Báo cáo cổ phiếu: CSM

Tồn kho không thừa; tiền nằm ở nhà cung cấp và tài khoản không lãi, trong khi lãi vay ăn gần hết lợi nhuận

CTCP Công nghiệp Cao su Miền Nam – Casumina (HOSE: CSM) · săm lốp · BCTC đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và năm 2027 · dữ liệu chốt 09/10/2026 · giá tham chiếu 12,5 nghìn đồng · **Phát hành bởi AAS Research**

LNST 6T/2026	CHU KỲ TIỀN MẶT Q2/26	PHẢI TRẢ NGƯỜI BÁN	VAY NGẮN HẠN	LÃI VAY 2025 / LNTT	MỸ / DT XUẤT KHẨU
49 tỷ đồng · **+40%**	**154** ngày · DRC ~139	**16** ngày · trả trước NCC 232 tỷ	**1.805** tỷ · tiền + tiền gửi 504	**71 / 61** tỷ đồng	**~65%** radial chịu Mục 232: 29–35%

GÓC NHÌN AAS RESEARCH	GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST 2026F CƠ SỞ	P/E TRƯỢT · P/B
NẮM GIỮ	12,50	13,2 (+6%)	77 tỷ	22,9x · 0,92x

Nắm giữ; tích lũy dưới 12,2 nghìn (P/B 0,9x), vùng mà lịch sử CSM từ 2017 cho lợi suất 12 tháng bình quân +9% đến +25%. **Nâng hạng khi** BCTC cho thấy CSM bắt đầu thu hẹp vốn lưu động (DPO tăng, trả trước giảm, nợ vay giảm) mà biên không giảm. **Hạ hạng khi** có đơn kiện AD/CVD lốp TBR từ Việt Nam, hoặc biên Q4 dưới 13,5% hai quý liền.

KẾT LUẬN

Tồn kho của CSM không phải chỗ lãng phí: 120 ngày, ngang DRC, và phần nguyên liệu dự trữ đã giữ biên Q2/2026 khi giá dầu tăng mạnh. Chỗ chưa tối ưu là phía nhà cung cấp và tiền gửi: CSM trả nhà cung cấp trong ~16 ngày, ứng trước 232 tỷ, giữ 504 tỷ tiền gần như không sinh lãi, trong khi vay 1.805 tỷ. Sửa ba điểm này có thể giảm ~28 tỷ lãi vay mỗi năm, tương đương ~34% LNTT.

Lợi nhuận 2026 cải thiện nhưng mỏng (77 tỷ, ROE ~5%). Thuế Mục 232 của Mỹ đã có trong số liệu từ 05/2025; rủi ro mới là một vụ AD/CVD lốp TBR. Giá 0,92x giá trị sổ sách đã phản ánh phần lớn điều này.

XUẤT KHẨU

1.224 tỷ DT 6T/2026 (+15%)

- Mỹ ~65%; Tireco nợ 230 tỷ
- Biên LNG 14,1% (6T/25: 11,4%)
- Radial chịu Mục 232 Mỹ 25%

NỘI ĐỊA

1.030 tỷ DT 6T/2026 (–3%)

- Biên LNG 14,1%
- Chiết khấu thương mại 167 tỷ/6T
- OEM: Thaco, VinFast

VỐN LƯU ĐỘNG VÀ VAY

~28 tỷ lãi vay/năm có thể tiết kiệm

- CCC 154 ngày; DPO 16
- Tiền + tiền gửi 504 tỷ, lãi ~0
- Vay 1.805 tỷ, lãi ~5,1%

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **6T/2026 LNST 49 tỷ (+40%)**, LNTT 60,2 tỷ, đạt 50% kế hoạch. Biên LNG trước khấu hao Q2 lên 17,6% nhờ nguyên liệu dự trữ giá cũ và tăng giá bán (+5% nội địa, +3% xuất khẩu).
2. **Chu kỳ tiền mặt ~154 ngày, dài hơn DRC ~18 ngày.** Tồn kho (120 ngày) ngang DRC; khác biệt là CSM trả nhà cung cấp quá nhanh (DPO 16 ngày so với ~71) và ứng trước 232 tỷ.
3. **Vay ngắn hạn 1.805 tỷ có giá rẻ (~5,1%) nhưng quy mô lớn hơn cần:** CSM giữ 504 tỷ tiền và tiền gửi gần như không lãi; 173,5 tỷ là tiền gửi USD 0% cầm cố cho BIDV. Lãi vay 2025 (71 tỷ) lớn hơn LNTT (61 tỷ).
4. **Tối ưu vốn lưu động giải phóng ~590 tỷ, giảm ~28 tỷ lãi vay/năm** (~34% LNTT 2027F) mà không phải cắt dự trữ nguyên liệu trong giai đoạn giá dầu biến động.
5. **Thuế Mỹ:** Mỹ ≈ 65% doanh thu xuất khẩu; lốp radial chịu Mục 232 (tổng 29% với TBR, 35,46% với PCR). Gỡ thuế đối ứng không giúp CSM. Rủi ro chưa xảy ra: AD/CVD lốp TBR với Việt Nam.
6. **Dự báo:** LNST Q3/2026 27 tỷ, Q4 2 tỷ (nguyên liệu giá cao vào giá vốn từ tháng 8); năm 2026 77 tỷ (+81%), thấp hơn kế hoạch (LNTT 120 tỷ); 2027 65 tỷ.
7. **Khuyến nghị NẮM GIỮ**, giá trị hợp lý 13,2 nghìn (+6%). P/B 0,92x (phân vị 14%); tích lũy dưới 12,2 nghìn (P/B 0,9x).
8. **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (biên khi hết nguyên liệu giá cũ, DPO, trả trước); giải trình 93 tỷ ứng trước; vụ kiện Đức Việt; rà soát CVD lốp PCR tại ITC; đơn kiện AD/CVD lốp TBR (nếu có).

1 Mô hình kinh doanh: một pháp nhân săm lốp, nửa doanh thu xuất khẩu, phần lớn nguyên liệu nhập khẩu

Mô hình kinh doanh



Nguồn: BCTN 2025; BCTC soát xét 6T/2026 (báo cáo bộ phận, tồn kho, phải thu); tờ trình kế hoạch 2026 tại ĐHĐCĐ. AAS tổng hợp.

Chuỗi giá trị: từ nguyên liệu nhập khẩu đến nhà nhập khẩu Mỹ và nhà phân phối trong nước

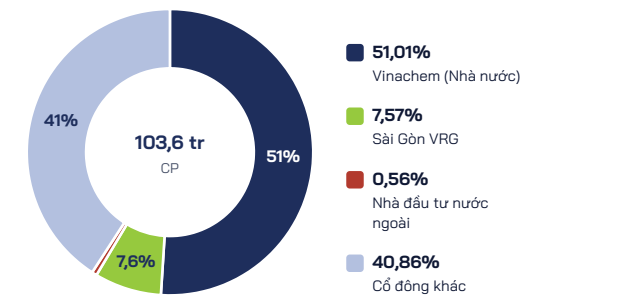


Nguồn: BCTN 2024–2025; biên bản ĐHĐCĐ 2026; BCTC soát xét 6T/2026; AAS tổng hợp. CSM không có công ty con, công ty liên kết.

- **Vốn chạy theo chuỗi dài:** mua nguyên liệu nhập khẩu (thường trả trước hoặc trả nhanh), giữ ~2,8 tháng nguyên liệu và ~1,5 tháng thành phẩm, rồi bán chịu ~50 ngày. Mỗi đồng doanh thu cần ~0,4 đồng vốn lưu động, gần như toàn bộ được tài trợ bằng vay ngắn hạn.
- **Lãi vay lớn hơn lợi nhuận:** lãi vay 2025 là 71 tỷ, LNTT 61 tỷ. Vì vậy cách CSM quản lý tồn kho, công nợ và tiền gửi tác động thẳng vào lợi nhuận cổ đông.
- **Hai đầu chịu biến động giá ngoại:** đầu vào theo giá cao su và dầu (cao su tổng hợp, than đen), đầu ra xuất khẩu chịu thuế nhập khẩu của Mỹ. Doanh thu và nguyên liệu cùng bằng USD nên tỷ giá được bù tự nhiên.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** (1) doanh thu; (2) biên LNG trước khấu hao; (3) CPBH theo tỷ lệ cùng quý năm trước; (4) QLDN; (5) khấu hao ~28,6 tỷ/quý; (6) lãi vay = nợ vay bình quân × lãi suất, trong đó nợ vay do vốn lưu động quyết định.

Cơ cấu cổ đông: Vinachem nắm 51%, khối ngoại dưới 1%

Cơ cấu sở hữu



Nhóm cổ đông	Số CP	Tỷ lệ
Tập đoàn Hóa chất VN (Vinachem) – vốn Nhà nước	**52.855.849**	**51,01%**
CTCP Đầu tư Sài Gòn VRG	7.840.000	7,57%
Nhà đầu tư nước ngoài (08/10/2026)	582.751	0,56%
Cổ đông khác	~42.930.000	40,86%
Room ngoại / còn trống	51.813.233 / 51.230.482	50%

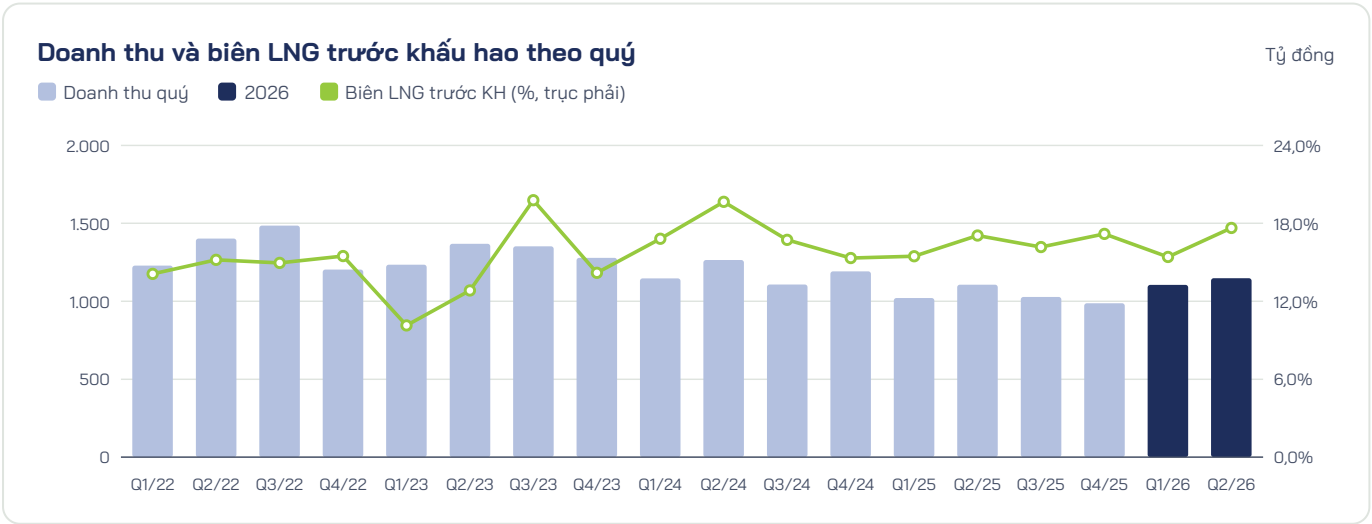
Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026 (vốn góp); BCTN 2025; room ngoại theo dữ liệu giao dịch 08/10/2026.

- **Vinachem quyết định vốn và cổ tức:** cổ tức 2025 là 0%, ban lãnh đạo nói dự kiến 3% cho 2026. Tăng vốn hay mua lại cổ phiếu phải qua Vinachem, Bộ Tài chính và Thủ tướng. ĐHĐCĐ bất thường (chốt danh sách 02/10/2026) chỉ để thay người đại diện vốn Vinachem trong HĐQT.

2 Kết quả kinh doanh: 6T/2026 hồi phục nhờ biên, lãi vay vẫn lấy ~50% EBIT

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	4.840	5.321	5.235	4.712	4.143	2.127	2.253	+6%
Giá vốn trừ khấu hao	−4.089	−4.526	−4.485	−3.902	−3.460	−1.781	−1.881	n/m
LNG trước khấu hao	**750**	**795**	**750**	**810**	**683**	**347**	**373**	**+8%**
Biên LNG trước khấu hao	15,5%	14,9%	14,3%	17,2%	16,5%	16,3%	16,5%	+0,3 điểm
CPBH	−208	−174	−200	−214	−196	−111	−115	n/m
QLDN trừ khấu hao	−164	−157	−176	−287	−217	−106	−108	n/m
EBITDA	**377**	**464**	**374**	**309**	**270**	**130**	**151**	**+16%**
Khấu hao TSCĐ	−209	−214	−201	−193	−156	−78	−57	n/m
EBIT	**168**	**250**	**173**	**116**	**114**	**52**	**94**	**+82%**
Lãi vay	−109	−115	−153	−96	−71	−31	−48	n/m
Doanh thu tài chính – CP tài chính khác	9	−28	44	51	29	20	8	−59%
Thu nhập/chi phí khác	−13	−6	8	18	−10	4	7	n/m
LNTT	**55**	**102**	**72**	**89**	**61**	**44**	**60**	**+37%**
LNST	**42**	**79**	**62**	**72**	**43**	**35**	**49**	**+40%**
Dòng tiền kinh doanh (CFO)	−341	−35	547	349	537	469	−109	n/m
Chi mua sắm TSCĐ	−14	−45	−46	−96	−130	−10	−50	n/m

Nguồn: BCTC CSM; khấu hao tách theo thuyết minh. AAS tính.

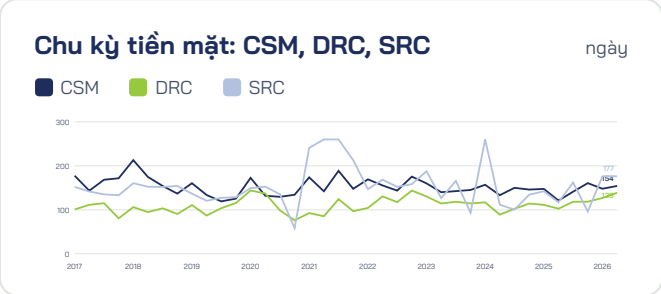


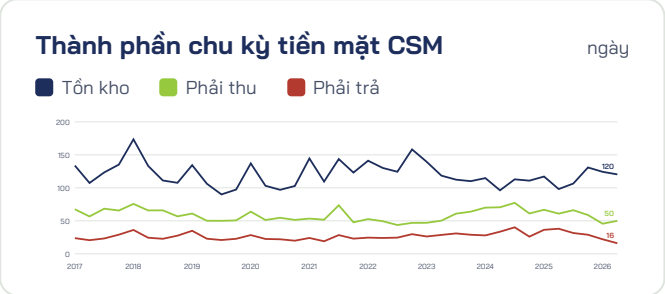
◆ **Lưu ý số liệu:** Q4/2025 lỗ 19 tỷ do 24,5 tỷ thuế GTGT không được khấu trừ và tiền phạt thuế (một lần).

3 Chu kỳ tiền mặt và vay ngắn hạn: tồn kho không thừa; vốn bị giam ở nhà cung cấp và tiền không sinh lãi

Số ngày (trung bình quý)	CSM 2017–2025	CSM 6T/2026	DRC 2017–2025	DRC 6T/2026	SRC 6T/2026
Tồn kho (DIO)	120	122	114	124	63
Phải thu (DSO)	59	48	33	80	132
Phải trả người bán (DPO)	27	19	37	71	18
Chu kỳ tiền mặt (CCC)	**152**	**151**	**109**	**133**	**176**

Nguồn: BCTC quý CSM, DRC, SRC; AAS tính.





30/06/2026	Tỷ đồng	Số ngày giá vốn	Ghi chú
Nguyên liệu, vật liệu	746,8	70	Đầu năm 813,2; "đủ cho sản xuất đến tháng 8" (ĐHĐCĐ 16/04/2026)
Thành phẩm	498,3	47	Đầu năm 475,5; tăng khi đơn hàng Mỹ chậm
Công cụ, hàng hóa, khác	22,9	2	
Hàng tồn kho	**1.268,0**	**119**	**Không trích dự phòng giảm giá 2024–6T/2026; không dùng làm tài sản đảm bảo**
Trả trước cho người bán	232,4	22	Đầu năm 162,3; mới: Dương Tú Tuấn 93,2; Duy Đăng 17,3; Thái Bình 12,3; Đức Việt 64,0 (đang kiện)
Phải trả người bán	−145,0	−14	Đầu năm 268,5
Vốn nằm ở khâu mua và giữ hàng (ròng)	**1.355,4**	**127**	**= tồn kho + trả trước − phải trả**
Phải thu khách hàng	677,1	54 ngày DT	Tireco (Mỹ) 230,5 (34%); Penn Strategic (Mỹ) 75,0; SHM (Brazil) 30,3

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; biên bản ĐHĐCĐ 2026. AAS tính.

- **Tồn kho không cao hơn đối thủ:** 6T/2026 CSM giữ 122 ngày tồn kho, DRC 124 ngày. Riêng nguyên liệu là dự trữ có chủ đích trước cú sốc giá dầu 2026 (Brent quy VND tăng ~64% từ Q4/2025 đến Q2/2026), nên không phải lãng phí.
- **Điểm chưa tối ưu nằm ở phía nhà cung cấp:** DPO chỉ 16 ngày ở Q2/2026, so với 71 ngày ở DRC. Cộng thêm 232 tỷ trả trước, CSM đang cho nhà cung cấp vay ròng ~87 tỷ (trả trước lớn hơn phải trả). Đây là lý do chính khiến chu kỳ tiền mặt của CSM dài hơn DRC ~43 ngày.
- **Vừa giữ tiền vừa đi vay:** CSM có 504 tỷ tiền và tiền gửi gần như không sinh lãi (lãi tiền gửi 6T/2026 chỉ 3,6 tỷ), trong khi trả 48,4 tỷ lãi vay. 173,5 tỷ là tiền gửi USD cầm cố cho BIDV; phần còn lại (~330 tỷ) dùng được.

- **Nếu làm cả ba việc** (giảm tiền tự do, DPO về 32 ngày, DIO về 105 ngày) và thu hồi ~100 tỷ trả trước, lãi vay 2027 giảm ~28 tỷ (bình quân năm, khi đang chuyển dần), tương đương ~34% LNTT 2027F cơ sở; khi đã đạt mục tiêu cả năm, mức tiết kiệm ~33 tỷ/năm. Đây là đòn bẩy lợi nhuận lớn nhất CSM tự làm được, không phụ thuộc giá cao su hay thuế Mỹ.

Đánh giá từng khoản: có tối ưu không?

Khoản mục	Hiện trạng (30/06/2026)	So sánh	Đánh giá của AAS	Vốn giải phóng	Lãi vay giảm/năm
Tồn kho nguyên liệu	747 tỷ ≈ 70 ngày giá vốn	DIO tổng 120 ngày ≈ DRC 124	**Hợp lý trong 2026:** dự trữ trước cú sốc dầu, giữ biên gộp Q2 ở 15,3%. Nên hạ dần từ 2027	–	–
Thành phẩm	498 tỷ ≈ 47 ngày	Tăng khi đơn Mỹ chậm	**Có thể giảm:** đưa DIO tổng về 105 ngày (phân vị 25% của CSM)	~168 tỷ	7,6 tỷ
Phải trả người bán	145 tỷ, DPO 16 ngày	DRC 71 ngày; CSM 2024–25: 32–34	**Chưa tối ưu:** CSM trả nhà cung cấp nhanh hơn trước và gần như không dùng L/C trả chậm	~112 tỷ	4,9 tỷ
Trả trước người bán	232 tỷ (đầu năm 162)	Lớn hơn phải trả 145	**Chưa tối ưu, cần giải trình:** 93 tỷ ứng mới cho một công ty TNHH MTV; 64 tỷ cho bên đang kiện CSM	~100 tỷ	5,6 tỷ
Tiền tự do	330 tỷ không kỳ hạn	Lãi tiền gửi ≈ 0	**Dư:** giữ ~120 tỷ cho thanh toán, phần còn lại trả nợ	~210 tỷ	9,5 tỷ
Tiền gửi USD cầm cố	173,5 tỷ, lãi 0%	Điều kiện của khoản vay BIDV	**Chi phí ẩn:** đổi sang thế chấp tài sản khác thì giải phóng được	~174 tỷ	9,7 tỷ
Vay ngắn hạn	1.805 tỷ; lãi ≈ 5,1%	Lãi thấp nhờ vay USD	**Giá vốn vay hợp lý, quy mô vay quá lớn:** ~1/3 dư nợ đang tài trợ tiền nhàn rỗi, trả trước và thành phẩm dư	–	–
Cộng (không gồm cầm cố)	**–**	**–**	**–**	**~590 tỷ**	**27,6 tỷ**

Nguồn: AAS tính trên mô hình 2027F; lãi vay 5,6%/năm.

Tiền gửi và vay ngắn hạn

Tiền và tiền gửi (30/06/2026)	Tỷ đồng	Lãi suất	Dùng để trả nợ được?
Tiền gửi có kỳ hạn 6 tháng bằng USD (BIDV)	173,5	0%	Không: đang cầm cố cho khoản vay BIDV
Tiền gửi không kỳ hạn + tiền mặt	330,5	~0–0,5%	Được, trừ phần cần cho thanh toán; trong đó ~4,3 triệu USD
Cộng	**504,0**	**lãi tiền gửi 6T/2026: 3,6 tỷ**	**So với lãi vay 6T/2026: 48,4 tỷ**
Ngoại tệ đang giữ	10,87 triệu USD	≈ 287 tỷ	Đầu năm 7,21 triệu USD; cuối 2024 15,70 triệu USD

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; BCTC kiểm toán 2025.

Ngân hàng (30/06/2026)	Dư nợ	Đầu năm	Lãi suất công bố	Tài sản đảm bảo
Vietcombank	845,0	1.076,6	2,6%–8,1%	Đất, nhà máy Radial, tổng kho, máy móc các dự án PCR, TBR
VietinBank	434,2	467,5	Biên độ 3,5% (VND và USD)	Đất Uyên Hưng, Tân Uyên; hạn mức USD 10,45 triệu
BIDV	394,5	90,1	đến 7,6%	**Cầm cố 173,5 tỷ tiền gửi USD lãi 0%**
MB	121,5	139,9	7,68%	Không ghi
Nợ dài hạn đến hạn (VCB)	9,6	22,2	6,9%–8,5%	Máy móc dự án
Cộng vay ngắn hạn	**1.804,8**	**1.796,2**	**bình quân ≈ 5,1% (6T/2026), 3,7% (2025)**	**—**
Vay dài hạn (dự án PCR, Radial)	116,8	54,0	6,9%–8,5%	Máy móc hình thành từ dự án

Nguồn: BCTC soát xét 6T/2026; lãi suất bình quân AAS tính.

4 Thuế nhập khẩu: lốp radial sang Mỹ chịu Mục 232, gỡ thuế đối ứng không giúp CSM

Thị trường / sản phẩm (HTS)	Thuế đang áp (10/2026)	Tổng thuế	Áp cho CSM?
Mỹ – lốp PCR, LT radial (4011.10)	MFN 4% + Mục 232 25% + CVD 6,46% (mức "các công ty khác")	**35,46%**	Có (PCR, kể cả gia công cho đối tác Mỹ)
Mỹ – lốp TBR radial (4011.20.10)	MFN 4% + Mục 232 25%; không AD/CVD với VN	**29%**	Có, hàng XK chính sang Mỹ
Mỹ – săm ô tô (4013.10)	MFN 3,7% + Mục 232 25%	28,7%	Có
Mỹ – lốp tải bias (4011.20.50)	MFN 3,4% + Mục 301 12,5%	15,9%	Có
Mỹ – lốp xe máy, xe đạp, nông nghiệp	MFN + Mục 301 12,5% (từ 24/07/2026)	~12,5%	Có
Mỹ – thuế đối ứng IEEPA 20%; Mục 122 10%	Chấm dứt 20/02/2026; Mục 122 hết hạn 23/07/2026	0	Không (hàng 232 vốn không chịu)
Brazil – lốp xe máy từ VN	Chống bán phá giá 2,18 USD/kg đến 2030	–	Có thể (CSM có khách Brazil)
Brazil – lốp xe đạp từ VN	Chống bán phá giá chấm dứt 19/02/2026	–	Mở lại thị trường
EU – lốp PCR, TBR	AD/CVD chỉ áp cho Trung Quốc	–	Không; lợi thế tương đối
Ấn Độ, Trung Đông, ASEAN, Nhật, Hàn	Không tìm thấy biện pháp với lốp VN	–	Chưa rà hết

Nguồn: Federal Register, HTSUS 2026, USTR, EUR-Lex, DOU Brazil; BCTN 2025. AAS tổng hợp.

- **Mỹ chiếm ~65% doanh thu xuất khẩu**, ≈ 1.330 tỷ năm 2025 (~30% doanh thu), chủ yếu lốp radial TBR và PCR. Đây là nhóm chịu Mục 232 (phụ tùng ô tô) 25% từ 03/05/2025, không chịu thuế đối ứng.
- **Gỡ thuế đối ứng không giúp CSM:** BCTN 2025 quy khó khăn cho "thuế đối ứng", nhưng lốp radial chịu Mục 232. Việc thuế IEEPA bị chấm dứt (02/2026) và Mục 122 hết hạn (07/2026) không làm giảm thuế của nhóm hàng này.
- **Vị thế tương đối:** lốp TBR Việt Nam không chịu AD/CVD, trong khi hàng Thái Lan chịu AD 12,33–48,39% và Trung Quốc chịu AD/CVD từ 2019. Ngược lại, hàng Nhật, EU, Hàn, Đài Loan chỉ chịu 15% gộp theo thỏa thuận 232 riêng, rẻ

hơn hàng Việt Nam ~14 điểm %.

- **Rủi ro lớn nhất chưa xảy ra:** một vụ AD/CVD lốp TBR nhắm vào Việt Nam (chưa có đơn kiện đến 10/2026). Lệnh CVD lốp PCR đang rà soát cuối kỳ: Bộ Thương mại Mỹ kết luận 05/10/2026 là nên giữ lệnh, còn ITC đang rà soát toàn diện.
- **Gánh nặng minh họa:** 25 điểm % thuế 232 trên ~1.330 tỷ hàng bán sang Mỹ là ~330 tỷ/năm do nhà nhập khẩu Mỹ nộp. Mỗi 1% giá bán CSM phải giảm để chia gánh nặng ≈ 13 tỷ LNTT/năm. Biên LNG xuất khẩu 6T/2026 vẫn đạt 14,1% (6T/2025: 11,4%), tức đến nay CSM chưa phải giảm giá sâu.

5 Dự báo: Q3 còn lãi nhờ nguyên liệu dự trữ, Q4 về gần hòa vốn; 2026 thấp hơn kế hoạch

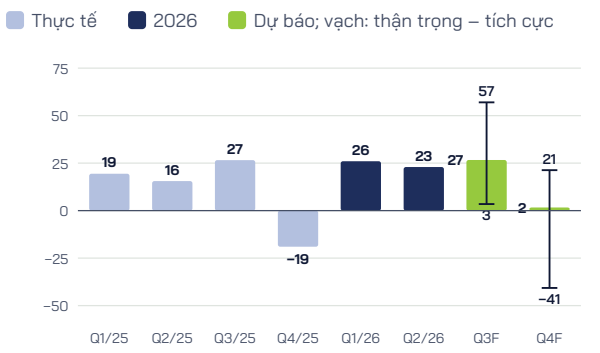
LNST	Tỷ đồng
Q3/2026F – dự báo cơ sở AAS	**27 (+0% so với cùng kỳ)**
Khoảng Q3/2026 (thận trọng – tích cực)	3 – 57
Q4/2026F cơ sở (khoảng)	2 (−41 – 21); Q4/2025: −19 (gồm 24,5 tỷ một lần)
Năm 2026F cơ sở (thận trọng / tích cực)	**77 (12 / 127); 2025: 43**
Năm 2027F cơ sở	65 (thận trọng −60, tích cực 164); nếu tối ưu vốn lưu động: ~85

Tỷ đồng	Q3 thận trọng	Q3 cơ sở	Q3 tích cực	Q4 thận trọng	Q4 cơ sở	Q4 tích cực
Doanh thu thuần	1.040	1.120	1.200	1.000	1.080	1.170
Biên LNG trước khấu hao	14,5%	16,0%	17,5%	13,5%	15,0%	16,8%
LNG trước khấu hao	151	179	210	135	162	197
CPBH	−31	−31	−32	−60	−63	−64
QLDN trừ khấu hao	−60	−58	−56	−62	−58	−56
EBITDA	**60**	**90**	**122**	**13**	**41**	**76**
Khấu hao	−29	−29	−29	−29	−29	−29
EBIT	**31**	**61**	**93**	**−16**	**13**	**48**
Lãi vay	−25	−26	−26	−24	−25	−26
Tài chính khác, thu nhập khác	−1	2	5	−1	2	5
LNTT	4	38	71	−41	−10	27
Thuế TNDN	−1	−8	−14	0	0	−5
LNST (theo khoản mục)	3	30	57	−41	−10	21
LNST – dự báo AAS	**3**	**27**	**57**	**−41**	**2**	**21**

Nguồn: AAS dự báo.

LNST theo quý

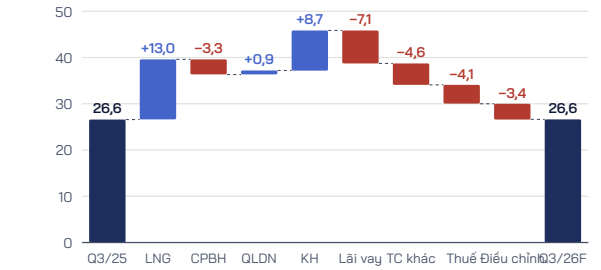
Tỷ đồng



Cầu nối LNST Q3/2025 → Q3/2026F

Tỷ đồng

LNG: lợi nhuận gộp trước KH; TC khác: DT tài chính, chiết khấu thanh toán, khác



Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thận trọng	2026F cơ sở	2026F tích cực	2027F cơ sở	Kế hoạch 2026
Doanh thu thuần	4.143	2.253	4.293	4.453	4.623	4.700	5.140[1]
EBITDA	270	151	223	282	349	287	–
Lãi vay	−71	−48	−98	−99	−100	−98	–
LNTT	61	60	24	88	158	82	120
LNST	**43**	**49**	**12**	**77**	**127**	**65**	**~96[2]**
EPS (đ, 103,6 triệu CP)	411	–	113	745	1.228	631	–

Nguồn: BCTC; tài liệu ĐHĐCĐ 2026; AAS dự báo. [1]Tổng doanh thu theo kế hoạch. [2]Quy đổi từ LNTT 120 tỷ.

2027F (tỷ đồng)	Nợ vay cuối năm	Lãi vay	LNTT	So với cơ sở
Cơ sở (DIO 120, DPO 22, tiền 330)	**1.729**	**97,8**	**81,7**	**0,0**
DPO về 32 ngày	1.617	92,9	86,6	+4,9
DIO về 105 ngày	1.562	90,2	89,3	+7,6
Tiền tự do trả nợ	1.519	88,3	87,8	+6,1
Cả ba	1.240	75,8	100,3	+18,6
Cả ba + thu hồi ~100 tỷ trả trước	**–**	**70,2**	**105,9**	**+24,2**

Nguồn: AAS tính.

Bốn yếu tố theo dõi

- **Biên LNG trước khấu hao:** mỗi 1 điểm % biên quý ≈ 11 tỷ LNTT/quý. Nguyên liệu dự trữ giá cũ hết từ tháng 8, nên Q4 chịu giá đầu vào cao.
- **Giá dầu:** +10% Brent quy VND ≈ −0,5 điểm % biên sau 1 quý (cao su tổng hợp, than đen).
- **Thuế Mỹ:** mỗi 1% giá bán xuất khẩu Mỹ phải giảm ≈ −13 tỷ LNTT/năm; theo dõi đơn kiện AD/CVD lốp TBR.
- **Vốn lưu động:** mỗi 10 ngày DPO tăng thêm ≈ 107 tỷ nợ vay giảm ≈ 6,0 tỷ lãi/năm.

6 Định giá: P/B 0,92x, vùng nắm giữ; giá trị hợp lý 13,2 nghìn

Chỉ số (09/10/2026)	Hiện tại	Trung vị 3 năm	Trung vị từ 2017	Phân vị từ 2017
P/E trượt 4 quý	22,9x	20,3x	19,7x	64%
P/B	0,92x	1,00x	1,12x	14%
z P/E · z P/B	0,37 · −0,95	—	—	—
P/E dự phóng 2026F · 2027F	16,8x · 19,8x	—	—	—
ROE 2026F	5,5%	—	—	—
Giá trị sổ sách / CP	13.591 đ	—	—	—

Nguồn: giá và BCTC CSM; AAS tính.

Phương pháp	Căn cứ	Giá trị (nghìn đ)
P/B 1,0x	Trung vị P/B 3 năm 1,0x × BVPS 13,6	13,6
P/E 20,3x × EPS 2027F	Trung vị P/E 3 năm × 631 đ	12,8
Giá trị hợp lý (bình quân)	**—**	**13,2 (+6%)**

P/B	Giá tương ứng (BVPS 13.591 đ)	LS 250 phiên lịch sử (TB)	Hành động
< 0,8x	< 10,9	+25%	Mua mạnh: vùng hiếm (105 phiên từ 2017)
0,8–0,9x	10,9 – 12,2	+9% (nhóm 0,8–1,0x)	Tích lũy từng phần
0,9–1,0x	**12,2 – 13,6**	**+9% (nhóm 0,8–1,0x)**	**Nắm giữ; hiện tại 0,92x**
1,0–1,2x	13,6 – 16,3	+3%	Nắm giữ, không mua thêm
> 1,2x	> 16,3	−11% (1,2–1,5x)	Chốt lời

Nguồn: AAS tính.

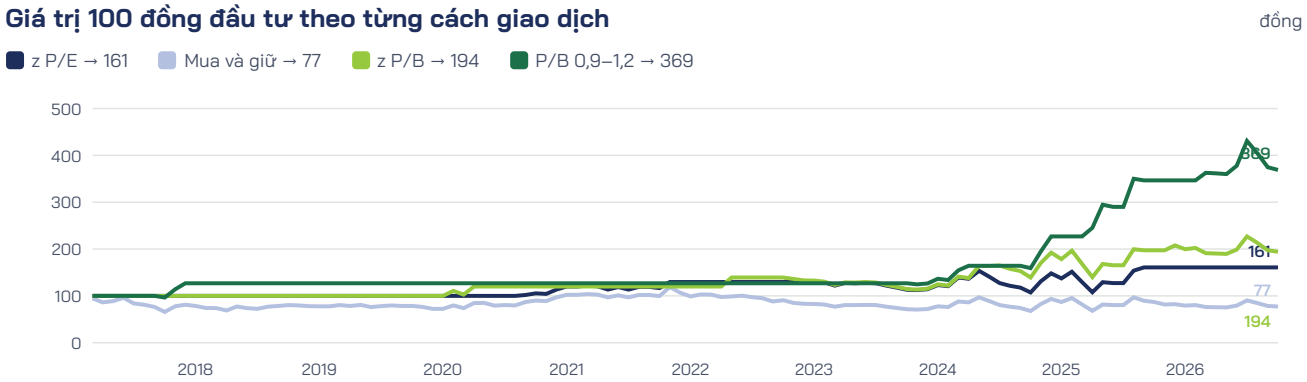
7 Giao dịch: mua thấp – bán cao theo P/B thắng mua và giữ trên một cổ phiếu đi ngang

- **Cách đọc z-score:** z đo P/B (hoặc P/E) hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn. z < −1 là rẻ bất thường so với chính CSM; hiện z P/B −0,95, z P/E 0,37.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 03/2017 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức. Lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý), lệnh khớp phiên sau tín hiệu, mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua khi z P/B < −1, bán khi > +1 đưa 100 đồng thành 194 đồng (+7,2%/năm), so với 77 đồng nếu mua và giữ (−2,7%/năm). Ngưỡng P/B tuyệt đối 0,9x/1,2x cho 369 đồng (+14,5%/năm), sụt giảm tối đa chỉ −16%, nhưng ngưỡng này đặt sau khi xem bảng P/B nên kết quả có phần thuận lợi hơn thực tế.
- **Hạn chế:** mỗi quy tắc chỉ 2–5 lệnh trong gần 10 năm; CSM là cổ phiếu đi ngang (mua và giữ lỗ), nên lợi thế đến từ mua thấp – bán cao trong biên độ P/B 0,8–1,3x.
- **Ý nghĩa cho hiện tại:** P/B 0,92x, thấp hơn 88% số phiên 3 năm; hai quy tắc P/B đang ở trạng thái nắm giữ. Vùng mua thêm là dưới 0,9x.

Quy tắc (03/2017–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang nắm giữ?
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	161	+5,1%	−45%	2	Không
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	194	+7,2%	−39%	5	Có
P/B < 0,9 mua, > 1,2 bán (đặt sau khi xem bảng P/B)	369	+14,5%	−16%	5	Có
Mua và giữ	**77**	**−2,7%**	**−52%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính; phí 0,4% mỗi chiều.

Giá trị 100 đồng đầu tư theo từng cách giao dịch



GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH CSM

- **Đang nắm giữ:** giữ; P/B 0,92x nằm trong vùng 0,9–1,0x, lịch sử cho lợi suất 12 tháng bình quân +9%.
- **Chưa có cổ phiếu:** mua từng phần dưới 12,2 nghìn (P/B 0,9x); dưới 10,9 nghìn (0,8x) là vùng hiếm, có thể mua mạnh hơn. Không đuổi giá trên 13,6 nghìn (1,0x).
- **Chốt lời:** trên 16,3 nghìn (P/B 1,2x), vùng mà lịch sử cho lợi suất 12 tháng sau âm.
- **Mốc theo dõi:** BCTC Q3/2026 (trước 20/10): biên LNG khi hết nguyên liệu giá cũ; DPO, trả trước, nợ vay. Thông báo của Bộ Thương mại Mỹ về lốp TBR từ Việt Nam; kết quả rà soát CVD lốp PCR tại ITC.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 09/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.