

Báo cáo phân tích

Ngày 26/10/2009

Trụ sở

152 Thụy Khuê, Tây Hồ,
Hà Nội

ĐT: (04) 37280921

Fax: (04) 37280920

Chi nhánh HCM

193 Trần Hưng Đạo,
Quận 1

ĐT: (08) 38386868

Fax: (08) 39207542

Website:

www.tvsi.com.vn

Email:

contact@tvsi.com.vn



**Công ty cổ phần Nam Việt—NAV
HOSE**

Thông tin cổ phiếu

Tên công ty:	Công ty cổ phần Nam Việt
Tên viết tắt:	NAVIFICO
Tên quốc tế:	Nam Viet Joint Stock Company
Mã chứng khoán:	NAV
Trụ sở chính:	18F Tầng Nhơn Phú, Phước Long B, Q.9, Tp. HCM
Điện thoại:	+84—8 3731 3443
Fax:	+84 - 8 3731 3641
Email:	naviinfo@navifico-corp.com
Website:	www.navifico-corp.com

MỤC LỤC

Trang

Tóm tắt báo cáo	1
Giới thiệu doanh nghiệp	2
Đánh giá hiệu quả hoạt động	5
Phân tích SWOT	9
Nhận định đầu tư	10

Các mốc sự kiện chính

1963	Thành lập Xí nghiệp Nam Việt Fibrociment
1975	Trở thành DNNN trực thuộc UBND Tp. Hồ Chí Minh
28/6/1989	Đổi tên thành Nhà máy tấm lợp Navifico.
2001	Chuyển thành CTCP Nam Việt
22/12/2006	Niêm yết tại SGD chứng khoán Tp. Hồ Chí Minh

Xây dựng—Vật liệu xây dựng

Biểu đồ giá cổ phiếu NAV trong vòng 01 năm qua



Thông tin cổ phiếu (23/10/2009)

MCK: NAV

Sàn giao dịch: HOSE

Giá cổ phiếu: 19,600 VND

Tổng KL niêm yết: 8,000,000 CP

KL đang lưu hành: 8,000,000 CP

Tổng giá trị vốn hóa thị trường: 156.8 tỷ đồng

Giá cao nhất trong 52 tuần: 21,400 VNĐ

Giá thấp nhất trong 52 tuần: 8,400 VNĐ

Thay đổi giá trong 3 tháng: 56.8%

Thay đổi giá trong 6 tháng: 92.16%

Khối lượng giao dịch bình quân 30 ngày:

Nước ngoài được phép mua: 49%

Nước ngoài đang sở hữu: 9.4%

Tỷ lệ trả cổ tức: 12%

Cổ đông lớn: Tổng công ty Xây dựng Sài Gòn

Lĩnh vực kinh doanh

NAV hoạt động trong các lĩnh vực: chế biến sản phẩm gỗ xuất khẩu; sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng; Cơ khí chế tạo máy; Thi công xây lắp các công trình công nghiệp và xây dựng; Kinh doanh địa ốc...

Công Ty Cổ Phần Nam Việt

Nhận định đầu tư

Tin tưởng vào sự phục hồi nhanh của nền kinh tế Việt Nam, đặc biệt tiềm năng phát triển của ngành mà NAV đang tham gia hoạt động. Kim ngạch xuất nhập khẩu gỗ tăng lên, thị trường tiêu thụ tấm lợp xi măng sợi, gạch, cầu kiện bê tông... ngày càng được củng cố vững chắc trên thị trường Châu Phi, Châu Âu, Hoa Kỳ.

Một bức tranh sáng đang dần được mở rộng khi nhiều dấu hiệu cho thấy kinh tế thế giới đang dần hồi phục: tỷ lệ thất nghiệp giảm, GDP tăng trưởng, lạm phát giảm... Thêm vào đó, ở trong nước, nhiều thông tin hỗ trợ cũng được đưa ra như GDP quý III tăng trưởng 5.76%, CPI 9 tháng đầu năm tăng 7,64%, lãi suất cơ bản vẫn duy trì ở mức 7%/năm.

NAV có một thị trường tiêu thụ sản phẩm đồ gỗ nội thất khá ổn định, thông qua việc ký kết hợp đồng với các hãng lớn uy tín trên thế giới như Interwood Limited, Elite Custom Wood Product, US HIFI... Và thị trường Châu Phi cho sản phẩm tấm lợp màu. Tuy nhiên, từ khi gia nhập WTO, các rào cản thuế quan cũng như chính sách đến từ các nước ngày càng thắt chặt nhiều phía, tăng tính cạnh tranh của công ty lên một mức cao hơn. Khi mà phải cạnh tranh với các đối thủ lớn đến từ các nước hàng đầu về sản xuất đồ nội thất như Đức, Mêhicô. Thị trường tiêu thụ nội địa vẫn co hẹp ở miền Nam, tập trung ở các tỉnh Đồng bằng sông Cửu Long, chưa mở rộng ra thị trường miền Bắc cũng là một yếu tố làm giảm sức cạnh tranh của NAV. Trong tương lai, nếu NAV không có kế hoạch thay đổi chiến lược kinh doanh thì khó mà giữ vững thị phần của mình. Vì hiện tại, thông qua diễn biến giá cổ phiếu trên sàn, giá đang tiến sát về giá trị thực của NAV không còn nhiều.

Theo như định giá của chúng tôi thì giá trị thực của NAV sẽ ở mức **25,600 VNĐ**, mà giá cổ phiếu NAV trong ngày 26/10 đang ở mức 18,700 VNĐ. Như vậy, chúng tôi khuyên **nhà đầu tư nên nắm giữ cổ phiếu này trong ngắn hạn**.

Chỉ tiêu tài chính

Chỉ tiêu	2006	2007	2008
LN thuần HĐSXKD ('000 VNĐ)	21,008,187	27,916,272	15,474,701
Thay đổi (%)		32.88%	-44.57%
LNST ('000 VNĐ)	18,574,052	25,552,126	16,302,509
Thay đổi (%)		37.57%	-36.20%
EPS	7.430	7.805	2.959
Thay đổi (%)		5.05%	-62.09%
P/E (giá 21/10/09) - lần	2.88	2.74	7.23
BVPS	16.27	17.99	11.66
P/B (giá 21/10/09) - lần	1.32	1.19	1.83
ROE	48.76%	29.35%	17.61%
ROA	16.99%	17.83%	11.29%

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP

CTCP Nam Việt tiền thân là xí nghiệp Nam Việt Fibrociment (NAVIFICO) với chức năng chính là sản xuất và kinh doanh tấm lợp, là **đơn vị đầu tiên tại Việt Nam sản xuất tấm lợp xi măng sợi và thương hiệu NAVIFICO đã quen thuộc với thị trường vật liệu xây dựng tại các tỉnh phía Nam** từ Ninh Thuận tới Cà Mau. Năm 1975 NAVIFICO chuyển thành doanh nghiệp nhà nước trực thuộc UBND thành phố Hồ Chí Minh.

Và đến năm 2001, trở thành CTCP Nam Việt và nhà nước nắm giữ 30% cổ phần. Tính đến cuối năm 2008, số cổ phần do nhà nước nắm giữ đại diện là Tổng công ty Xây dựng Sài Gòn chiếm 16%, và hiện nay chỉ còn 9.4%. Điều này cho thấy, công ty đã có sự chuyển biến khá rõ nét trong cơ chế quản lý điều hành, không phụ thuộc quá nhiều vào sự chỉ đạo của nhà nước. Như vậy, lợi ích của cổ đông có thể sẽ được tăng lên.

Tỷ lệ sở hữu trong HĐQT, BGD, BKS

Họ tên	Chức vụ	Trình độ chuyên môn
Tôn Thất Mạnh	Chủ tịch HĐQT/TGD	Cử nhân QTKD
Lê Hữu Thuần	Phó Ctịch HĐQT/ P. TGD	Cử nhân TC—KT
Nguyễn Thị Tới	TV HĐQT	Kinh doanh
Nguyễn Văn Quý	TV HĐQT	Trung cấp cơ khí
Lê Văn Bảy	TV HĐQT	Cử nhân QTKD
Nguyễn Văn Nam	TV HĐQT	Trung cấp kế toán,
Vũ Hải Bằng	TV HĐQT	Cử nhân luật
Đặng Ninh Phương	Phó TGD	Cử nhân khoa học
Nguyễn Vũ Thịnh	Trưởng BKS	Tài chính
Lê Quang Thiện	TV BKS	Cử nhân kinh tế
Huỳnh Liên Quang	TV BKS	Kế toán
Nguyễn Trung Hiếu	TV HĐQT/ Phó TGD	-

Đặc thù ngành NAV hoạt động:

Trước tiên, có một đặc điểm khá thú vị trong hoạt động kinh doanh của CTCP Nam Việt. Đó là **công ty hoạt động trong hai lĩnh vực chính khác nhau: sản xuất đồ gỗ nội thất cao cấp và sản xuất kinh doanh vật liệu xây dựng, cấu kiện bê tông**. Thị trường tiêu thụ của công ty cũng hướng tới hai mục tiêu khác nhau: đồ gỗ nội thất hướng ra thị trường quốc tế—thị trường xuất khẩu tới các nước Châu Âu, Hoa Kỳ, Châu Phi, Australia; thị trường nội địa với các tỉnh phía Nam chủ yếu tiêu thụ các loại sản phẩm tấm xi măng, sợi, gạch, cấu kiện bê tông.

Khả năng tham gia vào ngành:

Công ty hoạt động trong hai lĩnh vực khá khác nhau nên việc chuyên tâm bao quát toàn bộ diễn biến thị trường đầu vào cũng như đầu ra là rất khó, đòi hỏi nguồn lực lao động dồi dào, am hiểu thị trường. Việc Việt Nam gia nhập WTO vừa là cơ hội cũng vừa là thách thức đối với NAV. Cơ hội vì công ty có khả năng thâm nhập ra thị trường nước ngoài, nhưng để vào được những thị trường này phải trải qua rất nhiều rào cản từ phía các nước nhập khẩu, cũng như hàng rào thuế quan, chính sách pháp luật của từng nước.

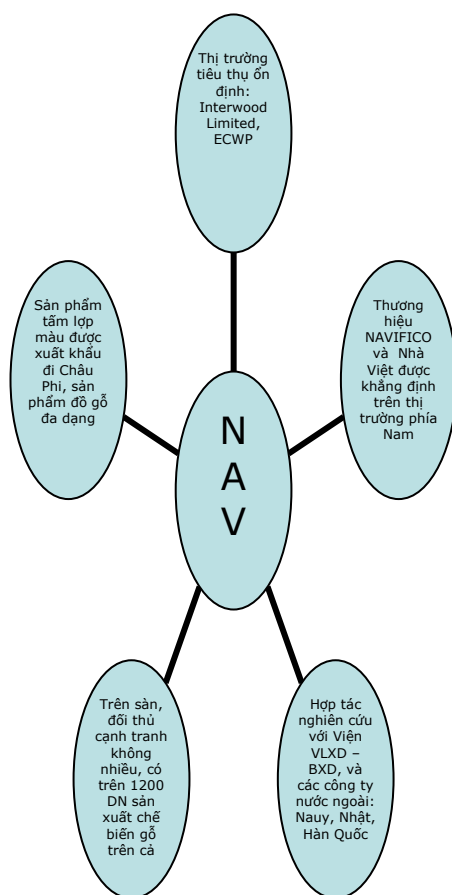
Như vậy tính cạnh tranh trong ngành khá cao. Vì thị trường tiêu thụ là các nước khu vực Châu Âu, Hoa Kỳ, Australia... nên công ty sẽ phải đối mặt với nhiều khó khăn và thách thức lớn đến từ phía các doanh nghiệp sản xuất đồ gỗ nội thất nước ngoài, đặc biệt là từ các nước Đức và Mêhicô. Tại Châu Âu, Hoa Kỳ và Australia thì công ty chủ yếu cung cấp đồ nội thất cao cấp như: cửa gỗ, tủ kệ và kệ bếp...

Với việc ký kết các hợp đồng tiêu thụ tại các nước lớn như Anh, Mỹ thông qua các công ty Interwood Limited, Elite Custom Wood Product, US HIFI... đã góp phần đảm bảo thị phần tiêu thụ ổn định của NAV, kể cả trong tình hình kinh tế khó khăn. Tuy nhiên, việc xuất khẩu sang các nước Châu Phi, Đức, Canada sẽ không được ổn định khi mà việc ký kết hợp đồng chỉ mang tính ngắn hạn.

Sức mạnh từ phía cung:

Sản phẩm đồ gỗ nội thất cao cấp hiện nay đang được rất nhiều người tiêu dùng quan tâm và sử dụng không chỉ ở trong nước mà còn ở nước ngoài. Đặc biệt là các nước có nền kinh tế phát triển lớn mạnh ở khu vực Châu Âu và Hoa Kỳ. Tính tới thời điểm này các **nhà cung cấp sản phẩm đồ gỗ nội thất cao cấp ở Việt Nam là rất ít, với thị phần tiêu thụ chủ yếu là xuất khẩu đi nước ngoài**, không chú trọng nhiều đến khách hàng trong nước mặc dù nhu cầu của người tiêu dùng đã bắt đầu hướng đến với các sản phẩm nội thất cao cấp. Với tình hình như thế, NAV đang mở rộng thị trường tiêu thụ của mình tới cả khách hàng trong nước, song định hướng của công ty vẫn là cung cấp cho các đối tác nước ngoài.

HOẠT ĐỘNG DOANH NGHIỆP



Đối với sản phẩm đồ gỗ - thương hiệu Nhà Việt, khách hàng chủ yếu của Nam Việt vẫn là tập đoàn Interwoods của Anh quốc. Ngoài ra, Nam Việt cũng thâm nhập thị trường đồ gỗ nội thất của Hoa Kỳ thông qua các nhà phân phối chính đang hợp tác với công ty là: Elite Custom Wood Product (ECWP), US Hifi.

Thêm vào đó, lĩnh vực kinh doanh sản phẩm này phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến giá cả của các nguyên vật liệu đầu vào—chủ yếu là gỗ, và tỷ giá hối đoái trên thị trường.

Sản phẩm tấm lợp xi măng sợi với thương hiệu NAVIFICO đã được đông đảo người tiêu dùng phía Nam biết đến. Với hệ thống đại lý phân phối sản phẩm gồm 14 nhà phân phối khu vực và mạng lưới 200 đại lý. Sản phẩm tấm lợp cũng được tiêu thụ ở thị trường quốc tế. Công ty xuất khẩu chủ yếu các loại sản phẩm tấm lợp màu, vật liệu xây dựng tại Châu Phi.

Một đặc điểm lớn trong hoạt động sản xuất kinh doanh của NAV là **nguyên vật liệu đầu vào là nguyên liệu nhập khẩu và sản phẩm đầu ra lại được đem đi xuất khẩu.** Công ty sẽ phải chịu nhiều rủi ro về chính sách tỷ giá cũng như giá gỗ trên thế giới.

Đây là mặt hàng xuất khẩu chủ lực, lớn thứ 5 của Việt Nam sau dầu thô, dệt may, giày dép và thủy sản. Trong 9 tháng đầu năm 2009, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa cả nước đạt 41.7 tỷ USD, giảm 14.3%, trong đó, kim ngạch sản phẩm gỗ giảm 14,2%, đạt 1.768 tỷ USD. Kim ngạch nhập khẩu cũng giảm 25.2%, ước đạt 48.3 tỷ USD, kim ngạch nhập khẩu gỗ và nguyên phụ liệu 630 triệu USD, giảm 15.2%.

Chi phí nguyên vật liệu đầu vào chủ yếu là amiăng, xi măng và các loại gỗ chiếm từ 70–80% giá thành sản phẩm tấm lợp và 80% giá thành sản phẩm gỗ. Vì vậy, giá cả NVL ảnh hưởng rất lớn đến doanh thu và lợi nhuận của Công ty.

Để hạn chế rủi ro có thể gặp phải, công ty vẫn duy trì tốt với các nhà cung cấp giá rẻ hiện có và tìm kiếm nguồn nhập khẩu có giá cạnh tranh hơn. Hiện tại, công ty đang hợp tác với hơn 10 nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào ổn định đến từ các nước Singapore, Hoa Kỳ, Canada, Đức. Đặc biệt có sự trợ giúp của cổ đông lớn—Tổng công ty Xây dựng Sài Gòn—cung cấp nguồn xi măng ổn định để tạo ra sản phẩm tấm lợp.

Việc cạnh tranh mua nguyên vật liệu cũng là vấn đề sống còn đối với doanh nghiệp, khi một loạt các thị trường cung cấp gỗ cho Việt Nam như Lào, Malayxia, Trung Quốc, Thái Lan... đang có xu hướng giảm. Như vậy, NAV sẽ phải đối mặt với việc khan hiếm nguồn NVL đầu vào trong thời gian tới. Tính cạnh tranh nâng cao, đối mặt với các đối thủ cạnh tranh lớn trên thế giới, đặc biệt là những hãng, tập đoàn đến từ những nước chuyên sản xuất đồ gỗ nội thất hàng đầu thế giới như Đức, Mêhicô.

Phát triển sản phẩm dịch vụ R&D

Bên cạnh đó, NAV luôn tập trung nghiên cứu các loại NVL mới để tăng chất lượng sản phẩm và tiết kiệm chi phí nhằm tối đa hóa doanh thu và lợi nhuận. **NAV là đơn vị duy nhất trong ngành nghiên cứu thành công dự án thay thế nguyên liệu PVA thay cho amiăng**—chất độc hại có thể gây nguy hại đến cuộc sống của công nhân viên—gây ung thư.

Ngoài ra, công ty còn hợp tác nghiên cứu với các đối tác nước ngoài như Na Uy, Nhật Bản, Hàn Quốc, Viện VLXD—Bộ Xây Dựng Việt Nam.

Đối thủ cạnh tranh

Hiện tại trên sàn chỉ có 2 công ty cũng hoạt động trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh VLXD cung cấp sản phẩm tấm lợp cho các công trình xây dựng, nhà ở... như NAV là **DCT**—CTCP VLXD Đồng Nai và **LBM**—CTCP VLXD Lâm Đồng. Và chỉ có 1 công ty cung cấp đồ gỗ nội thất là **TTF**—CTCP Kỹ nghệ Gỗ Trường Thành.

Tính **trên cả nước đã có hơn 1,200 doanh nghiệp** hoạt động trong lĩnh vực sản xuất chế biến gỗ với năng lực sản xuất khoảng 2.2—2.5 triệu m³ gỗ tròn/năm. Nhìn chung,

HOẠT ĐỘNG VÀ ĐÁNH GIÁ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

các doanh nghiệp chế biến gỗ đều là các doanh nghiệp vừa và nhỏ. Đa số các công ty tập trung ở các tỉnh miền Nam như: Bình Dương, Tp. Hồ Chí Minh, Đồng Nai,... Các tỉnh miền Trung và Tây Nguyên như: Bình Định, Gia Lai, Đắk Lắk.

Số lượng doanh nghiệp tham gia xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ trong 6 tháng đầu năm 2009 là 1,448 doanh nghiệp (kể cả doanh nghiệp tham gia xuất khẩu ủy thác). Trong đó có khoảng 400 doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài, chiếm tỷ trọng 20% nhưng lại chiếm khoảng 50% kim ngạch xuất khẩu sản phẩm gỗ của cả nước.

Thời gian qua là thời gian thử thách đối với các doanh nghiệp ngành gỗ, khi phải đối mặt với tình trạng khủng hoảng kinh tế, nhiều công ty không trụ được đã buộc phải phá sản hoặc tham gia sáp nhập. Tạo nên một thời kỳ tái cấu trúc của ngành để tiếp tục phát triển trong thời gian tới.

Sức mạnh phía cầu

NAV ký hợp tác lâu dài với rất ít công ty của nước ngoài đảm bảo thị trường tiêu thụ ổn định như Interwood limited, Elite Custom Wood Product, US HIFI. Tuy nhiên, để mở rộng ra các thị trường lớn khác như Australia, Canada, Đức, các nước khu vực Châu Âu thì NAV phải đáp ứng được thị hiếu cũng như cầu tiêu dùng của khách hàng từng nước. Điều này rất khó nắm bắt. Trừ phi NAV ký kết được những đơn đặt hàng sẵn với đối tác, có cam kết rõ ràng nguyên vật liệu lấy từ nguồn nào, chất lượng ra sao. Mặt khác, thị trường mà NAV hướng tới là thị trường xuất khẩu nên phụ thuộc khá nhiều vào việc công ty có ký kết hợp đồng được hay không? Nếu không, thì phải có chiến lược phát triển thị phần trong nước, không chỉ bó hẹp thị trường phía Nam mà mở rộng ra cả phía Bắc.

Cơ cấu cổ đông:

Cơ cấu cổ đông	Số lượng nắm giữ	Tỷ lệ
Nhà nước	750,000	9.4%
Nước ngoài	400,000	5.0%
Khác	6,850,000	85.6%

Khi mới cổ phần hóa, Nhà nước sở hữu 30% vốn cổ phần của công ty, mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn có thể ra quyết định đến toàn bộ hoạt động của NAVIFICO, nhưng nó cũng có tác động nhất định đến đường lối hoạt động của Công ty. Và khi đó, tỷ lệ sở hữu nước ngoài là không có. Đến thời điểm này, Nhà nước đã rút dần sự sở hữu của mình ra khỏi công ty, chỉ còn 9.4% - đại diện là Tổng công ty Xây dựng Sài Gòn. Điều này cho thấy có sự điều chỉnh trong cơ chế quản lý của công ty, lợi ích của các cổ đông không còn chịu sự chi phối lớn của Nhà nước. Hơn nữa, nhà đầu tư nước ngoài cũng bắt đầu quan tâm đến NAVIFICO, khi tăng tỷ lệ sở hữu lên 5% - một con số không lớn, nhưng cũng chứng tỏ họ đang tin vào tiềm năng phát triển của NAVIFICO trong thời gian tới.

Ban lãnh đạo, Hội đồng quản trị

Có được thành công của ngày hôm nay là nhờ sự điều hành của ban lãnh đạo cũng như HĐQT của công ty. Những quyết định sáng suốt và kịp thời đã được đưa ra, khi công ty không chỉ hướng vào sản xuất tấm lợp phục vụ các công trình xây dựng, công nghiệp, nhà ở... mà còn hướng ra sản phẩm đồ gỗ nội thất cao cấp—một hướng nhìn có chiều sâu và rộng. Khi ngày nay, rất nhiều khách hàng hướng đến việc trang trí nội thất cho căn hộ của mình những nét cổ kính, sang trọng. Và sản phẩm gỗ nội thất đã hội tụ đủ những gì mà họ cần. Mục tiêu mà NAVIFICO hướng tới là thị trường tiêu thụ ở các nước Châu Âu và Hoa Kỳ—những khách hàng khó tính, đầy tiềm năng. Tuy gặp nhiều khó khăn trong quá trình sản xuất, nhưng cuối cùng thương hiệu gỗ nội thất Nhà Việt đã có chỗ đứng trên thị trường. Tại hội chợ Vietbuil 2008, sản phẩm cửa gỗ ấn tượng của công ty đã thu hút không ít khách hàng đến tham quan và đặt vấn đề ký kết hợp tác với công ty. Không có sự thay đổi nhiều trong đội ngũ ban lãnh đạo của NAVIFICO. Như vậy, về lâu dài, chiến lược phát triển của công ty không có sự thay đổi lớn.

Hệ số khả năng thanh toán:

	NAV			TTF	LBM	DCT
Năm	2006	2007	2008	2008		
Khả năng thanh toán ngắn hạn (lần)	1.16	2.10	1.71	1.26	1.82	4.14
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	0.53	1.34	0.81	0.44	1.32	1.89

Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Năm 2007 là năm kinh tế tăng trưởng mạnh nhất trước khi bước vào suy thoái của năm 2008. Do vậy, các chỉ tiêu thanh toán của NAV luôn cao hơn so với hai năm 2006 và 2008. Công ty có đủ khả năng trả nợ những khoản vay có kỳ hạn dưới một năm rất tốt. Năm 2008, do ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế toàn cầu, chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng lên, nhu cầu tiêu dùng của khách hàng hạn chế. Thêm vào đó, lãi suất cho vay của ngân hàng tăng lên chóng mặt, ngân hàng công thương—Vietinbank ở mức 20.5% vào tháng 7/2008 sau khi đã điều chỉnh giảm lần 2. Đến gần cuối năm thì lãi suất của ngân hàng này được giảm bớt xuống còn 16%. Do đó, doanh thu của NAV giảm, khả năng chi trả nợ của NAV vì thế mà giảm so với 2007 nhưng vẫn ở mức khá khi khả năng thanh toán ngắn hạn ở mức 1.71 lần, khả năng thanh toán nhanh là 0.81 lần.

Ảnh hưởng của cuộc khủng hoảng tài chính năm 2008 làm cho khả năng thanh toán nợ của NAV giảm, nhưng vẫn ở mức chấp nhận được so với các doanh nghiệp trong ngành.

Với việc ký kết với tập đoàn Interwood làm thị trường tiêu thụ ổn định của sản phẩm đồ gỗ cao cấp nên mặc dù nhu cầu tiêu thụ sản phẩm này giảm ở khu vực Hoa Kỳ và EU, hàng tồn kho chiếm hơn 50% tài sản lưu động. Nhưng hoạt động của công ty vẫn ổn định và hiệu quả hơn so với công ty kỹ nghệ gỗ Trường Thành—TTF trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh đồ gỗ nội thất. Chính sách quản lý nợ của NAV vẫn còn nằm trong tầm kiểm soát, không gặp nhiều khó khăn trong việc thanh toán nợ.

So với các công ty LBM, DCT—có cùng chung sản phẩm tấm lợp—thì khả năng thanh toán của NAV có kém hơn nhưng vẫn chấp nhận được. Sự so sánh này cũng không chính xác hoàn toàn khi mà doanh thu chính của NAV có được từ hai nguồn sản phẩm chính: đồ gỗ nội thất cao cấp và tấm lợp. Trong khi, các công ty còn lại chỉ chú trọng vào chỉ riêng một sản phẩm chính hoặc là sản xuất đồ gỗ nội thất, hoặc kinh doanh tấm lợp. Do đó, chính sách quản lý nợ của từng công ty là khác nhau. Song nhìn chung, chính sách quản lý các khoản nợ ngắn hạn của NAV là khá tốt và ổn định.

Hệ số năng lực hoạt động:

Hiệu suất sử dụng tài sản	Đơn vị	2006	2007	2008			
				NAV	TTF	LBM	DCT
Vòng quay tổng tài sản	Lần	1.61	1.48	1.23	0.40	0.78	0.56
Vòng quay hàng tồn kho	Lần	3.35	4.22	3.16	0.61	3.40	1.68
Vòng quay khoản phải thu	Lần	5.97	3.40	5.96	3.53	3.28	2.92

Hiệu quả sử dụng tài sản của NAV tốt hơn nhiều so với các công ty hoạt động cùng ngành. Năm 2008, **doanh thu chủ yếu của NAV đến từ hai nguồn: bán đồ gỗ nội thất (chiếm 55.7%) và tiêu thụ vật liệu xây dựng tấm lợp (chiếm 37.6%)**. Sở dĩ hiệu quả sử dụng TTF thấp hơn nhiều so với NAV là do quy mô tổng tài sản của TTF lớn hơn rất nhiều so với NAV, TTF sẽ phải bỏ ra nhiều chi phí bảo dưỡng tài sản cố định, hàng tồn kho khi giá nguyên vật liệu đầu vào tăng cao để công ty có thể vận hành tốt trong kỳ khủng hoảng.

So với LBM và DCT quy mô tổng tài sản có tương đương nhau. Dù việc tiêu thụ sản phẩm tấm lợp của NAV cũng gặp nhiều khó khăn khi thị trường tiêu thụ chính là đồng bằng Sông Cửu Long cũng chịu ảnh hưởng của khủng hoảng kinh tế, thiên tai dịch bệnh gây thiệt hại mùa màng, việc tiêu thụ lúa chậm cũng làm giảm sức mua của người dân trong khu vực này. Song doanh thu từ xuất khẩu sản phẩm gỗ Nhà Việt dù có giảm nhưng vẫn góp phần làm doanh thu của NAV ổn định hơn so với các doanh nghiệp LBM, DCT chỉ có một nguồn doanh thu chính duy nhất là sản phẩm tấm lợp. Khi nguồn doanh thu chính này giảm thì doanh thu của LBM, DCT cũng giảm. Dẫn tới việc hiệu quả sử dụng tài sản của các công ty này cũng thấp hơn so với NAV.

Trong năm 2008, vòng quay hàng tồn kho của NAV (3.16 lần) cao hơn DCT (1.68 lần) và thấp hơn LBM (3.4 lần) chứng tỏ khả năng quản trị của NAV vẫn ở mức tốt. Do giá cả đầu vào tăng đột biến trong năm 2008 nên hàng tồn kho của NAV chiếm hơn 50% tài sản lưu động, nhưng không vì thế mà việc quản lý hàng tồn kho kém hiệu quả, thậm chí tốt hơn cả DCT. Cho thấy, **việc tiêu thụ hàng hóa tồn kho NAV diễn ra nhanh**, tuy kém hơn năm 2007, hàng hóa

Khả năng quản trị hàng tồn kho và các khoản phải thu của NAV rất tốt trong tình hình khó khăn chung. Tuy nhiên, cần linh hoạt trong việc điều hành quản lý khoản phải thu, tránh gây hiện tượng mất khách hàng sang đối thủ cạnh tranh.

Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

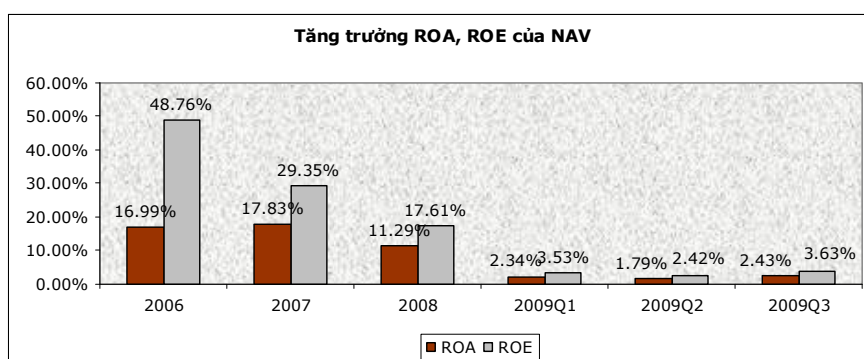
không bị ứ đọng nhiều trong kho của doanh nghiệp. Hàng tồn kho chủ yếu là nguyên vật liệu đầu vào (chiếm 53.8% giá trị hàng tồn kho) do năm 2008 việc tiêu thụ giảm dưới sức ép của tình hình kinh tế chung, công ty thu hẹp quy mô sản xuất. Do vậy, nguyên liệu gỗ thô và amiăng trắng nhập khẩu còn tồn đọng nhiều. Điều này rất tốt khi mà kinh tế thế giới cũng như trong nước đang dần hồi phục. Nhu cầu tiêu dùng lại tăng lên, công ty đủ nguyên vật liệu để chế biến sản xuất để hoạt động của công ty không bị ngừng trệ vì thiếu nguyên vật liệu đầu vào.

Chỉ số vòng quay khoản phải thu của NAV năm 2008 (5.96 lần) cao hơn năm 2007 (3.4 lần) và cao hơn các công ty trong ngành như TTF, LBM, DCT. Cho thấy **tính hiệu quả của chính sách tín dụng mà NAV áp dụng đối với các bạn hàng là khá tốt, khách hàng trả nợ nhanh trong thời điểm kinh tế khó khăn**. Nhưng điều này cũng tiềm ẩn rủi ro NAV mất khách hàng khi các đối thủ cạnh tranh có chính sách tín dụng dễ dàng hơn cho họ.

Hệ số cơ cấu vốn:

Cơ cấu vốn	2006	2007	2008			
	NAV		TTF	LBM	DCT	
Nợ/TTS	62.79%	37.24%	35.37%	60.53%	55.65%	14.95%
NVCSH/TTS	37.21%	62.76%	64.63%	38.27%	40.13%	85.05%

Nhìn vào bảng trên, ta thấy NAV đang có xu hướng giảm các khoản nợ phải trả trong những năm gần đây. Lúc mới đầu, công ty sử dụng khá nhiều nợ để đầu tư vào khu kỹ nghệ gỗ NAVIFICO tại tỉnh Đồng Nai có tổng vốn đầu tư 435 tỷ đồng. Mục tiêu đầu tư của dự án là xuất khẩu các sản phẩm gỗ chế biến từ gỗ nhập khẩu như: đồ gỗ nội thất, cửa đi solid, cửa đi veneer, vanity, ghế, ván sàn... Các năm sau công ty ít vay vốn để sản xuất kinh doanh hơn, điều này hoàn toàn phù hợp với việc khả năng trả nợ cao của doanh nghiệp. Và như thế **so với doanh nghiệp cùng ngành, NAV ít phụ thuộc vào hình thức huy động vốn bằng vay nợ trong những năm gần đây, rủi ro tín dụng trong doanh nghiệp không cao**. Riêng DCT có tỷ lệ tương đối thấp, cho thấy công ty dùng khá nhiều vốn chủ để sản xuất kinh doanh, điều này là an toàn cho doanh nghiệp trong thời kỳ khó khăn, nhưng cũng hàm ý rằng, DCT chưa biết tận dụng đòn bẩy tài chính để thu được những kết quả tốt nhất.



Hiệu quả sinh lời: ROA, ROE.

Ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính, các khoản mục chi phí tăng cao đã làm lợi nhuận của NAV giảm, khiến cho hiệu suất sinh lời ROA, ROE giảm trong năm 2008.

ROA, ROE năm 2008 lần lượt ở mức 11.29% và 17.61%, thấp hơn so với năm 2007. Nguyên nhân làm hiệu quả sinh lời giảm là do: chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, các đơn đặt hàng giảm, chi phí quản lý, chi phí bán hàng cũng như các chi phí khác đều tăng do ảnh hưởng của lạm phát, tỷ giá khi kinh tế suy thoái. Chính điều này làm giảm doanh thu và lợi nhuận của NAV. Khiến cho tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản cũng như trên vốn chủ sở hữu giảm. Hiện tại, NAV đã công bố KQKD quý 3/2009, LNST mà NAV đạt được là hơn 3,7 tỷ đồng, cao hơn con số 3,5 tỷ đồng và 2,3 tỷ đồng trong quý 2 và quý 1. Chứng tỏ, công ty đang dần khôi phục lại hiệu quả sản xuất, khi dấu hiệu phục hồi của nền kinh tế càng xuất hiện nhiều hơn như: GDP tăng, CPI giảm, lãi suất vẫn giữ nguyên.

Đánh giá chỉ tiêu tài chính (tiếp)

Quý II, công ty được vay hỗ trợ lãi suất 4%/năm từ đầu tháng 2/2009, sang quý II đã phát huy tác dụng, hiệu quả trong quý II gấp 2 lần quý I. Từ tháng 5/2009 mặt hàng tôn fibrociment của công ty đã được giảm trừ thuế VAT từ 10% xuống 5% tạo điều kiện giá bán giảm, doanh thu tăng cao hơn so với quý I, lượng hàng tồn kho cũng được giảm một cách hợp lý từ 33.9 tỷ đồng xuống còn 29.6 tỷ đồng và đẩy mạnh thu hồi công nợ khách hàng từ 27.2 tỷ đồng xuống 21.3 tỷ đồng. Công ty cũng có một lượng tiền mặt lớn gửi ngân hàng trên 30 tỷ với lãi suất 7.3%/năm.

Phân tích Dupont

Dupont	NAV					
	2006	2007	2008	2009Q1	2009Q2	2009Q3
LNST/DTT (1)	10.56%	12.03%	9.21%	6.94%	8.77%	13.48%
DTT/TTS (2)	160.79%	148.25%	122.54%	25.82%	26.66%	17.99%
TTS/NVCSH (3)	287.04%	164.61%	155.98%	135.33%	150.95%	149.56%

Phân tích Dupont giúp ta nhìn nhận rõ hơn về hiệu suất sinh lời trên vốn chủ của công ty, hay chính xác hơn là giúp ta tìm hiểu xem yếu tố nào là nguyên nhân tác động đến ROE của công ty. Nhìn vào bảng ta thấy nguyên nhân chủ yếu dẫn đến sự thay đổi của ROE là từ tỷ lệ LNST/DTT mang lại. Tỷ suất sinh lời trên doanh thu (1) năm 2008 giảm rõ rệt so với năm 2007, nguyên nhân chính là do chi phí hoạt động của NAV tăng cao do tác động của cuộc khủng hoảng.

Nguyên nhân chính dẫn đến sự biến động của ROE là do chi phí nguyên vật liệu đầu vào biến động và chịu ảnh hưởng của giá dầu thô trên thế giới cũng như chính sách tỷ giá của mỗi nước nhập khẩu, ảnh hưởng trực tiếp lên giá vốn và tác động tới LNST của NAV.

9 tháng đầu năm 2009, chỉ tiêu này lại có xu hướng tăng, đó là do trong **quý III/2009, công ty đã vay được nguồn vốn hỗ trợ của chính phủ, góp phần giảm chi phí sử dụng vốn, tăng hiệu quả sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp**. Tuy thị trường xuất khẩu bị hạn chế nhưng công ty vẫn ký được những công trình trong nước như Canary, Hyatt Regency Đà Nẵng, đáp ứng được nhu cầu công việc cho công ty hoạt động. Hiện tại, công ty đang tiếp cận những khách hàng lớn tiềm năng, chuẩn bị cho hoạt động sản xuất kinh doanh trong thời gian tới.

Lợi ích cổ đông	NAV			LBM		DCT	
	2009Q3	2009Q2	2009Q1	2009Q2	2009Q1	2009Q2	2009Q1
Giá trị sổ sách (cuối kỳ)	13.90	12.44	11.86	10.93	8.20	13.33	12.99
Trailing EPS Cơ bản	1.54	1.63	1.69	0.77	1.44	1.60	1.69
Trailing EPS Điều chỉnh	1.54	1.63	1.69	0.57	1.08	1.42	1.50
EPS cơ bản (Quý)	0.47	0.44	0.29	0.29	0.27	0.41	0.39
EPS điều chỉnh (Quý)	0.47	0.44	0.29	0.29	0.20	0.41	0.39
P/E điều chỉnh (trailing)	12.73	11.99		41.42		15.19	
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	156,800			203,473		507,181	

NDT vẫn chưa đánh giá đúng giá trị thực của cổ phiếu NAV khi P/E điều chỉnh thấp hơn rất nhiều so với P/E trung bình ngành.

Hiện nay P/E ngành vật liệu xây dựng, kinh doanh tấm lợp đang ở mức 20.76 lần tính đến quý II/2009, P/E điều chỉnh của NAV (quý II: 11.99 lần, quý III: 12.73 lần) đang thấp hơn rất nhiều so với trung bình ngành và các công ty cùng ngành. Như vậy, thực tế giá của NAV vẫn chưa phản ánh đúng giá trị thực của nó. Hiện tại, công ty mới đang ở bước đầu của sự tăng trưởng trong phát triển ngành chế biến sản xuất đồ gỗ, tiềm năng phát triển của ngành này lại khá cao và chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu đóng góp vào sự tăng trưởng GDP của đất nước. Có thể P/E của NAV vẫn chỉ mới phản ánh năng lực hoạt động của công ty trong lĩnh vực sản xuất cung ứng vật liệu xây dựng, cấu kiện bê tông mà chưa phản ánh hết được hiệu quả hoạt động của việc xuất khẩu đồ gỗ nội thất cao cấp sang các thị trường lớn trên thế giới, phục vụ cho các nhà hàng khách sạn cấp cao.

Phân tích SWOT

Thuận lợi

Thị trường tiêu thụ ổn định khi ký kết hợp đồng với các công ty nước ngoài lớn và có uy tín: Interwood, ECWP, US HIFI, Đức, Canada...

Công nghệ dây chuyền sản xuất hiện đại được nhập khẩu từ các nước Châu Âu.

Đội ngũ lãnh đạo tâm huyết, giàu kinh nghiệm, nhiệt tình, luôn nghiên cứu tìm kiếm sản phẩm mới.

Là đơn vị đầu tiên có sản phẩm tấm lợp sợi làm từ PVA thay vì amiăng trắng, góp phần bảo vệ sức khỏe con người và bảo vệ môi trường. Thương hiệu tấm lợp NAVIFICO đã tồn tại hơn 40 năm tại thị trường Đồng bằng Sông Cửu Long.

Khó khăn

Phải nhập nguyên vật liệu đầu vào, và xuất khẩu sản phẩm đi tiêu thụ nên chịu ảnh hưởng lớn của chính sách tỷ giá, thuế xuất nhập khẩu. Đặc biệt là trong tình hình kinh tế biến động mạnh như hiện nay, các chính sách về thuế xuất khẩu luôn được Bộ Tài chính điều chỉnh và thay đổi, khiến nhiều doanh nghiệp xuất khẩu bị "khó" vì đã ký hợp đồng với đối tác, không thể thương thảo lại được.

Cơ hội

Gia nhập WTO sẽ là cơ hội cho NAV tìm kiếm những thị trường tiêu thụ mới cho từng sản phẩm của mình, mở rộng thị phần ra thế giới.

Thị trường tấm lợp có khả năng tăng mạnh khi Chính phủ phê duyệt một loạt các dự án quy hoạch, nhiều công trình được thi công, nhiều dự án xây dựng khu công nghiệp, khu đô thị được phê duyệt và triển khai. Hơn nữa, nguồn vốn FDI đổ vào lĩnh vực bất động sản xây dựng là khá lớn, chỉ trong 9 tháng đầu năm vốn FDI đổ vào ngành này khoảng ... tỷ USD.

Thị trường sản phẩm gỗ cũng có nhiều triển vọng khi mà kim ngạch xuất khẩu gỗ liên tục tăng, đặc biệt vào những tháng cuối năm. Kim ngạch xuất nhập khẩu gỗ cũng là một trong 5 lĩnh vực chiếm tỷ trọng lớn đóng góp vào việc tăng trưởng GDP của Việt Nam.

Thách thức

Việt Nam gia nhập WTO vừa là cơ hội cũng vừa là thách thức đối với các doanh nghiệp xuất khẩu. Khi các doanh nghiệp phải tuân thủ các điều luật kinh tế chung của những nước nhập khẩu và xuất khẩu. Chưa kể đến các chính sách điều luật riêng của mỗi quốc gia, sẽ là những rào cản và khó khăn cho việc doanh nghiệp xâm nhập thị trường.

Thêm vào đó, Hoa Kỳ—nước tiêu thụ nhiều nhất các sản phẩm đồ gỗ nội thất của NAV, mới ban hành thêm đạo luật Nông nghiệp 2008 (2008 Farm Bill) có hiệu lực từ 15/12/2008.

70-80% NVL đầu vào của NAV là nhập khẩu, việc NVL đầu vào tăng giá tăng từ 30-40% trong khi giá bán ra chỉ tăng nhỏ giọt 5-7% nên những doanh nghiệp xuất khẩu như NAV sẽ phải đối mặt lớn với việc thu nhập giảm, và tình trạng thua lỗ có thể xảy ra là rất lớn.

Tuy các NHTM đã cắt giảm lãi suất cho vay, nhưng đối với những DN xuất khẩu gỗ như NAV thì vẫn là một mức lãi suất cao.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Trong phần này chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu NAV dựa trên 2 kịch bản mà chúng tôi tin rằng có nhiều khả năng xảy ra nhất đối với DN. Việc đưa ra các kịch bản nhằm dự báo doanh thu và lợi nhuận của DN. Và chúng tôi sẽ định giá cổ phiếu NAV qua các phương pháp P/E, PB, DDM (chiết khấu luồng cổ tức), DCF (chiết khấu dòng tiền) - cụ thể là FCFE, chiết khấu dòng tiền cho vốn chủ sở hữu.

Kịch bản 1: Tin tưởng lạc quan vào HĐKD của NAV

Chúng tôi tin tưởng từ nay đến cuối năm, kinh tế phục hồi rõ nét, GDP có thể tăng trưởng ở mức từ 5 – 5.2%, CPI dừng lại ở mức một con số. Thị trường vật liệu xây dựng cũng như thị trường xuất khẩu đồ gỗ những tháng cuối năm tiếp tục tăng trưởng mạnh. Và không dừng ở đó mà kéo dài trong những năm tiếp theo. Các thị trường tiêu thụ chính của NAVIFICO dần phục hồi, nhu cầu tiêu dùng tăng lên, các chính sách vĩ mô ổn định, lãi suất cơ bản có thể tăng lên 8-9%/năm, tỷ giá hối đoái giữ quanh mức hiện nay.

Theo đó, chúng tôi dự đoán doanh thu của công ty vào cuối năm sẽ vượt kế hoạch đề ra. Trong những năm tiếp theo từ 2010—2011, chúng tôi dự kiến, công ty tiếp tục đầu tư vào hai dự án lớn là hoàn thành khu kỹ nghệ gỗ NAVIFICO và dự án khu biệt thự NAVIFICO tại Hiệp Bình Phước, Q. Thủ Đức, TP. HCM. Dự án khu kỹ nghệ gỗ NAVIFICO có thời gian triển khai trong 3 năm từ 2008 – 2011 dưới hình thức đầu tư góp vốn của công ty và các cổ đông chiến lược. Trong năm 2009, công ty tiến hành triển khai công tác đền bù, giải phóng mặt bằng. Vì thế, dự tính chi phí xây dựng cơ bản dở dang cũng như giá vốn hàng bán sẽ tăng lên. Dự án khu biệt thự NAVIFICO công ty đã chuyển sang hình thức phương thức hợp tác thay vì công ty đầu tư toàn bộ nhằm đảm bảo cân đối về vốn. Như vậy, dự kiến cuối năm nay, doanh thu của công ty sẽ vào khoảng 150 tỷ đồng, lợi nhuận trước thuế vào khoảng 15 tỷ đồng. Năm 2009, nhờ gói hỗ trợ lãi suất 4% của chính phủ triển khai từ đầu tháng 2/2009 đã góp phần làm giảm chi phí tài chính của công ty xuống.

Năm 2010, nền kinh tế dần ổn định hơn, chúng tôi hi vọng tăng trưởng GDP sẽ vào khoảng 6—6.5%, lãi suất cơ bản tiếp tục được điều chỉnh theo hướng tăng lên 9-10%, tỷ giá có thể dao động quanh mức 18,000—18,500 VND/USD. Những tín hiệu này sẽ giúp NAV tăng cường đẩy mạnh xuất khẩu, góp phần tăng doanh thu và lợi nhuận.

Từ năm 2012 trở đi, doanh thu của công ty ngoài việc tiêu thụ sản phẩm gỗ cao cấp và tấm lợp xi măng sợi từ 4 đơn vị thành viên của NAV, còn có thêm nguồn thu 1862 tỷ đồng/năm khi khu kỹ nghệ gỗ NAVIFICO đi vào hoạt động, dự kiến khu kỹ nghệ gỗ này sẽ đem lại một khoản lợi nhuận hàng năm là 168 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh của NAV trong 5 năm tới

Chi tiêu	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	150,375,949.986	180,451,139.983	216,541,367.980	1,941,849,641.576	2,330,219,569.891
Giá vốn hàng bán	130,124,761.044	143,137,237.148	164,607,822.721	1,689,409,188.171	2,196,231,944.622
Lợi nhuận gộp	20,251,188.942	37,313,902.835	51,933,545.259	252,440,453.405	133,987,625.269
Doanh thu tài chính	3,095,496.449	3,714,595.739	4,271,785.099	36,895,143.190	44,274,171.828
Chi phí tài chính	2,223,364.926	2,334,533.172	2,567,986.489	23,302,195.699	25,632,415.269
Chi phí bán hàng	3,336,668.476	3,503,501.900	3,678,676.995	29,127,744.624	30,584,131.855
Chi phí QLDN	6,723,470.112	7,395,817.123	8,135,398.836	19,418,496.416	19,806,866.344
LNST	15,063,181.877	27,794,646.378	41,823,268.039	217,487,159.856	102,238,383.629

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Định giá cổ phiếu NAV:

Phương pháp DDM:

Chúng tôi kỳ vọng cổ tức của NAV sẽ tăng trưởng trong 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 từ năm 2009-2011. Cổ tức chi trả hàng năm sẽ lần lượt là 12% cho năm 2009, 15% cho năm 2010 và 2011. Từ năm 2012 trở đi, mức cổ tức này sẽ tăng trưởng đều với tốc độ 7%/năm. Với lợi suất yêu cầu trên mỗi cổ phần Ks là 12%. Chúng tôi tính được giá cổ phiếu NAV kỳ vọng đạt mức **26,200 VNĐ**.

Phương pháp FCFE 2 giai đoạn.

Trong năm 2009, công ty có dự định tăng vốn điều lệ từ 80 tỷ lên 100 tỷ đồng bằng cách phát hành 2 triệu CP, trị giá 20 tỷ đồng, nhằm huy động vốn đợt 1 để đầu tư vào dự án khu kỹ nghệ gỗ NAVI-FICO và khu biệt thự NAVIFICO. Nhưng tính tới thời điểm này, công ty vẫn chưa thực hiện được dự định này do phụ thuộc nhiều vào tình hình chứng khoán cũng như thời gian và cấp phép của UBCKNN. Theo nhận định của chúng tôi, thị trường chứng khoán cuối năm sẽ có một xu hướng tăng trưởng khá bền vững, VNI index có thể đạt mốc 650-680 điểm. Và tốc độ tăng trưởng của NAV trong giai đoạn 1 (10 năm đầu 2009-2019) là 10%, giai đoạn 2 là 7% (từ năm 2020 trở đi), với lợi suất yêu cầu Ks = 12%. Chúng tôi định giá được giá của NAV vào khoảng **25,955 VNĐ**.

Giá trị dòng tiền giai đoạn 1 quy về hiện tại (2009-2019)	126 tỷ đồng
Giá trị dòng tiền giai đoạn 2 quy về hiện tại (2019 trở đi)	157 tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	208 tỷ đồng
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	8,000,000 cổ phiếu
Giá cổ phiếu	25,955 VNĐ

Kịch bản 2: Thận trọng trong từng bước tiến

Đối với kịch bản này, chúng tôi ngờ rằng kinh tế Việt Nam 2009 phục hồi chậm, tốc độ tăng trưởng GDP đạt 5%, lãi suất cơ bản vẫn được NHNN ấn định ở mức 7%. Thị trường chứng khoán vẫn dần hồi phục nhưng chậm. Nhu cầu tiêu thụ tại các thị trường chính của NAV (Hoa Kỳ và Anh Quốc) vẫn chưa được cải thiện nhiều. Thêm vào đó, đạo luật Lacey của Mỹ liên quan tới quy định nguồn gốc xuất xứ của sản phẩm (nhập nguyên liệu từ đâu, tên khoa học của thực vật nhập khẩu, giá trị nhập khẩu, khối lượng thực vật...) sẽ khiến Doanh nghiệp chật vật hơn, chi phí phát sinh cũng nhiều hơn. Mặc dù cuối năm là thời điểm nhóm sản phẩm đồ gỗ vào mùa xuất khẩu.

Chúng tôi giả định rằng, doanh thu của NAV sẽ giảm 20% so với doanh thu năm 2008, nhờ sự hỗ trợ của chính phủ thông qua gói kích cầu hỗ trợ lãi suất 4%/năm và việc Bộ tài chính áp dụng mức thuế lãi suất ưu đãi tín dụng xuất khẩu xuống chỉ còn 2.9%/năm, góp phần làm cho chi phí giá vốn cũng như chi phí tài chính, chi phí khác... của NAV giảm. Giá vốn hàng bán vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu, ước chiếm 90% doanh thu thuần.

Giá dầu thế giới biến động liên tục, và đang có chiều hướng gia tăng, như vậy chi phí nguyên vật liệu đầu vào của công ty sẽ tăng lên, giá vốn hàng bán tăng khi mà chi phí vận chuyển NVL tăng cao. Trong khi, doanh nghiệp lại không thể điều chỉnh giá bán thành phẩm tăng theo mức giá nguyên vật liệu đầu vào. Do đó, sẽ hạn chế nguồn thu của NAV khi mà hợp đồng đã ký kết bị hoãn hoặc ngừng hẳn.

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Dự báo kết quả kinh doanh của NAV theo kịch bản 2 trong vòng 5 năm tới

Chi tiêu	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	141,530,305.893	158,513,942.600	177,535,615.712	1,880,839,889.597	2,162,965,873.037
Giá vốn hàng bán	127,377,275.304	133,746,139.069	140,433,446.022	1,692,755,900.638	2,031,307,080.765
Lợi nhuận gộp	14,153,030.589	24,767,803.531	37,102,169.690	188,083,988.960	131,658,792.272
Doanh thu tài chính	2,830,606.118	3,113,666.730	3,425,033.403	35,735,957.902	42,883,149.483
Chi phí tài chính	2,122,954.588	2,229,102.318	2,340,557.434	22,570,078.675	24,827,086.543
Chi phí bán hàng	2,547,545.506	2,674,922.781	2,808,668.920	28,212,598.344	29,623,228.261
Chi phí QLDN	1,839,893.977	2,023,883.374	2,226,271.712	18,808,398.896	19,184,566.874
LNST	10,473,242.636	20,953,561.787	33,151,705.027	154,228,870.947	100,907,060.077

Định giá cổ phiếu NAV:

Phương pháp DDM:

Với phương án thận trọng, chúng tôi chỉ kỳ vọng trong năm 2009, 2010 và 2011 công ty sẽ trả cổ tức ở mức 12%. Sau đó, khi dự án kỹ nghệ gỗ đi vào hoạt động năm 2012, góp phần làm doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh. Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ trả cổ tức đều đặn hàng năm với tốc độ tăng trưởng 5%/năm, lợi suất yêu cầu dừng ở mức 10%/năm.

Khi đó, giá cổ phiếu NAV sẽ được định giá ở mức: **21,900 VND**

Phương pháp FCFE 2 giai đoạn:

Ở phương pháp này đối với kịch bản thận trọng, chúng tôi giả định rằng tốc độ tăng trưởng của NAV trong 10 năm đầu (2009-2019) vào khoảng 8%/năm và ở giai đoạn 2 từ năm 2019 trở đi là 5%, với lợi suất chiết khấu là 10%/năm. Từ đó, chúng tôi định giá được giá cổ phiếu NAV ở mức: **27,700 VND**.

Phương pháp P/E:

Với phương pháp P/E chúng tôi sẽ định giá NAV nghiêng theo hướng hoạt động sản xuất kinh doanh tầm lợp là chủ yếu. Và như vậy NAV sẽ có 2 doanh nghiệp sản xuất cùng ngành trên thị trường chứng khoán tập trung là LBM và DCT. Do có sự khác biệt lớn về quy mô tài sản của mỗi doanh nghiệp, như thế sẽ làm sự so sánh giữa các công ty này là không có ý nghĩa. Và để sự so sánh có ý nghĩa hơn, chúng tôi đã điều chỉnh bằng phương pháp tính tỷ trọng bình quân gia quyền có trọng số theo giá trị vốn hóa của các công ty để tính trung bình ngành.

	NAV		LBM		DCT	
	2009Q2	2009Q1	2009Q2	2009Q1	2009Q2	2009Q1
Giá trị sổ sách (cuối kỳ)	12.44	11.86	10.93	8.20	13.33	12.99
Trailing EPS Cơ bản	1.63	1.69	0.77	1.44	1.60	1.69
Trailing EPS Điều chỉnh	1.63	1.69	0.57	1.08	1.42	1.50
EPS cơ bản (Quý)	0.44	0.29	0.29	0.27	0.41	0.39
EPS điều chỉnh (Quý)	0.44	0.29	0.29	0.20	0.41	0.39
P/E điều chỉnh (trailing)	11.99		41.42		15.19	
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	156,800		203,473		507,181	

NHẬN ĐỊNH ĐẦU TƯ

Từ cách tính trên, chúng tôi tính được **P/E trung bình ngành ở mức 20.76 lần**, EPS trailing quý III của NAV đang ở mức 1,540 VNĐ. Như vậy, giá cổ phiếu của NAV có thể sẽ đạt ở mức **31,900 VNĐ** theo phương pháp này.

Phương pháp P/B:

Chỉ tiêu	NAV	LBM	DCT
Thị giá	19.6	16.1	21.5
BV	12.44	10.93	13.33
P/B	1.58	1.47	1.61
Giá trị vốn hóa (triệu đồng)	156,800	203,473	507,181

Tương tự như phương pháp so sánh ngang P/E, chúng tôi tính được **P/B trung bình ngành là 1.57** lần, P/B của NAV là 1.58 lần, chênh lệch không nhiều so với trung bình ngành. So với 2 công ty còn lại thì tỷ lệ P/B của NAV thấp hơn DCT nhưng lại cao hơn LBM. Công ty có thể nói là đang được định giá tương đương với hoạt động chung của ngành. Theo phương pháp này thì giá cổ phiếu NAV sẽ được định giá ở mức **19,500 VNĐ**.

Khuyến nghị đầu tư:

Như vậy, dù kịch bản lạc quan hay thận trọng cổ phiếu NAV vẫn đang được định giá thấp hơn so với giá trị thực của mình. Với quan điểm không coi trọng một phương pháp nào là tối ưu vì mỗi phương pháp có một ưu điểm riêng, tùy thuộc và mức độ ưa thích khác nhau của mỗi nhà đầu tư. Do đó, chúng tôi sẽ lấy xác suất là 25% đối với mỗi phương pháp.

Do đó, ở kịch bản lạc quan, giá cổ phiếu NAV sẽ được định giá ở mức: **25,900 VNĐ**. Và ở kịch bản thận trọng NAV sẽ được định giá ở mức **25,250 VNĐ**.

Kết luận: Trung bình cho hai kịch bản 50-50, giá cổ phiếu NAV được định giá vào khoảng **25,600 VNĐ**

Khuyến cáo sử dụng

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Tân Việt (TVSI) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của TVSI.

Báo cáo chỉ nhằm cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

TVSI có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng TVSI có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

PHÒNG PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ

Phó phòng Phân tích Đầu tư

TS Phạm Thị Vân Hà

haptv@tvs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Phan Hoàng Diệu

dieuph@tvs.com.vn

Trương Trần Dũng

Võ Lan Phương

Lưu Thị Hương

Lê Thùy Ngọc Khanh

Vũ Thị Oanh