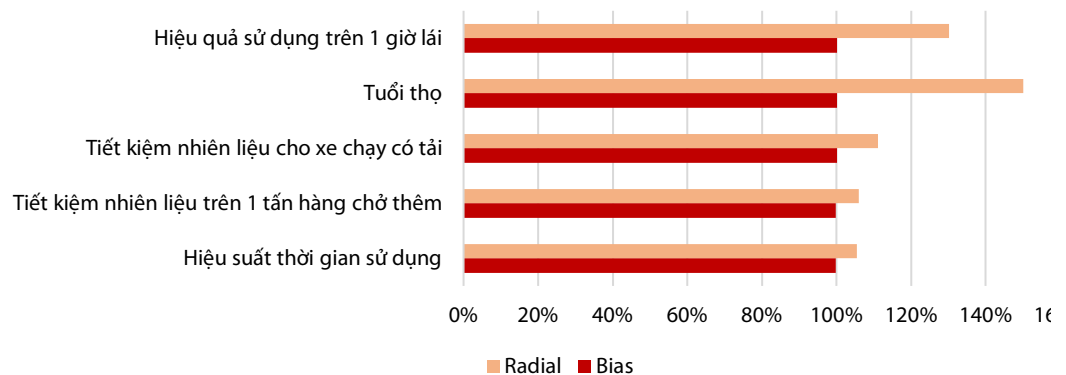
Nguồn: U.S Trademap, DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 31: Giá bán lốp trong nước (DRC đại diện cho nhóm này – dẫn đầu trong nước liên quan đến lớp bias) so với hàng Trung Quốc (triệu đồng/lốp)



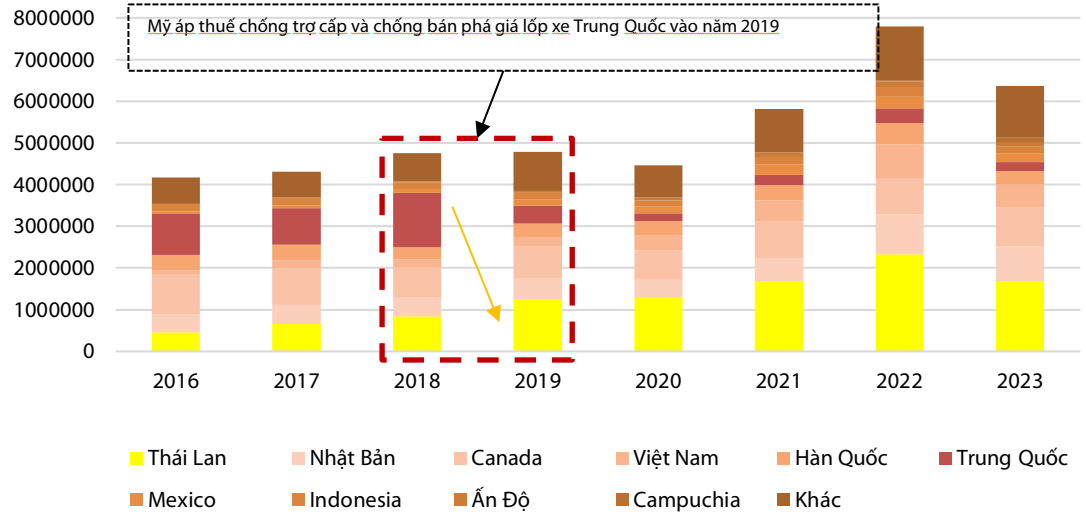
Nguồn: U.S Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 32: Tính năng vượt trội của lốp radial so với bias



Nguồn: Michelin, Apollo, CTCK Rồng Việt

Hình 33: Giá trị xuất khẩu lốp xe tải và xe buýt radial hàng năm vào Mỹ theo quốc gia (nghìn đô) ()**

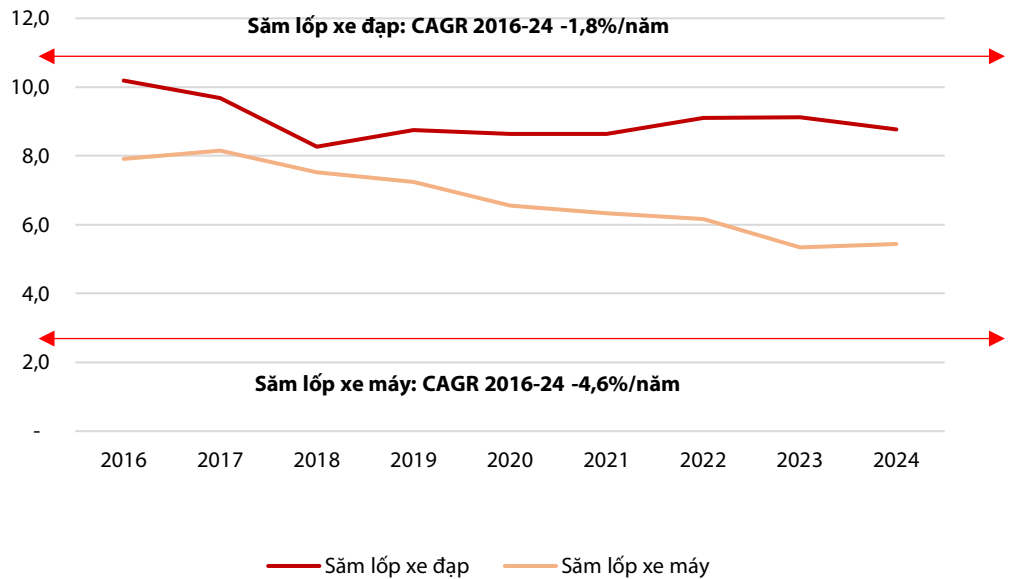


Nguồn: U.S Trademap, DRC, CTCK Rồng Việt

Săm lốp xe đạp/xe máy (Quay lại trang 5)

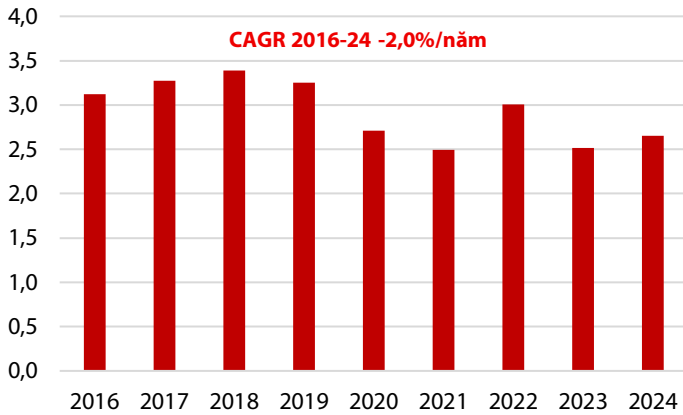
Xe máy và xe đạp là các phương tiện giao thông phổ biến nhất của người Việt với tỷ lệ thâm nhập hộ gia đình đều trên ngưỡng 80% (tính tới 2024), điều này cũng dẫn đến triển vọng nở rộ của miếng bánh ngành xe máy, xe đạp thấp, kéo theo các sản phẩm bổ sung như săm lốp xe máy/xe đạp tăng trưởng âm trong nhiều năm qua. Trong khi đó, tương tự săm lốp vận tải, sự đổ bộ của các loại săm lốp giá rẻ từ Trung Quốc với giá trị nhập khẩu vào Việt Nam đạt CAGR 2016-24 +22,8%/năm, cho thấy DRC hay các DN săm lốp khác vừa gặp cản trở “núi đôi” – quy mô miếng bánh và thị phần trong miếng bánh ở lĩnh vực này đều nhỏ lại.

Hình 34: Sản lượng tiêu thụ săm lốp xe đạp và xe máy của DRC (triệu chiếc)



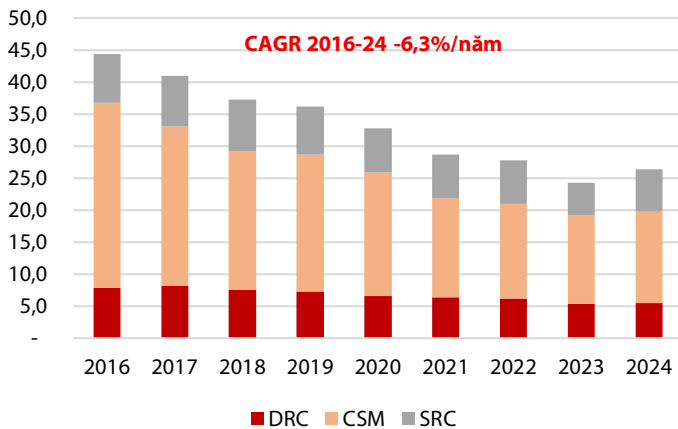
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 35: Sản lượng tiêu thụ xe máy tại Việt Nam (triệu chiếc)



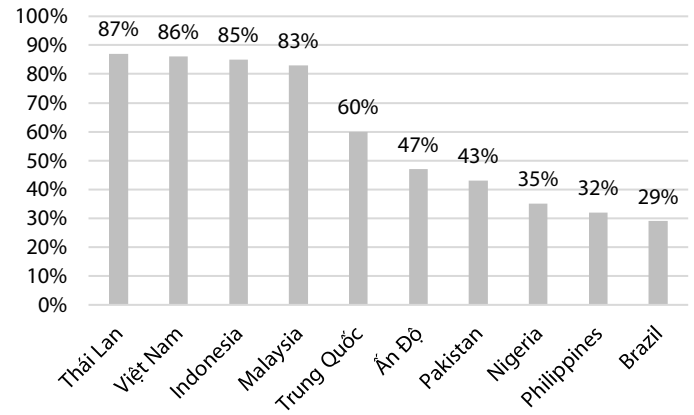
Nguồn: VAMM, CTCK Rông Việt

Hình 37: Sản lượng tiêu thụ sản phẩm xe máy Việt Nam (đại diện bởi 3 doanh nghiệp sản xuất hàng đầu – DRC, CSM, SRC) (triệu chiếc)



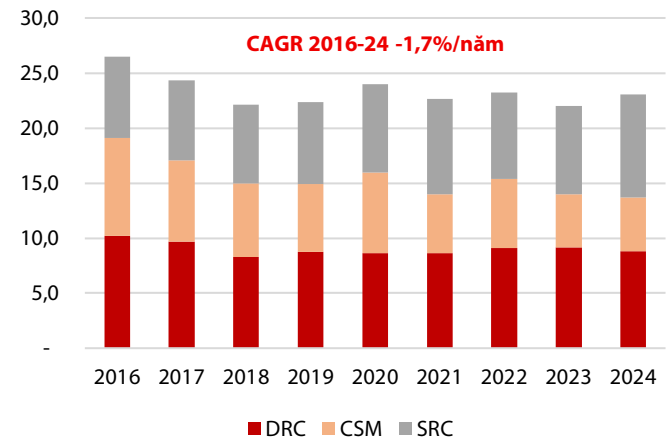
Nguồn: DRC, CSM, SRC, CTCK Rông Việt

Hình 36: Tỷ lệ hộ gia đình sử dụng xe máy theo quốc gia (%)



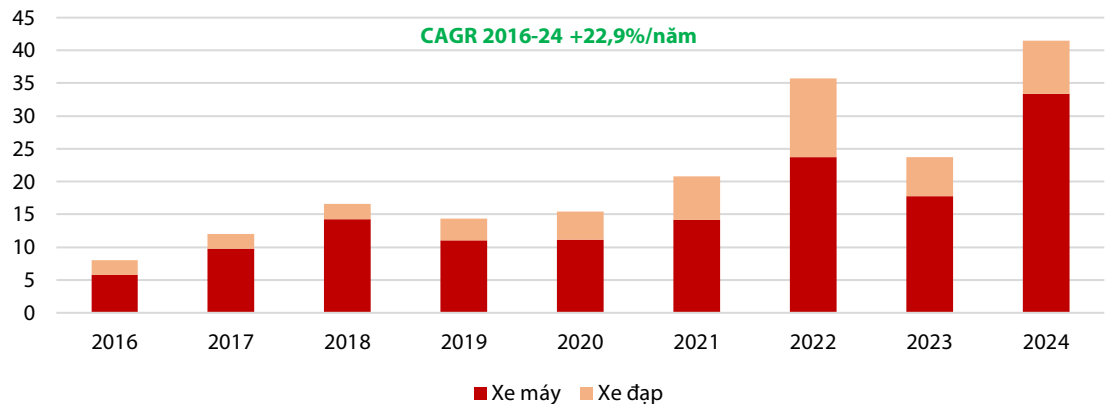
Nguồn: CTCK Rông Việt

Hình 38: Sản lượng tiêu thụ sản phẩm xe đạp Việt Nam (đại diện bởi 3 doanh nghiệp sản xuất hàng đầu – DRC, CSM, SRC) (triệu chiếc)



Nguồn: DRC, CSM, SRC, CTCK Rông Việt

Hình 39: Giá trị nhập khẩu sản phẩm xe đạp, xe máy vào Việt Nam (triệu đô)



Nguồn: U.S Trademap, DRC, CTCK Rông Việt

Thị trường nước ngoài – lốp vận tải/ô tô radial - tiềm năng nhưng khó khai thác hiệu quả về lợi nhuận

Săm lốp vận tải SXCN (Quay lại trang 5)

Câu chuyện “vươn biển lớn” của ngành săm lốp vận tải/ô tô Việt Nam được khởi nguồn từ các doanh nghiệp FDI với mốc quan trọng năm 2006-2007 khi hai “ông lớn săm lốp thế giới” chuyển dịch sản xuất về Việt Nam:

+ **Bridgestone (Nhật Bản)** - một trong những dự án khởi nguồn, khánh thành nhà máy đầu tiên tại Việt Nam năm 2009 (sau khi ký thỏa thuận 2007), với công suất ban đầu 24.700 lốp/ngày, chủ yếu xuất khẩu. Đây là “cú hích” lớn, thu hút các nhà đầu tư khác theo sau.

+ **Kumho Tire (Hàn Quốc):** Đầu tư từ năm 2006-2007 tại Bình Dương, mở rộng nhà máy năm 2014 lên công suất 6,3 triệu lốp/năm, tập trung lốp cho ô tô và SUV.

Điều này liên tục thu hút nhiều cái tên FDI săm lốp vào Việt Nam đến nay (*) với CAGR 2005-2024 giá trị xuất khẩu săm lốp của Việt Nam +33,3%/năm, và bắt đầu tạo thặng dư xuất/nhập khẩu từ năm 2018. Các sản phẩm xuất khẩu chính của nhóm này: dẫn đầu là lốp ô tô radial, thứ hai là lốp vận tải radial.

(*) Sailun (Trung Quốc, 2010-12), Yokohama (Nhật Bản, 2013-15), Kenda (Đài Loan 2013-14), Inoue Rubber (Nhật Bản, 2013), Maxxis (Đài Loan, 2016), Michelin (Pháp, 2020), Guizhou (Trung Quốc, 2020), Hankook (Hàn Quốc, 2022), Nexen (Hàn Quốc, 2023).

Lý giải cho xu hướng đổ bộ Việt Nam làm trung tâm sản xuất mới của ngành săm lốp bao gồm các lý do:

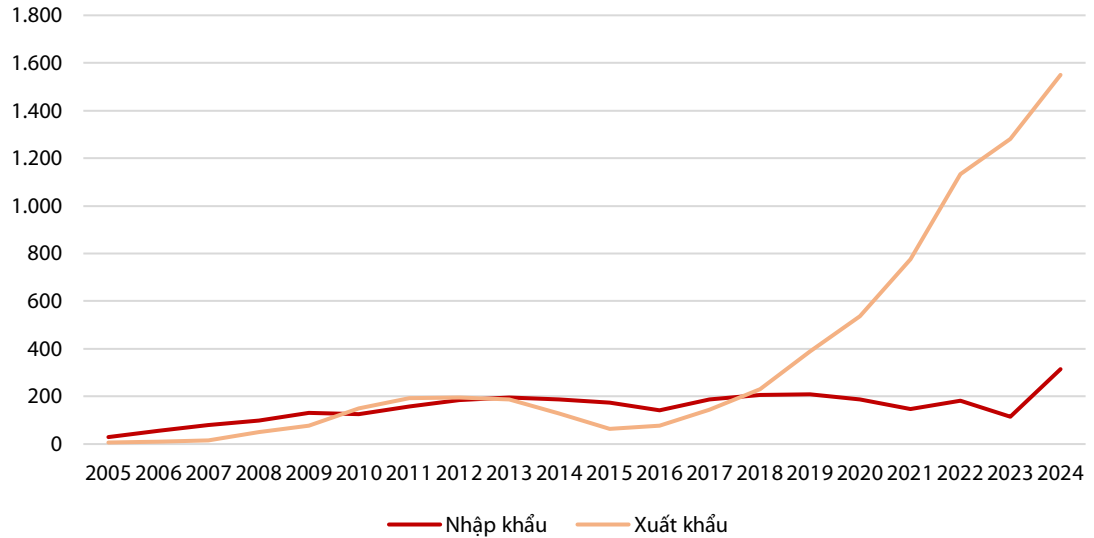
+ **Lợi thế nguồn nguyên liệu, nhân công giá rẻ và vị trí địa lý:** Việt Nam là một trong những nước sản xuất cao su lớn nhất thế giới, cung cấp nguyên liệu đầu vào chiếm tới 53% chi phí sản xuất lốp xe. Các nhà đầu tư FDI chọn Việt Nam để giảm chi phí logistics và tận dụng nguồn cung địa phương, thay vì nhập khẩu từ xa. Điều này trở thành “cú hích” ban đầu, giúp ngành săm lốp thu hút vốn FDI từ khoảng 2005-2006.

+ **Chính sách thu hút đầu tư của Việt Nam:** Luật Đầu tư nước ngoài năm 1987 được sửa đổi nhiều lần (đặc biệt sau Đổi Mới 1986), tạo môi trường thuận lợi với ưu đãi thuế, đất đai và thủ tục hành chính. Sau khi gia nhập WTO, các hiệp định như ASEAN (AFTA) làm giảm thuế quan, khuyến khích FDI vào các ngành chế biến chế tạo, bao gồm săm lốp. Đến năm 2010, xuất khẩu lốp xe Việt Nam lần đầu vượt nhập khẩu, đánh dấu sự bùng nổ.

+ **Chuyển dịch chuỗi cung ứng toàn cầu:** Các tập đoàn lớn từ châu Á (vốn đã tập trung sản xuất ở khu vực này) chuyển nhà máy sang Việt Nam để tránh rủi ro từ Trung Quốc (như thuế chống bán phá giá ở Mỹ, EU).

+ **Đồng thời, nhu cầu lốp radial (công nghệ cao cho ô tô) tăng mạnh,** trong khi doanh nghiệp nội địa chưa theo kịp, tạo khoảng trống cho FDI lấp đầy.

Hình 40: Giá trị xuất/nhập khẩu ngành sản lốp Việt Nam (triệu đô)



Nguồn: U.S Trademap, DRC, CTCK Rồng Việt

Với bối cảnh ngành như trên và áp lực cạnh tranh trong nước dần dâng lên, DRC cũng bắt đầu hoạt động xuất khẩu của mình với điểm khởi đầu: xây dựng nhà máy sản xuất vận tải radial phù hợp xu hướng thế giới năm 2012.

Điểm nhấn chính trong suốt 15 năm kinh doanh nước ngoài của DRC chính là kinh doanh các sản phẩm phổ thông radial giá rẻ cho các đại lý nhỏ/trung bình không đòi hỏi quy mô đơn hàng cao tại Mỹ/Brazil. Đây cũng là hai thị trường xuất khẩu sản phẩm trọng điểm của các DN Việt Nam (bên cạnh Tây Ban Nha, Đức, Canada). Brazil (2012-23) và Mỹ (2024-25) thay nhau trở thành thị trường chủ lực ở từng giai đoạn, **giúp sản lượng tiêu thụ lốp vận tải radial của DRC tăng trưởng CAGR 2013-24 đạt +42,3%/năm, vươn lên thành trụ cột của DRC từ năm 2018 tới nay (tỷ trọng doanh thu trên 40%).**

+ Brazil: Thị phần DRC và cả Việt Nam tại thị trường Brazil tăng nhanh từ 2012, chiếm gần 35% thị phần tại đây năm 2024, điều này được cấu thành từ (1) sự hấp dẫn trong “độ rộng” của một thị trường có dân số thứ 5 thế giới đang đẩy nhanh phát triển SXCN thời điểm đó, (2) khẩu vị sản phẩm của Brazil ở mức thấp-trung bình với giá rẻ, (3) Brazil áp thuế CBPG lên sản phẩm lốp Trung Quốc từ năm 2013 (1,25-1,77 USD/kg cho lốp xe hơi, 2,21-7,40 USD/kg cho lốp xe máy), tạo cơ hội cho Việt Nam thay thế nguồn cung từ Trung Quốc.

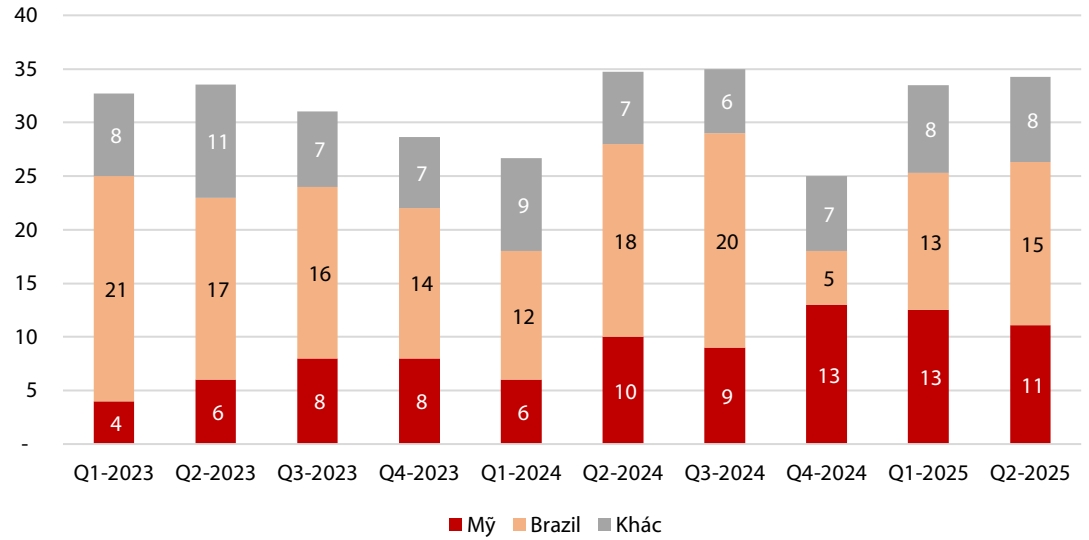
Tuy nhiên, từ T3-2023, Brazil tăng thuế sản phẩm lốp xe chở hàng từ 0% lên 16% khiến DRC đánh mất tính ổn định trong doanh thu ở thị trường này.

+ Mỹ: DRC đã tiếp cận thị trường Mỹ vào năm 2012 nhưng do độ mở thị trường thấp, chủ yếu phân khúc lốp cao cấp và quy mô sản xuất DRC về lốp radial chỉ đủ đáp ứng thị trường Brazil nên DN không tập trung phát triển thị trường này cho đến năm 2024. Sự suy yếu của doanh số bán ở Brazil và sự mở rộng các thị trường ngành sản phẩm giá rẻ ở Mỹ tốt hơn, tạo điều kiện DRC chuyển hướng vào thị trường này một lần nữa. Các câu chuyện về áp thuế chống bán phá giá cao với lốp Trung Quốc, Thái Lan từ Mỹ khiến DRC có nhiều động lực hơn để tiến công thị trường này.

Về giá bán, DRC đã thực hiện giảm ~7% giá bán sản phẩm lốp vận tải radial trong H1-2025 nhằm giành lại thị phần ở Brazil và duy trì sức ảnh hưởng tại thị trường Mỹ trước ảnh hưởng của việc trữ hàng sản phẩm từ các đại lý tại Mỹ trước kỳ đánh thuế chống bán phá giá lên Thái Lan.

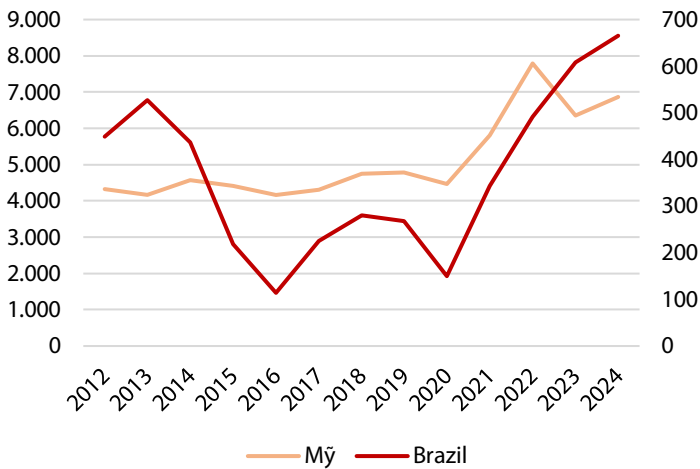
Tuy nhiên, từ H2-2025, khi bức tranh sản phẩm tại thị trường Mỹ phức tạp hơn với mức thuế tại thị trường Mỹ của DRC thấp hơn nhiều so với các đối thủ cạnh tranh Thái Lan, mang lại dư địa cho Công ty tăng giá bán bình quân, từ tỷ suất lợi nhuận được cải thiện dần trong năm 2026-27.

Hình 41: Doanh thu xuất khẩu của DRC qua các quý (triệu đô)



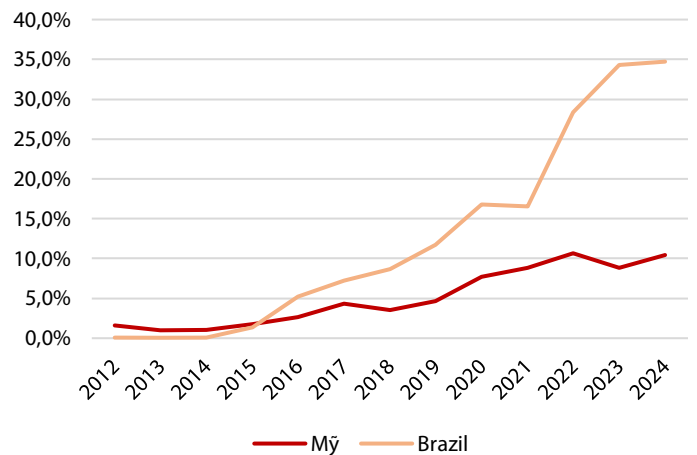
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 42: Giá trị nhập khẩu lốp xe radial của Mỹ và Brazil (triệu đô)



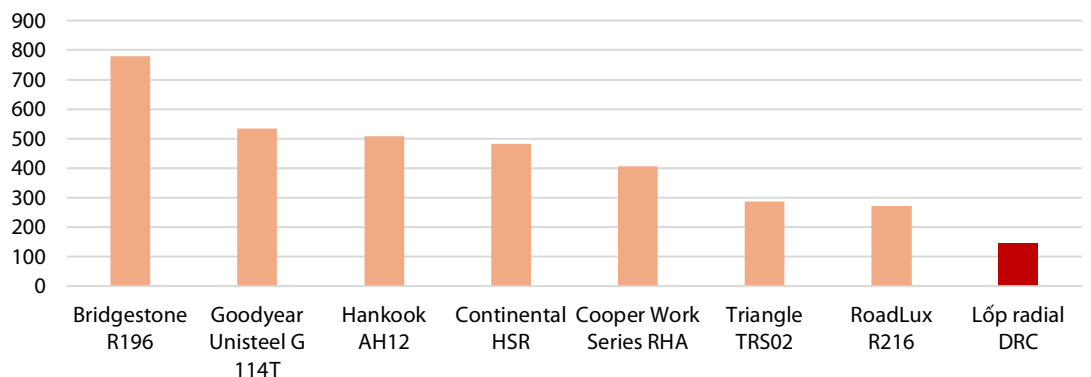
Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 43: Thị phần lốp Việt Nam xuất khẩu sang Mỹ và Brazil (%)



Nguồn: Trademap, CTCK Rồng Việt

Hình 44: Giá bán một số mẫu lốp xe tải radial hiện nay giữa các hãng lốp tại thị trường Mỹ (đô/chiếc)



Nguồn: tire-online.net, DRC, CTCK Rồng Việt

Tuy nhiên, việc chuyển đổi từ thị trường nội địa (lốp bias) sang thị trường xuất khẩu (lốp radial) làm giảm đáng kể hiệu quả lợi nhuận của DRC (CAGR 2016-24 LNST Cty Mẹ -6,5%/năm) khi phải tốn nhiều chi phí vận chuyển, làm quảng cáo, chiết khấu hơn. (Phân tích sau)

Săm lốp ô tô (Quay lại trang 5)

DRC chỉ vừa thâm nhập thị trường săm lốp ô tô với sản phẩm “thời thượng” – lốp ô tô radial PCR từ năm 2023. DRC không “bó buộc” thị trường mục tiêu cho loại sản phẩm này, thay vào đó doanh nghiệp nỗ lực tìm kiếm hợp tác cả trong kênh OEM với các hãng xe lớn tiêu biểu Vinfast hay kênh thay thế với đa dạng các đại lý từ trong ngoài nước ở thời gian đầu phát triển mảng kinh doanh này.

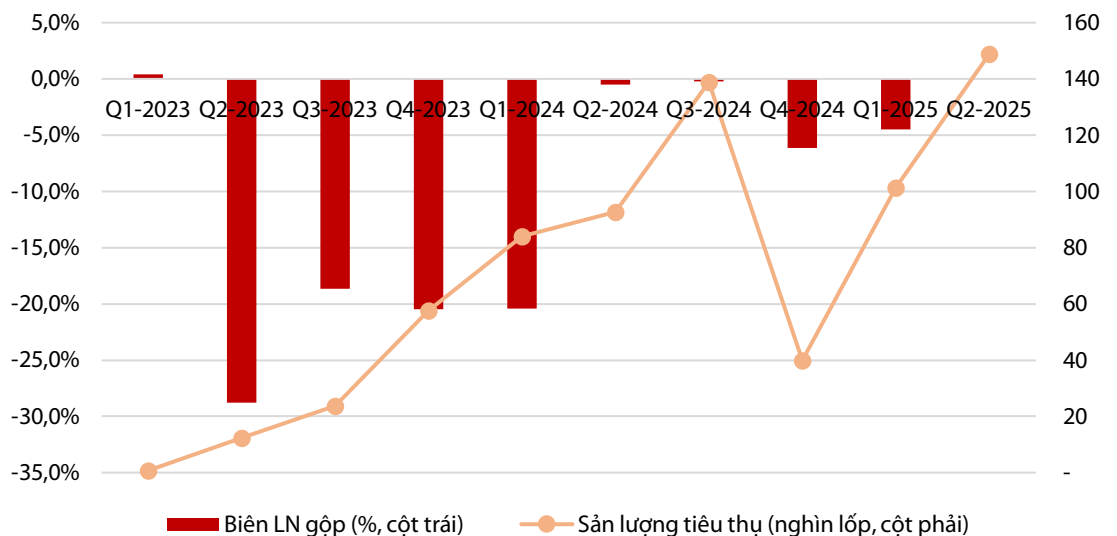
DRC không đầu tư nhà máy mà thực hiện chuyển đổi một vài dây chuyền sản xuất lốp bias sang PCR và ghi nhận chi phí đầu tư vào giá thành sản xuất trực tiếp. DRC chia sẻ việc chuyển đổi này không ảnh hưởng đến công suất sản xuất lốp bias do doanh nghiệp đang đầu tư thêm máy móc hiện đại và công nghệ từ Hàn Quốc bắt đầu từ Q2-2024 giúp tăng năng suất sản xuất các loại lốp (Ví dụ: thời gian lưu hóa 1 lốp giảm từ 1 giờ về 40 phút). Cụ thể, công suất sản xuất lốp PCR dự kiến đạt 1 triệu lốp/năm từ năm 2025.

DRC phải giữ mức giá thấp đáng kể so với trung bình ngành lốp ô tô tại thị trường nước ngoài để thâm nhập vào các thị trường và cũng phù hợp với phân khúc mục tiêu thấp – trung cấp, điều này giúp DRC lần đầu tiên chạm được ngưỡng hòa vốn lợi nhuận gộp (*) với 148 nghìn lốp PCR tiêu thụ toàn quý. DRC tham vọng biến mảng kinh doanh này thành trụ cột “tiềm tàng” trong tương lai. (Kế hoạch xây dựng nhà máy lốp ô tô radial PCR với công suất 4 triệu lốp/năm cho giai đoạn 2025-30).

Tuy nhiên, theo quan điểm chúng tôi, chất lượng lốp và uy tín nhà sản xuất của DRC cần được nâng cao theo thời gian để cho ra sản lượng tốt hơn khi mảng lốp ô tô được định dạng là sản phẩm cao cấp hướng tới khách hàng mục tiêu – tầng lớp trung lưu sử dụng ô tô và mặt bằng chung về chất lượng vốn cao do các hãng lốp xe nổi tiếng (Yokohama, Hankook, Michellin...) xây dựng từ trước. Đây cũng là cơ sở để DRC nâng giá bán về trung bình ngành để đem lại lợi nhuận ròng dương về dài hạn.

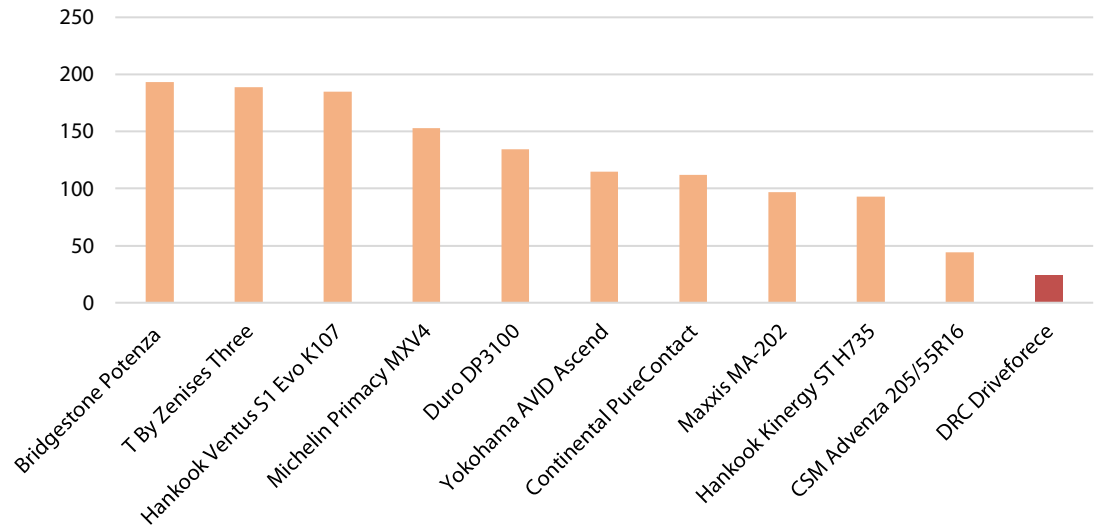
(*) Doanh nghiệp cho biết với mức sản lượng bán ra đạt trên 50-60k/tháng sẽ chạm điểm hòa vốn của dòng lốp này.

Hình 45: Tình hình kinh doanh lốp ô tô radial PCR của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 46: Giá bán một số mẫu lốp ô tô radial hiện nay giữa các hãng lốp tại thị trường Mỹ (đô/chiếc)



Nguồn: tire-online.net, DRC, CSM, CTCK Rồng Việt

Triển vọng tương lai

Doanh thu đầu ra

Thị trường nội địa

Săm lốp vận tải SXCN (Quay lại trang 5)

Cho triển vọng 3-5 năm sắp tới, chúng tôi đang nhận thấy những chuyển động khả quan hơn trong ngành săm lốp đối với DRC. Chúng tôi tin rằng dư địa để cải thiện giá trị doanh thu ngành săm lốp vận tải là tốt do hoạt động SXCN, đầu tư công được đẩy mạnh phù hợp với pha tăng trưởng kinh tế thách thức 2025-30 của Việt Nam (Tăng trưởng GDP mục tiêu 8-10%/năm). Theo dự báo của Marknteladvisors, giá trị thị trường săm lốp vận tải SXCN VN sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-30 là 5,94%/năm). Tuy nhiên, bối cảnh cạnh tranh ngặt nghèo với

Từ sau Covid-19, DRC nỗ lực thực hiện nhiều biện pháp để giành lại thị phần đã mất từ Trung Quốc như sau:

- **Chiến lược xoay trục sản phẩm chủ lực:** DRC chuyển đổi dần dải sản phẩm chủ lực từ bias tải nặng sang tải nhẹ và radial phù hợp với xu thế chung của trên thế giới về tải trọng bình quân của xe tải và các đặc tính vượt trội của radial như đã liệt kê trước.
- **Chiến lược tăng chiết khấu/giảm giá bán cho các đại lý:** DRC mạnh tay hơn trong chi chiết khấu, khuyến mãi, giảm giá bán thu hẹp khoảng cách giá với sản phẩm lốp Trung Quốc giúp DRC ngăn chặn đà giảm thị phần từ năm 2023. Có thể nói, DRC đánh đổi biên lợi nhuận cao đã từng sở hữu giai đoạn 2012-18 cho hiệu quả đầu ra tốt hơn.

Tuy nhiên, **do khoảng cách giá/chiết khấu với săm lốp Trung Quốc vẫn còn và sự gia nhập ngày càng tăng của nhiều loại lốp Trung Quốc/Đài Loan/Nhật Bản/Hàn Quốc FDI ở Việt Nam** với các dịch vụ hậu mãi đi kèm thiết lập quan hệ tốt với các đội xe/đại lý xe, lốp xe mà chúng tôi đã trình bày xuyên suốt báo cáo này, khiến **2 chiến lược kinh doanh trên của DRC chỉ đủ giúp DN duy trì thị phần đi ngang ở mức thấp từ 2023 đến nay.**

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cho rằng DRC vẫn duy trì 2 chiến lược cạnh tranh như trên giúp thị phần săm lốp vận tải (bias và radial) của DRC chỉ sụt giảm nhẹ từ 13,4% năm 2024 xuống 12,1% năm 2029.

Bảng 9: Thị phần quá khứ và dự phóng của DRC trong thị trường lốp vận tải Việt Nam theo mảng (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lốp radial	4,8%	5,0%	3,6%	3,0%	3,6%	3,6%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%
Lốp bias	17,7%	19,1%	14,3%	9,1%	9,7%	9,7%	9,5%	9,3%	9,3%	9,3%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Săm lốp xe đạp/xe máy (Quay lại trang 5)

Như đề cập trong bối cảnh quá khứ ngành xe máy & xe đạp: đều chạm mức bão hòa thông qua tỷ lệ thâm nhập cao & tính cạnh tranh giữa các DN ngày càng lớn thông qua giá bán. Chúng tôi chưa nhận thấy có sự chuyển biến mới nào thay đổi bối cảnh này ở tương lai. Do đó, DRC được dự báo tiếp tục giảm tốc cho mảng săm lốp xe máy, xe đạp vừa từ bối cảnh ngành vừa từ định hướng doanh nghiệp: giảm tập trung các lốp có giá trị thấp sang lốp giá trị cao như lốp vận tải/ô tô radial.

Bảng 10: Tỷ lệ tăng trưởng hàng năm về sản lượng tiêu thụ săm lốp xe máy, xe đạp của DRC (%)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Săm lốp xe đạp	-1,1%	-0,2%	5,6%	0,2%	-3,8%	-3,0%	-2,0%	-1,0%	0,0%	0,0%
Săm lốp xe máy	-9,4%	-3,5%	-2,5%	-13,5%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Về phần giá bán, chúng tôi nhận thấy DRC hay CSM đều có động thái tăng giá bán để giảm bớt tác động giá NVL tăng cao từ Q2-2025. Do triển vọng tăng giá trung hạn của hầu hết NVL DRC sử dụng trong SX nên chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá bán vẫn sẽ kéo dài với mức tăng dự phóng +2,0%/năm cho lốp vận tải bias, +1,0%/năm cho săm lốp xe máy, xe đạp.

Thị trường nước ngoài

Săm lốp vận tải SXCN (Quay lại trang 5)

Việc chính thức hoàn thành nhà máy radial giai đoạn 3 với công suất sản xuất 1 – 1,2 triệu lốp/năm khiến DRC có nhiều động lực đẩy mạnh sản lượng đầu ra nhằm tối ưu hóa chi phí khấu hao/vận hành trên một sản phẩm nhanh chóng với thị trường Mỹ là trọng tâm.

Chúng tôi tiếp nối câu chuyện quá khứ vào triển vọng tương lai của mảng lốp vận tải SXCN của DRC dựa trên hai thị trường chủ lực như sau:

+ **Brazil:** DRC đã tìm kiếm được khách hàng mới ở thị trường Brazil (Oceanside One Trading LLC) đi kèm áp dụng nhiều chiến lược kinh doanh mới (*) giúp doanh thu tại đây hồi phục đáng kể (13-15 triệu đô ở Q1 & Q2-2025 so với mức đáy 5 triệu đô ở Q4-2024). Tuy nhiên, việc là doanh nghiệp Nhà nước, DRC không thể chuyển dịch nhà máy nhanh chóng như các đối thủ Trung Quốc, Thái Lan vào Brazil để tránh bị đánh thuế (theo chia sẻ DRC) nên thị phần của DRC ở thị trường này khó ở mức cao như trong quá khứ (trên 15%).

(*) Các chiến lược kinh doanh mới như phát triển gói sản phẩm (đa dạng loại săm lốp/công hàng), thay đổi phương thức xuất hàng (CIF thay vì FOB), tập trung khách hàng B2C hơn.

+ **Mỹ:** Câu chuyện kinh doanh tại Mỹ vào trạng thái “bình thường hóa” khi chính quyền Trump chính thức thông qua mức thuế đối ứng giữa các quốc gia vào năm 2026 với các mức thuế “không bất lợi hơn” cho sản phẩm săm lốp trước các đối thủ như Thái Lan, Campuchia (Bảng). Do:

- Săm lốp không phải sản phẩm giá trị cao, được ưu tiên dịch chuyển về Mỹ như định hướng của Trump. (Biên LN trung bình ngành săm lốp ở mức thấp 5-10%).
- Mỹ phụ thuộc lớn vào nguồn săm lốp nhập khẩu (top1 nhập khẩu thế giới) nên không thể dùng tình trạng này trong trung hạn.

- DRC là doanh nghiệp mang yếu tố Việt Nam 100%, với thị phần xuất sang Mỹ chỉ 1,3%. Do vừa không có yếu tố Trung Quốc vừa không ảnh hưởng lớn tới thị trường này khiến DRC không phải là đối tượng Mỹ hướng đến trong kỳ đánh thuế theo quan điểm chúng tôi. Lưu ý, lần đánh thuế sẫm lớp duy nhất của Mỹ vào Việt Nam cũng chỉ hướng đến các doanh nghiệp FDI liên quan Trung Quốc.
- Đối thủ lớn nhất, Thái Lan, đã chính thức bị Mỹ áp thuế CBPG từ Q2-2025, tương tự sẫm lớp Trung Quốc vào năm 2019, cho thấy sẫm lớp Thái Lan là đối tượng Mỹ hướng đến cao hơn trong kịch bản thuế quan ở ngành sẫm lớp. Đây được xem là cơ hội lớn cho DRC trong trung-dài hạn khi công suất nhà máy Radial GD2 dẫn tối ưu.

Bảng 11: Mô tả Các loại thuế áp lên sẫm lớp vận tải Việt Nam từ Mỹ

Loại thuế	Xe tải nặng (HS 4011.20)	Xe tải nhẹ (HS 4011.10)	Thời điểm áp dụng
Thuế MFN	4%	4%	2001 đến nay
Thuế chống bán phá giá (AD)	0%	0% (DRC, CSM) 22,3% (Khối FDI có yếu tố Trung Quốc)	T5-2021 đến nay
Thuế chống trợ cấp (CVD)	0%	0% (DRC, CSM) 7,89% (Khối FDI có yếu tố Trung Quốc)	T5-2021 đến nay
Thuế đối ứng của Trump	20%	20%	Từ T7-2025
Tổng thuế liên quan tới DRC	24%	24%	

Nguồn: CTCK Rộng Việt

Bảng 12: Mô tả Tổng hợp thuế áp lên sẫm lớp vận tải Việt Nam/Thái Lan/Cambodia từ Mỹ

Quốc gia	Loại lớp	Thuế hiện hành	Thuế đối ứng
Việt Nam (chỉ xét DRC)	Xe tải nặng	4%	20%
	Xe tải nhẹ	4%	20%
Thái Lan	Xe tải nặng	16,33% (còn lại) – 52,39% (Bridgestone Thái Lan)	18%
	Xe tải nhẹ	5,24% - 10,16%	18%
Campuchia	Xe tải nặng	4%	19%
	Xe tải nhẹ	4%	19%

Nguồn: CTCK Rộng Việt

Bảng 13: Giá trị nhập khẩu sẫm lớp vận tải vào Mỹ (triệu đô)

Nhập khẩu sẫm lớp vào Mỹ	2020	2021	2022	2023	2024	5T-2025
Thái Lan	1.287	1.685	2.326	1.692	1.706	702
Tăng trưởng YoY (%)		30,9%	38,0%	-27,2%	0,8%	-13,5%
Canada	709	866	859	928	988	435
Tăng trưởng YoY (%)		22,1%	-0,8%	8,1%	6,5%	3,6%
Vietnam	343	516	831	564	716	328
Tăng trưởng YoY (%)		50,5%	61,0%	-32,1%	26,9%	11,3%
Nhật Bản	433	557	952	823	602	356
Tăng trưởng YoY (%)		28,7%	70,9%	-13,5%	-26,8%	21,9%
Campuchia	0	0	35	142	421	283
Tăng trưởng YoY (%)				306,8%	196,4%	81,5%

Nguồn: Trademap, CTCK Rộng Việt

Bảng 14: Mô tả tăng trưởng quy mô thị trường sản phẩm vận tải radial tại Mỹ/Brazil và thị phần DRC tại các thị trường

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lốp ở các thị trường								
Mỹ	21,1%	-8,4%	8,8%	-5,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Brazil	50,3%	26,1%	9,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Thị phần sản phẩm vận tải DRC ở các thị trường								
Mỹ	0,5%	0,9%	1,3%	1,6%	1,7%	1,8%	2,0%	2,1%
Brazil	16,1%	12,1%	8,1%	8,7%	8,1%	7,8%	7,5%	7,5%

Nguồn: Trademap, DRC, CTCK Rống Việt

Về phân giá bán, chúng tôi nhận thấy DRC hay CSM đều có động thái tăng giá bán để giảm bớt tác động giá NVL tăng cao từ Q2-2025. Do triển vọng tăng giá trung hạn của hầu hết NVL DRC sử dụng trong SX nên chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá bán vẫn sẽ kéo dài với mức tăng dự phóng +2,8%/năm.

Sản phẩm ô tô (Quay lại trang 5)

Nhờ lợi thế giá rẻ như đã đề cập và nỗ lực tìm kiếm nhiều khách hàng mới ở các thị trường Trung Đông, Brazil, Nga, Mỹ hay cả nội địa (*), DRC sẽ gia tăng hiệu quả khai thác công suất của mình theo thời gian (từ 70% năm 2025 lên gần 100% năm 2029) tương tự trường hợp CSM trong quá khứ khi chiến lược kinh doanh là tương tự nhau ở thời điểm thâm nhập.

(*) Việc hợp tác Vinfast nằm ở chủ trương Chính Phủ, DRC sẽ cung cấp sản phẩm PCR cho nhà máy sản xuất Vinfast, nhưng Vinfast chưa cam kết về sản lượng, giá nhập mà đòi hỏi DRC về đáp ứng thông số kỹ thuật trước, nên chưa rõ ràng thời gian đóng góp của Vinfast vào doanh thu DRC. Hiện DRC tự đầu tư dây chuyền lắp ô tô PCR trước theo xu hướng xe điện, hiện đã hợp tác với 2 đối tác chiến lược Bắc, Nam để đảm bảo đầu ra.

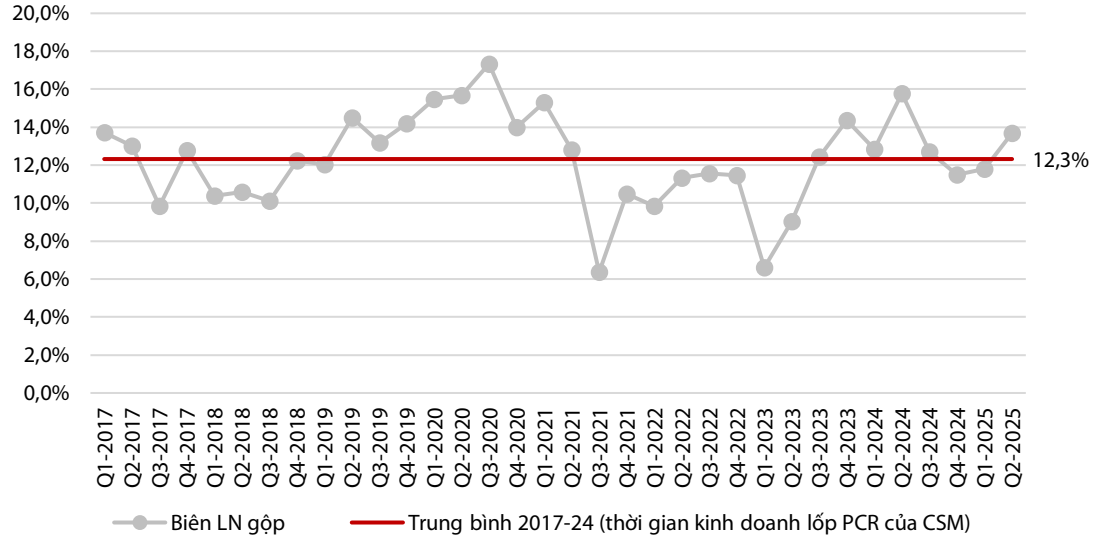
Bảng 15: Mô tả dự phóng sản lượng tiêu thụ lốp ô tô PCR của DRC dựa trên trường hợp CSM quá khứ (%)

Trường hợp tham chiếu: Lốp ô tô PCR Advenza của CSM								
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Sản lượng tiêu thụ	0,2	0,8	1,1	1,1	1,1	1,5	1,5	1,5
Tăng trưởng YoY		260%	35%	1%	-4%	37%	1%	-1%
Tỷ lệ khai thác công suất	16,4%	59,1%	80,0%	81,0%	77,8%	106,2%	107,6%	106,4%
Dự phóng KQKD của lốp ô tô PCR DriveForce của DRC								
	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Sản lượng tiêu thụ	0,0	0,1	0,4	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0
Tăng trưởng YoY		7525%	276%	98%	9%	9%	8%	8%
Tỷ lệ khai thác công suất	0,1%	9,4%	35,5%	70,5%	77,0%	83,7%	90,6%	97,6%

Nguồn: DRC, CSM, CTCK Rống Việt

Liên quan đến giá bán, chúng tôi cho rằng DRC sẽ gia tăng dần giá bán trung bình từ 24 đô/lốp lên mức 27-30 đô/lốp tương tự lốp CSM cùng quy cách để tạo hiệu quả chi phí giá vốn, nâng biên lợi nhuận gộp của mảng này về mức 12-14% tương tự CSM.

Hình 47: Biên LN gộp của CSM từ thời điểm kinh doanh lớp PCR (2017)



Nguồn: CSM, CTCK Rồng Việt

Cấu trúc chi phí

Về phần cấu trúc chi phí, chúng tôi thực hiện phân tích DRC dựa trên hai phần chính:

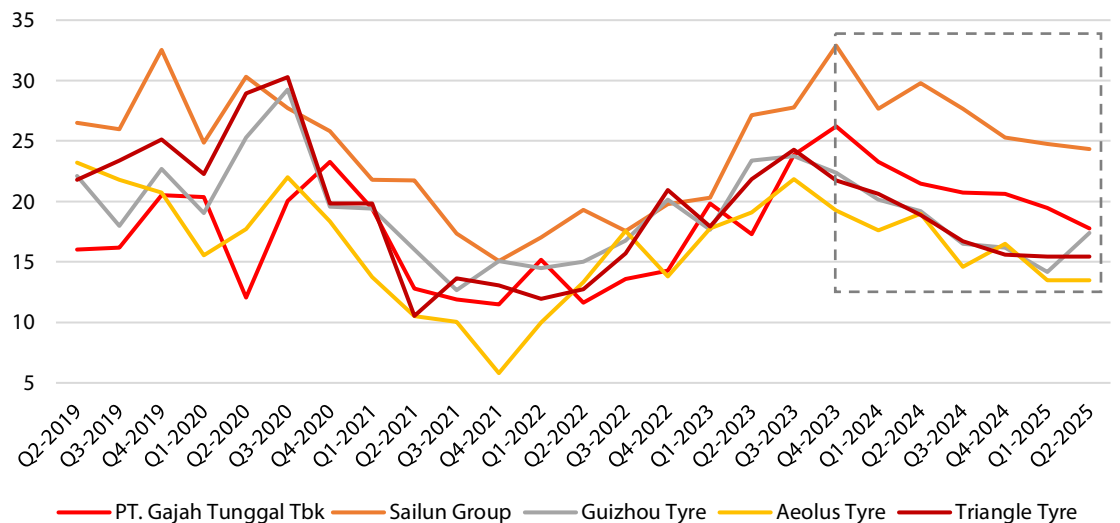
Biên LN gộp

Với triển vọng giá NVL tăng cao, đỉnh điểm trong Q2-2025 đẩy biên LN gộp của DRC đạt 11,2% (thấp nhất trong một quý kể từ 2019 và thấp hơn đáng kể so với trung bình ngành), chúng tôi cho rằng DRC buộc phải tăng giá bán đầu ra để giảm ảnh hưởng tiêu cực này ở hầu hết các sản phẩm (như phân tích ở từng mảng trước đó).

Một điểm hỗ trợ thêm cho giá bán DRC là hầu hết các doanh nghiệp sản xuất Trung Quốc, Thái Lan cũng ghi nhận biên LN gộp suy yếu. Do đó, việc tăng giá bán trung hạn có thể là xu hướng chung của toàn ngành thay vì mỗi DRC giúp DRC duy trì năng lực cạnh tranh về giá như hiện tại.

Mặc dù vậy, DRC có khó khăn kéo biên LN gộp từ mức thấp 11% lên 19-20% như trung bình ngành do không có lợi thế quy mô sản xuất và vị thế thương hiệu như các hãng lốp xe lớn này.

Hình 48: Biên LN gộp theo quý của các Công ty (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 16: Mô tả dự phóng giá bán DRC ở từng ngành sản phẩm (đồng/lốp) (Quay lại trang 4)

	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Săm lốp xe đạp	29.535	28.381	28.665	28.952	29.241	29.534	29.829
Tăng trưởng YoY	0,6%	-3,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Săm lốp xe máy	61.131	67.976	68.656	69.342	70.036	70.736	71.443
Tăng trưởng YoY	10,4%	11,2%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Săm ô tô	234.415	237.183	241.927	246.765	251.701	256.735	261.869
Tăng trưởng YoY	8,5%	1,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lốp ô tô Bias	1.960.408	2.036.680	2.115.601	2.171.617	2.206.341	2.227.401	2.247.371
Tăng trưởng YoY	-2,1%	3,9%	3,9%	2,6%	1,6%	1,0%	0,9%
Lốp PCR	505.967	493.811	602.450	632.572	664.201	677.485	684.259
Tăng trưởng YoY	-86,4%	-2,4%	22,0%	5,0%	5,0%	2,0%	1,0%
Yếm ô tô	98.214	102.413	103.437	103.437	103.437	103.437	103.437
Tăng trưởng YoY	8,4%	4,3%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp ô tô dấp	1.170.698	1.208.255	1.202.214	1.196.203	1.190.222	1.184.270	1.178.349
Tăng trưởng YoY	2,6%	3,2%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Lốp ô tô radial nội địa	5.124.097	4.245.929	4.840.359	4.840.359	4.840.359	4.840.359	4.840.359
Tăng trưởng YoY	-16,9%	-17,1%	14,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp ô tô radial xuất khẩu	3.570.487	3.723.661	3.628.787	3.793.897	3.966.519	4.146.996	4.293.177
Tăng trưởng YoY	-2,7%	4,3%	-2,5%	4,5%	4,5%	4,5%	3,5%
Quy đổi giá đô la (USD)	147	149	139	142	145	148	149
Tăng trưởng YoY	-4,6%	1,0%	-6,4%	2,0%	2,0%	2,0%	1,0%

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

CPBH&QLDN/D.thu thuần

DRC có tỷ trọng CPBH&QLDN//D.thu thuần đạt 9,0% cao hơn mức trung bình ngành 7,6-7,7% tuy nhiên chúng tôi vẫn dự báo DRC buộc phải tiếp tục tăng dần tỷ số này 0,1%/năm để (1) tăng tính cạnh tranh ở cả nội địa & nước ngoài, (2) giai đoạn đầu phát triển các sản phẩm mới như lốp PCR hay TBR.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	21,2%	22,8%	14,5%	15,3%	22,3%	20,5%	19,6%
Trung vị	20,7%	23,0%	14,1%	14,6%	21,8%	19,6%	19,1%
CPBH&QLDN/DT thuần	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	9,4%	8,3%	7,0%	7,0%	7,2%	6,9%	7,6%
Trung vị	9,5%	8,8%	7,0%	6,8%	7,4%	7,1%	7,7%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

PHỤ LỤC 1 - CÁC CÔNG TY SẢN XUẤT SẴM LỐP TƯƠNG ĐỒNG

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng sáu nhà sản xuất sản phẩm lốp thuần túy, có vị thế nội địa tương tự DRC làm tham chiếu cho việc phân tích và dự báo.

PT. Gajah Tunggal Tbk (Indonesia): là nhà sản xuất lốp tích hợp lớn nhất Đông Nam Á, có trụ sở tại Indonesia, được thành lập năm 1951. Sản phẩm chủ lực bao gồm lốp radial cho xe du lịch (PCR), lốp xe máy, lốp xe tải và xe buýt (TBR), với các thương hiệu như GT Radial, Giti, và IRC. Công ty sở hữu cơ sở sản xuất tích hợp lớn nhất Indonesia, với công suất khoảng 45.500 lốp PCR, 83.000 lốp xe máy, và 2.300 lốp TBR mỗi ngày. Gajah Tunggal giữ vị thế dẫn đầu thị trường lốp tại Indonesia, được niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Indonesia từ năm 1990, và có khả năng xuất khẩu mạnh mẽ, với gần 50% doanh thu đến từ xuất khẩu sang châu Âu, Trung Đông, Mỹ, châu Á, và châu Đại Dương. So với DRC, Gajah Tunggal có quy mô lớn hơn và khả năng xuất khẩu vượt trội nhờ mạng lưới phân phối toàn cầu và liên kết với Giti Tire.

Prinx Chengshan Holdings Ltd (Hong Kong): có trụ sở tại Hong Kong nhưng nhà máy chính đặt tại Sơn Đông, Trung Quốc, hoạt động với mô hình kinh doanh tập trung vào sản xuất lốp radial chất lượng cao, đặc biệt là lốp xe tải và xe buýt (TBR) và lốp xe du lịch (PCR). So với DRC, Prinx Chengshan có quy mô quốc tế lớn hơn, với trọng tâm vào thị trường toàn cầu hơn là chỉ nội địa. Sản phẩm chủ lực bao gồm lốp TBR (Prinx, Chengshan) và PCR, phục vụ xe tải, xe buýt, và xe con. Công ty có vị thế mạnh tại thị trường Trung Quốc, nhưng tại Hong Kong, vai trò chủ yếu là trung tâm tài chính và điều phối. Khả năng xuất khẩu của Prinx Chengshan rất đáng kể, với thị trường chính ở Bắc Mỹ, châu Âu, và Đông Nam Á, được hỗ trợ bởi các nhà máy hiện đại và chứng nhận quốc tế. So với DRC, Prinx Chengshan có lợi thế về công nghệ và quy mô xuất khẩu, nhưng ít đa dạng về sản phẩm phụ hơn Gajah Tunggal.

Guizhou Tyre (Trung Quốc): có trụ sở tại Quý Châu, Trung Quốc, tập trung vào sản xuất lốp cho xe thương mại, đặc biệt là lốp xe tải, xe buýt (TBR), và lốp cho xe công trình (OTR). Mô hình kinh doanh của họ tương tự DRC ở chỗ tập trung vào lốp chuyên dụng cho xe tải và công trình, nhưng Guizhou Tyre có quy mô lớn hơn và đầu tư mạnh vào R&D để cải tiến công nghệ lốp. Sản phẩm chủ lực là lốp TBR và OTR với thương hiệu Advance, được sử dụng rộng rãi trong ngành xây dựng và vận tải. Tại Trung Quốc, Guizhou Tyre là một trong những nhà sản xuất lốp hàng đầu, đặc biệt trong phân khúc lốp công nghiệp. Khả năng xuất khẩu của họ mạnh, với thị trường chính ở châu Phi, Trung Đông, và châu Á, được hỗ trợ bởi các chứng nhận quốc tế như ISO và DOT. So với DRC, Guizhou Tyre có lợi thế về quy mô sản xuất và mạng lưới xuất khẩu rộng hơn.

Aeolus Tyre (Trung Quốc): thuộc tập đoàn ChemChina, là một trong những nhà sản xuất lốp lớn tại Trung Quốc, tập trung vào lốp radial cho xe tải, xe buýt (TBR), và lốp xe du lịch (PCR). So với DRC, mô hình kinh doanh của Aeolus Tyre mang tính toàn cầu hóa cao hơn, với sự hỗ trợ từ tập đoàn mẹ ChemChina, giúp mở rộng thị trường quốc tế. Sản phẩm chủ lực bao gồm lốp TBR và OTR, với thương hiệu Aeolus nổi tiếng trong ngành vận tải và xây dựng. Tại Trung Quốc, Aeolus giữ vị trí hàng đầu trong phân khúc lốp xe thương mại, cạnh tranh trực tiếp với các thương hiệu lớn như Michelin. Khả năng xuất khẩu của Aeolus rất mạnh, với các thị trường trọng điểm ở châu Âu, Bắc Mỹ, và châu Phi, nhờ vào mạng lưới phân phối toàn cầu và liên kết với Pirelli. So với DRC, Aeolus có lợi thế về thương hiệu quốc tế và quy mô sản xuất lớn hơn.

Triangle Tyre (Trung Quốc): đặt trụ sở tại Sơn Đông, Trung Quốc, có mô hình kinh doanh tương tự DRC, tập trung vào sản xuất lốp radial cho xe du lịch (PCR), xe tải (TBR), và lốp xe công trình (OTR). Tuy nhiên, Triangle Tyre có chiến lược mở rộng quốc tế mạnh mẽ hơn, với các nhà máy tại Trung Quốc và Mỹ. Sản phẩm chủ lực là lốp TBR và OTR, phục vụ ngành vận tải và khai khoáng, cùng với lốp PCR cho xe con. Triangle Tyre là một trong những thương hiệu lốp hàng đầu Trung Quốc, đặc biệt trong phân khúc lốp giá trị cao. Khả năng xuất khẩu của họ rất tốt, với thị trường chính ở hơn 180 quốc gia, bao gồm Mỹ, châu Âu, và châu Á, được hỗ trợ bởi các trung tâm R&D và chứng nhận quốc tế. So với DRC, Triangle Tyre có lợi thế về quy mô, công nghệ, và sự hiện diện toàn cầu.

Sailun Group (Trung Quốc): đặt tại Sơn Đông, Trung Quốc, là một trong những nhà sản xuất lốp phát triển nhanh nhất thế giới, với mô hình kinh doanh tập trung vào lốp radial giá trị cao cho xe du lịch (PCR), xe tải (TBR), và xe công trình (OTR). So với DRC, Sailun có chiến lược toàn cầu hóa mạnh mẽ hơn, với các nhà máy tại Trung Quốc, Việt Nam, và Campuchia. Sản phẩm chủ lực là lốp PCR và TBR dưới thương hiệu Sailun, được đánh giá cao về chất lượng và giá cả cạnh tranh. Tại Trung Quốc, Sailun nằm trong top các nhà sản xuất lốp, với sự đầu tư mạnh vào công nghệ và tự động hóa. Khả năng xuất khẩu của Sailun rất ấn tượng, với thị trường ở hơn 100 quốc gia, đặc biệt là Bắc Mỹ và châu Âu, nhờ vào các chứng nhận như DOT và ECE. So với DRC, Sailun vượt trội về quy mô sản xuất, công nghệ hiện đại, và mạng lưới xuất khẩu toàn cầu.

Bảng 17: Các Công ty sản xuất sảm lốp thuần túy có vị thế nội địa tương đồng với DRC - Mức trung bình của ngành được tính từ 6 công ty nêu trên

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
Số ngày phải thu	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	73	80	77	76	75	79	77
Trung vị	70	82	75	69	71	71	73
Số ngày tồn kho	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	68	67	66	74	75	74	71
Trung vị	73	70	68	74	76	74	73
Số ngày phải trả	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	74	87	81	69	87	76	79
Trung vị	62	75	81	58	73	60	68
Biên LN gộp	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	21,2%	22,8%	14,5%	15,3%	22,3%	20,5	19,6%
Trung vị	20,7%	23,0%	14,1%	14,6%	21,8%	19,6	19,1%
CPBH&QLDN/DT thuần	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	9,4%	8,3%	7,0%	7,0%	7,2%	6,9%	7,6%
Trung vị	9,5%	8,8%	7,0%	6,8%	7,4%	7,1%	7,7%
Biên LN ròng	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	5,7%	9,1%	3,5%	4,1%	9,6%	8,7%	7,0%
Trung vị	5,7%	9,7%	4,4%	5,0%	9,5%	8,7%	7,3%

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Trung bình ngành
EV/EBITDA	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	7,5x	6,7x	14,9x	10,1x	6,2x	6,7x	8,5x
Trung vị	6,9x	6,6x	12,5x	11,1x	7,2x	8,4x	8,7x
P/E	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	12,1x	8,6x	19,3x	19,1x	7,7x	9,4x	12,3x
Trung vị	10,4x	7,9x	15,4x	17,2x	8,0x	11,1x	11,5x
P/B	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	1,0x	1,1x	1,4x	1,0x	1,1x	1,1x	1,1x
Trung vị	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x	0,9x	0,9x	0,9x
P/S	15%	15%	15%	15%	20%	20%	Tỷ trọng
Trung bình	0,6x	0,7x	0,9x	0,7x	0,7x	0,8x	0,7x
Trung vị	0,6x	0,6x	0,7x	0,6x	0,7x	0,7x	0,7x

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rổng Việt

PHỤ LỤC 2 – KẾ HOẠCH THOÁI VỐN CỦA VINACHEM

Chúng tôi đã đề cập về rủi ro tăng giá của DRC nếu Vinachem (Công ty mẹ nắm giữ 50,51% quyền sở hữu) thực hiện thoái vốn DRC cho một tổ chức tầm cỡ lớn thế giới/hợp nhất với các công ty tầm cỡ nội địa khác (như CSM), qua đó tạo “giá trị cộng hưởng” để phát triển cả về quy mô và năng lực bán hàng so với thời điểm hiện giờ.

Theo quan điểm chúng tôi, hướng đi này được xem là tích cực cho DRC trong bối cảnh khả năng mở rộng quy mô hạn chế về vốn và thời gian, năng lực bán hàng chưa linh hoạt như các công ty tầm cỡ tư nhân quốc tế. Do đó, chúng tôi lưu ý nhà đầu tư về sự kiện có thể tác động tích cực lên cổ phiếu DRC.

Tuy nhiên, sau lần thoái vốn không thành công năm 2019 (bảng bên dưới), chúng tôi không ghi nhận thêm thông tin cập nhật về việc Vinachem tiếp tục thoái vốn tại DRC, cho thấy khả năng kế hoạch này đã bị tạm dừng hoặc chưa được triển khai lại.

Mã chứng khoán	SRC	DRC	CSM
ĐỀ ÁN 2017-20			
Tỷ lệ sở hữu của Vinachem năm 2017	51,00%	50,51%	51,01%
Mục tiêu thoái vốn trong đề án 2017-20	Giảm xuống 36%	Giảm xuống 36%	Giảm xuống 36%
Thời gian đấu giá	02/06/2019	04/06/2019	Chưa thực hiện
Số lượng cổ phiếu đấu giá	4,2 triệu cổ phiếu	17,23 triệu cổ phiếu	Không có
Giá khởi điểm	46.452 đồng/cổ phiếu	25.170 đồng/cổ phiếu	Không có
Kết quả đấu giá	Thành công, bán hết 4,2 triệu cổ phiếu, thu về ~196 tỷ đồng	Thất bại, không có nhà đầu tư đăng ký mua	Chưa thực hiện đấu giá
Tỷ lệ sở hữu sau đấu giá (2019)	36,00%	50,51% (không đổi)	51,01% (không đổi)
Tình trạng hiện tại	Vinachem giữ 36%, không có thông tin thoái vốn thêm	Vinachem giữ 50,51%, không có thông tin thoái vốn thêm	Vinachem giữ 51,01%, chưa có thông tin thoái vốn

Nguồn: Vinachem, CTCK Rồng Việt

PHỤ LỤC 3 – PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH & DỰ PHÓNG TRONG GIAI ĐOẠN 2025-29

Bảng 18: Doanh thu dự phóng theo từng mảng (tỷ đồng) (Quay lại trang 4)

DOANH THU THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Săm lốp xe đạp	237	268	270	249	244	242	242	244	246
Tăng trưởng YoY	17,8%	12,7%	0,8%	-7,6%	-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	1,0%
Săm lốp xe máy	314	342	327	370	374	377	381	385	389
Tăng trưởng YoY	1,4%	8,9%	-4,5%	13,3%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Săm ô tô	112	98	77	83	91	99	108	118	129
Tăng trưởng YoY	6,9%	-12,2%	-21,7%	7,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp vận tải Bias	1.310	1.153	843	898	977	1.043	1.102	1.177	1.257
Tăng trưởng YoY	20,0%	-11,9%	-26,9%	6,6%	8,7%	6,8%	5,7%	6,7%	6,8%
Lốp ô tô radial - PCR	4	5	48	175	424	487	556	614	668
Tăng trưởng YoY	4,3%	24,1%	933,9%	267,2%	142,0%	14,8%	14,1%	10,4%	8,9%
Yếm ô tô	35	30	24	28	28	28	28	28	28
Tăng trưởng YoY	10,0%	-13,0%	-20,7%	15,8%	1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Lốp ô tô đắp	44	44	36	43	43	42	42	42	42
Tăng trưởng YoY	3,7%	-0,3%	-17,9%	19,9%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Lốp vận tải Radial – TBR	2.305	2.948	2.855	2.808	3.167	3.392	3.689	4.010	4.393
Tăng trưởng YoY	24,9%	27,9%	-3,2%	-1,7%	12,8%	7,1%	8,8%	8,7%	9,6%
SP khác	19	13	14	19	14	14	14	14	14
Tăng trưởng YoY	17,7%	-34,2%	6,7%	39,7%	-28,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng DRC	4.380	4.900	4.492	4.673	5.361	5.724	6.162	6.631	7.165
Tăng trưởng YoY	20,1%	11,9%	-8,3%	4,0%	14,7%	6,8%	7,7%	7,6%	8,1%
TỶ TRỌNG DOANH THU									
Săm lốp xe đạp	5,4%	5,5%	6,0%	5,3%	4,6%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%
Săm lốp xe máy	7,2%	7,0%	7,3%	7,9%	7,0%	6,6%	6,2%	5,8%	5,4%
Săm ô tô	2,6%	2,0%	1,7%	1,8%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,8%
Lốp ô tô Bias	29,9%	23,5%	18,8%	19,2%	18,2%	18,2%	17,9%	17,7%	17,5%
Lốp PCR	0,1%	0,1%	1,1%	3,8%	7,9%	8,5%	9,0%	9,3%	9,3%
Yếm ô tô	0,8%	0,6%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Lốp ô tô đắp	1,0%	0,9%	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%
Lốp ô tô Radial	52,6%	60,2%	63,6%	60,1%	59,1%	59,3%	59,9%	60,5%	61,3%
SP khác	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Tổng DRC	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 19: Biên LN gộp dự phóng theo mảng (Quay lại trang 6)

LỢI NHUẬN GỘP THEO MẢNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Săm lốp xe đạp	38	36	40	45	40	41	43	46	48
Săm lốp xe máy	45	36	24	58	57	61	65	69	72
Săm ô tô	27	25	17	23	25	28	32	37	42
Lốp vận tải Bias	239	241	127	163	171	187	193	194	194
Lốp ô tô Radial - PCR	0	1	-10	-10	3	26	55	71	83
Yếm ô tô	4	4	3	2	2	2	2	2	2
Lốp ô tô đắp	10	11	7	7	6	6	6	6	5
Lốp vận tải Radial - TBR	371	452	430	431	350	419	502	597	678
SP khác	14	8	9	9	8	8	8	8	8
Tổng DRC	747	815	648	729	662	779	906	1.030	1.133
BIÊN LN GỘP									
Săm lốp xe đạp	16,1%	13,3%	14,8%	17,9%	16,3%	17,1%	17,9%	18,8%	19,6%
Săm lốp xe máy	14,3%	10,6%	7,5%	15,7%	15,3%	16,2%	17,0%	17,8%	18,6%
Săm ô tô	24,1%	25,2%	22,5%	27,1%	27,1%	28,5%	29,9%	31,3%	32,6%
Lốp vận tải Bias	18,2%	20,9%	15,1%	18,2%	17,5%	18,0%	17,5%	16,5%	15,4%
Lốp ô tô Radial - PCR	1,9%	18,5%	-20,8%	-5,4%	0,6%	5,3%	9,9%	11,6%	12,5%
Yếm ô tô	10,9%	14,3%	11,7%	8,6%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%
Lốp ô tô đắp	23,2%	25,2%	20,1%	17,3%	14,4%	14,0%	13,6%	13,1%	12,7%
Lốp vận tải Radial - TBR	16,1%	15,3%	15,1%	15,4%	11,1%	12,3%	13,6%	14,9%	15,4%
SP khác	70,4%	64,5%	67,0%	49,9%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Tổng DRC	17,1%	16,6%	14,4%	15,6%	12,3%	13,6%	14,7%	15,5%	15,8%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 20: Tỷ lệ CPBH&QLDN/Doanh thu thuần dự phóng (Quay lại trang 7)

CPBH&QLDN/Doanh thu thuần	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng DRC	8,4%	8,1%	7,6%	9,5%	9,0%	9,2%	9,3%	9,4%	9,5%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 21: Biên lợi nhuận ròng dự phóng (Quay lại trang 7)

LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng DRC	290	308	246	245	140	195	267	332	376
Tăng trưởng YoY	13,7%	6,3%	-20,1%	-0,7%	-42,9%	39,3%	37,4%	24,1%	13,3%
BIÊN LỢI NHUẬN RÒNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tổng DRC	6,6%	6,3%	5,5%	5,2%	2,6%	3,4%	4,3%	5,0%	5,2%

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt ước tính

Bảng 22: Chỉ số hoạt động dự phóng (Quay lại trang 8)

VỐN LƯU ĐỘNG	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	17	19	37	54	70	71	71	72	72
Số ngày tồn kho	144	153	112	138	120	120	120	120	120
Số ngày phải trả	41	42	51	87	87	87	87	87	87

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt ước tính

Bảng 23: Cổ tức tiền mặt hằng năm (Quay lại trang 9)

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phần)	1.500	1.200	2.300	1.200	1.200	500	800	1.000	1.300
Tỷ lệ chi trả cổ tức	46,6%	69,7%	69,4%	57,9%	57,9%	57,9%	60,0%	60,0%	60,0%
Tỷ suất cổ tức	6,5%	3,6%	10,7%	4,4%	4,2%	3,0%	4,4%	6,0%	7,5%

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến Nghị	MUA	TÍCH LŨY	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng	>20%	5% đến 20%	-20% đến -5%	<-20%

Trong một số trường hợp, chúng tôi không đưa ra khuyến nghị mua/bán cụ thể mà chỉ đưa ra một số định giá tham khảo để nhà đầu tư có thêm thông tin, được xếp loại khuyến nghị **QUAN SÁT**.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Phương Lam

Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1313)

Đỗ Thanh Tùng

Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1521)
• Ngân hàng

Lê Tự Quốc Hưng

Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Chiến lược Thị trường
• Kinh tế vĩ mô

Đỗ Thạch Lam

Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• BĐS dân dụng
• Vật liệu xây dựng
• BĐS Khu công nghiệp

Trần Thị Hà My

Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Kinh tế vĩ mô

Phạm Hữu Luân

Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ

Cao Ngọc Quân

Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)
• Cảng biển
• Hàng không
• Dệt may

Lê Ngọc Hiến

Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Thủy sản
• Phân bón

Nguyễn Bảo Hưng

Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)
• Bán lẻ
• Ô tô & Phụ tùng
• Tiêu dùng

Võ Nguyễn Vũ Toàn

Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Kinh tế vĩ mô

Trần Thái Dương

Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Vật liệu xây dựng

Nguyễn Thị Quỳnh Giao

Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• BĐS dân dụng
• BĐS Khu công nghiệp

Tô Hạng Trang

Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Ngân hàng

Lê Huỳnh Hương

Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)
• Dầu khí

Nguyễn Đức Chính

Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)
• Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Lan Anh

Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006
• Bán lẻ

Trần Thị Ngọc Hà

Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

Phan Thị Phương Thảo

Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1526)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỢI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
🌐 www.vdsc.com.vn 📠 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

☎ (+84) 24 6288 2006
☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

☎ (+84) 25 8382 0006
☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

☎ (+84) 29 2381 7578
☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

☎ (+84) 25 1777 2006



**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2025.**