CTCP CAO SU TÂY NINH (TRC)

Ngày 15 tháng 5 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: **MUA**

VPBS
VPBank Securities

Giá hiện tại (14/5/2015)	(đồng)	25.800
Giá mục tiêu :	(đồng)	35.400
Phân tích kỹ thuật khuyến nghị:		NẮM GIỮ
Ngưỡng kháng cự:		26.300
Ngưỡng hỗ trợ:		24.900
Mã Bloomberg : **TRC VN**	Sàn niêm yết :	HSX
Ngành:		Cao su
Bêta (3 năm):		0,634
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần (nghìn đồng/cp)		37.000 – 25.600
Số lượng cổ phiếu (triệu)		29,13
Vốn hóa (tỷ đồng)		751
Tỷ lệ free float (triệu cổ phiếu)		9,68
KLGDBQ 12 tháng (cổ phiếu)		35.513
Sở hữu nước ngoài (%)		11,35%

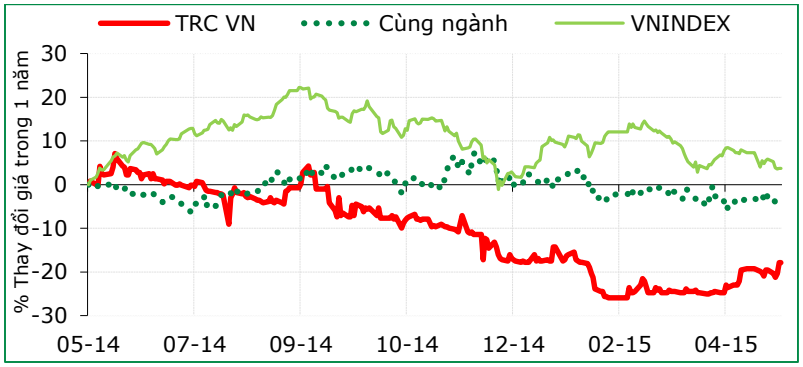
Năm	Tỷ suất cổ tức	EPS (đồng)
2016F	5,81%	2.707
2015F	5,81%	2.659
2014	9,69%	4.893
2013	11,63%	7.893
2012	13,57%	12.040

	2010-14 CAGR	2015 (tỷ đồng)	2014-26 CAGR
Doanh thu	-9,85%	437	5,96%
EBITDA	-18,99%	81	6,39%
Lợi nhuận ròng	-17,13%	77	1,05%

Hiện tại	TRC	Cùng ngành	VNINDEX
P/E	5,39	7,77	12,06
P/B	0,52	0,70	1,72
EV/EBITDA	4,73	7,64	8,55
Nợvay/VCSH	0,03	0,18	1,11
ROA	7,9%	7,1%	2,8%
ROE	9,8%	10,4%	14,6%

Giới thiệu về công ty:

- Hoạt động kinh doanh: Trồng cây cao su; khai thác, chế biến và xuất khẩu mủ cao su. Chế biến và xuất nhập khẩu gỗ. Sản xuất giống cây cao su.
- Lịch sử công ty: TRC xuất thân từ một doanh nghiệp nhà nước thuộc Tập đoàn Cao su Việt Nam và được thành lập vào năm 1993. Công ty được cổ phần hóa vào năm 2006 và niêm yết vào năm 2007.
- Quy mô: Tính đến cuối năm 2014, tổng tài sản đạt 1.587 tỷ đồng và vốn chủ sở hữu là 1.447 tỷ đồng.



Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu cho cổ phiếu CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) với khuyến nghị **MUA** dài hạn dựa vào những luận điểm sau:

- **Giá cổ phiếu chưa phản ánh đúng khả năng sinh lời của công ty:** Trong 12 tháng qua, giá cổ phiếu TRC đã giảm nhanh hơn chỉ số VN-Index và nhóm tương đương cùng ngành, mặc dù công ty ít bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm của giá cao su so với những công ty khác nhờ năng suất cây trồng gia tăng và chi phí được quản lý hiệu quả. TRC hiện đang giao dịch tại mức P/E thấp hơn nhóm tương đương cùng ngành mặc dù có chỉ số ROA cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng giá cổ phiếu TRC sẽ điều chỉnh về mức hợp lý.
- **Giá cao su thiên nhiên có xu hướng phục hồi mặc dù mức độ còn khiêm tốn:** Giá cao su đã phục hồi nhẹ trong những tháng đầu năm 2015 và tăng đáng kể so với mức đáy vào tháng 9 năm 2014. Sự sụt giảm nguồn cung sẽ hỗ trợ xu hướng phục hồi của giá cao su mặc dù xu hướng này sẽ gặp phải một số trở ngại tiềm tàng.
- **Dự án tại Campuchia là động lực cho sự tăng trưởng dài hạn:** Dự án tại Campuchia còn trong giai đoạn đầu tư, nhưng sẽ giúp tăng gấp đôi quy mô hiện tại của TRC khi dự án đi vào hoạt động. Mặc dù TRC đã đầu tư rất nhiều vốn, dự án này chỉ có thể tạo ra lợi nhuận từ năm 2019, do đó khả năng sinh lời của TRC sẽ giảm sút trong một vài năm tới mặc dù tiềm năng tăng trưởng của công ty là rất cao.

Vui lòng đọc khuyến nghị ở cuối báo cáo này

NỘI DUNG

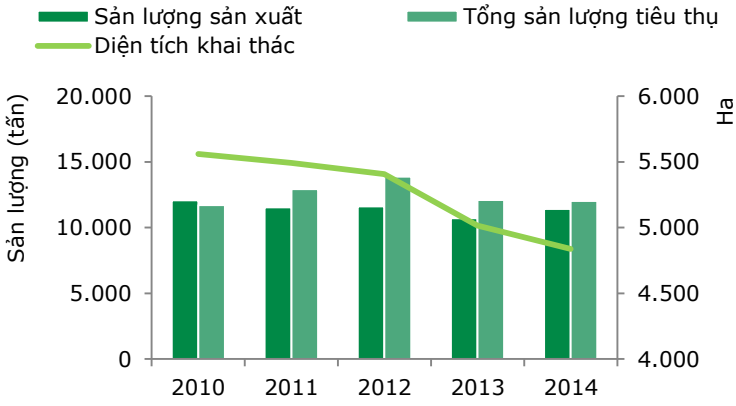
KẾT QUẢ TÀI CHÍNH NĂM 2014 3
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014 & 2015 4
TRIỂN VỌNG NĂM 2015 5
ĐỊNH GIÁ 7
PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY 9
DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU 10
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT 10
KẾT LUẬN 11

KẾT QUẢ TÀI CHÍNH NĂM 2014

Sản lượng sản xuất ổn định. Sản lượng sản xuất của TRC khá ổn định qua các năm, sự biến động trong tổng sản lượng tiêu thụ chủ yếu do sự thay đổi sản lượng mua ngoài. Trong năm 2014, sản lượng sản xuất và tiêu thụ của TRC lần lượt đạt 11.410 tấn và 12.016 tấn, tương ứng tăng 6,4% và 0,8% so với năm trước.

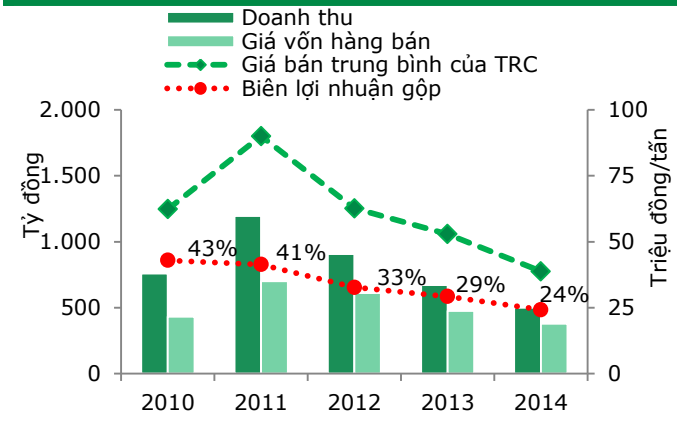
Khả năng sinh lời ở mức thấp nhất trong vòng năm năm qua do giá cao su sụt giảm. Sự sụt giảm giá cao su là nhân tố chính làm giảm lợi nhuận của TRC trong những năm qua. Giá bán cao su của công ty đã giảm đáng kể từ mức đỉnh năm 2011.

Sản lượng và diện tích khai thác



Nguồn: TRC, VPBS

Khả năng sinh lời



Nguồn: TRC, VPBS

Doanh thu và lợi nhuận chịu ảnh hưởng xấu do giá cao su giảm nhưng vẫn đạt được kế hoạch đề ra.

Đối với công ty mẹ, tổng doanh thu (bao gồm doanh thu tài chính và thu nhập khác) đạt 598,3 tỷ đồng, giảm 24,3% so với năm trước nhưng hoàn thành 108,5% kế hoạch đặt ra. Lợi nhuận ròng giảm mạnh 39% so với năm trước đạt mức 136,9 tỷ đồng nhưng bằng 248,2% so với kế hoạch. Kết quả lợi nhuận cao so với kế hoạch chủ là do có sự chênh lệch giữa giá thành thực tế (30,8 triệu đồng/tấn) và giá thành ước tính (36,0 triệu đồng/tấn).

Đối với báo cáo hợp nhất, doanh thu thuần tương đương với doanh thu thuần của công ty mẹ (500,6 tỷ đồng) trong khi lợi nhuận ròng đạt được 139,5 tỷ đồng giảm 39,3% so với năm trước.

Giá thành giảm đáng kể do năng suất cây cao su tăng và chi phí nhân công giảm.

Chi phí sản xuất cải thiện, giúp giảm tác động từ sự sụt giảm của giá bán cao su. Mặc dù kết quả kinh doanh của TRC giảm mạnh trong năm 2014, nhưng khả quan hơn so với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo cập nhật phát hành ngày 29/12/2014. Trong báo cáo đó, chúng tôi dự kiến giá thành sản xuất của TRC năm 2014 là 33,1 triệu đồng/tấn và lợi nhuận ròng là 105 tỷ đồng. Tuy nhiên, TRC đã thành công giảm giá thành sản xuất trong năm 2014 dẫn đến sự chênh lệch giữa lợi nhuận thực tế và kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng có hai lý do chính giúp giá thành giảm đáng kể trong năm 2014: Thứ nhất, năng suất trung bình tăng đáng kể từ 2,14 tấn/ha năm 2013 lên mức 2,36 tấn/ha năm 2014, do đó TRC trở thành công ty có năng suất cây cao su cao nhất trong Tập đoàn Cao su Việt Nam (VRG). Nguyên nhân còn lại là do chi phí nhân công giảm, chi phí này chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá thành

và có mối tương quan với giá cao su. Trong quá khứ, TRC áp mức chi phí nhân công bằng 40% doanh thu. Tỷ lệ này hiện không còn được áp dụng do giá bán cao su giảm mạnh trong khi tiền lương có giảm nhưng không thể giảm ở mức tương ứng.

Trong năm 2014, TRC đã thanh lý 447 ha cây cao su đóng góp 54 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng.

Thanh lý cây cao su sẽ tiếp tục đóng góp đáng kể vào lợi nhuận. Trong năm 2014, TRC đã thanh lý 447 ha cây cao su đóng góp 54 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng. TRC có kế hoạch thanh lý khoảng 300 ha cây cao su già cỗi mỗi năm để thay thế bằng diện tích trồng mới. Trong năm 2015, TRC dự kiến thanh lý 229 ha, đóng góp đáng kể vào lợi nhuận ròng của công ty trong trường hợp giá cao su vẫn ở mức thấp như hiện nay.

Doanh thu và lợi nhuận quý 1 năm 2015 giảm mạnh nhưng kết quả này đã được dự báo trước. Trong quý 1 năm 2015, doanh thu thuần và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 85,2 tỷ đồng và 16,7 tỷ đồng, tương ứng giảm 39,6% và 61,6% so với cùng kỳ năm trước do giá bán cao su sụt giảm. Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh sẽ được cải thiện dần đến cuối năm nhờ vào sự phục hồi giá cao su và khả năng TRC thành công trong việc giảm giá thành sản xuất.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2014 & 2015

Tính đến cuối năm 2014, TRC đã trồng được tổng cộng 4.499 ha tại Campuchia. TRC phải mua thêm đất để tăng diện tích trồng lên 6.157 ha.

Gia tăng chi phí đầu tư dự án tại Campuchia do gặp khó khăn trong việc mở rộng diện tích trồng. Tổng diện tích của dự án là 7.600 ha, trong đó diện tích trồng cao su là 6.157 ha. So với tổng diện tích trồng tại Việt Nam là 7.200 ha, đây là một dự án lớn của TRC và có ảnh hưởng đến sự tăng trưởng trong dài hạn của công ty. Tại thời điểm cuối năm 2014, TRC đã trồng được tổng cộng 4.499 ha. Tuy nhiên, TRC không thể sử dụng quỹ đất còn lại để tiếp tục trồng 1.657 ha cao su, do diện tích này hiện đang tranh chấp với người dân Campuchia mặc dù TRC đã được cấp phép trên diện tích này. Trong năm 2014, TRC đã ký hợp đồng mua 1.860 ha tại Campuchia với giá trị là 101 tỷ đồng để tiếp tục việc trồng cao su.

Dự án tại Campuchia có thể tạo ra doanh thu từ năm 2019. TRC dự kiến sản xuất sản phẩm mủ tờ (cao su RSS) và xây dựng một nhà máy với công suất 10.000 tấn/năm và vốn đầu tư 72 tỷ đồng. Sản lượng ban đầu của nhà máy khoảng 1.000 tấn/năm và sau đó sẽ nâng lên dần khi cây cao su trưởng thành.

Sự thay đổi trong chi phí đầu tư thực tế của dự án tại Campuchia sẽ ảnh hưởng đến giá trị của công ty.

Tổng vốn đăng ký đầu tư của dự án tại Campuchia là 1.361 tỷ đồng. Tại thời điểm cuối năm 2014, TRC đã đầu tư 692 tỷ đồng, khoảng 51% tổng vốn đăng ký. Trong năm 2015, TRC dự kiến đầu tư thêm 368 tỷ đồng vào dự án và sẽ kết thúc việc đầu tư trong năm 2016. Do chi phí đầu tư thực tế có thể khác nhưng không được vượt quá vốn đầu tư đăng ký, nên bất cứ sự thay đổi nào trong chi phí đầu tư thực tế có thể ảnh hưởng đến giá trị doanh nghiệp của TRC. Chúng tôi kỳ vọng tổng vốn đầu tư thực tế của dự án này sẽ là 1.077 tỷ đồng, khoảng 79% tổng vốn đăng ký đầu tư. Chúng tôi ước tính chi phí trồng cao su tại Campuchia cao hơn tại Việt Nam (khoảng 36%) chủ yếu do chi phí mua đất, chi phí giải phóng mặt bằng và chi phí xây dựng hạ tầng. Tuy nhiên, chi phí đầu tư sẽ giảm đáng kể sau một chu kỳ trồng cao su (khoảng 27 năm) do những chi phí kể trên chỉ xảy ra trong giai đoạn đầu của dự án.

Sản phẩm mới sẽ góp phần gia tăng khả năng sinh lời. TRC đang mở rộng nhà máy tại Việt Nam để sản xuất sản phẩm mới – mủ tờ (cao su RSS) với công suất ban đầu là 1.000 tấn/năm (khoảng 8% so với tổng sản lượng tiêu thụ hiện tại của TRC), chi phí đầu tư là 8 tỷ đồng. Theo TRC, cao su mủ tờ hiện có nhu cầu cao tại Việt Nam, biên lợi nhuận của sản phẩm này cũng tốt hơn so với những sản phẩm khác như SVR 3L và SVR 10.

Khoản đầu tư tại CTCP Chế biến XNK Gỗ Tây Ninh có lợi suất cổ tức là 21,4% trong năm 2014.

Những khoản đầu tư bên ngoài không hiệu quả, ngoại trừ khoản đầu tư tại CTCP Chế biến XNK Gỗ Tây Ninh. Khoản đầu tư tại CTCP Chế biến XNK Gỗ Tây Ninh (TRC hiện đang nắm giữ 49% cổ phần) có tỷ suất sinh lời cao với tỷ lệ cổ tức trên vốn đầu tư năm 2014 là 21,4%. Những khoản đầu tư khác không mang lại lợi nhuận. Ngày 8/4/2015, TRC đã thoái thành công vốn tại CT TNHH Đầu tư Hạ tầng VRG với giá trị là 28,6 tỷ đồng. Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ việc thoái vốn này là không đáng kể, khoảng 1,8 tỷ đồng.

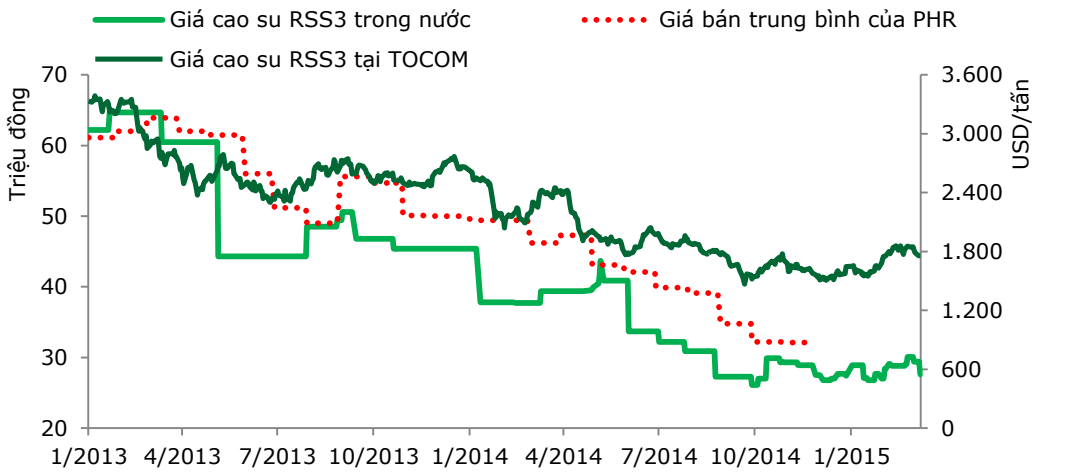
Tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá năm 2014 là 25%, dự kiến giảm xuống mức 15% năm 2015. Đại hội cổ đông thường niên năm 2015 tổ chức ngày 17/4/2015 đã thông qua tỷ lệ cổ tức năm 2014 là 25% trên mệnh giá. Trong năm 2015, TRC dự kiến lợi nhuận của công ty sẽ sụt giảm trong khi công ty cần thêm vốn để đầu tư vào dự án tại Campuchia, do đó TRC có kế hoạch giảm tỷ lệ cổ tức trên mệnh giá xuống mức 15%.

TRIỂN VỌNG NĂM 2015

Giá cao su hồi phục đáng kể từ mức thấp nhất trong tháng 9 năm 2014.

Giá cao su thiên nhiên thế giới đang ở mức thấp nhất trong vòng năm năm. Giá cao su thiên nhiên đã giảm mạnh trong năm 2014 và hiện đang ở mức thấp nhất trong vòng năm năm gần đây. Trong quý 1 năm 2015, giá cao su đã phục hồi nhẹ (khoảng 2% tại Thái Lan, và 5% tại Nhật Bản) và tăng đáng kể so với mức đáy vào tháng 9 năm 2014 (khoảng 16% tại Thái Lan, và 18% tại Nhật Bản), tuy nhiên giá cao su hiện tại vẫn còn ở mức thấp so với giá trong quá khứ.

Giá cao su trong nước và thế giới

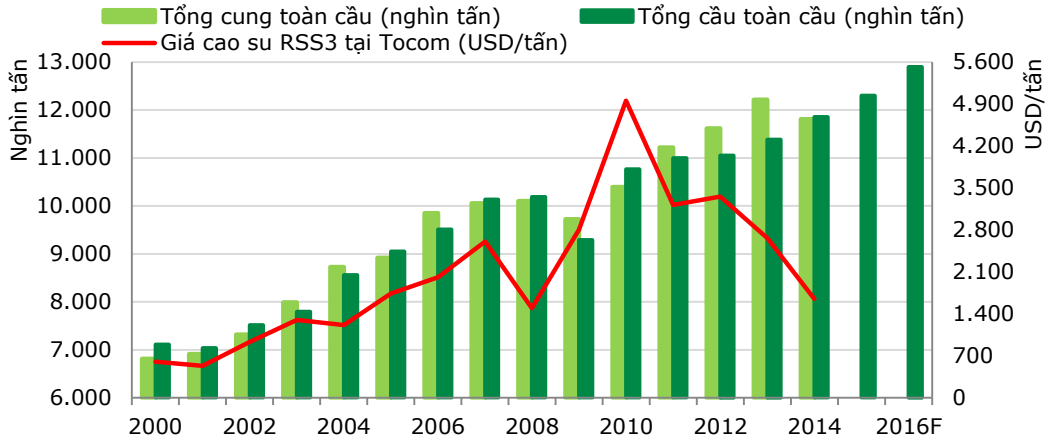


Nguồn: Bloomberg,TRC, VPBS

Áp lực giảm giá cao su sẽ mất dần từ năm 2015 do sản lượng cao su giảm.

Sản lượng cao su thiên nhiên thế giới lần đầu tiên giảm trong vòng năm năm qua, dẫn đến sự thiếu hụt nhẹ trong năm 2014. Mức giá bán cao kỷ lục trong năm 2010 đã đẩy nguồn cung cao su tăng mạnh sau đó, trong khi nhu cầu cao su đã giảm nhịp tăng do sự chững lại của kinh tế Trung Quốc - quốc gia tiêu thụ cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới và chiếm khoảng 30%-40% nhu cầu cao su thiên nhiên toàn cầu. Tuy nhiên, theo Tổ chức Nghiên cứu Cao su Thế giới (IFSG), sản lượng cao su thiên nhiên đã giảm lần đầu tiên sau năm năm, khoảng 3,3% so với năm trước, do các nhà sản xuất cao su thiên nhiên đã ngưng khai thác và chuyển sang các cây trồng khác để đối phó với tình trạng giá cao su xuống thấp. Thị trường cao su thiên nhiên đã bị thiếu hụt nhẹ khoảng 45.000 tấn trong năm 2014 sau giai đoạn dư thừa lớn từ năm 2010 đến 2013. Chúng tôi cho rằng, nếu giá cao su vẫn ở mức thấp như hiện tại thì sẽ có một sự thiếu hụt nghiêm trọng về nguồn cung cao su thiên nhiên.

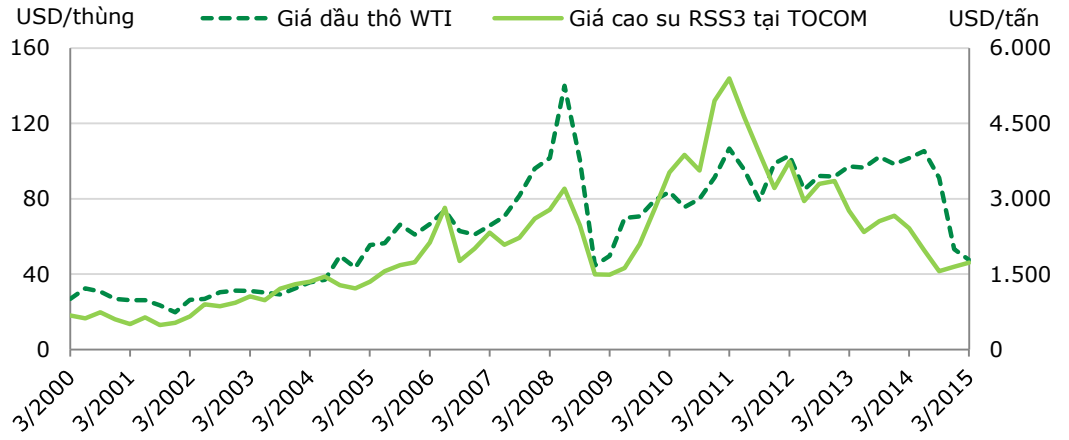
So sánh cung, cầu và giá cao su thiên nhiên



Nguồn: Bloomberg, IFSG; giá trị năm 2015 được ước tính bởi IFSG

Tốc độ phục hồi giá cao su thiên nhiên sẽ không mạnh do vẫn còn có một số trở ngại. Sự phục hồi của giá cao su thiên nhiên sẽ bị ảnh hưởng bởi mức giá dầu thấp như hiện tại, mặc dù giá dầu ở mức thấp cũng sẽ thúc đẩy ngành săm lốp và làm gia tăng nhu cầu cao su, bao gồm cả cao su nhân tạo và cao su thiên nhiên. Theo nghiên cứu của chúng tôi, giá dầu thô có hệ số tương quan cao là 0,82 so với giá cao su thiên nhiên khi áp dụng dữ liệu theo quý từ năm 2000 đến năm 2014, tuy nhiên hệ số tương quan rất thấp là 0,15 khi áp dụng cùng dữ liệu nhưng trong khoảng thời gian từ năm 2010 đến 2014. Chúng tôi cho rằng giá cao su thiên nhiên bị ảnh hưởng nhiều hơn bởi mối quan hệ giữa cung và cầu cao su thiên nhiên, hơn là giá dầu thô.

Mối quan hệ giữa giá cao su thiên nhiên và giá dầu thô



Nguồn: Bloomberg

Sự chậm lại của nền kinh tế Trung Quốc – quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới – cũng là một trở ngại lớn, mặc dù những nền kinh tế mới nổi khác và sự tăng trưởng mạnh của nền kinh tế Mỹ sẽ hỗ trợ làm tăng nhu cầu cao su thiên nhiên. Ngoài ra, diện tích mở rộng cây cao su tại Campuchia và Lào sẽ tạo thêm nguồn cung và làm gia tăng sự cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, theo quan sát của chúng tôi, một vài công ty cao su thiên nhiên của Việt Nam có diện tích trồng tại Campuchia và Lào đã tạm ngưng khai thác mới và chờ đợi sự phục hồi của giá cao su. Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng giá cao su thiên nhiên sẽ phục hồi từ năm 2015 mặc dù tốc độ phục hồi còn khiêm tốn.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự đoán rằng chỉ số ROA và ROE của các công ty trong ngành cao su tự nhiên sẽ giảm đột ngột và chỉ số P/E sẽ điều chỉnh tăng trong năm 2015. Ngoài ra, diện tích cao su tại Campuchia của TRC chưa thể tạo ra lợi nhuận trong một vài năm tới. Do đó, phương pháp định giá P/E sẽ không đánh giá được mức giá hợp lý cho TRC. Vì vậy, trong báo cáo lần này, chúng tôi vẫn duy trì tỷ trọng cao hơn cho phương pháp DCF là 80% và chỉ 20% cho phương pháp P/E. Chúng tôi xác định giá mục tiêu TRC là 35.400 đồng/cổ phiếu, cao hơn 37% so với giá đóng cửa 25.800 đồng vào ngày 14/5/2015.

Phương pháp định giá	(đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng
DCF	39.082	80%
P/E	20.661	20%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)		**35.400**

Nguồn: VPBS

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Chúng tôi cập nhật mô hình định giá dựa trên những điều chỉnh chính sau đây:

Giá bán cao su

Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá bán cao su trong giai đoạn từ năm 2015 đến 2019; sau năm 2019, giá bán vẫn duy trì mức dự phóng trước đó.

Giá bán cao su của TRC (Triệu đồng/tấn)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	Sau 2019
Báo cáo ngày 29/12/2014	52,9	38,8	33,0	35,0	40,0	40,0	40,0	40,0
Cập nhật mới	52,9	38,8	33,0	35,0	38,0	38,0	38,0	40,0

Chi phí đầu tư dự án tại Campuchia

Tổng vốn đầu tư đăng ký cho dự án tại Campuchia là 1,361 tỷ đồng. Chúng tôi dự kiến tổng vốn đầu tư thực tế sẽ là 1,077 tỷ đồng, khoảng 79% vốn đăng ký. Mức vốn giả định này cao hơn 11% so với dự phóng trong báo cáo trước đó của chúng tôi, điều này làm giảm mức giá mục tiêu cổ phiếu TRC theo mô hình định giá DCF.

Giả định khác

Chi phí sử dụng vốn	
Lợi suất trái phiếu chính phủ 5 năm	5,9%
Beta 5 năm	0,63
Phần bù rủi ro thị trường	8,56%
Chi phí vốn	11,33%
Chi phí sử dụng nợ vay	
Lãi suất vay dài hạn	7,00%
Thuế suất	13%
Chi phí lãi sau thuế	6,1%
WACC	
Giá hiện tại (đồng/cổ phiếu)	25.800
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	29,13
Vốn hóa (tỷ đồng)	751,43
Nợ vay	48,14
WACC	11,01%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (sau năm 2016)	2,0%

Phương pháp P/E

Chỉ số P/E trượt của các công ty thuộc nhóm tương đương cùng ngành đang niêm yết là từ 5,9 lần đến 13,8 lần. Do chỉ số P/E có sự phân hóa lớn, chúng tôi áp dụng mức trung vị cho phương pháp này. Dựa vào EPS ước tính cho năm 2015 là 2.659 đồng và P/E mục tiêu là 7,8 lần, chúng tôi xác định giá mỗi cổ phiếu TRC là 20.661 đồng.

Công ty cao su niêm yết

Mã	Tên công ty	Vốn hóa (Tỷ đồng)	P/E	P/B	ROA	ROE
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	1.570	5,9	0,7	7,7%	12,0%
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	1.348	6,5	0,6	6,5%	9,6%
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	210	9,1	0,7	5,2%	5,7%
HRC	CTCP Cao su Hòa Bình	803	13,8	1,5	8,4%	11,3%
Trung bình			**8,8**	**0,9**	**7,0%**	**9,6%**
Trung vị			**7,8**	**0,7**	**7,1%**	**10,4%**
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	751	5,39	0,52	7,9%	9,8%

Dữ liệu ngày 14/5/2015. Nguồn: Bloomberg, VPBS

PHÂN TÍCH ĐỘ NHẠY

Độ nhạy của giá cổ phiếu theo mô hình DCF do sự thay đổi của giá bán sản phẩm

	Năm 2015	Năm 2016	Năm 2017	Năm 2018	Năm 2019	Sau 2019	EPS năm 2015 (Đồng)	Giá mục tiêu (Đồng)	% Thay đổi
	Giá bán trung bình (triệu đồng/tấn)								
Giảm 10%	30	32	34	34	34	36	2.128	26.226	-33%
Giảm 5%	31	33	36	36	36	38	2.394	32.656	-16%
Kỳ vọng của VPBS	33	35	38	38	38	40	2.659	**39.082**	0%
Tăng 5%	35	37	40	40	40	42	2.925	45.505	16%
Tăng 10%	36	39	42	42	42	44	3.191	51.927	33%

Nguồn: VPBS

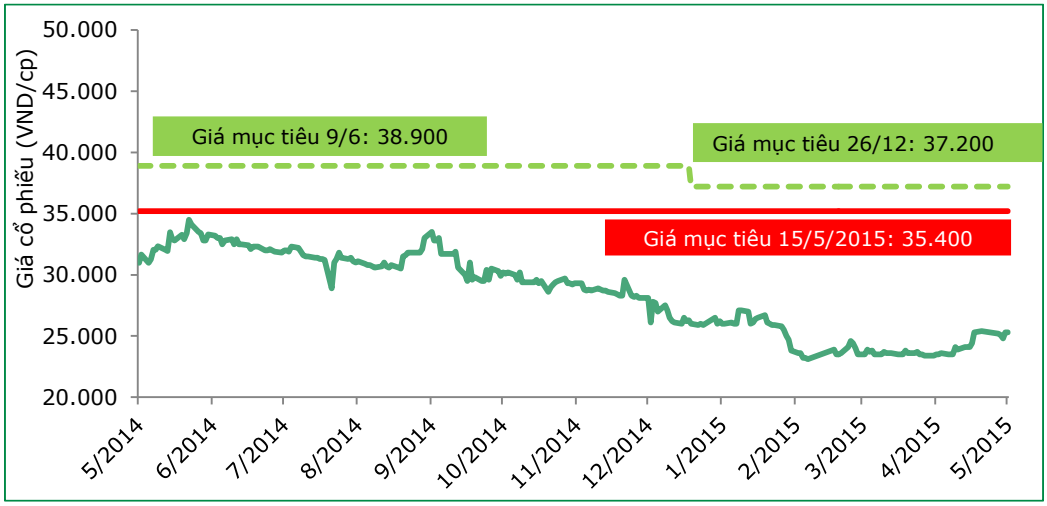
Độ nhạy của giá cổ phiếu theo mô hình DCF do sự thay đổi của vốn đầu tư dự án tại Campuchia

	Giảm			Kỳ vọng hiện tại	Tăng		
% Thay đổi vốn đầu tư	-30%	-20%	-10%	0%	10%	20%	30%
Vốn đăng ký (tỷ đồng)	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361	1.361
Vốn đầu tư thực tế	754	862	970	1.078	1.185	1.293	1.401
% tỷ lệ trên vốn đăng ký	55%	63%	71%	79%	87%	95%	103%
Giá mục tiêu DCF	44.651	42.795	40.938	**39.082**	37.225	35.368	33.511

Độ nhạy của giá cổ phiếu theo mô hình DCF do sự thay đổi của WACC

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	WACC								
	9,0%	9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	13,0%	14,0%	15,0%	16,0%
7%	154.727	120.966	98.561	82.640	70.547	43.509	35.923	30.341	26.088
6%	108.378	90.744	77.601	67.448	59.231	39.054	32.891	28.199	24.530
5%	85.204	73.955	65.025	57.781	51.679	35.714	30.533	26.485	23.255
4%	71.299	63.270	56.642	51.088	46.282	33.115	28.646	25.083	22.193
3%	62.029	55.873	50.653	46.180	42.233	31.037	27.102	23.914	21.294
2%	55.408	50.449	46.162	42.426	**39.082**	29.336	25.816	22.926	20.523
1%	50.442	46.301	42.669	39.463	36.560	27.919	24.728	22.078	19.855
0%	46.580	43.026	39.874	37.064	34.497	26.720	23.795	21.344	19.271
-1%	43.490	40.375	37.588	35.083	32.777	25.692	22.986	20.701	18.755
-2%	40.962	38.185	35.682	33.418	31.322	24.801	22.279	20.134	18.297
-3%	38.855	36.345	34.070	32.000	30.074	24.021	21.654	19.630	17.887

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU



Trong báo cáo cập nhật của chúng tôi phát hành vào ngày 26/12/2014, cổ phiếu TRC giao dịch tại mức 28.500 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn với mức giá mục tiêu là 37.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn 31% so với giá thị trường.

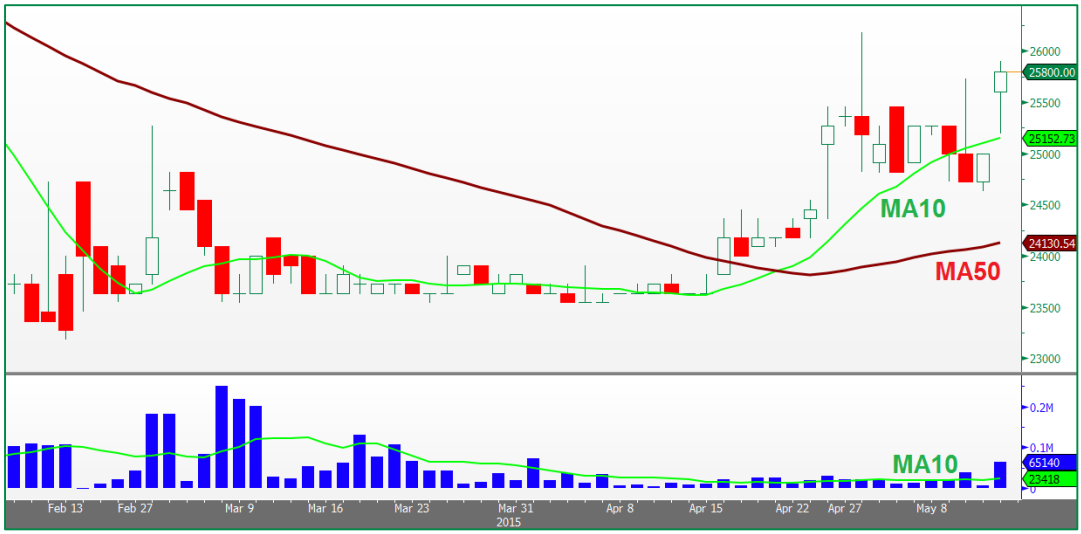
Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu mới của TRC là 35.400 đồng/cổ phiếu, thấp hơn giá mục tiêu trước đó chủ yếu do sự điều chỉnh tăng chi phí đầu tư dự án tại Campuchia.

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Đồ thị kỹ thuật cho thấy một xu hướng tăng giá của cổ phiếu TRC nhờ sự hỗ trợ của đường trung bình động ngắn hạn MA10 và đường trung bình động trung hạn của đường MA50. Khối lượng giao dịch của TRC tăng nhẹ trong thời gian gần đây, cao hơn mức trung bình của mười phiên gần nhất, cho thấy lực cầu đang tăng dần. Giá cổ phiếu TRC hiện đang giao dịch bên dưới vùng kháng cự trung hạn quanh mức giá 26.300 đồng/cổ phiếu.

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu TRC tại thời điểm phát hành báo cáo này.

Mã	**TRC** (đồng/cp)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	26.300
Giá thấp nhất trong 3 tháng	23.300
MA50 ngày hiện tại	24.100
MA100 ngày hiện tại	24.900
Ngưỡng kháng cự trung hạn	26.300
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	24.900
Khuyến nghị	**NẮM GIỮ**



KẾT LUẬN

Dựa trên xu hướng giảm hiện tại, chúng tôi dự báo giá cao su sẽ vẫn ở mức thấp trong năm 2015 và lợi nhuận của TRC sẽ chịu ảnh hưởng xấu. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty sẽ không đủ để đầu tư cho dự án Campuchia. Vì vậy, trong năm 2015, TRC sẽ phải tìm đến nguồn vốn vay từ ngân hàng, dẫn đến chi phí tài chính tăng trong khi thu nhập từ tiền lãi lại giảm đáng kể do số dư tiền mặt giảm.

Mặc dù chúng tôi dự đoán rằng khả năng sinh lời của TRC sẽ không cao trong giai đoạn từ năm 2015 đến năm 2020, tuy nhiên chúng tôi vẫn cho rằng kết quả kinh doanh của TRC sẽ được cải thiện mạnh mẽ sau đó, nhờ vào sự đóng góp của dự án tại Campuchia. Với mức giá mục tiêu là 35.400 đồng/cổ phiếu, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA dài hạn cho cổ phiếu TRC.

Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu								
Doanh thu từ cao su Việt Nam	760	530	436	348	367	416	417	422
% Tăng trưởng	*-26%*	*-30%*	*-18%*	*-20%*	*6%*	*13%*	*0%*	*1%*
Doanh thu từ cao su mua ngoài	109	106	31	56	60	65	65	65
% Tăng trưởng	*-16%*	*-3%*	*-70%*	*78%*	*6%*	*9%*	*0%*	*0%*
Doanh thu từ dự án Campuchia	0	0	0	0	0	0	0	22
% Tăng trưởng								
Doanh thu khác	39	36	33	33	33	33	33	33
% Tăng trưởng	*9%*	*-8%*	*-6%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*
Tổng doanh thu	**908**	**671**	**501**	**437**	**460**	**514**	**515**	**541**
Tốc độ tăng doanh thu	*-24%*	*-26%*	*-25%*	*-13%*	*5%*	*12%*	*0%*	*5%*
Giá vốn cao su tại Việt Nam	464	335	315	275	283	309	309	312
Giá vốn cao su mua ngoài	109	105	40	55	59	64	64	64
Giá vốn cao su tại Campuchia	-	-	-	-	-	-	-	22
Giá vốn khác	38	35	24	32	32	32	32	32
Khấu hao trong giá vốn	23	25	26	27	27	27	27	30
Giá vốn hàng bán (Không bao gồm khấu hao)	**588**	**450**	**354**	**335**	**347**	**377**	**378**	**400**
Lợi nhuận gộp	**320**	**221**	**147**	**102**	**113**	**137**	**137**	**141**
Biên lợi nhuận gộp	*35%*	*33%*	*29%*	*23%*	*25%*	*27%*	*27%*	*26%*
Tổng chi phí bán hàng	**8**	**5**	**4**	**4**	**4**	**4**	**4**	**5**
% Doanh thu	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*
Tổng chi phí QLDN	**34**	**27**	**27**	**23**	**24**	**27**	**27**	**29**
% Doanh thu	*4%*	*4%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*	*5%*
Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết	-	5	5	6	6	6	6	6
EBITDA	**279**	**194**	**122**	**81**	**91**	**111**	**111**	**114**
Biên lợi nhuận EBITDA	*31%*	*29%*	*24%*	*19%*	*20%*	*22%*	*22%*	*21%*
Khấu hao	23	25	26	27	27	27	27	30
				-	-	-	-	-
EBIT	**256**	**170**	**96**	**54**	**64**	**84**	**85**	**84**
Doanh thu tài chính	59	51	25	9	7	7	8	5
Chi phí tài chính	3	9	(0)	7	14	19	22	22
Lợi nhuận tài chính ròng	**56**	**42**	**25**	**1**	**(8)**	**(12)**	**(14)**	**(17)**
Lợi nhuận khác	86	54	44	33	33	33	33	33
Lợi nhuận trước thuế	**397**	**266**	**164**	**89**	**90**	**105**	**104**	**101**
Thuế TNDN	43	36	25	12	11	18	17	20
	-	-	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	**354**	**230**	**139**	**77**	**79**	**88**	**87**	**81**
Biên lợi nhuận ròng	*39%*	*34%*	*28%*	*18%*	*17%*	*17%*	*17%*	*15%*
Số lượng cổ phiếu lưu hành trung bình (triệu)	29	29	29	29	29	29	29	29
EPS (Đồng)	12.040	7.893	4.789	2.659	2.707	3.015	2.988	2.772

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản Ngắn hạn								
Tiền và tương đương tiền	559	591	181	175	189	203	133	86
Đầu tư ngắn hạn	210	292	44	-	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	108	145	191	122	113	110	97	89
Tài sản khác	6	16	21	21	21	21	21	21
Tổng tài sản ngắn hạn	**959**	**1.138**	**524**	**396**	**404**	**422**	**339**	**289**
Tài sản dài hạn								
Nguyên giá	449	453	481	484	488	507	514	603
Hao mòn lũy kế	205	211	219	236	253	271	289	310
Giá trị còn lại	244	242	262	248	235	236	225	293
Đầu tư dài hạn	172	183	197	183	183	183	183	183
Tài sản vô hình	2	2	3	3	3	3	3	3
Tài sản dài hạn khác	105	369	601	885	993	1.086	1.191	1.178
Tổng tài sản dài hạn	**524**	**796**	**1.063**	**1.319**	**1.414**	**1.507**	**1.602**	**1.657**
Tổng tài sản	**1.483**	**1.934**	**1.587**	**1.715**	**1.818**	**1.929**	**1.940**	**1.946**
Nợ ngắn hạn								
Phải trả người bán	1	5	5	9	10	10	10	11
Chi phí phải trả	4	2	2	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn	4	374	1	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	154	147	86	86	86	86	86	86
Tổng nợ ngắn hạn	**163**	**528**	**93**	**95**	**95**	**96**	**96**	**97**
Nợ dài hạn								
Vay dài hạn	5	1	47	195	277	359	359	359
Nợ dài hạn khác	-	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	**5**	**2**	**47**	**195**	**277**	**359**	**359**	**359**
Tổng nợ	**168**	**530**	**140**	**290**	**372**	**456**	**456**	**456**
Nợ vay trên vốn đầu tư	*0,7%*	*21,1%*	*3,2%*	*12,0%*	*16,1%*	*19,6%*	*19,5%*	*19,4%*
Nguồn vốn								
Cổ phiếu ưu đãi				-	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	300	300	300	300	300	300	300	300
Lợi nhuận giữ lại	311	192	144	115	119	132	126	113
Vốn khác	704	912	1.003	1.010	1.026	1.042	1.059	1.077
Tổng vốn chủ sở hữu	**1.315**	**1.404**	**1.447**	**1.426**	**1.445**	**1.474**	**1.485**	**1.490**
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**1.483**	**1.934**	**1.587**	**1.715**	**1.818**	**1.929**	**1.940**	**1.946**

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	**(102)**	**(62)**	**10**	**152**	**78**	**79**	**92**	**81**
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	**141**	**(2)**	**(20)**	**(205)**	**(88)**	**(87)**	**(88)**	**(52)**
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	**(156)**	**73**	**(400)**	**48**	**23**	**23**	**(76)**	**(76)**
Số dư tiền đầu kỳ	675	580	591	181	175	189	203	133
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	**(117)**	**9**	**(410)**	**(6)**	**14**	**15**	**(71)**	**(46)**
Số dư tiền cuối kỳ	558	589	180	175	189	203	133	86
Dòng tiền tự do FCFF	**(92)**	**(65)**	**(18)**	**(111)**	**(3)**	**2**	**17**	**41**

Phân tích tỷ số	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số định giá								
P/E			5,4	9,7	9,5	8,6	8,6	9,3
Tốc độ tăng P/E			(0,1)	(0,2)	5,3	0,8	(9,6)	(1,3)
EV/EBIT			6,0	10,6	9,0	6,9	6,8	6,9
EV/EBITDA			4,7	7,1	6,3	5,2	5,2	5,0
P/B			0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Lợi suất cổ tức			9,69%	5,81%	5,81%	7,75%	7,75%	7,75%
Chỉ số sinh lời								
Biên LN gộp (không gồm khấu hao)	35,26%	32,91%	29,38%	23,32%	24,56%	26,62%	26,64%	26,13%
Biên EBITDA	30,71%	28,94%	24,29%	18,52%	19,69%	21,61%	21,63%	21,07%
Biên LN hoạt động	28,15%	25,28%	19,13%	12,45%	13,91%	16,30%	16,45%	15,51%
Biên LN ròng	39,02%	34,25%	27,86%	17,71%	17,14%	17,08%	16,88%	14,92%
ROA	23,98%	13,46%	7,92%	4,69%	4,46%	4,69%	4,50%	4,15%
ROE	29,01%	16,91%	9,78%	5,39%	5,49%	6,02%	5,88%	5,43%
Chỉ số đòn bẩy								
EBIT/ lãi vay	172,44	240,05	384,14	7,52	4,52	4,39	3,93	3,89
EBITDA / (I + Cap Ex)	26,19	42,68	4,30	7,78	4,84	2,95	3,91	1,03
Nợ/tổng nguồn vốn	0,66%	21,10%	3,22%	12,01%	16,08%	19,60%	19,48%	19,43%
Nợ/tổng vốn chủ sở hữu	0,66%	26,74%	3,33%	13,65%	19,16%	24,38%	24,20%	24,12%
Chỉ số thanh khoản								
Vòng quay tài sản (lần)	0,61	0,35	0,32	0,26	0,25	0,27	0,27	0,28
Vòng quay các khoản phải thu (ngày)	8,42	4,64	2,63	3,58	4,06	4,69	5,30	6,08
Vòng quay các khoản phải trả (ngày)	526,91	95,12	74,15	36,50	36,50	36,50	36,50	36,50
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	7,69	4,76	4,00	4,29	4,29	4,29	4,29	4,29
Hệ số thanh khoản hiện hành	5,88	2,15	5,61	4,17	4,24	4,39	3,52	2,99
Hệ số thanh khoản nhanh	5,42	1,98	4,66	3,35	3,39	3,47	2,61	2,03

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) sử dụng hệ thống khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%
Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến 15%
Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt
Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Nguyễn Thế Duy
Chuyên viên Phân tích
duynt@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức & Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Domalux
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Trần Đức Vinh
Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Nguyễn Danh Vinh
Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

Hội sở Hà Nội
362 Phố Huế
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh
76 Lê Lai
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng
112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kì cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kì địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó,lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kì mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm,có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kì giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.