

# CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC)

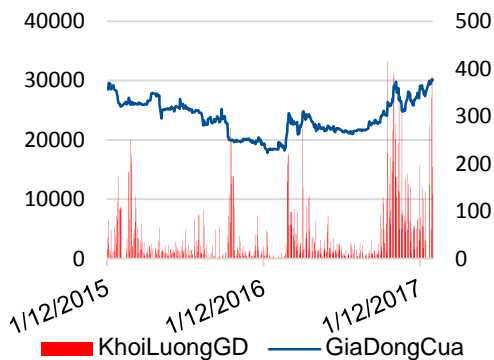
## Báo cáo lần đầu 20/02/2017

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	42.305
Tiềm năng tăng giá	40,5%
Cổ tức (VND)	1.500

## Thông tin cổ phiếu 20/02/2017

Giá hiện tại (VND)	30.100
Số lượng CP niêm yết	30.000.000
Số lượng CP lưu hành	29.125.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	876,6
Khoảng giá 52 tuần	17.600-30.300
KLGDTB 13 tuần	130.075
% sở hữu nước ngoài	7.17%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

## Biến động giá trong 24 tháng



## Liên hệ

Trần Trọng Đức  
Chuyên viên phân tích  
Email: [duc.trantrong@mbs.com.vn](mailto:duc.trantrong@mbs.com.vn)  
Tel: +84 949 910 675

## Doanh nghiệp hưởng lợi lớn từ giá cao su phục hồi

- Đứng đầu thị trường về năng suất thu hoạch trong nhiều năm liền nhờ vườn cây trẻ, tối ưu.
- Thế mạnh sản phẩm Latex cao cấp, phục vụ trong công nghiệp và y tế, ít cạnh tranh, đem lại biên lợi nhuận cao.
- Tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh cốt lõi và quản lý chi phí hiệu quả
- **Hành động: MUA**

## Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	350	516	528	574	850
Lợi nhuận	72	156	144	143	181
EPS (VND)	2.413	5.210	4.832	4.770	6.029
P/E (lần)	12,5	5,8	6,2	6,3	5,0

Nguồn: BCTC TRC và MBS dự phóng

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu đối với cổ phiếu TRC của CTCP Cao su Tây Ninh với mức giá mục tiêu 42.305 VND/cổ phiếu, cao hơn 40,5% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Giá cao su được dự báo khả quan** trong năm 2017 do tình hình thời tiết khắc nghiệt, nguồn cung suy giảm. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng lên khi ngành ô tô Trung Quốc được kỳ vọng lấy lại tốc độ tăng trưởng từng có, cùng với dự đoán những chương trình kích thích của tân Tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng nhanh hơn trong thời gian tới.
- **TRC tập trung vào mảng sản phẩm cao cấp có biên lợi nhuận cao** như Latex, CV 50,60 chiếm 60% sản lượng
- **TRC được hưởng mức thuế ưu đãi nhất** trong các doanh nghiệp cùng ngành: 12.5% cho thuế TNDN từ trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác so với 18% của DPR và 17.7% của PHR.
- **Dự án vườn cây cao su tại Campuchia** là động lực cho sự tăng trưởng trong dài hạn của TRC. Dự án hiện vẫn đang trong giai đoạn kiến thiết nhưng sẽ giúp TRC tăng gấp đôi quy mô khi đi vào hoạt động kể từ năm 2019.
- **Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của TRC trong năm 2017 lần lượt là 516 tỷ đồng (+47,3% YoY) và 156 tỷ đồng (+115,9% YoY) với giá cao su trung bình năm 2017 giả định ở mức 2.500\$/tấn.** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 5.210 VND/cp, tương ứng mức P/E là 5,8 lần, khá thấp so với trung bình ngành.

## ĐỊNH GIÁ

Bằng phương pháp định giá FCFF và so sánh P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC trong 12 tháng tới là 42.305 VND. Với mức EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,1 lần.

## **RỦI RO**

### **Rủi ro biến động giá cao su thiên nhiên**

Hoạt động kinh doanh chính của TRC là sản xuất mủ cao su. Do đó, kết quả kinh doanh của TRC phụ thuộc hoàn toàn vào giá bán cao su tự nhiên. Mặc dù giá cao su đã tạo đáy và bắt đầu chu kỳ hồi phục rất tốt tuy nhiên vẫn còn rất nhiều tổ chức lớn nghi ngờ về triển vọng tăng giá của cao su thiên nhiên trong thời gian tới.

### **Rủi ro thời tiết, thiên tai ảnh hưởng đến năng suất thu hoạch**

Từ năm 2014 tới năm 2016, ảnh hưởng của El Nino là mạnh nhất trong 18 năm làm thay đổi mô hình thời tiết. Nhiều quốc gia như Indonesia, Philippines, Thái Lan và Việt Nam phải trải qua thời tiết khô nóng bất thường, hạn hán xảy ra tại các khu vực sản xuất nông nghiệp trọng điểm trong đó có các vườn cây cao su đã làm giảm đáng kể năng suất mủ cao su. Hiện tượng La Nina ngay sau mới đây tiếp tục gây ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su tại Thái Lan.

Một mối nguy khác cho vườn cây cao su đó là nạn dịch bệnh và nạn cháy rừng. Việc quản lý và kiểm soát tốt sẽ giúp bảo vệ vườn cây phát triển ổn định tạo năng suất khai thác cao, giúp nâng cao hiệu quả kinh doanh cho công ty.

### **Rủi ro tỷ giá**

Do công ty có xuất khẩu sản phẩm ra nước ngoài và nhiều hoạt động kinh doanh được thực hiện bằng đơn vị tiền tệ khác với đồng Việt Nam nên sẽ chịu rủi ro về tỷ giá ngoại tệ mỗi khi có biến động mạnh.

## TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ Phần Cao Su Tây Ninh (TRC) tiền thân là đồn điền cao su của Pháp:

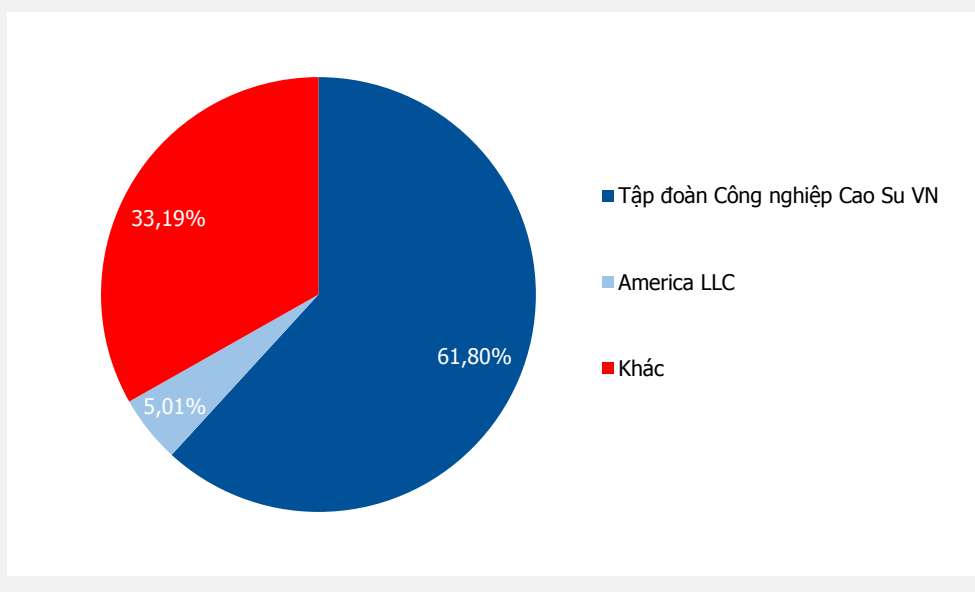
- Tháng 4 năm 1945 được cách mạng tiếp quản lấy tên là Nông Trường Quốc doanh Cao Su Tây Ninh.
- Năm 1981, Nông trường được nâng cấp lên thành Công ty lấy tên là Công ty Cao Su Tây Ninh.
- Ngày 27/03/1987, Tổng Cục Cao Su Việt Nam ký quyết định chuyển Công ty Cao Su Tây Ninh thành Xí Nghiệp Liên Hợp Cao Su Tây Ninh
- 04/03/1993 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.
- 27/05/2004: Công ty chuyển sang hoạt động theo hình thức TNHH một thành viên.
- 28/12/2006: Công ty chuyển sang mô hình cổ phần với vốn điều lệ 300 tỷ đồng.
- 24/07/2007: Cổ phiếu TRC của công ty được niêm yết trên sàn chứng khoán HOSE.
- Năm 2012: Công ty triển khai dự án trồng cây cao su tại Campuchia.

Công ty hoạt động trong lĩnh vực khai thác, chế biến và kinh doanh cao su thiên nhiên. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của TRC là trồng và thu hoạch mù cây cao su để chế biến và xuất khẩu. TRC là doanh nghiệp có diện tích trồng cao su ở mức trung bình, đứng thứ 3 trong các doanh nghiệp cao su niêm yết nhưng có năng suất và hiệu quả thuộc nhóm tốt nhất trong ngành.

### Cơ cấu cổ đông

Số lượng cổ phiếu lưu hành của TRC hiện tại là 30 triệu cổ phiếu với cơ cấu cổ đông khá tập trung, tỷ lệ nắm giữ của các nhà đầu tư tổ chức lên tới 66.81%. Tập đoàn Công Nghiệp cao su Việt Nam (VRG) nắm giữ 61.8%. Các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài chiếm khoảng 7.16%, trong đó Quỹ đầu tư America LLC là cổ đông lớn nắm giữ 5,01%.

**Biểu 1 - Cơ cấu cổ đông**



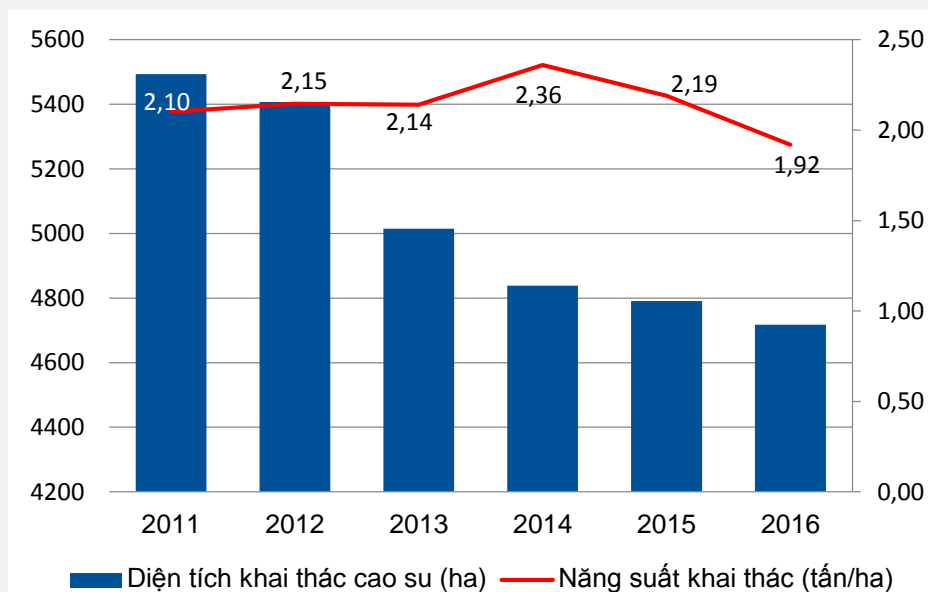
(Nguồn: TRC)

## PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA TRC

### Năng suất thu hoạch cao nhờ vườn cây tối ưu

TRC hiện đang có 3 nông trường cao su trong giai đoạn khai thác là Gò Dầu, Bến Củi và Cầu Khởi với tổng diện tích đạt 7,300 ha, trong đó có 4,718.13 ha đang trong giai đoạn khai thác. So với các công ty thuộc Tập đoàn cao su Việt Nam (VRG) thì quy mô vườn cây của TRC khá khiêm tốn khi so với các Công ty lớn trong ngành nhưng nếu so sánh trong các doanh nghiệp niêm yết, TRC vẫn là doanh nghiệp có diện tích khai thác lớn thứ 3 chỉ sau PHR (14,900 ha) và DPR (10,050 ha).

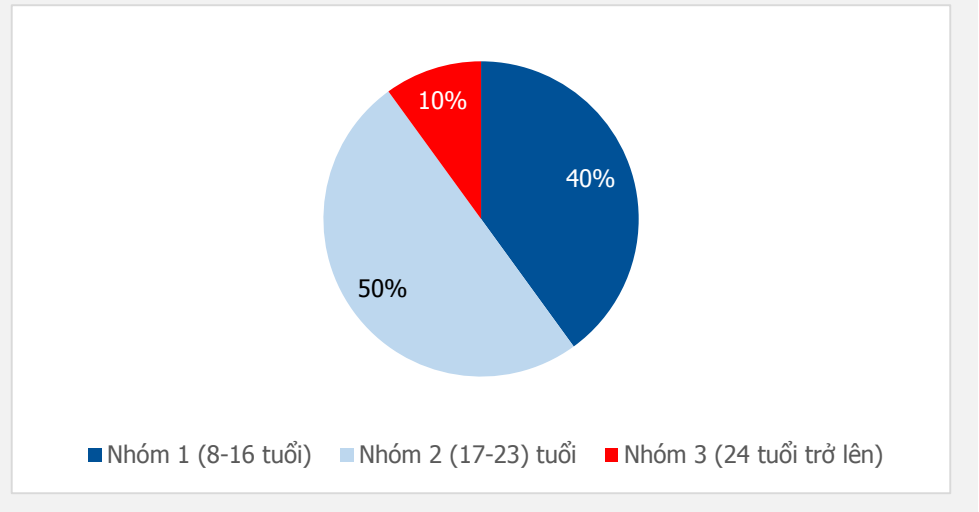
**Biểu 2 - Tình hình khai thác cao su**



(Nguồn: MBS tổng hợp)

Trong 5 năm qua, diện tích khai thác cao su giảm nhẹ do TRC đã tiến hành chặt bỏ cây già để trồng mới. Dự kiến, mỗi năm TRC sẽ thanh lý từ 200-300 ha để tái canh trồng mới, sau khoảng 5 năm sẽ khai thác trở lại. Diện tích khai thác sẽ giữ ở mức ổn định 4.500-5.000 ha trong năm 2017 và 2018 trước khi dự án vườn cây cao su tại Campuchia đi vào khai thác năm 2019. Năng suất thu hoạch cao su mặc dù đã có giảm từ 2,36 tấn/ha xuống 1,92 tấn/ha nhưng vẫn ở mức cao nhất ngành do giống cây tốt và cơ cấu vườn cây tối ưu. Mức năng suất thu hoạch giảm do thời gian qua TRC đã cắt giảm nhân công khi giá cao su giảm giá. Trong năm 2017, với kỳ vọng giá cao su tăng trở lại, TRC có thể dễ dàng đẩy năng suất thu hoạch trở lại mức 2 tấn/ha khi thay đổi chu kỳ cạo mủ và tăng nhân công.

**Biểu 3 - Cơ cấu vườn cây theo nhóm tuổi**



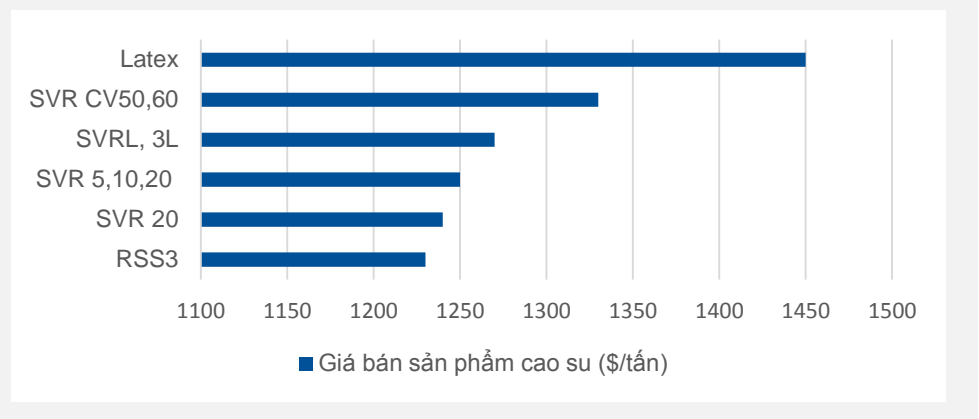
(MBS tổng hợp)

Vườn cây của TRC vẫn đang trong giai đoạn sung sức nhất với nhóm 1 (8-16 tuổi) và nhóm 2 (17-23) tuổi chiếm tỷ trọng lên tới 90% cơ cấu, đây là 2 nhóm tuổi cho năng suất cao. Trong 3 năm trở lại đây năng suất có dấu hiệu suy giảm, nguyên nhân do ảnh hưởng bởi thời tiết và giá cao su giảm mạnh. TRC buộc phải cắt giảm chi phí như giảm số lượng công nhân khai thác, nâng số ngày cạo mủ từ D3 lên D4 và cắt giảm bón phân. Tuy nhiên, đây là vấn đề chung của các doanh nghiệp trong ngành, năng suất sẽ tăng trở lại khi giá cao su tăng trở lại.

#### Sản phẩm cao cấp và ít cạnh tranh

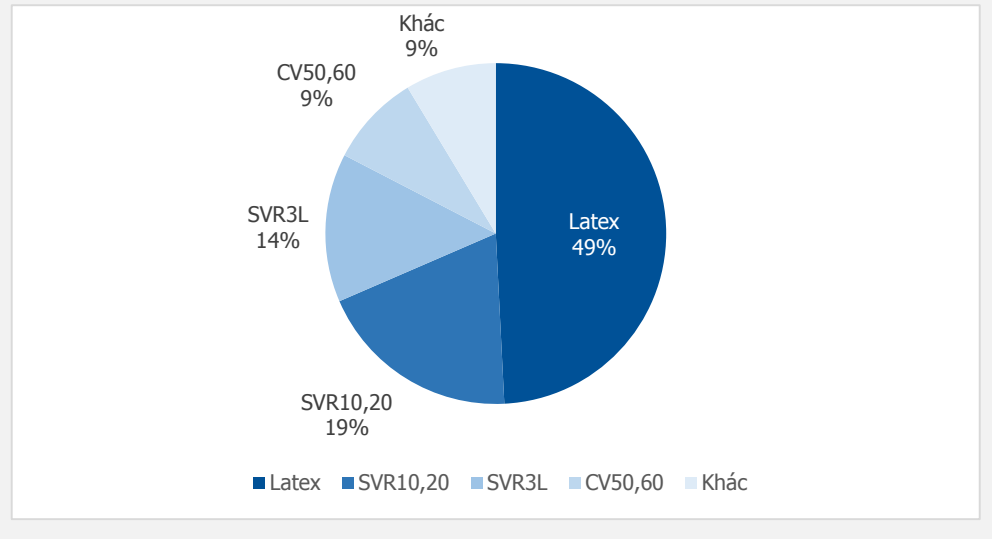
Sản phẩm của TRC bao gồm: Mủ nước latex, mủ khô cao cấp SVR CV50, SVR CV60 và các loại mủ khô SVR 3L, SVR10, SVR20 chuyên sử dụng làm nguyên liệu sản xuất lốp xe. Trong đó, mủ nước latex là sản phẩm thế mạnh của công ty, chiếm khoảng 50% sản lượng và 70% doanh thu. TRC có được vị thế trong sản phẩm này do công ty đã chủ động đầu tư công nghệ từ giai đoạn 1993-1994. Hiện nay, TRC đã xây dựng được hệ thống khách hàng lâu năm, thương hiệu mủ latex của TRC được đánh giá cao về chất lượng. Mủ latex có hàm lượng cao su cao, là sản phẩm cao cấp đáp ứng những tiêu chuẩn rất chặt chẽ của nhà sản xuất về chất lượng, màu sắc, là nguyên liệu dùng để sản xuất các sản phẩm đặc biệt đòi hỏi độ tinh khiết cao như như găng tay y tế, nệm, bao cao su, cao su tiêu dùng.

**Biểu 4 - Giá bán các sản phẩm cao su**



(Nguồn: Tập đoàn CN cao su VN 31/12/2015)

**Biểu 5 - Cơ cấu sản phẩm theo sản lượng**



(Nguồn: TRC)

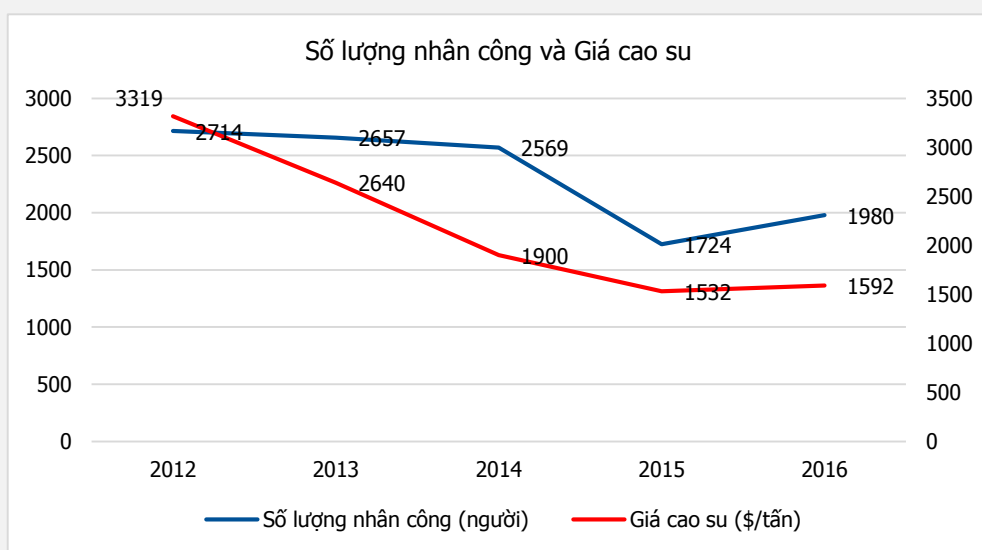
Trong ngành cao su Việt Nam, ngoài CTCP Cao su Dầu Tiếng (chưa niêm yết) thì TRC là một trong số ít các công ty tập trung sản xuất mủ latex. Các công ty trên sàn như PHR (10%), DPR (35%) chỉ sản xuất latex với tỷ trọng khá thấp. Vì vậy, tính cạnh tranh đối với sản phẩm này tại Việt Nam vẫn còn thấp, nhu cầu có tính ổn định và ít bị ảnh hưởng bởi nhu cầu của ngành công nghiệp ô tô. Hơn nữa, mủ latex chủ yếu yêu cầu về thiết bị, công nghệ, cần ít lao động trong khi chi phí sản xuất chỉ tương đương các sản phẩm còn lại và thường có giá bán cao hơn từ 10-15% giúp biên lợi nhuận của TRC tăng cao.

Các sản phẩm latex và CV50,60 có mức giá bán cao nhất trong số các sản phẩm cao su hiện nay trên thị trường. TRC là doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm cao cấp lớn nhất với 68% sản lượng sản xuất (latex 49% và CV50,60 9%), cao nhất trong các doanh nghiệp cao su đang niêm yết (DPR 32% và PHR 52%).

### Quản lý chi phí hiệu quả và ưu đãi thuế

Ngành sản xuất cao su thiên nhiên sử dụng rất nhiều lao động, chi phí nhân công chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá thành. Vì vậy, kiểm soát số lượng nhân công hiệu quả chính là yếu tố quan trọng để giúp doanh nghiệp kiểm soát được chi phí.

**Biểu 6 - Số lượng nhân công của TRC**



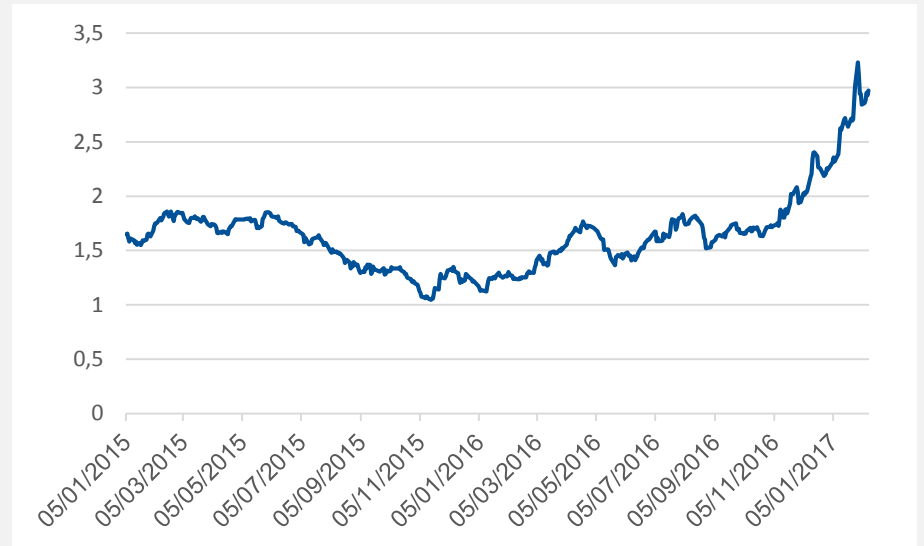
(Nguồn: TRC)

Trong 5 năm trở lại đây, số lượng nhân công của TRC có xu hướng suy giảm dần, riêng trong năm 2015 số lượng nhân công giảm mạnh 32,8% từ 2.569 xuống chỉ còn 1.724 người. Nguyên nhân chính là do giá cao su giảm mạnh, nguồn cung dồi dào khiến TRC phải thay đổi các chính sách về quỹ lương và cơ chế nghỉ hưu. Chế độ lương hưu thay đổi từ đầu năm 2016 với tỷ lệ giảm trừ lương hưu cho người nghỉ hưu trước tuổi tăng từ 1% lên 2%/năm khiến nhiều công nhân quyết định nghỉ hưu sớm để được hưởng cơ chế cũ có lợi hơn. Cuối năm 2016 khi giá cao su có dấu hiệu tạo đáy và hồi phục, TRC đã nhanh chóng tuyển nhân sự trở để kịp thời gia tăng năng suất. Sự đồng pha giữa số lượng nhân công và giá cao su cho thấy TRC có chính sách sử dụng lao động linh hoạt, nhạy bén. Chi phí quản lý doanh nghiệp sau khi tăng 43% trong năm 2015 do chi phí trợ cấp thất nghiệp và khấu hao tài sản tăng lên đã giảm trở lại về mức 25,6 tỷ đồng trong năm 2016, giúp TRC tiếp kiệm 12,3 tỷ đồng.

TRC cũng là doanh nghiệp đang được hưởng thuế thu nhập doanh nghiệp ưu đãi đến năm 2019 với mức thuế tốt nhất ngành: 12,5% cho hoạt động trồng trọt và 15% cho các hoạt động khác. Mức thuế này thấp hơn đáng kể so với các doanh nghiệp cùng ngành như PHR (17.7%) và DPR (18%). Mức thuế hiện tại giúp TRC có thêm 6 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2016 và sẽ tác động tích cực tới lợi nhuận của doanh nghiệp trong thời gian tới khi triển vọng giá cao su sẽ tăng cao.

## TRIỂN VỌNG TỪ GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN

**Biểu 7 - Giá cao su thiên nhiên 2015-2017**



(Nguồn: Bloomberg)

Giá cao su thiên nhiên sau khi tạo đáy năm 2016 tại 1,1\$/kg đã tăng mạnh gần gấp 3 lần lên mức 3\$/kg trong thời gian qua. Có nhiều nguyên nhân khiến giá tăng mạnh, trong đó bao gồm:

**Nguồn cung chịu tác động bởi thời tiết.** Sản lượng cao su đang suy giảm tại một số quốc gia do nguyên nhân của hiện tượng La Nina ảnh hưởng đến việc khai thác mủ cao su. Theo thông tin từ Hiệp hội Cao su Việt Nam, sản lượng cao su tại Thái Lan (quốc gia có sản lượng khai thác lớn nhất thế giới) có khả năng sẽ giảm mạnh trong thời gian tới do yếu tố thời tiết. Theo số liệu cung cấp từ ANRPC, lũ lụt sẽ làm giảm ít nhất 360,000 tấn sản lượng của Thái Lan so với dự kiến trong năm 2017. Hiện tại, Thái Lan đang chiếm tới 37% nguồn cung cao su tự nhiên toàn cầu và 70% sản lượng của cả nước đến từ khu vực này.

**Nhu cầu tiêu thụ được dự báo tăng cao** tại Trung Quốc, quốc gia tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới. Các nhà đầu tư kỳ vọng ngành ô tô Trung Quốc lấy lại tốc độ tăng trưởng như đã từng có, cùng với dự đoán những chương trình kích thích của tân Tổng thống Mỹ Donald Trump sẽ thúc đẩy kinh tế Mỹ tăng trưởng nhanh hơn. Điều này sẽ kích thích nhu cầu tiêu thụ cao su tăng cao.

**Sự phục hồi của giá dầu** cũng là nguyên nhân giúp giá dầu tăng cao trong thời gian qua. Giá dầu tăng đến từ việc tổ chức các nước xuất khẩu dầu mỏ OPEC và Nga đã đồng ý giảm sản lượng gần 1,8 triệu thùng mỗi ngày để chống lại dư cung toàn cầu. Trong đó, các nước trong OPEC cam kết cắt giảm 1,2 triệu thùng một ngày. Đây là thỏa thuận thành công đầu tiên của các nước xuất khẩu dầu trên thế giới, tạo bước ngoặt triển vọng giá dầu. Điều này cũng khiến giá cao su nhân tạo, một sản phẩm thay thế của cao su thiên nhiên mất tính cạnh tranh.

**Khả năng suy giảm của đồng Yên Nhật** do triển vọng tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017 của Cục Dự trữ Liên bang (FED). Giới đầu tư nhận định dòng vốn sẽ đổ mạnh vào USD, khiến đồng USD sẽ tiếp tục tăng mạnh so với rổ tiền tệ chủ chốt. Điều này có thể tác động đến giá cao su do cao su được giao dịch bằng đồng Yên. Đồng yên giảm sẽ giúp tài sản mua bằng đồng Yên rẻ hơn so với tiền tệ khác.

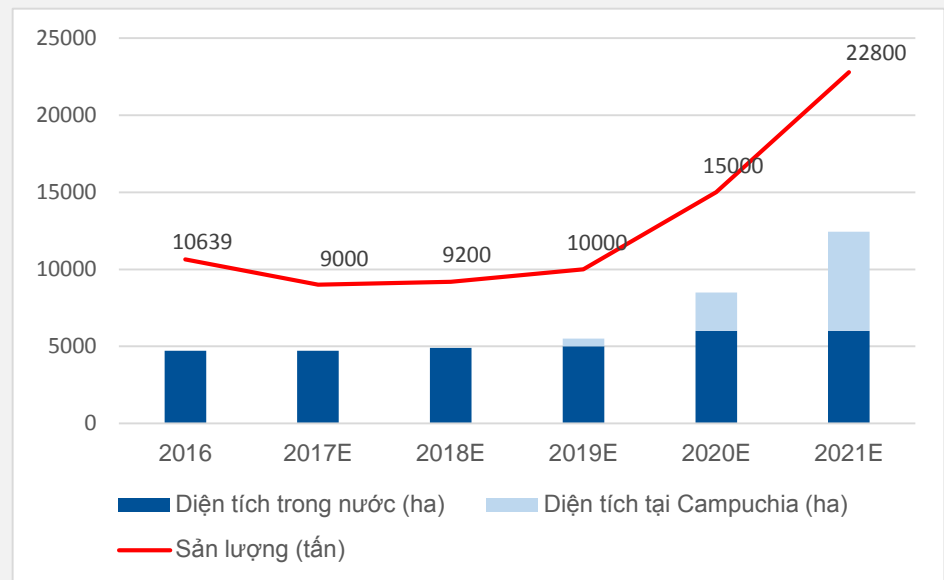


Với các nguyên nhân kể trên, chúng tôi cho rằng giá cao su sẽ tiếp tục được giữ ở mức cao trong năm nay và tác động tích cực tới doanh thu lợi nhuận của TRC.

### TRIỂN VỌNG TỪ DỰ ÁN TẠI CAMPUCHIA

Dự án Cao su Tây Ninh Siêm Riệp tại Campuchia của TRC có tổng vốn đầu tư 1.360 tỷ đồng. Trong đó, TRC sử dụng 70% vốn tự có tương ứng 952 tỷ đồng và 30% vốn vay tương đương 408 tỷ đồng. Tổng diện tích dự án là 7.600 ha, diện tích trồng cao su là 6.445 ha. Với quy mô vườn khai thác hiện tại ở mức 5.000 ha thì đây là dự án trọng điểm, tác động lớn tới sự tăng trưởng của TRC trong thời gian tới.

**Biểu 8 – Diện tích khai thác và sản lượng dự kiến**



(Nguồn: TRC)

Cho đến hết năm 2015, công ty đã hoàn thành công tác trồng cây kiến thiết cơ bản. Vườn cây và dây chuyền nhà máy dự kiến sẽ đưa vào khai thác kể từ năm 2019 và tới năm 2021 sẽ đạt mức khai thác tối đa 6.445 ha. Các chi phí khấu hao, lãi suất, chênh lệch tỷ giá liên quan tới dự án sẽ được hạch toán vào kết quả kinh doanh kể từ năm 2019. Dự kiến, sản lượng khai thác của TRC từ 2017-2019 tiếp tục ở mức ổn định 9.000-10.000 tấn/năm và sẽ tăng mạnh kể từ năm 2020 khi dự án tại Campuchia bước vào giai đoạn thu hoạch năng suất cao.

## MÔ HÌNH DỰ PHÓNG DOANH THU, LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

### Các giả định trong mô hình lợi nhuận:

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2017 của TRC là 516 tỷ đồng, tăng trưởng 47,3% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế ước đạt là 156 tỷ đồng, tăng 115,9% so với năm 2016.

Dự phóng dựa trên cơ sở thận trọng giá cao su năm 2017 ở mức 2.500\$/tấn (giá cao su hiện tại ở mức 3.000\$/tấn).

Chi phí đầu tư CAPEX trong các năm 2017, 2018, 2019 ước tính 100 tỷ đồng mỗi năm.

**Biểu 9: Dự phóng kết quả kinh doanh**

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017E	2018E	2019E
Doanh thu thuần	350	516	528	574
Lợi nhuận gộp	62	184	173	179
Chi phí bán hàng	2,85	4,1	4,2	4,6
Chi phí QLDN	25,6	36,1	36,9	40,1
EBIT	26	184	172	187
<b>LNST</b>	<b>72</b>	<b>156</b>	<b>144</b>	<b>143</b>
EPS (VND)	2.410	5.210	4.832	4.770
P/E (lần)	12,5	5,7	6,2	6,3

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bằng phương pháp định giá FCFF và P/E, chúng tôi xác định mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC trong 12 tháng tới là 42.305 VND. Với mức EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,1 lần.

**Phương pháp P/E**

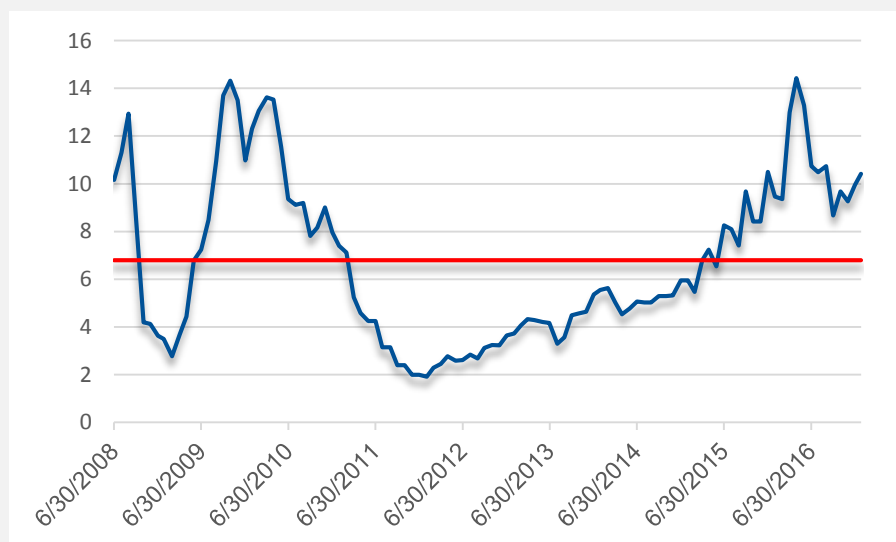
**Biểu 10: P/E trung bình các công ty cùng ngành**

Mã CK	Công ty	P/E
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	8,21
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	16,75
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	10,41
HRC	CTCP Cao su Hòa Bình	12,63
<b>P/E trung bình ngành</b>		<b>12</b>

(Nguồn Bloomberg)

Từ những công ty hoạt động trong ngành sản xuất và kinh doanh cao su thiên nhiên, chúng tôi xác định giá trị P/E trung bình ngành ở mức 12 lần. Với EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình ngành là 62.520 VND.

**Biểu 11: Chỉ số P/E của TRC trong quá khứ**



(Nguồn: Bloomberg)

Thống kê giao dịch cổ phiếu TRC cho thấy, mức P/E trong quá khứ tăng dần từ mức 2 lần lên mức 14 lần vào thời điểm giữa năm 2016 và đang giao động quanh mức 10 lần. Chỉ số P/E trung bình trong 8 năm là 6,8 lần. Với EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình của TRC là 35.428 VND.

**Biểu 12: Định giá phương pháp PE**

Phương pháp PE	Tỷ trọng	P/E
P/E trung bình ngành	30%	12
P/E trung bình cổ phiếu	70%	6,8
<b>Giá</b>		<b>43.555 VND</b>

Bằng phương pháp định giá PE, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRC là 43.555 VND.

### Phương pháp FCFF

Áp dụng mức beta 0,65, lãi suất trái phiếu 6% và tỷ suất sinh lời thị trường là 12,5%.

**Biểu 13: Định giá phương pháp FCFF**

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	516	528	574	850	1280	1282
EBIT	180	167	177	239	335	336
Thuế TNDN	13%	13%	13%	20%	20%	20%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-100	-100	-100	-100	-30	-30
(+) Thay đổi VLD ngoài tiền mặt	-146	-7	-26	-159	-248	-1
<b>FCFF</b>	<b>-86</b>	<b>41</b>	<b>32</b>	<b>-63</b>	<b>-5</b>	<b>243</b>
WACC	12,70%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,89	0,79	0,70	0,62	0,55	0,49
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>-76</b>	<b>33</b>	<b>22</b>	<b>-39</b>	<b>-3</b>	<b>1144</b>
Tổng PV (FCF)	<b>888</b>					
(+) Tiền và đầu tư	487					
(-) Nợ vay	-139					
<b>Giá trị VCSH (Tỷ VND)</b>	<b>1.253</b>					
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
<b>Giá trị cổ phần (VND)</b>	<b>41.770</b>					
					<b>Tỷ suất chiết khấu</b>	
					Beta	0,65
					Lãi suất trái phiếu	6%
					Tỷ suất sinh lời thị trường	12,50%
					<b>WACC</b>	<b>12,75%</b>

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bảng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRCC là 41.770 VND.

### Tổng hợp định giá

**Biểu 14 – Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
P/E	30%	43.555 VND
FCFF	70%	41.770 VND
<b>Tổng cộng</b>		<b>42.305 VND</b>

Chúng tôi sử dụng hai phương pháp FCFF và PE để ước tính mức giá hợp lý cho cổ phiếu TRC. Chúng tôi phân phối tỷ trọng 70% cho phương pháp định giá FCFF và 30% cho phương pháp P/E. **Từ hai phương pháp trên, mức giá mục tiêu cho cổ phiếu TRC là 42.305 VND. Với mức EPS forward 2017 là 5.210 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,1 lần.**

## Liên hệ

### MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn)) - Trưởng bộ phận

#### Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang ([Quang.PhamThien@mbs.com.vn](mailto:Quang.PhamThien@mbs.com.vn))

Trần Yến Linh ([Linh.tranthien@mbs.com.vn](mailto:Linh.tranthien@mbs.com.vn))

#### Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng ([Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn](mailto:Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn))

#### Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức ([Duc.TranTrong@mbs.com.vn](mailto:Duc.TranTrong@mbs.com.vn))

#### Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo ([Thao.NguyenThach@mbs.com.vn](mailto:Thao.NguyenThach@mbs.com.vn))

Lâm Trần Tấn Sĩ ([Si.LamTranTan@mbs.com.vn](mailto:Si.LamTranTan@mbs.com.vn))

#### Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuấn ([Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn](mailto:Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn))

#### Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu ([Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn](mailto:Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn))

### MBS Institutional sales

Nguyễn Việt Dũng ([Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn](mailto:Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn))

Trương Hoa Minh ([Minh.TruongHoa@mbs.com.vn](mailto:Minh.TruongHoa@mbs.com.vn))

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

### MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

### MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.