

CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC)
Trương Thanh Thu

Chuyên gia tư vấn đầu tư

 Email: ThuTT@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

Giá hiện tại:

77.000

Giá mục tiêu:

90.000

Tăng/(Giảm):

17%
Khuyến nghị
MUA
DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG THEO
XU HƯỚNG GIÁ CAO SU

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TRC với giá mục tiêu là **90.000 VNĐ/cp**, cao hơn **17%** so với giá đóng cửa ngày 31/12/2025 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền dựa trên những triển vọng đầu tư sau:

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

TRC đạt mức tăng trưởng mạnh trong năm 2025 với doanh thu thuần dự phóng đạt 918,1 tỷ đồng (+22,0% YoY) và lợi nhuận sau thuế hợp nhất (LNST) đạt 328,9 tỷ đồng (+48,5% YoY), hoàn thành 142% KH LNST 2025 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh 14,4% YoY và giá bán trung bình tăng 6% YoY. Sản lượng tăng do (1) tăng diện tích khai thác vườn cây Tây Ninh 7% YoY khi đưa vườn cây cơ bản vào thu hoạch và (2) tăng năng suất vườn cây Campuchia theo độ tuổi cây cao su từ 1,2 tấn/ha (2024) lên 1,5 tấn/ha (2025). ([Chi tiết](#))

Triển vọng kinh doanh TRC được dự báo duy trì tăng trưởng trong giai đoạn 2026-2029F với doanh thu và lợi nhuận trước thuế (không bao gồm thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất) tăng trưởng lần lượt CAGR là 6,6%/năm và 3,7%/năm nhờ: ([Chi tiết](#))

- (1) Tăng trưởng sản lượng vườn cây tại Campuchia trung bình 7%/năm nhờ tăng năng suất 1,5 tấn/ha (2025) lên 2,1 tấn/ha (2029) khi vườn cây dần bước vào giai đoạn khai thác tối ưu.
- (2) Giá bán dự báo tăng trung bình 2%/năm do thâm hụt nguồn cung duy trì khoảng 600–900 nghìn tấn/năm. Sản lượng cao su toàn cầu tăng chậm dưới 1%/năm bởi sụt giảm sản lượng các quốc gia sản xuất lớn, trong khi nhu cầu tiêu thụ hạ nguồn duy trì 1%-2%/năm.

Thu nhập bất thường từ đền bù đất, thiệt hại vườn cây tại khu công nghiệp Hiệp Thạnh ước đạt khoảng 593,6 tỷ đồng sau thuế (1,8 lần LNST 2025F), dự báo TRC sẽ ghi nhận dần trong 2026-2027F.

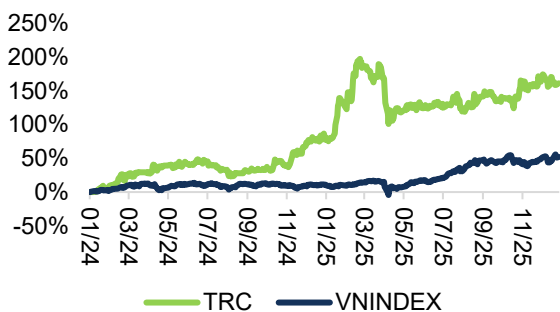
RỦI RO ĐẦU TƯ:

- **Rủi ro chính trị dẫn đến nguy cơ gián đoạn sản xuất:** Nếu các cuộc xung đột biên giới Thái Lan-Campuchia tái diễn và có tính chất lan rộng sẽ gây những ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh TRC. ([Chi tiết](#))
- **Rủi ro diễn biến giá cao su:** Giá cao su biến động sẽ trực tiếp tác động đến doanh thu và biên lợi nhuận TRC do các chi phí sản xuất kinh doanh khó tiết giảm. ([Chi tiết](#))

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng Tư vấn đầu tư

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


Thông tin giao dịch	31/12/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	77.000
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	84.200
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	49.600
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	30
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	30
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	173.715
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1,79
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2.310
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	11.422
P/E Trailing 12 tháng	6,7

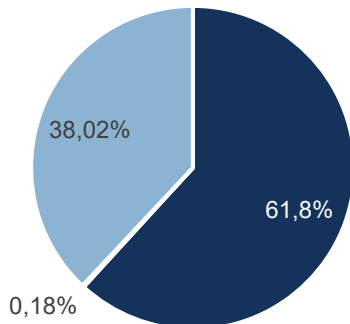
Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Cao su Tây Ninh
Địa chỉ	Quốc Lộ 22B, Ấp Đá Hàng, Xã Phước Thạnh, Tỉnh Tây Ninh
HĐKD chính	Trồng khai thác chế biến cao su
Chi phí chính	Nhân công
Rủi ro chính	Rủi ro gián đoạn sản xuất đối với vườn cây Campuchia do vấn đề xung đột biên giới.

Cơ cấu cổ đông	(%)
Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam	61,8
Cổ đông nội bộ	0,18
Khác	38,2

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Cơ cấu cổ đông và cơ cấu tổ chức TRC

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông TRC tại ngày 31/12/2025



■ Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam ■ Cổ đông nội bộ ■ Khác

Nguồn: TRC

Về cơ cấu cổ đông: CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) hoạt động trong lĩnh vực trồng, khai thác và chế biến mủ cao su. TRC là công ty con trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam (HSX: GVR). Tính đến ngày 31/12/2025, GVR sở hữu 61,8% cổ phần TRC, có vai trò chi phối các quyết định chiến lược của công ty.

Về cơ cấu tổ chức: TRC hiện có một công ty con là Công ty TNHH MTV Tây Ninh Siêm Riệp Phát triển Cao su giữ vai trò khai thác và quản lý kinh doanh vườn cây tại khu vực Campuchia. Bên cạnh đó, TRC góp vốn 49% tại CTCP Chế biến – xuất nhập khẩu gỗ Tây Ninh hoạt động chế biến xuất khẩu gỗ từ gỗ cao su thanh lý và một số đơn vị khác.

Bảng 1: Công ty con và công ty liên kết của TRC

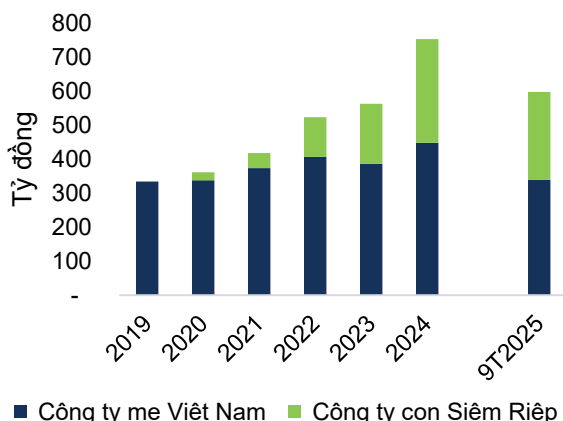
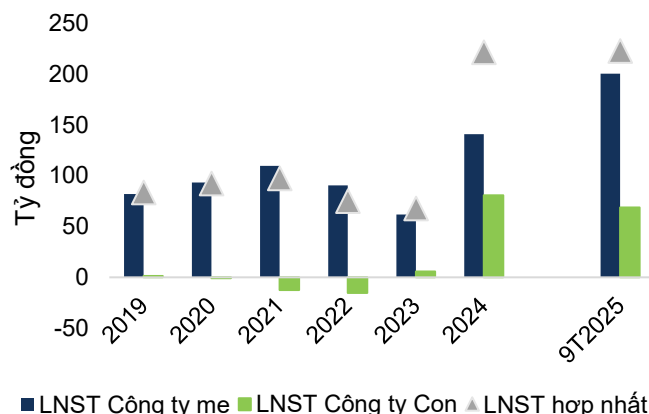
Tên doanh nghiệp	Vốn góp (Tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty con			
Công ty Tây Ninh - Siêm Riệp Phát triển Cao su	70	100%	Trồng, phát triển và khai thác chế biến mủ cao su tại Campuchia
Công ty liên kết			
CTCP Chế biến – Xuất nhập khẩu gỗ Tây Ninh	25,4	49%	Chế biến, xuất khẩu gỗ nội thất, đồ gia dụng
Đầu tư vào đơn vị khác			
CTCP Cao su Việt Lào	77,5	10%	Trồng phát triển, khai thác và chế biến mủ cao su
CTCP Thương mại Dịch vụ và du lịch cao su	8,6	2,34%	Xuất nhập khẩu các loại cao su, kinh doanh dịch vụ lưu hành
CTCP Phát triển đô thị và khu công nghiệp cao su Việt Nam (VRG)	17,6	6,82%	Đầu tư xây dựng hạ tầng và kinh doanh khu công nghiệp
CTCP Cao su Dầu Tiếng Lào Cai	36,9	15,61%	Trồng phát triển, khai thác và chế biến mủ cao su

Nguồn: Báo cáo tài chính TRC

II. Hoạt động kinh doanh

Doanh thu TRC chủ yếu đến từ kinh doanh các sản phẩm cao su thiên nhiên chiếm 97% doanh thu 2024. Công ty hiện có 13.373 ha vườn cây cao su, đứng thứ 5 trong số các doanh nghiệp niêm yết. Diện tích vườn cây được phân bổ tại hai khu vực chính, gồm 6.966 ha tại Việt Nam do công ty mẹ trực tiếp quản lý và 6.410 ha tại Campuchia được quản lý thông qua công ty con.

Vườn cây tại Campuchia ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng của TRC. Giai đoạn 2020–9T2025, tỷ trọng doanh thu đóng góp từ công ty con tăng từ 7% lên 43% doanh thu hợp nhất. Đồng thời, công ty con bắt đầu ghi nhận lợi nhuận từ năm 2023 và đóng góp khoảng 31% lợi nhuận hợp nhất 9T2025.

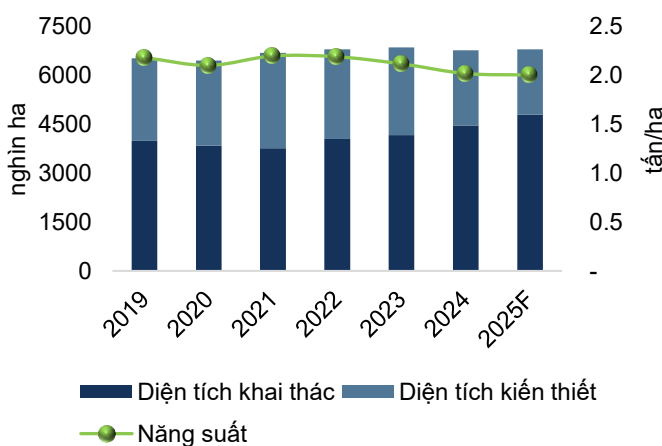
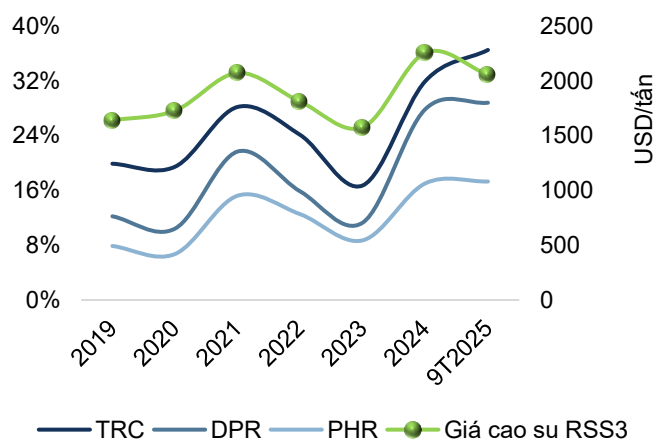
Biểu đồ 3: Diễn biến doanh thu hợp nhất TRC

Biểu đồ 4: Lợi nhuận sau thuế hợp nhất TRC


Nguồn: Báo cáo tài chính TRC

1. Vườn cây tại Tây Ninh cho sản lượng đi ngang dù gia tăng diện tích khai thác do thiếu hụt lao động cạo mủ

TRC đang quản lý khai thác tại 3 nông trường Tây Ninh gồm Gò Dầu (2.097ha), Bến Củi (2.640 ha) và Cầu Khởi (2.229 ha). Giai đoạn 2019-2024, sản lượng vườn cây công ty mẹ đi ngang (CAGR = 0,9%/năm) dù diện tích khai thác tăng trung bình 2,2%/năm chủ yếu do thiếu hụt lao động làm giảm năng suất khai thác.

Biên lợi nhuận gộp TRC cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành (DPR, PHR) nhờ tập trung vào cao su cao cấp. Năm 2024, Latex HA DRC 60% và SVR 3L chiếm 79% doanh thu, có biên lợi nhuận cao hơn 5–8 đpt so với các sản phẩm thông thường (SVR10, SVR5, SVR20), nhóm này chỉ chiếm 21% doanh thu TRC.

Biểu đồ 5: Diện tích và năng suất khai thác vườn cây Tây Ninh

Biểu đồ 6: Biên lợi nhuận gộp mủ cao su các doanh nghiệp niêm yết.


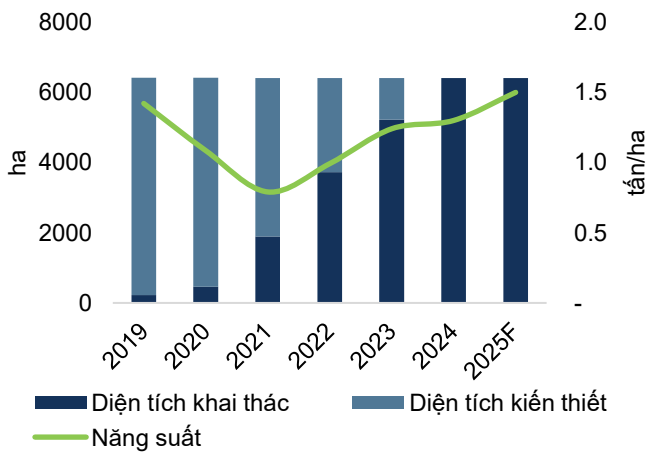
Nguồn: Báo cáo hoạt động kinh doanh TRC

2. Vườn cây tại Campuchia đang trong giai đoạn đầu khai thác với năng suất gia tăng thúc đẩy tăng trưởng sản lượng toàn công ty.

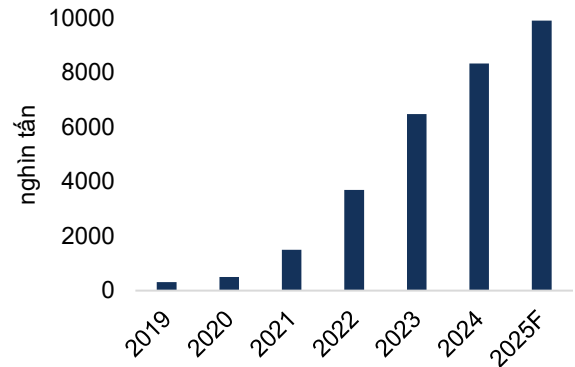
Vườn cây tại Campuchia của TRC nằm ở xã Ou Krouch, xã Trapeang Prasat, huyện Trapeang Prasat, tỉnh Oddar Meanchey có tổng diện tích 6.410 ha, bắt đầu khai thác dần từ năm 2019. Giai đoạn 2019-2024 sản lượng khai thác vườn cây tăng mạnh với CAGR= 76,5%/năm trong giai đoạn 2021-2024 nhờ (1) diện tích khai thác tăng trung bình 50,1%/năm và (2) tăng năng suất vườn cây 14%/năm từ 0,8 tấn/ha (2021) lên 1,2 tấn/ha (2024) khi độ tuổi khai thác tăng. Sản phẩm chủ lực TRC là CSR10 chủ yếu được xuất khẩu sang Trung Quốc với giá bán thấp hơn

15-20% so với sản phẩm cùng loại tại Việt Nam do Campuchia là thị trường mới, chất lượng sản phẩm chưa được đánh giá cao trên thị trường quốc tế.

Biểu đồ 9: Diện tích và năng suất khai thác vườn cây Campuchia TRC tăng qua các năm



Biểu đồ 10: Sản lượng khai thác vườn cây Campuchia tăng mạnh



Nguồn: Báo cáo kết quả sản xuất kinh doanh TRC

Về mức độ công bố thông tin: TRC chỉ công bố thông tin theo quý đối với các số liệu về sản lượng, giá bán đối với công ty mẹ tại Việt Nam. Do đó các số liệu liên quan đến công ty con được chuyên viên ước tính dựa trên cơ sở hoạt động độc lập giữa công ty mẹ và công ty TNHH MTV Tây Ninh Siêm Riệp Phát triển Cao su, giữa hai bên không phát sinh giao dịch nội bộ.

B. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

I. Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2025

Bảng 2: Cập nhật kết quả kinh doanh 9T2025 của TRC

Đơn vị (tỷ VNĐ)	Q3.2025	% YoY	9T2025	% YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	239,3	8%	597,5	31%	Doanh thu tăng nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 21,3% YoY và giá bán cao su trung bình tăng 17% YoY.
Lợi nhuận gộp	89,5	29%	218,7	79%	Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh 10 đpt nhờ hưởng lợi từ giá bán cao su tăng trong khi giá thành sản xuất duy trì tương đối ổn định.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	37%		37%	+10 đpt	
Chi phí bán hàng	2,2	-17%	5,1	-24%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	12,8	16%	39,0	25%	Tăng chủ yếu do tăng lương thưởng theo mức tăng trưởng doanh thu.
Doanh thu tài chính	9,9	155%	22,0	28%	Chủ yếu do lãi tiền gửi tăng mạnh khi lượng tiền gửi ngân hàng TRC tăng từ 182,5 tỷ đồng cuối 2024 lên 440,6 tỷ đồng cuối quý 3.2025.
Chi phí tài chính	0,0	-99%	0,4	-95%	Giảm do trong kỳ công ty con đã trả hết nợ vay 46 tỷ đồng từ đầu năm 2025.
<i>Chi phí lãi vay</i>	0,0	-100%	0,3	-96%	
Lợi nhuận HĐKD	85,8	61%	197,6	141%	
Lợi nhuận khác	46,0	51%	46,9	45%	Chủ yếu do tăng lợi nhuận thanh lý vườn cây cao su tái canh với giá thanh lý tăng mạnh 47,5% YoY
<i>Lợi nhuận thanh lý</i>	40,7	33%	40,7	33%	
LNTT	131,8	58%	244,6	114%	
LNST	117,3	60%	222,6	120%	
<i>Biên LNST</i>	49%	+15 đpt	37%	+15 đpt	

Lũy kế 9T2025, doanh thu TRC đạt 597,5 tỷ đồng (+31% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 222,6 tỷ đồng (+120% YoY). Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh nhờ (1) sản lượng khai thác vườn cây Campuchia tăng mạnh 41% YoY và (2) giá bán cao su tăng trung bình 17% YoY.

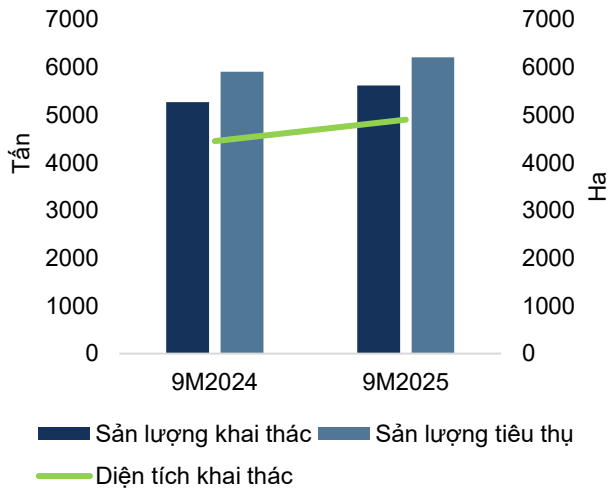
Sản lượng tiêu thụ toàn công ty đạt khoảng 12.900 tấn (+21,3%YoY). Trong đó:

- Sản lượng tiêu thụ công ty mẹ tăng 5% đạt khoảng 6.210 tấn nhờ diện tích khai thác tăng và sản phẩm chủ lực của TRC duy trì sức tiêu thụ tốt. Trong kỳ TRC đưa thêm khoảng 500 ha cao su vào khai thác, diện tích khai thác tăng 10% YoY. Bên cạnh đó, sản phẩm chủ lực của TRC là Latex DRC 60% (chiếm khoảng 45% doanh thu 9T2025) vẫn duy trì sức tiêu thụ tốt trong khi các sản phẩm khác giảm nhẹ. Theo Bộ Công thương,

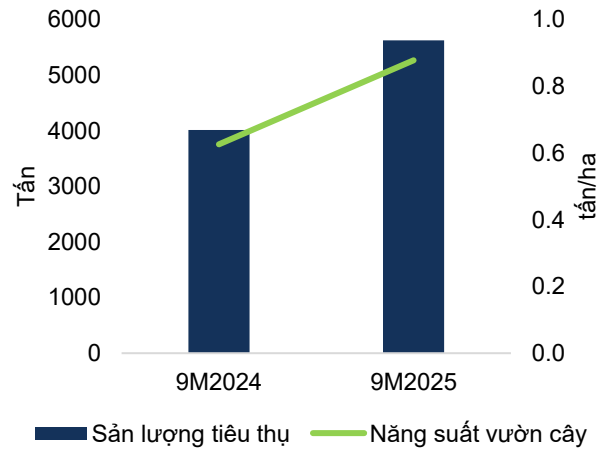
trong 9T2025 tổng sản lượng xuất khẩu cao su các loại của Việt Nam giảm 1,9% YoY song xuất khẩu mủ cao su Latex duy trì tăng trưởng 12,2% YoY đạt 179.727 tấn.

- Sản lượng tiêu thụ công ty con tăng mạnh 41% YoY đạt khoảng 5930 tấn nhờ vườn cây tăng năng suất theo độ tuổi khai thác từ 0,65 tấn/ha lên 0,92 tấn/ha trong 9T2025.

Biểu đồ 11: Sản lượng tiêu thụ vườn cây tại Việt Nam tăng nhờ tăng diện tích khai thác



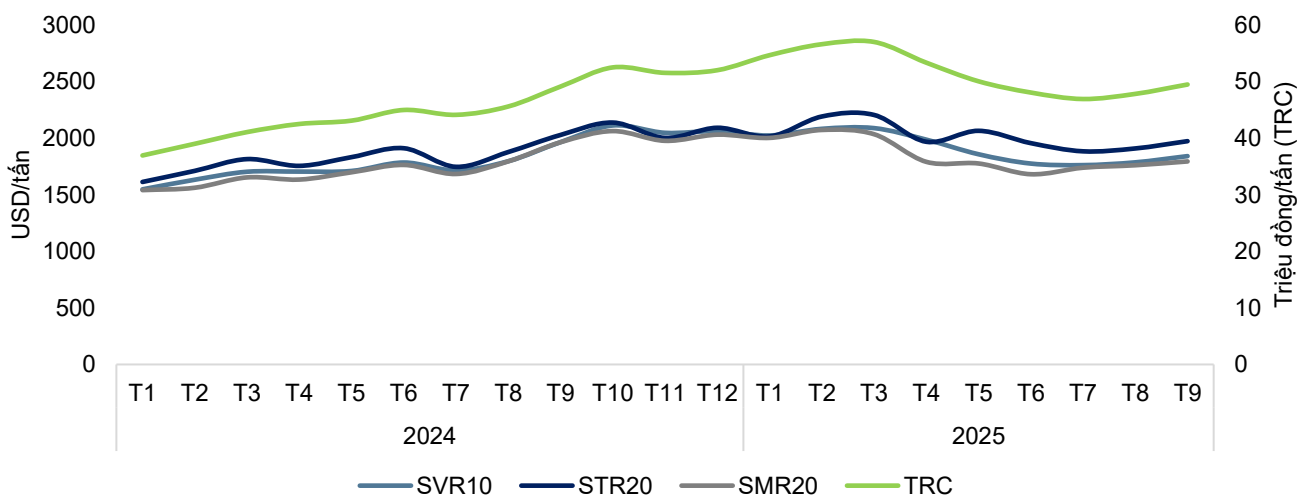
Biểu đồ 12: Sản lượng tiêu thụ vườn cây Campuchia tăng nhờ tăng năng suất vườn cây



Nguồn: Báo cáo kết quả sản xuất kinh doanh quý TRC

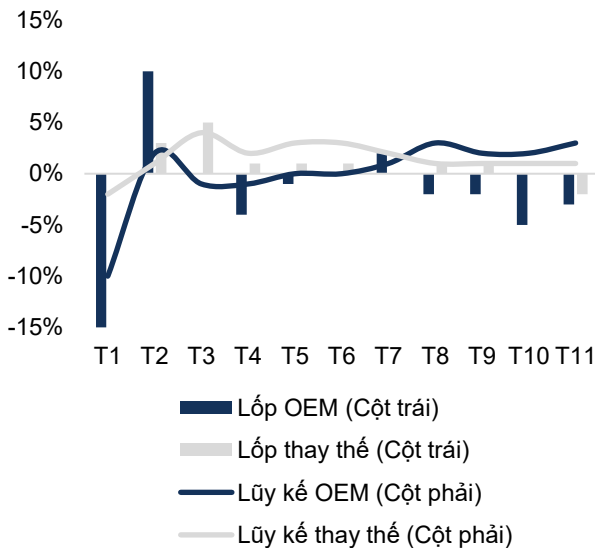
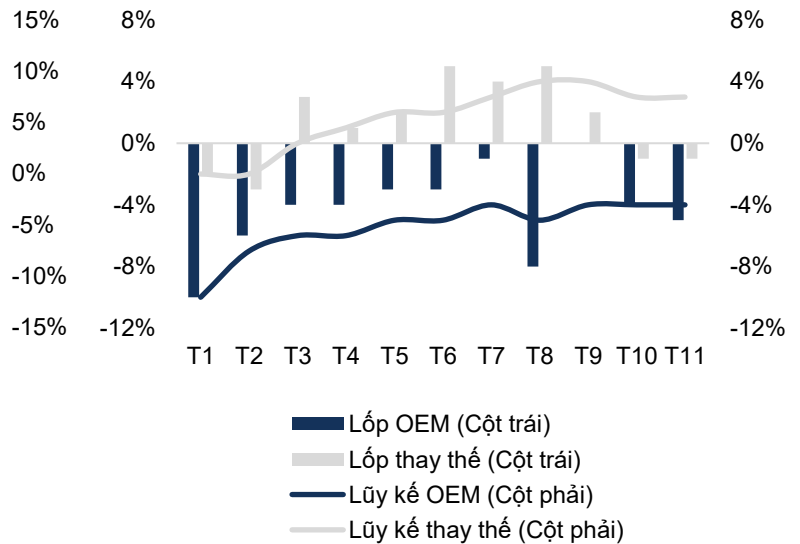
Giá bán cao su của TRC tăng trung bình 17% YoY theo đà tăng giá cao su trên thị trường quốc tế. Cụ thể giá bán công ty mẹ đạt trung bình 51,3 triệu đồng/tấn (các loại SVR 3L, Latex HA DRC 60%, SVR10, SVR20..) (+18% YoY) và giá bán tại công ty con (chủ yếu CSR10) đạt 43,6 triệu đồng/tấn (+16% YoY).

Biểu đồ 13: Diễn biến giá bán trung bình TRC cùng chiều với các sản phẩm cao su quốc tế khác



Nguồn: Hiệp hội các Nước Sản xuất Cao su Tự nhiên (ANRPC)

Diễn biến giá cao su trong 9T2025 ghi nhận nhiều biến động. Sau khi duy trì mức cao nhất trong vòng 10 năm trong quý 1/2025, giá cao su đã điều chỉnh mạnh, giảm trung bình 15–17% từ đỉnh do gia tăng lo ngại về nhu cầu hạ nguồn suy yếu bởi các biện pháp thuế quan đối ứng (tháng 4/2025). Tuy nhiên, doanh số tiêu thụ lốp xe cho thấy sự ổn định và cải thiện trở lại, qua đó hỗ trợ giá cao su phục hồi trong nửa cuối năm 2025. Tính chung 9T2025, giá cao su bình quân vẫn cao hơn 8–15% so với cùng kỳ (tùy chủng loại) chủ yếu nhờ tình trạng thâm hụt nguồn cung duy trì, ước khoảng 600 nghìn tấn trong năm 2025 (theo ANRPC).

Biểu đồ 14: Tăng trưởng doanh số theo tháng lớp xe ô tô và xe tải nhẹ

Biểu đồ 15: Tăng trưởng doanh số theo tháng lớp xe tải nặng và xe bus


Nguồn: Báo cáo tăng trưởng doanh số lớp xe toàn cầu của Michelin

Biên lợi nhuận gộp 9T2025 tăng mạnh 10 điểm phần trăm đạt 37%, chủ yếu nhờ giá bán cao su tăng trong khi giá thành sản xuất duy trì ổn định. Giá thành ổn định do hơn 50% cơ cấu chi phí là các khoản định mức (bao gồm lương cơ bản, nguyên vật liệu, khấu hao và tiền thuê đất). Trong 9T2025, giá thành sản xuất nhìn chung đi ngang so với cùng kỳ, đạt khoảng 35 triệu đồng/tấn đối với vườn cây công ty mẹ và khoảng 30 triệu đồng/tấn đối với vườn cây công ty con. Nhờ đó, lợi nhuận gộp của công ty mẹ tăng 72% YoY đạt 126,0 tỷ đồng, trong khi công ty con ghi nhận mức tăng 89% YoY đạt 92,7 tỷ đồng.

Lợi nhuận thanh lý vườn cây cao su quá tuổi khai thác đạt 40,7 tỷ đồng (+33% YoY) chủ yếu nhờ giá gỗ cao su thanh lý tăng mạnh 47,5% YoY đạt trung bình 216 triệu đồng/ha trong khi diện tích thanh lý giảm 11% YoY đạt 185ha. Giá gỗ cao su tăng chủ yếu do giá cao su duy trì ở mức cao khiến người dân hạn chế chặt bỏ vườn cây, từ đó làm giảm nguồn cung gỗ thanh lý trên thị trường.

II. Ước tính kết quả kinh doanh Q4.2025 và mức độ hoàn thành kế hoạch năm 2025 [\(quay lại\)](#)

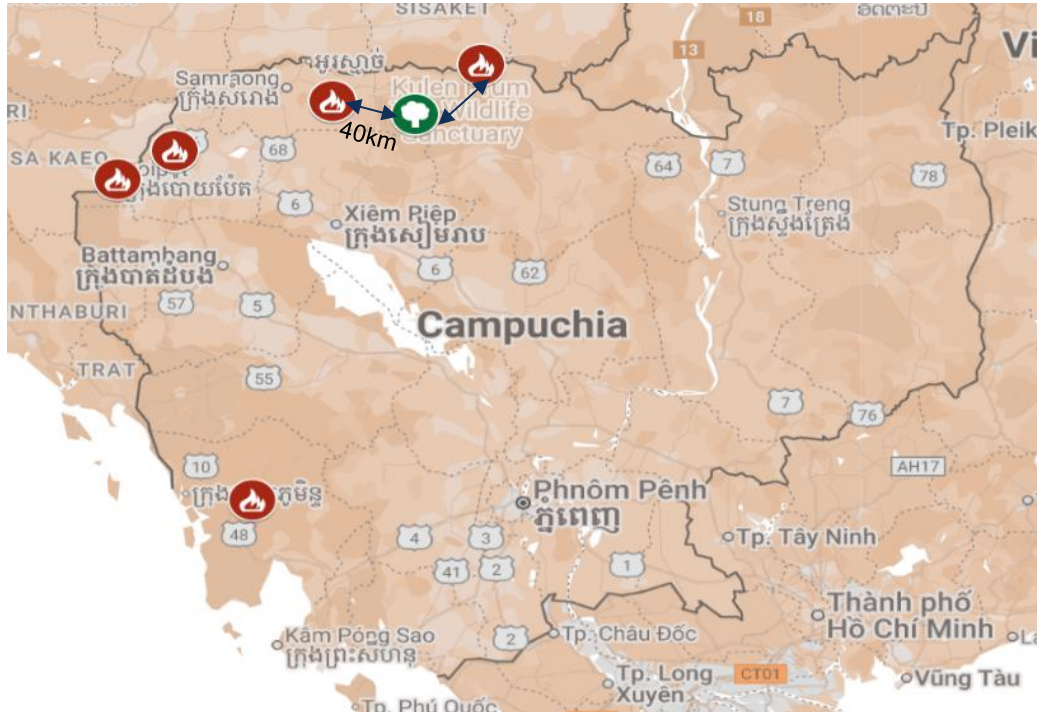
Chúng tôi dự báo doanh thu quý 4.2025 đạt 320,6 tỷ đồng (-2,3% YoY) và LNTT ghi nhận giảm -14,3% YoY đạt 109,3 tỷ đồng chủ yếu do hoạt động vườn cây Campuchia dự báo bị ảnh hưởng bởi các cuộc xung đột biên giới Thái Lan-Campuchia kéo dài khoảng 3 tuần trong tháng 12.2025. Trong đó:

- Hoạt động kinh doanh công ty mẹ duy trì tăng trưởng tốt với doanh thu đạt 200 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 73,6 tỷ đồng lần lượt tăng 10,7% YoY và 2,4% YoY. Động lực tăng trưởng đến từ sản lượng tiêu thụ dự báo tăng 15% YoY khi diện tích khai thác tăng 7% YoY và dự báo năng suất vườn cây tốt hơn do tình hình thời tiết thuận lợi. Giá bán cao su hồi phục trong quý 4.2025, trung bình đạt 51 triệu đồng/tấn (+5% QoQ) nhưng vẫn thấp hơn 3% cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp đạt 36,5% giảm 3 đpt chủ yếu do giá cao su thấp hơn cùng kỳ.
- Doanh thu công ty con đạt 120,6 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 64,2 tỷ đồng lần lượt giảm -8,4% YoY và -18,3% YoY do (1) hoạt động sản xuất kinh doanh trong tháng 12.2025 bị ảnh hưởng bởi các cuộc xung đột biên giới Campuchia -Thái Lan kéo dài 3 tuần vừa qua và (2) giá bán cao su dự báo giảm 12% YoY.

Vườn cây của TRC tại Campuchia nằm ở ấp Ou Krouch, xã Trapeang Prasat, huyện Trapeang Prasat, tỉnh Oddar Meanchey, cách các điểm nóng trong xung đột Campuchia – Thái Lan khoảng 40 km. Dù không chịu tác động trực tiếp từ cuộc xung đột nhưng hoạt động kinh doanh của TRC tại khu vực này vẫn bị ảnh hưởng nhất định do thiếu hụt lao động tạm thời và gián đoạn logistics trong khoảng 3 tuần diễn ra xung đột. Tính đến thời điểm hiện tại, Campuchia - Thái Lan đã đạt được thỏa thuận ngừng bắn và hoạt động sản xuất kinh doanh của TRC đang dần trở lại trạng thái bình thường. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ quý 4.2025 tại công ty

con giảm -7% YoY, tác động tiêu cực chủ yếu được bù đắp một phần nhờ năng suất vườn cây tăng khoảng 30% trong các tháng 10 và 11 khi hoạt động kinh doanh vẫn diễn ra bình thường.

Hình: Vị trí vườn cây cao su TRC cách các điểm nóng xung đột trong bán kính 40km



Nguồn: FPT S

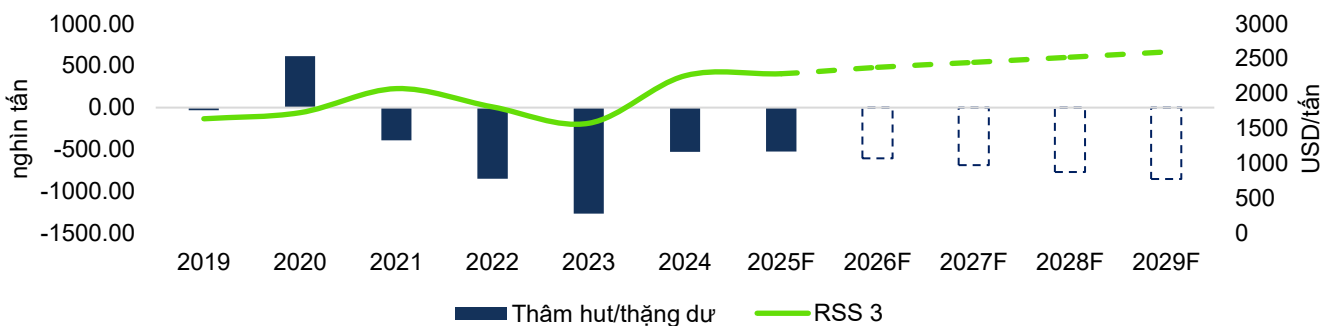
Theo đó chúng tôi ước tính doanh thu thuần TRC năm 2025 đạt 918,1 tỷ đồng (+22,0% YoY) và lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 328,9 tỷ đồng (+48,5% YoY), hoàn thành 142% KH LNST 2025 (công ty không đặt kế hoạch doanh thu thuần).

C. TRIỂN VỌNG KINH DOANH (quay lại)

Chúng tôi dự báo triển vọng kinh doanh TRC năm 2026 và 2026-2029F duy trì đà tích cực. Trong đó, doanh thu thuần 2026 của TRC đạt 988,3 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế (không bao gồm các khoản thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất) đạt 368,2 tỷ đồng lần lượt tăng trưởng 7,6% YoY và 4,2% YoY. Trong giai đoạn 2026-2030F, doanh thu và lợi nhuận trước thuế của TRC tăng trưởng với CAGR lần lượt là 6,6%/năm và 3,7%/năm. Động lực thúc đẩy chủ yếu từ (1) Giá cao su duy trì xu hướng tăng; (2) Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng chủ yếu nhờ tăng năng suất vườn cây công ty con. Ngoài ra, TRC dự kiến ghi nhận các khoản thu nhập bất thường từ đền bù đất chuyển đổi khu công nghiệp Hiệp Thành trong 2026-2027F.

- (1) Giá bán TRC tăng theo xu hướng giá cao su toàn cầu.** Chúng tôi dự báo giá cao su tăng 4% YoY năm 2026 chủ yếu do lo ngại nguồn cung sụt giảm tại Thái Lan khi miền nam quốc gia này (chiếm 70% sản lượng cao su Thái Lan) bị ảnh hưởng lũ lụt nặng nề trong mùa khai thác trọng điểm quý 4/2025. Trong giai đoạn 2026-2029F giá cao su tăng trung bình 2%/năm trong bối cảnh thị trường duy trì xu hướng thâm hụt khoảng 600-900 nghìn tấn.

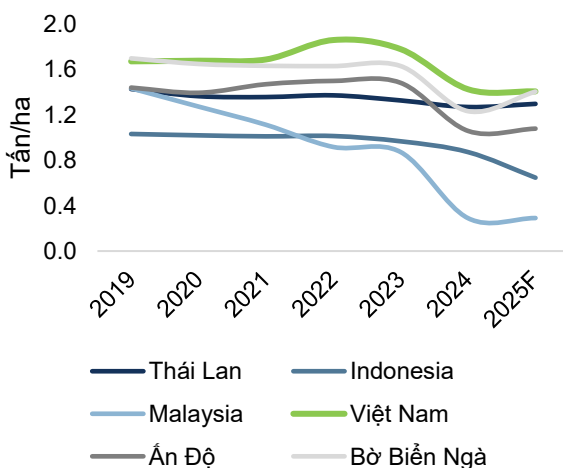
Biểu đồ 16: Dự báo diễn biến cung-cầu thị trường và xu hướng giá cao su thiên nhiên trong 2026-2029F



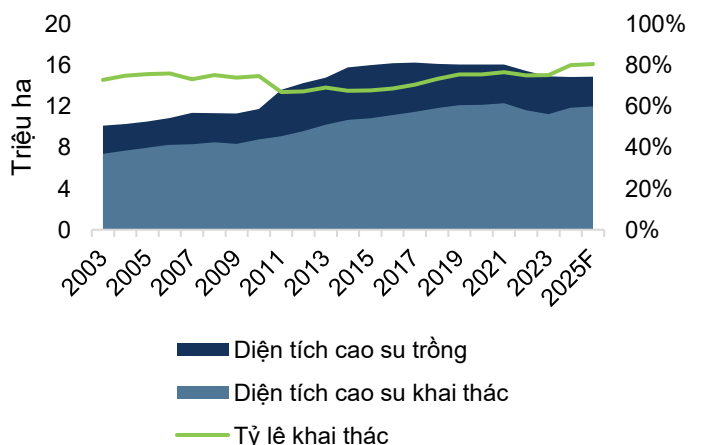
Nguồn: ANRPC, FPTS dự báo

Chúng tôi dự báo sản lượng cao su toàn cầu giai đoạn 2026–2029F duy trì mức tăng trưởng chậm dưới 1%/năm. Nguyên nhân chủ yếu đến từ xu hướng sụt giảm sản lượng tại các quốc gia sản xuất chính như Thái Lan, Malaysia, Việt Nam và Indonesia, do diện tích trồng cao su tiếp tục thu hẹp và năng suất vườn cây đạt đỉnh theo chu kỳ tuổi cây. Ở chiều ngược lại, sản lượng tại một số quốc gia mới nổi như Bờ Biển Ngà được kỳ vọng sẽ bù đắp một phần mức sụt giảm nói trên.

Biểu đồ 17: Năng suất khai thác cao su tại các quốc gia sản xuất chính



Biểu đồ 18: Diện tích trồng cao su thiên nhiên ở các nước lớn đạt đỉnh từ 2019



Nguồn: ANRPC, Hiệp hội cao su các quốc gia, FPTS tổng hợp

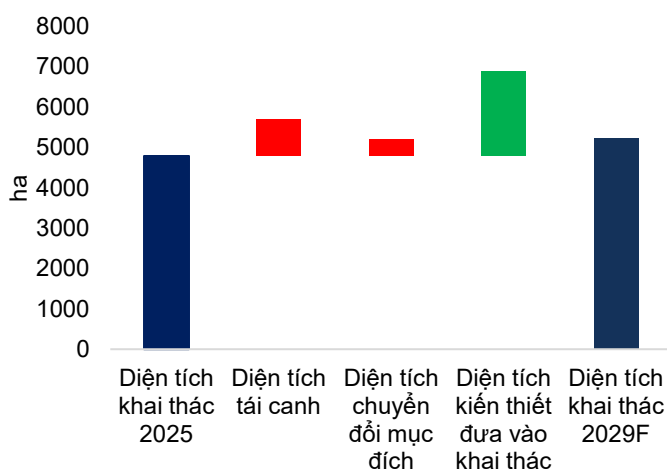
Trong khi đó nhu cầu cao su dự báo tăng 1,5% YoY trong năm 2026 cao hơn mức tăng trưởng 0,8% năm 2025. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến nhu cầu hạ nguồn phục hồi khi các vòng đàm phán thương mại giữa Mỹ và các quốc gia khác được hoàn tất, đồng thời các thị trường tiêu thụ ô tô lớn như Mỹ, Đức, Nhật Bản triển khai nhiều chính sách kích thích nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Trong giai đoạn 2026-2029F, nhu cầu cao su tự nhiên dự báo tăng trung bình 1%-2% thấp hơn so với mức dự báo trong báo cáo định giá lần đầu. Nguyên nhân chính đến từ triển vọng tăng trưởng xe điện (EV) chậm lại khi (1) Liên minh châu Âu lùi kế hoạch cấm hoàn toàn xe động cơ đốt trong (ICE) sang năm 2035 và (2) Trung Quốc định hướng giảm dần các chính sách trợ cấp cho xe điện. Điều này làm suy yếu một động lực quan trọng của nhu cầu cao su, bởi lớp xe điện có mức độ bảo mòn cao hơn nên thường thúc đẩy mức tiêu thụ cao su tự nhiên lớn hơn so với lớp sử dụng cho xe động cơ đốt trong.

Việc đạt chứng chỉ về Quy định Chống Phá rừng (EUDR) chưa giúp tạo ra mức giá bán chênh lệch đối với sản phẩm cao su TRC và cao su thông thường trong ngắn hạn (trái với kỳ vọng nêu trong [Báo cáo định giá lần đầu công bố tháng 3/2025](#)). Nguyên nhân chủ yếu do lộ trình và thời điểm thực thi EUDR vẫn chưa rõ ràng, khi Liên minh châu Âu (EU) tiếp tục lùi thời hạn áp dụng thêm một năm vào tháng 12/2025. Diễn biến này diễn ra trong bối cảnh EU có xu hướng điều chỉnh các quy định môi trường theo hướng thận trọng hơn nhằm cân bằng giữa mục tiêu phát triển bền vững và ổn định kinh tế khu vực.

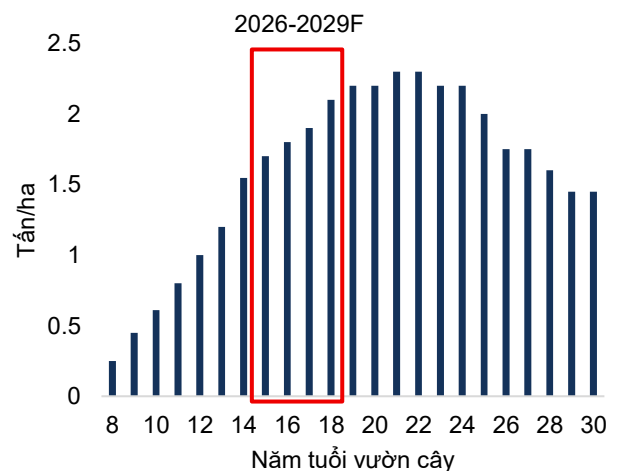
(2) Sản lượng tiêu thụ chiếm khoảng 95% sản lượng sản xuất tăng trưởng chủ yếu nhờ (1) tăng năng suất vườn cây công ty con và (2) duy trì sức tiêu thụ tốt trên thị trường nhờ vào các sản phẩm chất lượng cao, đạt chuẩn EUDR cuối năm 2025. Cụ thể sản lượng tiêu thụ cao su năm 2026 được dự báo đạt khoảng 19.580 tấn tăng 7% YoY và trung bình tăng 5%/năm giai đoạn 2026-2029F với:

- Sản lượng khai thác vườn cây công ty mẹ dự báo đi ngang ở mức 9.510 tấn năm 2026 và tăng nhẹ trung bình 2%/năm trong giai đoạn 2026-2029F. Diện tích khai thác dự kiến tăng dần từ khoảng 4.800 ha năm 2026 lên 5.200 ha năm 2029 khi các vườn cây kiến thiết cơ bản được đưa vào khai thác. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng năng suất sẽ tiếp tục xu hướng giảm nhẹ do tình trạng thiếu hụt lao động kéo dài, với năng suất bình quân dự báo giảm từ 2,0 tấn/ha năm 2025 xuống 1,94 tấn/ha năm 2029.
- Sản lượng khai thác vườn cây công ty con dự báo đạt 10.880 tấn năm 2026 (+16% YoY) và tăng trung bình 7%/năm 2026-2029F. Sản lượng tăng chủ yếu nhờ tăng năng suất theo độ tuổi vườn cây từ 1,5 tấn/ha 2025 lên 2,1 tấn/ha 2029 khi vườn cây tiến vào giai đoạn khai thác tối ưu.

Biểu đồ 19: Diện tích khai thác vườn cây Tây Ninh 2025-2029F



Biểu đồ 20: Năng suất vườn cây Campuchia 2025-2029F



Nguồn: TRC, FPTS tổng hợp

Thu nhập bất thường từ tiền đền bù đất chuyển đổi sang Khu công nghiệp Hiệp Thạnh trong 2026-2027F. Theo như quy hoạch sử dụng đất Ủy Ban Nhân Dân tỉnh Tây Ninh, TRC sẽ nhượng lại 495ha đất cao su trên nông trường Gò Dầu cho GVR triển khai dự án KCN Hiệp Thạnh. Ngày 19/12/2025, dự án KCN Hiệp Thạnh đã chính thức khởi công, do đó chúng tôi dự báo TRC sẽ đạt được thỏa thuận và bàn giao đất cho GVR trong 2026-2027F. Ước tính giá đền bù đất khoảng 1,5 tỷ đồng/ha do vị trí của Hiệp Thạnh khá đắc địa khi nằm ở trung tâm của QL22

nổi TP.HCM đi cửa khẩu Mộc Bài - Campuchia, chỉ cách TP.HCM 55 km. Tổng giá trị tiền đền bù sau thuế ước tính 594 tỷ đồng, đem đến khoản lợi nhuận đột biến cho TRC trong năm 2026-2027F.

D. RỦI RO ĐẦU TƯ [\(quay lại\)](#)

Rủi ro chính trị có thể gây gián đoạn hoạt động sản xuất của TRC.

Vườn cây tại Campuchia là động lực tăng trưởng chính của TRC trong giai đoạn 2026-2029F. Nếu các xung đột biên giới giữa Thái Lan và Campuchia tái diễn với mức độ căng thẳng gia tăng và phạm vi lan rộng trên toàn tỉnh Oddar Meanchey, hoạt động kinh doanh của TRC có thể chịu ảnh hưởng bất lợi. Cụ thể, (i) vườn cây có thể đối mặt với rủi ro thiệt hại vật chất như gãy đổ do ảnh hưởng từ các hoạt động quân sự; (ii) nguồn cung lao động cao mủ có thể bị gián đoạn do các biện pháp đảm bảo an ninh và di dời dân cư của chính quyền địa phương; và (iii) hoạt động logistics trong khu vực có thể bị ảnh hưởng, làm gián đoạn quá trình vận chuyển và tiêu thụ sản phẩm. Mức độ tác động đến kết quả kinh doanh của TRC sẽ phụ thuộc vào quy mô, thời gian và tính chất của xung đột. Theo đó, nhà đầu tư cần theo dõi chặt chẽ diễn biến tình hình chính trị – an ninh tại khu vực biên giới Thái Lan – Campuchia khi đầu tư cổ phiếu TRC. Chúng tôi sẽ cập nhật và đánh giá tác động trong trường hợp xung đột tái diễn và có ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động kinh doanh của TRC trong tương lai.

Rủi ro biến động giá cao su trong ngắn hạn tác động đến doanh thu và lợi nhuận của TRC

Biên lợi nhuận gộp của TRC chủ yếu phụ thuộc vào diễn biến giá bán cao su thành phẩm do các chi phí đầu vào tương đối ổn định. Giá bán cao su của TRC biến động cùng chiều với giá cao su thế giới, do đó chịu ảnh hưởng bởi các yếu tố chính (i) diễn biến thời tiết và (ii) chênh lệch giá giữa cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp. Trong trường hợp thời tiết bất lợi như lũ lụt hoặc hạn hán tại các quốc gia sản xuất lớn, nguồn cung cao su thiên nhiên có thể bị sụt giảm, qua đó hỗ trợ giá cao su trong ngắn hạn; và ngược lại. Bên cạnh đó, xu hướng giảm sâu của giá dầu có thể kéo giảm giá cao su tổng hợp qua đó gián tiếp làm giảm nhu cầu cao su thiên nhiên gây bất lợi cho đà tăng giá cao su trong ngắn hạn.

E. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu TRC với giá mục tiêu **90.000VNĐ/cp**, cao hơn **17%** so với mức giá đóng cửa ngày 31/12/2025 phần lớn đến từ việc chiết khấu giá trên thị trường trong giai đoạn vừa qua. Chúng tôi xác định giá mục tiêu bằng cách sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE) và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF).

Kết quả định giá:

STT	Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền	Kết quả (VNĐ/cp)	Trọng số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	89.968	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	90.149	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		90.000	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	T12/2025	Thay đổi so với T3/2025	Giả định mô hình	T12/2025	Thay đổi so với T3/2025
WACC	18,69%	+3,4%	Phần bù rủi ro	10,35%	+0,97%
Chi phí sử dụng nợ	0%	0%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,4	+0.1
Chi phí sử dụng VCSH	18,69%	+3,4%	Tăng trưởng dài hạn	1,3%	-0,3
Lãi suất phi rủi ro	4,2%	+1,12%	Thời gian dự phóng	5	-

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF		Giá trị
Lãi suất chiết khấu		18,69%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)		833
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)		260
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)		0
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		2.699
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)		30
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		89.968
Tổng hợp định giá FCFE		
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)		2.704
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)		90.149

Lịch sử khuyến nghị

	Khuyến nghị	Thời gian	Giá khuyến nghị đã điều chỉnh	Báo cáo chi tiết
1	THEO DÕI	29/3/2025	91.800	Báo cáo định giá lần đầu TRC

F. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2024A	2025F	2026F	2027F	CĐKT	2024A	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	753	905	988	1,061	Tài sản				
Giá vốn hàng bán	(482)	(555)	(617)	(673)	Tiền, TĐT, Đầu tư TC ngắn hạn	260	315	321	365
Lợi nhuận gộp	271	349	372	389	Các khoản phải thu	196	236	258	277
Chi phí bán hàng	(10)	(14)	(15)	(16)	Hàng tồn kho	92	106	118	129
Chi phí quản lí DN	(48)	(60)	(67)	(72)	Tài sản ngắn hạn khác	39	45	50	54
Lợi nhuận thuần HĐKD	212	276	290	301	Tổng tài sản ngắn hạn	587	702	747	825
(Lỗ)/lãi HĐTC	19	27	25	25	Tài sản CBHH	961	905	836	758

Lợi nhuận khác	21	46	495	339
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	252	350	810	665
Chi phí lãi vay	(11)	(1)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	242	348	810	665
Thuế TNDN	(21)	(25)	(140)	(110)
Lợi nhuận sau thuế	221	323	670	555
LNST của cổ đông CT Mẹ	221	323	670	555
EPS (đ)	7,598	10,769	22,332	18,501
Chỉ số khả năng sinh lợi	2024A	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36.0%	38.6%	37.6%	36.6%
Tỷ suất LNST	29.4%	35.7%	67.8%	52.3%
ROE DuPont	12.6%	16.9%	35.1%	29.8%
ROA DuPont	10.6%	14.5%	29.9%	24.9%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	33.5%	38.6%	82.0%	62.7%
LNST / EBIT	95.8%	99.6%	100.0%	100.0%
LNST/LNNT	91.5%	92.8%	82.7%	83.5%
Vòng quay tổng tài sản	0.4x	0.4x	0.4x	0.5x
Đòn bẩy tài chính	1.2x	1.2x	1.2x	1.2x

<i>Nguyên giá</i>	1,386	1,385	1,386	1,387
<i>Khấu hao lũy kế</i>	(425)	(480)	(551)	(629)
Đầu tư tài chính dài hạn	150	150	150	150
Tài sản dài hạn khác	2	2	2	3
Xây dựng cơ bản dở dang	493	493	493	493
Tổng tài sản dài hạn	1,606	1,551	1,481	1,404
Tổng Tài sản	2,194	2,253	2,228	2,229
Nợ & Vốn chủ sở hữu	-	-	-	-
Vay và nợ ngắn hạn	10	-	-	-
Các khoản phải trả	249	286	318	347
Quỹ khen thưởng	21	25	28	30
Nợ ngắn hạn	279	312	346	377
Vay và nợ dài hạn	36	(0)	(0)	(0)
Phải trả dài hạn khác	1	2	2	2
Nợ dài hạn	38	2	2	2
Tổng nợ	317	313	347	378
Vốn góp chủ sở hữu	300	300	300	300
Thặng dư	-	-	-	-
LN chưa phân phối	222	240	117	53

Chỉ tiêu	2024A	2025F	2026F	2027F
Chỉ số thanh toán hiện hành	2.1x	2.3x	2.2x	2.2x
Chỉ số thanh toán nhanh	1.8x	1.9x	1.8x	1.8x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0.9x	1.0x	0.9x	1.0x
Nợ / Tài sản	0.1x	0.1x	0.2x	0.2x
Nợ / VCSH	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0.1x	0.2x	0.2x	0.2x
Nợ dài hạn / VCSH	0.0x	0.0x	0.0x	0.0x
Khả năng trả lãi vay	24.0x	266.3x	N/A	N/A

Chỉ tiêu	2024F	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	14.79	(23.43)	(21.45)	(21.63)
Số ngày tồn kho	96.16	87.17	91.13	91.89
Số ngày phải trả	53.79	65.20	66.37	66.92
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	135.16	175.80	178.95	180.44
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	9.7x	6.0x	5.8x	5.7x

Tuyên bố miễn trách nhiệm

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

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

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

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

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

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Đường Lạc Long Quân, Phường
Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

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

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Hải Châu,
Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.23) 6355 3888