

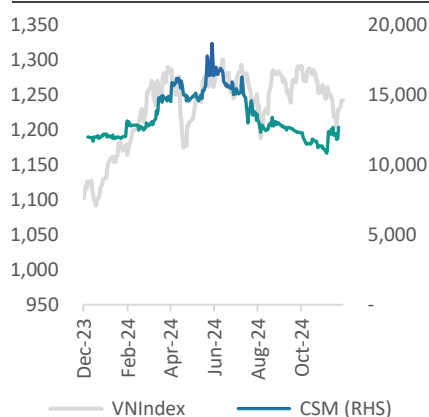
KHUYẾN NGHỊ MUA CÔNG TY CỔ PHẦN CAO SU MIỀN NAM (HOSE: CSM) BƯỚC CHUYỂN MÌNH

Giá hiện tại:	13,050	Ngày viết báo cáo:	04/12/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	104	Tập đoàn Hóa chất VN	51.01%
Giá mục tiêu mới:	16,100	Vốn hóa (tỷ VND)	1,378	CTCT Đầu tư Sài Gòn VRG	7.97%
Tỷ suất cổ tức	2%	Thanh khoản BQ 30n (Triệu):	0.8		
Tiềm năng tăng giá	23%	Sở hữu nước ngoài	1.4%		

Bộ phận Research:

Lưu Thuý Linh
(Điện, Phân bón – Hoá chất)
Linhlt2@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **CSM** với **giá mục tiêu 2025F là 16,100 VND/cp**, tương ứng với upside 23% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2024, chưa bao gồm 2% tỷ suất cổ tức. Giá mục tiêu được xác định bằng phương pháp P/E với **P/E mục tiêu 2025F = 12.x lần**, P/E fw 2025F = 10.1x và EPS fw 2025F = 1,267 VND/cp. Giá cổ phiếu CSM đã tăng +26% so với đáy tháng 11/2024 và chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực của CSM đã phản ánh một phần kỳ vọng kết quả kinh doanh phục hồi.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Kỳ vọng lợi nhuận 2025F của CSM tăng trưởng mạnh đạt mức **+89% YoY** nhờ:
- (1.1) Ước tính nhà máy Radial giảm -47 tỷ VND khấu hao năm 2025F thúc đẩy hiệu quả hoạt động mảng Radial;
 - (1.2) Kỳ vọng dự án nâng +25% công suất lốp PCR lên 1.5 triệu lốp hoàn thiện và sản lượng tiêu thụ lốp PCR năm 2025F tăng +13% YoY;
- (2) Định giá đang dần phản ánh kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận **CAGR = 44% giai đoạn 2025 – 2026F**: P/E fw 2025F chiết khấu -33% so với trung vị ngành săm lốp (chiết khấu hơn -30% so với trung vị ngành);

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

- Doanh thu thuần quý 3/2024 đạt 1,107 tỷ VND, giảm -12% YoY và giảm -18% QoQ;
- Lợi nhuận gộp đạt 141 tỷ VND, giảm -29% YoY và giảm -16% QoQ, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào tăng, giá cao su quý 3 ước tính tăng +70% YoY và +9% QoQ;
- Lũy kế 9T/2024: Doanh thu thuần và LNST-CĐTĐ CSM lần lượt đạt 3,520 tỷ VND (-11% YoY) và 64 tỷ VND (+65% YoY);

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự phóng kết quả kinh doanh 2024F – 2025F của CSM lần lượt đạt:

- Năm 2024: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CSM dự phóng đạt lần lượt đạt: 4,684 tỷ VND (-11% YoY) và 85 tỷ VND (+41% YoY), tương ứng P/E fw 2024F = 17.8x và EV/EBITDA 2024F = 8.8x
- Năm 2025: Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CSM dự phóng đạt lần lượt đạt: 4,784 tỷ VND (+2% YoY) và 148 tỷ VND (+73% YoY), tương ứng P/E fw 2025F = 10.3x và EV/EBITDA 2025F = 7.8x.

RỦI RO

- Rủi ro: (i) nhu cầu thị trường nội địa suy giảm và thị trường xuất khẩu kém hơn dự báo do các chính sách về thuế đồng thời (ii) giá bán bình quân thấp hơn dự báo;
- Rủi ro nguyên liệu đầu vào (cao su) và giá cước vận tải tăng mạnh hơn dự báo;

Chỉ số	2023	2024F	2025F	VNIndex	KQKD	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	24.0	17.8	10.3	17.0	Doanh thu thuần	5,321	5,235	4,684	4,784
PB (x)	1.0	1.0	0.9	1.9	Lợi nhuận gộp	590	557	629	698
PS (x)	0.3	0.3	0.3	1.4	NPATMI	79	60	85	148
ROE (%)	5%	6%	10%	12%	EPS	554	384	732	1,267
ROA (%)	1%	2%	4%	3%	Tăng trưởng EPS	51%	-31%	91%	73%

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Hoạt động kinh doanh chính – Sản xuất sản phẩm

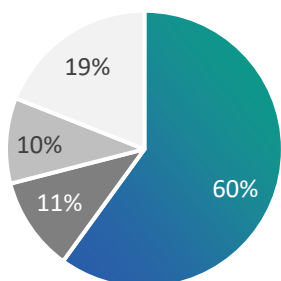
Sản xuất sản phẩm là hoạt động kinh doanh chính của CSM. Công ty đang sở hữu 4 xí nghiệp thành viên và sản xuất các sản phẩm: Lốp ô tô và máy kéo (Lốp Bias, TBR và PCR), Lốp xe máy, Lốp xe đạp, Săm xe máy, ... Ngoài ra, CSM đang có kế hoạch mở rộng Xí nghiệp Radial với mục tiêu công suất lốp PCR từ 1.2 triệu lốp/năm lên 1.5 triệu lốp/năm.

TT	Nhà máy/Dây chuyền	Vị trí	Công suất thiết kế (lốp/năm)	Công suất thực hiện (lốp/năm)
1	Xí nghiệp cao su Đồng Nai	KCN Biên Hòa I (Đồng Nai)		
	Lốp xe đạp		3,000	2,200
	Săm xe máy		16,000	13,000
	Lốp xe máy		3,000	2,200
	Lốp ô tô		850	750
2	Xí nghiệp Cao su Hóc Môn	Quận 12 (TP.HCM)		
	Săm xe đạp		6,900	6,000
	Lốp xe đạp		1,900	1,600
	Săm xe máy		16,000	16,000
	Lốp xe máy		3,000	2,700
3	Xí nghiệp cao su Bình Lợi	Hiệp Bình Chánh (Thủ Đức)		
	Lốp ô tô		350	250
	Ống cao su (tấn/năm)		300	120
4	Xí nghiệp lốp Radial	Tân Uyên (Bình Dương)		
	Lốp Radial toàn thép (TBR)		350	300
	Lốp Radial bán thép (PCR)		1,200	1,200
	Bán thành phẩm (tấn/năm)		42,000	40,000

Nguồn: CSM, BSC Research

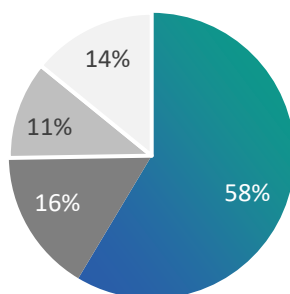
Doanh thu và lợi nhuận gộp chủ yếu đến từ đóng góp mảng Lốp ô tô & máy kéo và Lốp xe máy & săm xe máy. Mảng lốp ô tô và máy kéo, bao gồm lốp Bias, TBR và PCR, chiếm tỷ trọng lớn nhất, đóng góp từ 55-60% doanh thu và gần 60% lợi nhuận gộp. Bên cạnh đó, mảng lốp xe máy cũng có đóng góp đáng kể, chiếm 11-12% doanh thu và 16% lợi nhuận gộp. Mảng săm xe máy mặc dù nhỏ hơn nhưng vẫn chiếm 9-10% doanh thu và đóng góp 11% vào lợi nhuận gộp của công ty.

Hình: Cơ cấu Doanh thu CSM 2023



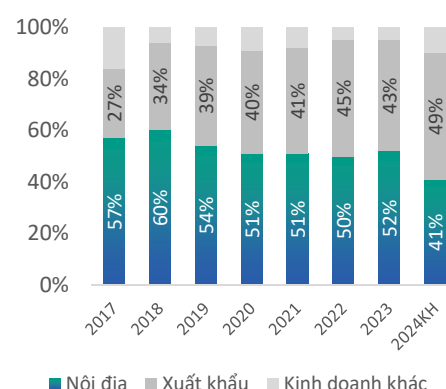
■ Lốp ô tô & Máy kéo ■ Lốp xe máy
■ Săm xe máy ■ Khác

Hình: Cơ cấu Lợi nhuận gộp CSM 2023



■ Lốp ô tô & Máy kéo ■ Lốp xe máy
■ Săm xe máy ■ Khác

Hình: Tỷ trọng doanh thu



■ Nội địa ■ Xuất khẩu ■ Kinh doanh khác

Nguồn: CSM, BSC Research

Doanh thu nội địa chiếm tỷ trọng 50 – 60% và doanh thu xuất khẩu đóng góp khoảng 40% hàng năm. Thị trường xuất khẩu của CSM trải rộng hơn 60 nước trên thế giới với các thị trường chính là: Đông Nam Á, Châu Âu và Mỹ.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

1. Cập nhật Kết quả kinh doanh quý 3/2024

Tỷ đồng	Q3.24	%QoQ	% YoY	9T.24	9T.23	% YoY	Cập nhật kết quả kinh doanh
DT thuần	1,107	-18%	-12%	3,520	3,956	-11%	KQKD Q3/2024: - Doanh thu thuần đạt 1,107 tỷ VND, giảm -12% YoY và giảm -18% QoQ; - Lợi nhuận gộp đạt 141 tỷ VND, giảm -29% YoY và giảm -16% QoQ, chủ yếu do giá nguyên liệu đầu vào tăng, với giá cao su quý 3 ước tính tăng +70% YoY và +9% QoQ; - Biên lợi nhuận gộp đạt 12.7%, giảm -3.1 điểm phần trăm svck nhưng tăng +0.3 điểm phần trăm so với quý 2; - Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (BH & QLDN) đạt 90 tỷ VND, giảm -27% YoY và giảm -53% QoQ nhờ tiết giảm chi phí bán hàng khác và chi phí vận chuyển; - Thu nhập tài chính ròng đạt -32 tỷ VND, tăng +3% YoY và +51% QoQ do tỷ giá USD/VND giảm -2% trong quý 3, dẫn đến khoản lỗ tỷ giá 19 tỷ VND; - Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) đạt 23 tỷ VND, tăng +19% YoY và tăng +8% QoQ. Luỹ kế 9T/2024: - Doanh thu thuần đạt 3,520 tỷ VND, giảm -11% YoY; - Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) đạt 64 tỷ VND, tăng +65% YoY.
Giá vốn	(967)	-18%	-9%	(3,032)	(3,583)	-15%	
Lãi gộp	141	-16%	-29%	488	374	31%	
DT tài chính	8	-47%	-80%	51	36	41%	
CP tài chính	(41)	3%	51%	(99)	(122)	-19%	
Lãi vay	(19)	-50%	-18%	(72)	(117)	-39%	
Lãi từ CTLK	-	-	-	-	-	-	
CP BH	(23)	-59%	-75%	(163)	(129)	27%	
CP QLDN	(67)	0%	-32%	(221)	(118)	87%	
Lãi từ HĐKD	18	-14%	-22%	56	41	38%	
TN khác, ròng	(0)	-62%	1840%	(0)	(1)	-86%	
LNTT	22	-8%	-18%	72	46	57%	
Thuế	1	-127%	-122%	(8)	(7)	13%	
LNST	23	19%	8%	64	38	65%	
CĐTS	-	-	-	-	-	-	
LNST-CĐTS	23	19%	8%	64	38	65%	
Chỉ số							
Biên LNG	12.7%	+0.3đpt	-3.1đpt	14%	9%	+4.4đpt	- Doanh thu thuần đạt 3,520 tỷ VND, giảm -11% YoY;
Biên LNR	2%	+0.6đpt	+0.4đpt	2%	1%	+0.8đpt	- Lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ (LNST-CĐTS) đạt 64 tỷ VND, tăng +65% YoY.
SG&A/DT	8%	-1.0đpt	-6.9đpt	11%	6%	+4.7đpt	

Nguồn: CSM, BSC Research

Đánh giá của BSC

Kết quả kinh doanh lũy kế 9 tháng đầu năm 2024 của CSM ghi nhận sự phục hồi mạnh mẽ với LNST-CĐTS tăng +65% YoY, nhờ vào các yếu tố chính:

(1) Biên lợi nhuận cải thiện, tăng +4.4đpt đạt 14% so với mức nền thấp cùng kỳ nhờ:

- Khấu hao giảm: Trong 9T/2024, chi phí khấu hao đạt 155.7 tỷ VND, giảm -45 tỷ VND svck do CSM đã hạch toán chi phí khấu hao cho quý 3 và quý 4 vào trong quý 3/2023 với giá trị 100 tỷ VND;
- Giá đầu vào bình quân 9T/2024 giảm svck. Tuy nhiên, giá cao su đã tăng mạnh trở lại trong quý 3/2024 khiến biên LNG quý 3 thu hẹp còn 12.7%;

(2) Chi lãi vay giảm -45 tỷ svck, tương ứng giảm -39% YoY nhờ lãi suất vay nợ trung bình giảm svck;

(3) Lãi tiền gửi tăng +15 tỷ VND svck, tương ứng tăng +31% YoY nhờ số dư bình quân của tiền và tương đương tiền tăng svck;

Tuy nhiên, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng +127 tỷ VND svck tương ứng tăng +51% YoY do:

- Chi phí vận chuyển và xuất khẩu tăng theo sự gia tăng của cước vận tải thế giới. Đồng thời, CSM tăng cường hoạt động quảng bá, marketing về các dòng sản phẩm;
- Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ do doanh nghiệp tăng chi phí nhân viên;

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. Kỳ vọng lợi nhuận 2025F của CSM tăng trưởng mạnh đạt mức +89% svck

(1.1) Ước tính nhà máy Radial giảm -47 tỷ VND khấu hao năm 2025F

Năm 2014 CSM khánh thành nhà máy Radial với công suất thiết kế 1 triệu lốp/năm. Chúng tôi ước tính nhà máy này sẽ giảm đáng kể khấu hao từ quý 2/2025 và giúp tiết kiệm 47 tỷ VND khấu hao 2025F, tương ứng với mức giảm khấu hao năm 2025F là -23% YoY.

Khấu hao giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận mảng lốp TBR:

Nhờ khoản giảm khấu hao **-47 tỷ VND**, chúng tôi ước tính **biên lợi nhuận gộp** của mảng lốp TBR trong năm 2025F sẽ tăng từ **13.9%** lên **18.5%** (+4.6 điểm phần trăm). Lợi nhuận gộp mảng lốp TBR dự kiến đạt **189 tỷ VND**, chiếm **27%** tổng lợi nhuận gộp năm 2025F.

(1.2) Kỳ vọng dự án nâng +25% công suất lốp PCR lên 1.5 triệu lốp hoàn thiện và sản lượng tiêu thụ lốp PCR năm 2025F tăng +13% YoY

Trong năm 2023, CSM đã đầu tư vào dự án nâng công suất lốp PCR từ 1.2 triệu lốp/năm lên 1.5 triệu lốp/năm, tương ứng mức tăng +25% công suất thiết kế. Dự án dự kiến sẽ vận hành thử từ quý 4/2024 và bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận từ năm 2025F.

Với việc triển khai **dự án nâng công suất**, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ **lốp PCR năm 2025F** sẽ đạt **1.79 triệu lốp**, tăng **+200,000 lốp** so với 2024F, tương ứng mức tăng trưởng **+13% YoY** và đóng góp **42% lợi nhuận gộp 2025F**.

Trong đó:

- Khoảng **40%** sản lượng sẽ được **tiêu thụ nội địa**, tương đương **+80 nghìn lốp**, nhằm đón đầu xu hướng sử dụng ô tô điện. Hiện nay, nhu cầu **lốp PCR nội địa** mỗi năm đạt khoảng **2 triệu lốp**, và CSM chỉ đáp ứng được **5 – 10% nhu cầu trong nước**.
- **60%** sẽ được **xuất khẩu sang Mỹ**, tăng **+120 nghìn lốp** so với 2024F, tương ứng **+10% YoY**.

Dòng lốp PCR mang thương hiệu Advenza của CSM đã xây dựng được uy tín vững chắc trên thị trường nội địa, hiện đứng thứ ba tại Việt Nam, chỉ sau Bridgestone và Michelin. Nhờ lợi thế sản xuất trong nước, Advenza tận dụng được chi phí thấp và thời gian giao hàng nhanh, cho phép cạnh tranh hiệu quả về giá với các đối thủ quốc tế.

Chúng tôi tin rằng, với uy tín thương hiệu và lợi thế cạnh tranh về giá, CSM sẽ không gặp khó khăn trong việc tiêu thụ phần công suất tăng thêm +300,000 lốp từ dự án mở rộng này.

2. Định giá đang dần phản ánh tăng trưởng lợi nhuận

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận của CSM trong giai đoạn 2025F - 2026F sẽ đạt CAGR = 44%. **Tuy nhiên cổ phiếu CSM đã tăng giá +26% so với đáy T11/2024 và chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực này đã phản ánh một phần kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận trong giai đoạn 2025F – 2026F.**

Với dự phóng P/E fw 2025F đạt 10.1 và EV/EBITDA fw 2025F đạt 7.9x, chúng tôi cho rằng vẫn còn dư địa cho tiềm năng tăng giá đối với cổ phiếu CSM.

(i) So với ngành săm lốp: P/E fw 2025F của CSM chiết khấu -31% so với trung vị ngành, trong khi EV/EBITDA fw 2025F chiết khấu -23% so với trung vị ngành.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng chỉ số định giá của CSM thấp hơn ngành một phần do khả năng sinh lời thấp hơn so với đối thủ cạnh tranh trong ngành. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của công ty bình quân giai đoạn 2017 – nay chỉ đạt 4.4%, thấp hơn so với mức 13.8% của đối thủ cạnh tranh trong ngành, phản ánh hiệu quả sinh lời thấp hơn.

Bảng: Chỉ số định giá của CSM TTM và FW2025F so với các DN ngành săm lốp trong khu vực

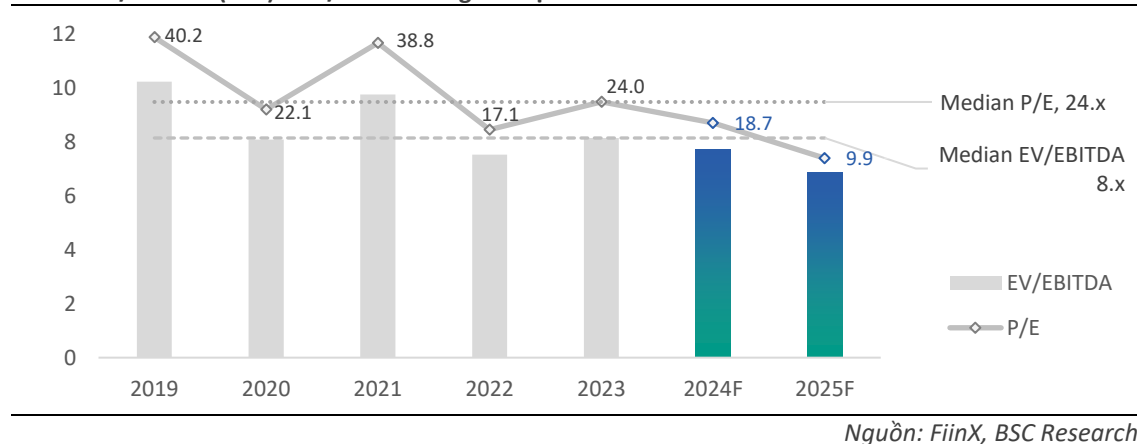
Doanh nghiệp	Ticker	Vốn hoá (Tỷ VND)	P/E TTM	EV/EBITDA TTM
Southern Rubber Industry JSC/T	CSM VN	1,389	16.3	10.3
	BSC dự phóng Fw 2025F		10.1	7.9
FW2025 chiết khấu so với trung vị			-31%	-23%
Trung vị ngành		8,587	14.8	10.3
Trung vị (Vietnam)		1,498	10.3	11.4
Trung vị (Asia Pacific)		8,769	15.2	9.8
Danang Rubber JSC	DRC VN	3,356	12.4	11.1
Saovang Rubber JSC	SRC VN	721	5.3	13.0
Sichuan Chuanhuan Technology C	300547 CH	15,066	15.5	12.2
Zhejiang Xiantong Rubber & Pla	603239 CH	13,453	14.8	3,415.9
Shenzhen Bromake New Material	301387 CH	12,603	19.1	15.3
Chongqing Sulian Plastic Co Lt	301397 CH	11,808	14.7	6.9
Jiangsu Hanvo Safety Product C	300952 CH	11,728	16.2	13.3
Zhejiang Fengmao Technology Co	301459 CH	11,217	13.8	10.2
Jiangsu Hualan New Pharmaceuti	301093 CH	10,643	18.2	9.3
TCPL Packaging Ltd	TCPL IN	8,838	19.3	10.4
Tongda Smart Tech Xiamen Co Lt	001368 CH	8,700	15.6	9.1
Jiangsu Yuxing Film Technology	300305 CH	8,587	6.4	5.2
Eastern Polymer Group PCL	EPG TB	8,413	8.1	6.3
Voneseals Technology Shanghai	301161 CH	8,255	19.7	11.2
Shenzhen Fuheng New Material C	832469 CH	8,215	28.4	27.3
Northeast Rubber PCL	NER TB	6,640	4.8	6.3
Mark Dynamics Indonesia Tbk PT	MARK IJ	6,157	6.0	8.5
TK Group Holdings Ltd	2283 HK	5,112	4.7	0.4

Nguồn: Bloomberg, BSC Research

(ii) So với trung vị giai đoạn 2019 – 2023: P/E fw 2025F của CSM hiện tại chiết khấu -58%, trong khi EV/EBITDA fw 2025F chiết khấu -12% so với trung vị.

Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng khả năng sinh lời hiện tại của CSM thấp hơn so với quá khứ. Tỷ suất lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) của công ty đã giảm từ mức 26.3% bình quân giai đoạn 2012 – 2016 xuống còn 4.4% bình quân giai đoạn 2017 đến nay, phản ánh sự suy giảm trong hiệu quả hoạt động và khả năng sinh lời của công ty.

Hình: EV/EBITDA (LHS) và P/E của CSM giai đoạn 2019 – 2025F



RỦI RO

Rủi ro giảm giá: chúng tôi cho rằng rủi ro giảm dự phóng đến từ:

- Rủi ro: (i) nhu cầu thị trường nội địa suy giảm do cạnh tranh với Trung Quốc và thị trường xuất khẩu kém hơn dự báo do các chính sách về thuế đồng thời (ii) giá bán bình quân thấp hơn dự báo;
- Rủi ro nguyên liệu đầu vào (cao su) và giá cước vận tải tăng mạnh hơn dự báo;

CATALYST

- **Hoàn thuế VAT:** Theo báo cáo tài chính quý 3/2024, CSM hiện có số dư thuế VAT được khấu trừ khoảng 406 tỷ VND, tương đương khoảng 20% dư nợ vay ngắn hạn hiện tại của công ty. CSM và Vinachem đang tích cực kiến nghị để sớm được giải quyết khoản hoàn thuế này. Chúng tôi kỳ vọng, khí khoản hoàn thuế được phê duyệt, CSM sẽ cải thiện đáng kể thanh khoản, hỗ trợ tài trợ cho các hoạt động kinh doanh. Đồng thời, điều này sẽ giúp công ty giảm dư nợ vay ngắn hạn, qua đó giảm chi phí tài chính.
- **Di dời nhà máy:** CSM có kế hoạch di dời nhà máy Đồng Nai 1 (lớp xe đạp và sản phẩm lốp xe máy có sẫm) và nhà máy Đồng Nai 2 (lớp ô tô nhẹ mảnh chéo) ra khỏi KCN Biên Hòa 1. Trong hai phương án di dời, công ty ưu tiên chuyển sang nhà máy Radial Bình Dương, với tổng mức đầu tư ước tính 200 tỷ VND. Phương án này tiết kiệm chi phí và giúp nhà máy mới tăng gấp 3 công suất. Hiện tại, nhà máy này đóng góp khoảng 8–10% doanh thu thuần (tương đương 400–500 tỷ VND/năm).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024F – 2025F của CSM lần lượt đạt:

- **Năm 2024:** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CSM dự phóng đạt lần lượt đạt: **4,684 tỷ VND (-11% YoY)** và **85 tỷ VND (+41% YoY)**, tương ứng P/E fw 2024F = 17.8x và EV/EBITDA 2024F = 8.8x
- **Năm 2025:** Doanh thu thuần và lợi nhuận sau thuế CSM dự phóng đạt lần lượt đạt: **4,784 tỷ VND (+2% YoY)** và **148 tỷ VND (+73% YoY)**, tương ứng P/E fw 2025F = 10.3x và EV/EBITDA 2025F = 7.8x.

Nếu loại trừ lợi nhuận từ khấu hao giảm, chúng tôi dự báo **tăng trưởng lợi nhuận trước thuế (LNTT) của CSM trong giai đoạn 2024F – 2026F sẽ đạt mức CAGR = 39%**, nhờ vào (i) mức nền thấp trong năm 2024F và (ii) đóng góp từ việc mở rộng công suất lớp PCR.

Dự phóng của chúng tôi dựa trên các giả định:

Bảng: Các giả định chính và dự phóng KQKD 2024F - 2025F

	Đơn vị	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thành phẩm	Tỷ VND	5,321	5,235	4,684	4,784
%YoY			-1.6%	-10.5%	2.1%
Lớp & Săm xe máy	Tỷ VND	979	988	926	920
%YoY			0.8%	-6.3%	-0.6%
Lớp TBR	Tỷ VND	990	934	931	1,024
%YoY			-5.7%	-0.3%	10.0%
Lớp PCR	Tỷ VND	1,704	1,900	1,895	2,142
%YoY			11.5%	-0.2%	13.0%
Lớp Bias	Tỷ VND	671	557	476	452
%YoY			-17.0%	-14.5%	-5.0%
Lợi nhuận gộp	Tỷ VND	590	557	629	698
% Biên lợi nhuận gộp	%	11.1%	10.6%	13.4%	14.6%
Chi phí BH & QLDN	Tỷ VND	(340)	(386)	(488)	(484)
%Chi phí BH & QLDN/DTT	%	-0.6%	-0.7%	-1.0%	-1.0%
Lợi nhuận tài chính ròng	Tỷ VND	(142)	(108)	(61)	(50)
%YoY	%		-24%	-44%	-17%
Doanh thu tài chính	Tỷ VND	45	51	60	54
Chi phí tài chính	Tỷ VND	(187)	(160)	(121)	(104)
Lợi nhuận ròng		79	60	85	148
%YoY			-23.8%	41.2%	73.1%
%Biên lợi nhuận ròng		1.5%	1.2%	1.8%	3.1%
Khấu hao		214	201	200	160

Nguồn: CSM, BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **CSM** với **giá mục tiêu 2025F là 16,100 VND/cp**, tương ứng với upside 23% so với giá đóng cửa ngày 04/12/2024, chưa bao gồm 2% tỷ suất cổ tức.

Giá mục tiêu được xác định thông qua phương pháp định giá P/E với **P/E mục tiêu 2025F = 12.x lần** - chiết khấu so với trung vị 5 năm. Chúng tôi cho rằng mức P/E mục tiêu này phù hợp với CSM, do khả năng sinh lời của công ty hiện tại thấp hơn so với giai đoạn trước.

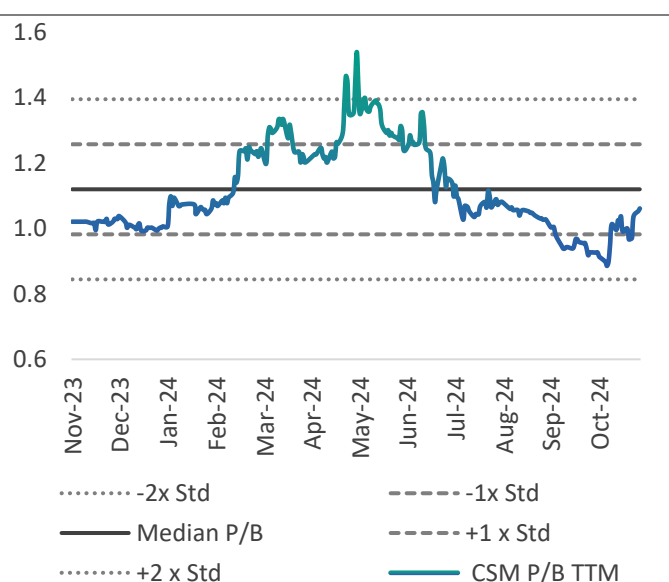
CSM đang giao dịch với P/E fw 2025F = 10.1x, chiết khấu hơn -30% so với trung vị ngành và EPS fw 2025F dự báo đạt 1,267 VND/cp.

Giá cổ phiếu CSM đã tăng +26% so với đáy tháng 11/2024, chúng tôi cho rằng diễn biến tích cực này đã phản ánh một phần kỳ vọng về kết quả kinh doanh phục hồi nhờ giảm khấu hao trong năm 2025F. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy rằng diễn biến tích cực này chưa phản ánh đầy đủ các yếu tố catalyst hiện tại của CSM, và điều này có thể là yếu tố tiềm năng khiến cổ phiếu vượt kỳ vọng của chúng tôi, tạo ra rủi ro tăng giá.

Hình: Định giá PE của CSM - P/E TTM thấp hơn -1 STD



Hình: Định giá PB của CSM - P/B TTM thấp hơn Median



Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD(Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,321	5,235	4,684	4,784
Giá vốn hàng bán	(4,731)	(4,678)	(4,054)	(4,086)
Lợi nhuận gộp	590	557	629	698
Chi phí bán hàng	(174)	(200)	(197)	(188)
Chi phí QLDN	(166)	(186)	(291)	(297)
Lãi/lỗ HĐKD	107	62	141	214
Doanh thu tài chính	45	51	60	54
Chi phí tài chính	(187)	(160)	(121)	(104)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ khác	(20)	(1)	19	8
Lợi nhuận trước thuế	102	70	99	172
Thuế thu nhập DN	(23)	(10)	(14)	(24)
LNST công ty mẹ	79	60	85	148
CĐTS	-	-	-	-
EBITDA	571	577	343	369
EPS	554	384	732	1,267

CĐKT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
Tiền & TĐT	28	290	306	536
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	779	889	937	1,005
Tồn kho	1,879	1,313	1,435	1,455
TS ngắn hạn khác	326	371	298	334
TS ngắn hạn	3,012	2,863	2,975	3,329
TS hữu hình	1,097	947	749	590
Khấu hao	207	253	201	155
TS dở dang dài hạn	21	17	-	-
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	58	51	52	51
TS dài hạn	1,192	1,022	813	651
Tổng Tài sản	4,204	3,884	4,036	4,263
Nợ phải trả	336	341	389	392
Vay ngắn hạn	2,143	1,900	1,898	1,999
Nợ ngắn hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ ngắn hạn	2,751	2,458	2,532	2,637
Vay dài hạn	136	87	78	70
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng Nợ dài hạn	152	102	92	85
Tổng Nợ	2,903	2,560	2,624	2,722
Vốn góp	1,036	1,036	1,036	1,036
LN chưa phân phối	87	94	172	272
Vốn chủ khác	178	194	205	224
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	1,301	1,324	1,413	1,532
Tổng nguồn vốn	4,204	3,884	4,036	4,254
SLCP lưu hành (Triệu)	104	104	104	104

LCTT (Tỷ VND)	2022	2023	2024F	2025F
(Lỗ)/LNST	102	70	99	172
Khấu hao và phân bổ	(215)	(201)	(200)	(160)
Thay đổi vốn lưu động	202	193	49	256
Điều chỉnh khác	14	(8)	(4)	(3)
LCTT từ HĐKD	42	727	(141)	101
Tiền chi mua TSCĐ	(31)	(36)	23	41
Đầu tư khác	52	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	21	9	24	41
-	-	-	-	1
Tiền chi trả cổ tức	-	(31)	(31)	(31)
Tiền thu khác	-	(614)	164	120
LCTT từ HĐ Tài chính	-	(687)	133	89
Dòng tiền đầu kỳ	79	28	290	306
Dòng tiền cuối kỳ	142	219	306	536

Chỉ số	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán				
H số TT ngắn hạn	1.1	1.2	1.4	1.5
H số TT nhanh	0.4	0.6	0.7	0.9
Cơ cấu vốn				
H số Nợ/TTS	69%	66%	65%	64%
H số Nợ/VCSH	223%	193%	186%	178%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	136.1	124.6	123.7	129.1
Số ngày phải thu	56.9	58.1	71.1	74.1
Số ngày phải trả	46.2	44.8	52.9	56.0
CCC	146.7	137.9	142.0	147.1
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	11%	11%	13%	15%
LNST	1%	1%	2%	3%
ROE	6%	5%	6%	10%
ROA	2%	1%	2%	4%
Định Giá				
P/E	17.1	24.0	17.8	10.3
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	10%	-2%	-11%	2%
Tăng trưởng EBIT	148%	68%	83%	152%
Tăng trưởng LNNT	84%	-31%	41%	73%
Tăng trưởng EPS	51%	-31%	91%	73%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, 9 Tòa President Place, Số 93 Đường
Nguyễn Du, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

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

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

