

Ngành Cao Su – ICB 1353
Ngày 9 tháng 6 năm 2016

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
CTCP CAO SU TÂY NINH - TRC**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	25,100
Giá thị trường (9/6/2016)	21,500
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	29.1
Vốn hóa (tỷ)	707.7
Giá trị sổ sách/cp	47,041
Sở hữu nước ngoài	6.37%
Giá hiện tại (đ/cp)	24,000
KLTB 10 ngày (cp)	62,591
Giá thấp nhất 52T (đ)	17,800
Giá cao nhất 52T (đ)	25,875
+/- 7 ngày qua	+0.4%
+/- 1 tháng qua	+4.8%

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Bảo Hoàng Lê
Email: lenbh@bsc.com.vn
Tel: + 84 4 39352722 (108)

Báo cáo doanh nghiệp - TRC

Chúng tôi khuyến nghị MUA trung và dài hạn cổ phiếu TRC với giá mục tiêu 1 năm là 25,100 đồng/cp, cao hơn 14.6% so với mức giá 21,900 đóng cửa ngày 9/6/2015 theo phương pháp định giá FCFF. Tại mức giá hiện nay, cổ phiếu TRC đang được giao dịch với P/E = 12.5x và P/B = 0.5x.

Giá cao su thế giới đã chạm đáy 6 năm vào 7/2/2016, trước khi hồi phục mạnh, kéo theo kỳ vọng ngành cao su tự nhiên đã qua vùng đáy và bắt đầu chu kỳ hồi phục. Các tổ chức lớn đưa ra các dự báo khá mâu thuẫn về xu hướng giá cao su trong 2016, tuy nhiên đều cho rằng ngành cao su đang tiệm cận vùng đáy chu kỳ. Nếu giá cao su tạo đáy thành công, BSC cho rằng TRC sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi rõ nét nhất nhờ các yếu tố cơ bản tốt, và các biện pháp quản lý chi phí hiệu quả. Triển vọng kinh doanh của TRC đến từ:

- (1) Kỳ vọng giá cao su tạo đáy và phục hồi.** Yếu tố chu kỳ, cùng với những chính sách điều tiết của các quốc gia sản xuất cao su lớn, và giá dầu đi lên đã cải thiện giá cao su từ tháng 2/2016. Bên cạnh đó, các yếu tố bất lợi từ thời tiết do El-nino và La-nina dự kiến cũng làm giảm nguồn cung trong và ngoài nước.
- (2) TRC có các lợi thế cơ bản dẫn đầu ngành,** với cơ cấu vườn cây trẻ, năng suất dẫn đầu ngành, và 65% sản phẩm là Latex và CV 50,60 có giá bán cao và không phụ thuộc vào tình hình sản xuất sẫm lốp.
- (3) Triển vọng dài hạn đến từ dự án Tây Ninh- Siêm Riệp, hoạt động năm 2019,** làm tăng diện tích vườn cây lên 85% và tăng công suất sản xuất lên 65%. Lưu ý rằng do lợi nhuận từ thanh lý vườn cây thấp hơn đáng kể so với ngành, kết quả kinh doanh của TRC hiện nay phụ thuộc hoàn toàn vào giá cao su.

KQKD Q1 2016 tiếp tục giảm, với 52.2 tỷ doanh thu (-38.7%yoy) và 10.7 tỷ LNST (-47.8%). Lợi nhuận hoạt động sản xuất cao su giảm mạnh 63% về mức 3.7 tỷ. Quý 1 là giai đoạn cây cao su rụng lá do vậy thu nhập của TRC chủ yếu đến từ các hợp đồng dài hạn, và chưa phản ánh được việc giá cao su phục hồi tốt trong Q1.

Chúng tôi ước tính doanh thu bán cao su năm 2016 của TRC có thể đạt 322. tỷ đồng (-1.5% yoy). Lợi nhuận sau thuế của công ty ước đạt 70.6 tỷ đồng (+23.3% yoy). Với mức chia quỹ phúc lợi và phát triển 20%, EPS 2016 ước tính là 1,941 VND. Cổ tức dự kiến ở mức 10% trong 2016-2019 và tăng lên 20% sau đó.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
DTT (tỷ đ)	1,195	908	671	501	363
% tăng trưởng yoy		-24%	-26%	-25%	-28%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,471	1,483	1,934	1,587	1,647
Vốn chủ sở hữu(tỷ đ)	1,127	1,315	1,404	1,447	1,411
Vốn điều lệ (tỷ đ)	300	300	300	300	300
LN thuần (tỷ đ)	513	311	207	115	38
LN sau thuế (tỷ đ)	515	354	230	139	57
% tăng trưởng yoy		-31%	-35%	-39%	-59%
EPS (VND/cp)	13,264	9,121	5,920	3,592	1,495
ROE	45.7%	26.9%	16.4%	9.6%	4.1%
ROS	43.1%	39.0%	34.2%	27.9%	15.8%

TỔNG QUAN TRC

Tên công ty	Công ty cổ phần Cao su Tây Ninh
Địa chỉ	Xã Hiệp Thạnh, Huyện Gò Dầu, Tỉnh Tây Ninh
Điện thoại	(84.066) 3.853 606
Fax	(84.066) 3.853 608
Email	qtns@taniruco.com
Vốn điều lệ	300 tỷ đồng
Lĩnh vực hoạt động	Trồng đầu tư, chăm sóc, khai thác, chế biến cao su nguyên liệu và tiêu thụ sản phẩm; Kinh doanh công nghiệp hóa chất, phân bón và cao su; Cưa xẻ gỗ cao su, đóng pallet và đồ dùng gia dụng

Lịch sử hình thành

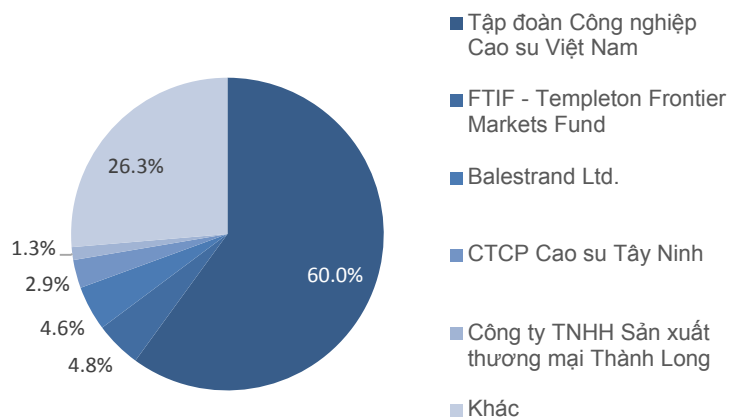
Tháng 04/1945: Công ty Cổ Phần Cao Su Tây Ninh tiền thân là đồn điền cao su của Pháp
 Năm 1981: Nông trường được nâng cấp, lấy tên là Công ty Cao Su Tây Ninh;
 Ngày 04/03/1993: Công ty được Bộ Nông Nghiệp và Công Nghiệp Thực Phẩm ký quyết định chuyển Xí Nghiệp Liên Hợp Cao Su Tây Ninh thành Công ty Cao Su Tây Ninh;
 Ngày 27/05/2004: Công ty chuyển đổi hoạt động theo hình thức công ty TNHH một thành viên;
 Ngày 28/12/2006: Công ty hoạt động theo mô hình cổ phần với vốn điều lệ ban đầu là 300 tỷ đồng;
 Ngày 24/07/2007: Cổ phiếu của công ty được niêm yết và giao dịch trên sàn HOSE;
 Năm 2012: Triển khai dự án trồng cây cao su tại Vương Quốc Campuchia;
 Tính đến tháng 04/2016: Vốn điều lệ của công ty là 300 tỷ đồng.

Danh sách cổ đông lớn

Tên cổ đông	Số lượng cp nắm giữ	
Tập đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam	18 triệu	
Công ty con/ Công ty liên kết		
Công ty Tây Ninh Siêm Riệp Phát triển cao su	100%	
CTCP Chế Biến – XNK Gỗ Tây Ninh	49%	
CTCP Dầu Tiếng Lào Cai	20%	

Cơ cấu cổ đông của TRC khá cô đặc, với duy nhất 1 cổ đông lớn, sở hữu tới 60% vốn điều lệ là Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam. Tập đoàn này cũng sở hữu tỷ lệ cổ phần chi phối trong các doanh nghiệp cao su khác như PHR (67%); DPR (60%); và HRC (55%).

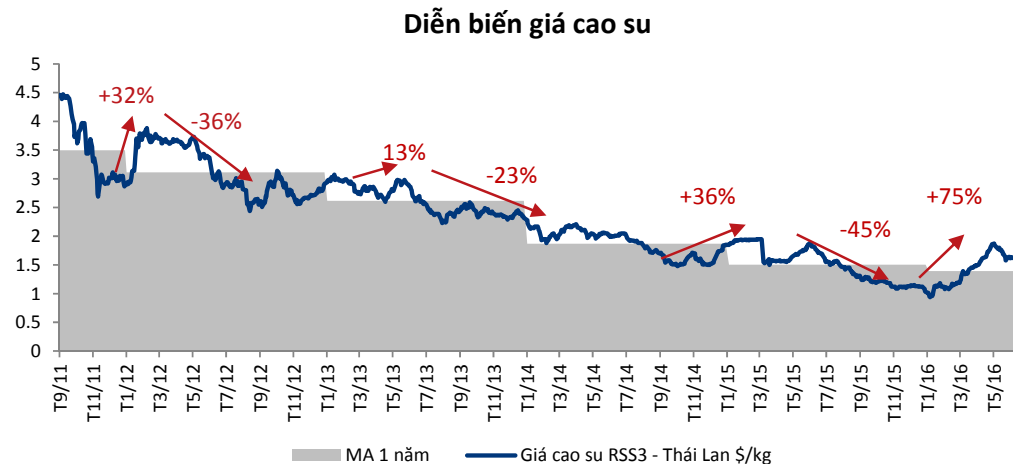
Hội đồng quản trị và Ban tổng giám đốc của TRC nắm giữ 0.3% cổ phần của công ty.



NGÀNH CAO SU VIỆT NAM

Diễn biến giá cao su trên thế giới

Giá cao su đã phục hồi từ tháng 2/2016: giá cao su RSS3 ở Thái Lan lên mức \$1.87/kg, tại 29/4/2016, tương đương với mức tăng tốt 71.6% từ thời điểm đầu năm. Mặt bằng giá cao su trung bình trong 5 tháng đầu 2016 đạt mức \$1.39/kg, thấp hơn 7.4% so với cùng kỳ năm ngoái. Giá cao su đã có chiều hướng giảm từ đầu tháng năm cho tới nay và hiện đang ở mức \$1.62/kg, cao hơn 7.7% so với mức trung bình 2015.



Nguồn: Bloomberg

Sự phục hồi tốt của giá cao su là kết quả của nhiều yếu tố tác động, bao gồm (1) tính chu kì khi các tháng đầu năm là giai đoạn cao su rụng lá và không khai thác (2) các chính sách hỗ trợ giá cao su của các quốc gia sản xuất lớn, và (3) sự hồi phục của giá dầu. Cụ thể:

- (1) **Theo tính chu kỳ, quý 1 là giai đoạn giá cao su phục hồi, do là mùa cây dừng khai thác.**
Tham khảo giá cao su của các năm trước, giá cao su thường đạt đỉnh ở giai đoạn tháng 2 – tháng 3, do việc cây cao su rụng lá làm giảm sút nguồn cung. Theo đó, trong những tháng đầu năm giá cao su thường có mức phục hồi tương đối tốt, cụ thể: khoảng 31% (năm 2012); 13.3% (năm 2014) và 35.6% (năm 2015). Ở các năm trước, giá cao su sau khi cây cao su bắt đầu về thu hoạch đều giảm mạnh và chạm đáy ở khoảng tháng 9 – tháng 11, là mùa thu hoạch của cây cao su. Mức chênh lệch từ vùng đỉnh đến vùng đáy của giá cao su ở các năm trước trung bình là 29% trong giai đoạn 2012-2015. Do vậy, diễn biến giá cao su còn phải được theo dõi thêm trong thời gian tới để xác định mặt bằng giá so với 2015. Riêng trong 2016, giá cao su đã phục hồi mạnh hơn và lâu hơn đáng kể so với các năm trước, với mức tăng 74.3% và thời gian tăng kéo dài từ tháng 2 – tháng 5.
- (2) **Những chính sách hỗ trợ:** Ngày 4/2/2016, Hội đồng Cao su Quốc tế Ba bên (ITRC) đã quyết định cắt giảm xuất khẩu cao su thiên nhiên tổng cộng 615,000 tấn cao su, trong giai đoạn 6 tháng bắt đầu từ ngày 1/3/2016. Tác động của việc cắt giảm xuất khẩu là đáng kể, như đã được phân tích trong [báo cáo ngành cao su](#) của BSC phát hành ngày 07/03/2016.
- (3) **Giá dầu hồi phục:** Dầu thô là nguyên liệu đầu chính để sản xuất cao su tổng hợp, là sản phẩm thay thế cao su tự nhiên trong nhiều lĩnh vực. Do vậy, việc giá dầu phục hồi từ

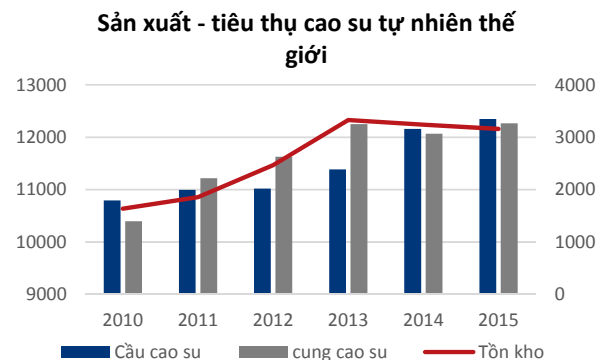
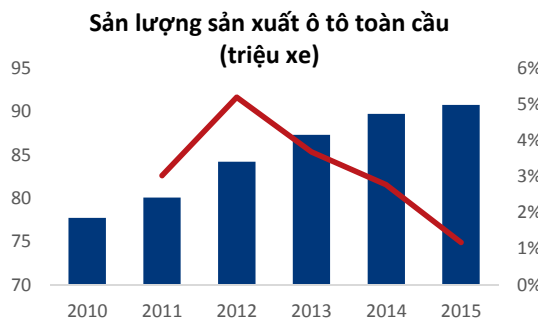
đầu năm đã làm tăng chi phí sản xuất cao su tổng hợp và giúp cải thiện nguồn cầu cho cao su tự nhiên. Khảo sát giai đoạn 1999-2016, mối tương quan giữa giá cao su và giá dầu là 83.1%.



Nguồn: Bloomberg

Tình hình cung cầu

Nguồn cầu cao su phụ thuộc vào sản lượng ô tô sản xuất toàn cầu, do 70% lượng cầu cao su dùng cho hoạt động sản xuất sắm lốp. Theo International organization of Motor Vehicle Manufacturers (OICA), tăng trưởng cho sản lượng ô tô sản xuất liên tục giảm từ năm 2012 về mức 1.2% cho năm 2015, là lý do chính khiến tăng trưởng nguồn cầu cao su chững lại những năm gần đây.



Nguồn: OICA, IRSG

Năm 2015 là năm thứ 2 liên tiếp có mức cầu vượt cung, mặc dù không nhiều, theo thống kê của của International Rubber Study Group (IRSG)¹. Theo đó, lượng hàng tồn kho thế giới giảm 2.5% yoy về mức 3.2 triệu tấn cao su. Sau giai đoạn 2010-2013 trong trạng thái dư cung, thì ngành cao su đã ở mức cân bằng hơn trong hai năm 2014-2015 với lượng hàng tồn kho giảm nhẹ.

Triển vọng cao su tự nhiên toàn cầu

IRSG dự báo tăng trưởng nguồn cầu cao su cho giai đoạn 2016-2024 ở mức trung bình 3.1%, trong đó tăng trưởng năm 2016 là dao động trong khoảng 1.3% - 2.8%. Triển vọng nguồn cung được IRSG dự báo sẽ ở mức vừa đủ để đáp ứng nguồn cầu.

Các tổ chức lớn trên thế giới có những dự báo trái chiều về diễn biến giá cao su năm 2016. Malaysian Rubber Board (MRB) cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục đà hồi phục khi các

¹ <http://www.rubberstudy.com/news-article.aspx?id=5092&b=default.aspx>

chính sách hạn chế xuất khẩu được áp dụng bắt đầu từ tháng 3/2016 đến tháng 8/2016. Bên cạnh đó, tổ chức này kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục phục hồi, qua đó kéo theo nhu cầu cho cao su tự nhiên. Tham khảo giá cao su hợp đồng dài hạn của sàn TOCOM, Nhật Bản hợp đồng thời gian từ tháng 5 đến tháng 10 đang duy trì ở mức trung bình \$1.8/kg,² cao hơn 3% so với mức giá trung bình 2015.

Ngược lại, World Bank vẫn còn rất e ngại với triển vọng giá cao su năm 2016. Theo báo cáo CMO của World Bank vào 19/4/2016, giá cao su năm 2016 được dự báo ở mức trung bình \$1.35/kg, tương đương với mức giảm 23.4% yoy; dựa trên các lo ngại về **(1)** sự chững lại trong nhu cầu cao su tự nhiên từ Trung Quốc được dự báo sẽ duy trì trong dài hạn; **(2)** Nguồn cung từ các nước sản xuất lớn sẽ quay về mức cao khi thời tiết thuận lợi hơn; và **(3)** Chính sách kiểm soát nguồn cung hết hiệu lực.

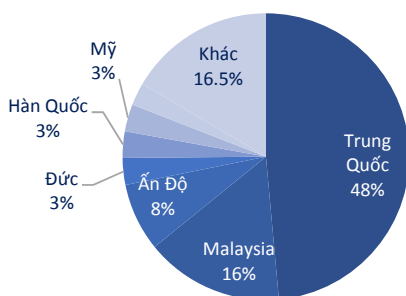
Các doanh nghiệp cao su trong nước đặt kế hoạch thận trọng, với giá bán ra ở mức khiêm tốn 26 triệu đồng/tấn, giảm 16% so với mức giá trung bình của 2015.

BSC cho rằng ngành cao su tự nhiên vẫn còn nhiều khó khăn, khi lượng hàng tồn kho mặc dù đã giảm vẫn đang ở mức cao so với giai đoạn 2011-2013. Những yếu tố dài hạn phụ thuộc nhiều vào tình hình tăng trưởng kinh tế của các quốc gia lớn như Mỹ, Trung Quốc, hay Nhật, vốn đang có nhiều biến động và diễn biến trái chiều. Tuy vậy, do đang tiệm cận vùng đáy chu kỳ, ngành cao su có thể mang lại các cơ hội đầu tư lớn, nếu như tình hình được cải thiện, hoặc ít nhất là không xấu như dự báo của World Bank.

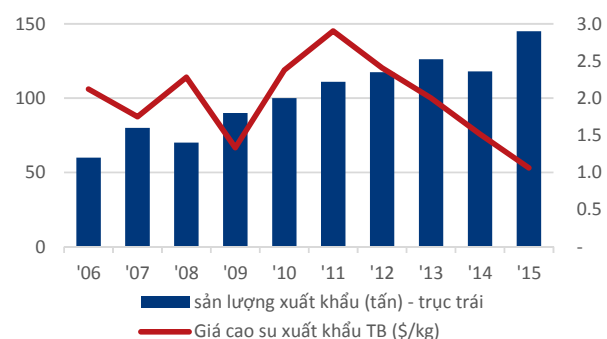
Thực trạng ngành cao su Việt Nam

Việt Nam hiện đang là quốc gia có lượng cao su xuất khẩu lớn thứ 4 thế giới với thị phần xuất khẩu khoảng 10%. Ba quốc gia Thái Lan, Malaysia và Indonesia, thuộc Hội đồng Cao su Quốc tế Ba bên (ITRC) cung cấp đến 70% tổng sản lượng cao su toàn cầu. Do vậy, Việt Nam không tạo được ảnh hưởng lên mức giá cao su thế giới.

Các nước xuất khẩu cao su chính của Việt Nam- 2015



Tình hình xuất khẩu cao su Việt Nam



Nguồn: Bloomberg

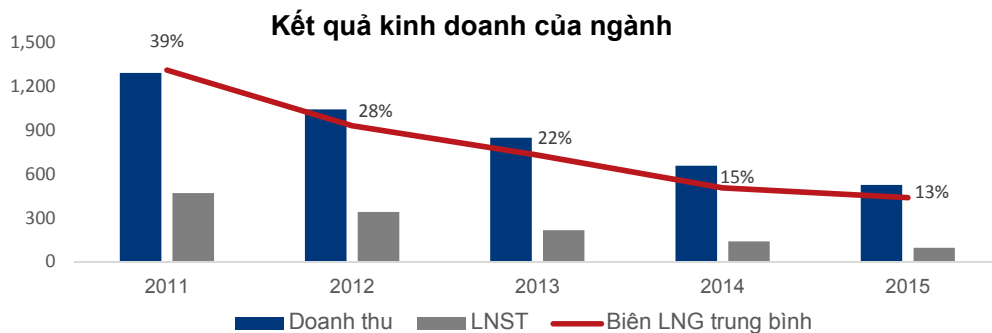
Chất lượng cao su thấp và xuất khẩu phụ thuộc vào Trung Quốc. 80% sản lượng cao su sản xuất của Việt Nam là loại cao su thô và chất lượng thấp. Hiện tại ngành cao su Việt Nam

² Trích ngày 28/4/2016: <http://www.tocom.or.jp/souba/rubber/index.html>

chủ yếu phụ thuộc vào Trung Quốc bằng con đường xuất khẩu tiểu ngạch. Xuất khẩu cao su sang Trung Quốc chiếm tới 48% tổng sản lượng cao su xuất khẩu.

Sản lượng xuất khẩu tăng trưởng tốt, nhưng giá cao su liên tục suy giảm. Sản lượng xuất khẩu đạt mức tăng CAGR = 10.3% giai đoạn 2006-2015, với giá cao su liên tục giảm từ mức đỉnh \$2.9/kg của 2011 xuống còn \$1.06 trung bình trong năm 2015. Sự chững lại của kinh tế Trung Quốc, cùng với việc cung cao su dư thừa đã khiến cho giá cao su lao dốc và chạm đáy 7 năm vào đầu 2016.

Hoạt động kinh doanh các doanh nghiệp cao su Việt Nam đã suy giảm liên tục giai đoạn 2011-2015, là kết quả của việc giá cao su giảm sâu. Biên lợi nhuận trung bình giảm mạnh, từ mức 39% xuống còn 13%. Theo tìm hiểu của BSC, mức giá vốn thấp nhất các doanh nghiệp có thể duy trì được là 24.5 triệu/tấn, và chỉ được duy trì ở các doanh nghiệp có năng suất cao, và cơ cấu giống tốt.



Các giá trị của ngành được ước tính bằng KQKD trung bình của PHR, DPR, TRC, HRC, TNC

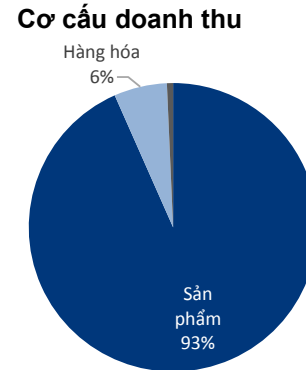
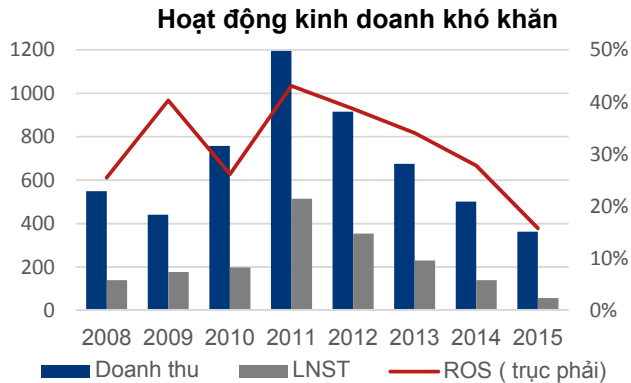
Triển vọng ngành cao su tự nhiên chủ yếu đến từ kỳ vọng giá cao su hồi phục

Do các doanh nghiệp cao su hầu hết đều trong giai đoạn sản xuất ổn định, không có đột biến nhiều về sản lượng và diện tích trồng cây, nên chủ yếu triển vọng ngành đến từ kỳ vọng hồi phục của giá cao su. Đối phó với việc giá cao su liên tục giảm sâu, các doanh nghiệp trong ngành đã có các biện pháp cắt giảm chi phí về mức tối thiểu, do vậy mức tăng trong giá bán cao su hầu hết sẽ được chuyển về lợi nhuận. Hiện nay kế hoạch 2016 đặt ra đều giảm mạnh kể cả về doanh thu lẫn lợi nhuận, cho thấy ngành cao su vẫn còn nhiều khó khăn. Tuy vậy, BSC cho rằng các doanh nghiệp đang tiệm cận vùng đáy của chu kỳ, do vậy ngành cao su sẽ phù hợp với các nhà đầu tư cơ bản và dài hạn. Trong trường hợp giá cao su tạo đáy thành công, và mặt bằng giá cao su tốt hơn các dự báo đưa ra, chúng tôi cho rằng các cổ phiếu ngành cao su sẽ tạo ra cơ hội đầu tư trong thời gian tới.

CTCP CAO SU TÂY NINH – TRC

CTCP Cao su Tây Ninh (TRC), tiền thân là đồn điền cao su của Pháp được thành lập năm 1945. Với mức vốn điều lệ 300 tỷ đồng, CTCP Cao su Tây Ninh là doanh nghiệp có quy mô vốn lớn thứ 3 trong các doanh nghiệp niêm yết, với diện tích đứng thứ 3 trong ngành. Chúng tôi cho rằng TRC là một trong số các công ty cao su tự nhiên đáng chú ý nhất khi ngành cao su phục hồi, nhờ vào các yếu tố cơ bản tốt của công ty như **(1)** Sản phẩm chuyên biệt và năng suất cao, **(2)** Năng suất dẫn đầu ngành nhờ cơ cấu vườn cây trẻ, và **(3)** quản lý chi phí hiệu quả. Bên cạnh đó, do lợi nhuận từ hoạt động thanh lý vườn cây thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp khác, hoạt động kinh doanh TRC phụ thuộc hoàn toàn vào diễn biến giá cao su, và dự kiến sẽ cải thiện đáng kể khi giá cao su hồi phục.

Kết quả hoạt động kinh doanh khó khăn giai đoạn 2011-2016



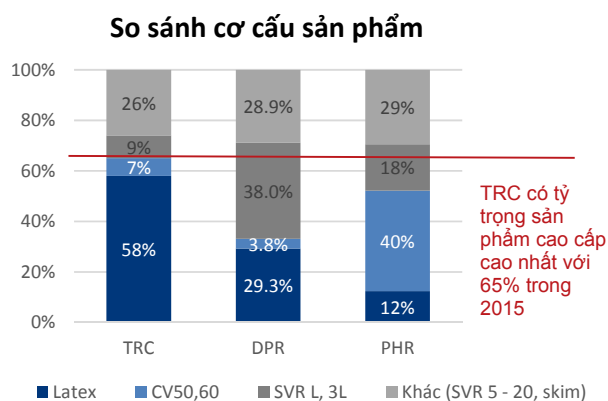
Nguồn: BCTC TRC, BSC tổng hợp

Tình hình kinh doanh khó khăn từ năm 2011, dưới sức ép của việc giá cao su suy giảm. Doanh thu sụt giảm mức CAGR 2011-2015 = 25.8% và lợi nhuận giảm mạnh hơn ở mức -42.3%/năm. Biên lợi nhuận ròng sụt giảm mạnh từ mức 43% năm 2011 về mức 16% năm 2015. Đây là tình hình chung của ngành cao su Việt Nam trước tình trạng giá cao su giảm về mức đáy trong vòng 6 năm.

Kết quả kinh doanh Q1 2016 tiếp tục đà giảm, với 52.2 tỷ đồng doanh thu (-38.7% yoy) và 10.7 tỷ đồng LNST (-47.8%). Trong đó lợi nhuận gộp hoạt động sản xuất cao su tiếp tục giảm mạnh 63% về mức 3.7 tỷ đồng, với sản lượng tiêu thụ ở mức 1,889.7 tấn cao su (-30% yoy) và giá bán giảm sâu về mức 25.9 triệu/tấn (-18% yoy). Sự sụt giảm mạnh này là do Q1/2016 chủ yếu là các hợp đồng dài hạn, chưa phản ánh được việc giá cao su đang tăng lên.

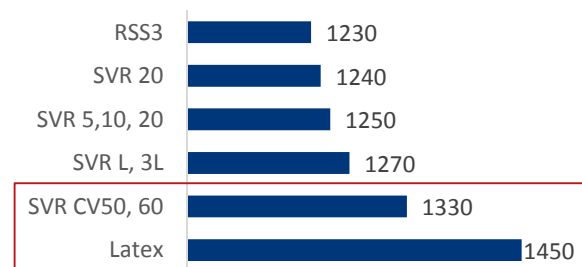
93% doanh thu đến từ cao su thành phẩm. Còn lại là phần doanh thu ghi nhận được từ việc bán hàng hóa bao gồm thuốc và nhiên liệu, chiếm 6%.

Sản phẩm chuyên biệt và năng suất cao



Nguồn: BCTN 2015 TRC, DPR, PHR

Giá bán các sản phẩm cao su (\$/tấn)



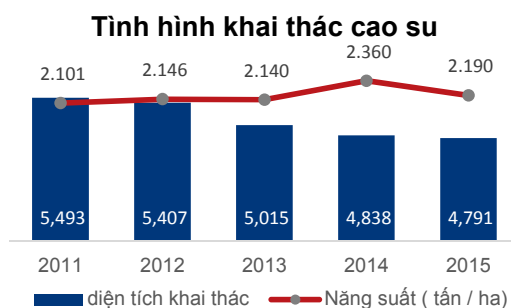
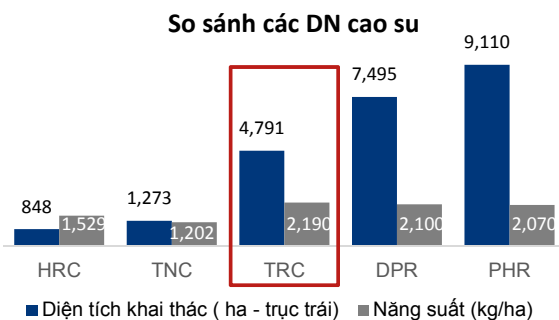
Nguồn: Giá ngày 31/12/2015 theo Tập đoàn CN Cao su VN
(*) Quy về cao su khô tỷ lệ Latex concentrate 60%

Vị thế tốt nhờ tỷ lệ sản phẩm cao cấp lớn. Cụ thể, các sản phẩm của Latex và SVR CV50, 60 có mức giá bán cao nhất trong số các sản phẩm cao su trên thị trường Việt Nam. Xét về cơ cấu sản lượng 2015, TRC có cơ cấu sản phẩm cao cấp lớn nhất (58% cho latex và 7% CV 50,60), trong khi tổng giá trị sản phẩm cao cấp của DPR và PHR lần lượt chỉ ở mức 32% và 52%.

Loại mủ đầu vào	Sản phẩm	Ứng dụng
Mủ nước - được lấy trực tiếp từ cây cao su	Latex (ly tâm)	Găng tay y tế
	SVR L, 3L	dây cáp, găng tay công nghiệp, cao su màu
	SVR CV50; CV60	Vòng cao su, mặt bên lốp xe
Mủ phụ: từ quá trình ly tâm mủ nước	Skim	Giá trị khoảng 70% so với loại chính phẩm SVR 3L
Mủ tạp (mủ dây, mủ chén , mủ đất)	SVR 10	Sản xuất lốp xe
	SVR 20	

Sản phẩm chủ lực của TRC là Latex, phục vụ cho sản xuất các găng tay y tế chiếm tỷ trọng 60% - 80% tổng sản lượng cao su sản xuất của TRC. Sản phẩm này có các yêu cầu đầu vào cao, do được sử dụng trong công nghiệp, y tế. Lưu ý rằng trong quá trình sản xuất ly tâm, công nghệ chế biến latex đồng thời tạo ra sản phẩm mủ kim, là sản phẩm có giá trị thấp. Do vậy nếu tính trung bình, cao su latex và mủ kim có mức giá bán tương đương các sản phẩm cao su cao cấp khác như CV50,60, nhưng lợi thế của sản phẩm là thị trường đầu ra bền vững, ổn định và không phụ thuộc vào nhu cầu sản xuất lốp xe của Trung Quốc. Theo đó, TRC có một vị thế tốt trên thị trường nhờ việc chủ động đầu tư công nghệ từ giai đoạn đầu 1993-1994. Đến giai đoạn này, công ty đã xây dựng được một hệ thống khách hàng lâu dài và uy tín, với 50% sản lượng sản xuất được phân phối trực tiếp tới các nhà sản xuất.

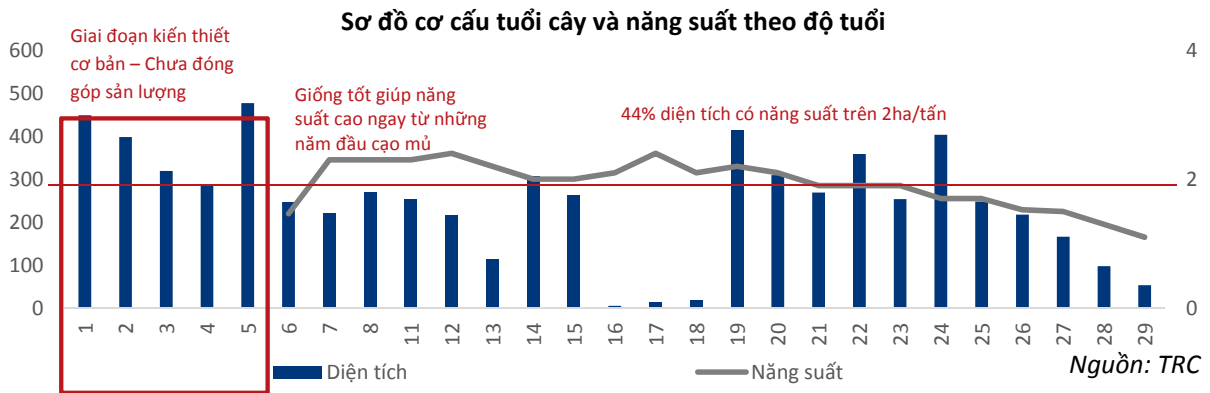
Tình hình khai thác – Năng suất dẫn đầu ngành



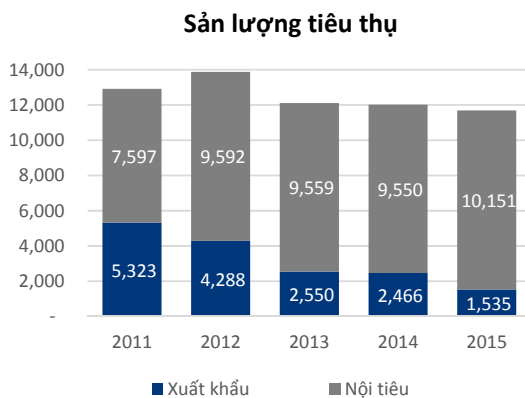
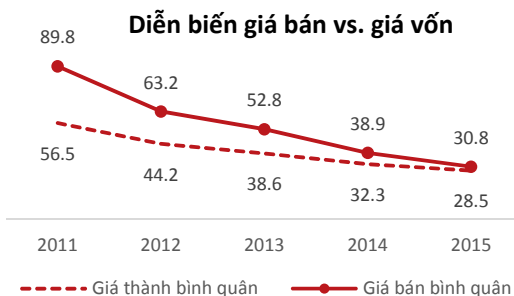
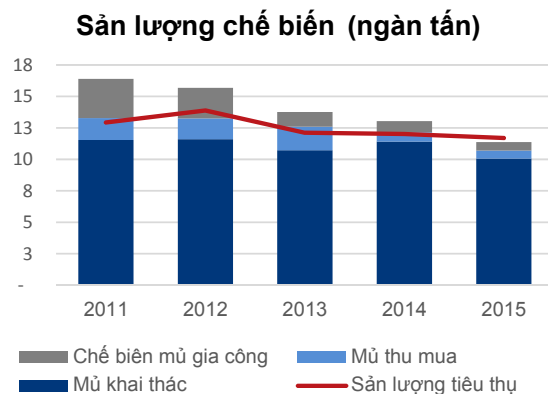
Nguồn: BCTN TRC

Diện tích khai thác cao su giảm nhẹ qua các năm. Diện tích khai thác cao su giảm trung bình 3%/năm, là mức chênh của vườn cây già chặt bỏ để trồng mới và diện tích cao su hoàn thành kiến thiết cơ bản, trung bình khoảng 5 năm sau từ lúc trồng. So sánh với các công ty trong ngành, thì TRC đang có diện tích đứng thứ 3, nhưng năng suất khai thác cao nhất nhờ cơ cấu vườn cây tối ưu.

Năng suất thu hoạch cao su được duy trì mức cao nhờ cơ cấu vườn cây tối ưu và giống cây tốt. Công ty có cơ cấu tuổi cây tối ưu, với 20 -30% là diện tích kiến thiết cơ bản và 44% tổng diện tích có năng suất trên 2 tấn/ha. Nhờ vậy, TRC liên tục dẫn đầu tập đoàn về năng suất thu hoạch. Trong 2015, ảnh hưởng của thời tiết không thuận lợi, cùng với các chính sách cắt giảm chi phí như nâng ngày cạo mủ từ D3 lên D4, hay việc cắt giảm bón phân đã khiến năng suất giảm về mức 2.19 tấn/ha. Tuy nhiên, đây là vấn đề chung của các doanh nghiệp cao su, và TRC vẫn là doanh nghiệp có năng suất cao nhất trong 2015.



Sản lượng sản xuất và tiêu thụ giảm – chủ yếu ở kênh xuất khẩu



Nguồn: BCTN TRC

Công ty hiện đang sở hữu 3 dây chuyền sản xuất cao su với tổng công suất 15,000 tấn. trong đó 1 dây chuyền sản xuất cao su thô với công suất 5,000 tấn cao su/ năm, và 2 dây chuyền sản xuất cao su lỵ tâm với công suất tổng cộng là 10,000 tấn cao su/ năm. Giai đoạn 2013-2015, công ty đang vận hành dưới công suất, ở mức trung bình 90%. Đến năm 2015, lượng cao su sản xuất thậm chí thấp hơn lượng cao su tiêu thụ, qua đó làm giảm lượng hàng tồn kho của doanh nghiệp.

Tổng sản lượng chế biến giảm trong giai đoạn 2011-2015, phản ánh tình trạng dư cung cao su khiến nhu cầu xuất khẩu chững lại. Sản lượng giảm sút chủ yếu từ mảng chế biến mủ gia công, vốn không đóng góp nhiều vào lợi nhuận. Bên cạnh đó, việc co gọn sản phẩm chế biến giúp giảm bớt lượng hàng tồn kho trong bối cảnh dư cung của ngành cao su.

Giá bán tiếp tục giảm mạnh về mức trung bình 30.8 triệu/tấn cao su, tương đương 1/3 mức giá bán của năm 2011.

Sụt giảm trong sản lượng bán hàng, chủ yếu do hoạt động xuất khẩu. Trong năm 2015, tổng sản lượng cao su bán ra của TRC đạt 11,686 tấn cao su, giảm 2.8% so với sản lượng 2014, và chỉ đạt 94.6% kế hoạch đề ra cho 2015. Trong khi sản lượng nội tiêu khá ổn định qua các năm, ở mức 9,500 – 10,000 tấn cao su, thì hoạt động xuất khẩu suy giảm mạnh, giảm 37.8% yoy trong 2015 về mức 1,535 tấn cao su Đây là kết quả của việc cạnh tranh cao, và tình trạng dư cung cao su trên thị trường quốc tế. Đây cũng là yếu tố làm giảm biên lợi nhuận gộp của TRC, khi mức biên gộp từ hoạt động xuất khẩu thường cao hơn mức biên của hoạt động nội tiêu.

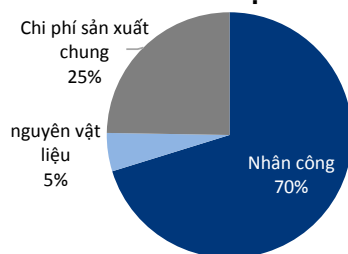
Hệ thống phân phối của TRC bao gồm các hệ thống đại lý, cùng với các khách hàng lâu năm trong và ngoài nước. Do sản phẩm latex có yêu cầu cao, sử dụng chủ yếu cho các nhà máy sản xuất găng tay y tế, công nghiệp nên TRC đã có điều kiện để thiết lập các mối quan hệ lâu dài và uy tín. 50% sản phẩm của công ty được tiêu thụ trực tiếp đến nhà sản xuất, theo đó có tính ổn định cao hơn. Các thị trường xuất khẩu chính của cao su Tây Ninh là Malaysia và Indonesia. Tuy nhiên, do tình hình giá thành cao su khó khăn đã khiến một số bạn hàng thương mại trong lĩnh vực xuất khẩu của công ty dừng hoạt động/tái cơ cấu, qua đó làm giảm đáng kể sản lượng xuất khẩu của doanh nghiệp. Các bạn hàng lớn của công ty bao gồm Tập đoàn Công Nghiệp Cao Su Việt Nam; CTCP Merufa, Công ty TNHH Nam Long, và Công ty Edgpoint Group.

Triển vọng hoạt động sản xuất kém khả quan trong 2016, do ảnh hưởng của thời tiết, cùng với các biện pháp cắt giảm chi phí sẽ làm giảm thời gian cạo mủ và giảm năng suất khai thác. Theo thông tin từ TRC, đến cuối tháng 4/2016, doanh nghiệp vẫn chưa bắt đầu cạo mủ do thời tiết không thuận lợi, chậm hơn 1 tháng so với bình thường. Trong 2016, TRC đề ra kế hoạch năng suất là 1.91 tấn/ha, giảm 13.5% so với 2015, và sản lượng chế biến kế hoạch ở mức 11,017 tấn, giảm nhẹ 3% yoy. Dựa vào cơ cấu tuổi cây, năng suất tương ứng, cùng với ảnh hưởng từ thời tiết, BSC dự báo năng suất khai thác trong 2016 giảm về mức 1.95 tấn/ha, tương đương với mức giảm 12% yoy, và sản lượng chế biến là 11,202 tấn (-2% yoy)

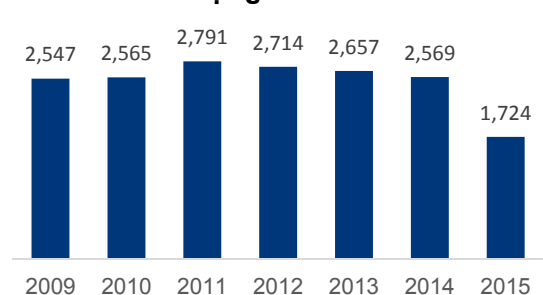
Triển vọng tiêu thụ xuất khẩu dự kiến tăng tốt trong năm 2016. Tại 28/4/2016, hợp đồng xuất khẩu dài hạn của TRC đã tăng mạnh so với cùng kỳ là một tín hiệu tốt cho hoạt động xuất khẩu trong năm nay. Tuy vậy, do tình hình sản xuất gặp khó khăn nên sản lượng tiêu thụ được công ty dự kiến giảm 6% về mức 10,610 tấn. BSC dự báo sản lượng tiêu thụ ở mức 11,027 tấn, với 1,688 tấn xuất khẩu (+10% yoy) và 9,339 tấn tiêu thụ nội địa (-8% yoy)

Quản lý chi phí hiệu quả giúp duy trì lợi nhuận

Cơ cấu giá thành mủ cao su nguyên liệu



Số lượng nhân viên



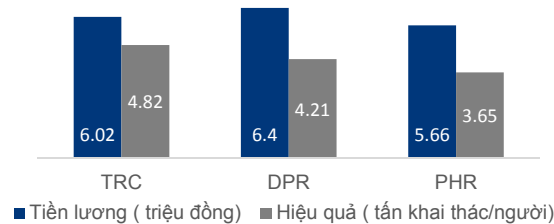
Nguồn: BCTN TRC, BSC tổng hợp

Từ bỏ cơ chế quỹ lương khoán theo giá cao su: Với chi phí chủ yếu là chi phí nhân công, chiếm 70% chi phí giá thành sản phẩm, những thay đổi trong chi phí nhân công ảnh hưởng lớn đến tình hình lợi nhuận của TRC. Trước đây, công ty có cơ chế khoán lương theo giá cao su đã giúp doanh nghiệp san sẻ một phần rủi ro từ giá cao su cho người lao động. Tuy vậy, trong 2 năm trở lại đây, doanh nghiệp phải từ bỏ chế độ này khi giá cao su giảm sâu làm ảnh hưởng đến đời sống công nhân.

Số lượng công nhân giảm mạnh trong 2015, dưới ảnh hưởng của cơ chế nghỉ hưu mới. Riêng trong 2015, do chế độ lương hưu thay đổi từ 1/1/2016 với quy định tỷ lệ giảm trừ lương hưu do nghỉ hưu trước tuổi từ tăng 1% lên 2%/năm, khiến công nhân gần kề tuổi

nghỉ hưu đồng loạt nghỉ việc để được hưởng chế độ lương hưu cũ có lợi hơn. Bên cạnh đó, các khu công nghiệp Bình Dương cũng thu hút khá nhiều công nhân từ đồn điền cao su. Các yếu tố trên khiến 1,797 lao động nghỉ việc trong 2015, tương ứng với 13% con số lao động đầu năm. Theo đó, TRC đã phát sinh 17.8 tỷ đồng chi phí trợ cấp nghỉ việc đột biến trong 2015. Mức chi phí này sẽ quay về mức bình thường trong 2016.

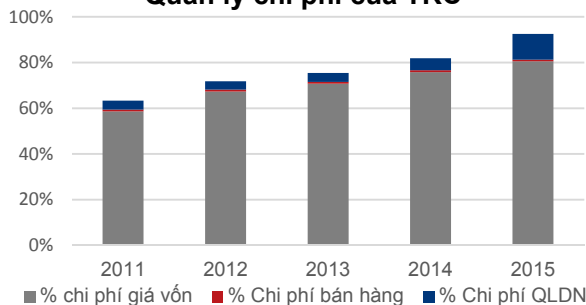
Hiệu quả sử dụng lao động



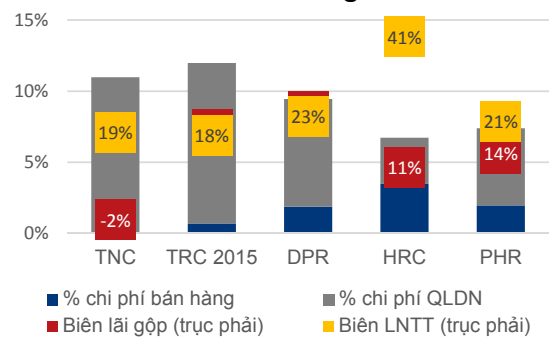
Nguồn: BCTC TRC, BSC tổng hợp

TRC có hiệu quả sử dụng lao động cao nhất trong số các doanh nghiệp cao su đầu ngành, ở mức trung bình 4.82 tấn cao su/ người lao động. Mức hiệu suất này được tính theo giá trị trung bình số người lao động của 2 năm 2015 và 2016, để trung hòa bớt tác động của việc công nhân nghỉ việc hàng loạt trong 2016. Mức lương công nhân của TRC ở mức trung bình 6.02 triệu/tháng, ở mức trung bình so với các doanh nghiệp khác.

Quản lý chi phí của TRC



So sánh với ngành



Nguồn: BCTC TRC, BSC tổng hợp

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh 54.3% trong 2015, do (1) Mức khấu hao tài sản cố định tăng 3x lên 4.5 tỷ đồng và (2) chi phí trợ cấp nghỉ việc tăng đột biến 10x lên tới 17.8 tỷ đồng như đã trình bày ở phần trên. Loại trừ yếu tố bất thường từ chi phí trợ cấp nghỉ việc, chi phí quản lý doanh nghiệp của TRC đã giảm 12.7%, thể hiện nỗ lực cắt giảm chi phí của ban lãnh đạo công ty.

Cùng với DPR, TRC sẽ có những cải thiện rõ rệt trong hoạt động sản xuất kinh doanh trong trường hợp giá cao su cải thiện, do (1) hoạt động chế biến cao su của hai doanh nghiệp này hiện đang có hiệu quả cao nhất trong ngành, thể hiện trong mức biên lợi nhuận gộp cao và (2) với cơ cấu vườn cây trẻ, doanh thu ghi nhận từ hoạt động thanh lý vườn cây là không nhiều so với các doanh nghiệp khác như HRC, PHR, nên kết quả kinh doanh của TRC và DPR phụ thuộc hoàn toàn vào giá cao su. So sánh về biên lợi nhuận trước thuế, TRC hiện chỉ thua DPR do tỷ trọng xuất khẩu của DPR cao hơn đáng kể so với TRC (28% vs. 15%). Nhà đầu tư có thể tìm hiểu sâu thêm về DPR trong [báo cáo phân tích CTCP Cao su Đồng Phú](#), và [báo cáo thăm doanh nghiệp](#) của BSC.

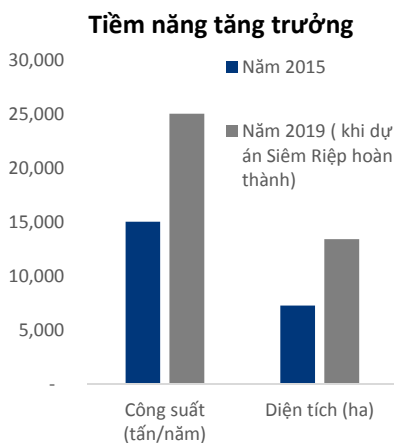
Ưu đãi thuế đến 2019: Trong số các doanh nghiệp đầu ngành, CTCP Tây Ninh được hưởng mức thuế ưu đãi tốt nhất, với mức 12.5% cho thuế TNDN từ trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác đến năm 2019. Sau khi áp dụng mức ưu đãi trên, thuế doanh nghiệp năm 2016 được giảm 50%. Trong 2015, chi phí thuế DN ở mức 12.5% LNTT, thấp hơn DPR (18%) và PHR (17.7%)

Các dự án đầu tư

TRC ghi nhận 11.1 tỷ đồng doanh thu đầu tư (-55.1% yoy) do công ty đã rút phần lớn lượng tiền mặt để chi mua sắm xây dựng tài sản, làm giảm thu nhập từ lãi tiền gửi.

Công ty cao su Tây Ninh hiện đang đầu tư vào 3 công ty con, công ty liên kết với tổng giá trị đầu tư ước tính là 835.5 tỷ đồng, chiếm 51% tổng tài sản của công ty. Hiện nay chỉ mới có CTCP Chế biến – XNK gỗ Tây Ninh đã đi vào hoạt động sản xuất, và trong năm 2015 đã đưa về 1.79 tỷ đồng lợi nhuận cho TRC, tương ứng với mức lợi suất là 7.3%. Hai hoạt động còn lại hiện vẫn đang trong quá trình xây dựng cơ bản, và sẽ là động lực tăng trưởng đáng kể cho TRC trong dài hạn.

Công ty con/ Công ty liên kết	%	Mục tiêu	Tổng vốn đầu tư (tỷ đ)	Vốn CSH đã góp	Vốn vay đã góp	% đã góp	Thời gian hoạt động
Công ty Tây Ninh Siêm Riệp Phát triển cao su	100%	6,157 ha cao su, và nhà máy chế biến cao su công suất 10.000 tấn/ha	1,361	731.7	139.2	48.2%	2019
CTCP Chế Biến – XNK Gỗ	49%		24.5			100%	Q4/2009
CTCP Dầu Tiếng Lào Cai	20%	2,000 ha cao su, đã trồng được 1,423 ha	60.83			57%	N/A



Nguồn: BCTN TRC, BSC tổng hợp

Dự án Tây Ninh Siêm Riệp là dự án có giá trị lớn nhất, với tổng vốn đầu tư yêu cầu là 1,361 tỷ đồng. Đến 31/12/2015, công ty đã đầu tư 870.8 tỷ đồng, tương đương với 64% tổng nhu cầu dự án. Dự án được dự kiến sẽ dùng 70% vốn chủ và 30% vốn vay từ ngân hàng SHB Phnom Penh, vay bằng đồng USD với mức lãi suất 4%. Nhà máy sản xuất cao su có sản phẩm dự kiến là mủ tờ, SVR 10 hoặc SVR 20. Mủ tờ (RSS) có mức biên lợi nhuận gộp cao hơn hẳn các sản phẩm hiện tại của TRC, dự kiến sẽ nâng cao mức biên lợi nhuận gộp của TRC từ 2019.

Cho đến 31/12/2015, dự án đã hoàn thành công tác trồng cây kiến thiết cơ bản. Vườn cây và dây chuyền nhà máy dự kiến sẽ được đưa vào khai thác năm 2019. Theo đó, tổng diện tích cao su của TRC sẽ tăng lên 85% và công suất sản xuất cao su của công ty sẽ tăng 65%. Các chi phí lãi suất, chênh lệch tỷ giá, cũng như chi phí khấu hao liên quan đến dự án này chưa được hạch toán vào kết quả kinh doanh cho đến 2019.

Ngoài ra, TRC còn có danh mục đầu tư dài hạn vào 5 công ty, dự án, với tổng số tiền đầu tư là 98.9 tỷ đồng tại 31/12/2015. Với chính sách thoái vốn ngoài ngành của tập đoàn cao su, TRC đang từng bước thoái vốn khỏi các dự án đầu tư không hiệu quả. Riêng trong năm 2015, TRC đã thoái vốn thành công khỏi CT TNHH Đầu Tư Hạ Tầng VRG, làm giảm tổng số tiền đầu tư dài hạn 27%.

Tỷ suất lợi nhuận ghi nhận từ hoạt động đầu tư của TRC trong năm 2015 là xấp xỉ 4.2%, tương đương với mức ROE của doanh nghiệp hiện tại.

	2014	2015	%	Ghi chú
CTCP Cao su Việt - Lào	77.5	77.5	10%	-) Đã hoàn thành giai đoạn 1 - công suất nhà máy 6,000 tấn/năm -) Dự kiến tổng công suất 20,000 tấn / năm
CTCP TMDV và Du lịch cao su	9.2	9.2	2.15%	
CTCP Phát triển KCN Cao su VN	19.7	19.7	7.61%	
CT TNHH Đầu Tư Hạ Tầng VRG	28.6	-		

CTCP An Thịnh - Việt Lào	1.0	1.0		
--------------------------	-----	-----	--	--

Nguồn: BCTC TRC, BSC tổng hợp

Trong năm 2016, TRC chủ trương tiếp tục thoái vốn khỏi các khoản đầu tư ngoài ngành, như khoản đầu tư vào CTCP PT Đô Thị và KCN Cao Su VN, đồng thời chú trọng đầu tư thêm vào việc kiến thiết cơ bản dự án Tây Ninh Siêm Riệp.

Triển vọng hoạt động kinh doanh

Giai đoạn 2016-2018: do các dự án đầu tư của TRC chưa đi vào hoạt động nên hoạt động kinh doanh của TRC chủ yếu phụ thuộc vào biến động giá cao su trên thế giới và khả năng tiết kiệm chi phí của doanh nghiệp.

Giá cao su dự kiến phục hồi trong ngắn hạn: Chúng tôi cho rằng giá bán cao su trung bình năm 2016 sẽ vẫn thấp hơn mức 2015, nhưng cao hơn đáng kể so với mức giá kế hoạch 26 triệu của TRC, và cao hơn mức dự báo giảm 10% của World Bank. BSC giả định giá cao su trung bình sẽ chỉ giảm 5% và đạt 29.3 triệu/tấn.

Chúng tôi cho rằng sản lượng cao su xuất khẩu của TRC sẽ tăng 10% sau 5 năm liên tiếp suy giảm, trong khi sản lượng nội tiêu giảm 8% trong 2016. Mức tỷ trọng tăng lên ở sản lượng tiêu thụ xuất khẩu, vốn là kênh tiêu thụ có giá bán và biên lợi nhuận cao là điểm thuận lợi của TRC trong 2016.

Sản lượng khai thác sụt giảm 1.5% do tình hình thời tiết không thuận lợi: Những ảnh hưởng từ El-nino và La-nina trong 2016 dự kiến sẽ tiếp tục ảnh hưởng đến năng suất thu hoạch của công ty, và giảm về mức 2 tấn/ha, thấp hơn 10% so với 2015. Năng suất dự kiến sẽ được khôi phục từ 2017. Việc sản lượng khai thác sụt giảm khiến TRC phụ thuộc nhiều hơn vào cao su thu mua, là mảng có giá thành sản xuất cao hơn đáng kể, do vậy ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty.

Giá thành sản xuất của TRC được dự báo tăng 3.7% trong 2016, chủ yếu do thay đổi trong quy định bảo hiểm của nhân công khiến chi phí nhân công dự kiến tăng 4%.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

	2012	2013	2014	2015	TB ngành - 2015
Cơ cấu tài sản					
% tài sản ngắn hạn	64.7%	58.8%	33.0%	22.7%	12.6%
% tài sản dài hạn	35.3%	41.2%	67.0%	77.3%	87.4%
Cơ cấu nguồn vốn					
% nợ ngắn hạn	22.4%	11.0%	27.3%	6.3%	9.8%
% nợ dài hạn	0.3%	0.1%	3.0%	8.4%	9.2%
% VCSH	76.6%	88.7%	72.6%	91.2%	79.3%
Khả năng sinh lời					
Biên LNG	32.7%	29.2%	24.2%	19.5%	13.1%
Biên LNTT	43.7%	39.6%	32.8%	18.0%	24.3%
ROA	24.0%	13.5%	7.9%	3.5%	5.9%
ROE	29.0%	16.9%	9.8%	4.0%	4.5%
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện thời	5.88	2.15	5.23	3.81	3.81
Hệ số thanh toán nhanh	5.42	1.98	4.35	3.05	3.33
tỷ lệ đòn bẩy (nợ vay / VCSH)	0.13	0.38	0.10	0.17	0.28
Khả năng hoạt động					
Số ngày hàng tồn kho	60.3	65.7	88.0	101.5	80.0
Số ngày phải thu	20.1	22.6	4.7	5.5	15.0

Số ngày phải trả Cổ tức	1.1 35%	2.2 35%	4.6 15%	7.7 32.5%	6.7 28.5%
----------------------------	------------	------------	------------	--------------	--------------

Cơ cấu tài sản dịch chuyển dần về tài sản dài hạn: Các dự án đầu tư của TRC có giá trị lớn và yêu cầu đầu tư dài hạn, do vậy tỷ trọng tài sản dài hạn của TRC đã tăng nhanh chóng từ 35.3% lên mức 77.3%. Tuy nhiên với đặc thù của ngành cao su, khi cây cao su cần tới 5-7 năm từ lúc trồng đến lúc cạo mủ, việc đầu tư dài hạn là thiết yếu cho sự tăng trưởng trong tương lai của doanh nghiệp. So sánh với ngành, tỷ trọng tài sản dài hạn của TRC vẫn thấp hơn so với con số 87.4% của ngành. Do các dự án lớn nhất như dự án Tây Ninh Siêm Riệp, và dự án Dầu Tiếng Lào Cai còn đang trong quá trình xây dựng cơ bản, tỷ trọng đầu tư dài hạn dự kiến sẽ tiếp tục tăng cho đến 2019, khi các dự án được hoàn thành.

Nguồn vốn chủ sở hữu giảm dần, thay thế bằng nguồn vốn vay. 30% vốn đầu tư vào các dự án lớn đến từ nguồn vay, do vậy tỷ trọng vốn vay tăng đáng kể những năm gần đây. Ngược lại, nguồn vốn chủ sở hữu giảm dần khi công ty duy trì mức chi trả cổ tức cao trong bối cảnh hoạt động kinh doanh khó khăn. Riêng trong năm 2015 công ty chi trả cổ tức bằng tiền là 3,200vnd/cp, trong khi EPS 2015 chỉ đạt 1,967 đồng/cp. Theo đó, lợi nhuận chưa phân phối của công ty đã giảm mạnh từ 143.5 tỷ về mức 63.7 tỷ đồng.

Khả năng sinh lời kém hơn ngành. Các chỉ số ROE, ROA của doanh nghiệp giảm tốc từ 29% năm 2012 xuống còn 4% năm 2015, do (1) hoạt động kinh doanh suy yếu và (2) các hạng mục đầu tư lớn của TRC hiện chưa đi vào sản xuất và chưa đóng góp vào lợi nhuận.

Cơ cấu nợ và khả năng thanh toán đảm bảo: Tỷ lệ nợ của TRC tăng đáng kể những năm vừa qua, nhưng vẫn ở mức an toàn so với ngành. Hệ số thanh toán ở mức 3x-4x cho thấy cơ cấu tài chính lành mạnh và không có các rủi ro thanh toán trong thời gian tới.

Khả năng hoạt động được duy trì tốt. Các chỉ số ngày phải thu thấp hơn đáng kể so với ngành, trong khi chỉ số ngày phải trả được kéo dài trong năm 2015, cho thấy sự cải thiện trong khả năng chiếm dụng vốn của TRC. Số ngày hàng tồn kho của công ty tăng đột biến chủ yếu do doanh thu giảm mạnh. 31/12/2015, công ty đang có 74.2 tỷ đồng hàng tồn kho, chiếm 5% tổng tài sản của doanh nghiệp.

Khả năng tài chính cần xem xét thêm. TRC có chính sách trả cổ tức cao trong giai đoạn 2013-2015 mặc dù tình hình kinh doanh khó khăn, khiến quỹ lợi nhuận sụt giảm mạnh

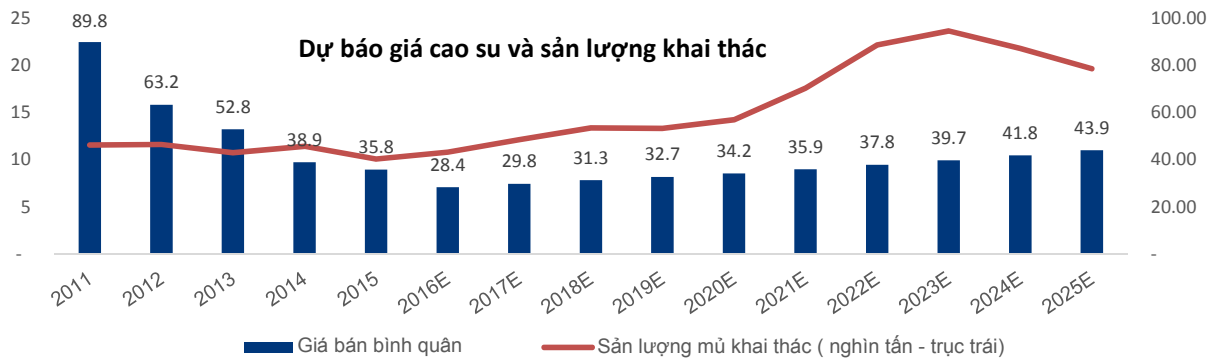
DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2016: Chúng tôi ước tính doanh thu từ hoạt động cao su của TRC có thể đạt 322.7 tỷ đồng (-4.8% yoy), với giá bán trung bình là 29.3 triệu/tấn (-5% yoy), cao hơn đáng kể so với kế hoạch 26 triệu của công ty và sản lượng tiêu thụ giảm 5.6%. Lợi nhuận sau thuế của công ty ước đạt 70.6 tỷ đồng (+23.3% yoy), gấp 2x mức kế hoạch lợi nhuận. Sức tăng mạnh trong lợi nhuận là do (1) Giá cao su cao hơn kế hoạch, trong khi giá thành sản xuất được dự kiến duy trì mức kế hoạch đề ra và (2) Trong năm nay công ty không có khoản trợ cấp nghỉ việc như năm 2015, giúp cải thiện lợi nhuận khoảng 17 tỷ đồng. Nếu loại trừ khoản bất thường này, LNTT ở mức 65 tỷ, tương đương năm 2015, nhưng vẫn cao hơn 59% so với kế hoạch.

Giai đoạn 2017-2025: Doanh thu kì vọng tăng trưởng tốt khi mức cung cầu cao su trên thế giới được điều chỉnh, với mức CAGR 2017-2025= 14.5%. Đặc biệt kì vọng tăng trưởng trong doanh thu tương giai đoạn 2019-2025. Tuy vậy, từ 2019, công ty sẽ phải ghi nhận khấu hao

từ dự án Campuchia, và ghi nhận chi phí lãi vay cho khoản nợ từ ngân hàng Phnompenh. Theo đó, lợi nhuận chỉ đạt mức tăng trung bình 8.9%, thấp hơn mức tăng trưởng doanh thu.

Dự báo thận trọng cho giá cao su dài hạn: Do triển vọng phát triển trong dài hạn phụ thuộc nhiều vào biến động giá cao su giai đoạn 2019-2025, là giai đoạn TRC bắt đầu khai thác vườn cây cao su ở Campuchia. Chúng tôi sử dụng giả định thận trọng cho giá cao su giai đoạn 2019-2015, với mức chiết khấu 10% cho dự báo của tổ chức World bank về mặt bằng giá cao su từ 2017 – 2025, phát hành ngày 19/4/2016³



Nguồn: BSC dự báo

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Giả định cho Re	
Beta	0.5
MRP ⁴	7.4%
Rf	6.7%
Re	11.37%

Quan điểm đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị **MUA** trung và dài hạn cổ phiếu TRC với giá mục tiêu 1 năm là 25,100 đồng/cp, tăng 14.6% so với mức giá đóng cửa ngày 9/6/2016 theo phương pháp định giá FCFF.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1: 2016-2025: là giai đoạn giá cao su phục hồi và công ty hoàn thành dự án trồng cao su và nhà máy cao su mới ở Campuchia. Theo đó, dòng tiền FCFF được dự đoán (80.4) tỷ vào 2016 do công ty vẫn phải đầu tư nhiều cho giai đoạn xây dựng cơ bản của dự án. Dòng tiền đạt mức 213.7 tỷ năm 2025, khi các hoạt động của dự án đã ổn định

Giai đoạn 2 (sau 2025) dòng tiền tự do sẽ tăng ổn định. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được ước tính là 3%

Chúng tôi định giá theo phương pháp FCFF dựa trên các giả định sau:

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	10.4%
Chi phí sử dụng vốn vay	8%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	9.75%
Tăng trưởng dài hạn sau 2021 (g)	2.00%
Giá một cổ phần	25,107

Bảng đánh giá độ nhạy theo giả định chiết khấu giá cao su và Re

		Premium/Discount from WB price forecast					
	25,107	-20%	-15%	-10%	0%	10%	20%
Re	8.0%	39,567	42,226	44,883	50,191	55,492	60,787
	9.0%	30,596	32,779	34,960	39,315	43,661	47,998
	10.4%	21,676	23,392	25,107	28,527	31,938	35,340
	11.0%	18,473	20,024	21,572	24,661	27,740	30,811
	12.0%	14,232	15,565	16,896	19,549	22,193	24,829

³ <http://pubdocs.worldbank.org/pubdocs/publicdoc/2016/4/173911461677539927/CMO-April-2016-Historical-Forecasts.pdf>

⁴ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html

PHỤ LỤC

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh	2015(A)	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tổng doanh thu	362.95	339.73	363.82	416.12	484.64	576.76	683.61	786.56	884.00	961.78	1,042.23
% yoy		-6.40%	7.09%	14.37%	16.47%	19.01%	18.52%	15.06%	12.39%	8.80%	8.36%
Giá vốn hàng bán	(292.25)	(269.40)	(287.35)	(321.68)	(402.79)	(486.80)	(610.52)	(675.14)	(740.45)	(805.60)	(859.92)
Lãi gộp	70.70	70.34	76.47	94.43	81.84	89.96	73.08	111.42	143.55	156.19	182.31
Thu nhập tài chính	10.78	8.24	5.37	8.24	11.11	13.98	16.85	19.72	22.59	25.46	28.32
Chi phí lãi vay	(0.08)	(0.08)	(0.08)	(0.08)	(32.67)	(26.13)	(20.91)	(16.72)	(13.38)	(10.70)	(8.56)
Chi phí bán hàng	(2.52)	(2.60)	(2.78)	(3.18)	(3.70)	(4.41)	(5.22)	(6.01)	(6.75)	(7.35)	(7.96)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(40.96)	(17.84)	(19.12)	(21.88)	(26.52)	(31.59)	(37.47)	(44.70)	(50.25)	(54.69)	(59.27)
Lãi lỗ từ HĐKD	38.00	55.77	57.57	75.24	60.36	65.57	44.87	78.06	106.76	117.24	141.03
LNTT	65.45	83.12	84.93	102.59	87.71	92.93	72.22	105.41	134.11	144.59	168.38
LNST (cổ đông công ty mẹ)	57.29	70.66	72.19	87.20	70.17	74.34	57.78	84.33	107.29	115.67	134.71
ROE	4.06%	4.87%	4.83%	5.61%	4.48%	4.70%	3.65%	5.25%	6.48%	6.75%	7.53%
EPS (VND/Cp) - với 25% trích	1,475	1,941	1,983	2,395	1,927	2,042	1,587	2,316	2,947	3,177	3,700
Qũy PLKT											

DỰ BÁO BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	373	310	410	378	1,671	1,638	1,613	1,581	1,582	1,599	1,639
Tài sản dài hạn	1,274	1,447	1,464	1,630	432	412	389	411	434	457	482
Phải thu dài hạn	2	2	2	2	2	3	3	4	4	5	5
Tài sản cố định	263	260	121	119	121	125	132	141	153	165	178
Xây dựng cơ bản dở dang	836	1,009	1,161	1,324	120	92	58	65	73	80	87
Đầu tư dài hạn	147	172	183	197	171	175	179	183	187	191	195
V. Tài sản dài hạn khác	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157	1.157
Tổng cộng tài sản	1119	1120	1121	1122	1123	1124	1125	1126	1127	1128	1129
Nợ ngắn hạn	98	99	105	114	129	143	160	176	192	209	224
Nợ dài hạn	139	206	273	341	408	327	261	209	167	134	107
VCSH	1,411	1,452	1,495	1,553	1,565	1,581	1,581	1,607	1,656	1,714	1,790
BVPS	48,438	49,864	51,343	53,337	53,746	54,299	54,283	55,178	56,862	58,834	61,459

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp và cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDVC