



# CTCP Công nghiệp cao su Miền Nam (HOSE: CSM)

CTCP CHỨNG KHOÁN SMART INVEST (AAS) - BÁO CÁO THỰC HIỆN BỞI TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

# LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**01.**

**Tăng trưởng  
HĐKD cốt lõi**

**02.**

**Doanh nghiệp  
thay “đầu”**

**03.**

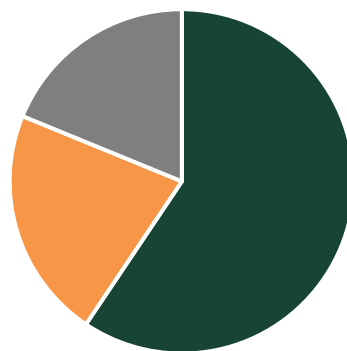
**Mức định giá  
hấp dẫn**

# TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

## Cựu vương trong ngành sǎm lốp

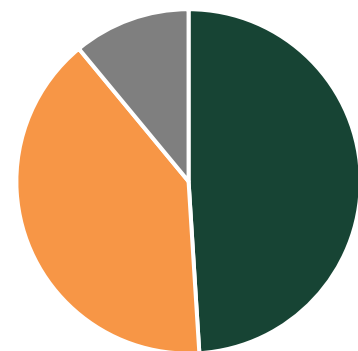
- Có 3 doanh nghiệp nổi tiếng tại mỗi miền, Casumina (CSM) là doanh nghiệp từng đứng đầu Việt Nam về sǎm lốp trước khi bị vượt mặt trong 10 năm trở lại đây.
- Sản xuất sǎm lốp là hoạt động kinh doanh chính, trong đấ lốp radial ô tô chiếm tỷ trọng lớn nhất (~60%) trong cả doanh thu và lợi nhuận. Khoảng 40% doanh thu đến từ thị trường xuất khẩu, tuy nhiên doanh nghiệp định hướng **tập trung vào thị trường trong nước với chủ lực là lốp PCR dành cho xe ô tô điện.**

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



■ Lốp ô tô ■ Sǎm, lốp xe máy ■ Khác

Cơ cấu doanh thu theo khu vực



■ Nội địa ■ Xuất khẩu ■ Khác



# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Các nhóm sản phẩm chính

- **Casumina có 4 nhóm sản phẩm chính.** Trong đó tăng trưởng của thị trường lốp xe Bias và săm, lốp xe máy khá chậm do công nghệ tương đối lạc hậu và định hướng giảm số lượng xe máy tại các thành phố lớn.
- Lốp TBR cũng là một dòng lốp Radial (*sử dụng công nghệ cao như PCR*) nhưng lại phục vụ cho các dòng xe khá đặc thù, tăng trưởng sẽ khó có sự đột biến.
- **Định hướng phát triển tập trung vào PCR** – mẫu lốp phục vụ sự bùng nổ của xe điện trong thời gian tới.

### SĂM, LỐP XE MÁY



Mục tiêu giữ vững thị phần đối với xe máy.

### LỐP BIAS



Lốp chuyên dùng cho công nông nghiệp.

### LỐP TBR



Lốp chuyên dùng cho xe tải, xe bus và vận tải nặng.

### LỐP PCR

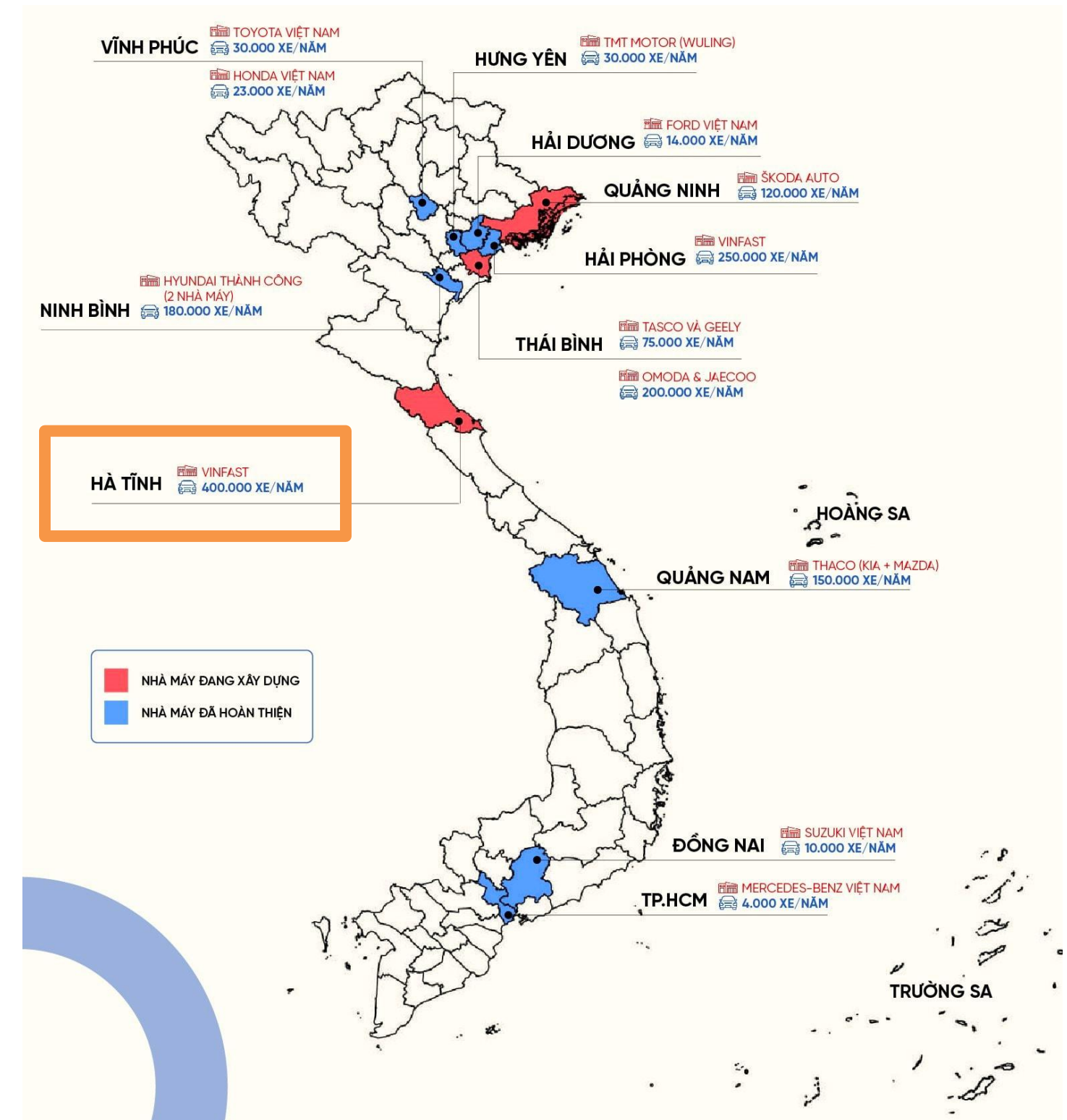


Lốp Advenza bán chạy thứ 3 tại Việt Nam. Đây cũng là dòng lốp được ưu tiên dành **cho XE ĐIỆN.**

# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Nhu cầu về lốp PCR bùng nổ

- Nhu cầu lốp PCR của Việt Nam năm 2024 ước tính khoảng 2 triệu lốp, tổng năng lực của CSM chỉ đáp ứng được ~5% nhu cầu, chưa kể doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu tương đối lớn. **Lốp PCR của CSM có chất lượng đáp ứng được thị trường, xếp thứ 3 chỉ sau Bridgestone và Michelin.**
- Với xe điện trong nước, sản lượng kỷ lục của Vinfast (đặc biệt VF3, VF5...) cho thấy sự **bùng nổ trong tương lai gần của xe điện giá bình dân tại thị trường trong nước.** Ngày 8.12, Vinfast cũng mới khởi động Nhà máy sản xuất ô tô điện tại Hà Tĩnh.
- Nhu cầu đối với lốp PCR cũng sẽ được kéo mạnh theo. Ngoài chất lượng đã được chứng minh của lốp Advenza, CSM còn có lợi thế lớn khi sản xuất trong nước tiết kiệm được chi phí sản xuất, chi phí vận chuyển..



# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Tập trung vào sản phẩm chủ lực

- Doanh nghiệp định hướng sẽ giữ vững thị phần các sản phẩm truyền thống như xăm lốp xe đạp, xe máy và lốp Bias. Tăng trưởng của các nhóm sản phẩm này có thể giảm nhẹ trong các năm tới.
- Doanh nghiệp bắt đầu chạy thử nghiệm nâng công suất của xí nghiệp Radial với PCR từ 1.2 → 1.5 triệu lốp/năm vào đầu Quý 4/2024. **Tăng trưởng tiêu thụ ước tính sẽ đạt 20% trong 2025.**
- Doanh nghiệp sẽ còn tiếp tục đầu tư thêm để nâng công suất PCR lên 2 triệu lốp (+70% so với hiện tại) để tập trung cho lốp xe điện tại thị trường trong nước.

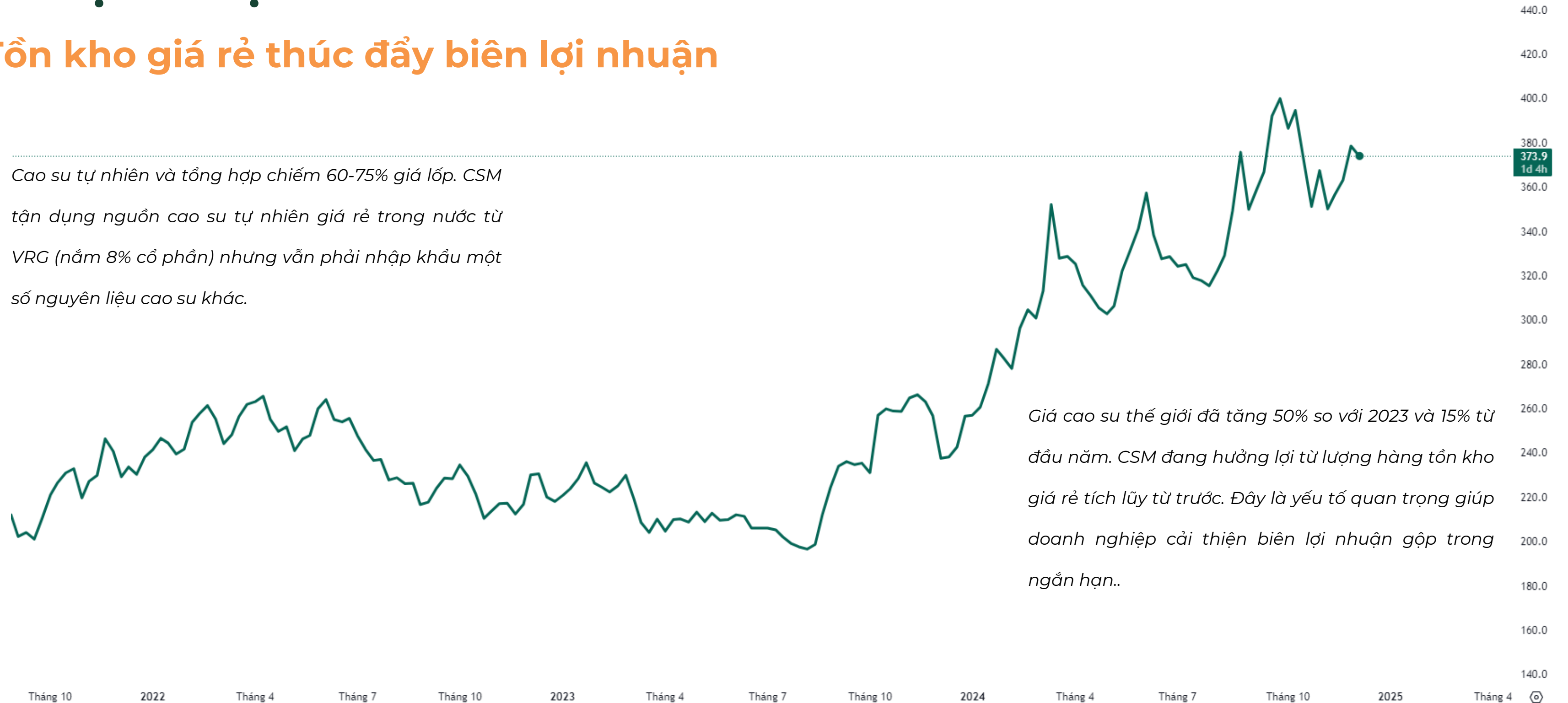
Xí nghiệp thành viên	Công suất (lốp/năm)	
	Lốp ô tô	Khác
Xí nghiệp cao su Bình Dương	Dừng hoạt động	
Xí nghiệp cao su Hóc Môn	0	28.000
Xí nghiệp cao su Đồng Nai	900	22.000
Xí nghiệp cao su Bình Lợi	350	300
<b>Xí nghiệp cao su Radial</b>	<b>1200 PCR +350 TBR</b>	<b>19.000</b>

**Đang nâng +25% công suất với lốp PCR**

# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Tồn kho giá rẻ thúc đẩy biên lợi nhuận

Cao su tự nhiên và tổng hợp chiếm 60-75% giá lớp. CSM tận dụng nguồn cao su tự nhiên giá rẻ trong nước từ VRG (nắm 8% cổ phần) nhưng vẫn phải nhập khẩu một số nguyên liệu cao su khác.

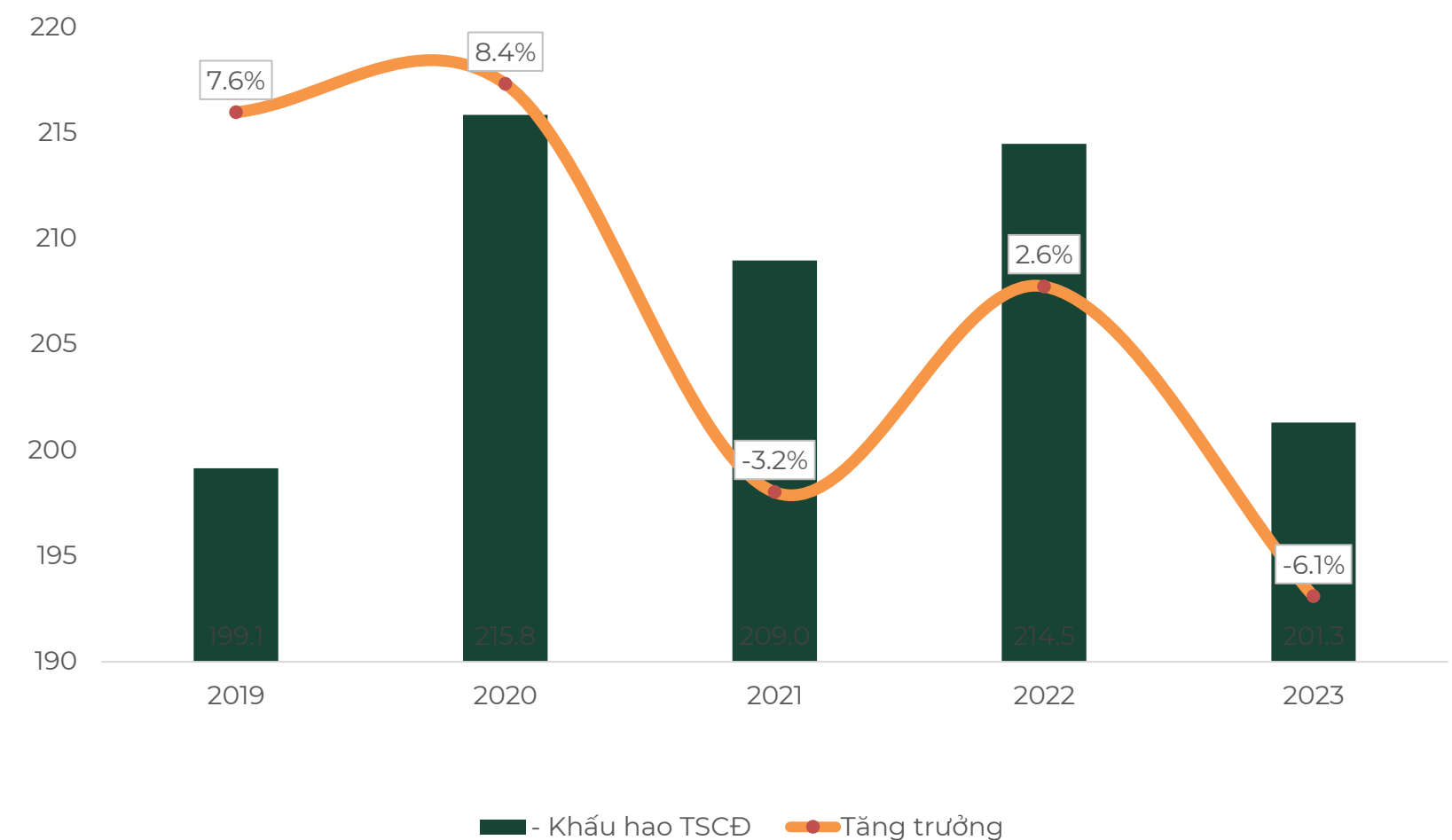


# HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

## Rời nhà máy và giảm khấu hao tạo ra sự đột biến

- CSM dự kiến di dời hai nhà máy tại Đồng Nai ra khỏi KCN Biên Hòa 1. Kế hoạch ưu tiên là chuyển hoạt động sang nhà máy Radial tại Bình Dương với tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ VND. **Việc này không chỉ tối ưu chi phí mà còn nâng công suất lên gấp 3 lần.** Sự chuyển đổi này sẽ tạo ra kỳ vọng tương tự đối với CSV (cùng chung tập đoàn Hoá chất) về việc tăng hiệu quả sản xuất.
- Khấu hao ghi nhận tại thời điểm cuối Quý 3.2024 là 382 tỷ đồng, trong khi đó trung bình mỗi năm khấu hao 150 tỷ, chủ yếu vào xí nghiệp Radial từ 2014 và các thiết bị máy móc mới. Dự kiến hết năm 2026, khấu hao nhà máy sẽ gần như hết, **đẩy tăng trưởng biên lợi nhuận cao đột biến trong thời gian sau đó.**

### KHẤU HAO TÀI SẢN CỐ ĐỊNH





# TÁI CẤU TRÚC BỘ MÁY

## Doanh nghiệp nhà nước sau lùm xùm

- Thời điểm cuối Quý 2, **công ty đã miễn nhiệm với Tổng giám đốc và Phó Tổng giám đốc** do đã bị bắt vì những sai phạm liên quan tới thất thoát tài sản.
- Vinachem (chiếm 51% vốn điều lệ) đã giúp doanh nghiệp ổn định những vị trí chủ chốt từ ngay cuối Quý 2.

→ Về cơ bản doanh nghiệp vẫn giữ tình hình sản xuất kinh doanh như trước đó, không có thay đổi và thiệt hại tới khách hàng, đối tác và cổ đông. **Việc “thay đầu” thậm chí đang cho thấy những sự tích cực sau khi cải tổ lại bộ máy từ lâu rệu rã và thất thoát tài nguyên.**

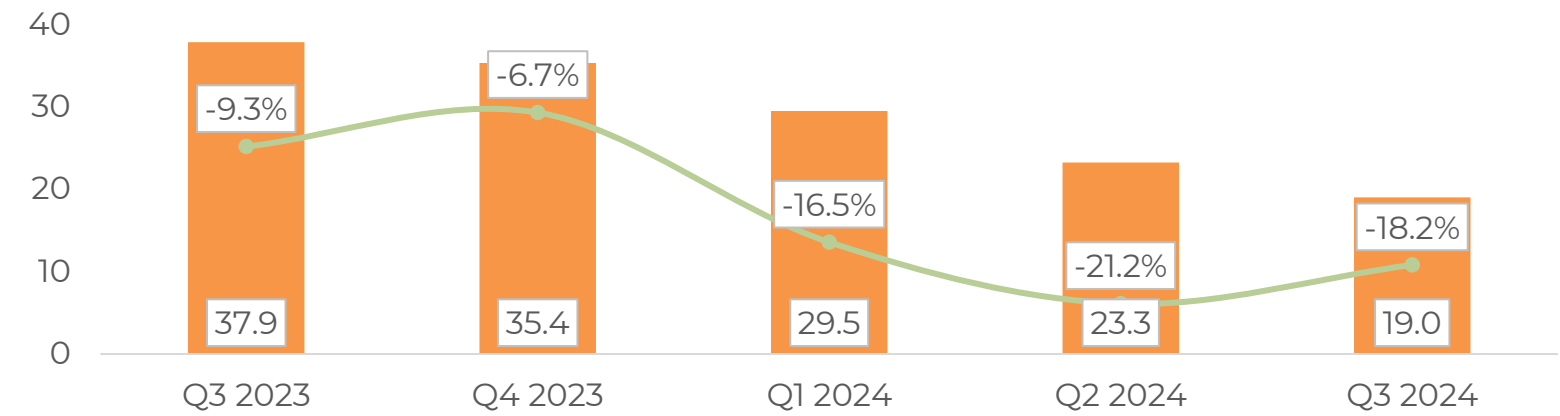


# TÁI CẤU TRÚC BỘ MÁY

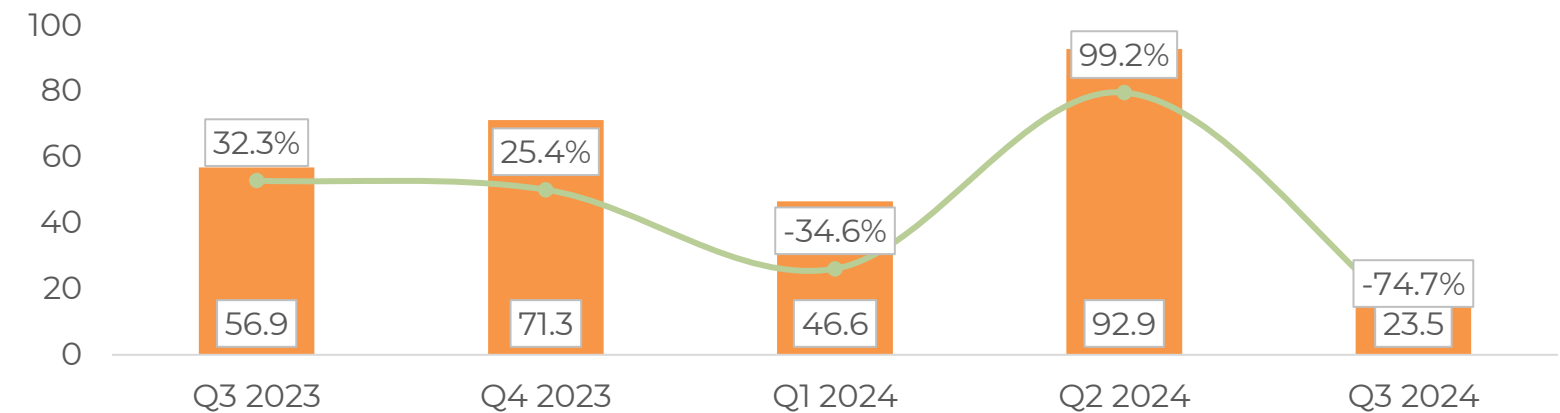
## Giảm mạnh lãi vay và các chi phí

- Vay tài chính của doanh nghiệp hơn 1.900 tỷ đồng tại cuối Quý 3, tuy nhiên chi phí lãi vay lại cao một cách bất thường trong nhiều năm. Ước tính phải gấp khoảng 3 lần so với DRC (cùng là công ty con của Vinachem). Tuy nhiên thì sau thời gian lãnh đạo bị bắt, quý gần nhất đang cho thấy sự giảm mạnh ở khoản mục lãi vay.  
**Nếu xu hướng lãi vay tiếp tục giảm, công ty có thể tiết kiệm được 100 tỷ tiền lãi vay mỗi năm.**
- Tỷ trọng của chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chiếm tương đối cao và cũng có nhiều khoản mục bất thường. Chúng tôi kỳ vọng sau khi thay lãnh đạo mới, **những chi phí này sẽ giảm bớt như xu hướng Quý III, từ đó có thể cải thiện biên lợi nhuận** cho doanh nghiệp.

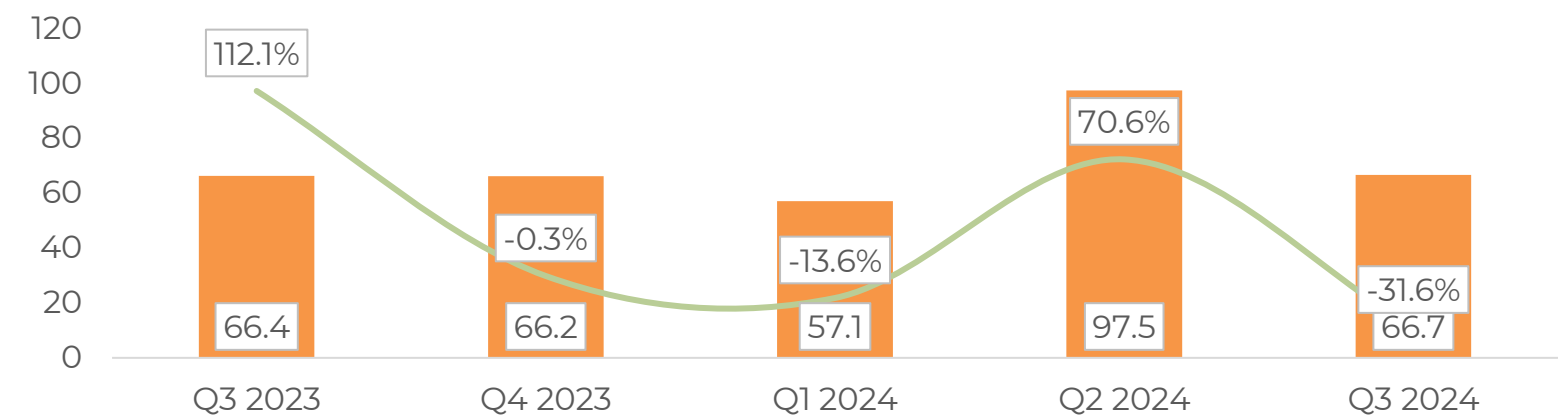
Chi phí lãi vay



Chi phí bán hàng



Chi phí QLDN

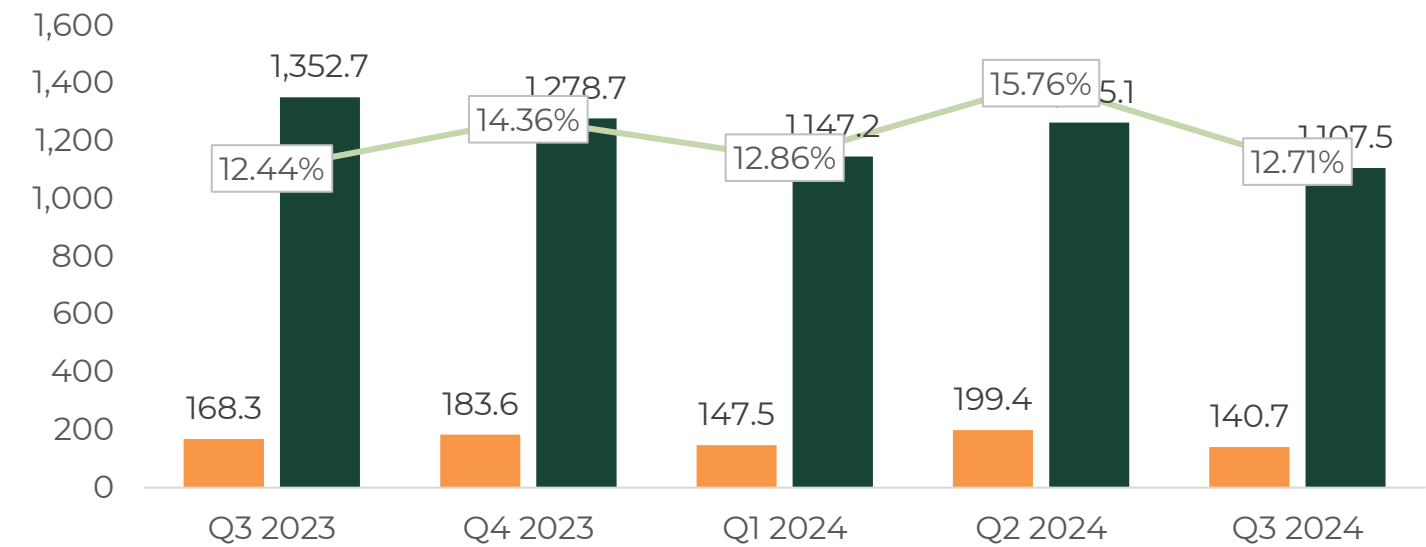


# TÁI CẤU TRÚC BỘ MÁY

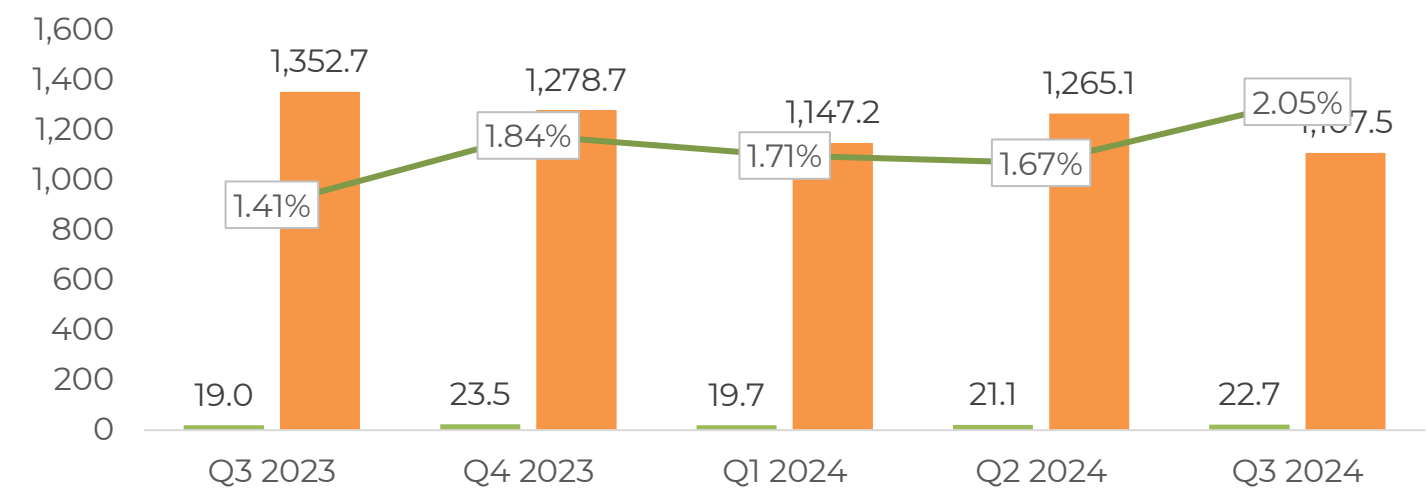
## Biên lợi nhuận cải thiện rõ rệt

- o Hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp là sắm lốp, **doanh thu đều đặn với biên lợi nhuận tương đối bé** do gia công theo giá đặt trước. Thế nên sẽ không tạo ra nguồn doanh thu mới đột biến trừ khi có thương vụ hợp tác với các doanh nghiệp xe hơi lớn.
- o Cùng với sự tận dụng của GVHB giá thấp như đề cập ở trên, việc tập trung vào lốp ô tô điện ở thị trường trong nước sẽ thúc đẩy mạnh biên gộp từ Quý 4.2024 – đầu năm 2025.
- o Đối với biên lợi nhuận, đã có sự thay đổi đáng kể trong Quý vừa qua. Nếu việc lỗ tỷ giá ~20 tỷ đồng trên báo cáo là xác thực, **lợi nhuận trong các quý tới của doanh nghiệp có thể tăng trưởng 100%**.

### Tỷ suất biên gộp



### Tỷ suất lợi nhuận

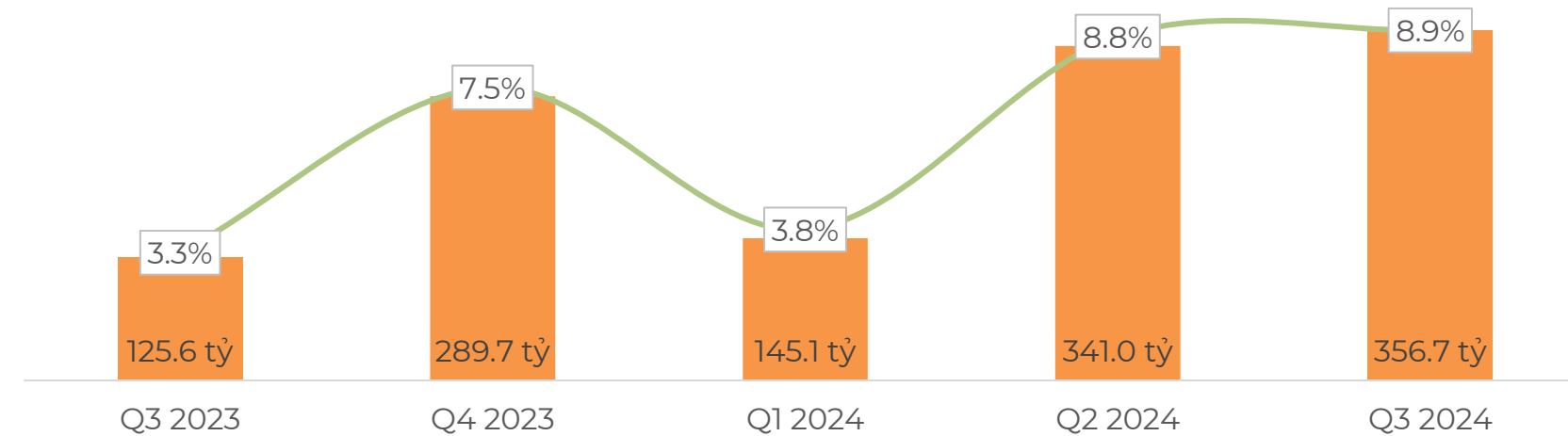


# CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

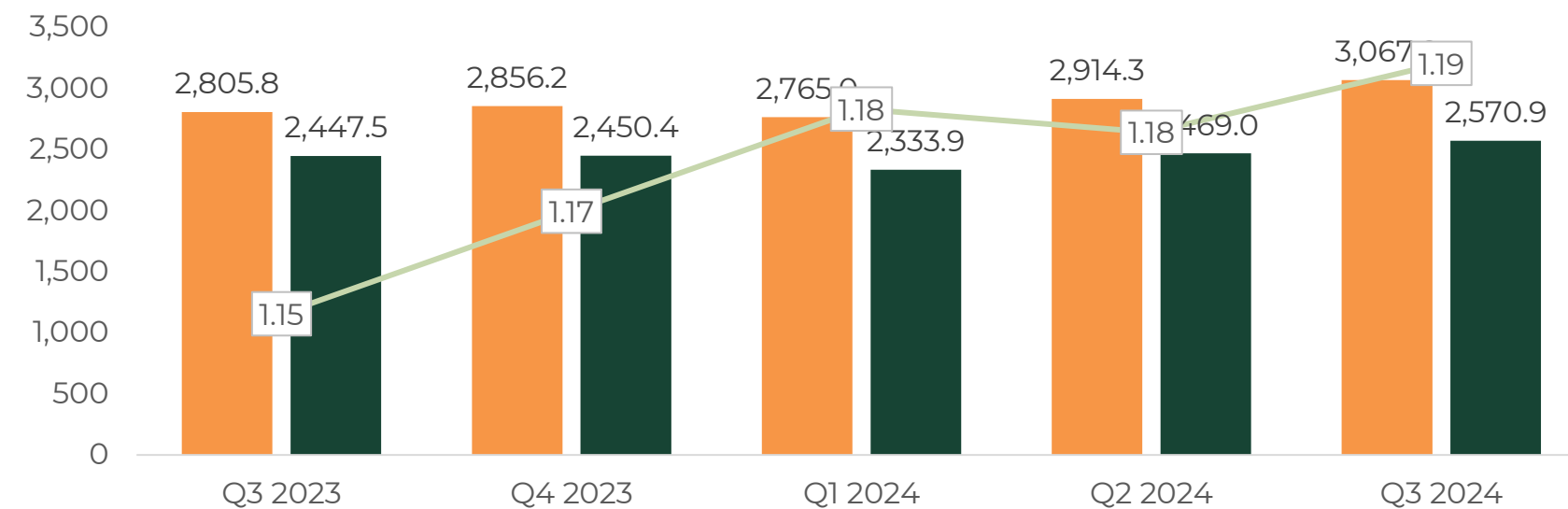
## Thanh khoản và đòn bẩy tài chính

- o Doanh nghiệp sau khi thay lãnh đạo đang nâng được lượng tiền mặt lên đáng kể. Cuối quý 3 ghi nhận hơn 350 tỷ đồng tiền và tương đương tiền.
- o Khoản vay 1.900 tỷ của doanh nghiệp là tương đối lớn, tuy nhiên với lợi thế là doanh nghiệp nhà nước, cũng như các chỉ số liên quan tới đòn bẩy tài chính vẫn chưa đến mức báo động. Chúng tôi cho rằng CSM hiện tại không gặp vấn đề liên quan tới thanh khoản lẫn đòn bẩy tài chính

### Tiền và tương đương tiền



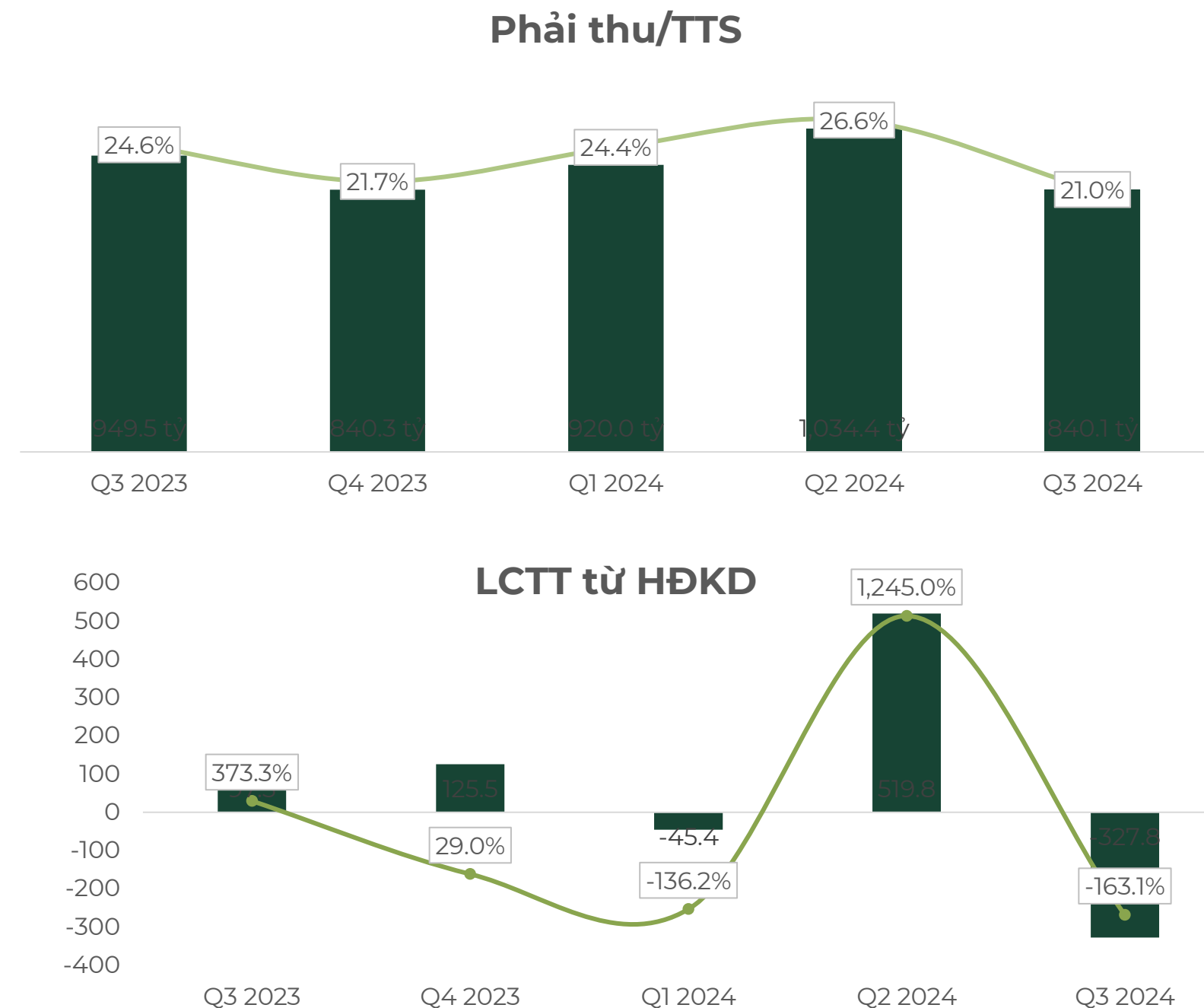
### Tỷ số thanh toán hiện hành



# CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

## Rủi ro khoản phải thu

- Công nợ là vấn đề chung của các doanh nghiệp sản xuất, đặc biệt là các doanh nghiệp Nhà nước. CSM không phải là ngoại lệ khi các khoản phải thu chiếm tỷ trọng tương đối lớn, trên 20% so với Tổng tài sản.
- Doanh nghiệp ghi nhận vấn đề bất thường liên quan đến công nợ và chi phí lãi vay, có thể khiến số liệu nhiều khoản mục trở nên bất thường. Điều này phát sinh từ nhiệm kỳ lãnh đạo cũ, nhưng với lãnh đạo mới, kỳ vọng các vấn đề này sẽ được kiểm soát, các con số trở lại mức bình thường, cải thiện hiệu quả và nâng cao cạnh tranh.

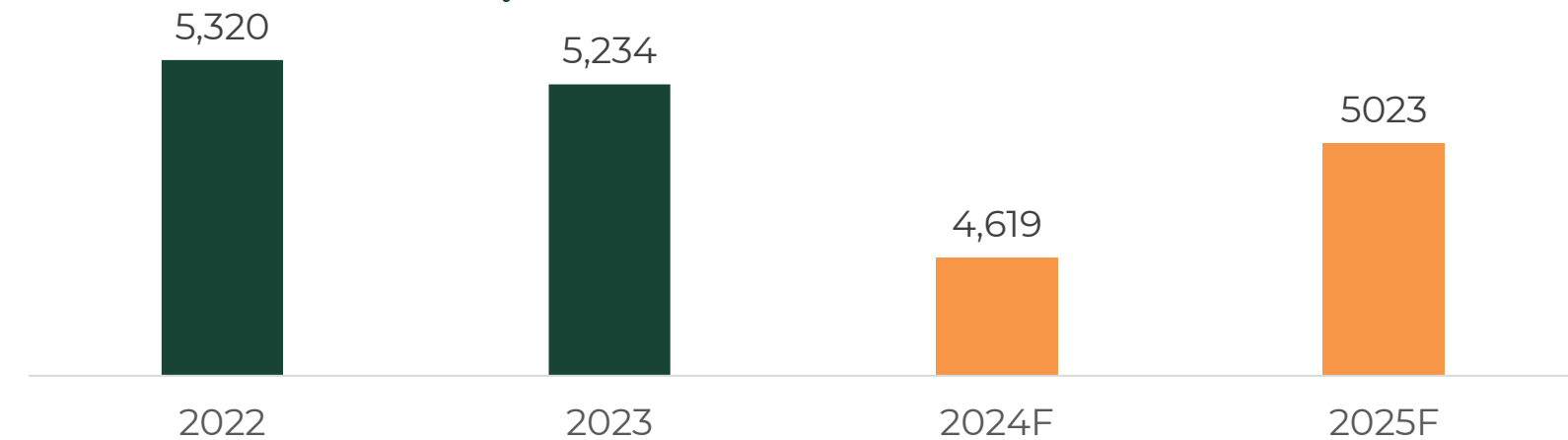


# DỰ PHÓNG

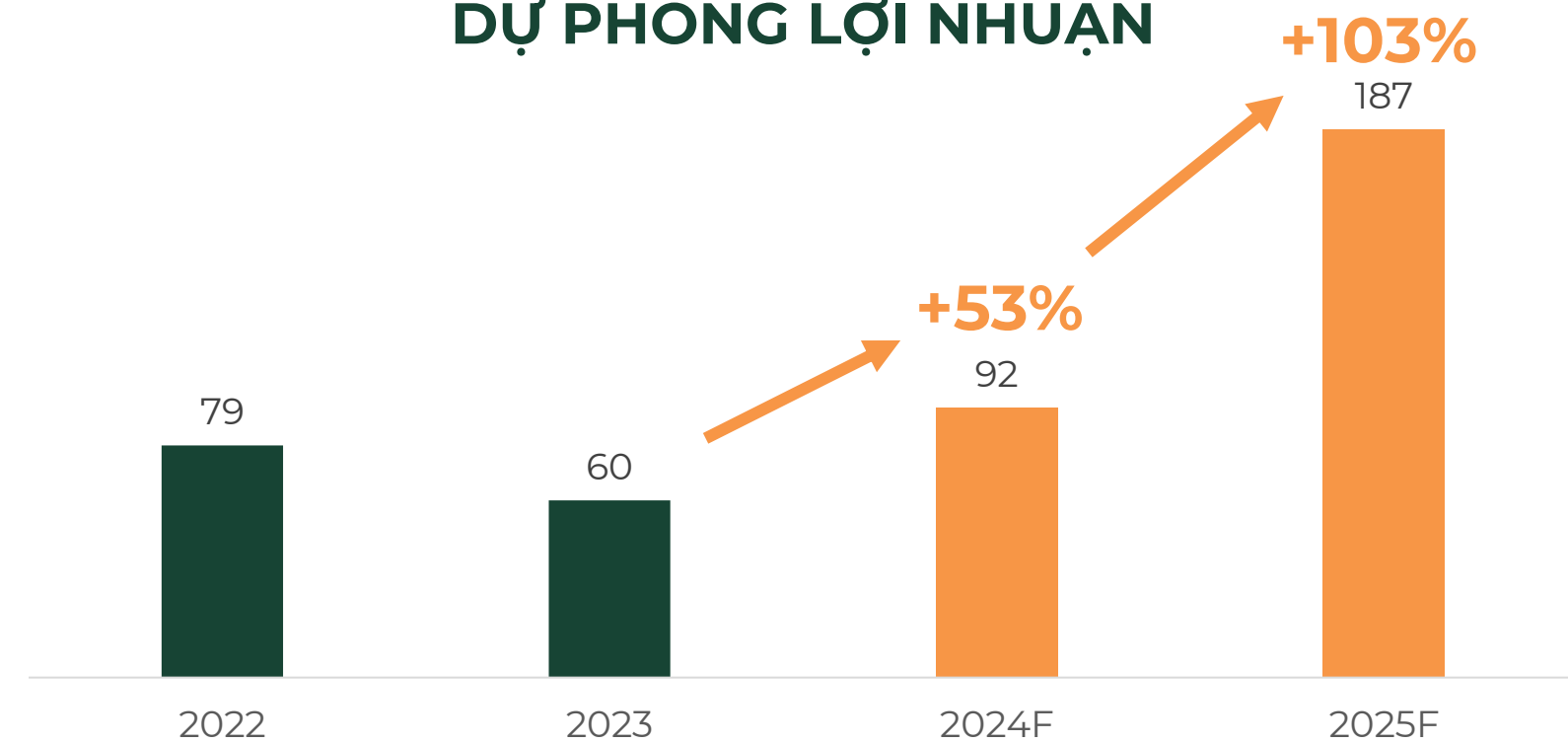
## Tăng trưởng tính bằng lần

- o Với việc (1) tiết giảm được chi phí vay, bán hàng và quản lý doanh nghiệp và (2) giảm được chi phí giá vốn hàng bán, biên **lợi nhuận của doanh nghiệp đang có dấu hiệu được cải thiện đáng kể** (Quý 3 lỗ tỷ giá) và sẽ duy trì ở mặt bằng mới cao hơn trước đáng kể.
- o Lợi nhuận tăng trưởng mạnh sẽ đẩy EPS trung bình 2025 lên 1.400. Xét định giá P/E tương đương với DRC – nhiều điểm tương đồng khi cùng là doanh nghiệp của Vinachem và sản xuất sắn lốp, **cổ phiếu CSM đang có mức upside khá lớn.**

### DỰ PHÓNG DOANH THU



### DỰ PHÓNG LỢI NHUẬN



# ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

## Dự phóng

- Hoạt động kinh doanh cốt lõi của doanh nghiệp có sự tăng trưởng nhờ động lực từ nhu cầu lớp PCR tăng mạnh để đáp ứng cho ô tô điện. Doanh nghiệp đang và sẽ tiếp tục mở rộng công suất.
- Việc thay lãnh đạo, tái cấu trúc lại bên trong sẽ khiến doanh nghiệp tinh giảm được rất nhiều loại chi phí, tạo ra lợi nhuận ròng đột biến từ năm 2025.
- Định giá của CSM tương đối hấp dẫn khi so với các doanh nghiệp cùng ngành, và cả so với tăng trưởng EPS dự kiến

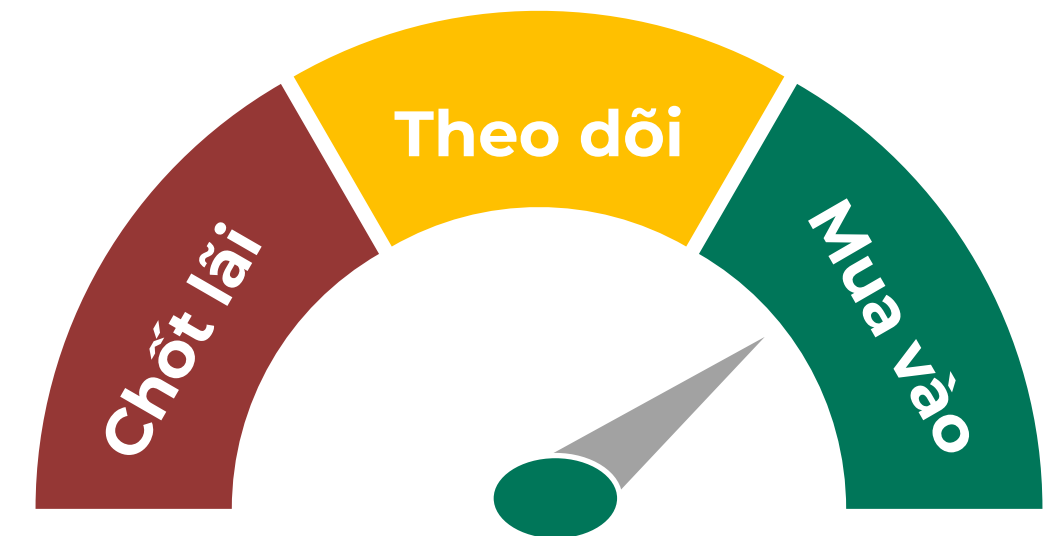
**Sau báo cáo ngày 13/11, giá cổ phiếu đã tăng hơn 12%, tuy nhiên AAS tiếp tục khuyến nghị MUA VÀO đối với cổ phiếu CSM cho mục tiêu dài hạn. Chúng tôi định giá cổ phiếu có giá trị bình quân là 21.000VNĐ/CP, cao hơn 50% so với mức giá đóng cửa 11/12.**

AAS Research đưa ra khuyến nghị

**MUA VÀO**

đối với cổ phiếu CSM

**GIÁ MỤC TIÊU: 21.000VNĐ/CP**





## CTCP CHỨNG KHOÁN SMART INVEST (AAS)

 <https://www.aas.com.vn>

 Tổng đài: 1900 1811

 [trungtamcskh@aas.com.vn](mailto:trungtamcskh@aas.com.vn)

Mở tài khoản ngay

