

# CTCP Cao su Miền Nam (CSM)

## Trở lại đường đua

Chuyên viên phân tích Nghiên Sỹ Tiến  
tiens@kbsec.com.vn

### Mua

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>18,200 VND</b>
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 1	13,700 – 14,300
Lợi nhuận kỳ vọng 1	23.8%
Vùng hỗ trợ/Điểm mua 2	12,600 – 13,100
Lợi nhuận kỳ vọng 2	37%

**Lưu ý:**

Nhà đầu tư cần kết hợp nhận định xu hướng thị trường chung, mức độ hấp dẫn của các điểm nhấn đầu tư và khẩu vị rủi ro của mình để quản lý tỷ trọng tại từng vùng giá cho phù hợp.

Do việc xác định mỗi điểm mua được dựa trên các khung thời gian khác nhau nên chúng tôi không đưa ra mức dừng lỗ cố định. Nhìn chung, mức dừng lỗ nên được đặt chặt hơn cho điểm mua gần (5-7%) và rộng hơn cho điểm mua xa (10-15%).

### Hoạt động kinh doanh

Hoạt động chính của doanh nghiệp là sản xuất và kinh doanh sắm lốp. Hiện tại CSM đang sở hữu 4 xí nghiệp sản xuất các sản phẩm: Lốp ô tô Radial (TBR, PCR) và Bias, Lốp xe máy, Lốp xe đạp, Săm xe máy... Trong đó cơ cấu lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ mảng lốp Radial. Công suất dây chuyền lốp PCR hiện tại là 1.2 triệu lốp/năm, dây chuyền lốp TBR là 350 nghìn lốp/năm.

### Tương quan mặt bằng giá

Với triển vọng lợi nhuận tốt hơn trong 2025, chúng tôi cho rằng mức định giá của cổ phiếu có thể tiến đến ngưỡng P/B trung bình 14 năm (thời điểm bắt đầu niêm yết), tương đương 1.47

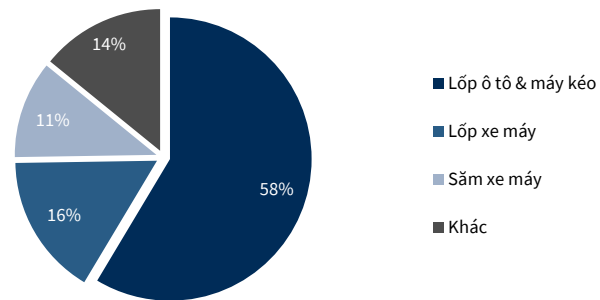
### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Tăng trưởng HDSXKD cốt lõi nhờ nâng công suất nhà máy Radial thêm 25% và tiềm năng cạnh tranh từ thị trường xuất khẩu

Kỳ vọng tối ưu được biên lợi nhuận nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào ổn định và cắt giảm các chi phí

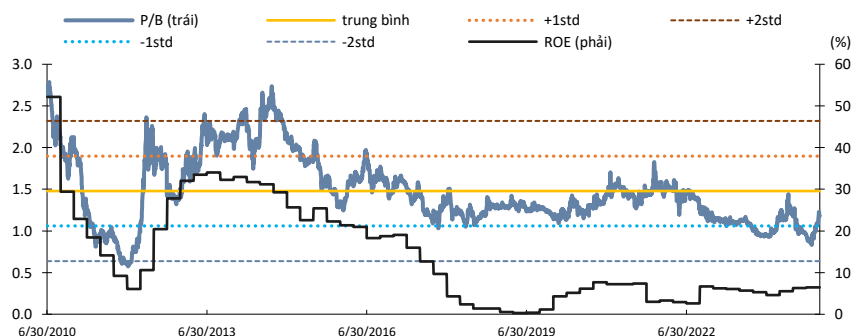
Khoản lãi đột biến từ hoàn thuế VAT và đền bù di dời nhà máy

### Cơ cấu lợi nhuận gộp



Nguồn: Báo cáo công ty, KB Securities Vietnam

### Diễn biến P/B và ROE của doanh nghiệp



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## 1. HDSXKD cốt lõi tăng trưởng trở lại

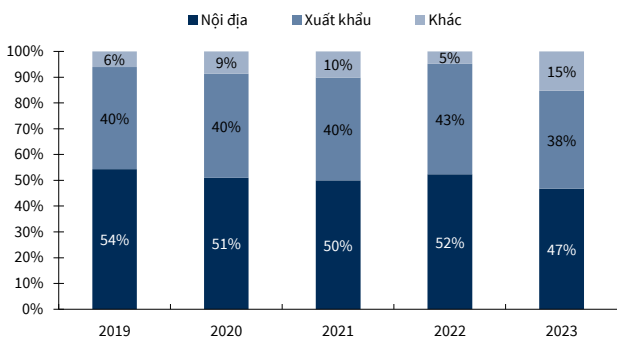
### Tiêu thụ gia tăng nhờ xí nghiệp Radial nâng công suất

Trong năm 2023, CSM đã thực hiện đầu tư dự án nâng công suất sản xuất dây chuyền lốp dòng lốp radial – PCR từ 1.2 triệu lốp/năm lên 1.5 triệu lốp/năm, tương ứng nâng công suất thiết kế thêm 25%. Dự kiến dự án sẽ bắt đầu vận hành thử từ cuối quý 3/2024 và có thể đạt tối đa công suất kể từ 2025. Dòng lốp PCR là dòng lốp chuyên dùng cho các loại xe ô tô, SUV hoặc xe tải nhẹ sử dụng cho mục đích vận chuyển cá nhân, do đó thị trường tiêu thụ dòng lốp PCR luôn ở mức cao. Hiện tại, theo ước tính, tỷ lệ sử dụng lốp Radial tại Việt Nam nói riêng và khu vực Đông Nam Á nói chung chỉ vào khoảng 60%, trong khi ở Châu Âu và Châu Mỹ đều trên 80%. Với xu hướng ngày càng radial hóa, đồng thời CSM đã xây dựng được thương hiệu lốp Advenza PCR trên thị trường nội địa, chỉ đứng sau Bridgestone và Michellin, chúng tôi cho rằng lượng cung lốp PCR mới của CSM sẽ tiếp tục được hấp thụ tốt khi dây chuyền PCR hàng năm đều đạt tối đa công suất. Ngoài ra, việc ô tô điện mở rộng được thị phần ở Việt Nam cũng có thể đẩy nhu cầu tiêu thụ lốp PCR lên cao hơn.

### Tiềm năng từ thị trường xuất khẩu còn rất lớn

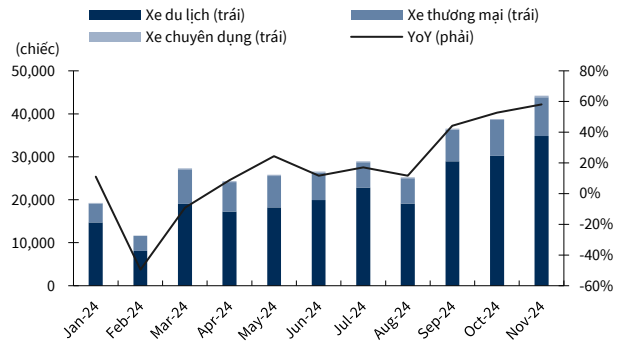
Thị trường xuất khẩu vẫn còn tiềm năng gia tăng thêm sản lượng tiêu thụ. Gần đây, Bộ Thương mại Hoa Kỳ (DOC) ngày 10/10/2024 đã công bố quyết định cuối cùng về việc áp thuế chống bán phá giá lên dòng lốp xe tải và xe buýt (radial - TBR) của Thái Lan với 48.39% cho Bridgestone và 12.33% cho các nhà sản xuất còn lại. Như vậy, CSM có cơ hội đẩy mạnh đơn hàng hơn và đạt tối đa công suất dây chuyền lốp TBR sau khi đối thủ cạnh tranh lớn từ Thái Lan bị áp thuế.

Biểu đồ 1. Tỷ trọng doanh thu xuất khẩu và nội địa



Nguồn: CSM, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 2. Doanh số bán xe



Nguồn: VAMA

## 2. Biên lợi nhuận cải thiện

### Kỳ vọng BLNG có thể cải thiện lên mức 14-16% kể từ 2025

Sang năm 2025, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp đạt được mặt bằng cao hơn so với trung bình các năm trước đó nhờ: (1) chi phí khấu hao giảm mạnh, chủ yếu đến từ xí nghiệp Radial Bình Dương khánh thành từ năm 2014; và (2) chi phí nguyên vật liệu đầu vào ổn định hơn so với 2024. Nguyên vật liệu đầu vào chiếm tới 65% giá vốn, chủ yếu là cao su tự nhiên và cao su tổng hợp. Giá cao su tự nhiên đã trải qua mức tăng mạnh trong năm 2024 do lũ lụt, mưa lớn làm gián đoạn nguồn cung từ Thái Lan, tuy nhiên KBSV cho rằng vấn đề trên sẽ được cải thiện khi sang 2025 xác suất pha La Nina sẽ giảm bớt. Ngoài ra, giá dầu thô dự kiến cũng sẽ đi ngang, ít có sự biến động trong 2025 khi nhu cầu tiêu thụ có thể vẫn sẽ ảm đạm tại Trung Quốc. Nếu có thể kiểm soát tốt chi phí

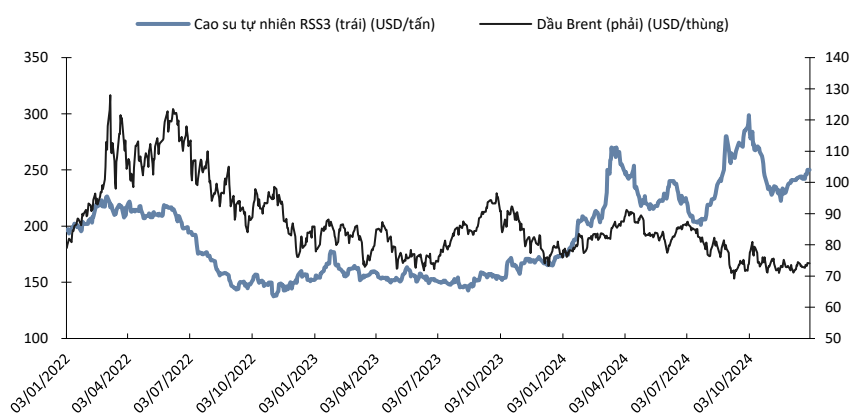
đầu vào và khấu hao giảm mạnh, BLNG của CSM có thể tương đương với đối thủ cạnh tranh lớn trong ngành là DRC, đạt từ 14-16% trong năm 2025

**Các chi phí khác dự kiến cũng sẽ được cắt giảm**

Trong năm 2025, doanh nghiệp bắt buộc phải hoàn tất việc di dời 2 nhà máy thuộc xí nghiệp Đồng Nai ra khỏi KCN Biên Hòa 1 do vướng đề án quy hoạch. Trong 2 phương án di dời được BLĐ trao đổi tại cuộc họp ĐHCĐ, công ty sẽ ưu tiên phương án tiết kiệm chi phí nhất là chuyển dây chuyền lên xí nghiệp Radial Bình Dương với tổng mức đầu tư là 200 tỷ. Phương án trên không chỉ giúp tăng công suất mới lên gấp 3 lần, mà có thể tiết kiệm tương đối chi phí vận chuyển thành phẩm nội bộ do trước đó CSM có 5 xưởng tại 5 địa điểm khác nhau (doanh nghiệp ước tính chi phí này có thể lên tới 100 tỷ/năm).

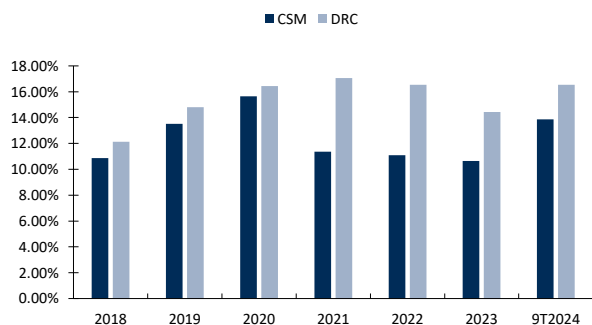
Ngoài ra, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND sẽ ít biến động hơn khi sang năm 2025, nhờ đó các doanh nghiệp có tỷ trọng xuất khẩu lớn như CSM sẽ hạn chế được rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá. Giá cước vận tải biển dự kiến cũng sẽ hạ nhiệt trong 2025 khi có thêm lượng cung tàu mới, giúp cho CSM giảm bớt chi phí xuất khẩu.

**Biểu đồ 3. Giá cao su tự nhiên và giá dầu thô**



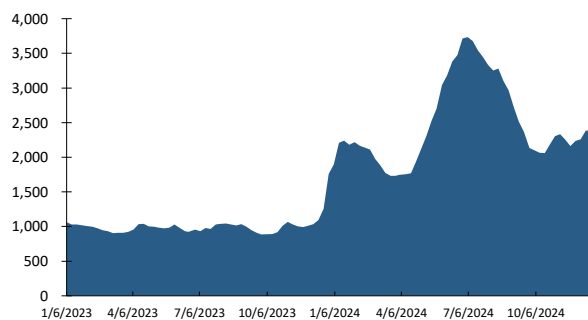
Nguồn: Bloomberg

**Biểu đồ 4. BLNG của CSM và DRC**



Nguồn: KBSV tổng hợp

**Biểu đồ 5. Chỉ số giá cước vận tải container tại cảng Thượng Hải**



Nguồn: Bloomberg

### 3. Khoản lãi đột biến từ hoàn thuế VAT và di dời nhà máy

Tính đến thời điểm ra báo cáo tài chính quý 3/2024, CSM hiện có số dư thuế VAT đầu vào được khấu trừ hơn 400 tỷ đồng. Đồng thời, việc di dời nhà máy ra khỏi KCN Biên Hòa 1 cũng có thể nhận được chi phí đền bù từ tỉnh Đồng Nai. Mặc dù hiện tại vẫn chưa có thêm thông tin về phương án giải quyết từ Cục thuế TP.HCM và tỉnh Đồng Nai, KBSV cho rằng đây là yếu tố có thể ghi nhận khoản lãi đột biến và tiềm năng tăng giá cao cho CSM. Ngoài ra, khoản lãi trên có thể giúp cải thiện thanh khoản hoạt động cho doanh nghiệp, giảm tương đối dư nợ vay ngắn hạn, từ đó giảm chi phí lãi vay.

#### Yếu tố rủi ro

##### Rủi ro nguyên vật liệu và cước vận tải

CSM có thể chịu rủi ro giá nguyên vật liệu đầu vào là cao su tự nhiên và cao su tổng hợp cao hơn dự kiến. Ngoài ra, bất ổn địa chính trị có thể tiếp tục căng thẳng, gây ra áp lực lên tuyến vận tải biển quốc tế

##### Rủi ro tỷ giá

Tỷ giá USD/VND có thể biến động mạnh hơn dự báo, khiến cho CSM chịu rủi ro từ cả khâu xuất khẩu và nhập khẩu nguyên vật liệu

##### Rủi ro giảm sản lượng tiêu thụ

Theo chia sẻ của BLĐ, từ Quý 2/2024 sẽ không còn ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ổn định từ việc gia công bán thành phẩm cho đối tác Camso. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá sự ảnh hưởng chỉ trong thời gian ngắn khi doanh nghiệp có thể tìm được các đối tác khác từ thị trường xuất khẩu hoặc tiêu thụ nội địa.

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

### Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

### Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

### Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

### Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

### Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

### Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

### Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

**CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)**

---

**Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 16&amp;17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

**Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

**Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

**LIÊN HỆ**

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)**Hệ thống khuyến nghị**

---

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

**Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành****(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)**

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên độc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.