



## Company Report: CAO SON COAL JOINT STOCK COMPANY (UPCOM: CST)

Analyst:  
**Nguyễn Đức Bình**  
[binhnd@gtjas.com.vn](mailto:binhnd@gtjas.com.vn)  
 (024) 35.730.073 – ext: 704

14/06/2024

### Báo cáo lần đầu CST: Trên tuyến đầu sản xuất có Than Cao Sơn

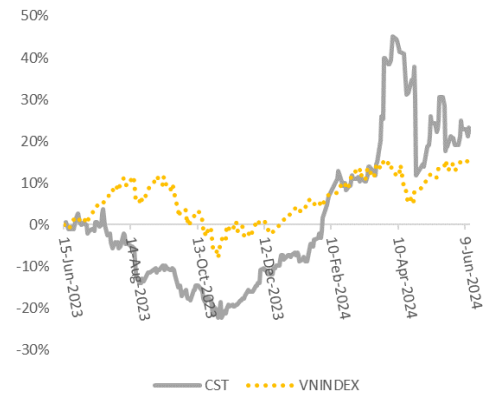
Công ty cổ phần Than Cao Sơn – TKV (UpCOM: CST) là đơn vị có sản lượng sản xuất than hàng đầu trong Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu CST có tiềm năng tăng giá trong giai đoạn sắp tới nhờ những lý do sau đây: (1) nhu cầu về than trong nước một vài năm tới được dự báo ở mức cao do nhu cầu về nhiệt điện cao, giúp cải thiện vòng quay hàng tồn kho và ROA cho các doanh nghiệp ngành than, trong đó có CST; (2) CST đã giải quyết xong các vấn đề cấp giấy phép khai thác trong năm 2023 và công suất khai thác của công ty được mở rộng; (3) CST có kế hoạch và đã nộp hồ sơ niêm yết cổ phiếu trên HNX – chúng tôi kỳ vọng HNX sẽ chấp thuận hồ sơ niêm yết của CST và việc được niêm yết trên HNX kết hợp với các chỉ số định giá hấp dẫn sẽ giúp CST nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư tạo động lực cho cổ phiếu tăng giá. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 6-18 tháng cho cổ phiếu **CST** là **31,000 đồng/cp** và đưa ra khuyến nghị **MUA** với upside dự kiến **30.80%**. Rủi ro đáng lưu ý của CST là rủi ro thanh khoản: cổ phiếu có thanh khoản tương đối thấp nên các nhà đầu tư cần nhắc chỉ đầu tư vào cổ phiếu CST với mức đầu tư hợp lý.

Khuyến nghị: **MUA**

6-18m TP: **VND 31,000**

Giá cp hiện tại: **VND 23,700**

Tỷ suất sinh lời lũy kế cổ phiếu (%)



Thay đổi giá cp	1M	3M	12M
Thay đổi giá %	10.80	-1.67	22.28
Thay đổi VN-Index %	4.54	4.56	16.52
Giá TB (VND)	23,654	24,332	19,498

Sources: Guotai Junan (VN), FiinPro X

Year	Net Sales (VND b)	PATMI (VND b)	Assets (VND b)	Equity net MI (VND b)	EPS (VND)	ΔEPS (%)	DPS (VND)	ROAA (%)	ROAE (%)
2020A	3,195.7	57.3	3,801.5	734.9	1,338	-32.5	1,200	2.03	10.53
2021A	8,701.9	107.1	3,076.6	744.5	2,500	86.8	1,500	3.12	14.48
2022A	10,388.8	358.3	2,369.7	982.1	8,362	234.4	1,500	13.14	41.50
2023A	7,905.7	280.5	2,402.1	1,096.4	6,546	-21.7	2,000	11.74	26.99
2024F	10,040.3	360.0	2,903.0	1,190.0	8,403	28.4	N/A	13.57	31.49

SL cp lưu hành (triệu cp)	42.8	Cổ đông lớn (%)	VINACOMIN 65.14%
Vốn hóa TT. (VND b)	1,017	Free float (%)	100
Volume khớp lệnh TB 10 ngày (cp)	88,364	ROAA trailing 4Q (%)	10.2
Giá cao/thấp nhất 52w (VND)	25,870/13,780	ROAE trailing 4Q (%)	29.0

Sources: the Company, FiinPro X, Guotai Junan (VN)

## TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY



Công ty cổ phần Than Cao Sơn – TKV (UpCOM: CST) được thành lập từ ngày 05/8/2020 tiền thân là 2 công ty được hợp nhất theo chủ trương của Chính phủ: Công ty Cổ phần Than Cao Sơn – Vinacomin và Công ty Cổ phần Than Tây Nam Đá Mài – Vinacomin. Trong đó, Công ty Cổ phần than Cao Sơn – Vinacomin đã có lịch sử hoạt động lâu đời với mỏ than Cao Sơn được xây dựng từ năm 1974, và Công ty cổ phần Than Tây Nam Đá Mài – Vinacomin cũng đã có lịch sử hoạt động 21 năm trước khi hợp nhất. Cổ phiếu của CST (mã chứng khoán CST) được chấp thuận đăng ký giao dịch trên UpCOM ngày 26/04/2021.

Ngành nghề kinh doanh chính của công ty là khai thác và thu gom than cứng. Địa bàn hoạt động của công ty là Thành phố Cẩm Phả, tỉnh Quảng Ninh. Tổng số nhân viên của công ty tính đến cuối năm 2023 là 3,290 người. Vốn hóa công ty đạt khoảng hơn 1,000 tỷ đồng theo số liệu ngày 10/06/2024. CST là công ty có vốn hóa nhỏ. CST là thành viên/công ty con thuộc Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng Sản Việt Nam (VINACOMIN, hoặc TVK). VINACOMIN là cổ đông lớn duy nhất của CST và hiện sở hữu 65.14%, theo số liệu từ FiinPro X ngày 10 tháng 06 năm 2024.

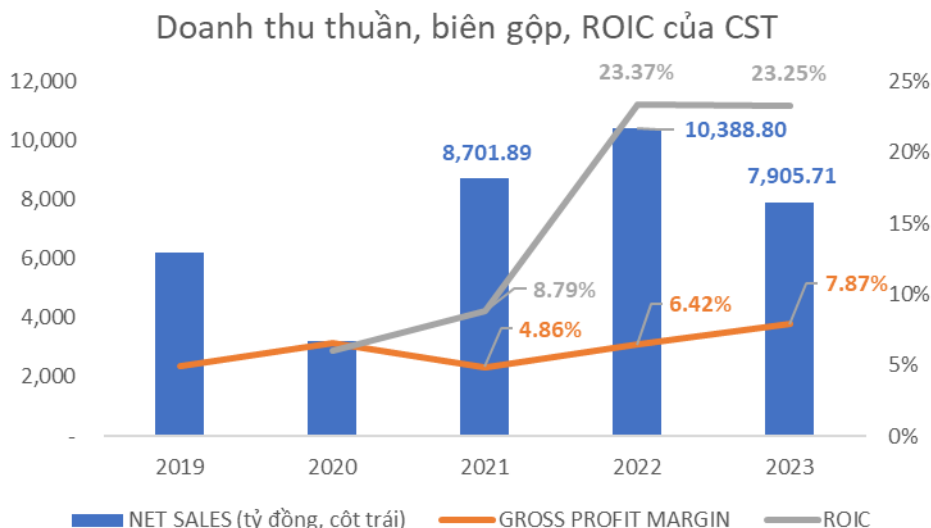


Một số hình ảnh về công ty (Nguồn: CST)

## KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG VÀ TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

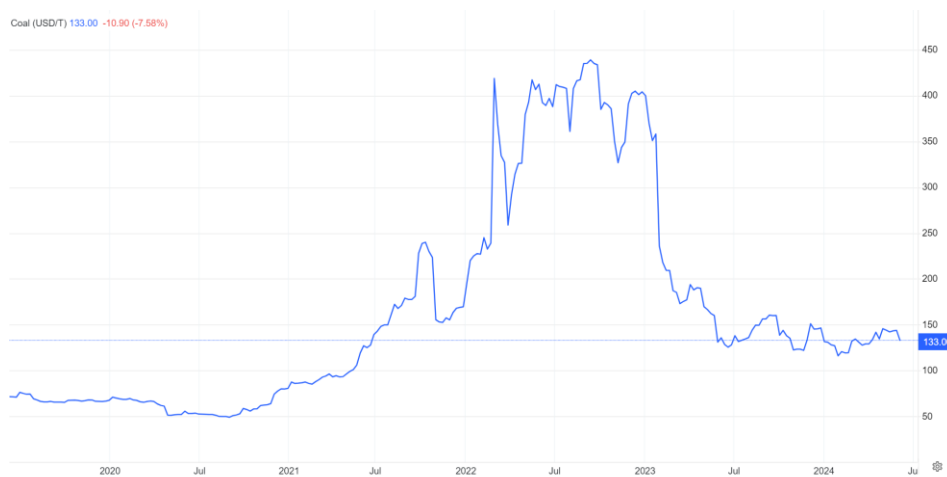
Doanh thu tăng trưởng không ổn định. Trong giai đoạn 2019-2023, doanh thu thuần của CST vẫn tăng trưởng với mức tăng trưởng CAGR là 6.29%. Trong đó, khoảng 93-97% doanh thu các năm 2021, 2022, và 2023 đến từ bán than. Một phần nhỏ doanh thu đến từ hoạt động khác. Doanh thu thuần năm 2023 giảm 23.91% so với năm 2022. Doanh nghiệp báo cáo trong Báo cáo thường

niên 2023, nguyên nhân là do các dự án mỏ cũ đã hết thời hạn ghi trong giấy phép khai thác và chậm được gia hạn, dự án mỏ mới cũng bị chậm cấp giấy phép khai thác khoảng 7 tháng. Doanh nghiệp báo cáo trong năm 2023, công ty đã hoàn thiện các thủ tục pháp lý về gia hạn giấy phép khai thác của các dự án mỏ, hoàn thành xin cấp mới giấy phép khai thác của dự án cải tạo mở rộng nâng công suất mỏ than Cao Sơn.



Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research

Biên gộp cải thiện trong năm 2022 và 2023. Biên gộp của CST đã tăng từ mức 4.86% năm 2021 lên mức 6.42% năm 2022 và mức 7.87% năm 2023. Theo tìm hiểu của chúng tôi, biên gộp công ty cải thiện không phải là nhờ giá than thế giới tăng cao. Giai đoạn 2021-2023, giá than thế giới đã tăng cao do chiến tranh Nga-Ukraine ảnh hưởng tới nguồn cung năng lượng. Tuy nhiên, giá than trong nước lại tương đối ổn định trong giai đoạn này, và có những giai đoạn giá than trong nước thấp hơn 2.5-3 lần giá than thế giới. Ở Việt Nam, than là hàng hóa thuộc diện kê khai giá. Theo đó, căn cứ tình hình thị trường và kế hoạch sản xuất, kinh doanh, TKV và Tổng công ty Đông Bắc xây dựng phương án giá bán, kê khai với Bộ Tài chính và ban hành giá bán áp dụng cho các hộ tiêu thụ trong nước. Do giá than tại Việt Nam được Chính phủ điều tiết nên thường khá ổn định và điều chỉnh khá chậm so với giá than thế giới.



Diễn biến giá than đá thế giới (Nguồn: Trading Economics)

Biên gộp của CST cải thiện trong năm 2022 và 2023 nhờ công ty áp dụng nhiều biện pháp tiết kiệm chi phí như áp dụng hệ thống băng tải giúp giảm thiểu chi phí vận chuyển đất đá (\*), điều hành sản xuất bằng phần mềm trực tuyến. Chi phí khấu hao trong năm 2022 chỉ tăng nhẹ, và trong năm 2023 giảm do doanh nghiệp áp dụng khấu hao nhanh với một số tài sản. Việc áp dụng khấu hao nhanh từ những năm trước cũng là một lý do giúp biên gộp của công ty cải thiện trong các năm 2022, 2023. (\*): Hệ thống băng tải đá Cao Sơn được đưa vào hoạt động năm 2017. Tuyến băng tải có chiều dài hơn 4.6km đang thực hiện vận tải đất đá thải ra bãi thải Bàng Nâu. Đây là hệ thống băng tải vận chuyển đất đá thải mỏ đầu tiên được đầu tư, khai thác tại Việt Nam.

Q1/2024, tình hình kinh doanh của công ty có một số dấu hiệu khởi sắc. Doanh thu thuần Q1/2024 đạt 2,964 tỷ đồng, tăng 24.69% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế Q1 của công ty đạt 94 tỷ đồng, tăng 8.05% so với cùng kỳ. CST có kế hoạch khai thác 4.1 triệu tấn than nguyên khai trong năm 2024. Để hoàn thành được sản lượng này, CST cần bốc xúc hơn 58 triệu m<sup>3</sup> đất đá. Trong đó, khối lượng bốc xúc đất đá qua tuyến băng tải đá Cao Sơn là 20 triệu m<sup>3</sup> đất đá thải mỏ. Theo báo cáo của Công ty CP Than Cao Sơn, tính riêng trong quý I/2024, khối lượng vận chuyển đất đá bằng tuyến băng tải đạt trên 6.1 triệu m<sup>3</sup>, đạt 30.5% kế hoạch năm. Đây là quý đạt sản lượng vận tải đất đá thải mỏ qua hệ thống băng tải đá Cao Sơn lớn nhất từ khi tuyến băng tải này đi vào hoạt động đến nay. Dự kiến trong quý II/2024, đơn vị sẽ duy trì tiếp tục vận tải 6 triệu m<sup>3</sup> đất đá thải qua hệ thống băng tải đá Cao Sơn. Cả năm 2024, CST đưa ra kế hoạch doanh thu về than là 9,424.5 tỷ đồng, lợi nhuận đến từ than là 130.4 tỷ đồng.

Tình hình dòng tiền tốt: CST tạo ra lũy kế 2,088 tỷ đồng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh và 1,277 tỷ đồng FCF giai đoạn 2019-2023. Do tạo ra FCF, CST đã chi trả lũy kế ròng 521 tỷ đồng nợ vay trong cùng giai đoạn. Công ty cũng chi trả cổ tức bằng tiền mặt cho các cổ đông khá đều đặn, với tổng số tiền chi trả cổ tức lũy kế trong giai đoạn đạt 114 tỷ đồng. Gần đây, công ty chi trả cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng/cổ phiếu, ngày giao dịch không hưởng quyền là 22/05/2024. Tình hình tài chính của CST nhìn chung lành mạnh do doanh nghiệp vay nợ không nhiều. Đến Q1/2024, CST có khoảng 258 tỷ đồng nợ ròng, tương đương 21.68% VCSH. Do kinh doanh tốt và vay nợ ít, CST không chịu áp lực lãi vay và có hệ số thanh toán lãi vay TTM đạt khoảng 20x. Một điểm đáng lưu ý là CST có dự trữ tiền mặt khá thấp, đến cuối Q1/2024 chỉ khoảng 1.1 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi nhận định CST không có nhiều rủi ro về thanh toán do doanh nghiệp vẫn còn dư địa đi vay.

(đơn vị: tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023
<b>NET SALES</b>	6,194.66	3,195.68	8,701.89	10,388.80	7,905.71
<b>NET SALES GROWTH</b>	N/A	-48.41%	172.30%	19.39%	-23.90%
<b>GROSS PROFIT</b>	305.36	210.35	423.04	666.61	621.93
<b>GROSS PROFIT MARGIN</b>	4.93%	6.58%	4.86%	6.42%	7.87%
<b>SG&amp;A</b>	143.96	89.03	204.68	219.53	257.00
<b>EBIT</b>	161.40	121.31	218.35	447.08	364.93
<b>NET PROFIT</b>	84.89	57.34	107.13	358.30	280.45
<b>ASSETS</b>	1,849.72	3,801.49	3,076.55	2,369.73	2,402.05
<b>EQUITY</b>	353.71	734.95	744.50	982.10	1,096.37
<b>NET DEBT</b>	725.96	1,397.14	1,099.80	234.93	197.45

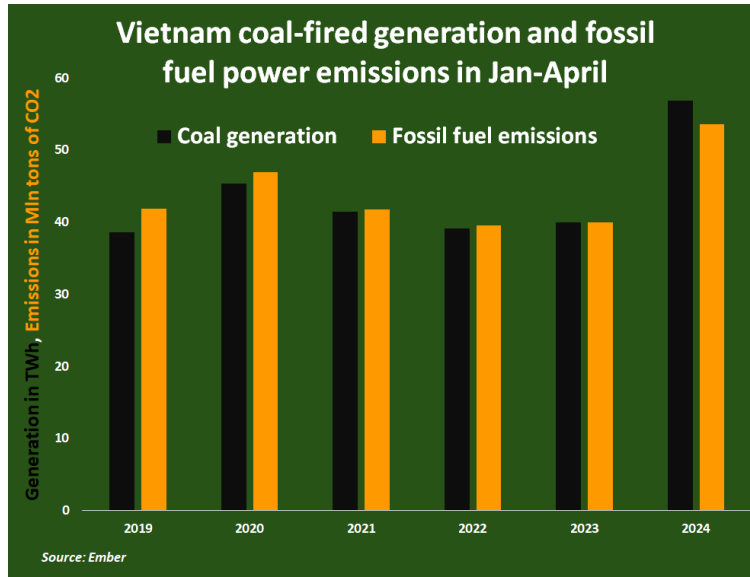
Một số chỉ tiêu tài chính của CST giai đoạn 2019-2023 (Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research)

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #1: NHU CẦU VỀ THAN TRONG NƯỚC MỘT VÀI NĂM TỚI ĐƯỢC DỰ BÁO Ở MỨC CAO DO NHU CẦU VỀ NHIỆT ĐIỆN CAO, GIÚP CẢI THIỆN VÒNG QUAY HÀNG TỒN KHO VÀ ROA CHO CÁC DOANH NGHIỆP NGÀNH THAN

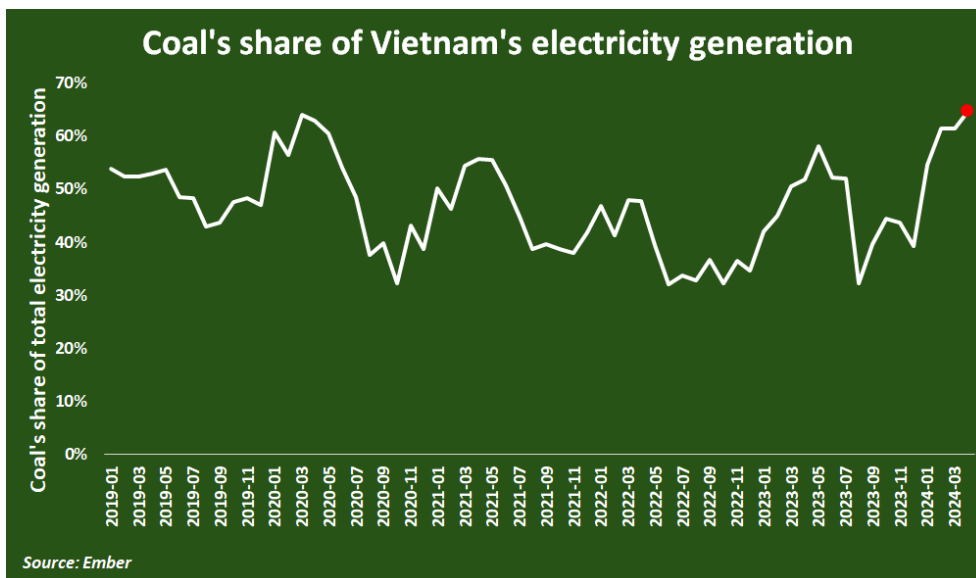
Với xu hướng Trung Quốc +1 và sự dịch chuyển chuỗi cung ứng, các doanh nghiệp sản xuất trên thế giới đang có xu hướng đầu tư mở nhà máy tại Việt Nam. Việt Nam đang dần trở thành một trung tâm sản xuất của thế giới. Đi kèm với đó là nhu cầu sử dụng điện trong nước tăng cao. Bên cạnh nhu cầu điện phục vụ cho sản xuất, thời tiết nóng bức trong năm 2024 dự kiến sẽ tiếp tục đẩy mạnh nhu cầu sử dụng điều hòa nhiệt độ của người dân, từ đó đẩy mạnh nhu cầu sử dụng điện trong năm. Giai đoạn sản lượng điện tiêu thụ cao điểm sẽ là giai đoạn hè từ cuối tháng 5 đến tháng 7 ở miền Bắc.

Reuters ngày 05/06/2024 nhận định: ngành sản xuất điện Việt Nam đang mở rộng sản xuất điện bằng nhiên liệu hóa thạch, cụ thể là bằng than đá, trong ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu, tạm thời đi ngược lại kế hoạch dài hạn giảm phát thải ròng bằng 0 của Chính phủ Việt Nam. Theo báo cáo từ Reuters, tỷ trọng sản lượng điện sản xuất từ thủy điện tại Việt Nam đang có xu hướng giảm. Bên cạnh đó, sản lượng điện sản xuất từ khí cũng đã giảm khoảng 15% so với cùng kỳ trong 4 tháng đầu năm 2024. Theo báo cáo giám sát chuyên đề về phát triển năng lượng 2016-2021 của đoàn giám sát của Ủy ban Thường vụ Quốc hội trong năm 2023: thủy điện Việt Nam về cơ bản đã khai thác hết, còn sản lượng dầu và khí ở một số mỏ lớn suy giảm nhanh. Nguy cơ thiếu điện, theo đoàn giám sát, còn có thể kéo dài trong ngắn - trung và dài hạn tới 2050. Một số ý kiến cho rằng thủy điện có thể phục hồi nhẹ nhờ La Lina từ sau quý 2/2024, tuy nhiên dự địa phát triển của thủy điện Việt Nam không còn nhiều. Do đó, mở rộng nhiệt điện đang là giải pháp tình thế đối với ngành sản xuất điện Việt Nam.

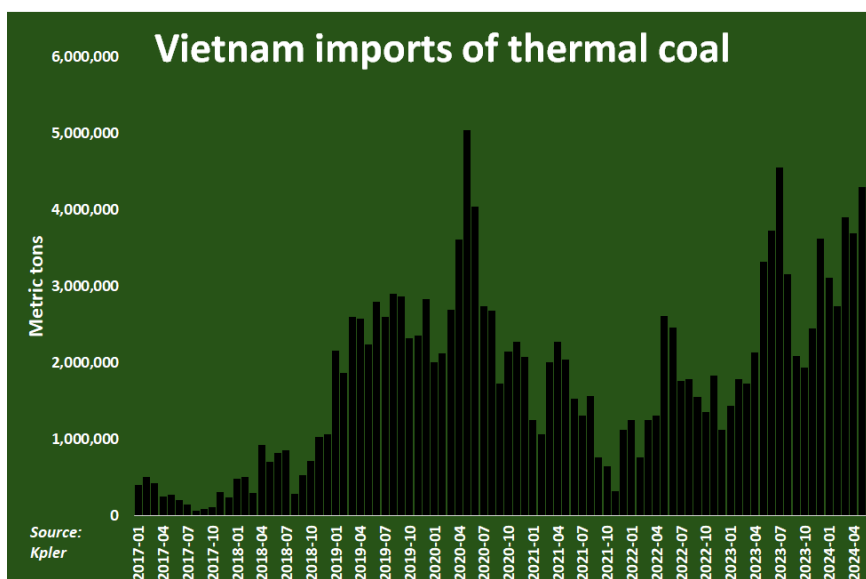
Trong tháng 5, 6 năm 2023 đã xảy ra hiện tượng thiếu điện tại miền Bắc. Điều này đã ảnh hưởng lớn đến đời sống, sản xuất, kinh doanh của người dân và doanh nghiệp. Tính toán của Ngân hàng Thế giới tại báo cáo công bố hồi tháng 8 năm 2023, Việt Nam thiệt hại khoảng 1.4 tỷ USD do thiếu điện, tương đương khoảng 0.3% GDP. Việc thiếu điện nếu tiếp tục xảy ra sẽ ảnh hưởng lớn tới uy tín của Việt Nam là điểm đến đầu tư trên thế giới. Chủ tịch EVN đã phát biểu vào tháng 03 năm 2024: “Thiếu điện trong năm 2023 là bài học sâu sắc, 2024 không để thiếu điện trong mọi tình huống.” Cũng vào tháng 03/2024, Thủ tướng Phạm Minh Chính cam kết với các nhà đầu tư nước ngoài rằng tình trạng thiếu điện sẽ không xảy ra nữa. Để tránh tình trạng bị thiếu điện, Việt Nam đang và sẽ phải tăng tỷ trọng nguồn điện từ nhiệt điện, theo phân tích của Reuters. Số liệu từ Ember cho thấy 4 tháng đầu năm 2024, lượng điện sản xuất từ than đạt 57 terawatt giờ, tương đương mức tăng 42.5% so với cùng kỳ. Theo số liệu từ EVN, trong 5 tháng đầu năm 2024, nhiệt điện chiếm trung bình 59% tổng sản lượng điện, và trong một số ngày cao điểm, con số này có thể vọt lên tới hơn 70%. Để so sánh, nhiệt điện chỉ chiếm trung bình 45% tổng sản lượng điện trong năm 2023. Nhu cầu về nhiệt điện tại Việt Nam do đó được chúng tôi dự báo sẽ ở mức cao trong những năm sắp tới. Nhu cầu sử dụng than của Việt Nam nhờ đó cũng tăng theo nhu cầu về nhiệt điện. Bộ Công Thương dự báo trên cả nước sản lượng than cần đủ cho chỉ riêng sản xuất điện ước khoảng trên 74 triệu tấn trong năm 2024. Để đáp ứng nhu cầu về sử dụng than, Việt Nam đã phải tăng nhập khẩu than trong năm 2024. Số liệu của Kpler cho thấy trong 5 tháng đầu năm 2024, nhập khẩu than vào Việt Nam tăng tới 71% so với cùng kỳ. Tính đến tháng 5, khoảng 17.8 triệu tấn than được nhập khẩu vào Việt Nam. Điều này cho thấy một cơ hội lớn cho các doanh nghiệp khai thác và sản xuất than nội địa để đáp ứng nhu cầu than trong nước trong thời gian sắp tới.



Sản lượng điện sản xuất từ than đá và phát thải CO2 của Việt Nam – 4 tháng đầu năm từ 2019 tới 2024 (Nguồn: Ember, Reuters)



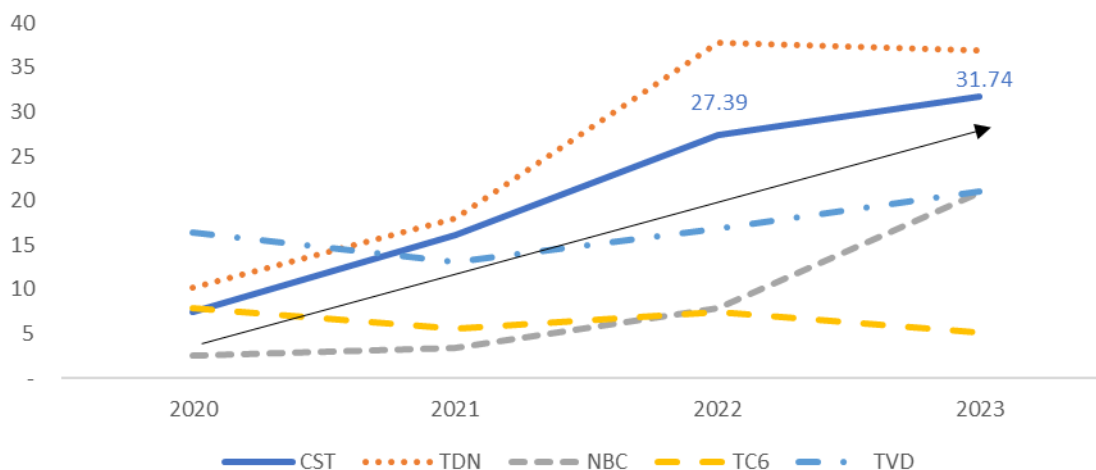
Tỷ trọng sản lượng điện sản xuất từ than của Việt Nam (Nguồn: Ember, Reuters)



Sản lượng than đá nhập khẩu của Việt Nam (Nguồn: Kpler, Reuters)

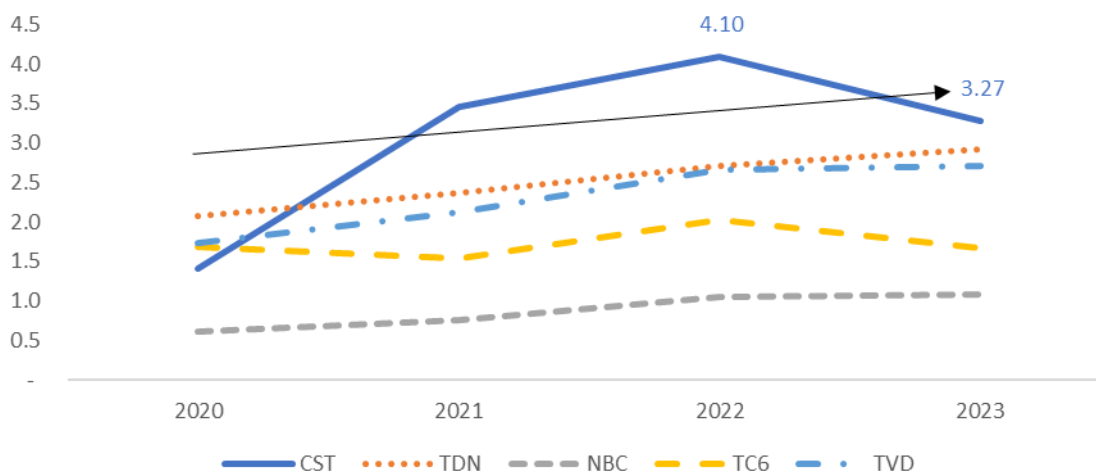
Nhu cầu về than cao không có nghĩa là các doanh nghiệp khai thác và sản xuất than sẽ có doanh thu đột biến, vì còn phụ thuộc vào năng lực sản xuất của từng doanh nghiệp. Tuy nhiên, nhu cầu than ở mức cao sẽ giúp tăng khả năng hấp thụ của thị trường đối với sản phẩm của các doanh nghiệp ngành than. Theo số liệu thu thập và tính toán của chúng tôi, vòng quay hàng tồn kho của các doanh nghiệp ngành than Việt Nam đều có xu hướng cải thiện (trừ trường hợp cá biệt của TC6) trong giai đoạn 2020-2023 khi nhu cầu về than giai đoạn này tăng cao (giai đoạn Việt Nam phải nhập khẩu mạnh than đá, so với các giai đoạn trước đây, đặc biệt là giai đoạn trước năm 2015 khi Việt Nam là một nước xuất khẩu than). Việc tăng vòng quay HTK kết hợp với việc ghi nhận khấu hao tài sản cố định lớn đã giúp nâng cao vòng quay tổng tài sản của các doanh nghiệp ngành than. Riêng trường hợp CST, vòng quay tổng tài sản có xu hướng giảm nhẹ trong năm 2023 do các khoản phải thu tăng, nhưng chỉ tiêu này của CST vẫn ở mức cao. Vòng quay tổng tài sản cải thiện giúp cải thiện ROAA cho các doanh nghiệp than giai đoạn 2020-2023, trong khi biên gộp của các doanh nghiệp ngành than chỉ có xu hướng đi ngang, không quá đột biến, trong cùng giai đoạn. Trong đó, CST có được mức ROAA thuộc top đầu trong ngành, với ROAA năm 2022 và 2023 lần lượt là 13.14% và 11.74%, nhờ vòng quay tài sản vượt trội.

Vòng quay HTK (lần) của các doanh nghiệp ngành than



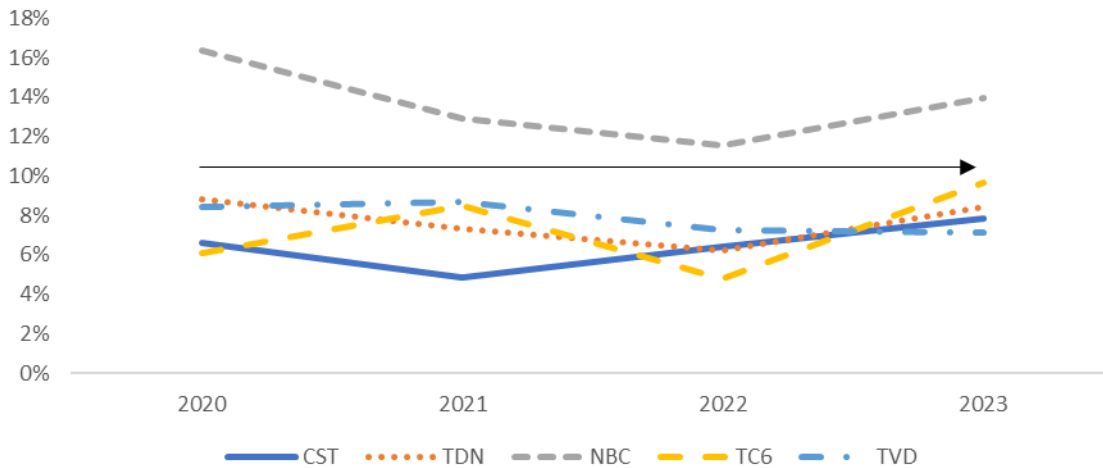
Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research

Vòng quay TS (lần) các doanh nghiệp ngành than



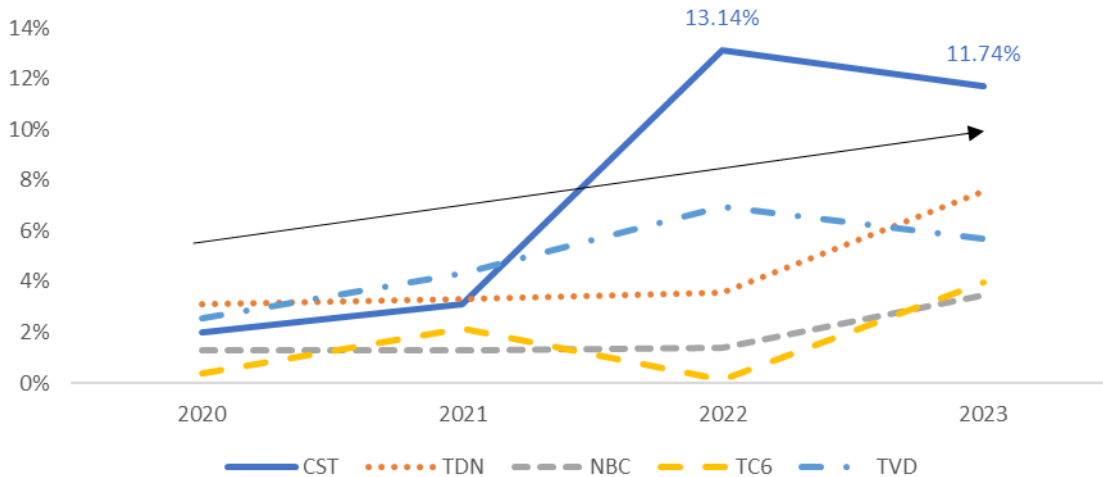
Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research

## Biên gộp các doanh nghiệp ngành than



Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research

## ROAA các doanh nghiệp ngành than



Nguồn: FiinPro X, GTJASVN Research

Về kế hoạch cung cấp than của cả tập đoàn TVK: TVK là đơn vị sản xuất và cung cấp than chủ lực của nền kinh tế Việt Nam, với sản xuất và tiêu thụ của TKV chiếm trên 90% của toàn ngành, theo tạp chí Năng lượng Việt Nam. Cuối tháng 5, theo báo Quảng Ninh Điện Tử, TKV dự kiến 7 tháng đầu năm 2024 sẽ cung cấp 30.2 triệu tấn than cho nền kinh tế; riêng than cho điện là 25.8 triệu tấn; nhập khẩu trên 3.3 triệu tấn than trong quý II để pha trộn, cấp cho các nhà máy điện trong nước; đồng thời kiểm soát lượng than tồn kho theo kế hoạch. Tập đoàn cũng đã cam kết với Chính phủ và các bộ, ngành sẽ không để thiếu than cho sản xuất điện, đặc biệt trong các tháng cao điểm nắng nóng. Chính vì vậy, bên cạnh việc đảm bảo sản lượng than sản xuất, TVK cũng đã chủ động nguồn than nhập khẩu, chỉ đạo các đơn vị khối sàng tuyển, chế biến nâng cao chất lượng công tác pha trộn, đáp ứng yêu cầu sản xuất của các nhà máy điện.

**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #2: GIẢI QUYẾT XONG VẤN ĐỀ CẤP GIẤY PHÉP KHAI THÁC; CÔNG SUẤT KHAI THÁC ĐƯỢC MỞ RỘNG**

Năm 2023, doanh thu CST bị sụt giảm do bị chậm cấp giấy phép khai thác. Theo báo cáo của CST, dự án mở mới của Than Cao Sơn chùng lẩn với diện tích các giấy phép khai thác của một số đơn vị



trong và ngoài TKV, trong đó có Tổng Công ty Đông Bắc, Bộ Quốc phòng. Ông Phạm Quốc Việt, Giám đốc CST, cho biết “với các đơn vị cùng trong TKV thì đơn giản, nhưng với đơn vị bên ngoài là Tổng Công ty Đông Bắc khó khăn hơn.” Vướng mắc này đã khiến công ty phải tạm dừng hoạt động một số bộ phận trong 7 tháng đầu năm 2023, ảnh hưởng tới sản lượng sản xuất và doanh thu trong năm. Tuy nhiên, ngay trong năm 2023, vào tháng 8, vấn đề này đã được giải quyết xong,

Tháng 8/2023, dự án cải tạo mở rộng nâng công suất mỏ than Cao Sơn chính thức được khởi công. Dự án có tổng mức đầu tư 1,829 tỷ đồng; công suất khai thác 4.5 triệu tấn than nguyên khai/năm với trữ lượng than khai thác 51.9 triệu tấn, tương đương 65.7 triệu tấn than nguyên khai. Dự án được xây dựng cơ bản từ năm 2023 tới năm 2027, nhưng có thể bắt đầu đưa vào khai thác ngay từ năm 2023. Dự án có thời gian hoạt động 22 năm tính từ năm 2022 với quy hoạch sử dụng đất là 958.3 ha. Nguồn vốn thực hiện dự án là vốn vay thương mại (70%) và vốn chủ sở hữu (30%). Tính tới cuối năm 2023, CST đã chi 21 tỷ cho việc khảo sát, xây dựng giai đoạn đầu của dự án. Đây là dự án đặc biệt quan trọng đối với CST cũng như TKV nhằm tăng sản lượng than khai thác của tập đoàn. Dự án đi vào hoạt động khai thác tối đa tài nguyên than bằng phương pháp lộ thiên, phục vụ nhu cầu tiêu thụ than trong nước và một phần dành cho xuất khẩu; phát huy cơ sở hạ tầng sẵn có của CST để khai thác, tận thu nguồn tài nguyên than.

Theo ông Nguyễn Ngọc Dũng, Phó Giám đốc Công ty, năm 2024, khai trường Cao Sơn sẽ xuống sâu thêm từ 30-40m. Ngoài việc chuẩn bị các điều kiện sản xuất, Công ty đang tính đến việc tiếp cận nhanh chóng các vỉa than ở độ sâu lớn, đảm bảo trữ lượng khai thác theo dự án. Mỏ than Cao Sơn được đánh giá là một trong những mỏ lộ thiên có sản lượng than khai thác lớn nhất trong các mỏ than của TVK. Trong những năm gần đây, CST thường xuyên là đơn vị có sản lượng than cao nhất trong Tập đoàn (thường đóng góp trên 10% sản lượng cho TKV). Việc đẩy mạnh sản xuất sau khi dự án cải tạo, mở rộng, nâng công suất mỏ Than Cao Sơn đưa vào hoạt động sẽ góp phần giúp CST tiếp tục là đầu tàu sản xuất của tập đoàn, hoàn thành mục tiêu hàng năm mà TKV giao.

Theo lộ trình hết năm nay, CST sẽ dừng khai thác than tại khu vực khai trường Khe Chàm II, tiến tới đóng cửa mỏ trong quý III/2024. Khai trường này cũng đã gần khai thác hết và cũng không còn đóng góp nhiều doanh thu cho CST. Như vậy, trong giai đoạn sau năm 2024, CST sẽ tập trung khai thác ở mỏ Cao Sơn mở rộng.

### **LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ #3/CATALYST: ĐỊNH GIÁ HẤP DẪN VÀ KẾ HOẠCH NIÊM YẾT TRÊN HNX**

Hiện tại, CST có mức P/E trailing là 3.4x và P/B trailing là 0.9x. Định giá và thanh khoản thấp có thể cho thấy cổ phiếu CST không nhận được nhiều sự chú ý của các nhà đầu tư trên thị trường. Ngành than cũng là ngành hạn chế tiếp cận thị trường với NĐT nước ngoài, do đó các cổ phiếu ngành này không nhận được sự hỗ trợ của dòng tiền ngoại. Các doanh nghiệp ngành than trên 3 sàn cũng thường có mức vốn hóa nhỏ, do đó ít được chú ý bởi các nhà đầu tư.

CST đã nộp hồ sơ đăng ký niêm yết trên HNX vào ngày 02/05/2024. Khi niêm yết lên sàn HNX, yêu cầu về công bố thông tin sẽ chặt chẽ hơn. Điều này giúp làm tăng sự minh bạch của công ty, và có thể tạo điều kiện cho công ty tiếp cận các nhà đầu tư một cách dễ dàng hơn. Ngoài ra, theo kế hoạch, đến hết năm 2025, toàn bộ cổ phiếu niêm yết tại HNX sẽ chuyển sang HOSE. Do đó, nếu niêm yết trên HNX thành công thì cổ phiếu của CST sẽ được giao dịch trên HOSE chậm nhất từ năm 2026.

Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian sắp tới HNX sẽ chấp thuận hồ sơ đăng ký niêm yết của công ty và thông tin này sẽ là chất xúc tác giúp cho CST nhận được sự chú ý nhiều hơn của các nhà đầu tư trong nước. Điều này kết hợp với các hệ số định giá đang rất hấp dẫn của CST có thể là động lực để cổ phiếu CST tăng giá trong giai đoạn 6-18 tháng tới.

## DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Năm 2023, nguyên nhân chính khiến doanh thu sụt giảm là do vướng mắc, chậm trễ trong quá trình xin gia hạn giấy phép khai thác mỏ. Vấn đề này đã được khắc phục, do đó có thể kỳ vọng doanh thu năm 2024 sẽ bật tăng trở lại. Doanh thu từ than theo kế hoạch năm 2024 của CST là 9,424.5 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo tổng doanh thu thuần năm 2024 của CST có thể đạt trên 10,000 tỷ đồng. Bên cạnh đó, chúng tôi dự phóng mỏ than Cao Sơn mở rộng dần đưa vào khai thác sẽ giúp cho doanh thu thuần của CST ổn định/tăng trưởng nhẹ trong giai đoạn 2024-2027. Chúng tôi dự báo đến năm 2027, sản lượng than khai thác của CST đạt 4.5 triệu tấn than nguyên khai và khoảng 1 triệu tấn than sạch từ sản phẩm ngoài than, tương đương mức CAGR sản lượng khai thác giai đoạn 2024-2027 là 5.38%. Doanh thu trong giai đoạn này có thể tăng trưởng 4%/năm với giả định giá than trong nước dần suy giảm nhẹ. Sau năm 2027, chúng tôi bắt đầu dự phóng doanh thu của CST có xu hướng giảm.

Mặc dù giá than tại Việt Nam được Nhà nước điều tiết, việc giá than trên thế giới giảm cũng có thể gây ra áp lực với giá than trong nước. Giá than trên thế giới được dự báo có xu hướng giảm do trên thế giới năng lượng tái tạo đang được đầu tư mạnh để dần thay thế nhiệt điện nhằm mục tiêu phát thải ròng bằng 0 toàn cầu vào năm 2050. Giá than ở Việt Nam vì thế có thể cũng sẽ chịu áp lực trong dài hạn. Than khai thác ở Việt Nam sẽ phải cạnh tranh với than nhập khẩu, và biên gộp của các doanh nghiệp ngành than có thể chịu áp lực trong những năm sắp tới. Mặt khác, chúng tôi dự báo nguồn cung than trên thế giới dự kiến cũng sẽ giảm theo, kìm hãm mức độ giảm của giá than thế giới. Bên cạnh đó, giá than nhập khẩu vào Việt Nam bao gồm thành phần cước thuê tàu vận tải. Mặc dù giá than thế giới có thể giảm trong tương lai, nhưng giá than nhập khẩu vào Việt Nam có thể không giảm, đặc biệt trong bối cảnh giá cước vận tải đang tăng cao. Nhìn chung, chúng tôi vẫn dự báo biên gộp của CST sẽ có xu hướng giảm nhẹ trong giai đoạn 2023-2029, một phần do chi phí khấu hao tăng.

Nhiệt điện đang là một giải pháp tình thế cho ngành điện Việt Nam. Nhưng trong dài hạn, chính sách của Chính phủ vẫn là hướng tới mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050. Do đó, các nguồn điện sạch hơn như điện khí, điện mặt trời, điện gió sẽ dần dần thay thế nhiệt điện. Theo kế hoạch của Chính phủ, điện khí, điện mặt trời, và điện gió sẽ chiếm khoảng hơn 40% tổng sản lượng điện sản xuất vào năm 2030, còn tỷ trọng của điện từ than đá sẽ là 20%. Chúng tôi đánh giá rằng cơ cấu sản xuất điện tại Việt Nam như trên có thể không đạt được vào năm 2030, nhưng xu hướng dài hạn vẫn là sự thay thế dần của điện từ than đá từ các nguồn khác sạch hơn. Xu thế này sẽ không chỉ đúng với ngành điện mà nhìn chung việc sử dụng than đá sẽ dần bị thay thế bởi việc sử dụng các nhiên liệu khác thân thiện hơn với môi trường. Tuy vậy, theo Dự thảo Quy hoạch tổng thể năng lượng do Bộ Công Thương chủ trì xây dựng đến 2030, nhu cầu về than trong nước được dự kiến sẽ vẫn ở trong xu hướng tăng cho đến năm 2030, và dự kiến cũng đạt mức đỉnh vào năm 2030, với nhu cầu 105.5 triệu tấn than cho sản xuất điện. Sản lượng này tương đương mức CAGR 6.6% giai đoạn 2021-2030. Vai trò của than tại Việt Nam vẫn rất quan trọng cho tới năm 2030 và cho cả giai đoạn tới năm 2050. Điều này cho thấy khả năng hấp thụ đối với sản phẩm than sẽ vẫn còn cao cho tới năm 2030 và một vài năm sau đó. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đưa ra giả định  $\omega = 0$

năm 2029 đối với cổ phiếu CST.

Chúng tôi dự phóng WACC của CST có xu hướng giảm trong giai đoạn 2024-2027 khi CST sử dụng nợ vay để thực hiện dự án mở rộng mỏ than Cao Sơn. Từ năm 2028, WACC sẽ tăng trở lại khi doanh nghiệp giảm bớt nợ vay. Dựa trên dự phóng và một số giả định về hoạt động của CST, chúng tôi định giá cổ phiếu CST theo phương pháp EVA. Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu 6-18 tháng của CST là **31,000 đồng/cp**. Dựa trên giá mục tiêu của chúng tôi và giá đóng cửa ngày 12/06/2024 của CST là 23,700 đồng/cp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu **CST**, upside dự kiến **30.80%**. Định giá đã tính tới tác động của cổ tức bằng tiền mặt 2,000 đồng/cp, ngày giao dịch không hưởng quyền 22/05/2024.

(đơn vị: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
<b>NET SALES</b>	10,040	10,442	10,860	11,294	11,294	10,729
<b>NET SALES GROWTH</b>	27%	4%	4%	4%	0%	-5%
<b>GROSS PROFIT</b>	763	762	771	768	734	665
<b>GROSS PROFIT MARGIN</b>	7.6%	7.3%	7.1%	6.8%	6.5%	6.2%
<b>SG&amp;A</b>	275	294	312	331	347	364
<b>EBIT</b>	488	468	459	437	387	301
<b>AVERAGE IC</b>	1,429	1,699	1,969	2,239	2,224	1,924
<b>WACC</b>	14.1%	13.3%	12.9%	12.8%	13.3%	14.3%

*Dự phóng tài chính cho CST từ 2024 tới 2029 (Nguồn: GTJASVN Research)*

## RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thanh khoản: CST là công ty có vốn hóa nhỏ, cổ phiếu được giao dịch trên sàn UpCOM. Thanh khoản của cổ phiếu cũng không cao. Do đó, nhà đầu tư lưu ý về rủi ro thanh khoản khi đầu tư vào CST.

Khai thác than là ngành sản xuất có nhiều rủi ro trong hoạt động như rủi ro tai nạn lao động, rủi ro thời tiết ảnh hưởng tới quá trình khai thác (đặc biệt đối với những doanh nghiệp khai thác mỏ than lộ thiên như CST), v.v.

Rủi ro định giá: Việc định giá cổ phiếu của chúng tôi dựa trên một số giả định về hoạt động kinh doanh của Công ty. Những giả định này không thể hoàn toàn chính xác. Ngoài ra, môi trường bên trong và bên ngoài luôn thay đổi của công ty có thể khiến thông tin và giả định được sử dụng trong quá trình định giá cũng như kết quả định giá của chúng tôi trong báo cáo này không còn phù hợp sau khi báo cáo được công bố.

**XẾP HẠNG CỔ PHIẾU**

Chỉ số tham chiếu: VN - Index.

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Khuyến nghị	Định nghĩa
<b>Mua</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq$ 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Tích lũy</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
<b>Giảm tỷ trọng</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% đến -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
<b>Bán</b>	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

**XẾP HẠNG NGÀNH**

Chỉ số tham chiếu: VN - Index

Kỳ hạn đầu tư: 6 đến 18 tháng

Xếp loại	Định nghĩa
<b>Vượt trội</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
<b>Trung lập</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
<b>Kém hiệu quả</b>	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

**KHUYẾN CÁO**

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và không nên xem báo cáo này là nội dung tư vấn đầu tư chứng khoán khi đưa ra quyết định đầu tư và Nhà đầu tư phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại nào là hệ quả phát sinh từ hoặc liên quan tới việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu của công ty. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và cán bộ, Tổng giám đốc, nhân viên có thể có một mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nỗ lực để chuẩn bị báo cáo trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam không tuyên bố hay cam đoan, bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện quan điểm của chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo tại thời điểm công bố và không được hiểu là quan điểm của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các Nhà đầu tư bao gồm nhà đầu tư tổ chức và nhà đầu tư cá nhân của Guotai Junan Việt Nam tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng tại quốc gia nơi báo cáo này được phân phối và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua, bán hay nắm giữ chứng khoán cụ thể nào ở bất kỳ quốc gia nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng Nhà đầu tư. Nhà đầu tư hiểu rằng có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Nội dung của báo cáo này, bao gồm nhưng không giới hạn nội dung khuyến cáo không phải là căn cứ để Nhà đầu tư hay một bên thứ ba yêu cầu Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam và/hoặc chuyên viên chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này thực hiện bất kỳ nghĩa vụ nào với Nhà đầu tư hay một bên thứ ba liên quan đến quyết định đầu tư của Nhà đầu tư và/hoặc nội dung của báo cáo này.

Bản báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện có thẩm quyền của Công ty cổ phần chứng khoán Guotai Junan Việt Nam. Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.



## GUOTAI JUNAN (VIETNAM) RESEARCH DEPARTMENT

**Nguyễn Đức Bình**

Senior Research Analyst

[binhnd@gtjas.com.vn](mailto:binhnd@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 - ext: 704

**Trần Thị Hồng Nhung**

Deputy Director

[nhungtth@gtjas.com.vn](mailto:nhungtth@gtjas.com.vn)

(024) 35.730.073 - ext: 703

14/06/2024



CHỨNG KHOÁN GUOTAI JUNAN (VIỆT NAM)  
GUOTAI JUNAN SECURITIES (VIETNAM)

CST

LIÊN HỆ	TRỤ SỞ CHÍNH HÀ NỘI	CHI NHÁNH TP.HCM
Điện thoại tư vấn: (024) 35.730.073	R9-10, 1 <sup>st</sup> Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	3 <sup>rd</sup> Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Điện thoại đặt lệnh: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: <a href="mailto:info@gtjas.com.vn">info@gtjas.com.vn</a> Website: <a href="http://www.gtjai.com.vn">www.gtjai.com.vn</a>	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696

Company Report