

CÔNG TY CỔ PHẦN CÔNG NGHIỆP CAO SU MIỀN NAM (HSX: CSM)
Đặng Quân

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

 Email: quand@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

 Giá hiện tại: **13.000**

 Giá mục tiêu: **14.800**

 Tăng/(Giảm): **+13,8%**
Khuyến nghị
MUA
BIÊN LỢI NHUẬN ĐƯỢC CẢI THIỆN NHỜ TIẾT GIẢM CHI PHÍ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu CSM, mức giá mục tiêu là **14.800 VNĐ/cp**, cao hơn **13,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 30/12/2025 (bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF). Các luận điểm đầu tư chính như sau:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Doanh thu mảng lốp ô tô Radial bán thép – PCR (25,5% doanh thu) dự báo tăng trưởng tích cực với CAGR = 7,9%/năm giai đoạn 2025 – 2030F, được hỗ trợ bởi sản lượng tiêu thụ tăng với CAGR = 4,0%/năm, trong đó: (1) Sản lượng hợp đồng xuất khẩu sang Tireco (Mỹ) mở rộng thêm khoảng 300 nghìn lốp/năm trong giai đoạn 2028F – 2030F (+25% so với năm 2024), cùng với đóng góp từ dự án 85 nghìn lốp bán thép thương hiệu Patagonia M/T. (2) Sản lượng nội địa tăng 1,9%/năm nhờ nhu cầu tiêu thụ ô tô trong nước kỳ vọng tăng 1,9%/năm theo đà tăng trưởng của nền kinh tế. [\(Chi tiết\)](#)

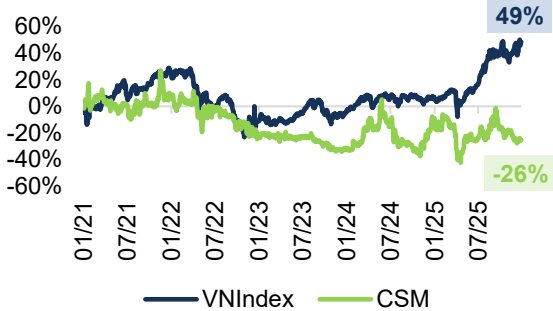
Doanh thu mảng lốp ô tô Radial toàn thép – TBR (19,8% doanh thu) dự báo tăng trưởng khả quan với CAGR = 4,1%/năm giai đoạn 2025 – 2030F nhờ sản lượng gia tăng với CAGR = 3,7%/năm được thúc đẩy bởi: (1) Nhu cầu tiêu thụ xe tải nhẹ trong nước kỳ vọng tăng 5,1%/năm theo đà tăng trưởng của nền kinh tế và (2) Xu hướng dịch chuyển từ lốp Bias sang lốp TBR sau Quyết định số 49 năm 2022. [\(Chi tiết\)](#)

Doanh thu các mảng còn lại dự báo sụt giảm, trong đó: (1) Mảng lốp ô tô Bias (14,7% doanh thu) dự báo giảm với CAGR = -3,7%/năm giai đoạn 2025 – 2030F khi xu hướng Radial hóa đang tiếp diễn [\(Chi tiết\)](#). (2) Mảng lốp và săm xe máy (15% doanh thu) dự báo lần lượt giảm với CAGR = 0,8%/năm và 4,1%/năm giai đoạn 2025 – 2030F khi nhu cầu xe máy trong nước bão hòa (ước tính giảm 1,2%/năm) và săm xe máy bị thay thế bởi lốp không săm. [\(Chi tiết\)](#)

Biên lợi nhuận gộp năm 2027F dự báo đạt 14,4% (tăng 1,1 đpt so với 2024) nhờ biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR và lốp TBR dự báo lần lượt tăng 0,9 đpt và 4,6 đpt khi nhà máy radial hết khấu hao. Theo đó, lợi nhuận sau thuế dự báo tăng trưởng tích cực với CAGR = 18,1%/năm giai đoạn 2025 – 2030F. [\(Chi tiết\)](#)

RỦI RO ĐẦU TƯ/YẾU TỐ THEO DÕI

- Triển vọng mảng lốp PCR phụ thuộc trọng yếu vào các thỏa thuận xuất khẩu cho Tireco (Mỹ). [\(Chi tiết\)](#)
- Tiến độ nghiên cứu sản phẩm lốp xe ô tô điện cung cấp cho VinFast thông qua hợp tác MOU. [\(Chi tiết\)](#)
- Khoản hoàn thuế GTGT đầu vào giúp giảm bớt nợ vay. [\(Chi tiết\)](#)

Biểu đồ 1: Biến động giá cổ phiếu CSM & VNIndex


Thông tin giao dịch		30/12/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)		13.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		17.150
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)		9.800
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)		103,6
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)		103,6
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)		253.295
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)		0,5
Vốn hóa (tỷ VNĐ)		1.337
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)		777
P/E Trailing 12 tháng		16,6

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam
Địa chỉ	180 Nguyễn Thị Minh Khai, phường Xuân Hòa, TP.HCM
HĐKD chính	Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm săm lốp
Chi phí chính	Nguyên vật liệu: cao su thiên nhiên, cao su tổng hợp, than đen và các loại hóa chất
Rủi ro chính	Biến động giá nguyên vật liệu đầu vào

Cơ cấu cổ đông tại ngày 30/12/2025		(%)
Tập đoàn Hóa chất Việt Nam		51,0
Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG		8,0
Khác		41,0

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Lịch sử hình thành và phát triển



Công ty Cổ phần Công nghiệp Cao su Miền Nam (Casumina) là thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), được thành lập vào năm 1976 với hoạt động kinh doanh chính là sản xuất săm lốp xe đạp, ống cao su và cao su kỹ thuật. Trải qua quá trình mở rộng, CSM hiện sở hữu danh mục sản phẩm đa dạng gồm săm lốp xe đạp, săm lốp xe máy, săm lốp xe điện, lốp ô tô và các sản phẩm săm lốp cao su khác. Casumina được xếp hạng thứ 66/75 Công ty săm lốp toàn cầu năm 2024.

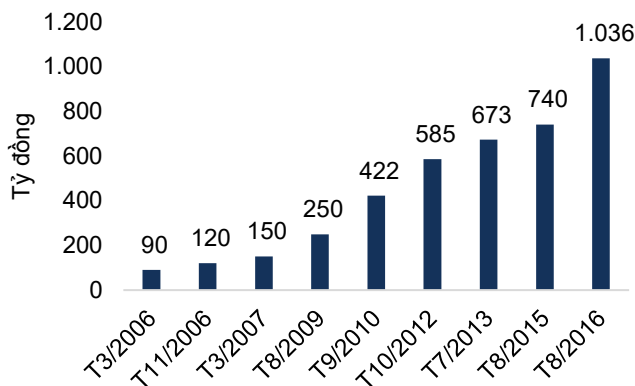
Bảng 1: Lịch sử hình thành và phát triển của CSM

Năm	Sự kiện
1976	Tháng 4/1976, Công ty Công nghiệp Cao su Miền Nam được thành lập, chủ yếu sản xuất săm lốp xe đạp, ống cao su, cao su kỹ thuật, nệm mút...
1993	Tháng 5/1993, Công ty trở thành đơn vị thành viên của Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem)
1997	Công ty bắt đầu liên doanh với các đối tác đến từ Nhật Bản như Yokohama và Mitsubishi để sản xuất săm lốp ô tô và săm lốp xe máy
2006	Công ty tiến hành cổ phần hóa và đi vào hoạt động với vốn điều lệ ban đầu là 90 tỷ đồng
2009	Tháng 8/2009, Công ty chính thức niêm yết 25.000.000 cổ phiếu trên Sở giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã chứng khoán CSM
2014	Khánh thành nhà máy Casumina Radial với công suất thiết kế cả ba giai đoạn là 1 triệu lốp/năm, chính thức bắt đầu sản xuất lốp Radial toàn thép dành cho xe tải – xe buýt (TBR) với công suất thực tế giai đoạn 1 là 300 nghìn lốp/năm
2016 - 2017	Năm 2016, Công ty tăng vốn điều lệ lên 1.036 tỷ đồng để đầu tư dây chuyền lốp Radial bán thép dành cho xe con (PCR) với công suất 700 nghìn lốp/năm, đưa vào vận hành từ năm 2017 Cùng năm 2017, doanh nghiệp ký hợp tác toàn diện với Tireco (Mỹ) về chuyển giao công nghệ và xuất khẩu lốp PCR với sản lượng tới 1 triệu lốp/năm
2021	Ra mắt dòng sản phẩm lốp Radial dành cho xe con với thương hiệu Advenza, đạt các tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường có ngành công nghiệp ô tô phát triển như tiêu chuẩn JIS Nhật Bản, tiêu chuẩn E4 của Châu Âu, tiêu chuẩn DOT của Mỹ (Chi tiết về các tiêu chuẩn sản xuất ô tô)

Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

2. Lịch sử tăng vốn

Biểu đồ 2: Quá trình tăng vốn điều lệ của CSM trong giai đoạn 2006 – 2016



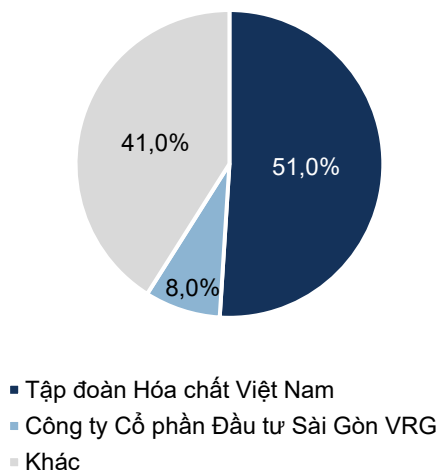
Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Kể từ sau khi niêm yết vào năm 2009, CSM đã trải qua tổng cộng năm lần tăng vốn điều lệ, chủ yếu thông qua hình thức trả cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu thưởng cho cổ đông.

Vốn điều lệ hiện tại của CSM là 1.036 tỷ đồng (tăng gấp 4 lần so với thời điểm niêm yết trên sàn vào năm 2009).

3. Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 3: Cơ cấu cổ đông của CSM tại ngày 30/12/2025



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của CSM khá cô đặc với sự chi phối từ Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem), nắm giữ 51,0% cổ phần. Đây là cổ đông nhà nước, nắm quyền kiểm soát và điều hành thông qua người đại diện phần vốn cổ phần là các thành viên Hội đồng quản trị của CSM.

Trước đó, vào năm 2019, Vinachem đã từng thực hiện đấu giá thoái vốn tại CSM theo Đề án tái cơ cấu của Vinachem trong giai đoạn 2017 – 2020, giảm tỷ lệ sở hữu xuống 36% nhưng không thành công. Hiện tại, Vinachem chưa có kế hoạch thoái vốn mới tại doanh nghiệp này.

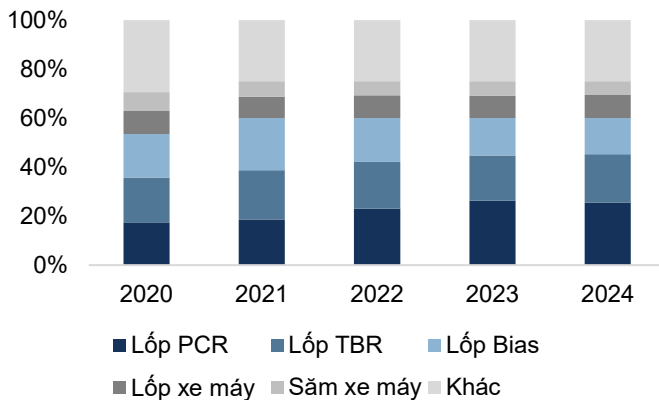
Cổ đông lớn thứ hai là Công ty Cổ phần Đầu tư Sài Gòn VRG (HSX: SIP) nắm 8,0% cổ phần; 41,0% cổ phần còn lại thuộc về các cổ đông khác.

4. Tổng quan hoạt động kinh doanh

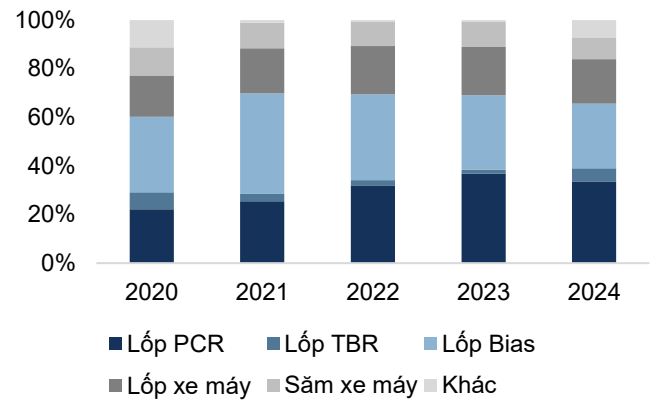
Doanh thu và lợi nhuận gộp của CSM chủ yếu đến từ mảng lốp ô tô và sảm lốp xe máy. Trong đó, lốp ô tô (gồm PCR, TBR và Bias) chiếm tỷ trọng lớn nhất, đóng góp khoảng 60% doanh thu và 65% lợi nhuận gộp năm 2024. Cụ thể: (1) Lốp PCR là mảng sản phẩm chủ lực, đóng góp 25,5% doanh thu và 33,7% lợi nhuận gộp; (2) Lốp TBR đóng góp 19,8% doanh thu và 5,3% lợi nhuận gộp; (3) Lốp Bias đóng góp 14,7% doanh thu và 26,6% lợi nhuận gộp. ([Phụ lục về đặc điểm của hai loại lốp](#)).

Ngoài ra, sảm lốp xe máy cũng có đóng góp đáng kể, chiếm khoảng 15,0% doanh thu và 27,0% lợi nhuận gộp. Các mảng sản phẩm còn lại đóng góp khoảng 25,0% doanh thu và 7,1% lợi nhuận gộp năm 2024.

Biểu đồ 4: Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của CSM trong giai đoạn 2020 - 2024

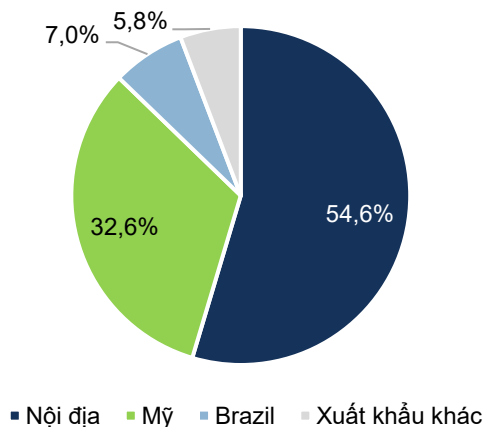


Biểu đồ 5: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo sản phẩm của CSM trong giai đoạn 2020 - 2024



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 6: Mỹ là thị trường xuất khẩu trọng yếu của CSM, chiếm 32,6% thị phần trong 9T2025



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

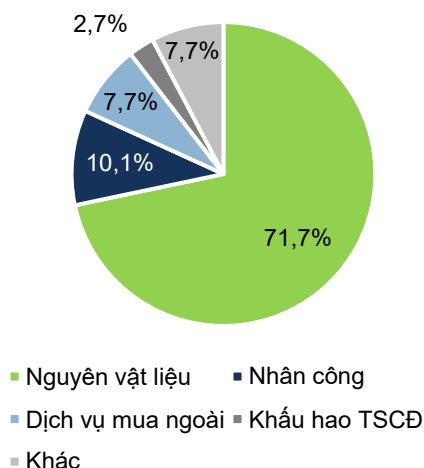
Về thị trường tiêu thụ, thị trường nội địa chiếm 54,6% cơ cấu doanh thu trong 9T2025 với đóng góp từ các mảng lốp TBR, lốp Bias và sảm lốp xe máy. Thị trường xuất khẩu chiếm 45,4%, trong đó Mỹ là thị trường chính (chiếm 32,6% doanh thu trong 9T2025), với dòng sản phẩm chủ lực là lốp PCR khi đạt được thỏa thuận xuất khẩu cho đối tác Tireco (Mỹ) từ năm 2017.

B. TỔNG QUAN NGÀNH

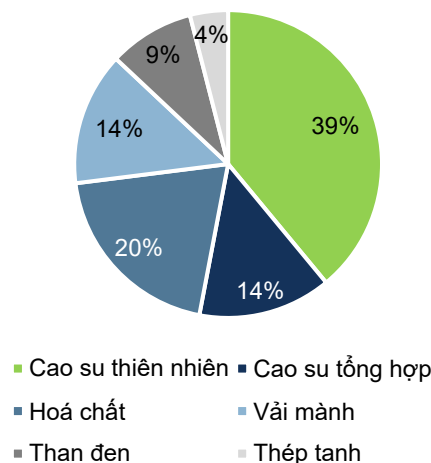
1. Đầu vào: Nguyên vật liệu chiếm hơn 71% chi phí sản xuất, phụ thuộc vào diễn biến giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô

Nguyên vật liệu là chi phí trọng yếu trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố của các doanh nghiệp sản xuất (chiếm khoảng 71,7%). Trong đó, cao su là nguyên vật liệu quan trọng nhất, chiếm trung bình 53% chi phí nguyên vật liệu, bao gồm cao su thiên nhiên (39%) và cao su tổng hợp (14%). Các nguyên vật liệu khác bao gồm các loại hóa chất (20%), vải mảnh (14%), than đen (9%), và thép tanh (4%).

Biểu đồ 7: Nguyên vật liệu là chi phí sản xuất kinh doanh chính, chiếm 71,7% năm 2024



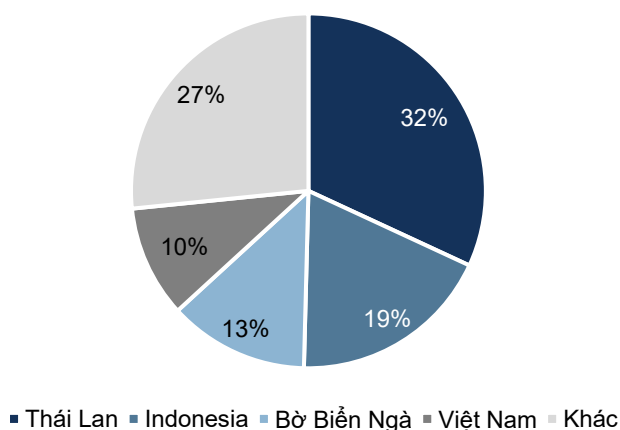
Biểu đồ 8: Cao su là nguyên vật liệu chính, chiếm trung bình 53% chi phí nguyên vật liệu



Nguồn: CSM, DRC, SRC, FPTS tổng hợp

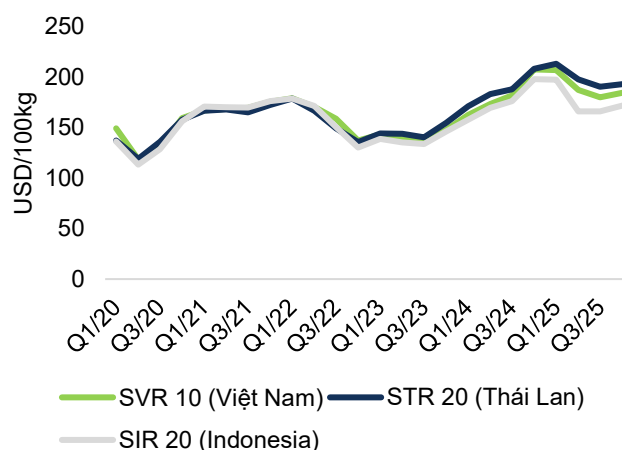
Cao su thiên nhiên được cung cấp bởi các doanh nghiệp cao su trong nước do Việt Nam là nước có nguồn cung cao su thiên nhiên lớn, với các mũ cao su trong nước, đứng thứ 4 trên thế giới về sản lượng sản xuất (chiếm 10%). Tuy nhiên, giá cao su thiên nhiên nội địa SVR 10 chịu ảnh hưởng bởi giá cao su thiên nhiên thế giới do (1) sản phẩm cao su thiên nhiên giữa các quốc gia không có sự khác biệt lớn, nên sẽ không có quốc gia nào có sức mạnh áp đặt giá mà phải diễn biến theo cung cầu thị trường thế giới, (2) rào cản chuyển đổi sản phẩm giữa các quốc gia không quá lớn khi đa phần các nước sản xuất cao su thiên nhiên lớn đều nằm tại khu vực Đông Nam Á (3 nước Thái Lan, Indonesia, Việt Nam chiếm 61% sản lượng sản xuất thế giới năm 2024).

Biểu đồ 9: Việt Nam đứng thứ 4 trên thế giới về sản lượng sản xuất cao su, chiếm 10% năm 2024



Nguồn: ANRPC, FPTS tổng hợp

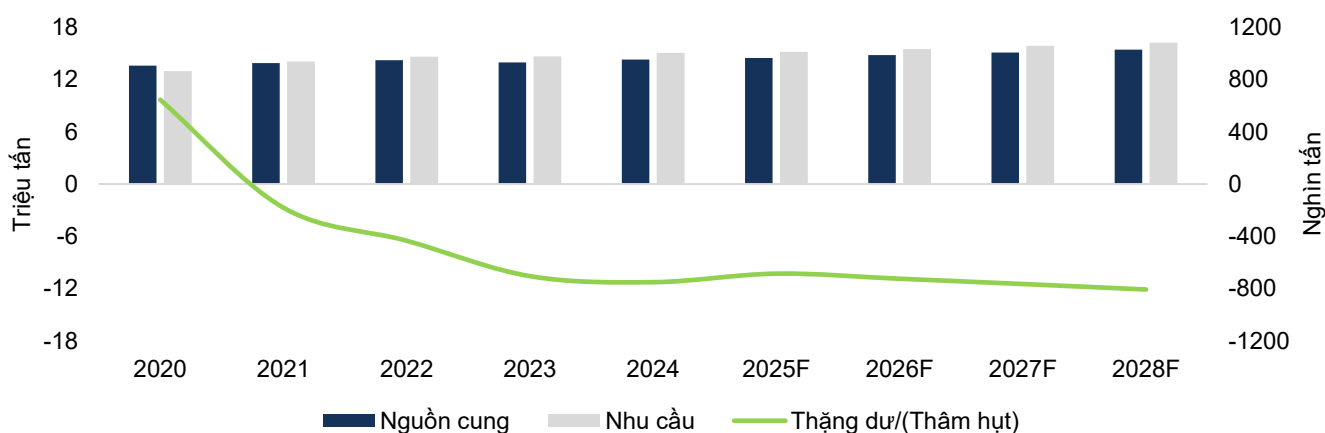
Biểu đồ 10: Giá cao su thiên nhiên nội địa biến động cùng chiều với giá cao su thiên nhiên thế giới



Nguồn: ARBC, Trademap, FPTS tổng hợp

Giá cao su thiên nhiên SVR 10 dự báo tăng trưởng bình quân 2,5%/năm trong giai đoạn 2026F – 2028F do thâm hụt nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu. Chúng tôi dự báo nguồn cung duy trì tốc độ tăng trưởng 2,16%/năm do khó mở rộng diện tích trồng, trong khi nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng với tốc độ cao hơn, 2,32%/năm, với động lực chính đến từ ngành sản lốp khi sản lượng tiêu thụ lốp xe toàn cầu được tăng trưởng bình quân 1,2%/năm giai đoạn 2024 – 2028F (theo OICA dự báo). Theo đó, mức thâm hụt hàng năm trong giai đoạn 2026F – 2028F được ANRPC dự báo khoảng 700 - 800 nghìn tấn, gây áp lực tăng giá cho cao su thiên nhiên. ([Phụ lục về các yếu tố ảnh hưởng tới cung cầu cao su thiên nhiên thế giới](#))

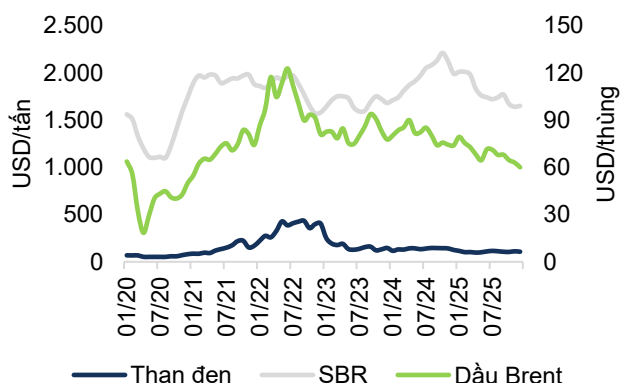
Biểu đồ 11: Thâm hụt nguồn cung cao su thiên nhiên toàn cầu trong giai đoạn 2021 – 2028F



Nguồn: ANRPC, FPTS dự phóng

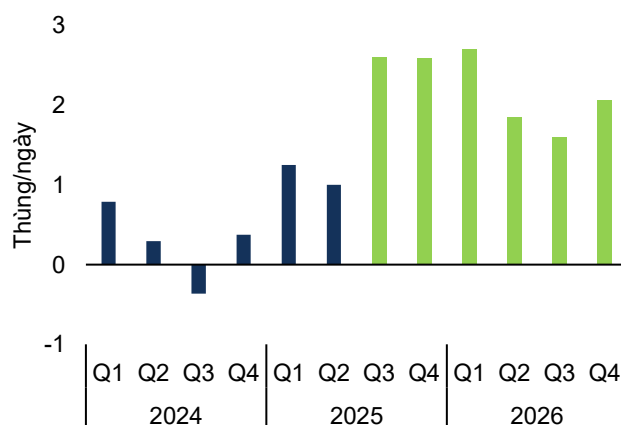
Các nguyên vật liệu còn lại như cao su tổng hợp, các loại hóa chất, vải mảnh và than đen đều được sản xuất từ dầu mỏ, nên biến động phụ thuộc vào diễn biến giá dầu thô, và đều phải nhập khẩu từ các nhà cung cấp nước ngoài (Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan...). Trong năm 2025, giá cao su tổng hợp và than đen lần lượt giảm 6,7% YoY và 21,8 YoY do diễn biến giá dầu Brent đã giảm về mức 68,8 USD/thùng (giảm 14,5% YoY). Giá dầu Brent suy giảm do nhu cầu tiêu thụ suy yếu trong bối cảnh lo ngại từ thuế đối ứng Mỹ và nguồn cung gia tăng khi OPEC+ đẩy nhanh tiến độ tăng sản lượng, hoàn tất toàn bộ gói bổ sung 2,2 triệu thùng/ngày trong giai đoạn từ tháng 5 đến tháng 9/2025, nhanh hơn so với lộ trình ban đầu vốn được phân bổ cho tới năm 2026.

Biểu đồ 12: Diễn biến đồng pha giữa giá cao su tổng hợp SBR, giá than đen và giá dầu thô Brent



Nguồn: EIA, Business Analytiq, Investing.com, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 13: Thặng dư dầu thô gia tăng trong giai đoạn 2H2025 – 2026F



Nguồn: EIA dự phóng, FPTS tổng hợp

Chúng tôi dự báo giá dầu Brent tạo đáy về mức 60 USD/thùng trong năm 2026F (giảm 12,8% YoY) do thặng dư dầu thô gia tăng trong giai đoạn 2H2025 – 2026F khi OPEC+ khôi phục hoàn toàn gói 2,2 triệu thùng/ngày giai đoạn T5 – T9/2025 và tiến tới khôi phục gói 1,6 triệu thùng/ngày vào T11/2026. Sau khi tạo đáy, chúng tôi dự báo

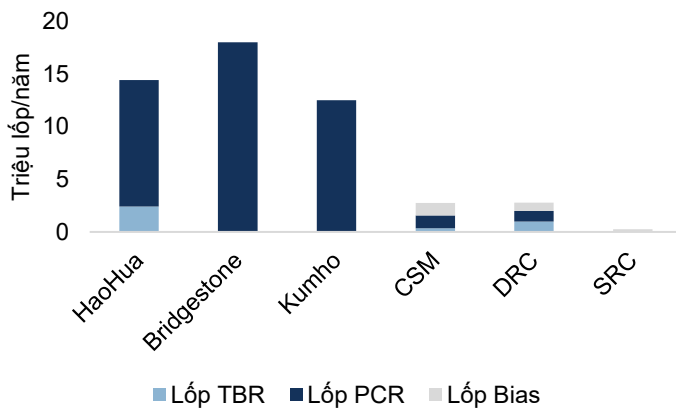
giá dầu phục hồi về mức 65 USD/thùng trong năm 2030 do: (1) OPEC+ hoàn tất quá trình khôi phục sản lượng, và (2) mức 65 USD/thùng là mức giá hòa vốn khai thác tại một số thị trường và các mỏ dầu khí mới.

2. Sản xuất: Các doanh nghiệp sản lốp FDI chiếm ưu thế trong ngành, chủ yếu sản xuất lốp Radial bán thép dành cho xe ô tô con (PCR)

Các doanh nghiệp FDI chiếm ưu thế quy mô sản xuất trong ngành. Tổng công suất thiết kế năm 2024 của các doanh nghiệp sản xuất sản lốp ô tô ở Việt Nam đạt hơn 70 triệu lốp/năm, trong đó các doanh nghiệp FDI chiếm hơn 93% công suất thiết kế. Hầu hết các nhà máy sản xuất lốp ô tô của doanh nghiệp FDI đều có công suất thiết kế từ 12,5 - 18 triệu lốp/năm, cao gấp 4 – 6 lần các doanh nghiệp sản lốp nội địa (công suất thiết kế khoảng 3 triệu lốp/năm).

Xét về sản phẩm, các doanh nghiệp FDI tập trung sản xuất lốp Radial bán thép (PCR) dành cho xe ô tô con trong khi các doanh nghiệp nội địa sản xuất đủ từng loại lốp Bias và lốp Radial. Trong đó, CSM tập trung sản xuất dòng sản phẩm lốp Radial bán thép dành cho xe ô tô con (PCR), DRC chủ yếu sản xuất lốp Radial toàn thép dành cho xe tải – xe buýt (TBR), SRC không sản xuất lốp ô tô Radial. Ngoài ra, các doanh nghiệp nội địa còn sản xuất lốp ô tô Bias dành cho các loại xe tải, xe chuyên dụng (xe công nghiệp, xe nông nghiệp, xe công trình).

Biểu đồ 14: Các doanh nghiệp FDI tập trung sản xuất lốp PCR và có quy mô vượt trội so với các DN nội địa



Nguồn: CSM, DRC, SRC, FPTTS tổng hợp

Bảng 2: CSM tập trung sản xuất lốp PCR, DRC tập trung sản xuất lốp TBR

Hiệu suất hoạt động năm 2024	CSM	DRC	SRC
Lốp Bias	48%	57%	86%
Lốp TBR	81%	123%	x
Lốp PCR	124%	35%	x

Nguồn: CSM, DRC, SRC, FPTTS tổng hợp

Danh mục sản phẩm lốp PCR của các doanh nghiệp sản lốp nội địa kém đa dạng hơn so với các doanh nghiệp FDI. Nguyên nhân do đặc thù của ngành sản lốp là mỗi dây chuyền sản xuất chỉ có thể phục vụ một số chủng loại, cỡ lốp và quy cách lốp nhất định. Do đó các doanh nghiệp sản xuất nội địa với năng lực tài chính và quy mô sản xuất còn tương đối hạn chế, nên kém đa dạng về danh mục sản phẩm, chưa cung cấp đầy đủ các chủng loại, quy cách lốp dành cho các thương hiệu xe đang lưu hành. Trong số các nhà sản xuất nội địa, chỉ CSM sở hữu thương hiệu lốp PCR cạnh tranh với tên thương hiệu là Advenza, được đánh giá là dòng sản phẩm bán chạy và phổ biến thứ ba tại Việt Nam, sau Michelin và Bridgestone.

Bảng 3: Số lượng danh mục sản phẩm của các doanh nghiệp sản lốp tại thị trường Việt Nam

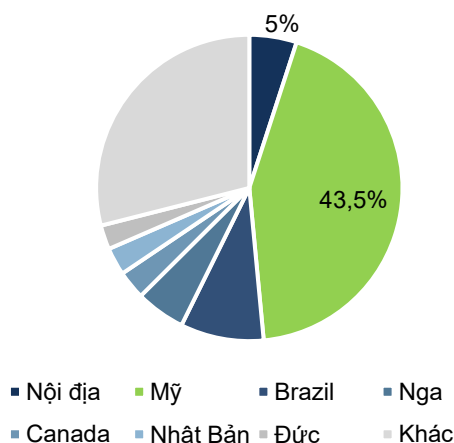
	CSM	DRC	SRC	Michelin	Bridgestone
Lốp Bias	132	118	120	Không sản xuất	Không sản xuất
Lốp TBR	110	156	Không sản xuất	28	90
Lốp PCR	89	48	Không sản xuất	412	223

Nguồn: CSM, DRC, SRC, FPTTS tổng hợp

3. Đầu ra: 95% sản lượng tiêu thụ lốp ô tô thông qua thị trường xuất khẩu do nhu cầu nội địa còn yếu. Các doanh nghiệp FDI chiếm lĩnh thị phần ở cả hai thị trường xuất khẩu lẫn nội địa

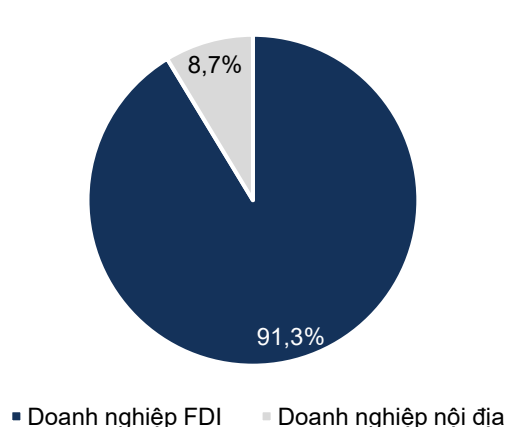
Tổng sản lượng tiêu thụ lốp xe ô tô toàn ngành ước tính là 40 triệu lốp/năm, với 95% sản lượng phục vụ thị trường xuất khẩu. Trong đó, Mỹ là thị trường xuất khẩu chính, chiếm 43,5% thị phần tiêu thụ lốp xe Việt Nam trong năm 2024. Xét về thị phần xuất khẩu, khoảng 91,3% thị phần đến từ các doanh nghiệp FDI như Sailun, Kumho, Bridgestone, các doanh nghiệp sản lốp nội địa chỉ chiếm 8,7%.

Biểu đồ 15: 95% nhu cầu tiêu thụ lốp xe hằng năm đến từ thị trường xuất khẩu



Nguồn: ResearchAndMarkets, Trademap, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 16: Doanh nghiệp FDI chiếm thị phần tiêu thụ vượt trội ở thị trường xuất khẩu



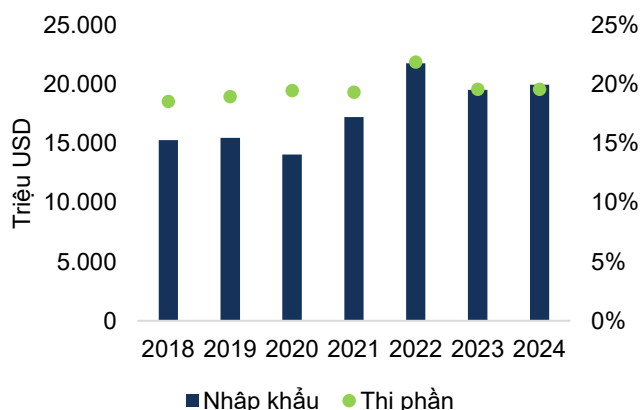
Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

Nhu cầu tiêu thụ nội địa còn yếu, ước tính chỉ khoảng 2 triệu lốp/năm (chiếm 5% cơ cấu tiêu thụ) do (1) phân khúc thay thế (93% thị phần): quy mô đội xe ô tô còn nhỏ, với tỷ lệ sở hữu xe năm 2024 chỉ khoảng 63 xe/1.000 dân, xếp thứ 6 trong khu vực Đông Nam Á; và (2) phân khúc lắp ráp xe mới OEM – Original Equipment (chiếm 7% thị phần tiêu thụ): ngành công nghiệp ô tô trong nước chưa phát triển, khi Việt Nam vẫn phải nhập khẩu khoảng 80% linh kiện sản xuất theo ước tính của Bộ Công Thương.

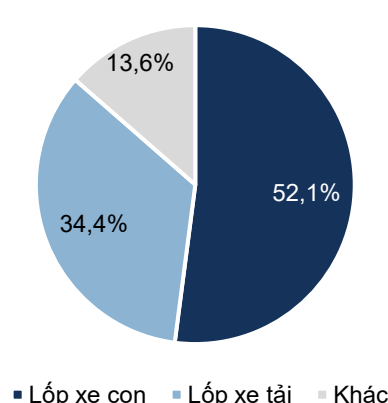
3.1 Thị trường Mỹ: Việt Nam dành được thị phần xuất khẩu từ Mexico và trở thành nước đứng thứ 2 thị phần trong năm 2024 nhờ lợi thế phân khúc sản phẩm giá thấp

Mỹ là quốc gia dẫn đầu thị phần nhập khẩu sản phẩm lốp trên thế giới (chiếm thị phần khoảng 20% năm 2024) với giá trị nhập khẩu sản phẩm lốp tăng trưởng với CAGR = 4,6%/năm giai đoạn 2018 – 2024. Trong đó, hai sản phẩm nhập khẩu chính của Mỹ là lốp xe con PCR (chiếm 51,2%) và lốp xe tải TBR (chiếm 34,4%).

Biểu đồ 17: Nhập khẩu lốp xe duy trì xu hướng tăng trưởng với CAGR = 4,6%/năm giai đoạn 2018 – 2024



Biểu đồ 18: Lốp xe con và lốp xe tải là hai sản phẩm nhập khẩu chính của Mỹ năm 2024

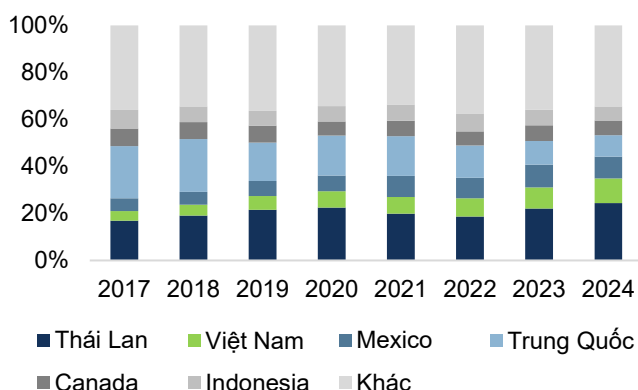


Nguồn: Trademap, FPTS tổng hợp

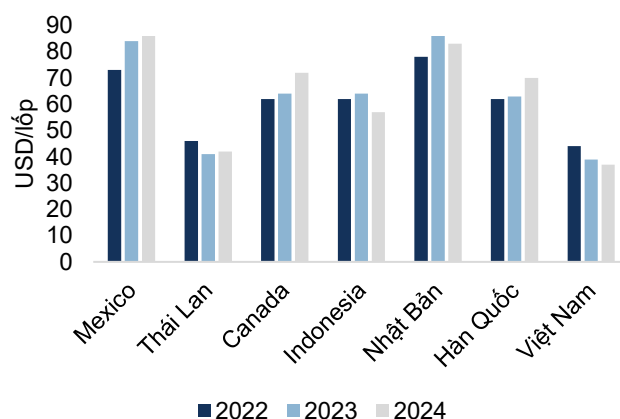
Thái Lan, Việt Nam và Mexico dành được thị phần từ Trung Quốc sau cuộc chiến tranh thương mại năm 2019. Sau khi Mỹ áp thuế chống bán phá giá và thuế nhập khẩu gay gắt với lốp xe Trung Quốc từ năm 2019, các quốc gia như Thái Lan, Việt Nam và Mexico đã đẩy mạnh xuất khẩu vào Mỹ để dành được thị phần từ Trung Quốc. Theo đó, thị phần xuất khẩu của Thái Lan, Việt Nam và Mexico gia tăng lần lượt từ 17,0%, 4,1% và 5,4% (năm 2017) lên 24,4%, 10,5% và 9,3% (năm 2024), trong khi thị phần của Trung Quốc giảm mạnh từ 22,2% xuống 9,1%.

Phân loại theo giá thành, Việt Nam và Thái Lan cùng tập trung vào phân khúc giá thấp, trong khi các quốc gia còn lại chủ yếu thuộc phân khúc giá cao hơn (cao hơn khoảng 1,75 – 2 lần). Nhờ lợi thế phân khúc sản phẩm giá thấp, Việt Nam dần chiếm được thị phần của Mexico và chính thức trở thành nước đứng thứ 2 thị phần xuất khẩu vào thị trường Mỹ trong năm 2024. Theo đó, thị phần xuất khẩu năm 2024 của Mexico đạt 9,3% (giảm 0,4 đpt YoY), trong khi thị phần xuất khẩu của Việt Nam đạt 10,5% (tăng 1,6 đpt YoY).

Biểu đồ 19: Thái Lan, Việt Nam và Mexico dành được thị phần từ Trung Quốc sau năm 2019



Biểu đồ 20: Việt Nam và Thái Lan có cùng phân khúc giá thấp

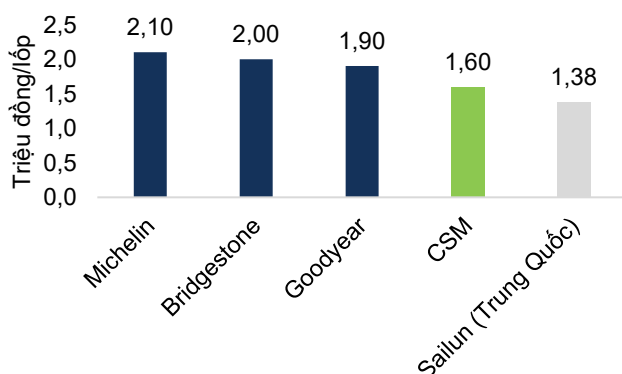


Nguồn: Trademap, FPTs tổng hợp

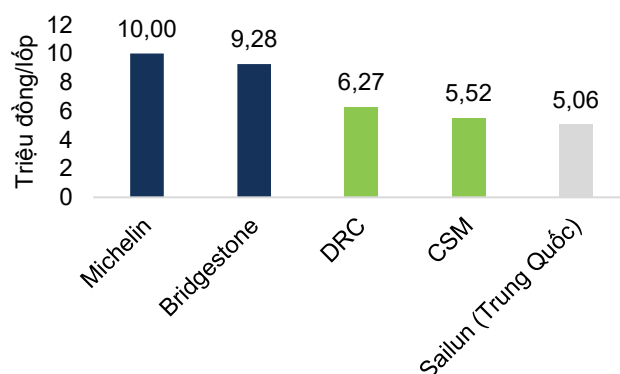
3.2 Thị trường nội địa: Lốp xe ô tô của các doanh nghiệp sản lốp nội địa chịu áp lực cạnh tranh lớn từ lốp Trung Quốc cùng phân khúc giá thấp

Phân loại theo giá thành, ngành sản lốp được chia thành hai phân khúc, phân khúc cao cấp và phân khúc trung cấp - bình dân. Phân khúc cao cấp do các thương hiệu FDI lớn, lâu đời chi phối, điển hình là các thương hiệu như Michelin, Bridgestone, Goodyear, Continental... có giá bán trung bình khoảng 2 triệu VNĐ/lốp PCR và 9,6 triệu VNĐ/lốp TBR. Phân khúc trung cấp - bình dân, bao gồm các thương hiệu nội địa và các thương hiệu từ Trung Quốc, có giá bán thấp hơn từ 20 - 40% so với phân khúc cao cấp. Theo đó, các thương hiệu sản lốp của Việt Nam chịu áp lực cạnh tranh lớn bởi các doanh nghiệp sản lốp Trung Quốc, vốn có lợi thế về quy mô sản xuất lớn (chiếm 22% tổng giá trị xuất khẩu lốp xe toàn cầu), có giá bán thấp hơn 10% - 25% so với lốp xe Việt Nam.

Biểu đồ 21: Giá bán lốp xe PCR trong nước



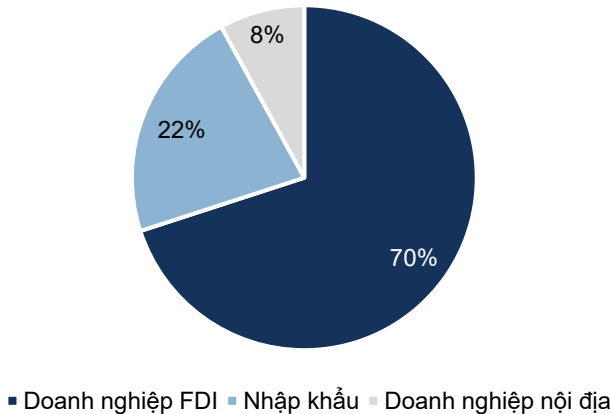
Biểu đồ 22: Giá bán lốp xe TBR trong nước



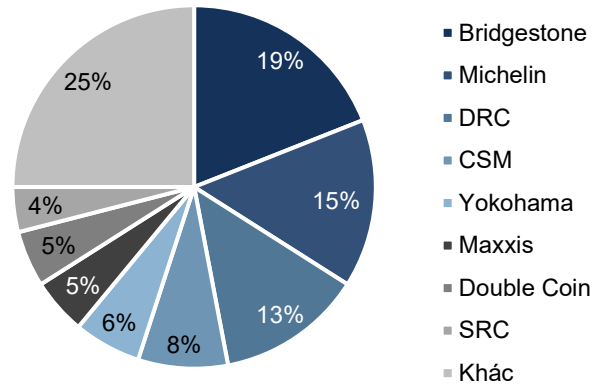
Nguồn: CSM, DRC, FPTs tổng hợp

Đối với loại lốp dành cho xe con, hơn 92% thị phần tiêu thụ ở thị trường nội địa thuộc về các thương hiệu ngoại lớn như Bridgestone, Michelin... do (1) danh mục sản phẩm đa dạng hơn từ các thương hiệu ngoại. (2) Xu hướng ưa thích tiêu dùng sản phẩm lốp thương hiệu ngoại của người tiêu dùng Việt Nam, đặc biệt là đối với sản phẩm lốp ô tô con. Ở Việt Nam, xe con hiện vẫn được xem là tài sản có giá trị cao, chủ yếu phục vụ nhóm khách hàng với mức thu nhập bình quân khoảng 25 – 30 triệu đồng/tháng trở lên (Theo thống kê của Toyota Việt Nam). Do đó, nhóm khách hàng này sẵn sàng chi trả để có sự an tâm về chất lượng và giá trị thương hiệu phù hợp với phương tiện sử dụng.

Biểu đồ 23: Khoảng 92% thị phần tiêu thụ lốp xe con trong nước thuộc về các thương hiệu ngoại



Biểu đồ 24: Ba doanh nghiệp nội địa chiếm tổng cộng 25% thị phần tiêu thụ lốp xe tải trong nước



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Đối với loại lốp dành cho xe tải (bao gồm lốp TBR và lốp Bias), cả ba doanh nghiệp sản phẩm nội địa đều nằm trong top 10 thị phần tiêu thụ trong nước, chiếm tổng cộng 25%. Hiện nay tài xế vẫn có thói quen sử dụng lốp xe tải Bias ở Việt Nam, bởi vì (1) chất lượng hạ tầng giao thông đường bộ chưa cải thiện và (2) giá bán lốp ô tô Bias bình quân khoảng 4,6 triệu VNĐ/lốp, thấp hơn khoảng 22% so với giá bán bình quân 5,9 triệu VNĐ/lốp ô tô Radial. Đây là các sản phẩm truyền thống của các doanh nghiệp sản phẩm nội địa, trong khi các thương hiệu FDI và lốp nhập khẩu chủ yếu là lốp Radial toàn thép (TBR). Điều này đã giúp cho các doanh nghiệp sản phẩm nội địa chiếm lĩnh đáng kể thị phần lốp xe tải trong nước.

- ✓ **Lốp TBR Việt Nam chịu sự cạnh tranh khốc liệt từ lốp TBR giá rẻ Trung Quốc cùng phân khúc ở thị trường nội địa, buộc các doanh nghiệp phải xuất khẩu sang Mỹ, Brazil để hạn chế cạnh tranh**

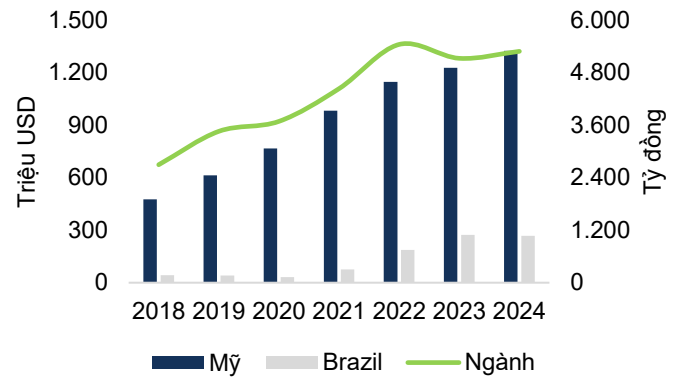
Sau khi bị Mỹ áp thuế chống trợ cấp và chống bán phá giá vào năm 2019, lượng lốp TBR khổng lồ của Trung Quốc đã tràn sang các nước châu Á khác trong đó có Việt Nam, Thái Lan. Với lợi thế giá thành thấp và quy mô sản xuất vượt trội, lốp TBR từ Trung Quốc đã nhanh chóng mở rộng thị phần tại Việt Nam, tạo áp lực lớn cho các nhà sản xuất trong nước như DRC, CSM. Nhờ chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị thấp hơn, sản phẩm Trung Quốc dễ dàng cạnh tranh trực tiếp về giá, khiến đầu ra nội địa của doanh nghiệp Việt Nam bị thu hẹp. Theo đó, doanh thu nội địa của các doanh nghiệp sản phẩm lốp trong nước có xu hướng giảm với tốc độ -1,2%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024, trong khi giá trị xuất khẩu của Trung Quốc vào Việt Nam tăng với tốc độ 9,2%/năm trong thời gian này.

Trước tình hình đó, các nhà sản xuất Việt Nam đã chuyển hướng quan tâm sang các thị trường xuất khẩu đang áp thuế chống bán phá giá/nhập khẩu gay gắt đối với lốp TBR Trung Quốc như Mỹ, Brazil trong những năm gần đây, để hạn chế sự cạnh tranh ở thị trường nội địa. Doanh thu xuất khẩu của các doanh nghiệp nội địa tăng với tốc độ 11,9%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024, được dẫn dắt bởi giá trị xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ và Brazil lần lượt tăng 18,6%/năm và 35,8%/năm trong giai đoạn này.

Biểu đồ 25: Doanh thu nội địa của ngành bị ảnh hưởng bởi lớp TBR giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc



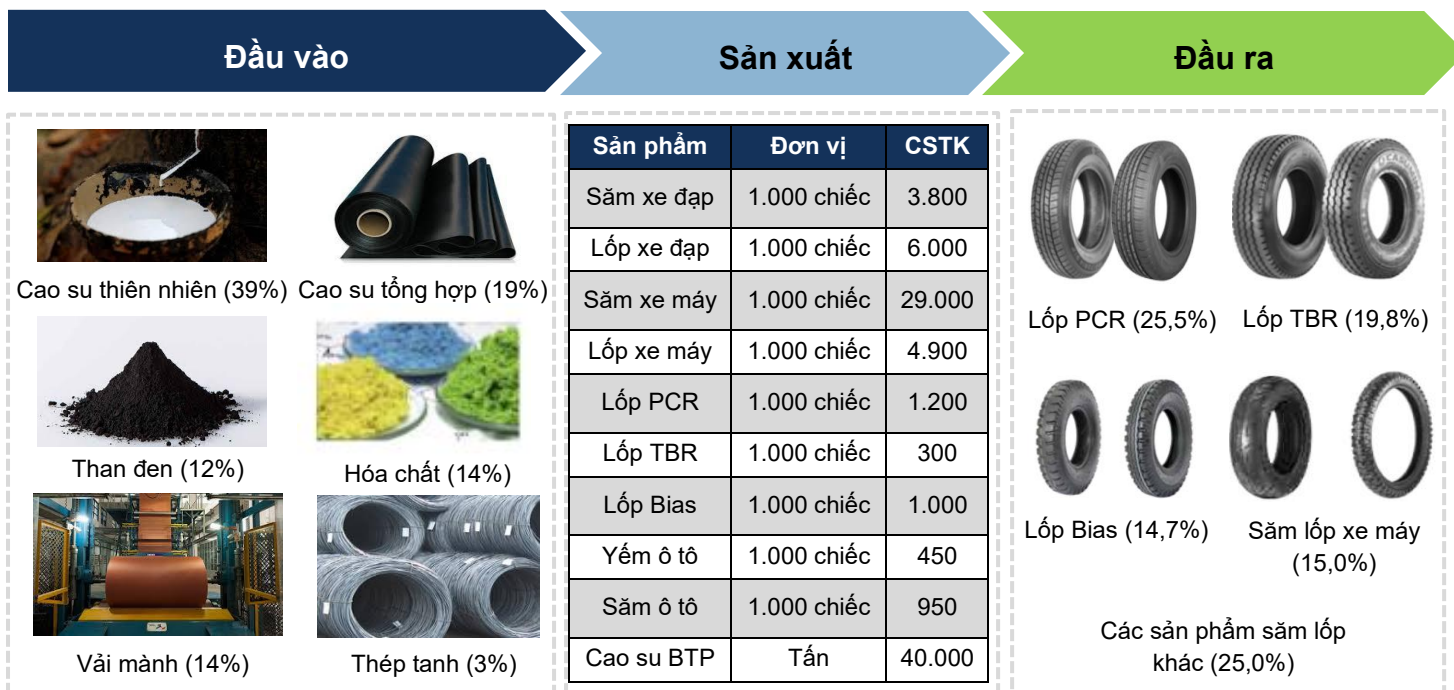
Biểu đồ 26: Doanh thu xuất khẩu của ngành gia tăng để hạn chế sự cạnh tranh ở thị trường nội địa



Nguồn: CSM, DRC, Trademap. FPTs tổng hợp

C. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

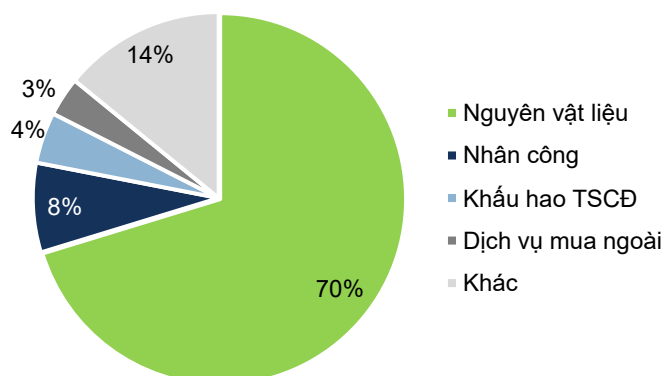
Chuỗi giá trị của CSM



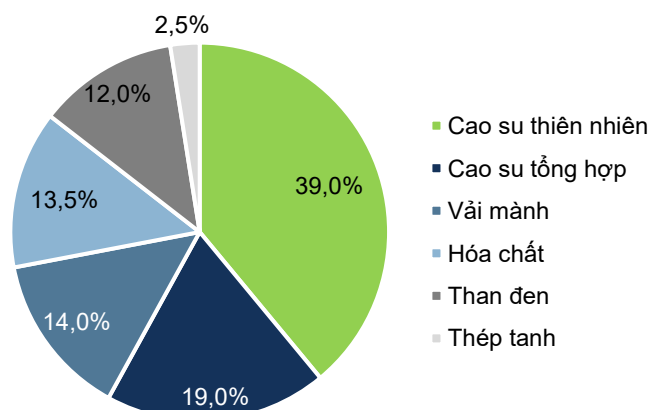
1. Đầu vào: Tương tự như các doanh nghiệp cùng ngành, nguyên vật liệu là chi phí sản xuất kinh doanh chính của CSM, phụ thuộc vào diễn biến giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô

Chi phí nguyên vật liệu chiếm 70% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của CSM năm 2024. Trong đó, cao su thiên nhiên là nguyên vật liệu chính, chiếm 39,0% và được cung cấp hoàn toàn bởi các doanh nghiệp cao su trong nước như Phước Hòa, Đồng Phú,... nhờ nguồn cung dồi dào. Các nguyên vật liệu khác (chiếm khoảng 58,5%) bao gồm cao su tổng hợp (19,0%), vải màn (14,0%), các loại hoá chất (13,5%) và than đen (12,0%) được nhập khẩu từ các nhà cung cấp nước ngoài và biến động theo diễn biến giá dầu thô.

Biểu đồ 27: Chi phí nguyên vật liệu chiếm 70% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của CSM năm 2024



Biểu đồ 28: Cao su thiên nhiên chiếm 39% chi phí nguyên vật liệu năm 2024



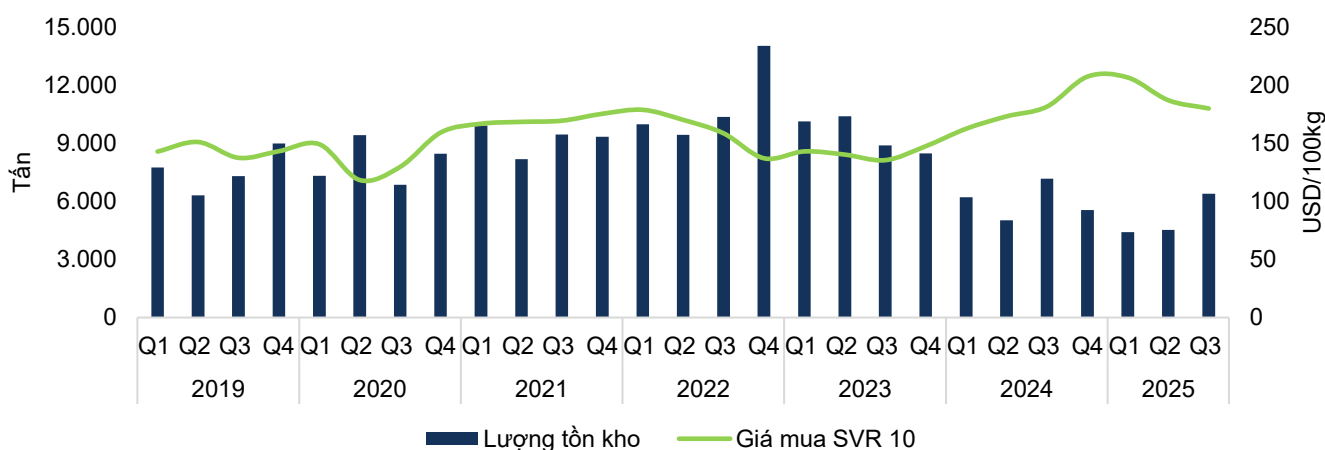
Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Bảng 4: Nhà cung cấp các nguyên vật liệu của CSM

STT	Nguyên vật liệu	Nhà cung cấp	Xuất xứ
1	Cao su thiên nhiên	Phước Hòa, Đồng Nai, Tây Ninh, Phú Riềng	Việt Nam
2	Cao su tổng hợp	Kumho, TSRC, LG, BST, DSM, JSR	Hàn Quốc, Đài Loan, Thái Lan, Hà Lan, Nhật Bản
3	Than đen	Cabot, Philip Carbon, Hitech, Thái Carbon	Malaysia, Ấn Độ, Thái Lan
4	Hóa chất	Bayer, Flexsys	Đức, Mỹ
5	Vải mảnh	Formosa, Indokorsa, Dệt vải CN Hà Nội	Đài Loan, Indonesia, Việt Nam
6	Thép tanh	Southern Wire, Kiss Wire	Malaysia, Hàn Quốc

Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

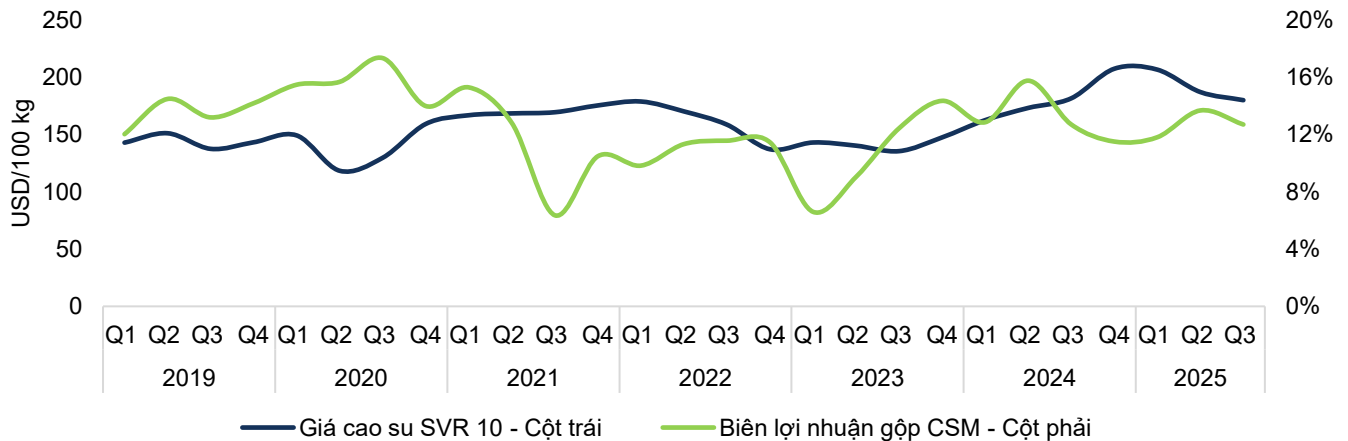
Với cao su thiên nhiên, tương tự như các doanh nghiệp cùng ngành, CSM thường đẩy mạnh thu mua và tích trữ trong nửa cuối năm do (1) đây là giai đoạn cao điểm khai thác cao su trong nước (quý 3 và quý 4) và (2) giảm thiểu rủi ro giá cao su tăng cao trong giai đoạn thiếu hụt nguồn cung vào mùa không cạo mủ (quý 1).

Biểu đồ 29: CSM thường đẩy mạnh thu mua và tích trữ cao su thiên nhiên trong nửa cuối năm


Nguồn: CSM, ARBC, FPTS tổng hợp

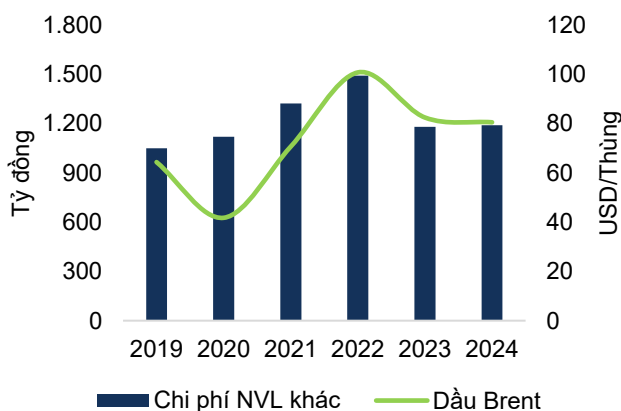
Biên lợi nhuận gộp của CSM biến động ngược chiều và có độ trễ phản ánh so với giá cao su thiên nhiên. Trong năm 2024, mặc dù giá cao su bình quân đã tăng 28% YoY do (1) nguồn cung cao su bị suy giảm bởi mưa lũ ở Thái Lan (quốc gia chiếm 32% sản lượng sản xuất cao su thiên nhiên toàn cầu) và (2) nhu cầu tiêu thụ gia tăng tại Trung Quốc (quốc gia chiếm 43% thị phần tiêu thụ cao su thế giới), biên lợi nhuận gộp của CSM trong 1H2024 vẫn duy trì ở mức cao, đạt trung bình 14,3% (cao hơn 6,5 đpt so với cùng kỳ), và chỉ bị tác động tiêu cực kể từ 2H2024 (giảm xuống mức 12,1%, thấp hơn 2,2 đpt so với 1H2024). Tính chung cả năm 2024, biên lợi nhuận gộp đạt 13,3%, cao hơn 2,6 đpt YoY.

Biểu đồ 30: Biên lợi nhuận gộp của CSM biến động ngược chiều và có độ trễ phản ánh so với giá cao su thiên nhiên



Nguồn: CSM, ARBC, FPTTS tổng hợp

Biểu đồ 31: Chi phí nguyên vật liệu khác được tiết giảm trong 2023 – 2024 nhờ giá dầu thô giảm



Nguồn: CSM, EIA, FPTTS tổng hợp

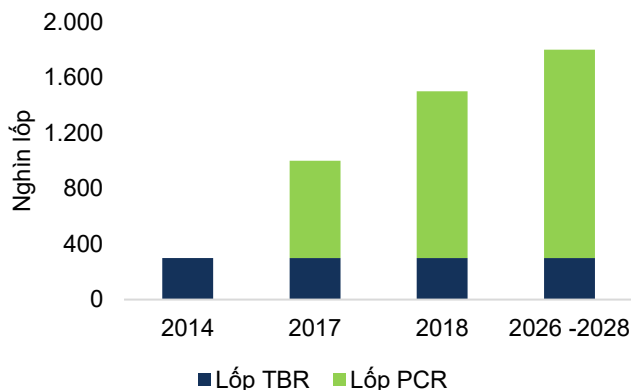
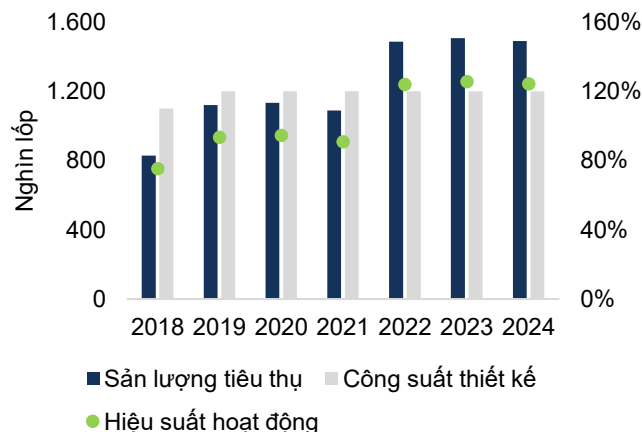
Chi phí nguyên vật liệu khác của CSM biến động cùng chiều với giá dầu thô và được tiết giảm trong 2023 – 2024. Các nguyên vật liệu khác (cao su tổng hợp, vải mảnh, các loại hoá chất, than đen) chiếm khoảng 58,5% trong cơ cấu nguyên vật liệu, đều là chế phẩm của dầu mỏ nên biến động cùng chiều với giá dầu. Trong giai đoạn 2023 - 2024, chi phí nguyên vật liệu của CSM được tiết giảm 20,9% YoY trong năm 2023 và chỉ tăng nhẹ 0,9% YoY trong năm 2024, do giá dầu đã hạ nhiệt từ mức đỉnh 100,8 USD/thùng năm 2022 xuống 82,5 USD/thùng năm 2023 (-18,2% YoY) và 80,5 USD/thùng năm 2024 (-2,4% YoY).

2. Sản xuất: Chú trọng đầu tư gia tăng công suất thiết kế lốp Radial bán thép dành cho xe con (PCR)

Hiện tại, CSM đang tiến hành hai dự án đầu tư mở rộng công suất sản xuất: (1) dự án đầu tư tăng thêm 300 nghìn lốp PCR/năm và (2) dự án đầu tư tăng thêm 85 nghìn lốp bán thép/năm thương hiệu Patagonia M/T.

(1) Dự án đầu tư tăng thêm công suất 300 nghìn lốp PCR/năm (+25% CSTK) để đáp ứng thỏa thuận tăng xuất khẩu sang Tireco (Mỹ).

Mảng lốp PCR hiện có công suất thiết kế 1,2 triệu lốp/năm nhưng từ năm 2022 đã vận hành vượt công suất, với hiệu suất hoạt động duy trì trên 124% giai đoạn 2022 – 2024. Vì vậy từ năm 2023, CSM đã triển khai dự án tăng công suất lên 1,5 triệu lốp/năm (tăng 25%) với vốn đầu tư khoảng 113,5 tỷ đồng. Theo ước tính của chúng tôi, dự án sẽ được vận hành từ năm 2026 và đạt tối đa phần công suất tăng thêm 300 nghìn lốp vào năm 2028, phục vụ cho thỏa thuận tăng cường xuất khẩu với Tireco (Mỹ). [\(Chi tiết\)](#)

Biểu đồ 32: Chú trọng đầu tư mở rộng công suất thiết kế lớp Radial bán thép (PCR)

Biểu đồ 33: Sản lượng tiêu thụ lớp PCR đã vượt công suất thiết kế trong giai đoạn 2022 - 2024


Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

(2) Dự án bổ sung thiết bị sản xuất lớp bán thép Patagonia M/T (tăng thêm công suất 85 nghìn lốp/năm) thúc đẩy tăng trưởng doanh thu mảng lớp PCR nhờ giá bán cao và mở rộng sản lượng xuất khẩu.

Dự án được khởi công từ quý II/2023 với tổng mức đầu tư 71,5 tỷ đồng và đã hoàn thành để chính thức đưa vào hoạt động từ ngày 23/06/2025. Lớp bán thép Patagonia M/T là dòng sản phẩm trực thuộc thương hiệu Milestar của Tireco (Mỹ), chủ yếu phục vụ phân khúc xe bán tải và xe tải nhẹ và có giá bán khoảng 88,5 USD/lốp, cao hơn 1,85 lần so với giá bán 31 USD/lốp PCR xe con. Với việc tăng thêm công suất 85.000 lốp/năm, dự án kỳ vọng sẽ gia tăng sản lượng xuất khẩu sang thị trường Mỹ và qua đó đóng góp tích cực vào tăng trưởng doanh thu toàn mảng PCR của CSM. ([Chi tiết](#))

Đồng thời, CSM đã tiến hành dự án di dời xí nghiệp Đồng Nai tại Khu Công nghiệp Biên Hòa 1 (Đồng Nai) về các xí nghiệp ở Hóc Môn và Bình Lợi trong năm 2025. Tại xí nghiệp Đồng Nai, doanh nghiệp vận hành sản xuất lốp xe đạp, săm lốp xe máy và lốp ô tô Bias, lần lượt chiếm 58%, 45% và 75% công suất thiết kế của từng mảng. Việc di dời được thực hiện theo đề án chuyển đổi công năng KCN Biên Hòa 1 thành Khu đô thị – thương mại – dịch vụ do Thủ tướng Chính phủ và Ủy ban Nhân dân tỉnh Đồng Nai phê duyệt.

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, tiến độ giải phóng mặt bằng và di dời đã gần hoàn tất. Xí nghiệp phải tạm ngưng hoạt động 1 – 2 tháng trong quá trình di chuyển, nhưng doanh nghiệp đã chủ động gia tăng sản xuất thành phẩm để tích trữ hàng tồn kho, nên chúng tôi đánh giá sự kiện này sẽ không ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ trong năm nay. Sau di dời, công suất và công năng của xí nghiệp vẫn được giữ nguyên như trước đây.

Bảng 5: Sản phẩm sản xuất và %công suất thiết kế của xí nghiệp cao su Đồng Nai

STT	Xí nghiệp	Vị trí	Công suất thiết kế (nghìn lốp/năm)	% Tổng công suất thiết kế
	Xí nghiệp cao su Đồng Nai		KCN Biên Hòa 1 (Đồng Nai)	
1	Lốp xe đạp		2.200	58%
2	Săm lốp xe máy		15.200	45%
3	Lốp ô tô		750	75%

Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

3. Đầu ra: Triển vọng tăng trưởng đến từ mảng lốp PCR với động lực chính từ thị trường Mỹ

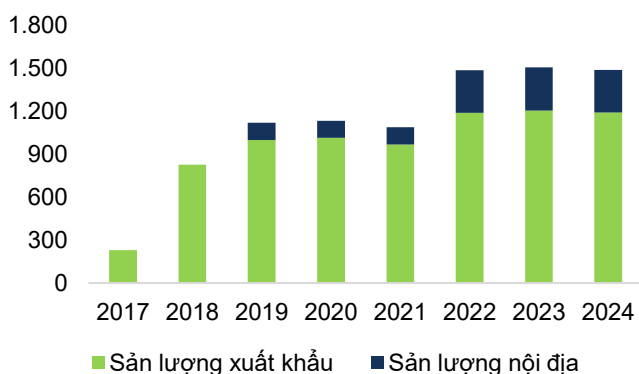
3.1 Lốp ô tô Radial bán thép dành cho xe con (PCR): Động lực tiêu thụ chủ yếu đến từ thị trường Mỹ, với khoảng 80% sản lượng năm 2024 được xuất khẩu thông qua đối tác chiến lược Tireco

Sản lượng tiêu thụ lốp PCR của CSM tăng trưởng với tốc độ CAGR = 10,3%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024. Trong 3 năm trở lại đây, sản lượng tiêu thụ trung bình khoảng 1,5 triệu lốp/năm với hiệu suất hoạt động đạt 124%, trong đó khoảng 80% (~1,2 triệu lốp) được xuất khẩu sang Mỹ thông qua đối tác chiến lược Tireco. Khoảng 20% còn lại (~300 nghìn lốp) được tiêu thụ tại thị trường nội địa thông qua các đại lý và nhà phân phối trong nước với thương hiệu là lốp Advenza.

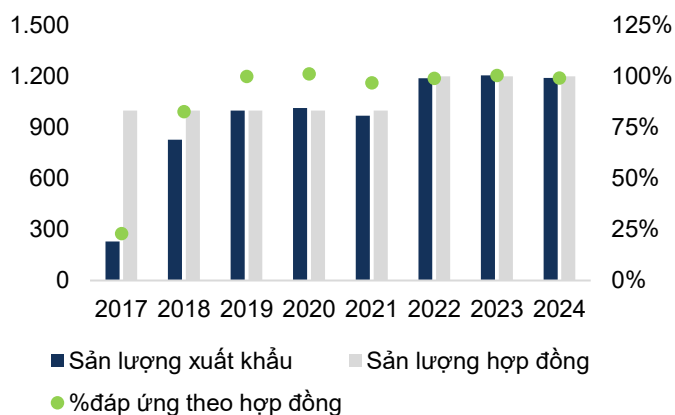
Sản lượng xuất khẩu lốp PCR phụ thuộc vào sản lượng hợp đồng thỏa thuận cung cấp cho Tireco (Mỹ).

Tireco là một trong những nhà tiếp thị và phân phối lốp xe lớn nhất khu vực Bắc Mỹ, đồng thời sở hữu một thương hiệu lốp xe trực thuộc Milestar. Kể từ năm 2017, CSM đã ký kết thỏa thuận hợp tác toàn diện với Tireco, theo đó các sản phẩm lốp PCR do CSM sản xuất và xuất khẩu sẽ mang thương hiệu Milestar, với cam kết sản lượng hợp đồng 1 triệu lốp/năm cung cấp cho Tireco. Theo đó, sản lượng xuất khẩu lốp PCR của CSM năm 2018 đạt 828 nghìn lốp (tăng mạnh 2,6 lần YoY) và đạt trung bình 1 triệu lốp/năm giai đoạn 2019 – 2021 (tăng 20,8% so với năm 2018) nhờ bắt đầu triển khai sản xuất và xuất khẩu theo hợp đồng với Tireco. Giai đoạn 2022 – 2024, sản lượng xuất khẩu được tăng lên mức 1,2 triệu lốp/năm (tăng 20,0% so với trung bình giai đoạn 2019 – 2021). Việc tăng sản lượng xuất khẩu này theo chúng tôi đánh giá là nhờ CSM đã thỏa thuận thành công với Tireco để nâng sản lượng hợp đồng lên 1,2 triệu lốp/năm từ năm 2022.

Biểu đồ 34: 80% sản lượng tiêu thụ năm 2024 được xuất khẩu qua Tireco (Mỹ)



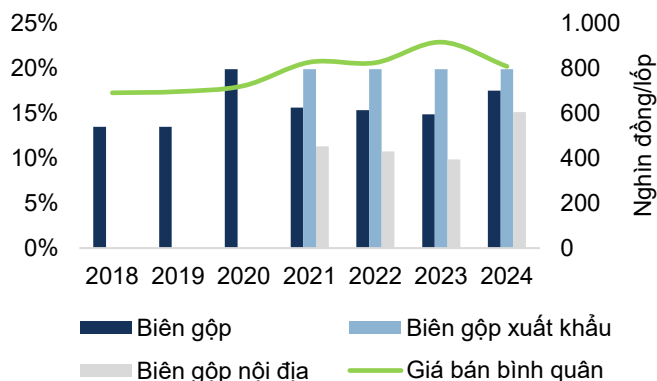
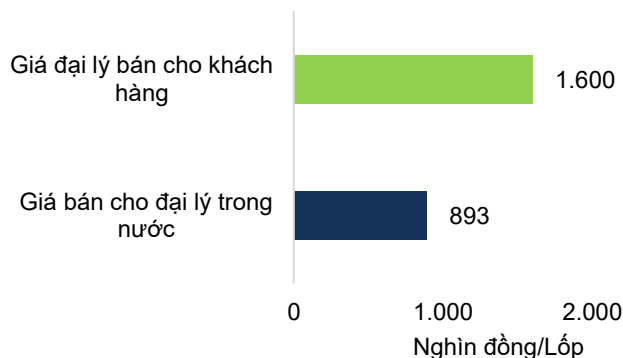
Biểu đồ 35: Sản lượng xuất khẩu phụ thuộc vào sản lượng hợp đồng cung cấp cho Tireco



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Doanh thu mảng lốp PCR sẽ phụ thuộc vào tình hình kinh doanh của Tireco và các yếu tố chính sách thương mại của thị trường Mỹ. Chúng tôi đánh giá đây là một rủi ro tiềm ẩn trong mô hình kinh doanh lốp PCR của CSM do việc tập trung trọng yếu vào một khách hàng chiến lược trong bối cảnh thị trường Mỹ thường xuyên áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại, có thể tạo ra điểm nghẽn trong hoạt động kinh doanh cho doanh nghiệp. Cụ thể, trong sự kiện thuế đối ứng Mỹ hồi đầu tháng 4/2025, CSM đã phải tạm ngưng các đơn hàng xuất khẩu sang Mỹ trong hai tuần đầu tháng do những lo ngại về chính sách thuế. Sau đó, nhờ thông tin thuế quan diễn biến tích cực hơn từ ngày 9/4, CSM đã có thể thỏa thuận với đối tác và nối lại đơn hàng xuất khẩu từ tuần thứ ba của tháng 4.

Biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR giai đoạn 2021 – 2024 suy giảm 4,1 đpt so với 2019 do (1) chi phí khấu hao gia tăng khi doanh nghiệp mua sắm các thiết bị, máy móc phục vụ cho việc hoạt động vượt công suất từ năm 2022; (2) biên lợi nhuận gộp lốp PCR nội địa thấp hơn so với biên gộp lốp PCR xuất khẩu do CSM không thể tăng giá bán đầu ra tương ứng với mức tăng giá nguyên vật liệu do bối cảnh cạnh tranh gay gắt ở thị trường lốp xe con trong nước, trong khi phải tăng chiết khấu cho đại lý và nhà phân phối trong nước. Theo đó, năm 2024, giá CSM bán cho đại lý/NPP trong nước chỉ đạt khoảng 893 nghìn đồng/lốp, thấp hơn 44,2% so với mức giá đại lý/NPP của CSM bán cho khách hàng (khoảng 1,6 triệu đồng/lốp).

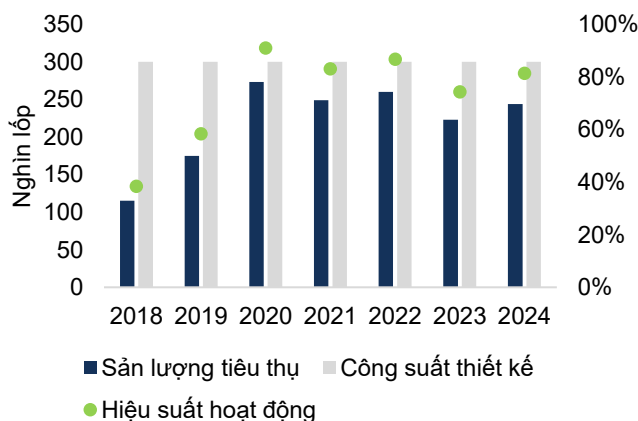
Biểu đồ 36: Biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR giảm mạnh từ năm 2021 trở đi

Biểu đồ 37: Giá bán cho đại lý trong nước năm 2024 thấp hơn 44,2% so với giá đại lý bán cho KH


Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

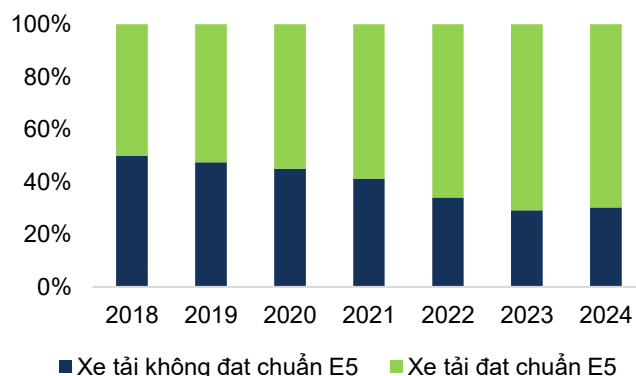
3.2 Lốp ô tô Radial toàn thép dành cho xe tải – xe buýt (TBR): Động lực tiêu thụ chủ yếu tới từ thị trường nội địa, nhờ xu hướng Radial hóa lốp xe đang tiếp diễn mạnh mẽ

Giai đoạn 2018 – 2020, sản lượng tiêu thụ lốp TBR của CSM tăng trưởng mạnh với CAGR = 54,1%/năm nhờ đạt được thỏa thuận xuất khẩu cho đối tác JinYu (Trung Quốc) trong hai năm 2019 – 2020. Giai đoạn 2021 – 2024, sau khi kết thúc hợp đồng cung cấp cho đối tác JinYu, động lực tiêu thụ chuyển dịch sang thị trường nội địa, với sản lượng tiêu thụ trung bình khoảng 244 nghìn lốp/năm (đạt 81% công suất thiết kế), được thúc đẩy bởi xu hướng Radial hóa tiếp diễn mạnh mẽ sau Quyết định số 49.

Theo quy định này, việc nâng chuẩn khí thải từ EURO 2 lên EURO 4 từ năm 2018, và tiếp tục lên EURO 5 từ năm 2022 đã buộc các nhà sản xuất, lắp ráp ô tô chuyển sang sử dụng lốp Radial thay thế cho lốp Bias để giảm hàm lượng các chất độc hại trong khí thải động cơ ([Phụ lục về các tiêu chuẩn khí thải Euro](#)). Đồng thời, sự cạnh tranh khốc liệt từ nhóm lốp TBR giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc cũng là một yếu tố đẩy nhanh xu hướng chuyển đổi này. Lốp TBR nhập khẩu từ Trung Quốc với giá bán thấp hơn khoảng 8% - 10% so với lốp TBR của CSM, đã thu hẹp khoảng cách chênh lệch giá giữa lốp TBR với lốp Bias trên thị trường, qua đó đẩy nhanh tốc độ Radial hóa lốp xe. Theo đó, sản lượng tiêu thụ xe tải nhẹ không đạt chuẩn E5 suy giảm rõ rệt, với thị phần giảm từ 50,0% năm 2018 xuống 30,0% năm 2024, trong khi thị phần xe tải đạt chuẩn E5 tăng tương ứng từ 50,0% lên 70,0%. Diễn biến này qua đó góp phần gia tăng sản lượng tiêu thụ lốp TBR đầu ra của CSM.

Biểu đồ 38: Sản lượng tiêu thụ lốp TBR trung bình khoảng 244 nghìn lốp trong giai đoạn 2021 – 2024


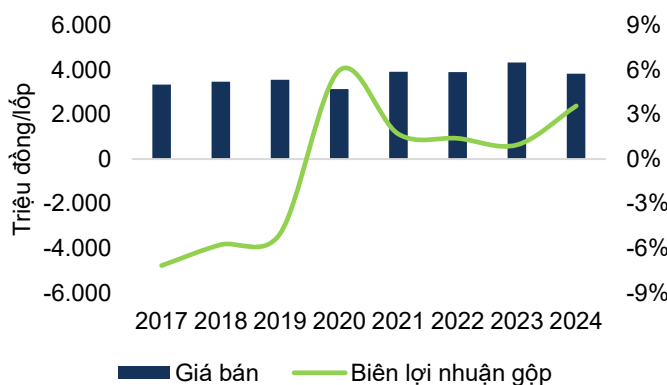
Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 39: Thị phần tiêu thụ xe tải đạt chuẩn E5 tăng mạnh trong giai đoạn 2018 – 2022


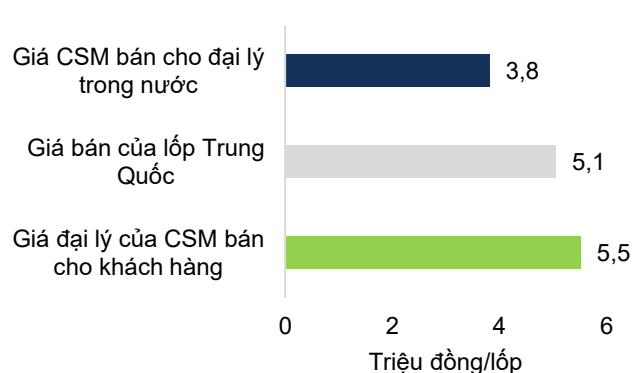
Nguồn: VAMA, FPTS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp mảng lốp TBR âm trong giai đoạn 2017 – 2019 và trung bình chỉ đạt 2,7% trong giai đoạn 2020 – 2024. Nguyên nhân do (1) sản lượng tiêu thụ vẫn chưa đạt điểm hòa vốn (khoảng 260 nghìn lốp) do áp lực cạnh tranh với lốp TBR giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc, với mức giá thấp hơn khoảng 8 – 10% so với mức giá đại lý của CSM bán cho khách hàng. (2) Doanh nghiệp không thể gia tăng giá bán đầu ra tương ứng với mức tăng giá của nguyên vật liệu do áp lực cạnh tranh gay gắt, trong khi phải tăng mức chiết khấu cho các đại lý và nhà phân phối trong nước. Theo đó, giá CSM bán cho đại lý trong nước (khoảng 3,8 triệu đồng/lốp) thấp hơn 30,8% so với giá đại lý của CSM bán cho khách hàng năm 2024 (khoảng 5,5 triệu đồng/lốp).

Biểu đồ 40: Biên lợi nhuận gộp mảng lốp TBR trung bình chỉ đạt 2,7% trong giai đoạn 2020 – 2024



Biểu đồ 41: Giá bán bình quân lốp TBR năm 2024 thấp hơn 30,8% so với giá bán lẻ theo đại lý/NPP

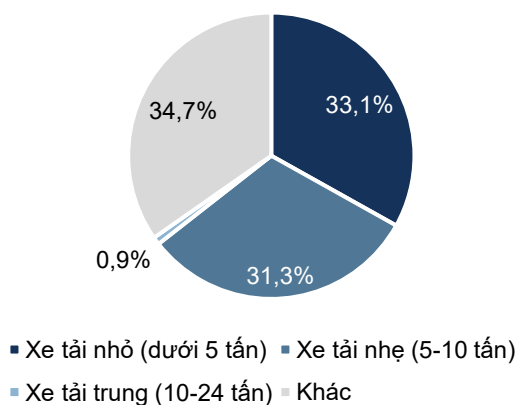


Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

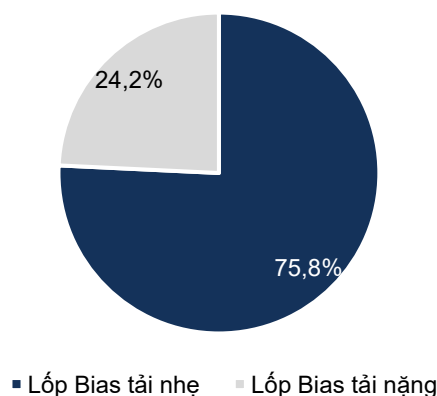
3.3 Lốp ô tô Bias: Sản lượng suy giảm với CAGR = -7%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024, do xu hướng Radial hóa khiến nhu cầu tiêu thụ xe tải không đạt chuẩn E5 suy giảm

Tại Việt Nam, với chất lượng hạ tầng giao thông đường bộ chưa đáp ứng được các loại xe có tải trọng lớn, do đó tỷ trọng xe tải nhỏ và nhẹ đang lưu hành vẫn chiếm ưu thế (65% cơ cấu tiêu thụ xe tải năm 2024). Lốp Bias tải nhẹ là sản phẩm lâu đời của CSM, chiếm 75,8% số lượng danh mục sản phẩm lốp Bias và chủ yếu phục vụ tại thị trường nội địa (chiếm 58,6% sản lượng tiêu thụ năm 2024). Ngoài ra, CSM xuất khẩu lốp Bias sang các quốc gia đang phát triển trong khu vực như Malaysia, Campuchia, Thái Lan, Yemen... chiếm 41,4% sản lượng tiêu thụ.

Biểu đồ 42: Xe tải nhỏ và nhẹ chiếm 65% cơ cấu tiêu thụ xe tải của VAMA năm 2024

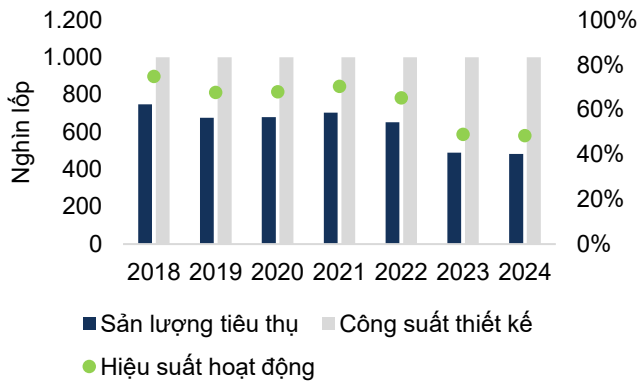
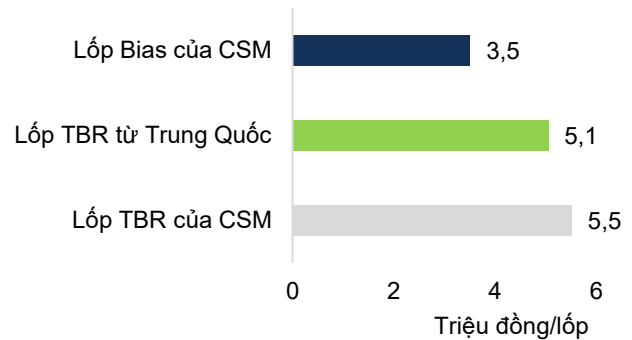


Biểu đồ 43: Lốp Bias tải nhẹ chiếm 75,8% số lượng danh mục sản phẩm lốp Bias của CSM



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

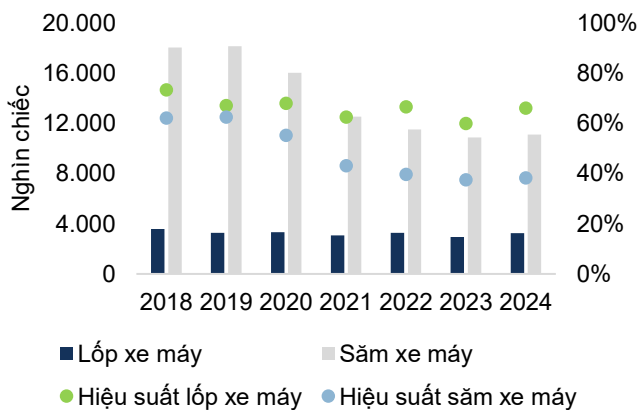
Giai đoạn 2017 – 2024, sản lượng tiêu thụ lốp Bias của CSM liên tục suy giảm với CAGR = -7,2%/năm (hiệu suất hoạt động giảm chỉ còn 50% giai đoạn 2023 – 2024) do xu hướng Radial hóa đang tiếp diễn mạnh mẽ sau Quyết định số 49. Đồng thời sự cạnh tranh khốc liệt về giá từ lốp TBR nhập khẩu Trung Quốc cũng là một yếu tố đẩy nhanh xu hướng này.

Biểu đồ 44: Sản lượng tiêu thụ lốp ô tô Bias giảm trung bình -7,2%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024

Biểu đồ 45: Lốp TBR giá rẻ từ Trung Quốc thu hẹp khoảng cách giá giữa lốp TBR và lốp Bias


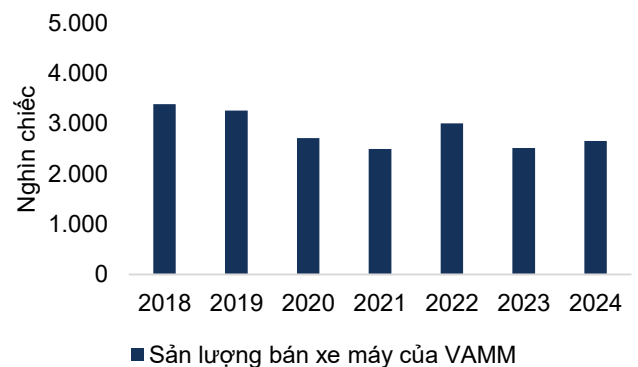
Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

3.4 Săm lốp xe máy: Sản lượng sụt giảm do thị trường xe máy bão hòa khi nhu cầu tiêu thụ xe máy giảm

Giai đoạn 2018 – 2024, sản lượng tiêu thụ lốp xe máy của CSM giảm dần với CAGR = -1,7%/năm, bình quân ở mức 3 triệu chiếc/năm với hiệu suất hoạt động khoảng 66%, sản lượng tiêu thụ săm xe máy giảm mạnh hơn với CAGR = -7,8%/năm, hiệu suất hoạt động trung bình khoảng 44%. Nguyên nhân sụt giảm do (1) thị trường xe máy trong nước đã bão hòa khi nhu cầu tiêu thụ xe máy giảm dần với CAGR = -4%/năm và (2) sự dịch chuyển trong nhu cầu sử dụng xe máy với lốp không săm, dẫn tới nhu cầu sử dụng săm xe máy giảm dần.

Biểu đồ 46: Sản lượng tiêu thụ săm lốp xe máy suy giảm trong giai đoạn 2018 – 2024


Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 47: Nhu cầu xe máy trong nước giảm trung bình -4%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024


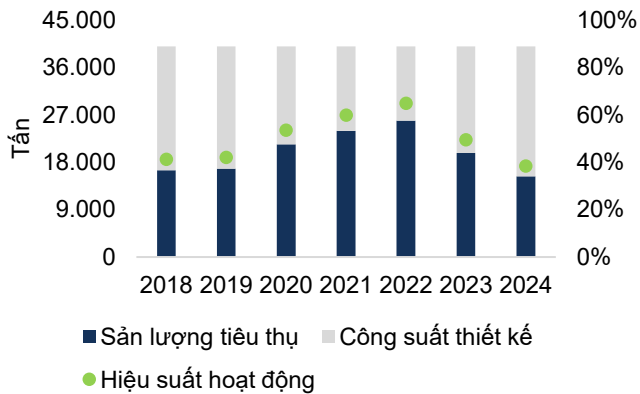
Nguồn: VAMM, FPTS tổng hợp

3.5 Các mảng sản phẩm khác

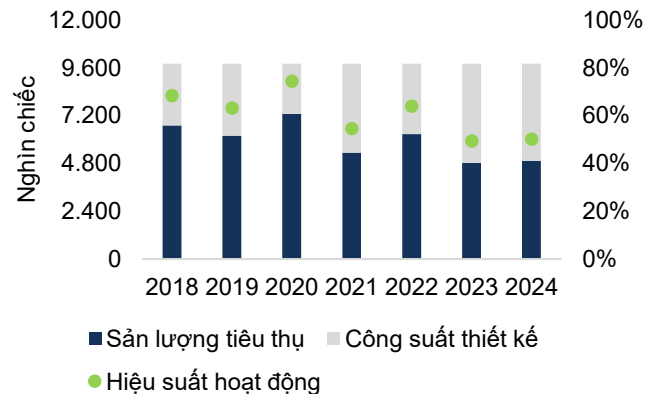
Đối với mảng cao su bán thành phẩm (chiếm 11,5% doanh thu thuần năm 2024): Sản lượng tiêu thụ có xu hướng giảm dần với tốc độ CAGR = -1,2%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024, hiệu suất hoạt động trung bình khoảng 50%. Động lực tiêu thụ sản phẩm này chủ yếu đến từ các đối tác lớn cùng ngành săm lốp như Kumho, Camso. Tuy biên lợi nhuận gộp sản phẩm này thấp hơn đáng kể các sản phẩm săm lốp nhưng sản phẩm này góp phần giúp công ty gia tăng doanh thu và tận dụng công suất chưa đạt mức tối đa từ dây chuyền sản xuất lốp TBR.

Đối với các mảng sản phẩm còn lại (chiếm 13,5% doanh thu thuần năm 2024): Sản lượng tiêu thụ săm lốp xe đạp giảm dần với tốc độ CAGR = -4,0%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024 do thị trường xe đạp đã bão hòa khi nhu cầu ngày càng suy giảm và dần bị thay thế bởi các phương tiện hiện đại hơn. [\(Phụ lục về hiệu suất hoạt động các mảng sản phẩm khác\)](#)

Biểu đồ 48: Sản lượng tiêu thụ cao su bán thành phẩm giảm -1,2%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024



Biểu đồ 49: Sản lượng tiêu thụ sản phẩm lốp xe đạp của CSM giảm -4,0%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024

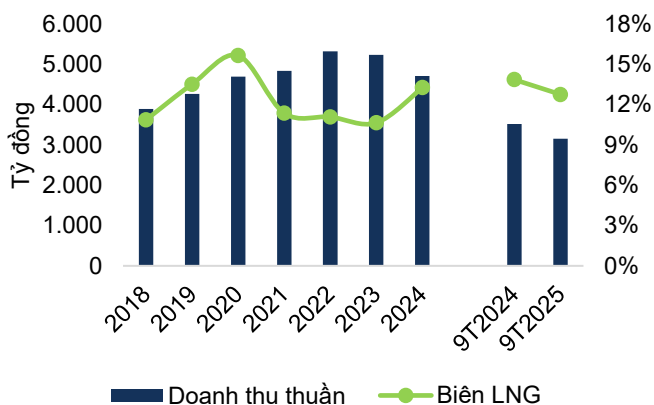


Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

D. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Doanh thu thuần suy giảm trong giai đoạn 2023 – 2024 do sản lượng tiêu thụ các sản phẩm truyền thống sụt giảm trong khi sản lượng xuất khẩu lớp PCR chứng lại

Biểu đồ 50: Diễn biến doanh thu và biên lợi nhuận gộp của CSM giai đoạn 2018 – 2024



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2018 – 2022, doanh thu thuần tăng trưởng với CAGR = 8,1%/năm chủ yếu nhờ doanh thu xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng tích cực với CAGR = 15,1%/năm, dẫn dắt bởi sản lượng xuất khẩu lớp PCR. Bước sang giai đoạn 2023 – 2024, doanh thu thuần ghi nhận xu hướng giảm với tốc độ -5,2%/năm, do sản lượng tiêu thụ các sản phẩm truyền thống như sẫm lớp xe máy, sẫm lớp xe đạp và lớp ô tô Bias sụt giảm khi nhu cầu suy yếu, trong khi sản lượng xuất khẩu lớp PCR chứng lại do đã đạt đủ hợp đồng cung cấp với đối tác Tireco.

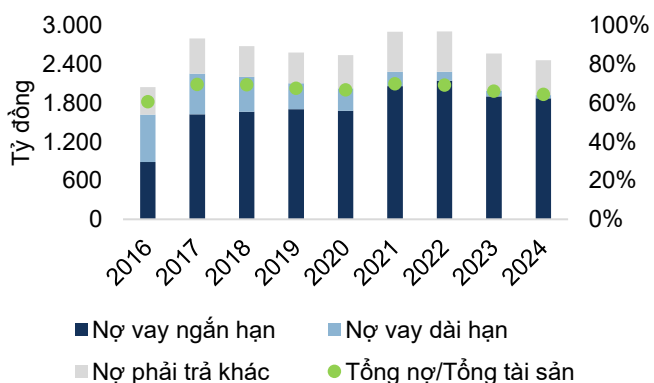
Trong 9T2025, doanh thu thuần giảm 10,4% so với cùng kỳ do các mảng sản phẩm truyền thống như sẫm lớp xe máy, lớp ô tô Bias sụt giảm.

Biên lợi nhuận gộp trung bình đạt 12,3% giai đoạn 2018 – 2024, chủ yếu bị tác động ngược chiều từ diễn biến giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô đầu vào, trong khi doanh nghiệp không thể tăng giá bán đầu ra tương ứng với mức tăng giá của nguyên vật liệu do áp lực cạnh tranh với lớp giá rẻ nhập khẩu từ Trung Quốc.

Trong 9T2025, biên lợi nhuận gộp giảm 1,1 đpt so với cùng kỳ do tác động tăng giá của cao su thiên nhiên đã phản ánh lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp từ 2H2024.

2. Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản cao, gia tăng vay nợ ngắn hạn nhằm tài trợ vốn lưu động khi xuất khẩu lớp PCR sang Mỹ

Biểu đồ 51: Gia tăng vay nợ ngắn hạn vào năm 2017 và năm 2021 để bổ sung vốn lưu động



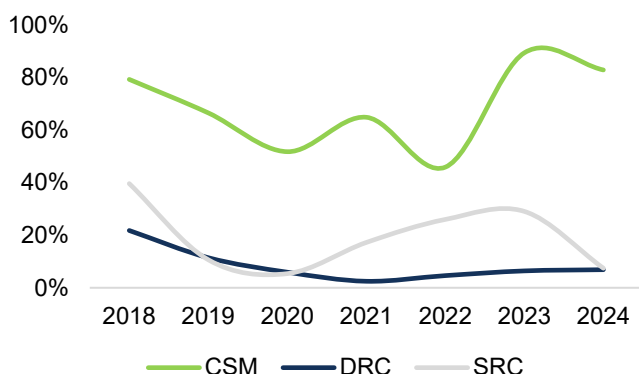
Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Tỷ trọng nợ trên tổng tài sản của CSM cao, trung bình khoảng 67% trong giai đoạn 2016 – 2024. Trong đó, nợ vay ngắn hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất (chiếm 76,1% tỷ trọng nợ phải trả năm 2024) và liên tục gia tăng với CAGR = 9,8%/năm trong giai đoạn này để (1) tài trợ cho việc đầu tư nâng công suất nhà máy sản xuất lớp PCR và (2) phục vụ nhu cầu vốn lưu động khi bắt đầu vận hành và xuất khẩu lớp PCR sang Mỹ từ năm 2017 do yêu cầu khi xuất khẩu sang Mỹ cần sản xuất hàng tồn kho 1 tháng thành phẩm để kịp thời đáp ứng các đơn hàng của đối tác và thời gian thanh toán sẽ mất thêm 1,5 tháng do khoảng cách địa lý xa.

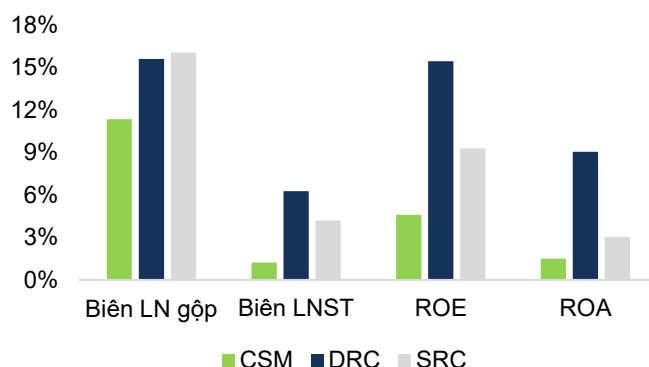
Biên lợi nhuận sau thuế của CSM bị hao mòn bởi chi phí lãi vay tăng cao. Theo đó, việc gia tăng vay nợ ngắn hạn khiến CSM phải gánh chịu khoản chi phí lãi vay khá lớn. Chi phí lãi vay của CSM trung bình giai đoạn 2018 – 2024 là 120 tỷ đồng (chiếm 68,7% EBIT), trong khi con số này của DRC chỉ là 26 tỷ (8,5%), và SRC là 11 tỷ đồng

(19,4%). Theo đó, các chỉ số sinh lời của CSM đang ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành (Biểu đồ 53).

Biểu đồ 52: Tỷ lệ chi phí lãi vay/EBIT của CSM cao nhất ngành trong giai đoạn 2018 – 2024



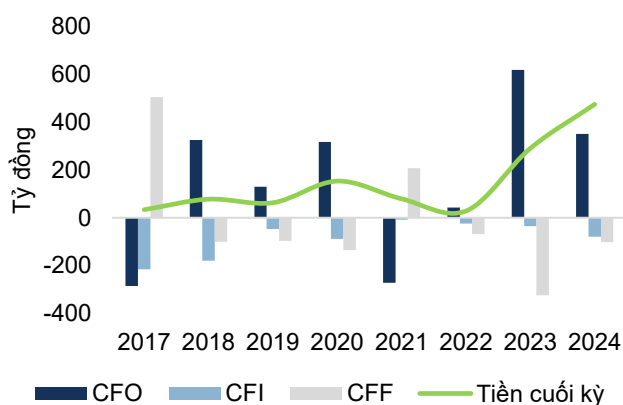
Biểu đồ 53: Chỉ số sinh lời của CSM thấp nhất ngành trong giai đoạn 2018 - 2024



Nguồn: CSM, DRC, SRC, FPTS tổng hợp

3. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) dương giúp CSM giảm áp lực nợ vay dài hạn

Biểu đồ 54: Dòng tiền của CSM giai đoạn 2017 – 2024



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Trong giai đoạn 2017 – 2024, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của CSM nhìn chung duy trì trạng thái dương phản ánh khả năng tạo ra dòng tiền ổn định từ hoạt động kinh doanh cốt lõi và là nguồn tài trợ cho hoạt động đầu tư và tài chính. Ngược lại, dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF) chủ yếu âm do doanh nghiệp tập trung trả nợ vay dài hạn và chi trả cổ tức tiền mặt hằng năm. Riêng năm 2017 và 2021, CFO âm và CFF dương do doanh nghiệp tăng vay ngắn hạn để tài trợ vốn lưu động cho sản xuất và xuất khẩu lớp PCR sang Mỹ.

Dòng tiền từ hoạt động đầu tư (CFI) trong hai năm 2017 và 2018 ở mức cao, khoảng 197 tỷ đồng/năm do doanh nghiệp đầu tư lắp đặt cho dây chuyền sản xuất lớp PCR. Từ 2019 – 2024, CFI duy trì ở mức thấp do chủ yếu phục vụ nhu cầu đầu tư vào các dây chuyền, máy móc nhỏ lẻ.

E. TRIỂN VỌNG KINH DOANH & YẾU TỐ THEO DÕI

1. Triển vọng kinh doanh

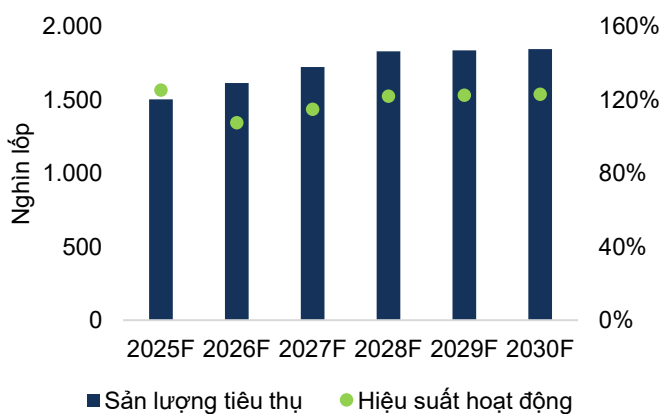
1.1 Lớp ô tô Radial bán thép (PCR): Doanh thu tăng trưởng tích cực nhờ đạt được thỏa thuận gia tăng sản lượng xuất khẩu qua Tireco (Mỹ) [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng lớp PCR năm 2025 đạt 1.242 tỷ đồng (tăng 3,2% YoY) và tăng trưởng với tốc độ CAGR = +6,2%/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F, nhờ vào:

(1) Thị trường xuất khẩu là động lực tăng trưởng chính cho mảng lớp PCR với (a) sản lượng hợp đồng với Tireco kỳ vọng tăng 7,5%/năm trong giai đoạn 2026F – 2028F, sau đó đạt 1,5 triệu lốp/năm từ 2028F nhờ thỏa thuận tăng cường xuất khẩu thêm 300 nghìn lốp, tăng 25% so với năm 2024 [\(Quay lại\)](#). (b) Đóng góp từ dự án 85 nghìn lốp bán thép Patagonia M/T với sản lượng năm 2025 kỳ vọng đạt khoảng 9 nghìn lốp (10% công suất thiết kế) và tiêu thụ hết 85 nghìn lốp từ năm 2028F trở đi (100% công suất thiết kế). [\(Quay lại\)](#)

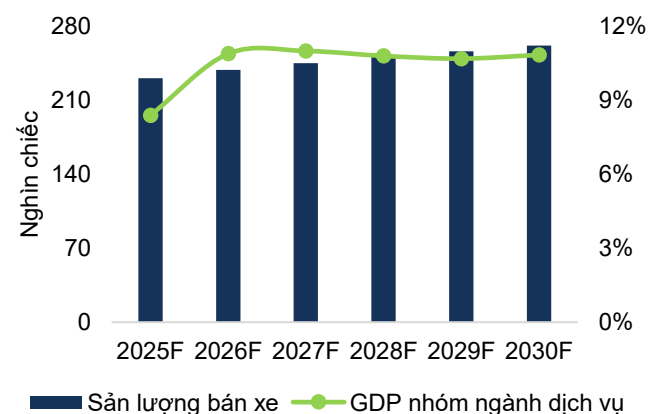
(2) Sản lượng thị trường nội địa dự báo tăng trưởng bình quân 1,6%/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F nhờ vào nhu cầu tiêu thụ xe ô tô gia tăng 1,6%/năm theo tốc độ tăng trưởng GDP nhóm ngành dịch vụ đạt mục tiêu hai chữ số của Bộ Tài chính.

Biểu đồ 55: Tổng sản lượng tiêu thụ lớp PCR tăng 4,0%/năm trong giai đoạn 2025 – 2030F



Nguồn: CSM, FPTS dự phóng

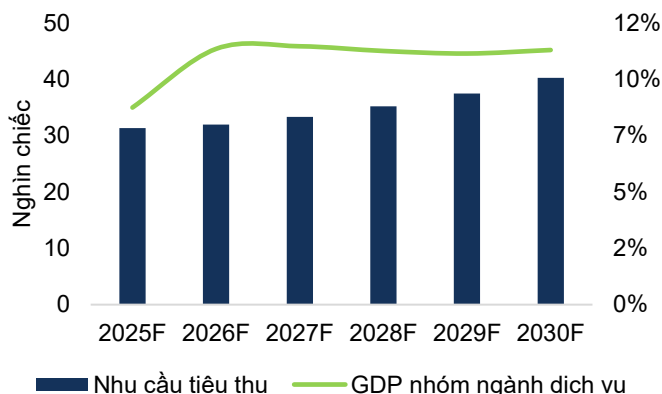
Biểu đồ 56: Nhu cầu tiêu thụ xe ô tô của VAMA gia tăng theo tốc độ tăng GDP nhóm ngành dịch vụ



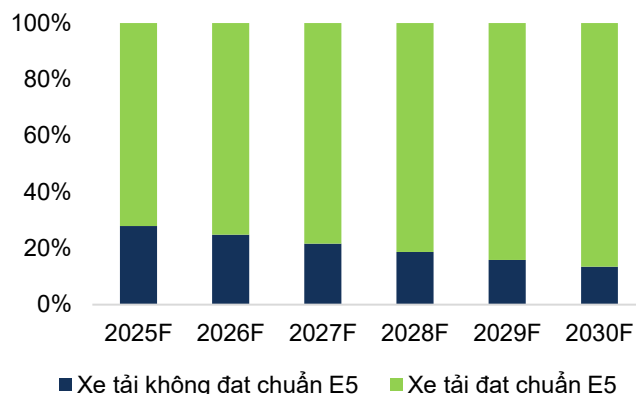
Nguồn: VAMA, Bộ Tài chính, FPTS dự phóng

1.2 Lớp ô tô Radial toàn thép (TBR): Doanh thu tăng trưởng khả quan nhờ xu hướng Radial hóa tiếp diễn và sự cạnh tranh từ lớp TBR giá rẻ của Trung Quốc sẽ đẩy nhanh xu hướng này [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng lớp TBR năm 2025 đạt 964,6 tỷ đồng (tăng 3,4% YoY) và tăng trưởng với tốc độ CAGR = +4,1%/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F, đạt 100% công suất thiết kế từ năm 2030F, dựa vào: Sản lượng tiêu thụ dự báo tăng trung bình 3,6%/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ xe tải nhẹ kỳ vọng tăng 5,1%/năm theo tốc độ tăng trưởng GDP nhóm ngành dịch vụ đạt mục tiêu hai chữ số của Bộ Tài chính, và (2) Thị phần tiêu thụ xe tải nhẹ đạt chuẩn E5 được kỳ vọng tăng lên 86,5% vào năm 2030 từ 72,1% năm 2025 nhờ xu hướng Radial hóa đang tiếp diễn sau Quyết định số 49 năm 2022 và sự cạnh tranh khốc liệt từ lớp TBR giá rẻ nhập khẩu Trung Quốc sẽ càng đẩy nhanh xu hướng này.

Biểu đồ 57: Nhu cầu tiêu thụ xe tải nhẹ tăng theo tốc độ tăng trưởng GDP nhóm ngành dịch vụ


Nguồn: VAMA, Bộ Tài chính, FPTTS dự phóng

Biểu đồ 58: Thị phần tiêu thụ xe tải nhẹ đạt chuẩn E5 của VAMA tăng dần


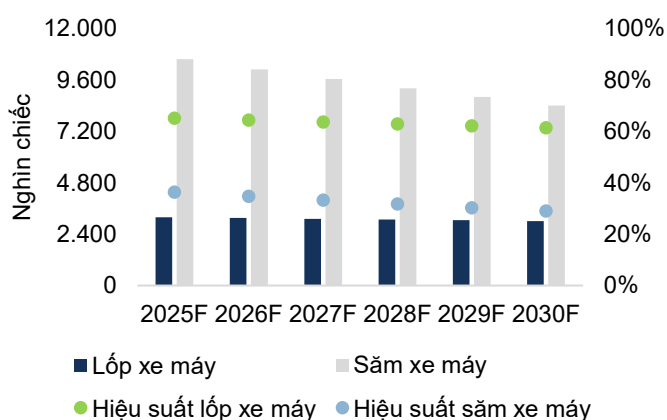
Nguồn: VAMA, FPTTS dự phóng

1.3 Doanh thu mảng lốp Bias dự báo giảm dần do bị ảnh hưởng bởi xu hướng Radial hóa [\(Quay lại\)](#)

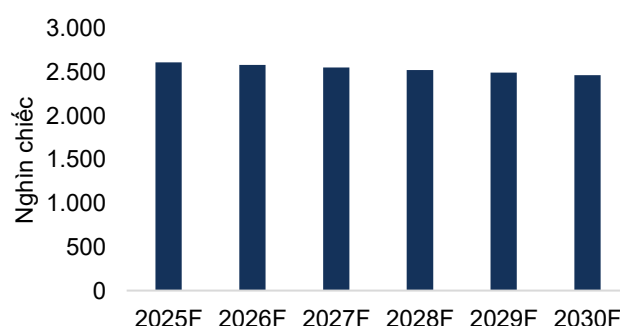
Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng lốp Bias năm 2025 đạt 667 tỷ đồng (giảm -3,5% YoY) và giảm dần với tốc độ trung bình -3,5%/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F do sản lượng tiêu thụ tiếp tục bị sụt giảm bởi xu hướng Radial hóa đang tiếp diễn mạnh mẽ sau Quyết định số 49. Đồng thời sự cạnh tranh khốc liệt về giá từ lốp TBR nhập khẩu Trung Quốc sẽ càng đẩy nhanh xu hướng này.

1.4 Doanh thu mảng sản lốp xe máy dự báo giảm dần do nhu cầu tiêu thụ xe máy ở Việt Nam đã bão hòa [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng lốp và sản xe máy lần lượt giảm 0,8%/năm và giảm 4,1%/năm trong giai đoạn 2025 – 2030F do sản lượng tiêu thụ sản lốp xe máy tiếp tục giảm dần bởi (1) nhu cầu tiêu thụ xe máy ở Việt Nam đã bước vào giai đoạn bão hòa khi sản lượng bán xe máy dự báo giảm trung bình -1,2%/năm, và (2) sản xe máy dần bị thay thế bởi các sản phẩm lốp không sản.

Biểu đồ 59: Sản lượng tiêu thụ sản lốp xe máy giảm trong giai đoạn 2025 – 2030F


Nguồn: CSM, FPTTS dự phóng

Biểu đồ 60: Nhu cầu tiêu thụ xe máy giảm trung bình -1,2%/năm trong giai đoạn 2025 – 2030F


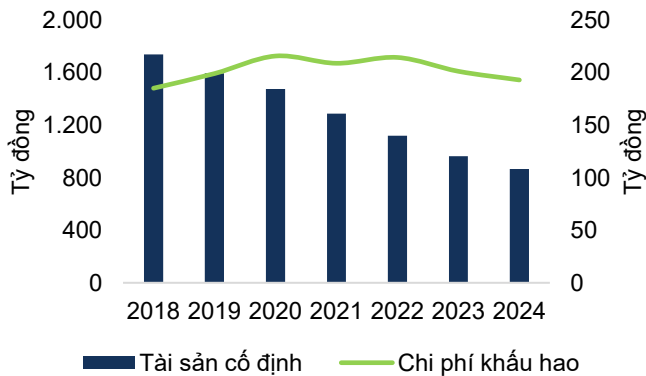
Nguồn: VAMM, FPTTS dự phóng

1.5 Biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR và lốp TBR được cải thiện tích cực từ năm 2027 nhờ nhà máy Radial hết khấu hao [\(Quay lại\)](#)

Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng cải thiện khi nhà máy Radial hết khấu hao vào năm 2027. Chi phí khấu hao nhà máy Radial ước tính khoảng 160 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2019 – 2024, chiếm ~10% cơ cấu chi phí giá vốn của lốp PCR và lốp TBR. Do đó, khi nhà máy Radial hết khấu hao từ năm 2027 sẽ giúp CSM tiết giảm khoảng 160 tỷ

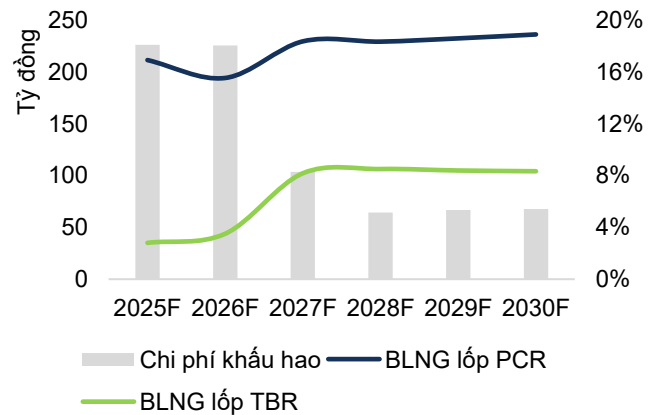
đồng, biên lợi nhuận gộp theo đó kì vọng tăng 1,1 đpt so với năm 2024, đạt 14,4% vào năm 2027F nhờ biên lợi nhuận gộp mảng lớp PCR và lớp TBR lần lượt tăng 0,9 đpt và 4,6 đpt so với năm 2024. Lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2025 - 2030F kì vọng tăng trung bình 18,1%/năm (so với tốc độ tăng 6,6%/năm giai đoạn 2019 – 2024).

Biểu đồ 61: Giá trị tài sản cố định giảm dần với tốc độ 11,5%/năm trong giai đoạn 2018 – 2024



Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 62: Biên lợi nhuận gộp mảng lớp PCR và lớp TBR cải thiện nhờ nhà máy Radial hết khấu hao



Nguồn: CSM, FPTS dự phóng

2. Rủi ro đầu tư/Yếu tố theo dõi

2.1 Triển vọng mảng lớp PCR phụ thuộc trọng yếu vào các thỏa thuận xuất khẩu cho Tireco (Mỹ) [\(Quay lại\)](#)

Doanh thu mảng lớp PCR của CSM chịu ảnh hưởng lớn từ diễn biến hoạt động kinh doanh của Tireco cũng như các yếu tố chính sách tại thị trường Mỹ do khoảng 80% sản lượng tiêu thụ phụ thuộc vào đối tác chiến lược Tireco (Mỹ). Trong bối cảnh Mỹ thường xuyên áp dụng các biện pháp phòng vệ thương mại và điều chỉnh chính sách thuế quan như hiện tại, bất kỳ sự gián đoạn nào trong hoạt động nhập khẩu hoặc nhu cầu tiêu thụ của Tireco đều có thể tạo ra các điểm nghẽn tạm thời đối với sản lượng xuất khẩu của CSM. Do đó, chúng tôi đánh giá diễn biến kinh doanh của Tireco và các chính sách thương mại của Mỹ là những yếu tố cần được theo dõi chặt chẽ, do có ảnh hưởng trực tiếp đến triển vọng tăng trưởng và tính ổn định của mảng lớp PCR.

2.2 Tiến độ nghiên cứu sản phẩm lớp xe ô tô điện cung cấp cho VinFast thông qua hợp tác MOU [\(Quay lại\)](#)

Theo biên bản ghi nhớ hợp tác chiến lược (MOU) giữa Tập đoàn Hóa chất Việt Nam (Vinachem) và Tập đoàn Vingroup được ký kết vào ngày 12/12/2024, hai bên sẽ ưu tiên sử dụng dịch vụ của nhau, tăng hàm lượng công nghệ của Vinachem trong xe điện VinFast: linh kiện, phụ kiện lớp, ắc quy, hóa chất... Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, CSM đang tiến hành đàm phán và nghiên cứu mẫu thí nghiệm để cung cấp cho VinFast do công nghệ sản xuất lớp xe ô tô điện khác so với lớp xe ô tô xăng [\(So sánh công nghệ sản xuất lớp xe ô tô điện và lớp xe ô tô xăng\)](#). Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa đưa giả định về sản lượng cung cấp cho VinFast vào mô hình định giá do chưa chắc chắn về thời gian hoàn thiện sản phẩm, cũng như hợp đồng sản lượng ký kết.

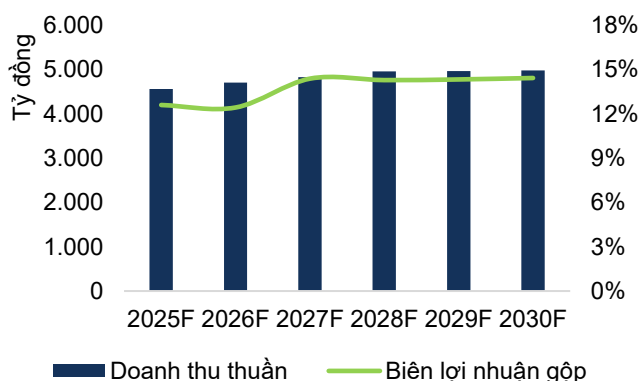
2.3 Khoản hoàn thuế GTGT đầu vào giúp giảm bớt nợ vay [\(Quay lại\)](#)

Theo báo cáo tài chính quý 3/2025, CSM hiện có số dư thuế GTGT được khấu trừ khoảng 478,9 tỷ đồng (chiếm 15,8% cơ cấu tài sản ngắn hạn), tương đương khoảng 26,8% dư nợ vay ngắn hạn của công ty. CSM và Vinachem đang hoàn thiện thủ tục hồ sơ và tích cực kiến nghị để sớm được giải quyết khoản hoàn thuế này. Nếu khoản hoàn thuế được phê duyệt, điều này sẽ giúp công ty giảm bớt dư nợ vay ngắn hạn, qua đó giảm chi phí lãi vay. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa đưa giả định trên vào mô hình định giá do chưa chắc chắn về thời gian khoản hoàn thuế được phê duyệt.

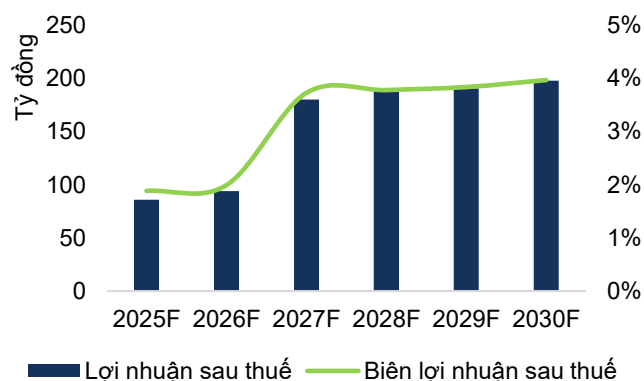
F. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2025 - 2030F

Dựa trên những phân tích về tình hình ngành sản phẩm nói chung và hoạt động kinh doanh của CSM nói riêng, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của CSM trong giai đoạn 2025 – 2030F.

Biểu đồ 63: Dự phóng doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp của CSM trong giai đoạn 2025 – 2030F



Biểu đồ 64: Dự phóng lợi nhuận sau thuế và biên lợi nhuận sau thuế của CSM trong giai đoạn 2025 – 2030F



Nguồn: CSM, FPTTS dự phóng

Bảng 6: Tổng hợp kết quả kinh doanh dự phóng trong giai đoạn 2025 – 2030F

Chỉ tiêu	2025F %YoY	2026F – 2030F CAGR	Giả định
Doanh thu thuần			
Mảng lớp PCR	+3,2%	+6,2%/năm	Sản lượng năm 2025 khoảng 1,5 triệu lớp (tăng 1,0% YoY) và tăng với CAGR = 3,2%/năm giai đoạn 2026F – 2030F Giá bán năm 2025 tăng 1,7% YoY nhờ diễn biến tỷ giá xuất khẩu thuận lợi và tăng 1,3%/năm giai đoạn 2026F – 2030F
Mảng lớp TBR	+3,4%	+4,1%/năm	Sản lượng năm 2025 khoảng 252 nghìn lớp (tăng 3,4% YoY) và tăng trung bình 3,6%/năm giai đoạn 2026F – 2030F Giá bán không thay đổi trong năm 2025 và tăng trung bình 0,5%/năm giai đoạn 2026F – 2030F
Mảng lớp Bias	-3,5%	-3,5%/năm	Sản lượng năm 2025 đạt 466 nghìn lớp (giảm 3,5% YoY) và giảm trung bình -3,8%/năm giai đoạn 2026F – 2030F Giá bán không thay đổi trong năm 2025 và tăng trung bình 0,2%/năm giai đoạn 2026F – 2030F
Mảng lớp xe máy	-1,5%	-0,7%/năm	Sản lượng năm 2025 khoảng 3,2 triệu lớp (giảm -1,5% YoY) và giảm trung bình -1,2%/năm giai đoạn 2026F – 2030F Giá bán không thay đổi trong năm 2025 và tăng trung bình 0,5%/năm giai đoạn 2026F – 2030F

Mảng sắm xe máy -4,8% -4,0%/năm

Sản lượng năm 2025 đạt 10,6 triệu chiếc (giảm 4,8% YoY), và giảm trung bình -4,5%/năm giai đoạn 2026F – 2030F

Giá bán không thay đổi trong năm 2025 và tăng trung bình 0,5%/năm giai đoạn 2026F – 2030F

Lợi nhuận gộp -8,0% +5,3%/năm

Lợi nhuận gộp năm 2025 dự báo giảm 8,0% YoY do biên lợi nhuận gộp suy giảm khi tác động tăng giá của cao su thiên nhiên đã phản ánh lên biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp từ 2H2024

Giai đoạn 2026F – 2030F, lợi nhuận gộp dự báo tăng với CAGR = 5,3%/năm nhờ biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR và lốp TBR được cải thiện khi nhà máy Radial hết khấu hao từ năm 2027

Lợi nhuận sau thuế +19,3% +20,5%/năm

LNST năm 2025 dự báo tăng 19,3% YoY nhờ chi phí quản lý doanh nghiệp dự báo giảm từ mức trần năm 2024 (giảm -32,0% YoY) khi CSM tăng các khoản chi phúc lợi cho người lao động

Giai đoạn 2026F – 2030F, LNST dự báo tăng với CAGR = 20,5%/năm nhờ (1) biên lợi nhuận gộp mảng lốp PCR và lốp TBR được cải thiện khi nhà máy Radial hết khấu hao từ năm 2027 và (2) chi phí lãi vay giảm dần khi doanh nghiệp chính thức trả hết nợ vay dài hạn từ năm 2026

Nguồn: CSM, FPTTS dự phóng

G. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF), tỷ trọng 50:50, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CSM với mức giá mục tiêu là **14.800 VNĐ/cp**, cao hơn **+13,8%** so với mức giá đóng cửa ngày 30/12/2025.

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	14.381	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	15.288	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		14.800	

Giả định mô hình DCF

Giả định mô hình		Giả định mô hình	
WACC	9,20%	Phần bù rủi ro	10,35%
Chi phí sử dụng nợ	4,9%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,03
Chi phí sử dụng VCSH	14,57%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,86%	Thời gian dự phóng	5 năm
CAGR DTT 2025 - 2030	1,8%	CAGR LNST 2025 - 2030	18,1%

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		3.059
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)		473
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)		1.917
(-) Cổ tức đã trả trong năm 2025 (tỷ VNĐ)		31
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		1.584
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		104
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		15.288
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		1.490
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		14.381

H. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG

Đơn vị: Triệu VNĐ

HĐKD	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	4.712.176	4.561.709	4.712.017	4.831.295
- Giá vốn hàng bán	4.087.199	3.986.517	4.125.942	4.135.834
Lợi nhuận gộp	624.977	575.192	586.075	695.462
- Chi phí bán hàng	213.763	206.937	213.756	219.167
- Chi phí quản lí DN	295.652	200.918	207.538	212.792
Lợi nhuận thuần HĐKD	115.562	167.337	164.782	263.503
- (Lỗ)/lãi HĐTC	51.260	14.092	17.668	11.293
- Lợi nhuận khác	18.112	17.533	18.111	18.570
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	184.935	198.963	200.561	293.366
- Chi phí lãi vay	95.833	91.453	83.110	68.024
Lợi nhuận trước thuế	89.101	107.511	117.451	225.342
- Thuế TNDN	17.030	21.502	23.490	45.068
LNST công ty mẹ	72.071	86.008	93.960	180.273
EPS (đ/cp)	433	830	907	1.740

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	13,3%	12,6%	12,4%	14,4%
Tỷ suất LNST	1,5%	1,9%	2,0%	3,7%
ROE DuPont	5,4%	6,3%	6,7%	12,3%
ROA DuPont	1,9%	2,3%	2,7%	5,2%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	3,9%	4,4%	4,3%	6,1%
LNST/LNTT	80,9%	80,0%	80,0%	80,0%
LNTT / EBIT	48,2%	54,0%	58,6%	76,8%
Vòng quay tổng tài sản	1,2x	1,2x	1,3x	1,4x
Đòn bẩy tài chính	2,9x	2,7x	2,5x	2,3x

CĐKT	2024	2025F	2026F	2027F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	473.343	559.197	410.536	594.248
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	775.736	750.966	775.710	795.346
+ Hàng tồn kho	1.220.500	1.190.434	1.232.069	1.235.023
+ Tài sản ngắn hạn khác	438.267	427.471	442.421	443.482
Tổng tài sản ngắn hạn	2.907.846	2.928.069	2.860.736	3.068.098
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.439.938	3.457.108	3.506.171	3.552.979
+ Khấu hao lũy kế	2.616.147	2.842.328	3.068.058	3.171.505
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	823.790	614.780	438.113	381.475
+ Đầu tư tài chính dài hạn	6.990	6.990	6.990	6.990
+ Tài sản dài hạn khác	34.314	33.219	34.313	35.182
Tổng tài sản dài hạn	907.410	713.956	515.167	438.769
Tổng tài sản	3.815.257	3.642.025	3.375.903	3.506.867
Nợ & VCSH				
+ Phải trả người bán	507.071	494.580	511.878	513.105
+ Vay và nợ ngắn hạn	1.868.029	1.736.184	1.421.106	1.441.401
+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	9.597	9.291	9.597	9.840
Nợ ngắn hạn	2.384.697	2.240.055	1.942.581	1.964.345
+ Vay và nợ dài hạn	48.712	89	0	0
Nợ dài hạn	70.371	21.214	21.864	21.917
Tổng nợ	2.455.068	2.261.270	1.964.445	1.986.262
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	1.036.265	1.036.265	1.036.265	1.036.265
+ LN chưa phân phối	111.962	139.298	163.239	267.020
Vốn chủ sở hữu	1.360.188	1.380.755	1.411.458	1.520.605
Tổng cộng nguồn vốn	3.815.257	3.642.025	3.375.903	3.506.867

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	1,2x	1,3x	1,5x	1,6x
Chỉ số thanh toán nhanh	0,7x	0,8x	0,8x	0,9x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,2x	0,2x	0,2x	0,3x
Nợ / Tài sản	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Nợ / VCSH	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,8x	1,6x	1,4x	1,3x
Nợ dài hạn / VCSH	0,1x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	1,9x	2,2x	2,4x	4,3x

Chỉ tiêu	2024	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	64,48	61,08	59,13	59,35
Số ngày tồn kho	113,14	110,37	107,15	108,86
Số ngày phải trả	47,17	45,85	44,52	45,23
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	130,44	125,59	121,76	122,98
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	3,1x	3,3x	3,5x	3,4x

PHỤ LỤC

1. So sánh đặc điểm giữa lốp Bias và lốp Radial [\(Quay lại\)](#)

Bảng 7: Đặc điểm so sánh của lốp Bias và lốp Radial

Tiêu chí	Lốp Bias	Lốp Radial
Cấu trúc lốp và hiệu năng vận hành	- Vết lốp nhỏ làm giảm độ bám đường - Gai lốp lún nhiều, khiến lốp sinh nhiệt và lực cản lăn nhiều hơn - Thiết kế gai lốp dễ gây bám bùn, giảm độ bám đường - Gai lốp nhanh mòn - Cấu trúc sắp xếp các lớp sợi làm gia tăng lực cản lăn. Thành lốp và mặt lốp được tạo thành từ nhiều lớp sợi bọc vắt chéo chồng lên nhau, với góc lệch từ 30 đến 45 độ so với tâm lốp. Thiết kế này khiến cho lốp dày hơn, dễ sinh nhiệt hơn; đồng thời thành lốp và mặt lốp là một khối thống nhất làm giảm tính linh hoạt của lốp, ma sát nội bộ nhiều hơn	- Vết lốp lớn, độ bám đường tốt hơn - Gai lốp ít bị lún, lốp sinh nhiệt và lực cản lăn nhỏ hơn - Thiết kế gai lốp giảm bám bùn, tăng độ bám đường - Chống mòn gai lốp tốt hơn - Cấu trúc các lớp sợi giúp giảm lực cản lăn. Thành lốp được tạo thành từ các lớp sợi nằm vuông góc so với tâm lốp, kết nối hai bên thành lốp với nhau. Các lớp sợi còn lại được bọc chồng lên nhau và chỉ bọc mặt lốp, không tạo nên thành lốp. Với thiết kế như vậy, lốp Radial vẫn đảm bảo được độ chịu lực tốt, đồng thời có tính linh hoạt cao do cho phép thành lốp và mặt lốp hoạt động như hai bộ phận riêng biệt, ma sát nội bộ ít hơn
Địa hình phù hợp	Phù hợp sử dụng trên địa hình xấu, gồ ghề do có khả năng chống chịu ngoại lực tốt hơn	Phù hợp sử dụng trên địa hình bằng phẳng, cho phép xe chạy với tốc độ cao hơn
Hiệu quả kinh tế	- Giá bán trung bình 4.600.000 VNĐ (thấp hơn khoảng 22% so với lốp Radial) - Dễ sửa chữa hơn - Tuổi thọ trung bình 64 nghìn – 96,5 nghìn km - Hao phí nhiên liệu hơn	- Giá bán trung bình 5.900.000 VNĐ - Khó sửa chữa hơn - Tuổi thọ trung bình 80 nghìn – 120 nghìn km (dài hơn khoảng 25% so với lốp Bias) - Tiết kiệm nhiên liệu hơn (cao hơn khoảng 11% so với lốp Bias)
Phân khúc xe sử dụng	- Xe tải - Xe nông nghiệp - Xe công nghiệp - Xe công trình	- Xe tải – xe buýt (lốp Radial toàn thép, Truck Bus Radial – TBR) - Xe con (lốp Radial bán thép, Passenger Car Radial – PCR)

Nguồn: FPT S tổng hợp

2. Các tiêu chuẩn lốp xe của các ngành công nghiệp ô tô toàn cầu [\(Quay lại\)](#)

Bảng 8: Các tiêu chuẩn sản xuất của các ngành công nghiệp ô tô toàn cầu

	JIS	E4	DOT
Cơ quan ban hành	Ủy ban Tiêu chuẩn Công nghiệp Nhật Bản (JISC)	Ủy ban Kinh tế châu Âu (ECE)	Bộ Giao thông Vận tải Mỹ (DOT)
Yêu cầu kiểm tra	- Áp suất lốp - Kiểm tra độ bền - Tải trọng thử nghiệm - Tốc độ chạy thử và quãng đường thực nghiệm - Đo lực cản lăn - Kiểm tra độ đồng nhất	- Kích thước vành lốp - Áp suất lốp - Chiều rộng tổng thể tại sáu điểm cách đều nhau - Chu vi và đường kính lốp - Tải trọng thử nghiệm - Tốc độ chạy thử và quãng đường thực nghiệm - Đo lực cản lăn	- Nhiệt độ vai lốp (phía ngoài và phía trong) - Nhiệt độ mặt lốp vùng giữa - Áp suất lốp - Kiểm tra độ bền - Tải trọng thử nghiệm - Tốc độ chạy thử và quãng đường thực nghiệm
Ý nghĩa kinh tế	- Là điều kiện bắt buộc để xuất khẩu – phân phối tại thị trường Nhật Bản	- Là điều kiện bắt buộc để xuất khẩu – phân phối tại thị trường châu Âu	- Là điều kiện bắt buộc để xuất khẩu – phân phối tại thị trường Mỹ

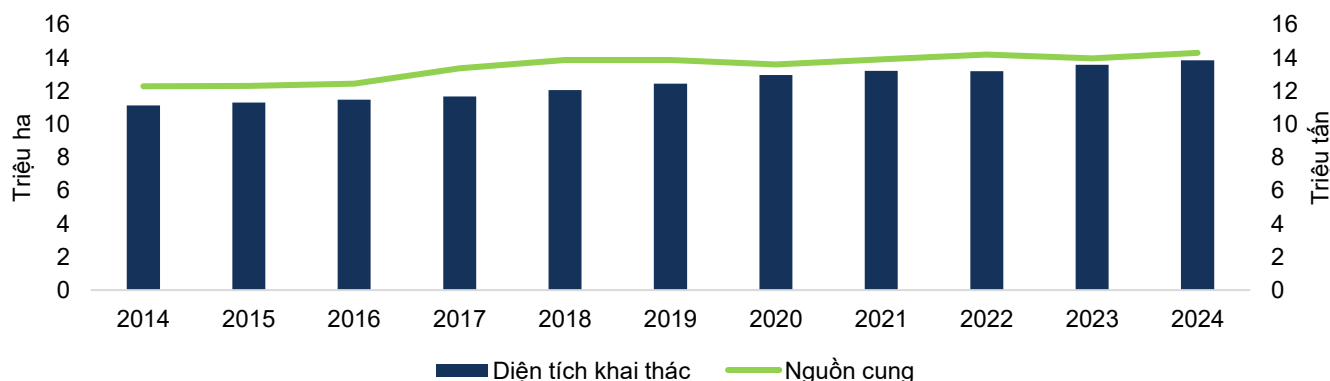
Nguồn: JIS, ECE, DOT, FPTs tổng hợp

3. Các yếu tố ảnh hưởng tới nguồn cung và nhu cầu cao su thiên nhiên [\(Quay lại\)](#)

(1) Cung cầu cao su thiên nhiên thế giới: Tốc độ tăng trưởng nguồn cung chậm dần trong dài hạn trong khi nhu cầu tăng trưởng ổn định

Tốc độ tăng trưởng nguồn cung cao su thiên nhiên chậm dần trong dài hạn do diện tích khai thác tăng chậm. Trong giai đoạn 2019 – 2024, nguồn cung tăng trưởng với tốc độ CAGR = +0,6%/năm, tốc độ tăng trưởng chậm hơn so với giai đoạn 2014 - 2019 (tốc độ CAGR = +2,5%/năm) do tốc độ gia tăng diện tích khai thác cao su thiên nhiên đã chững lại, chỉ tăng 2,2%/năm, thấp hơn so với tốc độ tăng +2,3%/năm trong giai đoạn 2014 - 2019. Tốc độ tăng diện tích chậm lại do (1) các nước dẫn đầu về sản lượng sản xuất trên thế giới (chủ yếu là các nước Đông Nam Á) có xu hướng chuyển đổi mục đích đất trồng cao su sang đất công nghiệp, trong khi diện tích trồng tại các nước Tây Phi có tăng nhưng quy mô còn nhỏ và khó bù đắp sự sụt giảm này. (2) Giá cao su duy trì ở mức thấp hơn các loại cây khác trong nhiều năm khiến nông dân chuyển sang trồng cọ dầu, cacao, cây ăn quả. Tuy giá cao su đã tăng trở lại từ năm 2024 nhưng việc tái canh chậm, cần 6 – 7 năm mới cho quả nên nguồn cung khó tăng mạnh. (3) Cạnh tranh gay gắt về lao động tại các nhà máy công nghiệp khiến chi phí nhân công gia tăng.

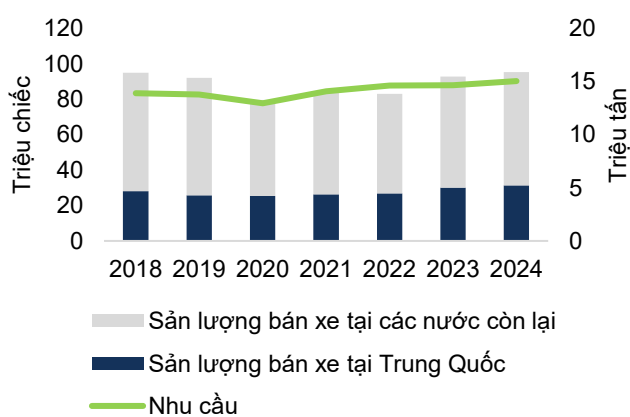
Biểu đồ 65: Tốc độ tăng trưởng nguồn cung chậm dần trong dài hạn do diện tích khai thác tăng chậm



Nguồn: ANRPC, FAO, FPTs tổng hợp

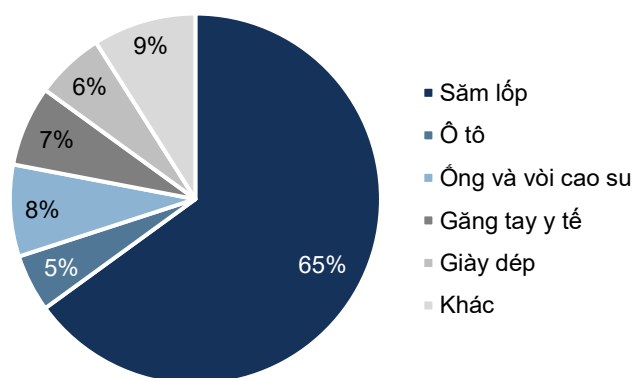
Nhu cầu cao su thiên nhiên duy trì tăng trưởng ổn định với động lực chính từ ngành sản lốp – ô tô Trung Quốc, chiếm gần 40% tổng sản lượng cao su tiêu thụ hằng năm. Nguyên nhân chủ yếu do ngành sản lốp – ô tô luôn tiêu thụ hơn 70% tổng sản lượng cao su thiên nhiên toàn cầu, các ngành khác chỉ chiếm dưới 10%, đồng thời ngành sản lốp – ô tô tại Trung Quốc có quy mô lớn, chiếm trung bình 31% sản lượng tiêu thụ xe hằng năm trên toàn thế giới. Giai đoạn 2018 - 2024, nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu tăng trưởng ở mức CAGR = +1,3%/năm nhờ ngành sản lốp – ô tô tại Trung Quốc phát triển, với tổng sản lượng xe ô tô tiêu thụ tăng trưởng tích cực với tốc độ CAGR = +1,9%/năm. Giai đoạn 2023/2024, tốc độ tăng trưởng chững lại (tăng 0,2% YoY) chủ yếu là do nhu cầu thế giới suy yếu, tuy nhiên Trung Quốc vẫn tăng trưởng khả quan với sản lượng xe ô tô tiêu thụ trong năm 2024 tăng trưởng +4,5% YoY nhờ ngành sản lốp tại đây được hưởng lợi từ chính sách miễn giảm thuế trước bạ của Chính phủ khi mua xe ô tô năng lượng mới nhằm thúc đẩy ngành sản xuất ô tô năng lượng mới phát triển chất lượng cao cũng như tiếp tục kích cầu thị trường trong nước.

Biểu đồ 66: Nhu cầu tăng trưởng ổn định với động lực từ ngành sản lốp – ô tô, đặc biệt là Trung Quốc



Nguồn: OICA, ANRPC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 67: Ngành sản lốp – ô tô chiếm khoảng 70% sản lượng tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu



Nguồn: ANRPC, FPTS tổng hợp

4. Các tiêu chuẩn khí thải Euro [\(Quay lại\)](#)

Bảng 9: Các tiêu chuẩn khí thải Euro

Tiêu chuẩn Euro	Giới hạn khí thải (g/km)		
	Petrol NOX	Diesel NOX	Diesel PM
E1	0,97	0,97	0,14
E2	0,5	0,9	0,1
E3	0,15	0,5	0,05
E4	0,08	0,25	0,025
E5	0,06	0,18	0,005
E6	0,06	0,08	0,0045

Nguồn: FPTS tổng hợp

5. Hiệu suất hoạt động các mảng sản phẩm khác [\(Quay lại\)](#)

Bảng 10: Tình hình tiêu thụ các sản phẩm khác của CSM

Sản phẩm	ĐVT	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Lốp công nghiệp	1.000 cái	473	418	618	902	632	448	652
% CSTK	%	73%	64%	95%	139%	97%	69%	100%
Săm ô tô	1.000 cái	547	432	389	452	395	321	341
% CSTK	%	58%	45%	41%	48%	42%	34%	36%
Yếm ô tô	1.000 cái	304	229	197	240	189	145	173
% CSTK	%	68%	51%	44%	53%	42%	32%	38%
Ống cao su dân dụng	Tấn	76	69	40	58	52	49	53
% CSTK	%	63%	58%	33%	48%	43%	41%	44%

Nguồn: CSM, FPTS tổng hợp

6. Công nghệ sản xuất lốp xe ô tô điện với lốp xe ô tô xăng [\(Quay lại\)](#)

Bảng 11: So sánh công nghệ sản xuất lốp xe ô tô điện và lốp xe ô tô xăng

Tiêu chí	Lốp xe điện	Lốp xe xăng
Tải trọng	Tải trọng lớn hơn do trọng lượng bộ pin (yêu cầu tải trọng nặng hơn 15 - 30%)	Tải trọng ở mức tiêu chuẩn
Mô-men xoắn & Khả năng bám đường	Xe điện nổi bật với mô-men xoắn cực đại được phát ra ngay từ khi khởi động, tạo ra sự tăng tốc mạnh mẽ và đột ngột.	Mức mô-men xoắn trung bình
Tiếng ồn	Xe điện có động cơ vận hành rất yên tĩnh, vì vậy, tiếng ồn chủ yếu xuất phát từ lốp và mặt đường. Điều này yêu cầu thiết kế lốp xe phải giảm thiểu tiếng ồn khi ma sát với mặt đường	Xe ô tô xăng với động cơ lớn hơn, dù tạo ra nhiều tiếng ồn, nhưng lốp xe không phải chịu áp lực giảm tiếng ồn như xe điện.
Độ mài mòn	Lốp xe điện, vì phải chịu tải trọng lớn và lực mô-men xoắn mạnh, có thể nhanh mòn hơn so với lốp xe ô tô xăng. Tốc độ mài mòn nhanh hơn 20 – 30% so với lốp xe xăng.	Mức mài mòn tiêu chuẩn
Lực cản lăn	Trong xe điện, lực cản lăn thấp là cực kỳ quan trọng vì nó ảnh hưởng trực tiếp đến phạm vi di chuyển (range) của xe.	Hệ số lực cản ở mức tiêu chuẩn
Chi phí sản xuất	Cao hơn 8 - 15% do yêu cầu vật liệu và tiêu chuẩn kỹ thuật	Tiêu chuẩn

Nguồn: InsideEVs, FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS không nắm giữ cổ phiếu CSM, chuyên viên tư vấn đầu tư và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường Tây
Hồ, Tp. Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136 - 138 Lê Thị
Hồng Gấm, Phường Bến Thành, Tp.
Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.23) 6355 3888