

CTCP CAO SU ĐÀ NẴNG (HSX: DRC)

Tăng trưởng doanh thu hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận

Chỉ tiêu (tỉ đồng)	Q3-FY22	Q2-FY22	+/- (qoq)	Q3-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.353	1.148	+17,8%	929	+45,6%
Lợi nhuận sau thuế	77	84	-8,1%	34	+128,6%
EBIT	101	109	-7,3%	44	+129,5%
Tỷ suất EBIT	7,5%	9,5%	-200 bps	4,6%	+290 bps

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

KQKD Q3/2022 – Lợi nhuận ròng tăng trưởng ba chữ số dựa trên nền thấp của Q3/2021

- Doanh thu thuần Q3/2022 đạt 1.353 tỷ đồng (hoặc 58 triệu USD, +45,6% YoY), được dẫn dắt bởi tăng trưởng hai chữ số ở mức cao của kênh xuất khẩu.
- Biên lợi nhuận gộp cải thiện +249 bps YoY lên 16,9% nhờ giá bán bình quân (ASP) tăng và đóng góp cao hơn từ doanh thu nội địa của mảng lốp radial. So với Q3/2021, DRC không chịu các chi phí liên quan đến đại dịch Covid-19, đưa tới tỷ lệ chi phí "BH & QLDN/doanh thu" thấp hơn, dẫn đến lợi nhuận ròng Q3/2022 đạt 77 tỷ đồng (hoặc 3,3 triệu USD, +128,6% YoY).
- Lũy kế 9 tháng 2022, DRC hoàn thành 82,3% kế hoạch doanh thu và 88,4% kế hoạch LNTT của năm 2022.

Triển vọng Q4/2022 và cả năm - Xuất khẩu là động lực chính cho kết quả kinh doanh khả quan năm 2022

- Q4 2022, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 1.395 tỷ đồng (hoặc 59 triệu USD, +3,1% QoQ, +4,6% YoY) và 88 tỷ đồng (hoặc 3,8 triệu USD, +13,6% YoY, +0,2% QoQ). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q4/2022 của DRC sẽ tiếp tục tăng trưởng sau khi tăng trưởng mạnh trong 9T2022, chủ yếu đến từ giá bán cao hơn so với cùng kỳ năm trước và nhu cầu lốp cao su cao ở thị trường nước ngoài. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng giảm nhẹ xuống 6,3% từ 6,6% của Q4/2021, do chi phí dịch vụ thuê ngoài tăng và lỗ chênh lệch tỷ giá.
- Cho cả năm 2022, chúng tôi kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 5.179 tỷ đồng (hoặc 220 triệu USD, +18,3% YoY) và 314 tỷ đồng (hoặc 13,6 triệu USD, +7,8% YoY). Doanh thu chủ yếu được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ của các thị trường xuất khẩu, từ đó thúc đẩy tăng trưởng một con số trong lợi nhuận.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi cho rằng cổ phiếu DRC là một trong những khoản đầu tư phù hợp trong thời kỳ thị trường có nhiều bất ổn. Cổ đông của DRC không chỉ được hưởng cổ tức tiền mặt (bình quân 12% mệnh giá/năm) mà còn mức tăng trưởng kỳ vọng trong lợi nhuận công ty với CAGR là 11,3% trong giai đoạn 2023 - 2026. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của DRC sẽ dần được cải thiện kể từ năm 2023 nhờ đóng góp cao hơn từ kênh nội địa và giảm giá nguyên liệu đầu vào.

Kết hợp FCFF (50%) và so sánh bội số (PER) (50%), giá mục tiêu của chúng tôi cho DRC là 31.000 đồng. Cộng thêm khoản cổ tức tiền mặt 1.200 đồng, lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng là 69% so với giá đóng cửa ngày 23/11/2022. Giá cổ phiếu DRC đã giảm ~46% kể từ tháng 4/2022 sau khi DRC ghi nhận lãi ròng tăng trưởng âm trong quý 2/2022 do chi phí đầu vào tăng. Hiện tại, cổ phiếu DRC đang giao dịch với P/E hiện tại là 7,5 lần, thấp hơn mức P/E trung bình 5 năm là 12,2 lần. Dựa trên kỳ vọng biên lợi nhuận được cải thiện, từ đó, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng vào năm 2023, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này trong dài hạn.

MUA

+69%

Giá thị trường (VND)	19.100
Giá mục tiêu (VND)	31.000

Cổ tức tiền mặt (VND)* 1.200

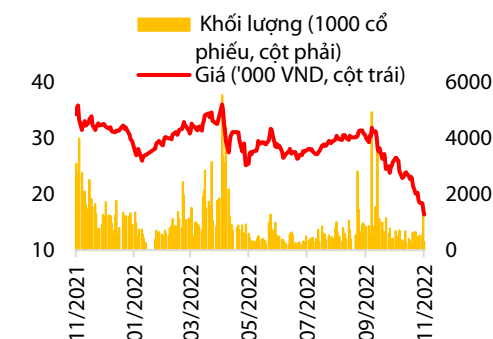
*dự kiến nhận được trong 12 tháng tới

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Hàng tiêu dùng không thiết yếu
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.031
SLCPDLH	118.792.605
KLGD bình quân 20 phiên	435.535
Free Float (%)	17,4
Giá cao nhất 52 tuần	38.900
Giá thấp nhất 52 tuần	16.100
Beta	1,15

	FY2021	Hiện tại
EPS	2.205	2.642
Tăng trưởng EPS (%)	13,4%	0,3%
EPS điều chỉnh	2.205	2.642
P/E	12,8	8,8
P/B	2,1	1,5
EV/EBITDA	6,4	7,3
Tỷ suất cổ tức	4,8%	7,3%
ROE (%)	16,4%	17,6%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Công ty Cổ phần Hóa chất Quốc gia Việt Nam	50,5
KWE Beteiligungen AG	4,7
Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%)	41,1

An Nguyễn

(084) 028- 6299 2006 – Ext 1541

an.ntn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả kinh doanh Q3/2022

(Tỷ đồng)	Q3-FY22	Q2-FY22	+/- (qoq)	Q3-FY21	+/- (yoy)
Doanh thu thuần	1.353	1.148	18%	929	46%
Lợi nhuận gộp	229	205	12%	134	71%
Chi phí bán hàng và quản lý	117	101	16%	91	29%
Thu nhập HĐKD	132	124	8%	57	159%
EBITDA	170	150	13%	132	28%
EBIT	101	109	-7%	44	130%
Chi phí tài chính	26	18	47%	9	202%
- Chi phí lãi vay	5	4	32%	2	166%
Khấu hao	68	41	65%	88	-22%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	96	105	-8,1%	42	128%
Lợi nhuận sau thuế	77	84	-8,1%	34	129%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	77	84	-8,1%	34	129%

Nguồn: DRC, CTCK Rông Việt

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3/2022

Chỉ tiêu	Q1-FY22	Q4-FY21	+/- (qoq)	Q1-FY21	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	17%	18%	-94 bps	14%	249 bps
EBITDA/Doanh thu	13%	13%	-52 bps	14%	-169 bps
EBIT/Doanh thu	8%	10%	-200 bps	5%	361 bps
TS lợi nhuận ròng	6%	7%	-161 bps	4%	207 bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6%	7%	-161 bps	4%	207 bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	2,6	2,4	0,2	2,6	0
-Khoản phải thu	24,9	17,3	7,6	18,2	6,7
-Khoản phải trả	5,5	5,1	0,4	5,2	0,3
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	93%	93%	0 bps	69%	2.400 bps

Nguồn: CTCK Rông Việt (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4/2022

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY22	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu	1.395	3,1%	4,6%
Lợi nhuận gộp	250	9,4%	13,3%
EBIT	132	18,1%	14,9%
LNST	88	13,6%	0,2%

Nguồn: CTCK Rông Việt

Luận điểm Q4/2022:

- Doanh thu tăng 4,6% YoY, được thúc đẩy bởi mức tăng +9,2% YoY của kênh xuất khẩu. Sự tăng trưởng của hoạt động sản xuất phương tiện vận tải (bao gồm xe tải) ở cả Brazil và Mỹ sẽ thúc đẩy doanh thu xuất khẩu.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 17,9% trong quý 04 - mức cao nhất trong năm quý gần nhất nhờ DRC đã chốt các hợp đồng cao su nguyên liệu cho tới tháng 12/2022 ở mức thấp hơn năm ngoái.
- Chi phí BH&QLDN/doanh thu là 8,5%, cao hơn Q4/2021 là 50 bps do công ty áp dụng chương trình bán hàng mới.

Q3 2022: Lợi nhuận ròng tăng trưởng với tốc độ ba chữ số dựa mức nền kinh doanh thấp của quý 3/2021

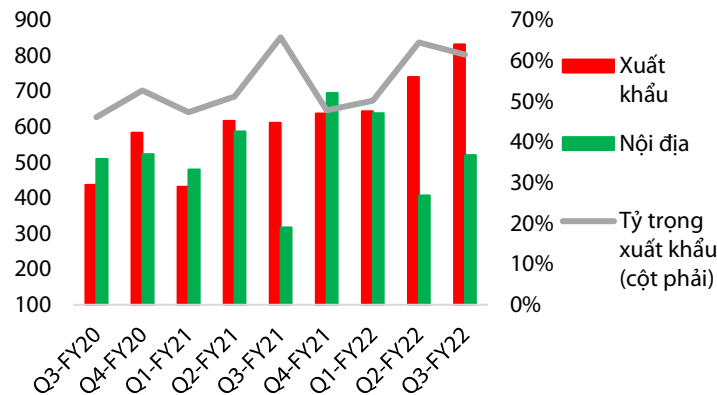
Tiêu thụ lốp cao su cao hơn từ khách hàng nước ngoài giúp thúc đẩy tăng trưởng tổng doanh thu

Doanh thu và lợi nhuận ròng trong Q3/2022 tăng lần lượt 45,6% YoY và 129%YoY, đạt 1.353 tỷ đồng (hoặc 58 triệu USD) và 77 tỷ đồng (hoặc 3,3 triệu USD). Trong đó,

- Doanh thu xuất khẩu (chiếm 62% tổng doanh thu Q3 2022) đã thúc đẩy tổng doanh số bán hàng tăng trưởng hai chữ số ở mức cao. Nhu cầu lốp cao su thay thế sau đại dịch Covid-19 và lốp xe tải để sản xuất xe (OEM) là động cơ chính. Ngoài ra, các quyết định thuế quan đối với lốp cao su Trung Quốc từ Brazil và Mỹ cũng tạo điều kiện thuận lợi để DRC đẩy mạnh doanh số.
- Q3/2022, tổng sản lượng bán ra đã tăng +68,3% YoY và +34,7% QoQ chủ yếu được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của lốp radial. Trong Q3/2022, DRC bán được 216.275 lốp radial (+44,8% YoY; +24,9% QoQ), trong đó, cả kênh xuất khẩu và nội địa đều có mức tăng trưởng mạnh mẽ lần lượt là +41,7% YoY và +70,6% YoY.
- So với dự báo của chúng tôi, KQKD Q3/2022 thấp hơn một chút, được giải thích bởi sự kết hợp của sản lượng bán lốp bias thấp hơn dự kiến (-32%) và sản lượng bán lốp radial cao hơn dự kiến (+11%); và biên lợi nhuận gộp thấp hơn dự kiến (-101 bps) do giá cao su và than tổng hợp cao hơn dự phóng (chiếm 50% tổng chi phí sản xuất lốp bias). Nhìn chung, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng thực tế quý 3/2022 thấp hơn dự báo của chúng tôi lần lượt là -2,1% và -7,0%.

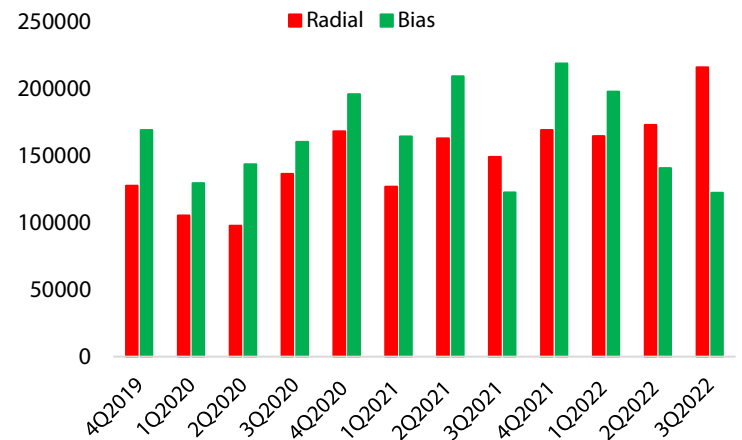
Trong 9T2022, doanh thu thuần hợp nhất và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 3.784 tỷ đồng (hoặc 161 triệu USD, +24,2% YoY và 227 triệu đồng (tương đương 10 triệu USD, +11,3% YoY), hoàn thành 82,3% doanh thu và 88,4% lợi nhuận trước thuế cho năm 2022.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu thuần (tỷ đồng, cột trái) và tỷ trọng doanh thu xuất khẩu (% , cột phải) của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Sản lượng bán lốp radial và bias (lốp)



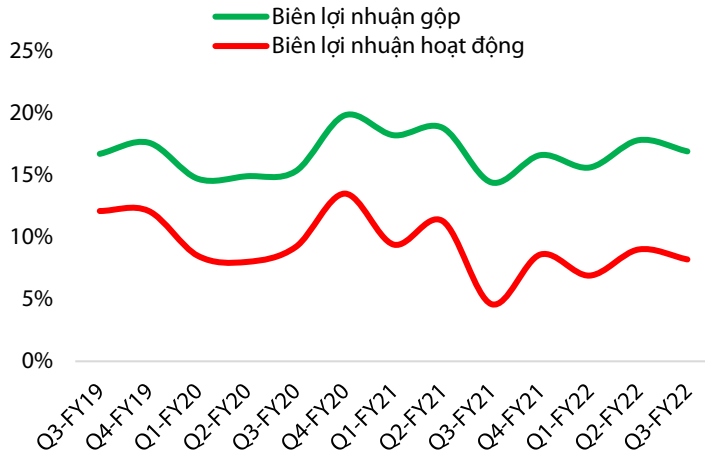
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Q3 2022, công suất sản xuất của nhà máy radial đạt trên 130%. Công ty tự tin về sản lượng bán lốp radial sẽ ngày càng tăng. Bằng chứng là DRC đã ký hợp đồng với một đối tác mới (Expresso Rio Vermelho Transportes) để xuất khẩu lốp radial sang Brazil kể từ năm 2023. Kể từ quý 01/2022, tiêu thụ lốp radial cho thấy sự tăng trưởng liên tục, do đó chúng tôi cho rằng đây là một tín hiệu tốt cho nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm của DRC.

Kết quả lợi nhuận ấn tượng nhờ không gánh chịu các chi phí liên quan đến đại dịch Covid-19

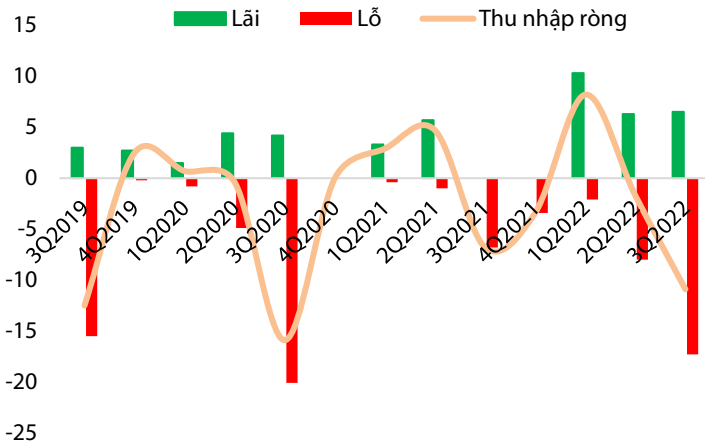
Về lợi nhuận, mặc dù chịu chi phí đầu vào tăng cao, nhờ sự vắng mặt của đại dịch Covid-19 và giá bán cao hơn, lợi nhuận tăng trưởng với tốc độ mạnh hơn tăng trưởng doanh thu. Trong Q3/2022, lợi nhuận gộp và lợi nhuận hoạt động của DRC lần lượt là 262 tỷ đồng (hoặc 11 triệu USD, +11,6% QoQ, +70,7%YoY) và 112 tỷ đồng (hoặc 4,8 triệu USD, +7,6% QoQ, +159%YoY). Tuy nhiên, lợi nhuận ròng tăng trưởng với tốc độ chậm hơn với -8,1% QoQ và +128% YoY do khoản lỗ ròng từ tỷ giá tăng cao (6,27 tỷ đồng, tương đương 0,3 triệu USD).

Hình 3: Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận hoạt động của DRC (%)



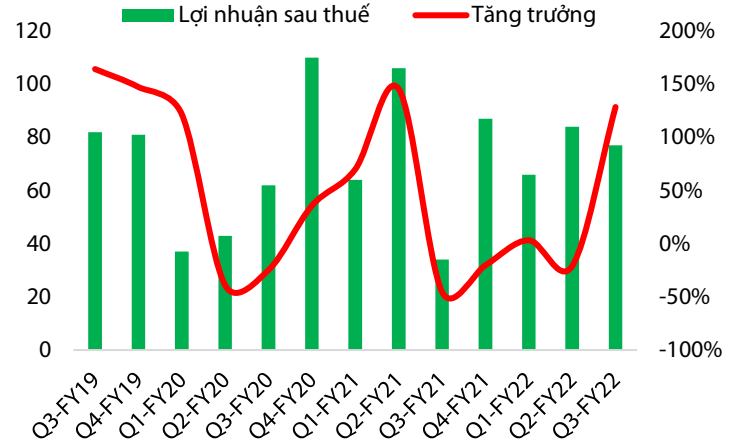
Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Lãi/lỗ ròng từ chênh lệch tỷ giá (tỷ đồng) của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Lợi nhuận ròng (tỷ đồng, cột trái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải) của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 6: Tỷ giá USD/VND bình quân liên ngân hàng của Ngân hàng nhà nước Việt Nam (VND)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Q4 2022 và triển vọng cả năm – Xuất khẩu là động lực chính cho kết quả kinh doanh khả quan năm 2022

Q4 2022: Tăng trưởng doanh thu hai chữ số

Do nhu cầu lốp xe tăng và giá đầu vào dự kiến giảm, chúng tôi dự báo doanh thu thuần quý 4/2022 sẽ đạt 1.395 tỷ đồng (hoặc 59 triệu USD, +3,1% QoQ, +4,6%YoY) và lợi nhuận ròng sẽ đạt 88 tỷ đồng (hoặc 3,8 triệu USD, +13,6% QoQ, +0,2% YoY).

Doanh thu sẽ tiếp tục cho thấy sự tăng trưởng tích cực do nhu cầu lốp cao su từ các thị trường nước ngoài ngày càng tăng. Sự phục hồi của các hoạt động sản xuất ô tô (bao gồm xe tải) và thay lốp xe tại các thị trường chính của DRC, bao gồm cả Brazil (~60% tổng doanh số xuất khẩu) và Mỹ (~15% tổng doanh số xuất khẩu), khuyến khích các lô hàng xuất khẩu lốp xe. Đáng chú ý, sự hạ nhiệt của vấn đề thiếu chip kể từ 2H2022 và nhu cầu về xe tải điện¹ - sản phẩm chính của DRC, được dự đoán sẽ thúc đẩy tăng trưởng thị trường lốp OEM. Trong tháng 9 năm 2022, sản lượng sản xuất các phương tiện vận tải của Brazil đạt 207.762 (-12,7% MoM; +19,1% YoY). Bên cạnh đó, nhập khẩu lốp cao su & thiết bị phụ trợ vận tải của Mỹ trong tháng 8/2022 giảm nhẹ so với tháng trước, dù vậy, vẫn cao hơn 23% so với cùng kỳ năm ngoái (Hình 8).

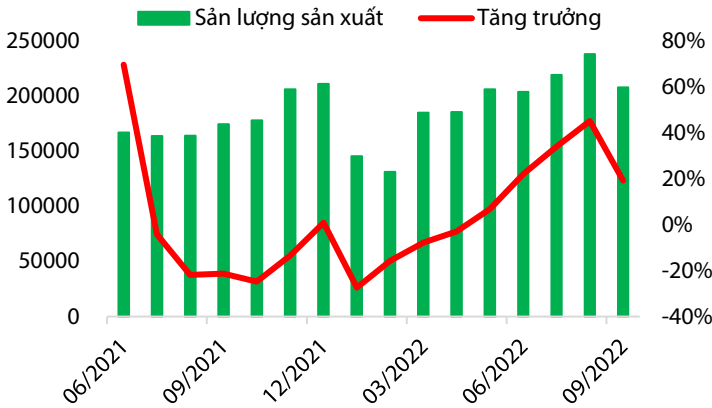
¹ Tham khảo tại <https://www.thebuzznews.com/electric-truck-markets-long-range/>; và <https://www.reuters.com/business/autos-transportation/gm-plans-six-fold-increase-2022-electric-truck-suv-production-sources-2022-02-08/>

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp quý 4/2022 sẽ cải thiện lên 17,9% - mức cao nhất trong năm quý gần nhất, do ba lý do:

- Việc tăng giá bán trong tháng 4 và tháng 8/2022 sẽ có hiệu lực hoàn toàn vào quý 4 năm 2022.
- Chi phí đầu vào thấp hơn. Vào tháng 9 năm 2022, DRC đã chốt các hợp đồng nguyên liệu cho đến tháng 12/2022. Cụ thể, các hợp đồng cao su nguyên liệu (bao gồm cao su tự nhiên và cao su tổng hợp, chiếm ~ 60% tổng chi phí sản xuất của DRC) được chốt ở mức thấp hơn năm ngoái. Các nguyên liệu thô khác như than đá vẫn ở mức giá cao.

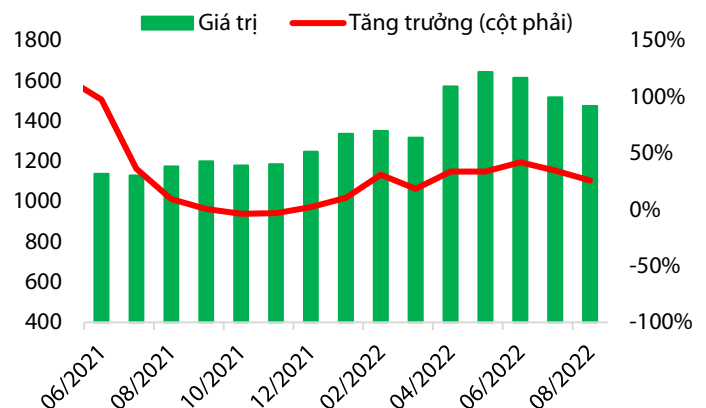
Biên lợi nhuận ròng trong quý 4/2022 sẽ giảm nhẹ xuống còn 6,3% từ 6,6% trong quý 4/2021 nhưng cải thiện hơn so với mức 5,7% trong quý 3/2022. Chúng tôi kỳ vọng chi phí bán hàng của DRC sẽ tăng mạnh hơn doanh thu, do chi phí dịch vụ thuê ngoài cao hơn và chương trình bán hàng mới được áp dụng kể từ quý 3/2022 trở đi.

Hình 7: Sản lượng sản xuất phương tiện vận tải (cái) và tăng trưởng (% YoY, cột phải) của Brazil



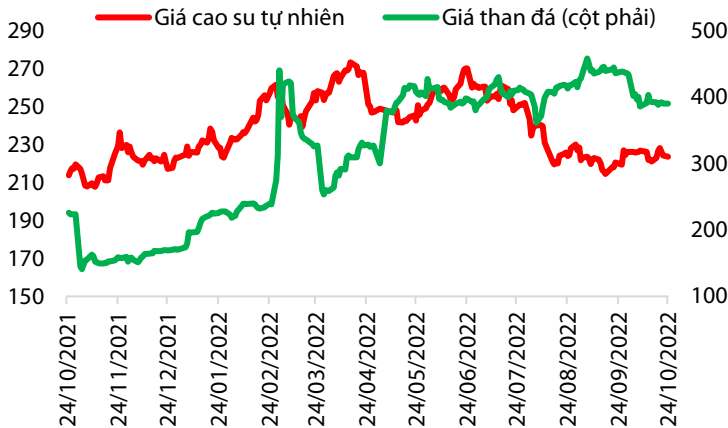
Nguồn: www.steelorbis.com, CTCK Rồng Việt

Hình 8: Nhập khẩu lốp cao su và thiết bị phụ trợ vận tải của Mỹ (triệu USD) và tăng trưởng (% YoY, cột phải)



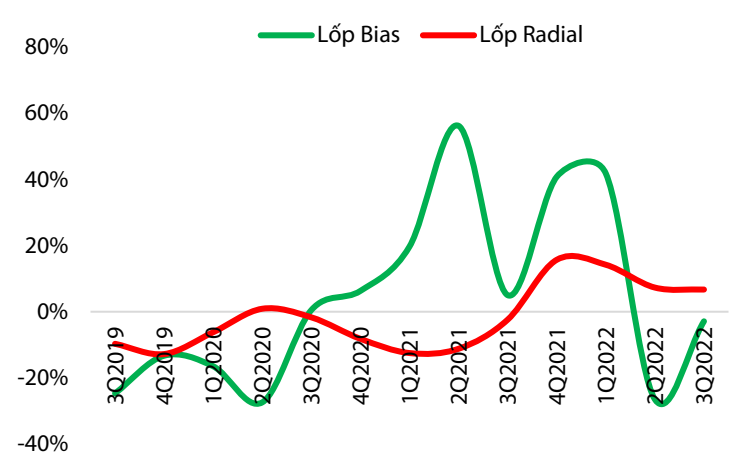
Nguồn: Cục Phân tích Kinh tế Hoa Kỳ (BEA), CTCK Rồng Việt

Hình 9: Giá cao su thiên nhiên (JPY/Kg, cột trái) & giá than (USD/Tấn, cột phải)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 10: Tăng trưởng của giá bán trung bình của lốp radial và bias của DRC (% YoY)



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Triển vọng năm 2022: Kênh xuất khẩu là động lực chính cho tăng trưởng mạnh mẽ

Chúng tôi dự báo doanh thu thuần hợp nhất và lợi nhuận ròng năm 2022 của DRC sẽ lần lượt là 5.179 tỷ đồng (hoặc 220 triệu USD, +18,3% YoY) và 314 tỷ đồng (hoặc 13,3 triệu USD, +7,8% YoY). Sự tăng trưởng mạnh mẽ của kênh xuất khẩu sẽ thúc đẩy tổng doanh thu tăng trưởng với tốc độ hai chữ số ở mức cao, sau đó hỗ trợ tăng trưởng tích cực trong lợi nhuận ròng bất chấp chi phí đầu vào tăng mạnh và tỷ giá USD tăng cao.

DRC kỳ vọng công suất sản xuất năm 2022 của nhà máy radial sẽ đạt trên 120%. Tuy nhiên, dựa trên sản lượng thực tế 9T2022 là 554.309 lốp, chúng tôi dự báo rằng sản lượng lốp radial năm 2022 sẽ đạt 785.183 lốp (+29% YoY), tương đương tỷ lệ công suất ~130%. Tổng số lốp xe sản xuất năm 2022 của DRC được dự đoán là 18,6 triệu (+7,3% YoY).

Triển vọng năm 2023 - Biên lợi nhuận bước vào giai đoạn mở rộng

Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế năm 2023 dự kiến sẽ tiếp tục tăng lên 5.457 tỷ đồng (hoặc 232 triệu USD, +5,4%YoY) và 353 tỷ đồng (hoặc 15 triệu USD, +12,7% YoY), được giải thích bởi:

- Việc hoàn thành giai đoạn ba của nhà máy lốp radial sẽ giúp củng cố cho xu hướng tăng trong doanh số bán hàng. Tăng trưởng doanh thu một chữ số do 1) nền cơ sở cao năm 2022; và 2) dự kiến giá bán thấp hơn để thúc đẩy doanh số bán hàng.
- Đóng góp cao hơn từ doanh thu lốp radial nội địa với bối cảnh nhu cầu vận tải ngày càng tăng.
- Chi phí nguyên liệu đầu vào dự kiến thấp hơn. Theo DRC, công ty có khả năng thương lượng để đàm phán với các nhà cung cấp để có được mức giá ưu đãi. DRC có kế hoạch chốt các hợp đồng nguyên liệu thô mới cho năm 2023 trong quý 4/2022. Dựa trên kỳ vọng về xu hướng giảm của nguyên liệu đầu vào, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ tiếp tục được cải thiện, kéo theo sự mở rộng của biên lợi nhuận ròng.

Việc hoàn thành giai đoạn ba của nhà máy lốp radial mở ra tiềm năng tăng trưởng lớn cho doanh số của DRC

Chúng tôi kỳ vọng rằng việc mở rộng nhà máy lốp radial sẽ là trụ cột cho tăng trưởng doanh số của DRC trong năm năm tới với CAGR 2022-26 của doanh số radial là +7,4%. Theo công ty, công suất thiết kế của nhà máy sẽ đạt 750.000 lốp xe (+13,6% YoY) vào năm 2023 và 1.000.000 (+33,3% YoY) vào năm 2024. DRC tin rằng họ có thể sản xuất 840.000 lốp radial vào năm 2023. Tuy nhiên, theo quan điểm thận trọng, chúng tôi dự báo rằng nhà máy sẽ sản xuất 785.183 lốp radial vào năm 2023, tương đương 105% công suất sản xuất, ngang với năm 2022.

Sự phục hồi của doanh số radial trong nước sẽ giúp cải thiện biên lợi nhuận

Chúng tôi dự đoán rằng doanh số bán hàng trong nước của DRC sẽ cho thấy sự tăng trưởng ở cả phân khúc lốp bias và lốp radial. Lốp Bias sẽ được dẫn dắt bởi lốp đặc chủng (OTR), đặc biệt là phân khúc lốp nông nghiệp. Sự phát triển của các hoạt động sản xuất nông-công nghiệp khuyến khích xu hướng này. Lốp radial sẽ được thúc đẩy bởi sự phục hồi của các hoạt động vận tải và xu hướng radial hoá cái đã được đề cập trong báo cáo [“DRC - KQKD Q3/2022 dự kiến sẽ vượt kế hoạch quý”](#). Doanh số bán lốp radial trong nước của DRC dao động trong khoảng 120.000 đến 130.000 lốp trong giai đoạn 2019-2022F do đại dịch Covid-19 và sự cạnh tranh khốc liệt từ các nhà sản xuất Trung Quốc. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng doanh thu lốp radial nội địa sẽ tăng trở lại kể từ năm 2023. Đáng chú ý, đóng góp của phân khúc này trong tổng doanh số radial giảm từ 26,2% năm 2019 xuống còn 19,9% năm 2021. Tuy nhiên, nó đã phục hồi lên 22,3% trong 9T2022. Do tỷ suất lợi nhuận gộp của radial trong nước cao hơn đáng kể so với xuất khẩu (Q3 2022: biên lợi nhuận nội địa/xuất khẩu của radial là 46,5%/5,8%), tỷ trọng doanh số bán hàng radial nội địa cao hơn sẽ giúp mở rộng biên lợi nhuận.

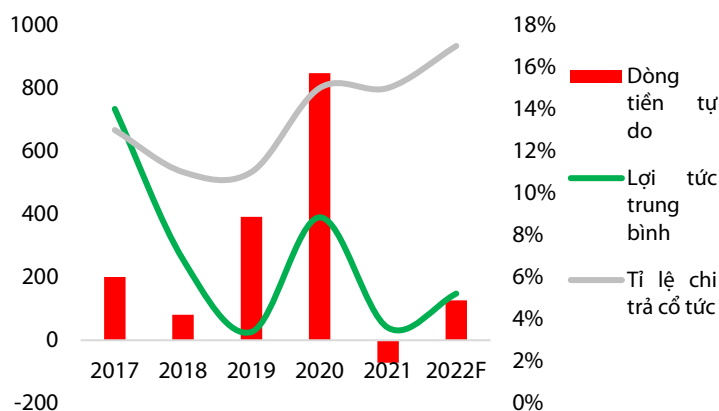
Dự kiến chi phí nguyên vật liệu giảm sẽ giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của DRC sẽ được cải thiện trong bối cảnh giá cao su và than giảm, lần lượt chiếm 60% và 20% tổng chi phí sản xuất của DRC. Vào ngày 24/10/2022, giá cao su thiên nhiên và than đá lần lượt là USD Cents/Kg 224 (+4,6% YoY; +0,3% YTD) and USD/Ton 390 (+72,5% YoY; +129% YTD).

Khả năng quản lý dòng tiền hiệu quả giúp DRC duy trì trả cổ tức bằng tiền mặt bất chấp sự biến động của chu kỳ kinh tế

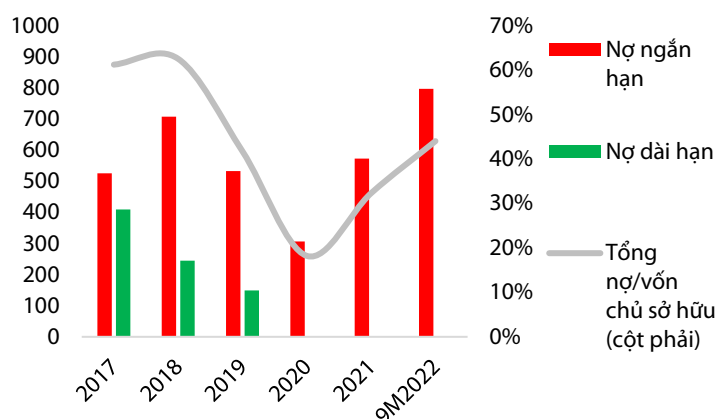
DRC quản lý hiệu quả dòng tiền của công ty. Trong giai đoạn 2017-2021, ngoại trừ năm 2021 bị ảnh hưởng bởi đại dịch Covid-19, DRC vẫn ghi nhận dòng tiền tự do (FCF) dương mặc dù ngày càng chi tiêu nhiều hơn cho giai đoạn hai của nhà máy Radial (Hình 11). Lợi thế này giúp DRC chứng minh được khả năng chi trả cổ tức bằng tiền mặt bất chấp sự biến động của chu kỳ kinh tế. Trên thực tế, DRC có lịch sử chi trả tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt trung bình là 12%/mệnh giá mỗi năm trong giai đoạn 2017-2021, tương đương với lợi tức từ 4.0% - 5.0%. Do đó, chúng tôi tin rằng công ty có khả năng quản lý dòng tiền hiệu quả cái có thể giúp DRC tạo ra dòng lợi nhuận bền vững ví dụ như cổ tức tiền mặt ngay cả trong thời kỳ thị trường suy thoái. Được hỗ trợ bởi điều này, cùng với triển vọng khả quan của tăng trưởng lợi nhuận trong năm năm tới, chúng tôi dự đoán rằng DRC sẽ cho thấy xu hướng tăng của FCF trong giai đoạn 2022-26 sau khi ghi nhận con số âm vào năm 2021. Ngoài ra, chúng tôi dự đoán rằng DRC sẽ hoàn thành giai đoạn ba của dự án nhà máy Radial vào năm 2024, sau đó sẽ không đầu tư thêm vào các dự án xây dựng nào cho đến năm 2026. Do đó, công ty sẽ giảm các khoản vay nợ từ năm 2024, dẫn đến khoản chi trả lãi vay thấp hơn, từ đó củng cố khả năng chi trả cổ tức trong tương lai.

Hình 11: Dòng tiền tự do (tỷ đồng) và lợi tức bình quân (% , cột phải) và tỷ lệ chi trả cổ tức (% , cột phải) của DRC



Nguồn: Bloomberg, DRC, CTCK Rồng Việt

Hình 12: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn (tỷ đồng) và tỷ lệ nợ/Vốn chủ sở hữu (% , cột phải) của DRC



Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Dự phóng 2021-22F

Bảng 4: Dự phóng 2021-22F

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2021A	2022F	% Thay đổi hàng năm	Ghi chú
Doanh thu thuần	4.380	5.179	+18,3%	
+ Doanh thu xuất khẩu/ tổng doanh thu	52,5%	56,3%	+510 bps	
Lợi nhuận gộp	747	884	+18,3%	
Chi phí BH&QLDN	(368)	(448)	+21,7%	
EBIT	379	435	+14,8%	
Thu nhập khác	(15)	(43)	+227%	Chúng tôi dự báo chi phí tài chính sẽ tăng nhẹ do lỗ chênh lệch tỷ giá tăng.
NPAT-MI	291	314	+7,9%	
Biên lợi nhuận gộp	17,1%	17,1%	0 bps	
CP BH&QLDN/Doanh thu	8,4%	8,7%	-40 bps	
Biên EBIT	8,7%	8,4%	-30 bps	
Biên lợi nhuận ròng	6,6%	6,1%	-50 bps	

Nguồn: DRC, CTCK Rồng Việt

Định giá

Chúng tôi đề xuất rằng cổ phiếu DRC là một trong những khoản đầu tư phù hợp theo chiến lược đầu tư cổ tức trong giai đoạn thị trường bất ổn. Cổ đông của DRC sẽ không chỉ được hưởng dòng cổ tức bằng tiền mặt ổn định mà còn kỳ vọng sinh lời dựa trên mức tăng trưởng lợi nhuận hai chữ số trong tương lai, với dự phóng CAGR 2023-26F là 11,3%. Bên cạnh đó, khoản lợi nhuận từ cổ tức bền vững cũng giúp nhà đầu tư có thêm nguồn tiền để tái đầu tư về lâu dài.

Đáng chú ý, do DRC ghi nhận doanh số bán lốp bias thấp hơn dự kiến và doanh số bán lốp radial cao hơn dự kiến trong Q3 2022, chúng tôi điều chỉnh giảm/tăng sản lượng bán lốp bias/radial ước tính năm 2022 là -19%/+7%. Những điều chỉnh này dẫn đến doanh thu năm 2022 và lợi nhuận ròng lần lượt cao hơn 0,6% và 2,6% so với dự báo trước đó của chúng tôi vào tháng 08/2022.

Tuy nhiên, dựa trên rủi ro nhu cầu xuất khẩu thấp do lạm phát gia tăng và dự kiến mở cửa trở lại của nền kinh tế Trung Quốc, chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng bán lốp radial năm 2023 xuống khoảng -10,7% so với dự báo trước đó, dẫn đến doanh thu năm 2023 và lợi nhuận ròng lần lượt là 5.457 tỷ đồng (hoặc 232 triệu USD) và 353 tỷ đồng (hoặc 15 triệu USD). Những thay đổi này thấp hơn 8,5% và 1,9% so với dự báo trước đây của chúng tôi về doanh thu và lợi nhuận sau thuế tương ứng. Ngoài ra, trong bối cảnh lãi suất tăng mạnh, chúng tôi tăng lãi suất chiết khấu lên từ 13,8% lên 15,2%. Chúng tôi cũng giảm bội số P/E mục tiêu từ 13,9x xuống 12,2x, tương đương với P/E trung bình năm năm do tâm lý yếu của thị trường chứng khoán Việt Nam. Những thay đổi trên khiến giá mục tiêu mới thấp hơn.

Bảng 5: Những thay đổi trong dự báo IS năm 2022

Đơn vị tính: Tỷ đồng	Cũ	Mới	% Thay đổi	Ghi chú
Doanh thu thuần	5.147	5.179	+0,6%	Doanh số bán lốp radial Q3/2022 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.
Lợi nhuận gộp	872	884	+1,4%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,9%	17,1%	+20 bps	Tháng 09/2022, DRC đã chốt các hợp đồng nguyên liệu thô cho đến tháng 12/2022 ở mức thấp hơn so với năm ngoái, mức giá này cũng thấp hơn so với dự báo của chúng tôi.
Chi phí BH&QLDN	425	448	+7,1%	
Chi phí BH&QLDN/Doanh thu thuần	8,3%	8,7%	+40 bps	Trong Q3/2022, DRC chịu chi phí dịch vụ bên ngoài cao hơn dự kiến.
EBIT	447	435	-2,7%	
Thu nhập tài chính	29	51	+75,9%	Trong 9T2022, DRC sở hữu các khoản đầu tư tiền gửi ngắn hạn trị giá 435 tỷ đồng (tương đương 19 triệu USD), cao hơn dự báo của chúng tôi.
Lợi nhuận ròng	306	314	+2,6%	

Nguồn: CTCK Rồng Việt

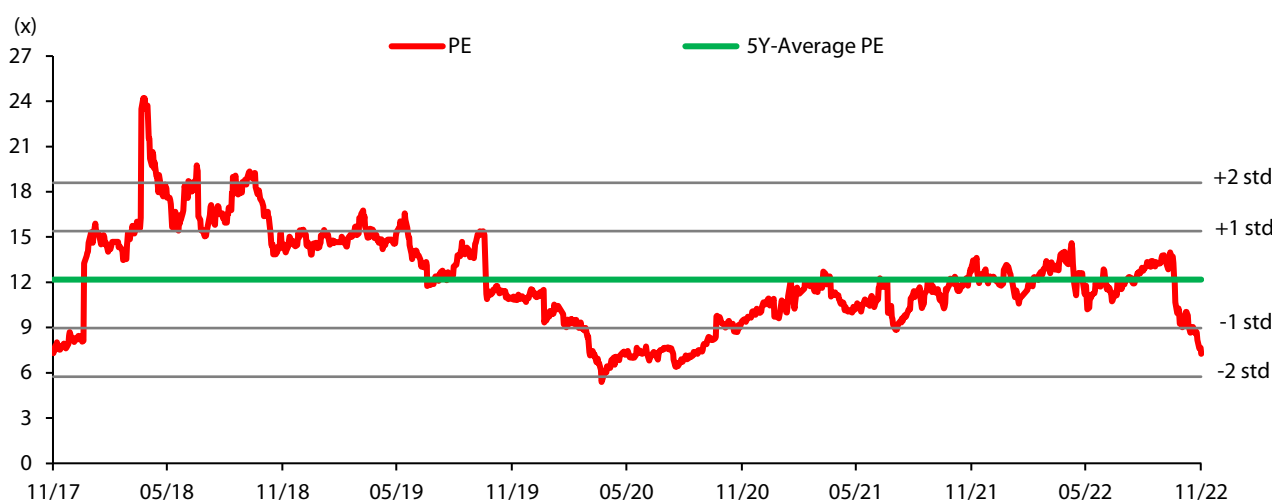
Chúng tôi kết hợp mô hình định giá FCFF (50%) và so sánh bội số (50%) với P/E được áp dụng là 12,2x. **Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho DRC là 31.000** đồng, thấp hơn 10,7% so với giá mục tiêu gần nhất (34.700 đồng) vào ngày 02/08/2022. Cộng thêm cổ tức bằng tiền mặt 1.200 đồng, **lợi nhuận kỳ vọng 12 tháng là 69%** so với giá đóng cửa ngày 23/11/2022. Chúng tôi tin rằng kỳ vọng tăng trưởng về kết quả kinh doanh của DRC vẫn chưa phản ánh vào xu hướng giá cổ phiếu của công ty. Giá cổ phiếu DRC đã giảm ~46% kể từ tháng 4/2022 sau khi công ty công bố mức tăng trưởng âm trong lợi nhuận ròng Q2/2022 do áp lực chi phí đầu vào tăng. Cổ phiếu DRC đang giao dịch ở mức P/E hiện tại là 7,5x, thấp hơn mức P/E trung bình 5 năm là 12,2x. Dựa trên kỳ vọng biên lợi nhuận được cải thiện, từ đó, thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận ròng kể từ năm 2023, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này trong dài hạn.

Bảng 6: Tóm tắt định giá DRC

Phương pháp	Tỷ lệ	Định giá (đồng/cổ phiếu)
FCFF (WACC: 15,2%, g: 2,4%, EV/EBITDA: 7,9x)	50%	32.900
Bội số P/E (12,2x)	50%	29.100
Tổng cộng	100%	31.000

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 13: Lịch sử P/E của DRC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Bảng 7: So sánh các công ty trong ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	ROE (%)	Tăng trưởng doanh thu lũy kế (% YoY)	Tăng trưởng EPS (% YoY)	Biên lợi nhuận gộp (%)	Biên lợi nhuận ròng (%)	Tỷ lệ P/B hiện tại (x)	Tỷ lệ P/E hiện tại (x)	Tỷ lệ EV/EBITDA hiện tại (x)	Tỷ lệ P/E trung bình 5 năm (x)
DRC	VN	118	17,6	23,2	0,3	16,7	6,1	1,5	8,9	7,3	12,5
Nội địa											
SRC	VN	24	9,5	-32,9	17,0	18,2	4,4	1,3	7,6	9,4	10,4
CSM	VN	66	6,6	16,2	123,3	10,9	1,5	1,3	19,1	8,7	44,3
Thế giới											
Gajah Tunggal	IJ	91	-1,1	10,9	-94,8	12,5	-0,5	0,3	49,9	5,3	18,1
Dong Ah Tire & Rubber	KS	117	5,7	19,9	29,6	15,2	10,4	0,4	7,7	6,9	9,8
Hwa Fong Rubber, Prinx	TT	131	9,3	3,4	-63,5	20,1	5,1	1,3	13,8	7,9	10,8
Chengshan Holdings Ltd	HK	570	7,1	9,4	-67,7	12,1	2,4	1,0	20,5	11,2	11,7
Trung bình		160	7,8	7,2	-8,0	15,1	4,2	1,0	18,2	8,1	16,8
Trung vị		117	7,1	10,9	0,3	15,2	4,4	1,3	13,8	7,9	11,7

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt, giá ngày 26/10/2022

Tỷ đồng					Tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F	BẢNG CĐKT	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
Doanh thu thuần	3.647	4.380	5.179	5.457	Tiền	189	90	84	145
Giá vốn	3.047	3.632	4.295	4.474	Đầu tư tài chính ngắn hạn	150	320	416	416
Lãi gộp	599	747	884	983	Các khoản phải thu	131	208	217	269
Chi phí bán hàng	165	305	366	385	Tồn kho	788	1.432	1.339	1.034
Chi phí quản lý	62	63	82	98	Tài sản ngắn hạn khác	54	67	60	60
Thu nhập từ HĐTC	18	37	51	42	Tài sản cố định hữu hình	1.060	973	986	1.451
Chi phí tài chính	68	51	93	98	Tài sản cố định vô hình	3	3	0	0
Lợi nhuận khác	-2	-1	-1	-1	Đầu tư tài chính dài hạn	4	4	4	4
Lợi nhuận trước thuế	321	364	393	443	Tài sản dài hạn khác	52	42	43	44
Thuế TNDN	64	73	79	89	TỔNG TÀI SẢN	2.430	3.139	3.150	3.423
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tiền hàng phải trả & ứng trước	418	775	685	705
Lợi nhuận sau thuế	257	291	314	354	Vay và nợ ngắn hạn	306	572	538	619
EBIT	372	379	435	500	Vay và nợ dài hạn	1	2	1	0
EBITDA	582	483	538	600	Khoản phải trả ngắn hạn khác	0	0	0	0
%					Quỹ khen thưởng, phúc lợi	18	16	17	20
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F	Quỹ khoa học công nghệ	0	0	0	0
Tăng trưởng					TỔNG NỢ	743	1.365	1.241	1.345
Doanh thu	-5,5%	20,1%	18,3%	5,4%	Vốn đầu tư của CSH	1.188	1.188	1.188	1.188
Lợi nhuận HKKD	-2,8%	1,9%	14,9%	14,7%	<i>Cổ phiếu quỹ</i>	0	0	0	0
EBIT	-11,3%	-17,1%	11,4%	11,6%	Lợi nhuận giữ lại	206	242	319	442
Lợi nhuận sau thuế	2,5%	13,4%	8,0%	12,8%	Khoản thu nhập khác	21	21	21	21
Tổng tài sản	-10,3%	29,2%	0,4%	8,7%	Quỹ đầu tư phát triển	273	324	381	428
Vốn chủ sở hữu	3,4%	5,1%	7,6%	8,9%	TỔNG VỐN	1.688	1.774	1.909	2.079
Khả năng sinh lợi					Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LN gộp / Doanh thu	16,4%	17,1%	17,1%	18,0%	CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	FY2020	FY2021	FY2022E	FY2023F
EBITDA/ Doanh thu	16,0%	11,0%	10,4%	11,0%	EPS (đồng/cp)	1.944	2.205	2.380	2.685
EBIT/ Doanh thu	10,2%	8,7%	8,4%	9,2%	P/E (x)	9,7	12,8	8,4	7,5
LNST/ Doanh thu	7,0%	6,6%	6,1%	6,5%	BV (đồng/cp)	14.206	14.934	16.070	17.500
ROA	10,0%	10,4%	10,0%	10,8%	P/B (x)	1,5	2,1	1,3	1,1
ROE	15,2%	16,8%	17,1%	17,8%	DPS (đồng/cp)	1.000	1.500	1.200	1.200
Hiệu quả hoạt động					Tỷ suất cổ tức (%)	8,8	3,6	6,0	6,0
Vòng quay kh. phải thu	26,6	25,8	24,3	22,4	MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ	Giá	Tỷ trọng	Bình quân	
Vòng quay HTK	3,1	3,3	3,1	3,8	FCFF	33.000	50%	16.500	
Vòng quay kh. phải trả	7,6	6,1	5,9	6,4	Bội số P/E	29.100	50%	14.500	
Khả năng thanh toán					Giá mục tiêu (VND)	31.000	100%	31.000	
Hiện hành	1,8	1,6	1,7	1,5	LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ	Giá	Khuyến nghị	Thời gian	
Nhanh	0,7	0,5	0,3	0,3	12/2021	37.000	TÍCH LŨY	Dài hạn	
Cấu trúc tài chính					08/2022	34.700	MUA	Dài hạn	
Tổng nợ/ Vốn CSH	44%	77%	65%	65%	11/2022	31.000	MUA	Dài hạn	
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	44%	77%	28%	30%					

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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%

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 Head of Research

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

- Thị trường
- BDS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Vật liệu xây dựng

Đỗ Thanh Tùng Manager

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

- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Bán lẻ
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thảo Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Ngân hàng

Cao Ngọc Quân Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Dược

Trần Thị Ngọc Hà Assistant

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

Lê Tự Quốc Hưng Analyst

hung.ltq@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Trịnh Thị Thu Hoài Analyst

hoai.ttt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1545)

- Dệt may
- Tiện ích công cộng

Trần Ngọc Thảo Trang Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn
+ 84 28 6299 2006 (1522)

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Lầu 1-2-3-4, tòa nhà Viet Dragon
141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM
T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn
F (+84) 28 6291 7986 W www.vdsc.com.vn
MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow
02 Tôn Thất Tùng, P. Trung Tự, Q. Đống Đa, Hà Nội
T (+84) 24 6288 2006
F (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,
TP. Nha Trang, Khánh Hòa
T (+84) 25 8382 0006
F (+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
T (+84) 29 2381 7578
F (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

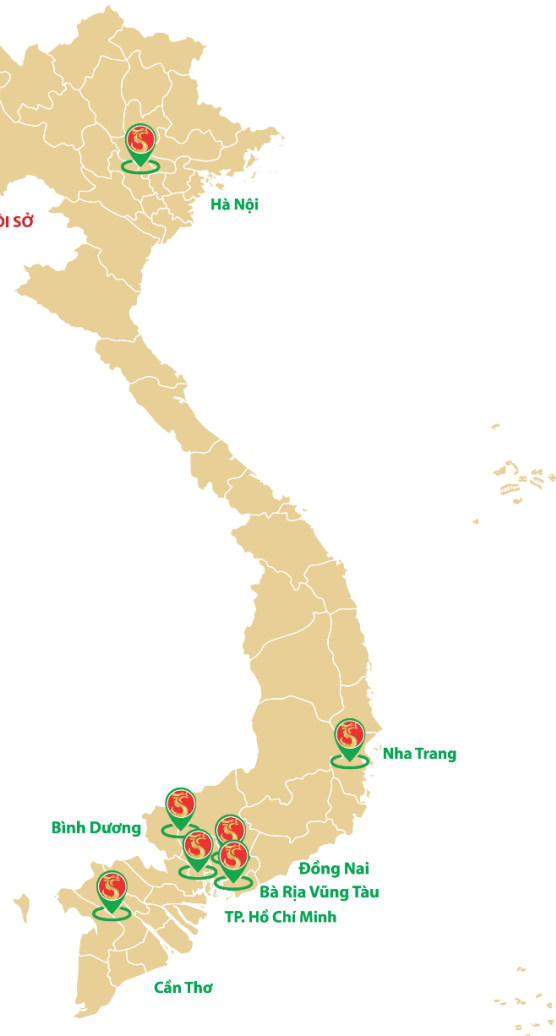
Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu
T (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương
T (+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
T (+84) 25 1777 2006



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 tổ chức, cá nhân bao gồm cả Rồng Việt Securities và các tổ chức, cá nhân có liên quan có thể sử dụng Bản báo cáo này như là một tài liệu tham khảo. 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. Rồng Việt 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. Bản báo cáo này do Bộ phận Phân tích của Rồng Việt Securities thực hiện một cách độc lập. 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 Rồng Việt 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 Rồng Việt Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rồng Việt Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc Rồng Việt Securities, 2022.**