CTCP CAO SU TÂY NINH (HSX: TRC)

Báo cáo cập nhật 04/05/2017

Khuyến nghị	**MUA**
Giá mục tiêu (VND)	36.100
Tiềm năng tăng giá	25,8%
Cổ tức (VND)	1.500

Thông tin cổ phiếu 04/05/2017

Giá hiện tại (VND)	28.700
Số lượng CP niêm yết	30.000.000
Số lượng CP lưu hành	29.125.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	841.7
Khoảng giá 52 tuần	20.800-34.000
KLGDTB 13 tuần	168.267
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%

Biến động giá trong 6 tháng

Liên hệ
Trần Trọng Đức
Chuyên viên phân tích
Email: duc.trantrong@mbs.com.vn
Tel: +84 949 910 675

Triển vọng tăng trưởng mạnh nhờ giá cao su

Chúng tôi đã tham dự Đại hội cổ đông thường niên 2017 của CTCP Cao su Tây Ninh (TRC) và ghi nhận những thông tin chính sau:

- Mặc dù còn gặp nhiều khó khăn nhưng kết quả kinh doanh năm 2016 của TRC vẫn khả quan, vượt kế hoạch được giao.
- Bỏ phiếu thay đổi kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2016 từ 10% lên mức 15%
- Thông qua kế hoạch kinh doanh 2017 tăng trưởng tốt tuy nhiên vẫn chưa phản ánh hết triển vọng của doanh nghiệp

Chúng tôi đánh giá giai đoạn khó khăn nhất đối với TRC đã qua, cổ phiếu TRC xứng đáng được định giá lại ở mức hợp lý hơn. Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 12 tháng là 36.100 đồng/cp.

Chỉ tiêu tài chính cơ bản

ĐVT: Tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	350,4	479,8	489,6	529,0	775,0
Lợi nhuận	69,6	118,6	120,5	128,0	161,2
EPS (VND)	2.484,0	4.071,4	4.136,3	4.395,8	5.534,0
P/E (lần)	12,5	7,0	6,9	6,5	5,2

Nguồn: BCTC TRC và MBS dự phóng

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi tiến hành định giá đối với cổ phiếu TRC của CTCP Cao su Tây Ninh với mức giá mục tiêu 36.100 VND/cổ phiếu, cao hơn 25,8% so với mức giá hiện tại, dựa vào các luận điểm như sau:

- **Giá cao su được dự báo tiếp tục khả quan trong năm 2017** do tình hình thời tiết khắc nghiệt, nguồn cung suy giảm. Nhu cầu tiêu thụ cũng đang tăng lên khi Mỹ đã gỡ bỏ lệnh chống bán phá giá với lốp xe tải của Trung Quốc, ngành ô tô của Trung Quốc được kỳ vọng lấy lại tốc độ tăng trưởng, cùng những chính sách kích thích của 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 479,8 tỷ đồng (+36,9% YoY) và 118,6 tỷ đồng (+70,4% YoY) với giá cao su năm 2017 giả định ở mức 50 triệu đồng/tấn.** Mức EPS forward năm 2017 ước đạt 4.071 VND/cp, tương đương với mức P/E 8,8 lần.

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH VÀ KẾ HOẠCH KINH DOANH 2017

Năm 2016, TRC khai thác được 9.050 tấn mủ, đạt 102% kế hoạch; năng suất bình quân 1,92 tấn/ha; chế biến 10.948 tấn mủ (đạt 106% KH); tiêu thụ 10.638 tấn (101% KH); giá thành bình quân 27,8 triệu đồng/tấn; giá bán bình quân 31,06 triệu đồng/tấn, lợi nhuận trên tấn sản phẩm hơn 3,1 triệu đồng; tổng doanh thu hơn 401 tỷ đồng (105% KH); lợi nhuận trước thuế trên 76 tỷ đồng (130% KH); tỷ suất lợi nhuận trước thuế/doanh thu 19% (đạt 124% KH); lợi nhuận trước thuế/vốn điều lệ 25% (130%); thu nhập bình quân hơn 6,9 triệu đồng/người/tháng (116% KH)

Năm 2016, thu nhập bình quân của Công ty là 6,7 triệu đồng/người/tháng, đạt 112% so kế hoạch. Với 4.718 ha cao su kinh doanh, TRC khai thác được 9.050 tấn mủ, đạt 102% kế hoạch, về trước thời gian quy định 4 ngày. Năm qua, Công ty chế biến 11.102 tấn mủ, đạt 107% kế hoạch, tiêu thụ 10.638 tấn. Tổng doanh thu 401 tỷ đồng, đạt 105% kế hoạch; lợi nhuận trước thuế hơn 76 tỷ đồng, đạt 130% kế hoạch; nộp ngân sách gần 35 tỷ đồng.

Tại đại hội cổ đông ngày 28/4/2017, các cổ đông đã biểu quyết thông qua kế hoạch SXKD năm 2017. Với 4.614 ha cao su kinh doanh, TRC sẽ khai thác sản lượng 8.800 tấn mủ; năng suất vườn cây đạt 1,91 tấn/ha; thu mua mủ cao su tiểu điền 2.000 tấn; sản lượng tiêu thụ 10.960 tấn; tổng doanh thu hơn 463 tỷ đồng; lợi nhuận trước thuế 101 tỷ đồng; chia cổ tức 15% tiền mặt.

Chỉ trong 3 tháng đầu năm 2017, giá bán cao su bình quân của TRC đã đạt 49,23 triệu/tấn, trong đó riêng tháng 3 giá cao su đạt 52,8 triệu/tấn, tăng rất mạnh so với cùng kỳ năm ngoái. Hết quý 1 năm 2017, TRC đã đạt trên 41,6 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, hoàn thành 40,8% kế hoạch năm. Chúng tôi đánh giá TRC đặt kế hoạch giá bán mủ ở mức 35,28 triệu đồng là quá thận trọng trong khi giá cao su hiện tại đã ở mức trên 50 triệu/tấn.

Biểu 1 – Kế hoạch kinh doanh năm 2017 của TRC

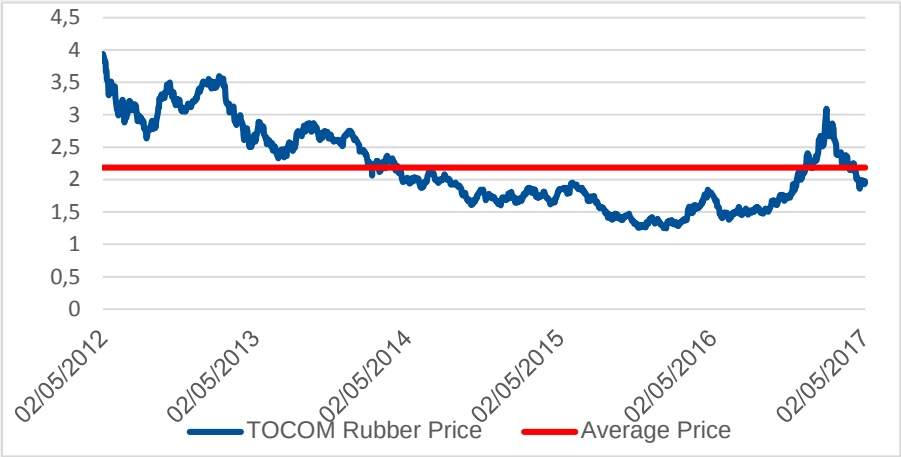
STT	Chỉ tiêu	Đơn vị	KH 2017	Q1 2016	Q1 2017
I	**Chỉ tiêu khối lượng**				
1	Sản lượng khai thác	Tấn	8.800		
2	Năng suất	Tấn/ha	1,91		
3	Sản lượng tiêu thụ	Tấn	10,960		
II	**Chỉ tiêu giá trị**				
1	Giá thành mủ khai thác	Triệu/tấn	30,34	25,85	41,67
2	Giá bán mủ khai thác	Triệu/tấn	35,28	25,95	49,23
3	Tổng doanh thu	Tỷ	463,6	52,23	85,81
4	Tổng chi phí	Tỷ	361,8	41,51	44,19
5	Tổng LNTT	Tỷ	101,8	10,72	41,62

(Nguồn: ĐHCĐ TRC)

TRIỂN VỌNG TỪ GIÁ CAO SU THIÊN NHIÊN

Giá cao su thiên nhiên sau khi tạo đáy năm 2016 tại 1,1 $/kg đã tăng nóng vượt mức 3$/kg trong thời gian qua. Hiện nay giá cao su đã hạ nhiệt và đang dao động quanh đường trung vị 5 năm tại 2,18 $/kg. Chúng tôi dự báo, giá cao su ít có khả năng giảm trong thời gian tới do tình hình thời tiết khắc nghiệt, năng suất suy giảm. Nhu cầu tiêu thụ đang tăng lên khi Mỹ đã gỡ bỏ lệnh chống bán phá giá với lốp xe tải của Trung Quốc. Doanh số ô tô tại Trung Quốc cao hơn kỳ vọng khiến các nhà phân tích nhận định ngành ô tô của Trung Quốc sẽ lấy lại tốc độ tăng trưởng. Ngoài ra, những chính sách kích thích của tổng thống Mỹ Donald Trump và sự phục hồi của nền kinh tế châu Âu cũng sẽ thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên tăng cao.

Biểu 2 - Giá cao su thiên nhiên TOCOM 2015-2017 ($/kg)

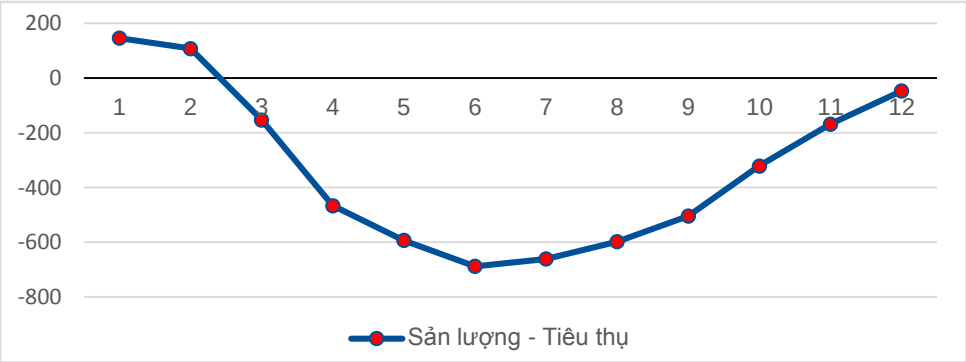


(Nguồn: Bloomberg)

Theo thông tin từ ANRPC (Hiệp hội các nước xuất khẩu cao su thiên nhiên thế giới), giá cao su thiên nhiên sẽ thiết lập một mặt bằng giá mới và khó có thể giảm lại trong thời gian tới do nhu cầu tiêu thụ tăng mạnh. Số liệu dự phóng của ANRPC mới đây cho thấy, tình trạng dư cung đã chấm dứt kể từ tháng 3/2017 và thị trường sẽ bắt đầu rơi vào trạng thái hụt cung từ nay cho đến hết năm 2017. Lũy kế cả năm, ANRPC dự phóng sản lượng tiêu thụ sẽ ở mức 12.817 nghìn tấn trong khi sản lượng sản xuất sẽ chỉ đạt 12.770 do sự suy giảm mạnh nguồn cung từ Thái Lan, quốc gia xuất khẩu cao su thiên nhiên lớn nhất thế giới.

Chúng tôi dự báo, giá cao su sẽ được giữ ở mức giá hiện tại và có khả năng tăng trở lại trong khoảng thời gian từ tháng 5 đến tháng 8 tới.

Biểu 7 – Cung – Cầu cao su thiên nhiên thế giới năm 2017 (Đvị: nghìn tấn)



(Nguồn: ANRPC)

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 479,8 tỷ đồng, tăng trưởng 36,9% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế ước đạt là 118,6 tỷ đồng, tăng 70,4% so với năm 2016.

Dự phóng dựa trên cơ sở giá cao su năm 2017 ở mức 50 triệu đồng/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	350,4	479,8	489,6	529,0
Lợi nhuận gộp	61,4	133,7	136,7	148,4
Chi phí bán hàng	2,9	3,8	3,9	4,2
Chi phí QLDN	24,1	33,6	34,3	37,0
LNST	**69,6**	**118,6**	**120,5**	**128,0**
EPS (VND)	2.484	4.071	4.136	4.396
P/E (lần)	12,5	7,0	6,9	6,5

(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 36,100 VND. Với mức EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,8 lần.

Định giá phương pháp P/E

Biểu 10: P/E trung bình các công ty ngành cao su

Mã CK	Công ty	P/E
PHR	CTCP Cao su Phước Hòa	8,24
DPR	CTCP Cao su Đồng Phú	8,07
TRC	CTCP Cao su Tây Ninh	8,51
TNC	CTCP Cao su Thống Nhất	9,64
P/E trung bình ngành		**8,62**

(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 8,62 lần. Với EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu xác định theo phương pháp P/E trung bình ngành là 35.092 VND.

Định giá phương pháp FCFF

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

Biểu 13: Định giá phương pháp FCFF

Đơn vị: Tỷ đồng	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	480	490	529	775	1159	1159
EBIT	136	138	147	201	286	286
Thuế TNDN	13%	13%	13%	20%	20%	20%
(+) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-100	-100	-100	-100	-30	-30
(+) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	-125	-6	-23	-142	-221	0
FCFF	**-103**	**18**	**9**	**-75**	**-17**	**204**
WACC	12,00%					
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5	6
Hệ số chiết khấu	0,89	0,80	0,71	0,64	0,57	0,51
Giá trị hiện tại của dòng tiền	**-92**	**15**	**6**	**-48**	**-9**	**1054**
Tổng PV (FCF)	**728**		**Tỷ suất chiết khấu**			
(+) Tiền và đầu tư	487		Beta			0,65
(-) Nợ vay	-139		Lãi suất trái phiếu			6%
			Tỷ suất sinh lời thị trường			12,00%
Giá trị VCSH (Tỷ VND)	**1.098**		**WACC**			**12,00%**
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	30					
Giá trị cổ phần (VND)	**36.611**					

(Nguồn: MBS dự phóng)

Bằng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu trong 12 tháng của cổ phiếu TRC là 36.611 VND.

Tổng hợp định giá

Biểu 14 – Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
P/E	30%	35,092 VND
FCFF	70%	36,611 VND
Tổng cộng		**36,100 VND**

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 36,100 VND. Với mức EPS forward 2017 là 4.071 VND, giá mục tiêu tương đương với mức P/E 8,8 lần.**

Liên hệ

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – *(Quang.PhamThien@mbs.com.vn)* - Trưởng bộ phận

Ngân hàng, Hàng không

Phạm Thiên Quang *(Quang.PhamThien@mbs.com.vn)*

Trần Yến Linh *(Linh.tranthiyen@mbs.com.vn)*

Hàng tiêu dùng, Công nghệ

Nguyễn Thạch Thảo *(Thao.NguyenThach@mbs.com.vn)*

Lâm Trần Tấn Sĩ *(Si.LamTranTan@mbs.com.vn)*

Điện, Công nghiệp, Xây dựng

Nguyễn Ngọc Hoàng *(Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn)*

Cảng biển, Dầu khí, Vật liệu xây dựng

Phí Quốc Tuân *(Tuan.PhiQuoc@mbs.com.vn)*

Cao su, Săm lốp

Trần Trọng Đức *(Duc.TranTrong@mbs.com.vn)*

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu *(Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)*

MBS Institutional sales

Nguyễn Việt Dũng *(Dung1.NguyenViet@mbs.com.vn)*

Trương Hoa Minh *(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 HỘI 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

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.