

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

Chuyên viên tư vấn đầu tư

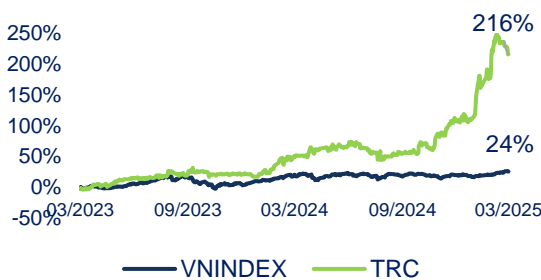
 Email: Thutt@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446

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	29/03/2025
Giá đóng cửa (VNĐ/cp)	83.900
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	87.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	36.200
Số lượng CP niêm yết (Triệu cp)	30
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	29,1
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	217.643
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	5%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	2443,6
EPS Trailing 12 tháng (VNĐ/cp)	7.598
P/E Trailing 12 tháng	11,0x

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	CTCP Cao su Tây Ninh
Địa chỉ	xã Hiệp Thạnh, huyện Gò Dầu, tỉnh Tây Ninh
HĐKD chính	Trồng, khai thác và chế biến cao su
Chi phí chính	Chi phí nhân công, nguyên vật liệu
Rủi ro chính	Biến động giá cao su

Cơ cấu cổ đông	(%)
Tập đoàn Công Nghiệp Cao su Việt Nam	61,8
Nội bộ	0,18
Khác	38,02

Giá hiện tại: 83.900

Giá mục tiêu: 91.800

Tăng/(Giảm): +9,4%

Khuyến nghị
THEO DÕI
GIA TĂNG SẢN LƯỢNG VÀ GIÁ CAO SU CAO MỞ RA CƠ HỘI TĂNG TRƯỞNG MẠNH MẼ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu TRC-CTCP Cao su Tây Ninh niêm yết sàn HSX. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của cổ phiếu TRC là **91.800** đồng/cp, cao hơn **9,4%** so với mức giá đóng cửa tại ngày 29/03/2025. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** và chờ mua đối với cổ phiếu TRC tại vùng giá 72.000 đồng/cp (+27,5%) dựa trên kết quả định giá và triển vọng đầu tư như sau.

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Triển vọng TRC tiếp tục đà tích cực giai đoạn 2025-2029F, dự báo năm 2025 doanh thu đạt 879,2 tỷ đồng (+16,8% yoy) và lợi nhuận sau thuế đạt 264,1 tỷ đồng (+19,3 yoy%). Giai đoạn 2025-2029F dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng với CAGR lần lượt 7,9%/năm và 5,5%/năm nhờ:

- ❖ **Dự báo giá bán cao su trung bình 2025 tăng 6%yoy và CAGR = +2,4%/năm (2025-2029F)**. Giá bán tăng khi thị trường cao su thiên nhiên được dự báo thâm hụt kéo dài do (1) diện tích khai thác thu hẹp và năng suất toàn cầu đã đạt đỉnh, (2) nhu cầu vẫn được thúc đẩy từ ngành sẫm lốp. Đáng chú ý, cao su TRC dự kiến đạt chuẩn **EUDR** đối với vườn cây tại Việt Nam vào cuối năm 2025 giúp giá bán cao hơn khoảng 10% so với cao su không đạt chuẩn.
- ❖ **Dự báo sản lượng 2025 tăng 10,2%yoy và CAGR = 5,4%/năm (2025-2029F) được thúc đẩy** bởi tăng sản lượng tại vườn cây Campuchia CAGR=10%/năm khi tăng năng suất vườn cây từ 1,2 tấn/ha (2024) lên khoảng 2,2 tấn/ha (2029).
- ❖ **Biên lợi nhuận gộp cao su thuộc nhóm cao nhất ngành** nhờ tập trung sản phẩm chất lượng cao là Latex và SVR 3L. Biên lợi nhuận 2025-2029F dự báo tăng từ 35,4% lên 37,8%.

Cơ cấu tài chính lành mạnh: luôn duy trì tỷ lệ D/E ở mức thấp, đạt 0,2 năm 2024 và dự kiến trả hết nợ dài hạn năm 2025. **ROE và ROA 2024 đạt lần lượt 11,8% và 10,1%**, dự báo tăng lên 18,2% và 14,7% năm 2029.

Khoản lợi nhuận đột biến từ tiền đền bù thiệt hại vườn cây khi bàn giao đất khu công nghiệp Hiệp Thạnh ước đạt 594 tỷ đồng sau thuế 2026 (2,6 lần LNST 2024).

YẾU TỐ THEO DÕI

- Nhu cầu cao su thiên nhiên có thể tăng trưởng chậm lại nếu giá dầu giảm mạnh và kinh tế toàn cầu tăng trưởng chậm.
- Thời tiết biến động thuận lợi hơn có thể gia tăng nguồn cung ngắn hạn, hạn chế đà tăng giá cao su.
- Nếu EU triển khai EUDR chậm hơn dự kiến sẽ làm hạn chế mức tăng giá bán của TRC.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành và phát triển

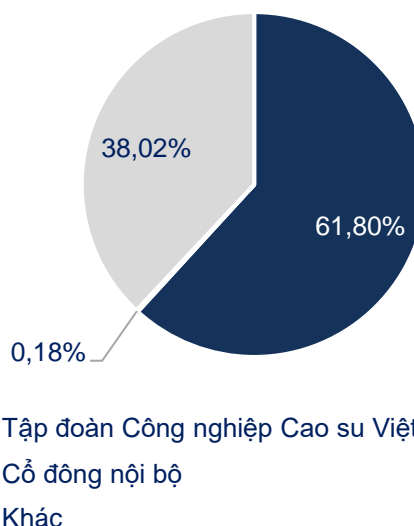


- 1993: Bộ Nông Nghiệp và Công Nghiệp Thực Phẩm (tên gọi cũ của Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn) quyết định thành lập công ty cao su Tây Ninh. Diện tích cao su quản lý và khai thác hơn 6.900 ha.
- 2004: Thủ tướng Chính phủ quyết định chuyển Công ty Cao su Tây Ninh thành Công ty TNHH Một thành viên Cao su Tây Ninh.
- 2006: Cổ phần hóa công ty CTCP Cao su Tây Ninh, với cổ đông sáng lập là Tập đoàn Cao su Việt Nam, vốn điều lệ 300 tỷ đồng.
- 2007: Ngày 24/07, cổ phiếu của công ty được niêm yết và giao dịch trên sàn HOSE với mã chứng khoán TRC.
- 2012: Triển khai dự án phát triển dự án trồng cao su tại Vương quốc Campuchia.
- 2014 Bộ Kế hoạch và Đầu tư cấp phép Giấy chứng nhận đầu tư ra nước ngoài số 682/BKHĐT-ĐTRNN ngày 08/02/2014 cho Công ty Cổ phần Cao su Tây Ninh trực tiếp đầu tư dự án tại Vương quốc Campuchia.

II. Cơ cấu cổ đông

CTCP Cao su Tây Ninh chỉ có 1 cổ đông lớn là Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam với tỷ trọng nắm giữ 61,8% cổ phần, đóng vai trò chi phối các quyết định chiến lược của công ty. Cổ đông nội bộ nắm giữ tỷ trọng rất thấp khoảng 0,18% cổ phần.

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông TRC



Ngày 29/03/2025 – Nguồn: TRC

III. Công ty con và công ty liên kết

CTCP Cao Su Tây Ninh hiện sở hữu 1 công ty con là CTCP Tây Ninh Siêm Riệp Phát triển Cao su, tỷ lệ sở hữu 100% theo quyết định số 1153/QĐ-CSTN ngày 6/11/2011 - hoạt động trong lĩnh vực trồng và khai thác mủ cao su với tổng diện tích 6.410 ha tại Campuchia.

Bên cạnh 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.

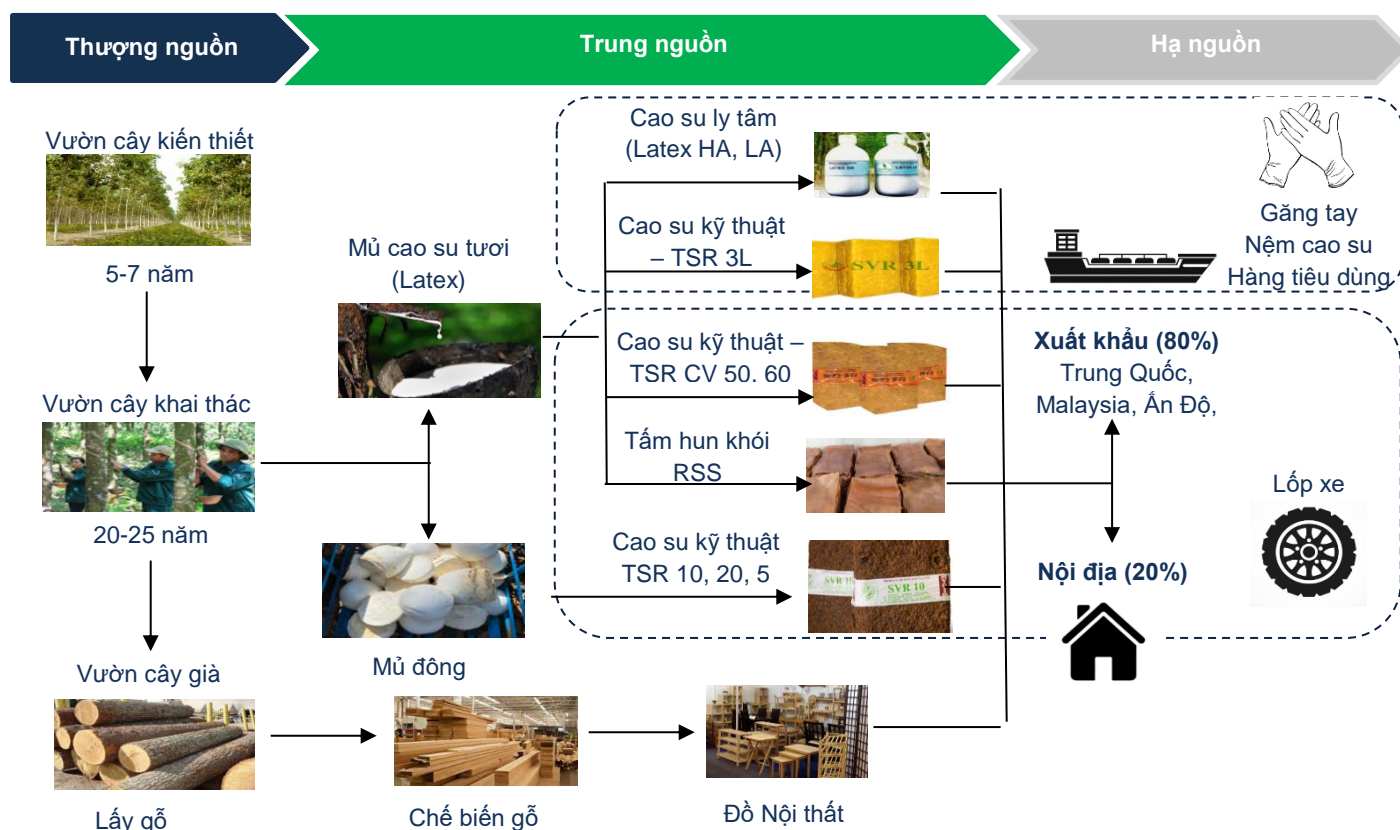
Bảng 1: Công ty con và công ty liên kết của TRC

Tên doanh nghiệp	Giá gốc (Tỷ đồng)	Giá hợp lý (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Ngành nghề kinh doanh
Công ty con				
Công ty Tây Ninh - Siêm Riệp Phát triển Cao su	70	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	17,9	49%	Chế biến, xuất khẩu gỗ nội thất, đồ gia dụng
Đầu tư vào đơn vị khác				
CTCP Cao su Việt Lào	77,5	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	0,5	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	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	36,7	15,61%	Trồng phát triển, khai thác và chế biến mủ cao su

Nguồn: Báo cáo tài chính TRC

B. TỔNG QUAN NGÀNH CAO SU VIỆT NAM

► Chuỗi giá trị ngành cao su thiên nhiên



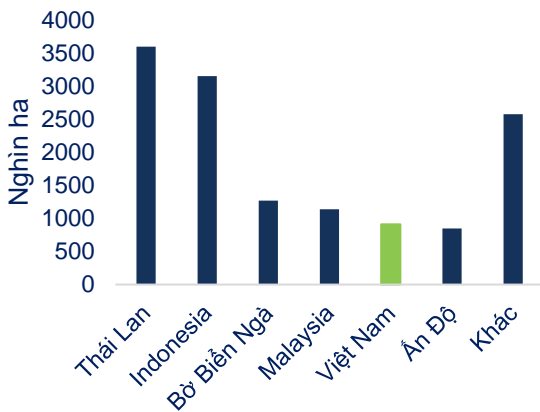
Nguồn : FPTS tổng hợp

I. Về thượng nguồn: Diện tích trồng giảm, Việt Nam đứng thứ 4 về sản lượng cao su toàn cầu.

Cao su được trồng chủ yếu tại Đông Nam Á (chiếm 70% diện tích toàn cầu). Trong đó Việt Nam đứng thứ 5 với 908,9 nghìn ha (2024) xếp sau Thái Lan (3,6 triệu ha), Indonesia (3,1 triệu ha), Bờ Biển Ngà (1,2 triệu ha) và Malaysia (1,14 triệu ha).

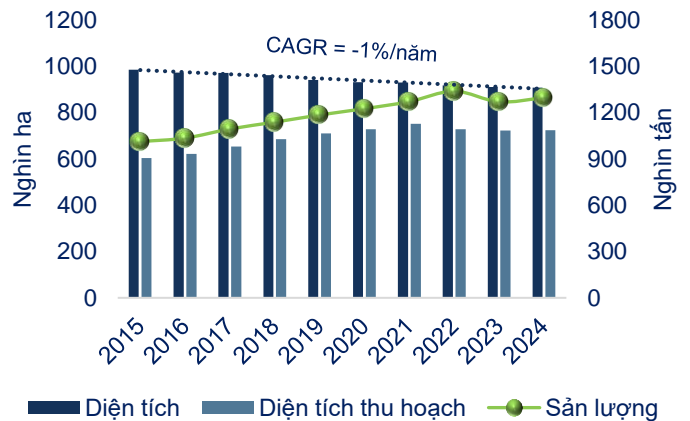
Diện tích trồng cao su của Việt Nam giảm trung bình 1%/năm từ đỉnh năm 2015 bởi xu hướng chuyển đổi đất sang cây trồng khác và phát triển hạ tầng khu công nghiệp. Theo Đề án 431/QĐ-BNN-BNNPTNT, diện tích cao su sẽ tiếp tục xu hướng giảm, còn 800 - 850 nghìn ha vào năm 2030. Diện tích khai thác đạt đỉnh 2021 và giảm nhẹ với CAGR = -1,3%/năm (2021-2024) hiện còn 725 nghìn ha.

Biểu đồ 2: Việt Nam đứng thứ 5 thế giới về diện tích trồng cao su 2024



Nguồn: ANRPC, FPTs tổng hợp

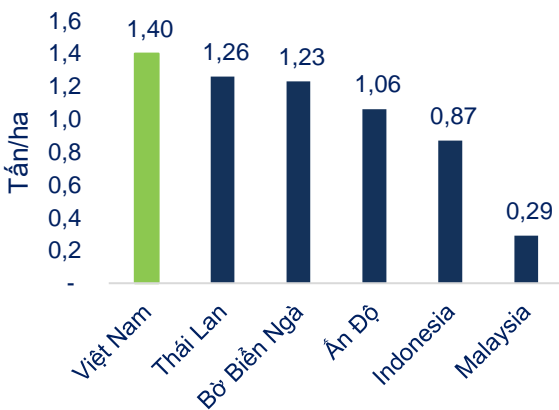
Biểu đồ 3: Diện tích và sản lượng khai thác cao su thiên nhiên Việt Nam



Nguồn: Tổng cục thống kê

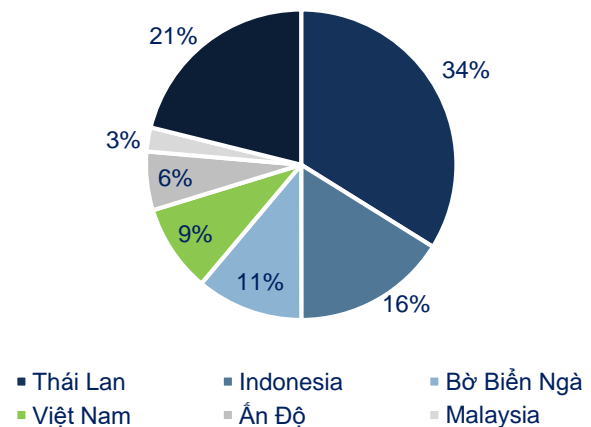
Năng suất đứng đầu toàn cầu ước đạt 1,4 tấn/ha (2024) nhờ cơ cấu vườn cây trẻ. Năm 2024 sản lượng cao su đạt 1.296 nghìn tấn giảm trung bình -1,6%/năm (2022-2024) do diện tích khai thác giảm. Việt Nam duy trì vị thế thứ 4 thế giới về sản lượng cao su thiên nhiên, chiếm 9% sản lượng toàn cầu sau Thái Lan (33%), Indonesia (19%) và Bờ Biển Ngà (11%).

Biểu đồ 4: Việt Nam đứng đầu về năng suất khai thác cao su toàn cầu 2024



Nguồn: ANRPC, FPTs tổng hợp

Biểu đồ 5: Tỷ trọng sản lượng cao su theo quốc gia 2023



Nguồn: ANRPC, FPTs tổng hợp

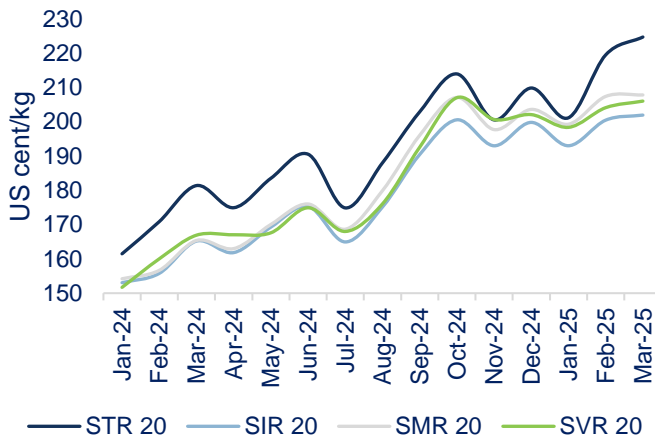
II. Về trung nguồn: Cơ cấu sản phẩm của Việt Nam tương đồng thế giới và nhưng giá bán thấp hơn Thái Lan

Cơ cấu sản phẩm cao su của Việt Nam tương đồng với thế giới. Quy trình chế biến sản phẩm cao su không yêu cầu kỹ thuật cao, do đó sự khác biệt sản phẩm giữa các quốc gia là không đáng kể. Sản phẩm cao su chủ

yếu được chia thành ba nhóm chính: cao su định chuẩn kỹ thuật (TSR), cao su tờ xông khói (RSS) và cao su ly tâm (Latex). Trong đó, TSR là loại phổ biến nhất, gồm các sản phẩm như TSR 3L, TSR CV50, TSR CV60, TSR 10 và TSR 20 ([chi tiết tiêu chuẩn phân loại](#)). Trên thị trường, cao su TSR được phân biệt theo tiêu chuẩn quốc gia như SVR (Việt Nam), SMR (Malaysia), SIR (Indonesia) và STR (Thái Lan).

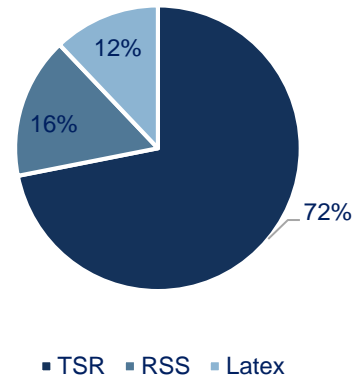
Giá bán cao su Việt Nam thường thấp hơn 5-8% so với cao su Thái Lan với cùng loại sản phẩm. Nguyên nhân chủ yếu là do Thái Lan có thương hiệu lâu đời và chất lượng được đánh giá cao, trong khi Việt Nam chưa đảm bảo chất lượng đồng bộ vì thiếu kiểm soát chặt chẽ ở cao su tiểu điền. Năm 2024, giá trung bình của cao su SVR 20 đạt khoảng 1780 USD/tấn, thấp hơn khoảng 100 USD/tấn so với STR 20 của Thái Lan.

Biểu đồ 6: Giá cao su STR20, SIR20, SMR20, SVR20



Nguồn: Aseanrubber

Biểu đồ 7: Tỷ trọng loại cao su thiên nhiên tiêu thụ trên toàn cầu

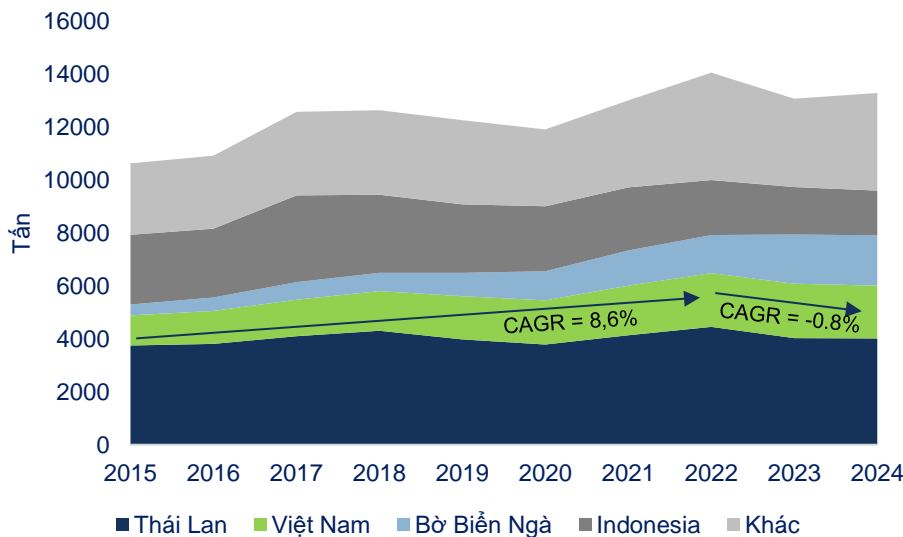


Nguồn: Trademap.vn

III. Về hạ nguồn: Việt Nam đứng thứ 2 thế giới về xuất khẩu cao su, Trung Quốc là luôn là thị trường chủ lực

Việt Nam xuất khẩu hơn 80% sản lượng cao su sản xuất mỗi năm, đứng thứ 2 thế giới chỉ sau Thái Lan (2024). Sản lượng xuất khẩu giảm nhẹ từ 2022 trung bình -0,8%/năm đạt khoảng 2 triệu tấn năm 2024 theo Tổng cục Hải quan.

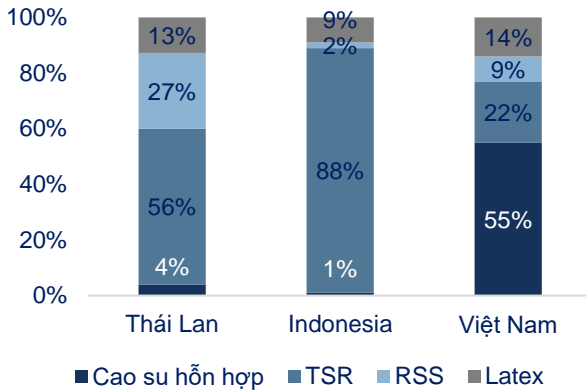
Biểu đồ 8: Việt Nam đứng thứ 2 thế giới về sản lượng cao su xuất khẩu năm 2024



Nguồn: ANRPC, FPTs tổng hợp

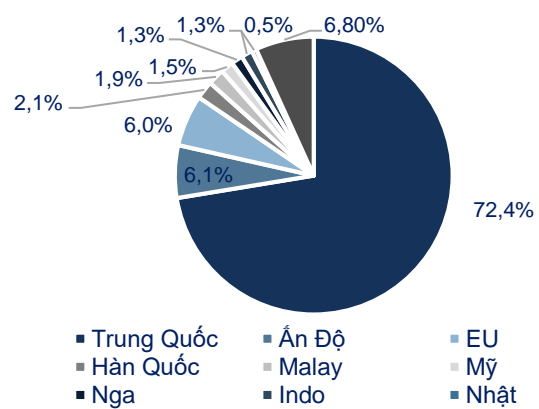
Trung Quốc là thị trường tiêu thụ cao su lớn nhất thế giới, chiếm 46% tổng cầu toàn cầu, đồng thời là điểm đến chính của cao su xuất khẩu Việt Nam. Năm 2024, 72,4% sản lượng cao su Việt Nam được xuất sang Trung Quốc, theo sau là Ấn Độ (6,1%) và EU (6%). Trong đó 55% sản lượng là cao su hỗn hợp (chứa đến 97% cao su thiên nhiên) nhằm tận dụng mức thuế ưu đãi 0%, thuế suất 20% thay vì chịu áp dụng cho cao su thiên nhiên nguyên chất. Với đặc tính vượt trội như độ đàn hồi cao, độ bền tốt và ít sinh nhiệt, cao su thiên nhiên chủ yếu được sử dụng để sản xuất lốp xe (60%), ngoài ra còn dùng cho dây curoa (15%), thảm cao su (10%) và găng tay y tế (5%).

Biểu đồ 9: Cơ cấu xuất khẩu sản phẩm cao su các quốc gia 2023



Nguồn: Tổng cục thống kê các quốc gia

Biểu đồ 10: Tỷ trọng xuất khẩu cao su thiên nhiên theo quốc gia của Việt Nam năm 2024



Nguồn: Tổng cục thống kê, FPTS tổng hợp

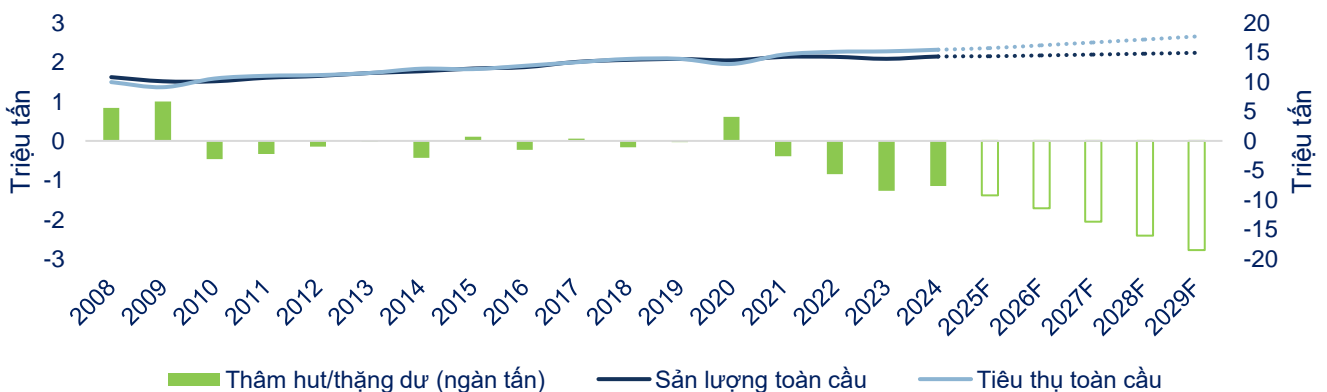
C. TRIỂN VỌNG NGÀNH CAO SU VIỆT NAM VÀ YẾU TỐ THEO DÕI

Triển vọng của các doanh nghiệp cao su thiên nhiên Việt Nam phụ thuộc chặt chẽ vào xu hướng toàn cầu, do sản phẩm chủ yếu phục vụ xuất khẩu. Trong dài hạn, ngành được hưởng lợi từ **tình trạng thâm hụt nguồn cung kéo dài** trong khi **ngắn hạn chịu tác động thêm từ yếu tố thời tiết, biến động giá dầu và nhu cầu tích trữ của Trung Quốc**. Bên cạnh đó, ngành cao su toàn cầu còn đối mặt với **rủi ro gián đoạn chuỗi cung ứng khi EU áp dụng Quy định EUDR từ tháng 12/2025**.

I. Triển vọng dài hạn: Giá cao su được kỳ vọng tăng do dự báo thâm hụt nguồn cung kéo dài đến 2029

Chúng tôi dự báo giá cao su sẽ tăng trung bình khoảng 3-4%/năm trong giai đoạn 2025-2029F, do thâm hụt ngày càng gia tăng khi nguồn cung tăng trưởng chậm không bắt kịp nhu cầu, ước tính đạt 2,78 triệu tấn vào năm 2029.

Biểu đồ 11: Ước tính cung cầu cao su thiên nhiên

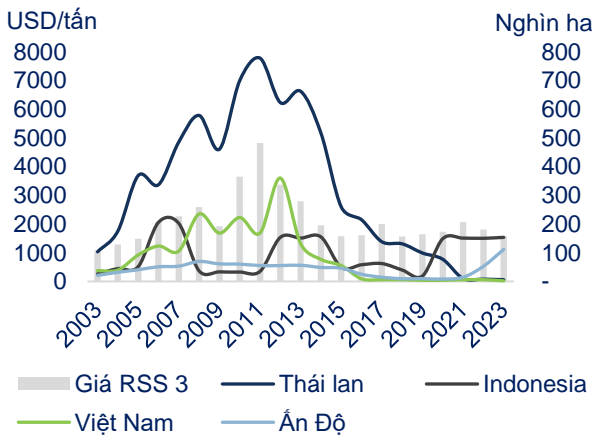


Nguồn: ANRPC, FPTS ước tính

1. Nguồn cung: Sản lượng ca su thiên nhiên toàn cầu tăng trưởng chậm khoảng 1% giai đoạn 2025-2029F do thu hẹp diện tích trồng và năng suất đạt đỉnh.

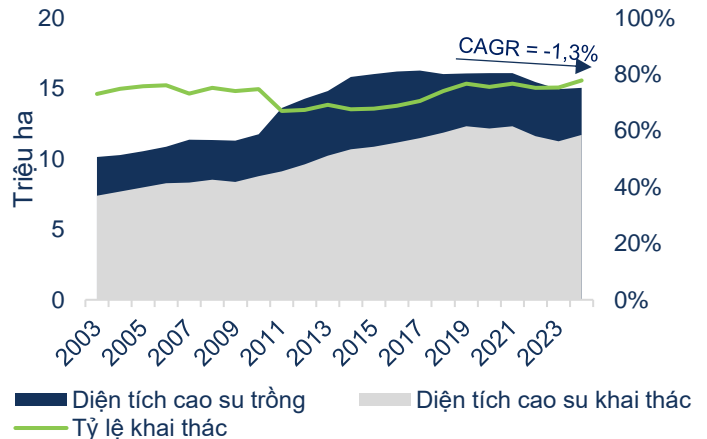
Diện tích trồng và khai thác ca su tại các quốc gia sản xuất chính thu hẹp dần từ 2017 đến nay: Tổng diện tích trồng ca su toàn cầu giảm với CAGR -1,3%/năm giai đoạn 2019-2024, ước tính còn khoảng 14,9 triệu ha năm 2024 (theo ANRPC). Nguyên nhân do (1) nông dân chuyển sang cây trồng có hiệu quả kinh tế cao hơn như cọ dầu, cây ăn quả nhiệt đới sau khi giá ca su giảm và duy trì mức thấp từ 2011, và (2) vườn cây già cỗi thanh lý - làm cho diện tích trồng mới và tái canh ca su tại các nước lớn như Thái Lan, Indonesia, Việt Nam giảm mạnh với CAGR -12,5%/năm (2012-2024). Diện tích khai thác theo đó cũng giảm CAGR = -0,9%/năm (2019-2024) do diện tích trồng thu hẹp, ước tính còn 11,9 triệu ha vào 2024.

Biểu đồ 12: Diện tích trồng mới, tái canh ca su các nước sản xuất chính giảm mạnh từ 2012



Nguồn: ANRPC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 13: Diện tích trồng ca su thiên nhiên của các nước sản xuất lớn (*) đạt đỉnh và giảm từ 2019 đến nay

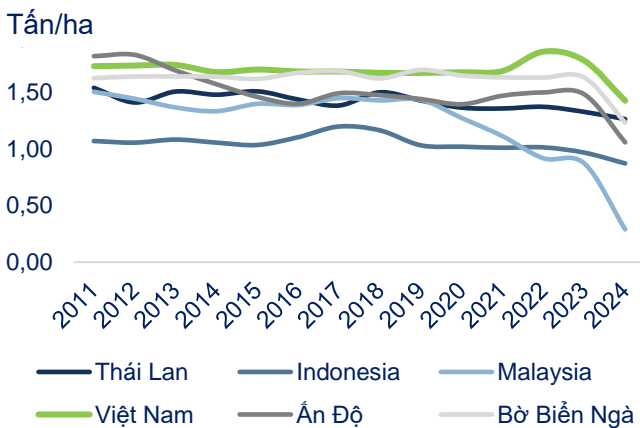


(*) 10 nước hội viên ANRPC chiếm 94% sản lượng toàn cầu

Nguồn: ANRPC

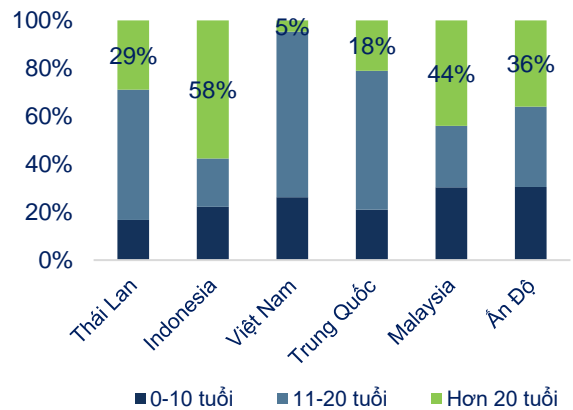
Năng suất khai thác ca su toàn cầu đạt đỉnh, giảm từ 1,23 tấn/ha (2012) xuống 1,19 tấn/ha (2024). Indonesia và Malaysia có tỷ lệ vườn cây trên 20 năm tuổi cao (60% và 43,9%), khiến năng suất dưới 1 tấn/ha. Tại Thái Lan, Việt Nam, Ấn Độ và Bờ Biển Ngà, dù vườn cây còn trong độ tuổi tối ưu nhưng tốc độ tăng năng suất chậm lại, hạn chế dư địa tăng sản lượng.

Biểu đồ 14: Năng suất ca su tại các quốc gia chính giảm những năm gần đây



Nguồn: ANRPC, FPTS tổng hợp

Biểu đồ 15: Tỷ lệ vườn cây theo độ tuổi

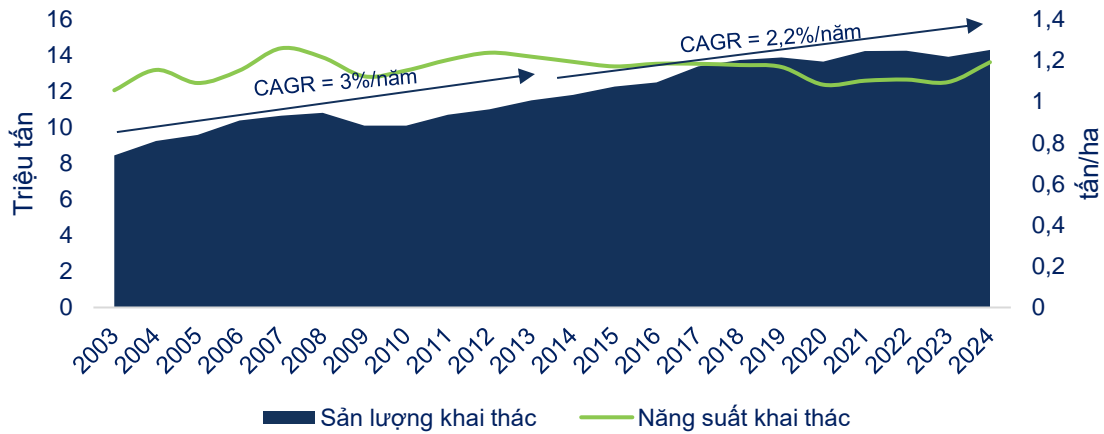


Nguồn: ANRPC

Sản lượng khai thác ca su tăng chậm lại trong giai đoạn 2012-2024 với CAGR 2,2%/năm. Năm 2024, sản lượng đạt khoảng 14,3 triệu tấn, tăng 2,8% yoy, nhưng dự kiến chỉ tăng 0,3% YoY trong năm 2025 (theo báo cáo tháng 2/2025 của ANRPC). Trong giai đoạn 2025-2029F, sản lượng khai thác toàn cầu được dự báo tăng

trường trung bình khoảng 1%/năm, khi tốc độ tăng sản lượng chậm lại ở các nước như Việt Nam, Ấn Độ và Bồ Đào Nha, cùng với năng suất giảm từ vườn cây già tại Indonesia và Malaysia.

Biểu đồ 16: Diễn biến sản lượng và năng suất khai thác cao su toàn cầu



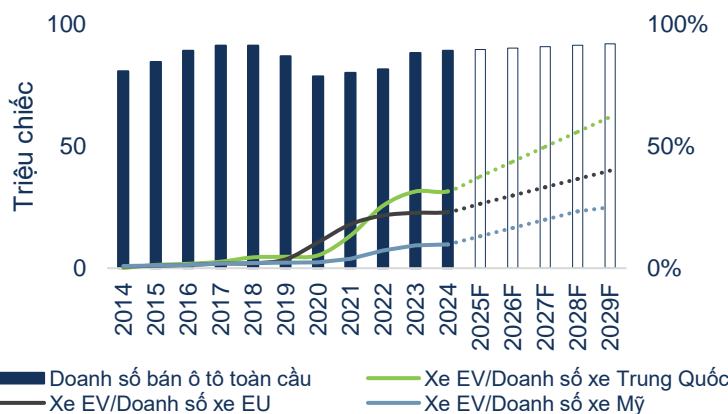
Nguồn: ANRPC, FPTS tổng hợp và ước tính

2. Nhu cầu cao su thiên nhiên: dự báo tăng trưởng 3-4%/năm giai đoạn 2025-2029F nhờ tăng trưởng doanh số lốp xe và xu hướng xe năng lượng mới sử dụng nhiều cao su thiên nhiên hơn

Dự báo doanh số tiêu thụ lốp xe toàn cầu đạt mức tăng trưởng trung bình 2%/năm giai đoạn 2025-2029F được thúc đẩy nhờ (1) tăng trưởng tiêu thụ xe năng lượng mới (EV) và (2) tăng doanh số ô tô tại các nước đang phát triển.

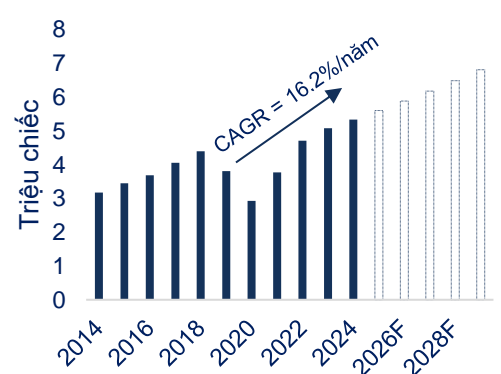
- Tỷ lệ tiêu thụ xe EV tăng mạnh với CAGR 74,4%/năm (2020-2024), chiếm 20% doanh số xe toàn cầu năm 2024. Trung Quốc, EU và Mỹ dẫn đầu với mức thâm nhập lần lượt 40%, 23% và 10%. Theo [IEA Global EV Outlook 2024](#), nhu cầu xe EV dự kiến tăng với CAGR 16%/năm (2025-2029F), đạt trên 40% doanh số xe toàn cầu vào 2029. Xu hướng này được thúc đẩy nhờ các chính sách hỗ trợ từ chính phủ Trung Quốc (miễn thuế 5%, giảm 50% phí đăng ký, trợ cấp mua xe) và các quy định ngày càng nghiêm ngặt về giảm phát thải CO2 tại EU (từ 95 g CO2/km năm 2024 xuống 93,6 g CO2/km từ 2025).
- Tiêu thụ ô tô tại Ấn Độ - thị trường ô tô lớn thứ 5 thế giới, ghi nhận doanh số tăng mạnh với CAGR 16,2%/năm (2020-2024) nhờ nền kinh tế phát triển nhanh, với tăng trưởng GDP dự kiến đạt 7% năm 2024 (IMF) góp phần thúc đẩy nhu cầu lốp xe.

Biểu đồ 17: Doanh số ô tô toàn cầu và tỷ lệ thâm nhập xe EV các nước



Nguồn: Tổ chức Quốc tế các Nhà sản xuất Ô tô (OICA), IEA ước tính

Biểu đồ 18: Doanh số ô tô Ấn Độ



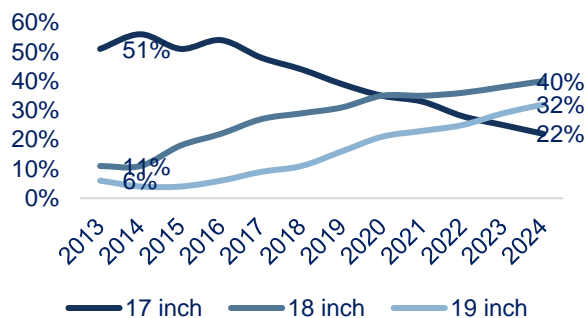
Nguồn: Hiệp hội các Nhà sản xuất Ô tô Ấn Độ (SIAM)

Lốp xe EV sử dụng nhiều cao su thiên nhiên hơn

Lốp xe điện (EV) thường được thiết kế đường kính lớn hơn và sử dụng nhiều cao su thiên nhiên hơn để đáp ứng yêu cầu vận hành đặc thù như giảm lực cản lăn và chịu tải trọng lớn từ bộ pin. Trong giai đoạn 2013-2024, thống kê Car and Wheel state cho thấy tỷ lệ sử dụng lốp có kích thước lớn trong phân khúc SUV tại Trung Quốc tăng đáng kể phản ánh xu hướng gia tăng tỷ lệ thâm nhập xe điện: lốp 18 inch tăng từ 11% lên 40%, lốp 19 inch tăng từ 6% lên 32%.

Đồng thời nhu cầu thay thế lốp xe điện cũng cao hơn do độ hao mòn nhanh hơn 20-30% so với lốp xe thường (theo Emissions Analytics - tổ chức chuyên nghiên cứu về khí thải và hiệu suất xe).

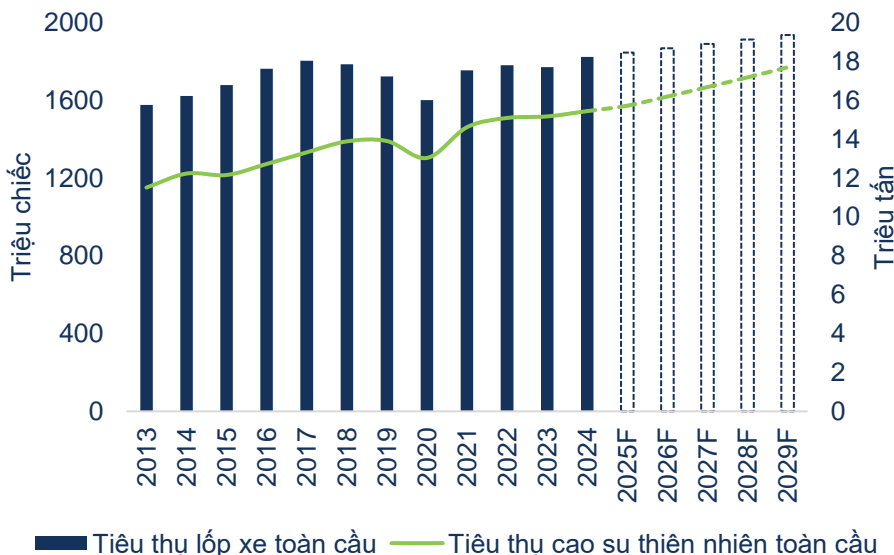
Biểu đồ 19: Xu hướng thay đổi kích thước lốp tại Trung Quốc phân khúc SUV



Nguồn: Car and Wheel state, FTS tổng hợp

Giai đoạn 2025-2029F, tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu được dự báo tăng với CAGR 3-4%/năm, cao hơn mức 2,4%/năm của giai đoạn 2014-2024. Động lực tăng trưởng chính đến từ nhu cầu lốp xe gia tăng và xu hướng phát triển xe năng lượng mới, vốn sử dụng nhiều cao su thiên nhiên hơn so với xe truyền thống.

Biểu đồ 20: Doanh số tiêu thụ lốp xe và nhu cầu tiêu thụ cao su thiên nhiên toàn cầu



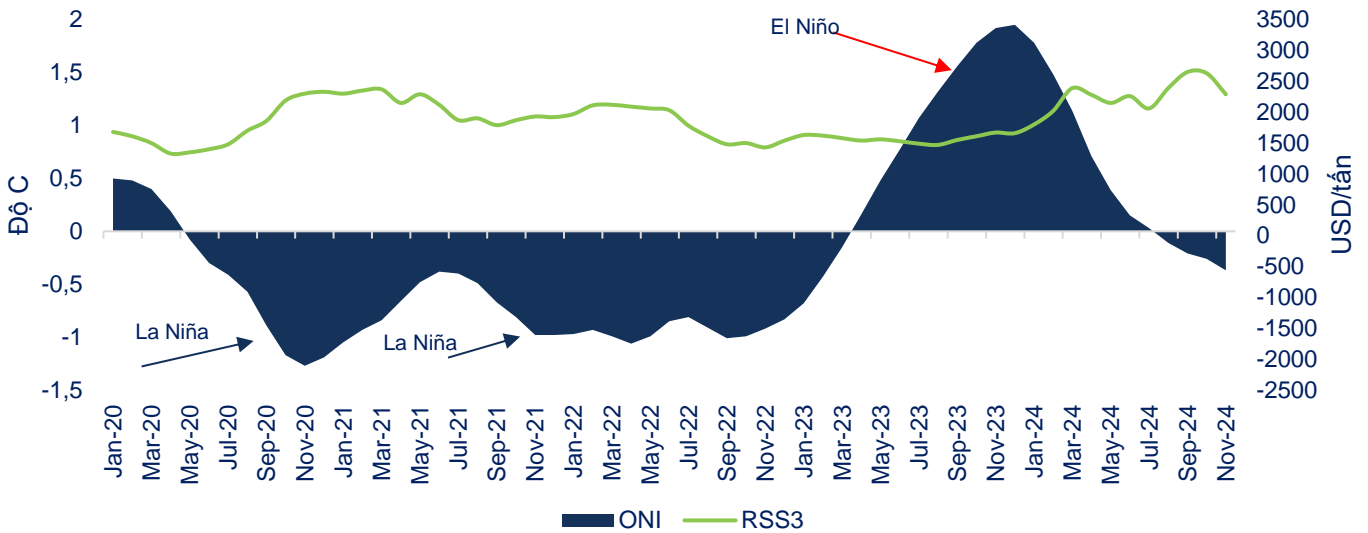
Nguồn: Báo cáo thường niên Michelin, ANRPC, FPTS ước tính

II. Triển vọng ngắn hạn: Giá cao su tăng 5-6% trong 2025 do thời tiết La Niña mùa cao điểm khai thác, Trung Quốc tăng nhập kho và giá dầu dự báo ổn định

1. Thời tiết cực đoan (El Niño hoặc La Niña) làm giảm sản lượng khai thác trong ngắn hạn

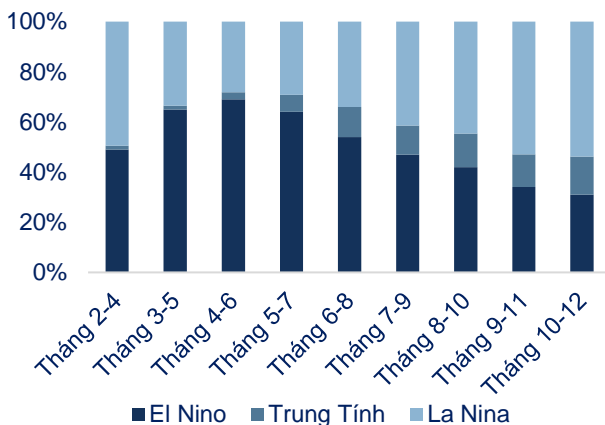
Sản lượng cao su bị ảnh hưởng trực tiếp bởi thời tiết, đặc biệt trong giai đoạn rụng lá và khai thác. Mưa nhiều làm gián đoạn khai thác, trong khi hạn hán sẽ ảnh hưởng đến sự phát triển của cây. ([chi tiết mùa vụ thu hoạch](#))

Thống kê giai đoạn 2016–2024 cho thấy giá cao su thường tăng trong các năm xảy ra El Niño hoặc La Niña. Năm 2024, giá cao su tự nhiên tăng mạnh, với TSR20 tăng 27%yoy và RSS3 tăng 43%yoy, do thời tiết cực đoan. Nửa đầu năm, El Niño gây nhiệt độ cao và khô hạn đặc biệt tại Thái Lan, làm cây cao su phát triển kém. Nửa cuối năm, mưa lớn và bão lũ liên tiếp tại Thái Lan, Việt Nam khiến khai thác cao su bị gián đoạn, trì hoãn nguồn cung trong mùa cao điểm.

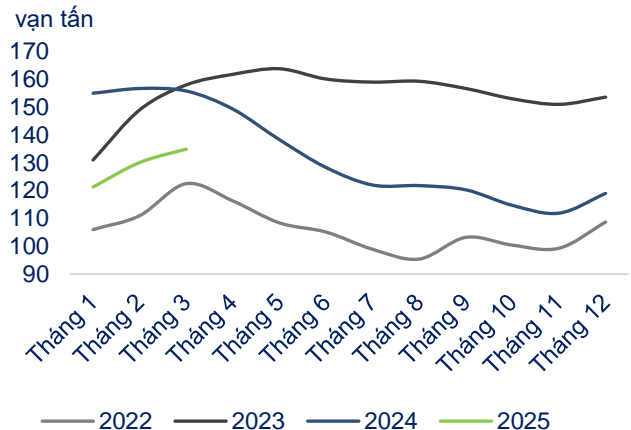
Biểu đồ 21: Diễn biến giá cao su thiên và các hiện tượng ENSO


Nguồn: *indexmundi, Climate Prediction Center*

Giá cao su thiên nhiên dự báo tăng 5-6% trong năm 2025 so với 2024, do La Niña (theo Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội - IRI) có thể xuất hiện cuối năm, gây mưa nhiều và giảm sản lượng mùa khai thác chính. Đồng thời, Trung Quốc tăng mua dự trữ, hỗ trợ giá không giảm mạnh ở mùa thấp điểm đầu năm.

Biểu đồ 22: Dự báo hiện tượng ENSO năm 2025


Nguồn: *Viện nghiên cứu quốc tế về khí hậu và xã hội (IRI)*

Biểu đồ 23: Tồn kho cao su của Trung Quốc


Nguồn: *Hiệp hội cao su Trung Quốc*

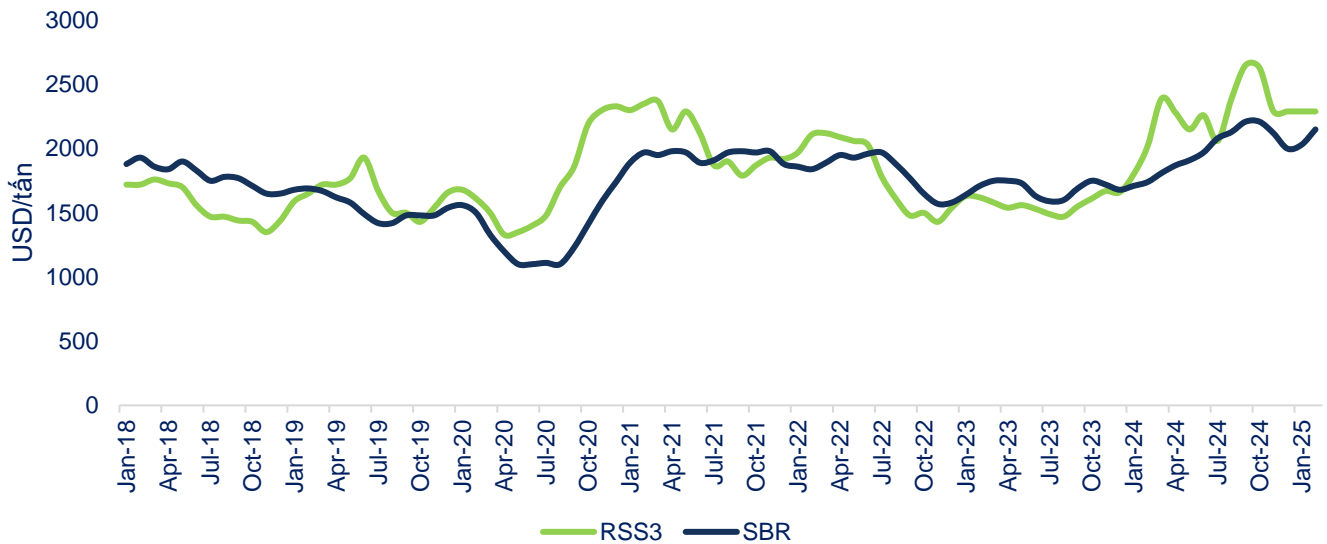
2. Dự báo chênh lệch giá giữa cao su thiên nhiên và cao su tổng hợp ổn định không gây tác động lớn đến nhu cầu cao su thiên nhiên ngắn hạn.

Cao su tổng hợp (Styrene-Butadiene Rubber) được sản xuất từ các hợp chất hóa học có nguồn gốc từ dầu mỏ hoặc khí đốt. Trong sản xuất lốp xe, cao su tổng hợp và cao su thiên nhiên là hai sản phẩm thay thế nhưng tỷ lệ thường không đáng kể do hiệu suất bổ sung cho nhau. Cao su thiên nhiên vượt trội về độ đàn hồi, độ bền và khả năng chống mài mòn, trong khi cao su tổng hợp có khả năng chống lão hóa tốt hơn. Tuy nhiên, khi chênh lệch giá giữa hai loại cao su lớn, hoặc thậm chí xảy ra tình trạng thị trường khắc nghiệt, một số nhà sản xuất sẽ điều chỉnh công thức để tối ưu chi phí, khiến giá của hai sản phẩm có mối tương quan (theo Tire Technology International)

Trong năm 2025, giá cao su tổng hợp SBR được dự báo sẽ ổn định và tăng nhẹ, dao động trong khoảng 2.200-2.350 USD/tấn tùy khu vực, nhờ giá dầu Brent quanh 74 USD/thùng trong năm 2025 (theo EIA) và nhu cầu lốp

xe tăng từ ngành ô tô, đặc biệt là xe điện. Tương ứng mức dự báo chênh lệch giá giữa SBR và cao su thiên nhiên khoảng 200 USD/tấn chưa thể gây tác động lớn đến xu hướng tiêu thụ cao su thiên nhiên trong năm.

Biểu đồ 24: Diễn biến giá cao su tự nhiên RSS3 và cao su tổng hợp SBR (Trung Quốc)

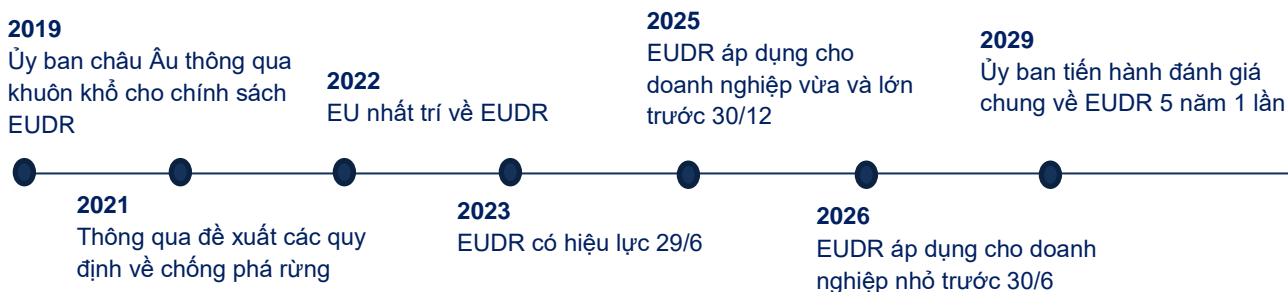


Nguồn: indexmundi, businessanalytiq

III. Ngành cao su thiên nhiên đối mặt nguy cơ gián đoạn chuỗi cung ứng khi Liên minh Châu Âu (EU) áp dụng Quy định EUDR vào cuối năm 2025

EUDR ([chi tiết](#)) được Quốc hội Châu Âu và Hội Đồng Liên minh Châu Âu phê duyệt ngày 31/5/2023, quy định về yêu cầu các sản phẩm nhập và xuất khẩu châu Âu có nguồn gốc từ cọ dầu, đậu nành, gỗ, cacao, cà phê, gia súc và cao su phải đáp ứng ba tiêu chí: (1) Không có nguồn gốc từ phá rừng (chứng chỉ VFCO/PEFC); (2) Tuân thủ luật pháp nước sản xuất (đất đai, lao động, nhân quyền, môi trường, thuế...); và (3) Được kiểm tra và đánh giá chất lượng. EUDR dự kiến sẽ được áp dụng vào cuối năm 2025 đối với các doanh nghiệp vừa và lớn, sau đó 6 tháng sẽ áp dụng cho các doanh nghiệp nhỏ.

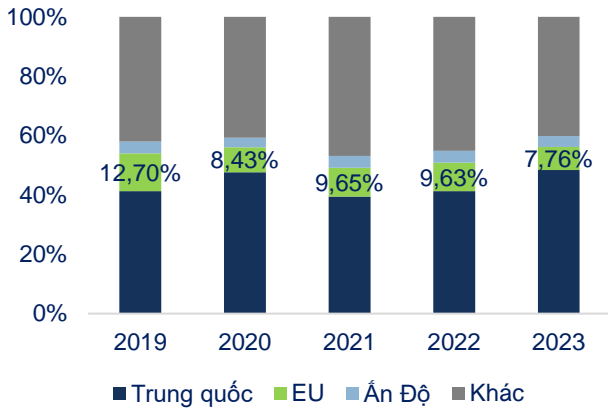
Bảng 2: EUDR kế hoạch triển khai mới sau 1 năm trì hoãn



Nguồn: Quốc hội Châu Âu và hội đồng liên minh Châu Âu

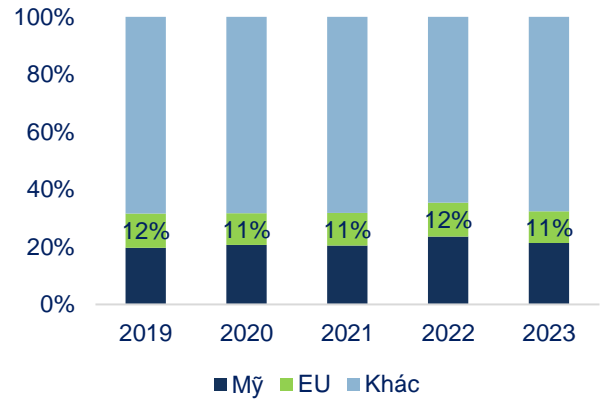
EUDR dự kiến ảnh hưởng đến khoảng 18-20% nguồn cung cao su toàn cầu thông qua tiêu thụ trực tiếp và gián tiếp tại EU. Năm 2023, EU nhập khẩu khoảng 1,015 triệu tấn cao su thiên nhiên, chiếm 7,8% tổng nhập khẩu toàn cầu, chủ yếu phục vụ sản xuất lốp xe nội địa. Bên cạnh đó, đây còn là khu vực nhập khẩu lốp xe ô tô lớn thứ 2 thế giới (sau Mỹ) với tỷ trọng nhập khẩu 11% năm 2023. Điều này buộc các nhà sản xuất lốp xe lớn (Trung Quốc, Mỹ...) phải kiểm soát chặt chẽ nguồn gốc cao su thiên nhiên trong chuỗi cung ứng nếu muốn xuất khẩu EU.

Biểu đồ 25: Tỷ trọng nhập khẩu cao su thiên nhiên theo quốc gia



Nguồn: ANRPC

Biểu đồ 26: Tỷ trọng nhập khẩu lốp ô tô theo quốc gia



Nguồn: [Trendeconomy.com](https://trendeconomy.com)

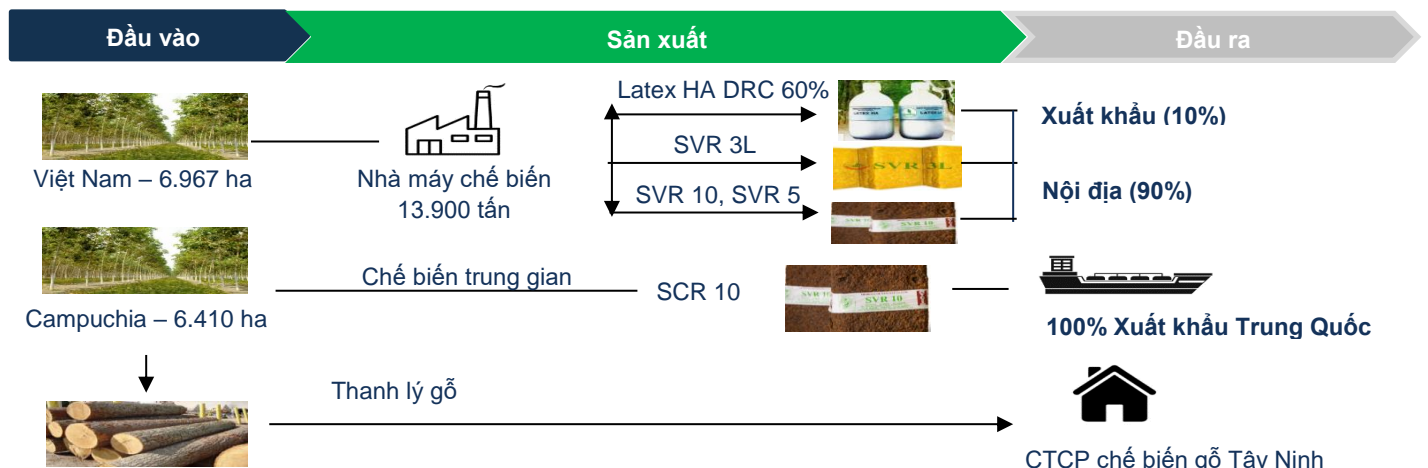
Nguồn cung cao su đạt chuẩn EUDR không đủ đáp ứng nhu cầu, giá bán sản phẩm đạt chuẩn tăng thêm 10-15% so với cao su thường. Đến cuối 2024, diện tích cao su đạt chuẩn EUDR vẫn rất thấp khi chỉ khoảng 4% trong 11,7 triệu ha rừng cao su toàn cầu có chứng chỉ VFCO/PEFC (theo Hiệp hội cao su Indonesia). Nguyên nhân do tỷ lệ cao su tiểu điền cao ở các nước sản xuất lớn như Thái Lan (90%), Indonesia (83%), Malaysia (93%) và Việt Nam (52%), gây khó khăn trong truy xuất nguồn gốc đất. Ngoài ra, yêu cầu tuân thủ lao động của EUDR cũng là thách thức lớn, khi việc sử dụng lao động nước ngoài khiến nhà cung cấp gặp khó khăn trong quản lý giấy phép và đảm bảo tuân thủ pháp luật địa phương.

Các doanh nghiệp cao su Việt Nam đang tận dụng cơ hội lớn từ EUDR nhờ sự chuẩn bị kỹ lưỡng. Khác với Thái Lan và Indonesia, phần lớn diện tích cao su tại Việt Nam do các tập đoàn nhà nước quản lý. Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam (GVR) hiện kiểm soát 373.300 ha cao su, chiếm 40% tổng diện tích cao su cả nước, trong đó 120.000 ha đã đạt chứng chỉ VFCS/PEFC cùng với 38 nhà máy sở hữu chứng nhận chuỗi hành trình sản phẩm. Đáng chú ý, toàn bộ diện tích còn lại không có nguồn gốc từ rừng, đáp ứng tiêu chí bền vững và hướng tới chứng chỉ VFCS/PEFC. Vào ngày 3/12/2024, GVR công bố ba công ty thành viên đạt chứng chỉ EUDR và ký kết hợp đồng ghi nhớ bán cao su với mức giá cao hơn 10%. Trong thời gian tới, GVR sẽ tiếp tục đẩy nhanh tiến độ hoàn thành EUDR, nâng cao lợi thế cạnh tranh của cao su Việt Nam trên thị trường quốc tế.

D. PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

TRC là doanh nghiệp có quy mô trồng và khai thác cao su lớn thứ 5 trong số các doanh nghiệp niêm yết với tổng diện tích 13.373 ha ([Phụ lục](#))

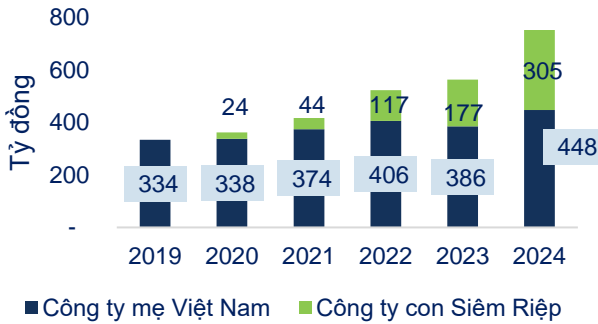
Chuỗi giá trị TRC



Nguồn FPTs tổng hợp

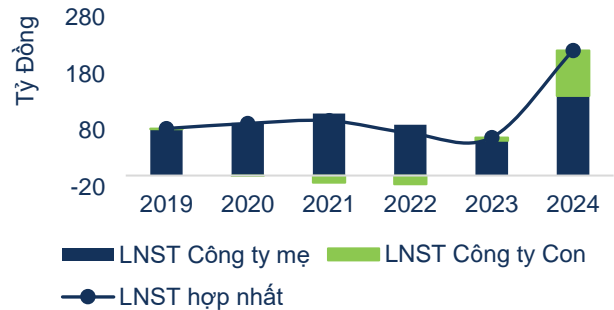
Công ty mẹ vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận hợp nhất của TRC, lần lượt đạt 59% và 64% năm 2024. Tuy nhiên, đóng góp của công ty con ngày càng gia tăng đáng kể. Nếu năm 2019, công ty con chưa ghi nhận doanh thu, thì đến năm 2024, tỷ trọng doanh thu đã đạt 41% tổng doanh thu hợp nhất. Về lợi nhuận, công ty con bắt đầu có lãi từ năm 2023 và tăng trưởng nhanh trong năm 2024, đóng góp 36% lợi nhuận hợp nhất. Xu hướng này cho thấy công ty con đang ngày càng đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu tài chính của TRC.

Biểu đồ 27: Diễn biến doanh thu hợp nhất TRC



Nguồn: TRC, FPT S ước tính

Biểu đồ 28: Lợi nhuận sau thuế hợp nhất TRC



Nguồn:TRC, FPT S ước tính

I. Hoạt động kinh doanh công ty mẹ phụ thuộc lớn vào diễn biến giá cao su.

1. Mảng cao su: Sản phẩm phân khúc cao cấp, hướng đến chuẩn EUDR, triển vọng tăng trưởng nhờ giá bán tăng

1.1. Đầu vào: Ngành thâm dụng lao động và nhiều khoản chi phí định mức khó tiết giảm

Quy trình khai thác mủ cao su thủ công



Cạo mủ từ 2h-8h sáng. Thời điểm cây cho nhiều mủ



Trút mủ 8-9h sáng, khi mủ đầy chén

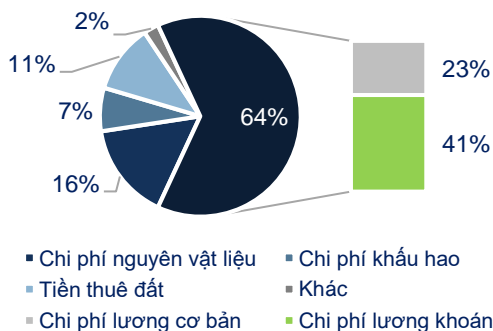


Đem mủ về nhà máy chế biến

Nguồn FPT S tổng hợp

Ngành khai thác mủ cao su phụ thuộc lớn vào lao động phổ thông nên chi phí nhân công luôn chiếm tỷ trọng lớn 60-62% trong cơ cấu giá thành; các chi phí khác như phân bón (20%), chi phí khấu hao (7%) và tiền thuê đất hằng năm (8%).

Biểu đồ 29: Cơ cấu giá thành công ty mẹ 2024



Nguồn: TRC

Biểu đồ 30: Chi phí nhân công phụ thuộc giá cao su



Nguồn: TRC

Chi phí nhân công điều chỉnh linh hoạt theo giá cao su: Lương nhân công sản xuất gồm lương cơ bản và lương khoán sản phẩm. Lương cơ bản tăng theo mức tăng lương cơ bản vùng từ 3,5 triệu đồng/tháng (2019) lên 4,1 triệu đồng/tháng (2024), trung bình tăng 3%/năm giai đoạn 2019-2024. Trong khi đó, lương khoán được TRC chủ động điều chỉnh theo diễn biến giá cao su. Năm 2024 với mức tăng trung bình giá cao su thiên nhiên 36,2% yoy, mức khoán đạt 12,4 triệu đồng/tấn tăng 43,9% yoy.

Chi phí nguyên vật liệu, khấu hao và tiền thuê đất gần như định mức, khó tiết giảm

Chi phí nguyên vật liệu chính là phân bón (NPK, Kali...) gần như định mức được quy định trong [quy chuẩn theo quy trình kỹ thuật cây cao su](#) - Bộ Nông Nghiệp và phát triển nông thôn ban hành, để đảm bảo cây cao su đạt chuẩn khai thác hiệu quả.

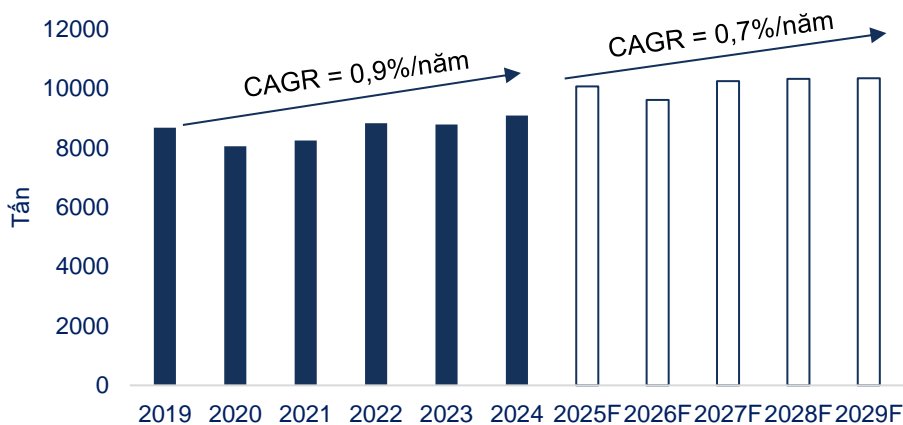
Chi phí khấu hao vườn cây cũng được phân bổ cụ thể theo năm khai thác. Trong khi tiền thuê đất được TRC trả theo từng năm và điều chỉnh theo giá đất hiện hành. Theo quy định [Luật Đất đai 2024](#), giá đất bằng giá đất sẽ được điều chỉnh hằng năm. Quyết định 54/2024/QĐ-UBND về Bảng giá đất Tây Ninh áp dụng từ ngày 25/10/2024 đến hết ngày 31/12/2025, giá đất mới cao hơn giai đoạn trước 20% ở các khu vực nông trường của TRC. Tương ứng mức tăng giá thành trung bình khoảng 1.600.000 đồng/tấn cao su, ước tính có thể ảnh hưởng khoảng 2% biên lợi nhuận gộp của TRC với các yếu tố khác không đổi.

Chúng tôi nhận thấy, các khoản chi phí định mức của TRC - bao gồm chi phí lương cơ bản, nguyên vật liệu, khấu hao và tiền thuê đất, chiếm hơn 50% cơ cấu giá thành và khó tiết giảm. Do đó, biên lợi nhuận gộp của công ty phụ thuộc lớn vào năng suất khai thác và diễn biến giá cao su thiên nhiên trên thị trường.

Sản lượng ổn định nhờ gia tăng diện tích khai thác khi năng suất vườn cây giảm nhẹ.

Sản lượng vườn cây của công ty mẹ ổn định, đạt CAGR = 0,9%/năm trong giai đoạn 2019-2024 với diện tích khai thác tăng trung bình 2,2%/năm, trong khi năng suất vườn cây giảm trung bình -2,6%/năm. Trong giai đoạn 2025-2029F, dự báo sản lượng công ty mẹ đạt CAGR = +0,7%/năm với diện tích khai thác tăng trung bình 1,7%/năm và năng suất tiếp tục xu hướng giảm -1%/năm.

Biểu đồ 31: Sản lượng khai thác vườn cây ở Việt Nam của TRC



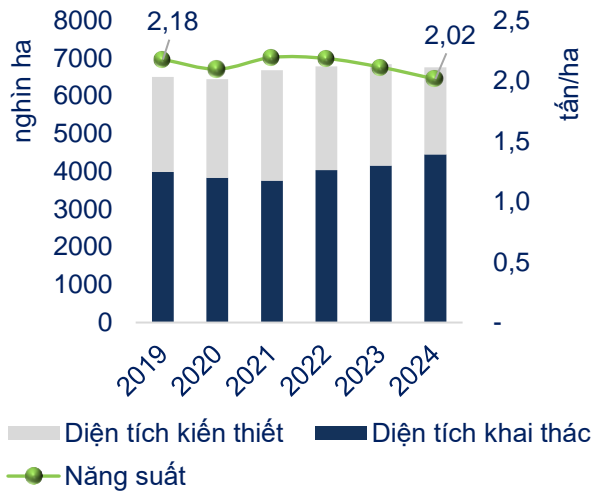
Nguồn: TRC, FPTS ước tính

Về diện tích khai thác: Công ty mẹ TRC đang quản lý khai thác tại 3 nông trường Tây Ninh gồm Gò Dầu (2.097 ha), Bến Củi (2.640 ha) và Cầu Khởi (2.229 ha). Tổng diện tích khai thác 2024 đạt 4.454 ha và diện tích kiến thiết cơ bản đạt 2.306 ha. Trong giai đoạn 2025-2029F, dự báo diện tích khai thác tăng trung bình 1,7%/năm khi phần lớn diện tích kiến thiết cơ bản được đưa vào khai thác. Đồng thời hiện toàn bộ diện tích vườn cây đều đã đạt chứng chỉ quản lý rừng bền vững VFCO/PEFC.

Năng suất vườn cây giảm do thiếu hụt lao động: Năng suất vườn cây TRC giảm từ 2,18 tấn/ha (2018) còn 2,04 tấn/ha (2024) do tăng định mức khai thác. Năm 2024, trung bình mỗi nhân công TRC chịu trách nhiệm khai thác trên 3,8 ha tăng so với 3,18 ha (2019) nên tỷ lệ lấy mủ chưa triệt để. TRC hiện đang khó thu hút lao động do xu hướng chuyển dịch lao động sang các khu công nghiệp với điều kiện làm việc tốt hơn trong khi mức thu nhập

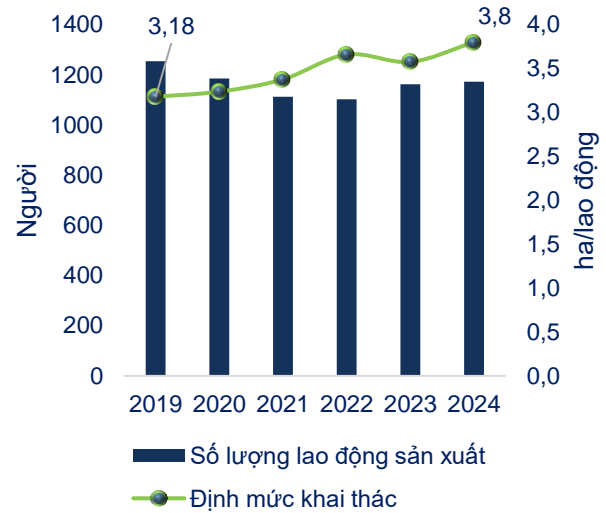
tương đương. Dự kiến áp lực này sẽ tiếp diễn trong giai đoạn 2025-2029F làm năng suất vườn cây trung bình giảm 1%/năm còn khoảng 1,94 tấn/ha năm 2029F.

Biểu đồ 32: Diện tích và năng suất khai thác công ty mẹ



Nguồn: TRC

Biểu đồ 33: Định mức khai thác tăng do thiếu hụt lao động



Nguồn: TRC

1.2. Về sản xuất: Nhà máy đạt chứng chỉ chuỗi hành trình sản phẩm hướng tới EUDR.

Hiện TRC có 2 nhà máy chế biến tại Tây Ninh với tổng công suất thiết kế là 13.900 tấn. Trong đó có 6.400 tấn mủ ly tâm (Latex HA DRC 60%), 6.500 tấn mủ cốm các loại SVR 3L, SVR10, SVR20 và 1.000 tấn mủ tờ RSS. Hiện tại cả 2 nhà máy chế biến của TRC đều đã đạt chứng chỉ chuỗi hành trình sản phẩm PEFC-CoC (**Chain of custody**) (**chi tiết**) cho toàn bộ sản phẩm – một trong những tiêu chí để hoàn thành chứng chỉ EUDR.

Bảng 3: Nhà máy chế biến cao su của TRC tại Tây Ninh

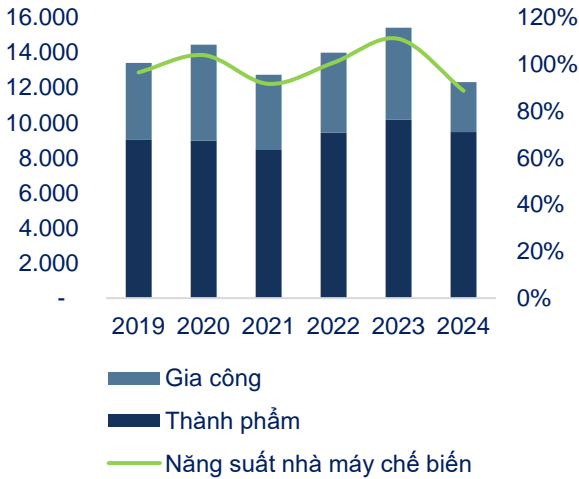
Tên nhà máy	Địa điểm	Công suất
Nhà máy chế biến cao su Bến Củi	Xã Bến Củi, huyện Dương Minh, Tây Ninh	3000 tấn mủ Cốm, 1000 tấn mủ tờ RSS (hoạt động 2022)
Nhà máy chế biến cao su Hiệp Thành	Xã Hiệp Thành, huyện Gò Dầu Tây Ninh	6400 tấn mủ Latex và 3500 tấn mủ cốm SVR10, SVR20

Nguồn: TRC, FPTs tổng hợp

Tổng công suất thiết kế của nhà máy TRC hiện vượt trội so với sản lượng mủ khai thác hàng năm. Vì vậy, công ty đã thu mua thêm mủ từ các hộ nông dân (tiểu điền) và linh hoạt nhận gia công mủ từ bên ngoài để tận dụng tối đa công suất nhà máy.

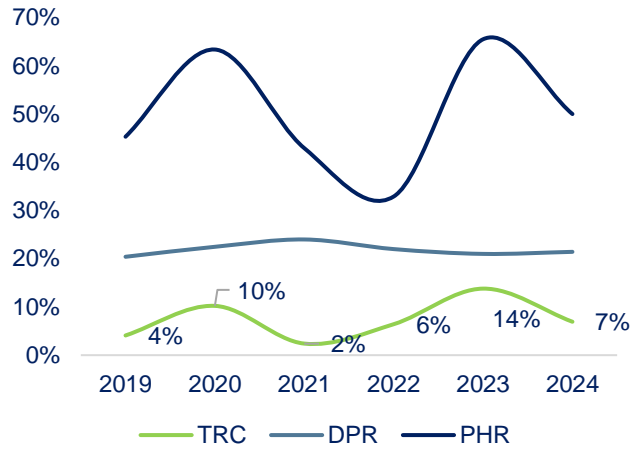
Năm 2024, nhà máy đạt công suất 89%, với tổng sản lượng mủ chế biến là 12.328 tấn, bao gồm 9.465 tấn mủ thành phẩm (mủ chế biến để bán trực tiếp) và 2.862 tấn mủ gia công (mủ chế biến cho đối tác, TRC chỉ thu phí gia công). Đối với mủ thành phẩm, TRC chủ yếu sử dụng mủ tự khai thác, tỷ lệ mủ thu mua từ tiểu điền khá thấp, chỉ khoảng 5-15%. Trong khi đó, tỷ lệ mủ thu mua của cao su Đồng Phú (DPR) trung bình là 20%, và cao su Phước Hòa (PHR) dao động từ 40-65%.

Biểu đồ 34: Năng suất vận hành nhà máy chế biến



Nguồn: TRC

Biểu đồ 35: Tỷ lệ sản phẩm thu mua/ thành phẩm



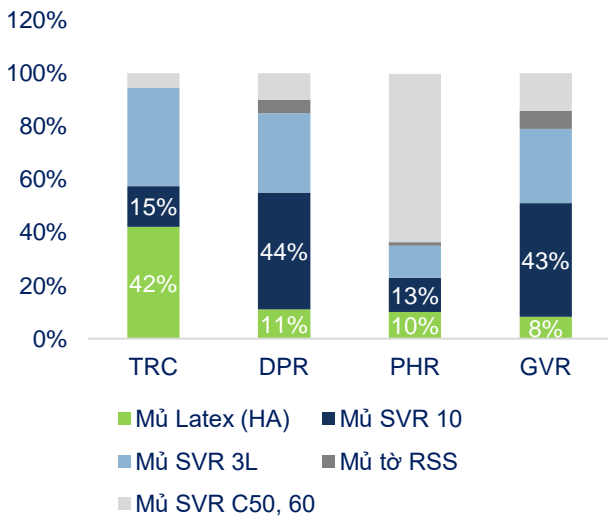
Nguồn: TRC

1.3. Về đầu ra: Sản phẩm phân khúc cao cấp hướng tới đạt chuẩn EUDR tháng 10/2025

TRC tập trung vào hai dòng sản phẩm cao su cao cấp là Latex HA DRC 60% (42%) và SVR 3L (37%), bên cạnh các sản phẩm khác như SVR 10 (15%), SVR 5 và SVR 20. Hiện chỉ có TRC và CTCP Cao Su Dầu Tiếng (chưa niêm yết) tập trung vào sản phẩm Latex, trong khi các doanh nghiệp khác có tỷ trọng Latex thấp hơn đáng kể như DPR (11%), PHR (10%) và GVR (8,6%), giúp TRC hưởng lợi từ mức độ cạnh tranh thấp trong phân khúc này.

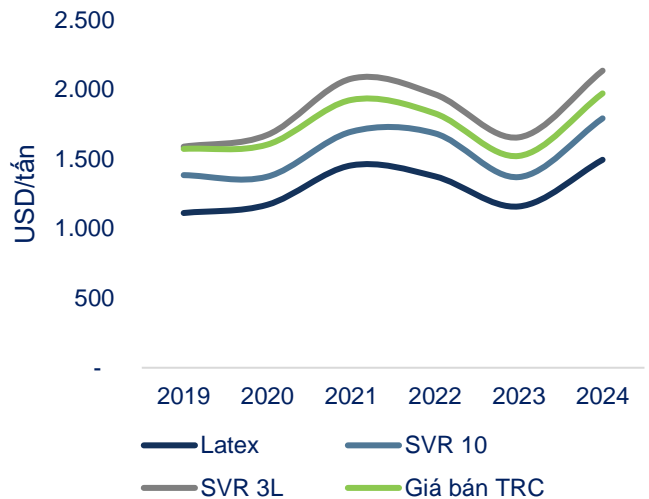
Kế hoạch hoàn thành hồ sơ EUDR vào tháng 10/2025, dự kiến giá bán tăng 200-250 USD/tấn tương ứng 10-15% so với sản phẩm thông thường. Giá bán các dòng sản phẩm luôn biến động cùng chiều với biến động giá cao su thiên nhiên nhưng Latex HA DRC 60% có giá bán niêm yết thấp hơn 20-30% so với các dòng SVR. Dù vậy biên lợi nhuận gộp cho sản phẩm Latex luôn cao hơn SVR khoảng 5-8% do sản phẩm chỉ chứa 60% nguyên liệu thô so với SVR cần 100% nguyên liệu thô.

Biểu đồ 36: Cơ cấu sản phẩm các doanh nghiệp niêm yết



Nguồn: Báo cáo hoạt động sản xuất các doanh nghiệp

Biểu đồ 37: Diễn biến giá trung bình của các loại cao su thiên nhiên của Việt Nam và TRC

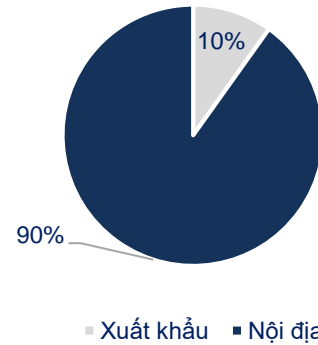


Nguồn: Tổng cục hải quan, TRC, FPTSS ước tính

Về thị trường tiêu thụ: 90% sản lượng của TRC được tiêu thụ bởi các công ty trong nước, chủ yếu là các doanh nghiệp thương mại cao su như Công ty TNHH Sản Xuất Cao Su Liên Anh và Công ty TNHH SXTM Hiệp Thành. Việc hợp tác với các đơn vị này giúp TRC phân phối sản phẩm nhanh chóng mà không cần đầu tư nhiều vào mạng lưới bán hàng trực tiếp.

Ngoài ra, TRC cũng có một số khách hàng tiêu thụ trực tiếp như Sailun Vietnam (nhà sản xuất lốp xe của Trung Quốc) và EdgePoint Group. 10% sản lượng còn lại được xuất khẩu sang Trung Quốc, Ấn Độ, Malaysia, và một số thị trường khác.

Biểu đồ 38: Cơ cấu tiêu thụ sản phẩm theo thị trường của công ty mẹ TRC



Nguồn: TRC, FPTS ước tính

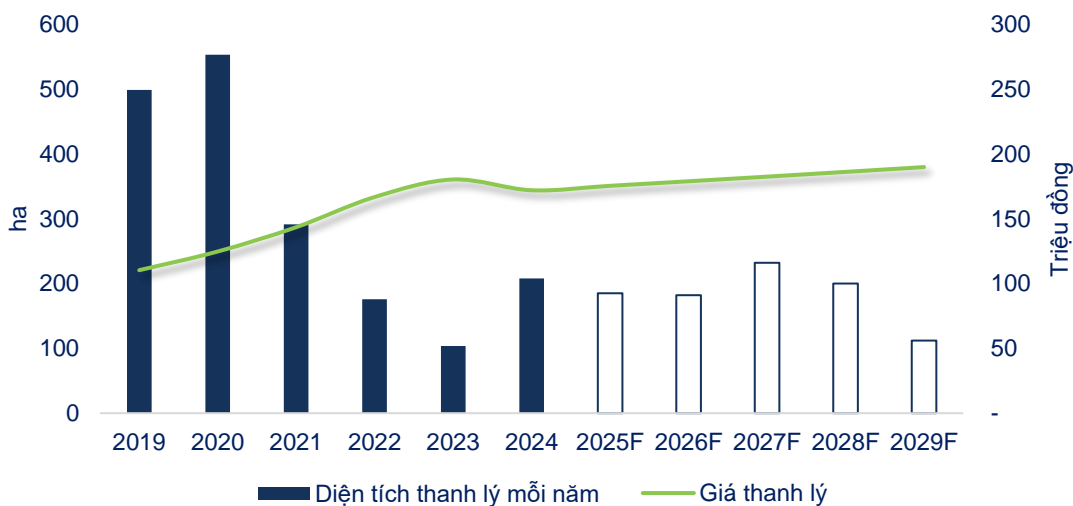
2. Doanh thu và lợi nhuận thanh lý gỗ ổn định

Doanh thu thanh lý gỗ là doanh thu đi kèm với ngành khai thác và chế biến mủ cao su. Các cây cao su trên 30 tuổi sau khi tận thu sẽ được doanh nghiệp chặt bán gỗ để lấy đất tái canh mới. Hiện tại TRC chưa có nhà máy chế biến gỗ nên toàn bộ sẽ bán dưới dạng gỗ cao su thanh lý cho CTCP Chế biến và xuất khẩu gỗ Tây Ninh, Gỗ Thuận An. Dự phóng giai đoạn 2025 – 2029F, lợi nhuận trước thuế thanh lý gỗ chiếm 9-10% lợi nhuận trước thuế TRC.

Về giá thanh lý: Giá thanh lý cây cao su biến động theo giá cao su và cung cầu gỗ cao su. Giá cao su thanh lý tăng trong trung bình 9,0%/năm giai đoạn 2019-2024 nhờ (1) giá mủ cao su tăng trung bình 6%/năm khiến nhu cầu thanh lý giảm (2) Việt Nam đóng cửa rừng thiên nhiên, khiến nhu cầu mua gỗ cao su có nguồn gốc xuất xứ rõ ràng tăng mạnh. Năm 2024, giá thanh lý gỗ đạt 174 triệu đồng/ha. Giai đoạn 2025-2029F ước tính giá thanh lý bình quân của TRC đạt CAGR = +2%/năm khi giá cao su được dự báo tăng trung bình +3%/năm.

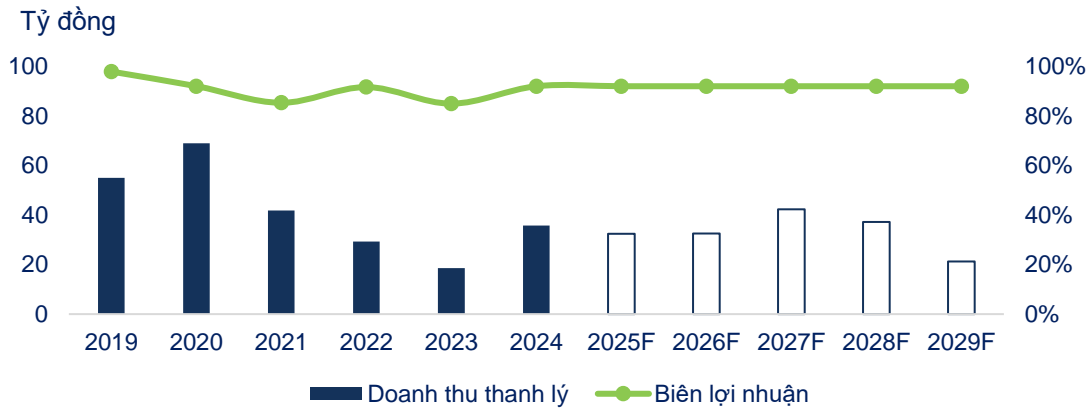
Về diện tích thanh lý: Dựa theo độ tuổi của cây, ước tính TRC còn khoảng 1.000 ha cao su tới tuổi thanh lý trong 5 năm tới 2025-2029F. Do đó, ước tính diện tích thanh lý mỗi năm tới trung bình khoảng 150 ha đến khi hết diện tích cần thanh lý.

Biểu đồ 39: Diện tích và đơn giá thanh lý của TRC



Nguồn: Báo cáo tài chính TRC, FPTS ước tính

Biên lợi nhuận gộp của mảng thanh lý cao su duy trì quanh 90-95%. Năm 2024 doanh thu thanh lý đạt 38,5 tỷ đồng, biên lợi nhuận gộp 95%. Trong 2025-2029F ước tính biên lợi nhuận gộp tiếp tục duy trì ổn định trên 90%.

Biểu đồ 40: Doanh thu và biên lợi gộp thanh lý gỗ của TRC


Nguồn: Báo cáo tài chính TRC, FPTS ước tính

3. Lợi nhuận đột biến từ nhận tiền đền bù đất KCN Hiệp Thạnh

Ngày 1/3/2024, Thủ tướng chính phủ vừa ký quyết định số 214/QĐ-TTg chấp thuận chủ trương đầu tư dự án Khu công nghiệp Hiệp Thạnh do Tập đoàn Công nghiệp cao su Việt Nam làm chủ đầu tư. Dự án có tổng vốn 2.350 tỷ đồng, diện tích 495 ha nằm trên đất nông trường Cao su Gò Dầu (TRC), thời gian thực hiện 36 tháng. Theo ban lãnh đạo, khu đất chủ yếu là cao su già và cây non năng suất thấp, nên ít ảnh hưởng đến sản lượng toàn công ty.

Sau khi được chấp thuận chủ trương đầu tư GVR sẽ phối hợp với Ủy ban tỉnh Tây Ninh để chuyển đổi mục đích sử dụng đất và thống nhất giá đền bù giải phóng mặt bằng. Thời gian để hoàn tất đền bù ước tính khoảng 1-2 năm dựa trên các tiền lệ trước như Khu công nghiệp Nam Tân Uyên (chấp thuận 2018, đền bù 2,5 tỷ/ha năm 2019) hay VSIP 3 (nhận được Quyết định điều chỉnh năm 2021, đền bù 1,3 tỷ/ha năm 2022-2023).

Về giá đền bù: Chúng tôi cho rằng TRC sẽ nhận được đền bù khoảng 1,5 tỷ/ha do vị trí của Hiệp Thạnh khá đắc địa khi nằm ở trung tâm của QL22 nối TP.HCM đi cửa khẩu Mộc Bài - Campuchia, chỉ cách TP.HCM 55 km. Trong khi tại Đồng Phú - Bình Phước giá đền bù đã vào khoảng 1 tỷ/ha. 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.

Hình: Bản đồ vị trí KCN Hiệp Thạnh



Nguồn: FPTS Sưu tầm

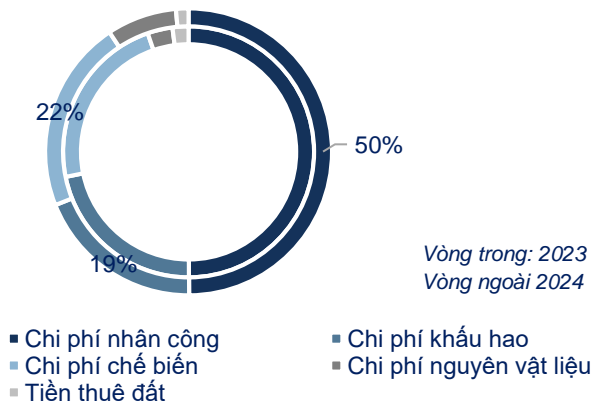
II. Công ty con Tây Ninh - Siêm Riệp Phát triển Cao su đóng vai trò quan trọng trong tăng trưởng của toàn công ty, nhờ sản lượng và giá bán cao su đều tăng.

1. Sản phẩm chế biến qua trung gian và giá thành sản xuất thấp hơn 25-30% so với công ty mẹ do chi phí nhân công thấp

Giá thành sản xuất tại Campuchia thấp hơn khoảng 25-30% so với công ty mẹ với chi phí nhân công chiếm tỷ lệ lớn nhất (50% cơ cấu giá thành 2024), chi phí chế biến 22% và chi phí khấu hao 19%. Năm 2024, công ty Siêm Riệp sử dụng hơn 1.010 lao động với 942 lao động trực tiếp, mức lương bình quân 9,03 triệu đồng/người/năm thấp hơn khoảng 30% so với lương lao động tại Việt Nam. Lương công nhân cũng được tính như tại Việt Nam gồm lương cơ bản và khoản biến động theo giá cao su. Lực lượng lao động tại Campuchia được đánh giá dồi dào do ít gặp cạnh tranh và được TRC đào tạo bài bản đảm bảo năng suất vườn cây.

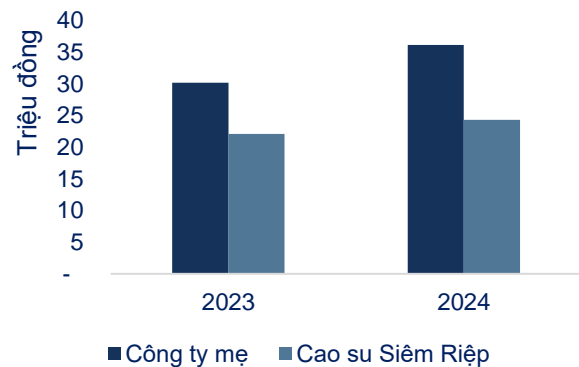
Bên cạnh đó, TRC không có nhà máy chế biến tại Campuchia nên toàn bộ mủ cao su thô được đưa đến chế biến tại nhà máy chế biến cao su Chư Sê – Kampong Thom (thuộc Tập đoàn Công nghiệp Cao su Việt Nam).

Biểu đồ 41: Cơ cấu giá thành cao su SCR 10



Nguồn: TRC, FPTs ước tính

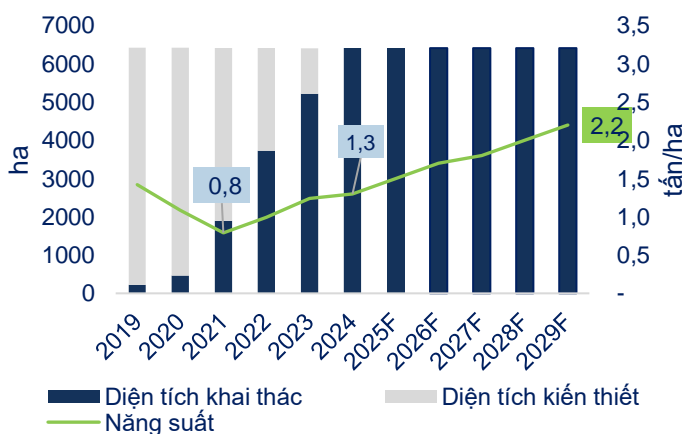
Biểu đồ 42: So sánh giá thành bình quân giữa công ty mẹ và cao su SCR 10



Nguồn: FPTs ước tính

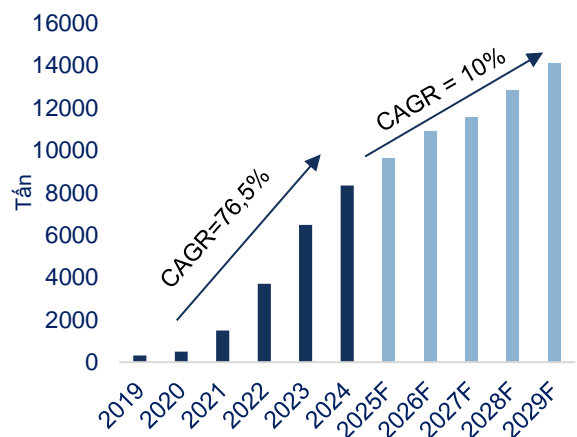
Sản lượng cao su khai thác tại vườn cây Campuchia tăng trưởng mạnh với CAGR= 76,5%/năm trong giai đoạn 2021-2024 nhờ (1) diện tích khai thác tăng trung bình 50,1%/năm và (2) tăng năng suất vườn cây 14%/năm từ 0,8 tấn/ha (2021) lên 1,2 tấn/ha (2024). Dự báo trong 2025-2029F, sản lượng tiếp tục tăng trung bình 10%/năm chủ yếu nhờ tăng năng suất vườn cây.

Biểu đồ 45: Diện tích cao su TRC thuộc công ty Siêm Riệp



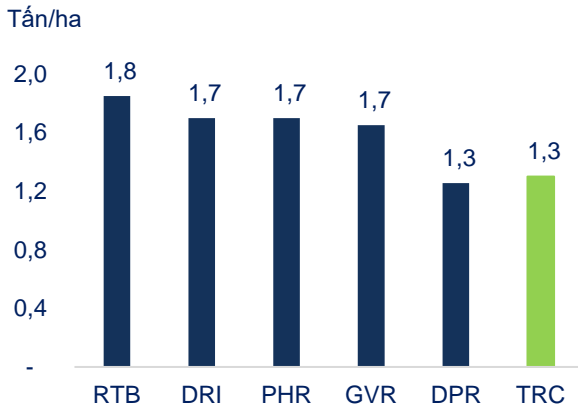
Nguồn: Báo cáo thường niên TRC, FPTs ước tính

Biểu đồ 46: Sản lượng khai thác vườn cây Siêm Riệp

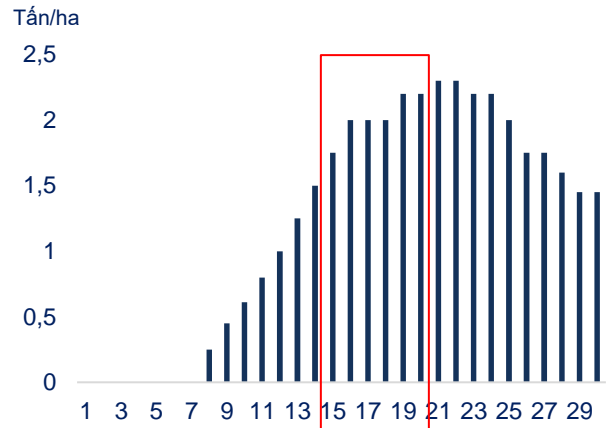


Nguồn: Các doanh nghiệp, FPTs tổng hợp

- **Về diện tích khai thác:** Vườn cây của TRC tại Ou Krouch, xã Trapeang Prasat, huyện Trapeang Prasat, tỉnh Oddar Meanchey có tổng diện tích 6.410 ha, bắt đầu khai thác từ năm 2019. Đến cuối năm 2024, toàn bộ diện tích đã được đưa vào khai thác.
- **Năng suất khai thác còn thấp nhưng đang tăng dần qua các năm.** Ở giai đoạn đầu khai thác, năng suất vườn cây Siêm Riệp đạt trung bình 1,3 tấn/năm (2024) thấp hơn so với vườn cây đưa vào khai thác sớm hơn như **DPR (2017)**, **RTB (2015)** và **DRI (2017)**. Dự kiến năng suất sẽ tiếp tục tăng trong 2025-2029F lên 2,2 tấn/ha khi vườn cây bước sang 15-20 tuổi, lên 2,2 tấn/ha và là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng cho tổng sản lượng khai thác của TRC.

Biểu đồ 47: Năng suất Siêm Riệp thấp hơn vườn cây Campuchia các doanh nghiệp khác


Nguồn: Báo cáo các doanh nghiệp, FPTIS ước tính

Biểu đồ 48: Năng suất vườn cây theo độ tuổi


Nguồn: FPTIS tổng hợp

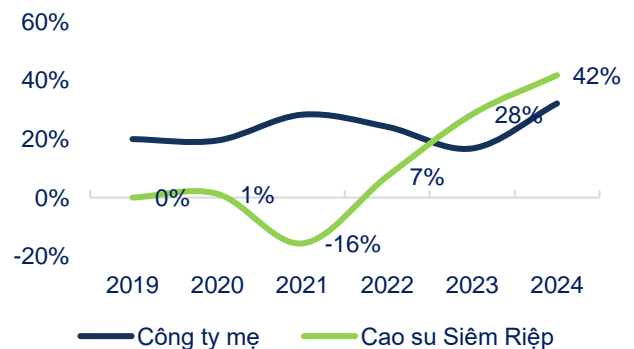
2. Về đầu ra: Giá bán thấp hơn nhưng biên lợi nhuận gộp tốt hơn công ty mẹ do chi phí thấp.

Sản phẩm của Cao su Siêm Riệp là SCR 10 xuất bán chủ yếu tại thị trường Trung Quốc. Giá bán SCR 10 thường thấp hơn 15-20% so với cao su SVR 10 do Campuchia là thị trường mới, chất lượng sản phẩm chưa được đánh giá cao trên thị trường quốc tế.

Biên lợi nhuận gộp của công ty con đã cải thiện đáng kể, từ 7% năm 2022 lên 42% năm 2024, nhờ vườn cây đạt năng suất cao hơn và giá bán cao su tăng. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp của công ty con cũng cao hơn công ty mẹ 10-12%, do giá thành sản phẩm thấp hơn 25-30%.

Biểu đồ 43: Giá bán công ty Siêm Riệp thấp hơn công ty mẹ


Nguồn: TRC, FPTIS ước tính

Biểu đồ 44: So sánh biên lợi nhuận gộp công ty mẹ và cao su Siêm Riệp


Nguồn: FPTIS ước tính

Ngoài ra, Công ty Tây Ninh - Siêm Riệp Phát triển Cao su đã nhận chuyển nhượng dự án trồng cao su với diện tích khoảng 4.000 - 4.500 ha từ Công ty TNHH Best Royal (Campuchia) từ năm 2015. Tính đến cuối năm 2023,

tổng giá trị đầu tư mà TRC đã góp vào dự án bao gồm 269,8 tỷ đồng chi phí trồng lại vườn cây và 176,6 tỷ đồng chi phí chuyển nhượng. Hiện tại, công ty đang tiến hành thủ tục chuyển đổi hình thức đầu tư bằng cách mua lại 100% vốn của Best Royal để trở thành công ty con. Nếu hoàn tất thủ tục Tây Ninh - Siêm Riệp sẽ tiếp tục tái thiết vườn cây đem đến triển vọng gia tăng doanh thu lợi nhuận cho công ty trong dài hạn. Tuy nhiên chúng tôi chưa đánh giá về phần diện tích này trong kết quả dự phóng và sẽ cập nhật khi TRC hoàn tất thủ tục đầu tư.

E. PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

I. Doanh thu tăng trưởng với CAGR = 20,1%/năm giai đoạn 2020-2024 nhờ đóng góp doanh thu công ty con, nhưng lợi nhuận sau thuế 2019-2023 sụt giảm do hiệu quả hoạt động công ty con chưa cao

Giai đoạn 2020-2024, doanh thu TRC đạt tốc độ tăng trưởng kép CAGR = 20,1%/năm, chủ yếu đến từ tăng trưởng công ty con Siêm Riệp với CAGR = 89,3%/năm.

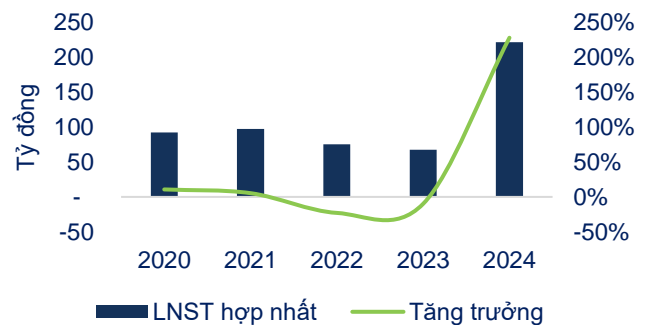
Riêng năm 2024, doanh thu hợp nhất ghi nhận mức tăng trưởng +34% yoy, cao hơn tốc độ tăng trưởng kép nhờ giá bán trung bình tăng +33,6% yoy. Trong đó công ty mẹ ghi nhận tăng trưởng +16,1%yoy nhờ giá bán tăng 36%yoy bù đắp mức giảm sản lượng -15%yoy. Doanh thu công ty con tăng +72,2%yoy nhờ tăng cả sản lượng +27%yoy và giá bán +35%yoy.

Biểu đồ 49: Tăng trưởng doanh thu TRC



Nguồn: TRC, FPT S ước tính

Biểu đồ 50: Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế TRC



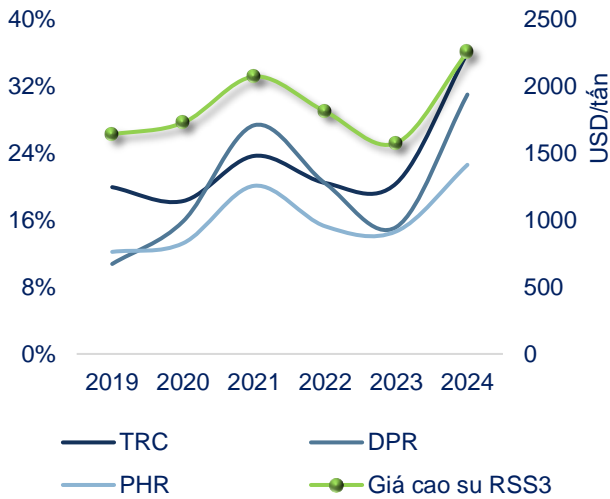
Nguồn:TRC, FPT S ước tính

Giai đoạn 2020-2023, lợi nhuận sau thuế giảm với tốc độ trung bình -10%/năm chủ yếu do công ty con chưa đạt hiệu quả sinh lời tốt. Giá cao su duy trì mức thấp (33 triệu đồng/tấn 2020 xuống còn 30 triệu đồng/tấn cho SCR 10) và sản lượng vườn cây giai đoạn đầu khai thác chưa cao khiến doanh thu không đủ bù đắp các khoản chi phí lớn như khấu hao, lương nhân công, chi phí quản lý. Năm 2024, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng mạnh 227,5% so với mức nền thấp năm 2023 với LNST công ty mẹ tăng 127,8%yoy và công ty con tăng 14 lần chủ yếu do tăng trưởng doanh thu.

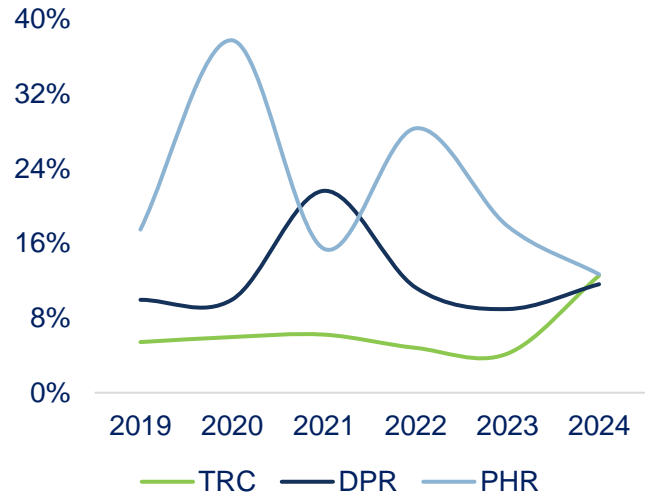
II. Biên lợi nhuận gộp mang cao su cao hơn trung bình ngành và tăng mạnh năm 2024 nhờ giá bán tăng.

Biên lợi nhuận gộp của TRC biến động cùng chiều với giá cao su do các chi phí định mức chiếm tỷ trọng lớn (khoảng 50%) trong cơ cấu giá thành, khó tiết giảm. Năm 2024, nhờ giá cao su tăng trung bình 33,6% yoy, biên lợi nhuận gộp của TRC đã tăng 15,59 điểm phần trăm lên 36%. Biên lợi nhuận gộp tăng giúp tăng đáng kể ROE 2024 đạt 12,55%, tăng 8,36 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Dự báo giai đoạn 2025-2029F, biên lợi nhuận gộp của TRC sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ giá cao su neo cao và gia tăng năng suất vườn cây tại công ty con Siêm Riệp.

So với các doanh nghiệp cùng ngành như PHR và DPR, biên lợi nhuận gộp của TRC thường cao hơn nhờ hai yếu tố chính: (1) TRC tập trung vào sản phẩm Latex HA DRC 60%, vốn có biên lợi nhuận cao hơn so với các sản phẩm TSR mà PHR và DPR chú trọng, và (2) Tỷ lệ thu mua sản phẩm chế biến của TRC thấp hơn đáng kể (chỉ 5-15%), trong khi con số này ở DPR là 20% và PHR là 50%.

Biểu đồ 51: Biên lợi nhuận gộp TRC cao hơn trung bình ngành


Nguồn: Báo cáo tài chính các doanh nghiệp, FPT S

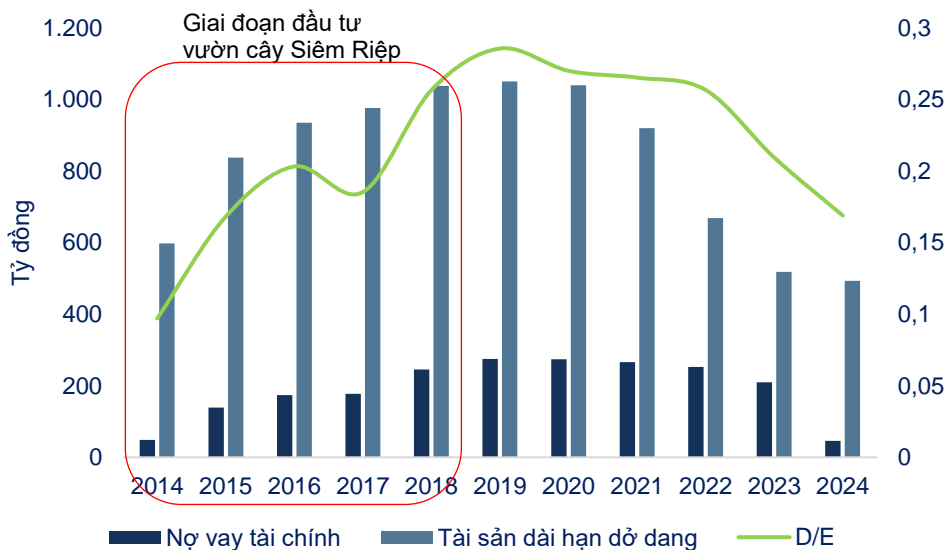
Biểu đồ 52: Diễn biến ROE


Nguồn: TRC, FPT S ước tính

III. Tình hình tài chính lành mạnh

TRC duy trì mức vay nợ thấp, với tỷ lệ D/E ổn định trong khoảng 0.15-0.3. Trong giai đoạn đầu tư vào vườn cây tại Campuchia (2012-2019), công ty chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu để tài trợ, hạn chế sự phụ thuộc vào nguồn vốn vay.

Sau khi đưa vườn cây Campuchia vào khai thác năm 2019, TRC cũng nhanh chóng trả các khoản nợ vay dài hạn. Tính đến cuối năm 2024, TRC chỉ còn 36,2 tỷ đồng nợ vay dài hạn. Theo kế hoạch công ty sẽ hoàn toàn trả hết nợ dài hạn trong năm 2025 giúp tiết kiệm khoảng 10 tỷ chi phí lãi vay những năm tới so với 2024.

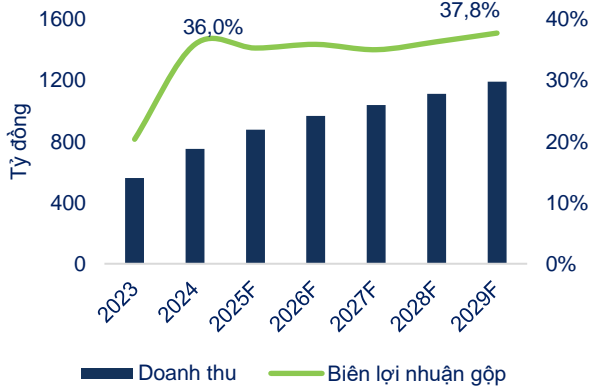
Biểu đồ 53: Cơ cấu nợ vay và tài sản dở dang dài hạn của TRC


Nguồn: Báo cáo tài chính TRC, FPT S ước tính

F. TỔNG HỢP KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ PHÓNG GIAI ĐOẠN 2025-2029F

Dựa trên những phân tích về tình hình ngành cao su nói chung và hoạt động kinh doanh của TRC nói riêng, chúng tôi tiến hành dự phóng kết quả kinh doanh của DPR giai đoạn 2025–2029F

Biểu đồ 54: Doanh thu thuần và biên lợi nhuận gộp TRC 2025F-2029F



Nguồn: FPTS ước tính

Biểu đồ 55: Lợi nhuận trước thuế và lợi nhuận sau thuế TRC 2025F-2029F



Nguồn: FPTS ước tính

Chỉ tiêu

Giả định

Doanh thu thuần

Tại công ty mẹ:

- Dựa theo kế hoạch vườn cây ước tính diện tích khai thác tăng từ 4.983 ha (+11,8%yoy) năm 2025F lên 5.329 ha năm 2029F, đạt mức CAGR = 1,7%/năm. Năng suất giảm CAGR= -1%/năm (2025-2029F). Theo đó sản lượng cao su thành phẩm tiêu thụ ước tính năm 2025 đạt 9.489 tấn (+5%yoy) và tăng trung bình 0,7%/năm trong 2025-2029F.
- Giá bán năm 2025 tăng 8%yoy phản ánh tình hình thời tiết thất thường, Lanina được dự báo xảy ra trong mùa thu hoạch cuối năm và nhu cầu cao su tăng. Giá cao su thường dự báo tăng 5% yoy 2025 và sản phẩm TRC sự kiện đạt chuẩn EUDR vào tháng 10/2025 tăng giá thêm 10% so với cao su thường. Giai đoạn 2025-2029F, giá cao su thiên nhiên toàn cầu tiếp tục xu hướng tăng phản ánh tình trạng thâm hụt cung cầu cao su kéo dài với CAGR = +3,0%/năm.

Tổng doanh thu thuần công ty mẹ tăng 12,7%yoy năm 2025 và tăng trung bình 3,3%/năm cho 2025-2029F

Tại công ty con – Công ty Tây Ninh - Siêm Riệp Phát triển Cao su:

- Diện tích khai thác tối đa đạt 6.410 ha trong khi dự báo năng suất khai thác sẽ tăng dần từ 1,5 tấn/ha năm 2025 lên 2,2 tấn/ha khi vườn già tăng độ tuổi khai thác. Sản lượng cao su thành phẩm năm 2025 tăng 17% và CAGR = 10,0% cho 4 năm sau.
- Giá bán tăng 5% năm 2025 và đạt CAGR = 3%/năm cho 2025-2029F.

Doanh thu thuần công ty con tăng 22,9% yoy trong năm 2025 và tăng 13,3%/năm trong 2025-2029F

Ước tổng doanh thu mảng cao su năm 2025 tăng 16,8%yoy và đạt CAGR = 7,9%/năm trong 2025 - 2029F.

Giá vốn hàng bán	Chúng tôi dự phóng giá vốn hàng bán khó tiết giảm với chi phí thuê đất tăng, tiền lương công nhân tăng do cạnh tranh lao động. Giai đoạn 2025-2029F, giá vốn tăng trưởng ở mức CAGR = 6,9%/năm.
Lợi nhuận gộp	Lợi nhuận gộp 2025 ước đạt 310,9 tỷ đồng tăng 14,8%yoy, biên lợi nhuận gộp đạt 35,4%. Giai đoạn 2025-2029F biên lợi nhuận nói rộng đến 2029 ước đạt 37,8%.
Lợi nhuận khác	<p>Lợi nhuận thanh lý gỗ: Ước tính diện tích thanh lý theo kế hoạch độ tuổi vườn cây trung bình 180-200 ha/năm trong 5 năm tới. Giá thanh lý gỗ tăng 2%/năm 2025-2029F do giá cao su tăng và gỗ cao su có nguồn gốc xuất xứ hạn chế. Biên lợi nhuận gỗ trung bình 91,8%/năm.</p> <p>Khoản thu đột biến từ tiền đền bù vườn cây. Khu công Nghiệp Hiệp Thạnh được duyệt chủ trương đầu tư năm 2024, dựa trên thời gian ước tính triển khai trung bình các dự án trước đây, chúng tôi ước tính Ủy ban nhân dân tỉnh Tây Ninh sẽ tiến hành thu hồi đất và đền bù thiệt hại chậm nhất trong năm 2026. Diện tích đền bù 495 ha với giá thanh lý ước tính 1,5 tỷ đồng/ha, ước tính TRC sẽ thu về 742,5 tỷ đồng tiền đền bù trước thuế.</p>
Lợi nhuận trước thuế	<p>Chúng tôi giả định các khoản chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp của TRC trong giai đoạn 2025-2029F chiếm tỷ lệ lần lượt 1,4% và 6,0% trên doanh thu hằng năm.</p> <p>Lợi nhuận trước thuế TRC ước tăng 14,8%yoy năm 2025 và đạt CAGR = 8,6%/năm trong 2025-2029F.</p>
Lợi nhuận sau thuế	<p>TRC được hưởng ưu đãi thuế cho công ty mẹ với mức thuế suất 10%/năm theo quy định tại Thông tư số 96/2015/TT-BTC ngày 22/6/2015. Công ty Tây Ninh – Phát triển cao su Siêm Riệp được miễn thuế năm 2025 và sau đó chịu thuế suất 20%. Các khoản thu nhập khác chịu thuế suất 20%.</p> <p>Lợi nhuận sau thuế năm 2025 TRC ước đạt 264,07 tỷ đồng chiếm 94,9% lợi nhuận trước thuế và tỷ lệ này những năm sau đạt trung bình 84-85%. Ước lợi nhuận sau thuế đạt CAGR = 5,5%/năm giai đoạn 2025-2029F.</p>

G. PHỤ LỤC

1. Phân biệt các loại cao su theo tiêu chuẩn kỹ thuật (trở về)

Loại cao su	Nguyên liệu	Tiêu chuẩn kỹ thuật	Ứng dụng
TSR 3L	Mủ nước	Chất bẩn ≤0,03%, màu sáng, độ dẻo cao	Lốp ô tô, dây đai, cáp điện, đế giày, sản phẩm y tế và công nghiệp điện tử đòi hỏi màu sắc tươi sáng và chất lượng ca
TSR CV 50, TSR CV 60	Mủ nước, xử lý để đạt độ nhớt ổn định	Độ nhớt thấp và ổn định, hàm lượng nitơ thấp	Lốp xe cao cấp, đệm, phụ tùng ô tô
TSR 5	Mủ tạp hoặc pha mủ nước	Chất bẩn ≤0,05%, chất lượng trung-cao	Lốp xe, băng tải, sản phẩm công nghiệp
TSR 10	Mủ tạp hoặc pha mủ nước	Chất bẩn ≤0,10%, chất lượng trung bình	Lốp xe, đệm chống va đập
TSR 20	Mủ tạp hoặc pha mủ nước	Chất bẩn ≤0,16%, chất lượng thấp hơn	Lốp tải, sản phẩm công nghiệp cơ bản
RSS	Mủ nước, sấy khô thành tấm, sản xuất thủ công	Phân hạng RSS 1-5, ít tạp chất, màu tốt. Chất lượng không đồng đều nhưng giữ đặc tính tự nhiên tốt	Lốp xe cao cấp, sản phẩm kỹ thuật
Latex	Mủ nước tươi, cô đặc	DRC 60-70%, ít tạp chất, bảo quản amoniac	Găng tay, bao cao su, keo dán

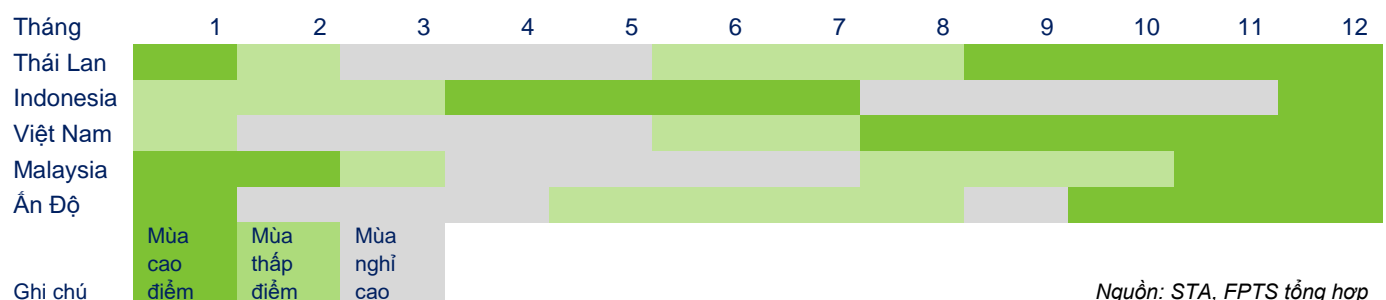
Nguồn: FPTS Tổng hợp

2. Thống kê diện tích trồng và khai thác cao su 2023 các doanh nghiệp niêm yết tại Việt Nam (trở về):

Doanh nghiệp niêm yết	Diện tích cao su tại Việt Nam (ha)	Diện tích cao su Campuchia (ha)	Diện tích cao su Lào (ha)	Tổng (ha)	Diện tích khai thác (ha)	Sản lượng (tấn)
GVR	259.449	87.891	25.960	373.300	258.387	302.936
PHR	14.500	8.000	-	22.500	16.459	24.970
DPR	10.439	5.147	-	15.586	11.447	19.462
HNG*			15.192	15.192	4.150	6.625
TRC	6.967	6.410	-	13.373	9.672	15.565
RTB*	5.717	12.957 (RTB 46%)	-	12.066	8.745	14.917
DRI		-	8.592	8.592	8.300	13.852
BRR	8.323	-	-	8.323	6.169	9.562
HRC	4.956	-	-	4.956	2.700	3.150

Nguồn: Báo cáo thường niên các doanh nghiệp FPTS tổng hợp

3. Mùa vụ thu hoạch của các quốc gia sản xuất chính (trở về)



Nguồn: STA, FPTS tổng hợp

H. CHI TIẾT CẬP NHẬT ĐỊNH GIÁ & KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu TRC với mức giá mục tiêu là **91.800VNĐ/cp**, cao hơn **9,4%** so với mức giá đóng cửa ngày 29/03/2025. Nhà đầu tư có thể chờ mua TRC tại vùng 72.000 VNĐ/cp với kỳ vọng suất sinh lời 27,5%.

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)	91.779	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	91.764	50%
Giá mục tiêu (làm tròn)		91.800	

Thay đổi giá định mô hình DCF

Giá định mô hình	Giá định mô hình	Giá định mô hình	Giá định mô hình
WACC	15,27%	Phần bù rủi ro	9,38
Chi phí sử dụng nợ	0%	Hệ số Beta đòn bẩy	1,3
Chi phí sử dụng VCSH	15,27%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro	3,08%	Thời gian dự phóng	5 năm
CAGR DTT 2025 - 2039	7,9%	CAGR LNST 2025 - 2029	5,5%

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	15,27%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ VNĐ)	1.439
(+) Tiền mặt (tỷ VNĐ)	260
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ VNĐ)	46
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	2.658.8
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	29
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	91.764
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ VNĐ)	2.659,3
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	91.779

I. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG
Đơn vị: Tỷ đồng

HĐKD	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	CĐKT	2025F	2026F	2007F	2028F	2029F
Doanh thu thuần	879,2	969,9	1040,3	1113,9	1193,3	Tài sản					
- Giá vốn hàng bán	568,2	621,0	675,2	708,4	742,0	+ Tiền và tương đương tiền	284,5	341,5	343,9	378,4	414,6
Lợi nhuận gộp	310,9	348,8	365,1	405,5	451,3	+ Đầu tư TC ngắn hạn					
- Chi phí bán hàng	12,0	13,3	14,3	15,3	16,3	+ Các khoản phải thu	229,2	252,9	271,2	290,4	311,1
- Chi phí quản lí DN	52,8	58,2	62,4	66,8	71,6	+ Hàng tồn kho	108,7	118,8	129,2	135,5	142,0
Lợi nhuận thuần HĐKD	246,1	277,4	288,4	323,4	363,4	+ Tài sản ngắn hạn khác	45,9	50,1	54,5	57,2	59,9
- (Lỗ)/lãi HĐTC	5,7	4,9	5,9	5,9	6,5	Tổng tài sản ngắn hạn	668,3	763,3	798,8	861,5	927,6
- Lợi nhuận khác	29,8	772,4	38,8	34,2	19,5	+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1385,4	1386,1	1386,7	1387,4	1388,1
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	279,7	1054,0	332,5	362,7	388,6	+ Khấu hao lũy kế	-480,1	-550,5	-628,7	-691,8	-742,8
- Chi phí lãi vay	-1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	905,3	835,6	758,0	695,5	645,3
Lợi nhuận trước thuế	278,4	1054,0	332,5	362,7	388,6	+ Đầu tư tài chính dài hạn	150,4	150,4	150,4	150,4	150,4
- Thuế TNDN	14,3	194,1	49,3	56,2	61,0	+ Tài sản dài hạn khác	1,5	1,6	1,7	1,9	2,0
LNST công ty mẹ	264,1	859,9	283,2	306,6	327,6	Tổng tài sản dài hạn	1550,8	1481,3	1403,9	1341,6	1291,6
EPS (đ/cp)	8802	28665	9439	10219	10920	Tổng tài sản Nợ & VCSH	2219,1	2244,6	2202,7	2203,1	2219,2
Chỉ tiêu	2025F	2026	2027F	2028F	2029F	+ Phải trả người bán	293,1	320,3	348,3	365,4	382,8
Tỷ suất lợi nhuận gộp	35,4%	36,0%	35,1%	36,4%	37,8%	+ Vay và nợ ngắn hạn	0	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	30,0%	88,6%	27,0%	27,3%	27,3%	+ Quỹ khen thưởng phúc lợi	24,5	27,1	29,0	31,1	33,3
ROE DuPont	13,9%	45,0%	15,2%	16,8%	18,2%	Nợ ngắn hạn	317,7	347,4	377,3	396,5	416,1
ROA DuPont	11,9%	38,3%	12,7%	13,9%	14,8%	+ Vay và nợ dài hạn	-0,361	-0,361	-0,361	-0,361	-0,361
Tỷ suất EBIT/doanh thu	31,7%	108,6%	31,7%	32,3%	32,4%	Nợ dài hạn	1,553	1,698	1,846	1,937	2,029
LNST/LNTT	99,5%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	Tổng nợ	319,2	349,1	379,2	398,5	418,1
LNTT / EBIT	94,9%	81,6%	85,2%	84,6%	84,3%	+ Thặng dư	0	0	0	0	0
Vòng quay tổng tài sản	0,4x	0,4x	0,5x	0,5x	0,5x	+ Vốn điều lệ	300	300	300	300	300

Đòn bẩy tài chính 1,2x 1,2x 1,2x 1,2x 1,2x

+ LN chưa phân phối	200,2	143,0	28,0	-47,4	-112,4
Vốn chủ sở hữu	1899,9	1895,5	1823,5	1804,7	1801,1
Tổng cộng nguồn vốn	2219,1	2244,6	2202,7	2203,1	2219,2

Chỉ tiêu	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Chỉ số thanh toán hiện hành	2,1x	2,2x	2,1x	2,2x	2,2x
Chỉ số thanh toán nhanh	1,8x	1,9x	1,8x	1,8x	1,9x
Chỉ số thanh toán tiền mặt	0,9x	1,0x	0,9x	1,0x	1,0x
Nợ / Tài sản	0,1x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ / VCSH	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ ngắn hạn / VCSH	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
Nợ dài hạn / VCSH	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Khả năng trả lãi vay	213,1x	N/A	N/A	N/A	N/A

Chỉ tiêu	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Số ngày phải thu	(21,12)	(22,70)	(21,76)	(23,65)	(23,77)
Số ngày tồn kho	88,31	90,72	91,94	92,02	92,00
Số ngày phải trả	64,52	66,86	67,03	68,19	68,25
Số ngày chuyển đổi tiền mặt	173,95	180,28	180,73	183,86	184,02
Giá vốn hàng bán / Hàng tồn kho	6,2x	5,7x	5,7x	5,5x	5,5x

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	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh	Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp. Đà Nẵng
Số 52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.	Tầng 3 Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.	Số 100 Quang Trung, Phường Thạch Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng, Việt Nam.
ĐT: 1900 6446 Fax: (84.24) 3773 9058	ĐT: 1900 6446 Fax: (84.28) 6291 0607	ĐT: 1900 6446 Fax: (84.23) 6355 3888