

Company

REPORT

CÔNG TY CP NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG - NTP (HNX)

Ngày 14 tháng 08 năm 2009

Tô Đức Hải

Email: haitd@thanglongsc.com.vn

Khuyến nghị của TSC

MUA



Giá giao dịch

80,400

Giá mục tiêu 12 tháng

109,290

Chiến lược đầu tư

Dài hạn

Ngành: Vật liệu xây dựng

Ngành hẹp: Nhựa Xây dựng

Tổng quan: NTP là nhà sản xuất ống nhựa xây dựng lớn nhất Việt Nam. Năm 2009 hứa hẹn là một năm nhiều thuận lợi với hoạt động sản xuất kinh doanh của NTP. Chỉ trong 6 tháng đầu năm, lợi nhuận đã vượt kế hoạch cả năm. Doanh thu cả năm ước tính đạt 1300 tỷ, lợi nhuận trước thuế ước đạt 300 tỷ. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị nắm giữ với cổ phiếu NTP.

Những thông kê chính (VND), trượt 4 quý gần nhất

Giá cao 52 tuần	85,200	Beta	1.01	ROA	32.12%
Giá thấp 52 tuần	24,800	EPS	10,240	ROE	51.12%
Khối lượng LH	21,668,998	P/E	8.3	Nợ/Vốn chủ sở hữu	56.54%
Vốn hóa (tỷ đồng)	1,742.19	DIV	30%	Giá sổ sách	20,400

Diễn biến giá



Nguồn: TSC

Những nét nổi bật

Mua: Là khuyến nghị chúng tôi đưa ra sau khi hoàn tất bản báo cáo. Mức giá bình quân định giá dựa trên việc kết hợp 4 phương pháp chiết khấu cổ tức, chiết khấu dòng tiền FCFF, so sánh P/E, P/B là 109,290 VNĐ.

Tích cực

NTP là nhà sản xuất ống nhựa xây dựng hàng đầu Việt Nam với thị phần 25% cả nước và 70% thị phần miền Bắc.

Với thị phần chi phối tại miền Bắc, NTP có khả năng điều chuyển biến động giá thành cho khách hàng thông qua giá bán.

Mạng lưới phân phối rộng và ổn định là một ưu thế cạnh tranh của NTP khi các đối thủ gặp nhiều khó khăn khi thâm nhập hệ thống này.

Tình hình tài chính lành mạnh, hệ số sinh lời cao cũng là một đặc điểm của NTP.

Sau quý 4 năm 2008 gặp nhiều khó khăn, 6 tháng đầu năm 2009 NTP đạt được kết quả kinh doanh rất tốt nhờ vào sự hồi phục của ngành xây dựng và dự trữ nguyên vật liệu giá thấp. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận đạt 77.2%, đạt mức tuyệt đối 184 tỷ, vượt kế hoạch cả năm 2009.

Kết quả kinh doanh tốt trong năm 2009: Chúng tôi dự báo doanh thu có thể đạt 1300 tỷ, tăng trưởng 20% so với năm 2008. Lợi nhuận trước thuế dự kiến đạt 300 tỷ, tăng trưởng 97.8% so với năm 2008. EPS forward đạt

12600 VNĐ.

Nguyên nhân được giải thích do chính sách hỗ trợ lãi suất, ngành xây dựng dự báo tăng trưởng tốt, và một phần nguyên vật liệu giá thấp.

Hạn chế

Phụ thuộc quá nhiều vào thị trường miền Bắc. Doanh thu từ thị trường này chiếm tới 85% doanh thu của NTP. Trong khi những nỗ lực mở rộng thị trường sang phía Nam và Lào chưa có kết quả thì thị trường miền Trung đang có xu hướng sụt giảm thị phần.

Mặc dù vẫn có vị thế dẫn đầu ngành về thị phần và sản lượng tiêu thụ nhưng dường như NTP đang tỏ ra chậm chân hơn đối thủ chính BMP trong việc mở rộng thị phần. Năng suất lao động của BMP cũng cao hơn so với NTP.

Với 37.1% cổ phần được sở hữu bởi SCIC, mọi quyết định quan trọng của NTP đều bị ảnh hưởng bởi SCIC và chúng tôi không kỳ vọng nhiều vào những chiến lược mang tính đột phá có thể có.

Là đặc thù chung của ngành, kết quả kinh doanh phụ thuộc rất nhiều vào biến động nguyên vật liệu đầu vào.

Công ty vẫn chưa có cơ chế hạn chế rủi ro tỷ giá hiệu quả.

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp	Trung bình	Cao
------	------------	-----

Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

Số liệu tài chính

Doanh thu (tỷ đồng)

	QI	QII	QIII	QIV
2009E	279.69	405		
2008	254.23	357.62	255.31	227.32
2007	163.34	232.64	232.44	274.88
2006	NA	NA	NA	NA

Lợi nhuận TT (tỷ đồng)

2009E	62.18	122.06		
2008	34.93	56.03	50.41	10.38
2007	27.87	35.19	27.37	35.34
2006	NA	NA	NA	NA

Chỉ tiêu khác

	Margin	ROA	ROE	DIV
2009E	33.5%	31.42%	44.01%	30%
2008	27.43%	18.08%	32.4%	30%
2007	23.85%	19.73%	31.79%	30%
2006	28.22%	35.36%	48.33%	30%

	EPS	P/E	PEG	P/B
2009E	12.6	7	0.163	4.2
2008	6.13	4.85	0.134	1.83
2007	4.95	18.34	0.524	6.78
2006	8.23	10.19	0.219	4.93

	TTS	VCSH	VBL
2009E	1005.69	597.47	216.69
2008	734.35	409.8	216.69
2007	543.54	337.38	216.69
2006	336.41	246.1	144.46

Trung bình ngành

	ROE	P/E	P/B	Margin
2009E				
2008	19.87%	11.19	2.35	19.5%
2007	NA	NA	NA	NA
2006	NA	NA	NA	NA

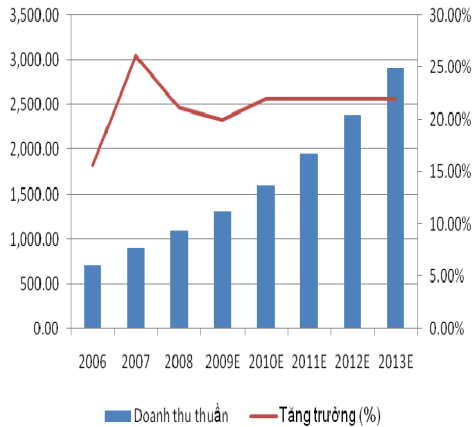
MỤC LỤC

NHỮNG NÉT NỔI BẬT	1
PHẦN 1: PHÂN TÍCH DOANH THU	3
PHẦN 2: PHÂN TÍCH LỢI NHUẬN	6
PHẦN 3: PHÂN TÍCH CHI PHÍ	8
PHẦN 4: SỨC KHỎE DOANH NGHIỆP	11
PHẦN 5: NHỮNG CÂU CHUYỆN KHÁC	13
PHẦN 6: DỰ ÁN VÀ TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP	15
PHẦN 7: SO SÁNH	16
PHẦN 8: PHÂN TÍCH SWOT	17
PHẦN 9: ĐỊNH GIÁ	18
PHỤ LỤC	20

PHẦN 1: PHÂN TÍCH DOANH THU

Xu hướng

Bảng 1: Tăng trưởng doanh thu



Nguồn: BCTC NTP

Bảng 1 – Tăng trưởng doanh thu

Năm	2006	2007	2008	6 tháng 09
Doanh thu (tỷ đồng)	716.46	903.30	1,094.48	684.89
Tăng trưởng (%)	15.61%	26.08%	21.17%	11.90%

Nguồn: Báo cáo tài chính NTP, TSC

Doanh thu của NTP luôn ổn định ở mức cao và có sự tăng trưởng tương đối vững chắc, năm sau cao hơn năm trước. Tốc độ tăng trưởng bình quân 2 năm liên tiếp 2006, 2007 đạt gần 25%, cao hơn tốc độ tăng trưởng trung bình 15-20% của ngành. Trong đó đáng chú ý là năm 2008, mặc dù tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh gặp rất nhiều khó khăn do tác động của cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu, doanh thu của NTP vẫn đạt con số tuyệt đối trên 1000 tỷ đồng, với mức tăng trưởng 21.67%.

Bảng 2 – Tốc độ tăng trưởng doanh thu theo quý

Năm	Q1 09	Q1 08	Q2 09	Q2 08
Doanh thu (tỷ đồng)	279.691	254.228	404.996	357.618
Tăng trưởng (%)	10.02%		13.25%	

Nguồn: Báo cáo tài chính NTP

Sau khi kết thúc một quý 4 năm 2008 đầy khó khăn, với thị trường xây dựng có những chuyển biến tích cực, hoạt động sản xuất kinh doanh của NTP cũng diễn ra khá thuận lợi. Doanh thu 6 tháng đầu năm 2009 đạt mức tăng trưởng 11.9% so với cùng kỳ, trong đó tốc độ tăng trưởng hai quý 1 và quý 2 lần lượt là 10.02% và 13.25%. Tốc độ tăng trưởng thấp hơn bình quân là do giá bán giảm (khoảng 10%) và sản lượng giảm 5%. Giá nhập nguyên vật liệu giảm mạnh và nhu cầu xây dựng giảm trong quý 4 năm 2008 là lý do để NTP giảm giá bán. Tuy nhiên, chúng tôi dự kiến với việc giá nguyên vật liệu đã tăng trở lại từ 30-50%, rất nhiều khả năng NTP sẽ điều chỉnh tăng giá bán trong những tháng cuối năm 2009.

Thị phần

Một yếu tố quan trọng tạo nên kết quả doanh thu cao và ổn định của NTP đó là quyền lực mạnh mẽ của NTP trong việc điều chỉnh giá bán để chuyển biến động giá nguyên vật liệu đầu vào cho khách hàng. Một ví dụ cụ thể được đưa ra là trong năm 2008, khi giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh (35%), NTP đã tăng giá bán sản phẩm khoảng 25% sau ba lần tăng giá bán. Sau đó, khi giá nguyên vật liệu giảm mạnh khoảng 32%, NTP chỉ thực hiện một đợt giảm giá bán 14% vào cuối năm 2008.

Điều này có được do vị trí thống lĩnh của NTP trên thị trường, đặc biệt tại thị trường miền Bắc. Hiện NTP chiếm khoảng 20% thị phần tiêu thụ ống nhựa cả nước và khoảng 70% thị phần miền Bắc. Vì vậy, kể cả trong trường hợp giá nguyên vật liệu có biến động, NTP hoàn toàn có thể tăng tỷ lệ lãi gộp bằng cách điều chỉnh giá bán sản phẩm. Đây là một lợi thế đặc biệt của NTP.

Hệ thống phân phối

Tại miền Bắc, NTP đã thiết lập được một mạng lưới phân phối rộng lớn. Đây là một trong những lợi thế cạnh tranh của NTP so với các đối thủ. Có 3 kênh phân phối được sử dụng bao gồm: Hệ thống nhà phân phối – đại lý bán hàng; khách hàng riêng lẻ; và đầu thầu công trình. Trong đó, hệ thống nhà phân phối – đại lý bán hàng là kênh phân phối hiệu quả nhất và cũng là kênh tiêu thụ sản phẩm lớn nhất của NTP. Hiện công ty

Khả năng điều chỉnh và định giá bán sản phẩm do vị trí thống lĩnh trong thị trường miền Bắc giúp NTP có thể chuyển biến động giá nguyên vật liệu đầu vào cho khách hàng, giảm rủi ro biến động giá nguyên vật liệu tác động đến tỷ suất lợi nhuận.

Hệ thống phân phối rộng khắp và trung thành là lợi thế cạnh tranh quan trọng của NTP so với các đối thủ tại thị trường miền Bắc.

có 4 nhà phân phối cấp 1 và hơn 200 đại lý bán hàng cấp 2. Với chế độ ưu đãi, chính sách chiết khấu tốt, thường phạt nghiêm minh cùng với vị trí thống lĩnh tại thị trường miền Bắc, kênh phân phối này đang tỏ ra rất hiệu quả, phân phối tới 90% sản lượng tiêu thụ của NTP. Trong thời gian tới, kênh phân phối này được dự báo vẫn tiếp tục là kênh phân phối chính của NTP.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm

100% doanh thu của NTP là từ hoạt động kinh doanh ống nhựa xây dựng, chia làm 4 nhóm sản phẩm chính:

- Nhóm sản phẩm ống nhựa PVC phục vụ cấp thoát nước sinh hoạt, nông nghiệp, công trình xây dựng dân dụng, công nghiệp, ống luồn cáp điện và ống phục vụ ngành bưu chính viễn thông.
- Nhóm sản phẩm ống HDPE ứng dụng nhiều trong việc thoát nước trong các công trình xây dựng, hệ thống bảo vệ cáp ngầm trong ngành bưu chính viễn thông.
- Nhóm sản phẩm ống nhựa PPR ứng dụng trong việc truyền dẫn nước nóng, lạnh (dẫn thay thế ống kẽm). Đây là nhóm sản phẩm mới được đưa vào sản xuất từ năm 2004 và NTP là doanh nghiệp đầu tiên sản xuất.
- Nhóm sản phẩm phụ tùng phục vụ cho ngành xây dựng, cấp thoát nước....

Ống nhựa PVC là sản phẩm chủ đạo chiếm tỷ trọng khoảng 80% tổng doanh thu, ống HDPE chiếm 15%, ống PPR chiếm 2-3%, còn lại là phụ tùng và các sản phẩm khác. Về cơ bản, cơ cấu doanh thu không có nhiều biến động lớn trong những năm gần đây. Do thói quen của khách hàng cũng như ưu thế về chi phí, ống nhựa PVC vẫn rất phổ biến và được tiêu thụ mạnh. Tuy nhiên, sản phẩm ống HDPE và đặc biệt là ống PPR cũng có sự tăng trưởng tốt do ưu thế về chất lượng và độ bền. Chúng tôi dự báo trong thời gian tới, cơ cấu doanh thu của NTP cũng chưa có nhiều biến động và dự kiến ống nhựa PVC vẫn sẽ chiếm tỷ trọng chủ đạo.

Cơ cấu doanh thu theo thị trường

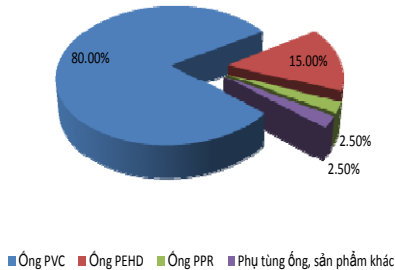
Cơ cấu doanh thu theo khu vực cũng cho thấy không có nhiều biến động lớn. Thị trường miền Bắc vẫn là thị trường chủ đạo, tiếp đó là thị trường miền Trung, thị trường miền Nam và xuất khẩu chiếm tỷ trọng không đáng kể. Năm 2008, tốc độ tăng trưởng doanh thu tại thị trường miền Bắc lên tới 44.22%, gấp đôi tốc độ tăng trưởng tổng doanh thu và qua đó, nâng tỷ trọng doanh thu thị trường miền Bắc lên 85%. Đáng chú ý trong khi thị trường truyền thống của NTP là miền Bắc có sự tăng trưởng rất tốt thì các thị trường còn lại đều cho thấy sự sụt giảm tỷ trọng. Thị trường miền Trung giảm 18.04%, thị trường miền Nam và Xuất khẩu giảm 18.04% và 17.81%. Điều này cho thấy nỗ lực mở rộng thị trường tiêu thụ ra ngoài thị trường truyền thống vẫn chưa có kết quả và có khả năng còn đang bị thu hẹp do cạnh tranh từ các đối thủ khác.

Bảng 3 - Cơ cấu doanh thu và tốc độ tăng trưởng theo thị trường

	2006	2006/2005	2007	2007/2006	2008	2008/2007
Miền Bắc	510.94	11.07%	649.55	27.13%	936.79	44.22%
Miền Trung	193.59	34.36%	231.14	19.40%	139.89	-39.48%
Miền Nam	8.12	7633.98%	18.11	123.10%	148.45	-18.04%
Xuất khẩu	4.40	-73.23%	7.12	61.91%	5.85	-17.81%
Tổng doanh thu	717.05	15.53%	905.92	26.34%	1,097.38	21.13%

Nguồn: BCTC NTP

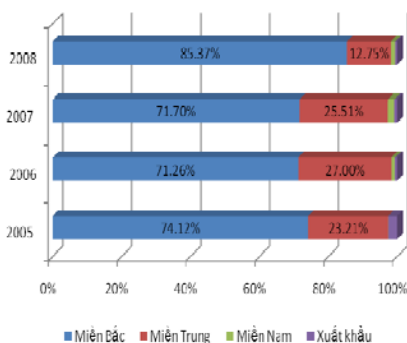
Bảng 2 – Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: TSC tổng hợp, NTP

100% doanh thu của NTP đến từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi. Ống PVC vẫn là sản phẩm chủ đạo và chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu.

Bảng 3 - Cơ cấu doanh thu theo thị trường



Nguồn: BCTC NTP

Doanh thu chủ yếu từ thị trường miền Bắc. Các nỗ lực phát triển mở rộng thị phần sang các thị trường khác vẫn chưa có kết quả.

Tại thị trường miền Nam, NTP đã góp 51% cổ phần thành lập công ty con là Công ty Nhựa Thiếu niên Tiền phong phía Nam có vốn điều lệ 100 tỷ VND, công suất khoảng 10.000 tấn/năm. Công ty này đã bắt đầu đi vào sản xuất và cung ứng sản phẩm ra thị trường từ tháng 12/2008. Theo NTP, 6 tháng đầu năm 2009, doanh thu của công ty con này đã đạt được 24 tỷ và bắt đầu có lãi. Dự kiến trong năm 2009, doanh thu sẽ đạt 100 tỷ. Đây là những tín hiệu khả quan bước đầu trong nỗ lực mở rộng thị phần phía Nam. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, với tính chất cạnh tranh gay gắt tại thị trường phía Nam, trong khoảng thời gian 2 năm tới, do hoạt động của công ty NTP phía Nam sẽ tập trung vào việc xây dựng hệ thống phân phối và xâm nhập thị trường, khoản đầu tư này sẽ chưa đem lại lợi nhuận cho NTP.

NTP cũng đã góp 51% vốn (1.275 triệu USD) trong công ty liên doanh giữa NTP và SMP – nhà phân phối truyền thống của công ty tại Lào. Theo dự kiến của NTP, quý 3/2009 sẽ đi vào sản xuất và cung ứng sản phẩm. Với đối tác kinh nghiệm và thị trường hứa hẹn nhiều tiềm năng, dự kiến khoản đầu tư này sẽ đem lại lợi nhuận tốt trong tương lai.

Những khoản đầu tư ra các thị trường khác có thể sẽ đem lại lợi nhuận trong khoảng thời gian từ 2-3 năm tới, tuy nhiên, thị trường miền Bắc vẫn sẽ là thị trường chủ đạo của NTP và doanh thu từ thị trường này vẫn sẽ chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu của NTP.

Tính chất mùa vụ

Các sản phẩm của NTP thuộc nhóm ngành vật liệu xây dựng và do vậy, sản lượng tiêu thụ của công ty phụ thuộc rất lớn vào tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng và cũng biến động theo tính chất theo mùa xây dựng. Quý 2 và quý 4 trong năm thường là mùa cao điểm của ngành xây dựng do các yếu tố thuận lợi về thời tiết và đây cũng là những quý mà NTP đạt được doanh thu cao hơn so với các quý còn lại trong năm (quý 4 năm 2008 là một trường hợp ngoại lệ, doanh thu sụt giảm do tác động của khủng hoảng).

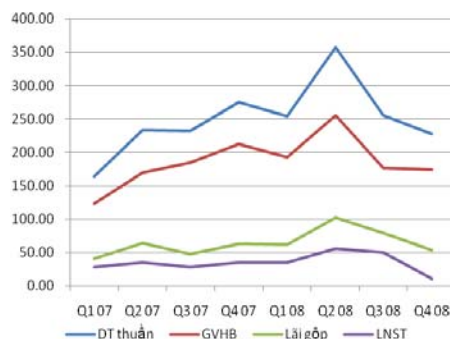
Năng lực sản xuất

NTP hiện là nhà sản xuất ống nhựa lớn nhất của Việt Nam với năng lực sản xuất tối đa khoảng 60.000 tấn/năm, trong đó ống nhựa PVC khoảng 48.000 tấn, ống PEHD khoảng 9000 tấn, ống PPR khoảng 1800 tấn.

Trong năm 2008, sản lượng NTP là 34.187 tấn, cao nhất trong số các doanh nghiệp ống nhựa xây dựng đang niêm yết trên sàn và cũng cao nhất trong số các doanh nghiệp ống nhựa xây dựng Việt Nam. Trong năm 2009, theo kế hoạch, NTP phấn đấu đạt sản lượng 35.500 tấn. Theo chúng tôi, với năng lực sản xuất tối đa là 60.000 tấn/năm, trong điều kiện thị trường thuận lợi, NTP có thể dễ dàng nâng cao năng suất để tăng sản lượng. Đây là một lợi thế cạnh tranh của NTP. Tuy vậy, đây cũng không phải lợi thế cạnh tranh lớn do việc nâng cao năng lực sản xuất trong ngành ống nhựa xây dựng là không quá phức tạp và tương đối nhanh chóng. Thời gian thông thường để lắp đặt và đưa một dây chuyền mới đi vào sử dụng là 3 tháng, không phải là thời gian quá dài.

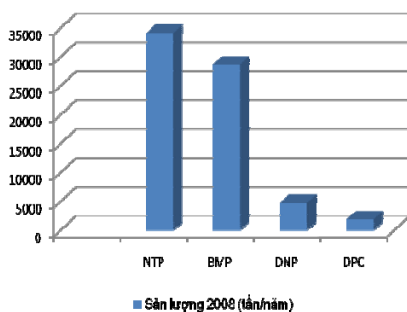
Tóm lại, theo đánh giá của chúng tôi, doanh thu của NTP trong những năm tới vẫn có sự tăng trưởng tốt và ổn định. Vị trí thống lĩnh tại thị trường miền Bắc giúp NTP có được khả năng chuyển biến động giá nguyên vật liệu vào giá bán. Mạng lưới phân phối rộng và trung thành cũng là lợi thế cạnh tranh quan trọng của NTP. Cơ cấu doanh thu ổn định và đều thuộc hoạt động kinh doanh cốt lõi. Bên cạnh đó, thị trường xây dựng hồi phục cũng là yếu tố quan trọng giúp nâng cao sản lượng tiêu thụ của NTP. Vấn đề còn lại là làm thế nào NTP có thể củng cố và phát triển thị phần các thị trường khác ngoài thị trường truyền thống miền Bắc.

Bảng 4: Tính chất mùa vụ



Nguồn: BCTC NTP

Bảng 5: Sản lượng nhựa của DNNY



Nguồn: TSC tổng hợp

PHẦN 2: PHÂN TÍCH LỢI NHUẬN

Xu hướng

Bảng 4: Tăng trưởng lợi nhuận

Năm	2006	2007	2008	6 tháng 09
Lợi nhuận TT (tỷ đồng)	118.95	125.44	154.41	184.23
Tăng trưởng LNTT (%)	17.05%	5.46%	23.09%	102.55%
Lợi nhuận ST	118.95	125.44	154.41	161.20
Tăng trưởng LNST	17.05%	5.46%	23.09%	77.23%

Nguồn: NTP

Chúng tôi nhận thấy xu hướng đi lên trong dài hạn đối với lợi nhuận của doanh nghiệp. Để loại bỏ tác động của thuế lên lợi nhuận (hiện NTP đang trong thời gian được giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp - sẽ được phân tích kỹ hơn trong phần sau), chúng tôi sử dụng chỉ tiêu lợi nhuận trước thuế để phân tích.

Sau khi đạt 17.05% năm 2006, giảm mạnh xuống còn 5.46% năm 2007, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế của NTP đã tăng trở lại vào năm 2008 đạt 23.09%. Đáng chú ý kết quả này đạt được trong năm kinh tế Việt Nam gặp rất nhiều khó khăn, sản lượng tiêu thụ giảm trong khi giá nguyên vật liệu tăng mạnh (35%). Nguyên nhân đã được đề cập trong phần doanh thu, chủ yếu là do NTP, với thị phần thống lĩnh tại miền Bắc, đã chuyển phần tăng giá nguyên vật liệu này cho khách hàng thông qua việc tăng giá bán.

Đồ thị bên cũng cho thấy kết quả lợi nhuận của NTP trong nửa đầu năm 2009 rất tốt, đạt 184.23 tỷ đồng, cao hơn cả tổng lợi nhuận trong cả năm 2008 và tăng tới 104.55% so với cùng kỳ. Mức lợi nhuận này cũng đã vượt so với kế hoạch cả năm 2009 của NTP (kế hoạch là 181.7 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế).

Chúng tôi cho rằng với nguồn nguyên liệu nhập giá rẻ từ đầu năm và dự kiến còn tận dụng đến hết tháng 8/2009 cùng với thị trường xây dựng đã có nhiều khởi sắc, lợi nhuận quý 3 có thể đạt khoảng 60 tỷ. Tuy nhiên, ưu thế về nguyên liệu giá rẻ sẽ không còn trong quý 4, nhưng với đặc thù quý 4 là mùa xây dựng và lợi thế về thị phần của mình, NTP hoàn toàn có thể có kết quả khả quan trong quý 4/2009 với mức lợi nhuận khoảng 40 tỷ. Tổng lợi nhuận trước thuế trong 6 tháng cuối năm có thể đạt con số 100 tỷ và tổng lợi nhuận năm 2009 đạt xấp xỉ 290 tỷ.

Mối quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu

Nhìn vào đồ thị có thể nhận thấy những yếu tố rất tích cực trong mối quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu. Cả hai chỉ tiêu đều có sự tăng trưởng tuy nhiên tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận trước thuế cao hơn rất nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần. Điều này cho thấy tỷ trọng của các chi phí trung gian so với doanh thu đã giảm mạnh. Khả năng lớn đó là do NTP được hưởng lợi từ chi phí nguyên vật liệu xuống thấp vào quý 4 năm 2008. Bên cạnh đó, có thể chi phí lãi vay cũng giảm mạnh do hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ. Chúng ta sẽ thảo luận kỹ hơn trong phần phân tích chi phí tiếp sau.

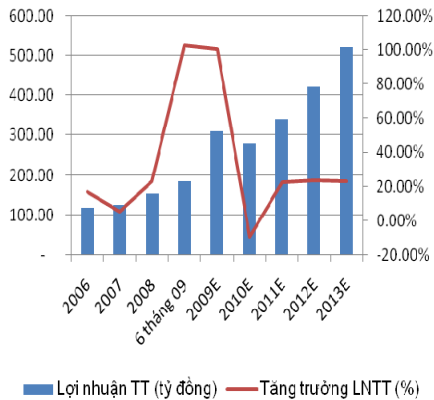
Các hệ số sinh lời

Bảng 5: Các hệ số sinh lời

	2006	2007	2008	6 tháng 09
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	28.22%	23.85%	27.43%	38.73%
Tỷ suất lợi nhuận k.doanh/Doanh thu	17.47%	14.04%	17.09%	26.97%
Tỷ suất lãi ròng/Doanh thu	16.60%	13.81%	14.11%	23.52%
ROA	35.36%	22.94%	21.03%	23.26%
ROE	48.33%	36.97%	37.68%	36.41%

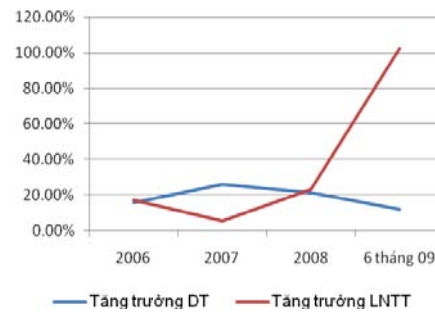
Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Bảng 6: Tăng trưởng LN TT qua các năm



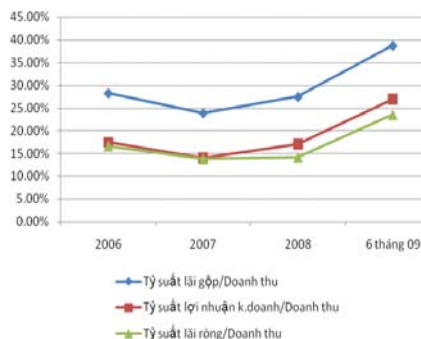
Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Bảng 7: Quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu

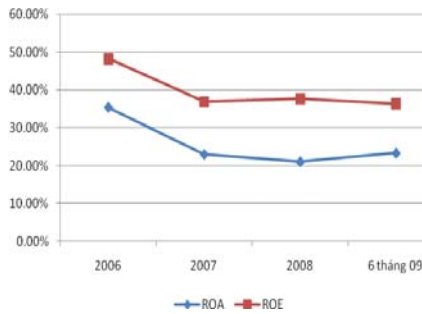


Nguồn: Báo cáo TC NTP

Bảng 8: Một số hệ số sinh lời



Nguồn: BCTC NTP

Bảng 9: ROA, ROE

Nguồn: BCTC NTP

Các hệ số sinh lời cũng cho chúng ta những cái nhìn tích cực về triển vọng lợi nhuận của NTP khi đều đưa ra những con số ổn định, tăng trưởng năm sau cao hơn năm trước. Kể từ khi tăng vốn điều lệ từ 140.46 tỷ lên 216.69 tỷ năm 2006, các hệ số lợi nhuận biên đều có xu hướng tăng. ROA và ROE sau khi giảm so với mức cao 35.36% và 48.33% năm 2006 (do trong năm 2006, NTP đã tiến hành tăng vốn điều lệ từ 144.46 lên 216.69 tỷ đồng) đã ổn định ở mức trên 22% (đối với ROA) và trên 36% (đối với ROE).

Phân tích mô hình Dupont

Để bóc tách chi tiết hơn những yếu tố tác động lên chỉ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của NTP, chúng tôi nghiên cứu theo mô hình Dupont 3 bước. ROE sẽ được phân tích trên 3 yếu tố: đòn bẩy tài chính, vòng quay tổng tài sản, và tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu.

Bảng 6: Phân tích ROE của NTP theo mô hình NTP 3 bước

	2006	2007	2008	6 tháng 09
Hệ số TTS/Vốn chủ sở hữu (lần)	1.37	1.61	1.79	1.57
Hệ số Doanh thu/TTS (lần)	2.13	1.66	1.49	0.99
Lãi ròng/doanh thu (%)	16.60%	13.81%	14.11%	23.52%
ROE	48.33%	36.97%	37.68%	36.41%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

ROE của NTP trong thời gian gần đây luôn ở mức cao, bình quân trên 36%. Mặc dù vậy, việc phân tích theo mô hình Dupont lại cho thấy đang có sự thay đổi trong 3 yếu tố cấu thành ROE. Có thể thấy rằng, NTP đã sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều hơn thể hiện qua chỉ số tổng tài sản trên vốn chủ sở hữu tăng từ 1.37 năm 2006 lên 1.79 năm 2008. Tuy nhiên, trong 6 tháng đầu năm 2009, hệ số này đã giảm xuống 1.57. Điều này cho chúng tôi một nhận xét, NTP vẫn theo chiến lược thận trọng, chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu hơn là nợ để hoạt động sản xuất kinh doanh. Phần lớn các khoản nợ của NTP là vay nợ ngắn hạn để đáp ứng nhu cầu vốn lưu động như nhập nguyên vật liệu. Chúng ta sẽ thảo luận vấn đề này cụ thể hơn ở phần sau.

Vòng quay tổng tài sản có sự sụt giảm, thể hiện qua hệ số doanh thu trên tổng tài sản giảm từ 2.13 lần năm 2006, xuống còn 0.99 lần trong 6 tháng đầu năm 2009. Điều này mặc dù đã phần nào được giải thích do giá bán giảm và sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ (trong phần Phân tích doanh thu) nhưng cũng cho thấy rằng công ty đang phụ thuộc quá nhiều vào thị trường miền Bắc và đang gặp khó khăn củng cố và mở rộng thị phần tại các thị trường khác để tăng doanh thu.

Khi đòn bẩy tài chính được sử dụng ít hơn và vòng quay tổng tài sản giảm, ROE đã được bù đắp bởi tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu cao đột biến. Tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu 6 tháng đầu năm 2009 đã cao đột biến, lợi nhuận ròng chiếm tới 23.52% trong doanh thu (so với 14.11% trong năm 2008). Nguyên nhân, như chúng tôi đã đề cập ở trên, rất nhiều khả năng là do giá vốn hàng bán giảm mạnh hoặc cả giá vốn và chi phí bán hàng quản lý đều giảm. Chúng tôi sẽ phân tích cụ thể ở phần tiếp theo.

Việc phân tích theo mô hình Dupont đưa ra một gợi ý quan trọng, để tăng ROE, NTP có thể cân nhắc tăng sử dụng đòn bẩy tài chính, nỗ lực mở rộng thị trường và có chính sách quản lý chi phí hiệu quả.

Tóm lại, lợi nhuận của NTP có sự tăng trưởng rất tốt. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng doanh thu do chi phí nguyên vật liệu giảm mạnh làm giảm giá vốn hàng bán. Các hệ số sinh lời của NTP cũng ở mức cao. Mặc dù lợi nhuận cuối năm có thể giảm do giá nguyên vật liệu tăng nhưng với lợi thế về thị phần và thị trường xây dựng khởi sắc, chúng tôi cho rằng lợi nhuận 6 tháng cuối năm vẫn tốt và đạt khoảng 100 tỷ, tổng lợi nhuận trước thuế năm 2009 có thể đạt xấp xỉ 300 tỷ.

PHẦN 3: PHÂN TÍCH CHI PHÍ

Bảng 7: Tỷ trọng chi phí trên doanh thu

Năm	2006	2007	2008	6 tháng 09
Doanh thu (tỷ đồng)	716.46	903.30	1,094.48	684.69
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	514.26	687.85	794.30	419.23
Tỷ trọng GVHB trong DT	71.78%	76.15%	72.57%	61.23%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	7.59	6.12	37.91	9.98
Tỷ trọng so với doanh thu	1.06%	0.68%	3.46%	1.46%
Tổng CP BHQLDN (tỷ đồng)	77.07	88.61	113.10	71.84
Tỷ trọng so doanh thu	10.76%	9.81%	10.33%	10.49%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Trong phần này, chúng tôi so sánh biến động của các chi phí trong doanh thu. Có thể thấy rằng, trong khi chi phí bán hàng quản lý doanh nghiệp được giữ ở mức ổn định ở mức trên 10% so với doanh thu, chi phí tài chính và đặc biệt là giá vốn hàng bán giảm mạnh là nguyên nhân chính giúp lợi nhuận ròng 6 tháng đầu năm 2009 tăng đột biến. Tỷ trọng giá vốn hàng bán trên doanh thu giảm mạnh từ mức 72.57% năm 2008 xuống chỉ còn 61.23% trong 6 tháng đầu năm 2009 đã giúp lợi nhuận sau thuế đạt 161.2 tỷ, tỷ suất lợi nhuận ròng trên doanh thu cao nhất trong những năm gần đây, đạt 23.52%. Bên cạnh đó, chi phí tài chính giảm từ mức 3.46% trên doanh thu năm 2008 xuống còn 1.46% trên doanh thu 6 tháng đầu năm 2009 cũng góp phần giúp NTP có mức tăng lợi nhuận ấn tượng trên.

Giá vốn hàng bán

Bảng 8: Tăng trưởng giá vốn hàng bán

Năm	2006	2007	2008	6 tháng 09
Tăng trưởng DT (%)	15.61%	26.08%	21.17%	11.90%
GVHB (tỷ đồng)	514.26	687.85	794.30	419.23
Tăng trưởng GVHB	10.65%	33.76%	15.48%	-6.32%
Tăng trưởng lãi gộp	30.48%	6.55%	39.33%	61.53%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

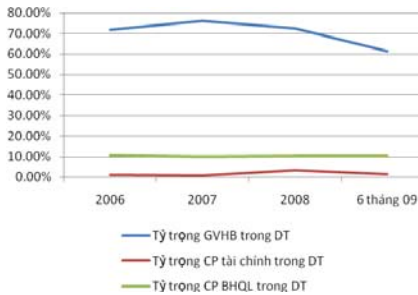
Tốc độ tăng trưởng doanh thu và giá vốn hàng bán đều có xu hướng giảm. Mặc dù vậy, trong khi doanh thu 6 tháng đầu năm 2009 vẫn có sự tăng trưởng 11.9% thì giá vốn hàng bán giảm 6.32% giúp lãi gộp tăng trưởng ấn tượng đạt 61.53%. Sự sụt giảm giá vốn hàng bán chủ yếu là do NTP được hưởng lợi từ việc nhập nguyên liệu giá thấp Quý 4 năm 2008.

Chúng tôi không có được số liệu chi tiết về cơ cấu giá vốn hàng bán của NTP do vậy không thể đưa ra phân tích cơ cấu giá vốn chi tiết. Tuy nhiên, thông qua tìm hiểu chúng tôi được biết chi phí nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu giá vốn, chiếm khoảng 65% giá vốn và chiếm tỷ trọng khoảng 40% trong doanh thu của NTP. Và do vậy, việc đi sâu vào phân tích chi phí nguyên vật liệu cũng phần nào giúp ích để hiểu được nguyên nhân chính giúp giá vốn hàng bán giảm.

Chi phí nguyên vật liệu

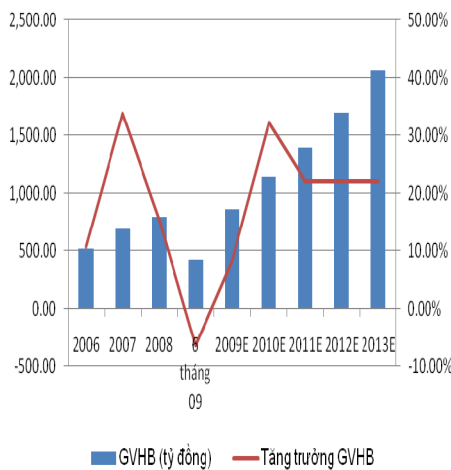
Các nguyên liệu chính phục vụ quá trình sản xuất của công ty là bột nhựa PVC và hạt nhựa các loại: PVC, PEHD, PP... Một phần nhỏ nguyên vật liệu do nhà cung ứng trong nước cung cấp (TPC Vina), tuy nhiên phần lớn nguyên vật liệu được nhập từ các nhà cung ứng nước ngoài. Theo giải thích của NTP, tuy nguyên vật liệu trong

Bảng 10: Tỷ trọng chi phí trên doanh thu



Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Bảng 11: Tăng trưởng giá vốn hàng bán



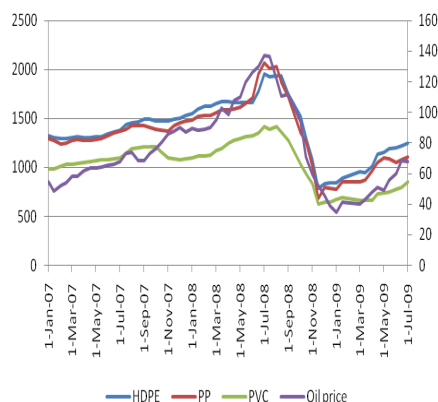
Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Giá vốn hàng bán giảm mạnh nhờ vào chi phí nguyên vật liệu là nguyên nhân chính giúp lợi nhuận NTP tăng mạnh trong nửa đầu năm 2009.

nước có giá thấp hơn nhưng chất lượng không cao bằng, và tỷ lệ phế phẩm được tạo ra cao hơn nên công ty chủ trương nhập khẩu nguyên vật liệu là chủ yếu nhằm đảm bảo chất lượng sản phẩm. Công ty nhập khẩu nguyên vật liệu từ Thái Lan, Nhật Bản, Hàn Quốc và Singapore. Các doanh nghiệp cung ứng đều là bạn hàng lâu năm, có uy tín nên chất lượng và nguồn cung hàng tương đối ổn định.

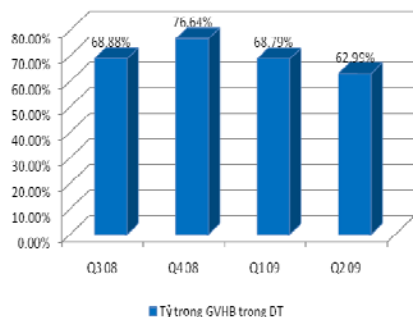
Nguyên vật liệu sản xuất ống nhựa đều là các sản phẩm có nguồn gốc từ dầu mỏ, do vậy biến động giá của các nguyên vật liệu chịu tác động của biến động giá dầu. Nhìn vào đồ thị bên ta có thể thấy điều này.

Bảng 12: Biến động giá NVL đầu vào và giá dầu



Nguồn: TSC tổng hợp từ www.plastemart.com

Bảng 13: Tỷ trọng GVHB trong DT các quý cuối 08 và đầu 09



Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Với nguồn nguyên liệu nhập khẩu gần như hoàn toàn và giá nguyên vật liệu đầu vào biến động phụ thuộc vào giá dầu mỏ, số lượng nguyên vật liệu nhập khẩu và thời điểm nhập là yếu tố rất quan trọng tác động đến chi phí nguyên vật liệu của NTP. Số lượng nguyên vật liệu nhập khẩu được xác định dựa trên nhu cầu sản xuất. Với sản lượng bình quân của NTP trong những năm gần đây là 30.000 tấn/năm, chúng tôi ước tính NTP cũng nhập khẩu nguyên vật liệu bình quân khoảng 30.000 tấn/năm. Theo NTP, công ty ký với các nhà cung ứng hợp đồng giao nguyên vật liệu định kỳ với mức giá tại thời điểm lúc ký, lượng nhập dao động từ 3.000 – 10.000 tấn/năm, một năm nhập từ 3 – 10 lần. Với mức sản lượng bình quân là 30.000 tấn/năm, dự kiến một lần nhập nguyên vật liệu sẽ đủ phục vụ nhu cầu sản xuất từ 1- 3 tháng.

Trên cơ sở theo dõi biến động giá nguyên vật liệu đầu vào của thế giới và tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu của các quý 3, 4 năm 2008 và quý 1,2 đầu năm 2009, ta có thể thấy trong quý 4 năm 2008 tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu cao đột biến. Nguyên nhân được giải thích là do trong quý này, công ty đã sử dụng lượng nguyên vật liệu giá cao nhập ở quý 3 năm 2008. Chỉ đến quý 1 và quý 2 năm 2009, công ty mới được hưởng lợi từ lượng nguyên vật liệu nhập giá thấp trong quý 4 năm 2008 – khi giá nguyên vật liệu giảm đến mức thấp nhất vào tháng 11/2008. Điều này đã giúp tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu của NTP giảm xuống còn 68.79% trong quý 1 và xuống đến 62.99% trong quý 2 năm 2009.

NTP cũng cho biết hiện nay công ty còn dự trữ nguồn nguyên vật liệu giá thấp đủ phục vụ cho nhu cầu sản xuất tới cuối tháng 8 năm 2009. Như vậy, công ty sẽ phải kế hoạch nhập nguyên vật liệu cho thời gian còn lại trong năm. Dựa trên dự báo giá dầu sẽ dao động trong khoảng 50 – 70 USD (chúng tôi sử dụng giá dầu future của NYMEX làm cơ sở dự báo), tức là 25 – 50% so với mức đáy 40 USD tháng 11 năm 2008, ước tính giá nguyên vật liệu sẽ tăng trung bình khoảng 20 – 40%. Tính bình quân, trong những tháng cuối năm 2009, chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng khoảng 30%. Giả định trong trường hợp đơn giản là doanh thu và chi phí khác không đổi, việc tăng chi phí nguyên vật liệu này sẽ làm tăng giá vốn thêm khoảng 12%, tức là tỷ trọng so với doanh thu của giá vốn hàng bán sẽ là 73%. Trung bình năm 2009, tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu sẽ là 65%.

Chi phí tài chính

Bảng 9: Chi phí tài chính

Năm	2005	2006	2007	2008	6 tháng 09
Chi phí tài chính	9.22	7.59	6.12	37.91	9.98
Chi phí lãi vay	8.63	6.58	5.08	22.04	7.65
Chi phí tỷ giá	0.59	1.01	1.04	15.87	2.32

Nguồn: Báo cáo TC NTP

Trong năm 2008, chi phí tài chính của công ty tăng đột biến, từ 6.12 tỷ năm 2007 lên đến 37.91 tỷ trong đó có 22.04 tỷ là chi phí lãi vay và 15.87 tỷ là chi phí tỷ giá. Biến động lớn về lãi suất các khoản vay của NTP và những căng thẳng trên thị trường ngoại tệ dẫn đến chi phí lãi vay và chi phí tỷ giá lớn là nguyên nhân chính làm chi

Chi phí tài chính giảm mạnh nhờ vào chính sách hỗ trợ lãi suất của Chính phủ góp phần làm lợi nhuận đầu năm 2009 tăng mạnh.

Bảng 14: Các khoản vay của NTP

	31/12/07	31/12/08	30/6/09
Vay và nợ NH	111.26	245.93	176.58
Vay ngân hàng	108.07	180.26	NA
Vay CBCNV	3.19	65.67	NA
Nợ dài hạn	0	0	0

Nguồn: BCTC NTP

Chi phí bán hàng quản lý được giữ ở mức tương đối ổn định, bình quân trên 10% doanh thu.

Bảng 15: Chi phí bán hàng 2008

	(tỷ VND)	%
Chi thường khuyến mại	36.27	46.54
Chi phí nhân công	11.43	13.10
Chi phí NVL	3.37	3.86
Chi phí khấu hao	1.79	2.05
Chi phí bốc xếp vận chuyển	20.99	24.06
Chi phí dịch vụ mua ngoài	3.95	4.53
Chi phí khác	5.1	5.85
Tổng	87.23	100%

Nguồn: BCTC 2008

phí tài chính tăng tới 519.46% so với 2007.

Đặc điểm cơ cấu vốn vay của NTP là 100% vốn vay là vốn vay ngắn hạn. Các khoản vay ngắn hạn dùng để bổ sung vốn lưu động, dùng nhập khẩu nguyên vật liệu. Trong năm 2008, với tình hình khó khăn về vốn lưu động, khoản vay ngắn hạn đã lên tới 245.93 tỷ, trong đó hơn 180 tỷ công ty vay ngân hàng với lãi suất rất cao là 18%, và 65.67 tỷ công ty vay của cán bộ công nhân viên công ty với lãi suất là 13%.

Với chính sách kích cầu, hỗ trợ lãi suất của Chính phủ và tỷ giá ổn định hơn trong 6 tháng đầu năm 2009, chi phí tài chính đã giảm xuống còn 9.98 tỷ. Chúng tôi cho rằng chi phí tài chính năm 2009 sẽ giảm đáng kể so với năm 2008 do chính sách hỗ trợ lãi suất và tỷ giá đã ổn định hơn. Với lãi suất được hỗ trợ là 4% và giả định khoản vay năm 2009 là 200 tỷ, chi phí tài chính có thể giảm từ 8 – 10 tỷ.

Tuy nhiên, có thể thấy một điều đáng chú ý là các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá vẫn còn là khái niệm mới mẻ đối với NTP nói riêng và các công ty ngành nhựa nói chung.

Chi phí bán hàng quản lý

Bảng 10: Chi phí bán hàng quản lý doanh nghiệp

Năm	2006	2007	2008	6 tháng 09
Chi phí Bán hàng	53.21	67.72	87.23	NA
Tỷ trọng so với doanh thu	7.43%	7.50%	7.97%	NA
Chi phí QLDN	23.85	20.90	25.87	NA
Tỷ trọng so với doanh thu	3.33%	2.31%	2.36%	NA
Tổng CP BHQLDN (tỷ đồng)	77.07	88.61	113.10	71.84
Tỷ trọng CP BHQL trong DT	10.76%	9.81%	10.33%	10.49%

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Trong những năm gần đây, tổng chi phí bán hàng quản lý doanh nghiệp bình quân của công ty khoảng trên 10.4% doanh thu, trong đó chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng khoảng gần 8% và chi phí quản lý doanh nghiệp khoảng 2.4%.

Trong cơ cấu chi phí bán hàng, chi thường khuyến mại và chi phí bốc xếp vận chuyển chiếm tỷ trọng lớn nhất. Trong năm 2008, hai khoản mục chi phí này có tỷ trọng trong chi phí bán hàng lần lượt là 46.54% và 24.06%. Qua tiếp xúc với doanh nghiệp, chúng tôi được biết chi phí thường khuyến mại là các khoản chiết khấu giá bán cho khách hàng. NTP hiện đang chiết khấu trung bình 15% cho các nhà phân phối, và các nhà phân phối này lại chiết khấu cho các đại lý cấp 2 khoảng 14%. Công ty cũng chi trả toàn bộ chi phí bốc xếp vận chuyển đến nơi khách hàng yêu cầu và khoản mục chi phí bốc xếp vận chuyển cũng chiếm 24.06% trong chi phí bán hàng năm 2009. Với chính sách và cơ cấu khách hàng ổn định như hiện nay, chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng sẽ không có biến động nhiều trong năm 2009.

Chi phí quản lý doanh nghiệp trong những năm qua không có nhiều biến động. Khoản mục chi phí này luôn dao động quanh mức 20 – 25 tỷ về mặt tuyệt đối và chiếm bình quân khoảng 2.3% doanh thu.

Tóm lại, chi phí tài chính và giá vốn hàng bán giảm mạnh là nguyên nhân giúp lợi nhuận tăng đột biến trong 6 tháng đầu năm 2009. Chúng tôi cho rằng giá nguyên vật liệu 6 tháng cuối năm sẽ tăng bình quân khoảng 10% và làm giá vốn hàng bán tăng khoảng 4%. Chi phí tài chính nhờ chính sách hỗ trợ lãi suất sẽ có thể tiết kiệm được từ 8 – 10 tỷ.

PHẦN 4: SỨC KHỎE DOANH NGHIỆP

Hệ số thanh khoản

Là một thước đo về độ an toàn của doanh nghiệp trước những khoản nợ ngắn hạn – những khoản nợ gây cho công ty nhiều áp lực nhất, do vậy đây là nhóm hệ số cơ bản nhất mà các nhà đầu tư thường quan tâm mỗi khi ra quyết định đầu tư vào một doanh nghiệp. Hệ số này cho biết khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn bằng cách sử dụng các tài sản ngắn hạn của mỗi công ty ra sao.

Bảng 11: Hệ số thanh khoản

	Đơn vị	2006	2007	2008	6 tháng 09
Tài sản lưu động	Tỷ đồng	274	417	542	499.03
Tiền mặt	Tỷ đồng	58	22	43	14.45
Phải thu	Tỷ đồng	120	230	224	302.12
Hàng tồn kho	Tỷ đồng	96	153	272	129.86
Nợ ngắn hạn	Tỷ đồng	90	206	325	176.58
Hệ số thanh toán hiện thời	lần	3.03	2.02	1.67	2.83
Hệ số thanh toán nhanh	lần	1.97	1.28	0.83	2.09
Hệ số thanh khoản tiền mặt	lần	0.64	0.11	0.13	0.08

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Hệ số thanh toán hiện thời trong thời gian gần đây của NTP luôn ở mức rất tốt, bình quân là 2 lần. Điều này có nghĩa là một đồng nợ ngắn hạn được đảm bảo bằng 2 đồng tài sản lưu động. Với kết quả này có thể thấy mức độ an toàn của công ty trong việc đáp ứng các nhu cầu thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

Khi xét đến khả năng thanh toán nhanh bằng cách loại bỏ hàng tồn kho ra khỏi tài sản lưu động, NTP cũng cho kết quả rất tốt. Bình quân hệ số thanh toán nhanh là 1.5 lần. Năm 2008, do ảnh hưởng của khủng hoảng, hàng tồn kho tăng mạnh từ 153 tỷ năm 2007 lên 272 tỷ và làm hệ số này giảm xuống chỉ còn 0.83. Tuy nhiên, hệ số thanh toán nhanh 6 tháng đầu năm đã tăng trở lại lên mức 2.83 khi sức tiêu thụ hàng hóa tăng trở lại và lượng hàng tồn kho chỉ còn 129.86 tỷ vào cuối tháng 6 năm 2009.

Một điểm đáng chú ý là hệ số thanh khoản tiền mặt đang giảm dần. Nguyên nhân chính ở đây là do các khoản phải thu tăng lên. Dường như NTP đã có những chính sách thông thoáng hơn và hỗ trợ khách hàng bằng việc cho nợ lâu hơn. Điều này cũng thể hiện khả năng điều chỉnh chính sách linh hoạt của NTP.

Hệ số hoạt động

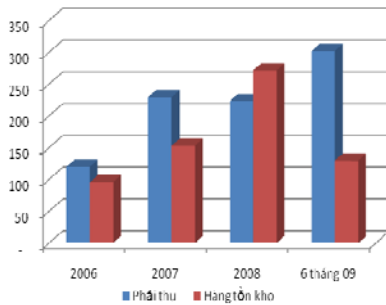
Bảng 12: Hệ số hoạt động

	Đơn vị	2006	2007	2008	6 tháng 09
Phải thu khách hàng	Tỷ đồng	113	220	199	279
Tài sản cố định	Tỷ đồng	56	81	107	100
Tổng tài sản	Tỷ đồng	336	544	734	693
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	716.46	903.30	1094.48	684.69
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	514.26	687.85	794.30	419.23
Thời gian thu tiền bình quân	ngày	57.01	87.80	65.50	73.41
Số vòng quay khoản phải thu	lần	5.97	3.93	4.90	2.27
Số vòng quay hàng tồn kho	lần	5.37	4.49	2.92	3.23
Số vòng quay TSCĐ	lần	12.72	11.22	10.27	6.82
Số vòng quay tổng tài sản	lần	2.13	1.66	1.49	0.99

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

Thời gian thu tiền bình quân và số vòng quay khoản phải thu ổn định trong những năm gần đây. Điều này cho thấy sự ổn định trong việc thu tiền từ khách hàng. Các khoản phải thu của NTP đều là các khoản phải thu ngắn hạn – NTP áp dụng chính

Bảng 16: Khoản phải thu và hàng tồn kho



Nguồn: BCTC NTP

Hệ số thanh toán luôn ở mức rất tốt trong những năm gần đây.

Các chỉ tiêu hoạt động cho thấy sự ổn định trong việc thu tiền từ khách hàng. Tuy nhiên, vòng quay tài sản cố định và vòng quay tổng tài sản giảm nhẹ cho thấy công ty cần nỗ lực cải thiện hiệu quả tạo ra doanh thu trên tài sản.

sách thu tiền trong vòng một tháng kể từ khi các đại lý đến lấy hàng.

Chỉ số vòng quay hàng tồn kho thể hiện khả năng quản trị hàng tồn kho của doanh nghiệp. Trong năm 2008, chỉ số này giảm xuống còn 2.92, cho thấy ảnh hưởng của việc tiêu thụ hàng chậm và hàng tồn kho tăng. Tuy nhiên, chỉ số này đã tăng trở lại cho thấy lượng hàng tồn kho giảm và việc tiêu thụ hàng tốt hơn.

Nhìn vào vòng quay tài sản cố định và vòng quay tổng tài sản, cho thấy hiệu quả tạo ra doanh thu trên tài sản cố định và tổng tài sản có sự giảm nhẹ. Điều này được giải thích do tốc độ tăng trưởng doanh thu thấp hơn tốc độ tăng trưởng tài sản cố định và tài sản. Chúng tôi hi vọng rằng với những nỗ lực cùng cố thị trường truyền thống phía Bắc và mở rộng sang các thị trường khác, các chỉ số hiệu quả hoạt động này sẽ có sự cải thiện trong thời gian tới.

Hệ số đòn bẩy

Bảng 13: Hệ số đòn bẩy

	Đơn vị	2006	2007	2008	6 tháng 09
Tổng tài sản	Tỷ đồng	336	544	734	693
Nợ ngắn hạn	Tỷ đồng	90	206	325	176.58
Tổng nợ	Tỷ đồng	90	206	325	176.58
Vốn CSH	Tỷ đồng	246.10	337.38	409.80	442.81
Hệ số nợ	lần	0.27	0.38	0.44	0.25
Nợ NH/TTS	lần	0.27	0.38	0.44	0.25
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	lần	0.37	0.61	0.79	0.25

Nguồn: TSC tổng hợp từ BCTC NTP

NTP không có nợ dài hạn. Các khoản nợ chủ yếu là nợ ngân hàng và nợ cán bộ công nhân viên trong công ty để phục vụ nhu cầu vốn lưu động, dự trữ nguyên vật liệu. Các hệ số nợ đều ở mức thấp cho thấy công ty hạn chế sử dụng đòn bẩy tài chính và chủ yếu sử dụng vốn chủ sở hữu. Điều này cho thấy công ty đang hoạt động trên nền tảng kết cấu vốn vững chắc và an toàn.

NTP có tình hình tài chính lành mạnh. Tỷ lệ nợ thấp, hệ số thanh khoản, hệ số hoạt động luôn ở mức tốt. Tuy nhiên vòng quay tài sản và vòng quay tài sản cố định giảm cho thấy công ty cần nỗ lực để cải thiện doanh thu.

Hệ số nợ thấp cho thấy cơ cấu vốn an toàn của công ty.

PHẦN 5: NHỮNG CÂU CHUYỆN KHÁC

Bảng 14: Cơ cấu cổ đông

	Số lượng CP	Tỷ lệ
Cổ đông NN	4,671,250	24.90%
SCIC	8,039,198	37.10%
Cổ đông khác	8,958,550	38.00%
Tổng	21,668,998	100.00%

Nguồn: TSC tổng hợp

Mặc dù đã cổ phần hóa từ năm 2004 nhưng đến nay cổ đông nhà nước với đại diện SCIC vẫn là cổ đông lớn nhất, chiếm tỷ lệ sở hữu 37.1%. Với lượng cổ phần chi phối, lẽ dĩ nhiên là SCIC có thể kiểm soát tất cả các quyết định quan trọng của Đại hội đồng cổ đông và có ảnh hưởng lớn đến các chiến lược phát triển của Công ty. Chúng tôi cho rằng, một phần do ảnh hưởng của SCIC, NTP sẽ phát triển thiên theo hướng “an toàn”. Điều này nhìn theo hướng tích cực sẽ giúp công ty phát triển ổn định và bền vững. Tuy nhiên ngược lại, xu hướng thận trọng sẽ làm công ty kém linh hoạt và rất có thể cùng với thời gian, NTP sẽ chậm chân hơn so với các đối thủ, mà tiêu biểu là đối thủ chính BMP – đang phát triển nhanh hơn và đang tích cực mở rộng thị phần.

Mặc dù vậy, có lẽ những vấn đề chúng tôi e ngại sẽ chưa có nhiều tác động đến kết quả kinh doanh của công ty trong giai đoạn trước mắt. Và NTP với những điểm mạnh của mình, hiện vẫn là một công ty được các nhà đầu tư nước ngoài – các nhà đầu tư chúng tôi đánh giá là theo trường phái giá trị - quan tâm. Cụ thể là tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài đã tăng liên tục trong thời gian gần đây. Bình quân từ đầu năm 2009 đến cuối tháng 6 năm 2009, tỷ lệ sở hữu của các nhà đầu tư nước ngoài chỉ là 15% nhưng kể từ đó đến nay (6.8/09) tỷ lệ này đã tăng lên 24.9%. Điều này phần nào có thể cho thấy cái nhìn tích cực của các nhà đầu tư vào tình hình hoạt động kinh doanh và triển vọng phát triển của công ty.

HĐQT và Ban lãnh đạo

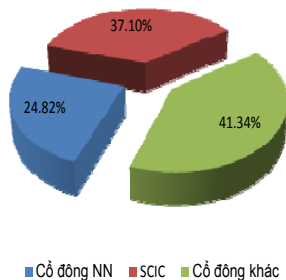
Bảng 15: HĐQT và Ban lãnh đạo

Tên	Vị trí trong HĐQT	Vị trí trong BDH	KL CP nắm giữ
Trần Bá Phúc	Chủ tịch HĐQT		18,158
Phạm Văn Viện	Ủy viên	Tổng giám đốc	28,950
Nguyễn Trung Kiên	Ủy viên	Kế toán trưởng	83,336
Đoàn Văn Chương	Ủy viên		59,218
Đặng Quốc Dũng	Ủy viên		220,000

Nguồn: Báo cáo thường niên năm 2008 của NTP

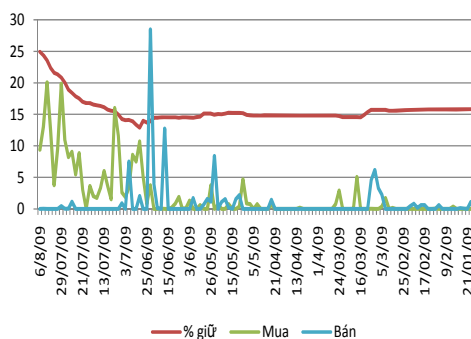
Trong năm 2008, NTP có một số thay đổi trong Hội đồng quản trị và Ban điều hành. Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng giám đốc là Hoàng Văn Ngọc mắc bệnh từ trần và ông Trần Bá Phúc (nguyên Phó Tổng giám đốc) được bầu lên làm Chủ tịch HĐQT và ông Phạm Văn Viện (nguyên Phó Tổng giám đốc) được bầu lên làm Tổng giám đốc. Mặc dù có biến động về mặt nhân sự cấp cao, tuy nhiên theo chúng tôi đánh giá, những sự thay đổi này không ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty vì thành viên Hội đồng quản trị và Ban lãnh đạo đều là những người có rất nhiều kinh nghiệm trong ngành và đã gắn bó với NTP trong rất nhiều năm.

Bảng 17: Cơ cấu cổ đông



Nguồn: TSC tổng hợp (cập nhật đến 6.8.09)

Bảng 18: Tỷ lệ sở hữu và KLGD của NĐTNN



Nguồn: TSC tổng hợp

Nhà đầu tư nước ngoài đã liên tục tăng tỷ lệ sở hữu cổ phần trong thời gian gần đây. Qua đó phần nào thể hiện sự tin tưởng vào tiềm năng phát triển của công ty.

Thành viên HĐQT và Ban Lãnh đạo của NTP đều là những người hoạt động lâu năm trong ngành và gắn bó với công ty.

Chúng tôi cho rằng việc truy thu thuế không những không có tác động tiêu cực mà ngược lại có thể giúp công ty được hưởng lợi từ việc được giảm 50% thuế suất trong các năm sau này.

Sự thay đổi về chính sách thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN)

Theo báo cáo kiểm toán năm 2008 của NTP, với kết hợp ưu đãi thuế khi cổ phần hóa (theo luật thuế TNDN) và ưu đãi thuế cho tổ chức giao dịch niêm yết trên thị trường chứng khoán, công ty được miễn thuế TNDN trong 4 năm từ năm 2005 đến 2008 và giảm 50% thuế TNDN phải nộp. Và chỉ từ 2010 mới áp dụng thuế suất TNDN là 25%. Tuy nhiên, theo cục Thuế Hải phòng, công ty chỉ được giảm thuế TNDN cho niêm yết chứng khoán sau khi hết ưu đãi thuế cho cổ phần hóa. Cụ thể là, công ty sẽ chỉ được miễn thuế năm 2005, 2006 và được giảm 50% thuế phải nộp trong các năm 2007 đến hết 2011. Qua tìm hiểu của chúng tôi, Công ty đã thực hiện nộp khoản tiền truy thu thuế trong tháng 5 năm 2009 từ nguồn lợi nhuận để lại năm 2008. Do vậy, lợi nhuận sau thuế năm 2009 sẽ không bị ảnh hưởng bởi khoản truy thu mà chỉ bị ảnh hưởng bởi 12.5% thuế TNDN phải nộp trong năm nay.

Chúng tôi cho rằng, việc cơ quan thuế thay đổi chính sách thuế TNDN với NTP không phải là yếu tố tiêu cực mà ngược lại sẽ giúp công ty hưởng lợi từ việc được giảm 50% thuế suất cho các năm từ nay đến 2011.

PHẦN 6: CÁC DỰ ÁN VÀ TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Dự án đang thực hiện

Như đã được đề cập đến trong phần 1 của bản báo cáo, NTP hiện có hai dự án trong kế hoạch mở rộng thị phần sang các thị trường khác ngoài thị trường truyền thống phía Bắc. Dự án thứ nhất là dự án góp vốn thành lập Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền phong phía Nam nhằm mở rộng thị phần tại thị trường miền Nam. Dự án thứ hai là dự án góp vốn thành lập công ty liên doanh giữa NTP và một đối tác và là nhà phân phối truyền thống của NTP tại Lào – SMP nhằm mở rộng thị phần tại Lào. Trong cả hai dự án này, NTP đều góp 51% vốn. Dự án thứ nhất đã đi vào hoạt động trong tháng 12 năm 2008 và dự án thứ hai dự kiến sẽ đi vào sản xuất và cung ứng sản phẩm trong quý 3 năm 2009. Dự án thứ nhất đã cho những tín hiệu khả quan khi trong 6 tháng đầu 2009 đã đạt 24 tỷ doanh thu và dự kiến có lãi trong năm 2009. Theo đánh giá của chúng tôi, trong những năm tới hiệu quả của dự án thứ hai sẽ cao hơn dự án thứ nhất do đặc thù thị trường. Thị trường phía Nam là thị trường đã có sự phát triển và mức độ cạnh tranh rất gay gắt và do vậy nhiều khả năng trong những năm tới, công ty con của NTP tại phía Nam sẽ phải tập trung vào xây dựng hệ thống phân phối và xâm nhập thị trường nên khả năng đem lại lợi nhuận lớn là không cao. Với mức độ cạnh tranh nhiều khả năng thấp hơn do thị trường Lào mới phát triển và NTP đã có thời gian bán hàng tại Lào thông qua đối tác SMP, chúng tôi cho rằng khả năng công ty liên doanh giữa NTP và đối tác Lào SMP sẽ có hoạt động kết quả kinh doanh tốt. Tất nhiên đây mới chỉ là những dự báo mang tính chủ quan và chưa dựa trên nhiều phân tích do chúng tôi chưa có điều kiện để đánh giá thị trường Lào. Dầu sao, chúng tôi cho rằng với quy mô còn khiêm tốn, kết quả tích cực của các dự án này, nếu có, chỉ đóng góp một tỷ trọng nhỏ vào kết quả hoạt động kinh doanh của NTP.

Dự án trọng tâm của NTP trong thời gian tới là Dự án di chuyển và xây dựng nhà máy tại mặt bằng mới có diện tích 13.6 ha tại phường Hưng Đạo, quận Dương Kinh, thành phố Hải Phòng với tổng mức vốn đầu tư là 200 tỷ, thời gian triển khai hoàn thành dự kiến trong vòng 3 năm từ 2009 đến 2011. Hiện nay, dự án đã thực hiện xong phần giải phóng mặt bằng, san nền, xây dựng tường bao và triển khai xây dựng một phân xưởng sản xuất ống PEHD. Công ty dự kiến sẽ chuyển phân xưởng sản xuất ống PEHD sang cơ sở mới trong năm 2009. Theo đánh giá của chúng tôi, việc di chuyển nhà máy là hoàn toàn phù hợp do mặt bằng hiện tại của công ty tại số 2 An Đà ở trung tâm thành phố Hải Phòng quá nhỏ, không có kho dự trữ nguyên liệu (công ty phải thuê kho) và không thuận tiện cho việc giao nhận phân phối hàng. Chuyển sang cơ sở mới sẽ giúp công ty có điều kiện thuận lợi để mở rộng tăng năng lực sản xuất trong trường hợp cần thiết, giảm chi phí thuê kho bãi trữ nguyên liệu và tăng thời gian giao nhận sản phẩm.

Dự án dự kiến thực hiện

Tại trụ sở của công ty hiện tại rộng 3.2 ha tại trung tâm thành phố Hải Phòng, công ty đang có ý định xây tòa nhà văn phòng và chung cư sau khi hoàn thành việc di dời sang cơ sở mới (dự tính năm 2011). Công ty đã nhận được chủ trương chấp thuận của các cơ quan chức năng. Tuy nhiên, qua nói chuyện với công ty, đó mới chỉ là dự kiến và NTP cũng chưa có kế hoạch cụ thể và việc quyết định triển khai thực hiện sẽ còn phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố. Do vậy chúng ta có thể yên tâm trong thời gian tới, công ty vẫn sẽ tập trung vào hoạt động kinh doanh sản xuất chính.

PHẦN 7: SO SÁNH

Thị trường Việt Nam

Mã CK	Sàn GD	Sở hữu NN	EPS (VNĐ)	P/E	P/B	Lãi gộp/ Doanh thu	Lãi TT/ Doanh thu	ROE	ROA	TSLD/ Nợ ngắn hạn	Vòng quay TTS	Nợ/ TTS
NTP	HASTC	24.3%	7,126	11.87	4.5	27.43%	14.07%	37.68%	21.03%	2.21	1.49	0.33
Thị trường Việt Nam												
BMP	HOSE	46.27%	5,693	15.28	3.0	22.78%	13.63%	19.64%	16.95%	7.05	1.45	0.09
DNP	HASTC	3.41%	2,181	7.15	0.8	13.07%	4.38%	11.39%	5.38%	2.03	1.38	0.41
DPC	HASTC	18.23%	1,579	10.45	1.1	14.73%	5.48%	10.78%	9.51%	28.66	1.92	0.03
TB			4,145	11.19	2.35	19.50%	9.39%	19.87%	13.22%	9.99	1.56	0.21

Nguồn: TSC tổng hợp dựa trên BCTC năm 2008, các nguồn khác

Hiện có khoảng hơn 30 doanh nghiệp sản xuất ống nhựa xây dựng trên cả nước, trong số đó có 4 công ty đang niêm yết trên thị trường chứng khoán. Bên cạnh NTP có 1 công ty trên sàn HOSE là BMP (Nhựa Bình Minh), 2 công ty trên sàn HaSTC là DNP (Nhựa Đồng Nai) và DPC (Nhựa Đà Nẵng). NTP và BMP là 2 công ty lớn nhất ngành với sản lượng sản xuất (năm 2008) lần lượt là 35.000 tấn và 28.000 tấn, 2 công ty còn lại có năng lực sản xuất rất nhỏ so với 2 công ty trên (4900 tấn của DNP và 1900 tấn của DPC). NTP và BMP cũng là 2 công ty có thị phần lớn nhất trên cả nước, tương ứng là 25% và 20% thị phần cả nước, và mỗi công ty này đều có thị trường chính. Với NTP là 70% thị phần miền Bắc và BMP là 40% thị phần miền Nam.

Bảng 19: PE, PB thị trường mới nổi Châu Á Thái Bình Dương

Ticker	Exchange	P/B	P/E
PKI	IN	2.75	17.39
KLP	IN	3.21	3.6
DUP	IN	1.22	10.99
ARCE	IN	0.33	22.05
KUST	IN	N.A.	1.66
RNGI	IN	0.65	35.82
TULS	IN	0.49	4.05
RESI	MK	0.69	35.64
600449	CH	5.95	16.38
600176	CH	4.55	29.06
KKB	MK	1.22	9.24
VNT	TB	0.55	5.71
GWPL	IN	0.53	20.15
SI IN	IN	2.91	12.3
YLI MK	MK	0.44	13.87
Average		3.12	15.3

Nguồn: Bloomberg

Đặc điểm chung của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành ống nhựa xây dựng là đều tập trung vào hoạt động kinh doanh chủ chốt, chỉ số PE tương đối hấp dẫn, nợ vay không nhiều. Trong đó, NTP luôn thể hiện các chỉ số cơ bản rất tốt khi so sánh với BMP nói riêng và so với các doanh nghiệp niêm yết trong ngành nói chung. Mặc dù vậy, trong thời gian gần đây BMP đã có những bước phát triển nhanh chóng nhằm mở rộng thị phần. Chúng tôi cho rằng trong những năm tới NTP vẫn giữ vị thế dẫn đầu ngành tuy nhiên cùng với thời gian BMP rất có thể sẽ phát triển nhanh hơn.

Thị trường châu Á Thái Bình Dương (Asia Pacific Emerging market)

Sử dụng Bloomberg để xác định PB, PE ngành ống nhựa xây dựng trong thị trường Châu Á Thái Bình Dương, chúng tôi được kết quả bình quân của PB là 3.12 và PE là 15.3. Nếu như so sánh với mức này, PB và PE của các doanh nghiệp ống nhựa xây dựng niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam được cho là tương đối hấp dẫn (PB và PE bình quân lần lượt là 2.35 và 11.19). Mặc dù việc so sánh chỉ mang tính tương đối, tuy nhiên phần nào cũng cho chúng ta những cái nhìn tích cực về triển vọng giá của các doanh nghiệp niêm yết trong ngành ống nhựa xây dựng nói chung và NTP nói riêng.

PHẦN 8: PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh

- Tập trung vào các hoạt động kinh doanh cốt lõi. 100% doanh thu từ hoạt động kinh doanh chủ chốt là sản xuất kinh doanh ống nhựa xây dựng.
- Thị phần chiếm tới 70% thị trường phía Bắc giúp NTP có thể điều chuyển biến động giá thành sang khách hàng thông qua việc tăng giá bán. Bên cạnh đó, mạng lưới phân phối rộng và trung thành cũng giúp sản lượng tiêu thụ ổn định.
- Tình hình tài chính lành mạnh, các hệ số thanh khoản đều tốt. Tỷ lệ nợ thấp. Chỉ tiêu thanh khoản và hệ số sinh lời đều tốt hơn so với bình quân ngành.
- Chính sách dự trữ nguyên vật liệu tương đối hợp lý giúp quản lý hàng tồn kho hiệu quả.
- Uy tín cao, thương hiệu mạnh là thuận lợi khi làm việc với khách hàng cũng như các đối tác, tổ chức tài chính.
- Thành viên Hội đồng Quản trị và Ban lãnh đạo đều là những người có nhiều kinh nghiệm trong ngành và gắn bó với công ty.

Điểm yếu

- Phụ thuộc quá nhiều vào thị trường miền Bắc. Những nỗ lực để mở rộng thị trường chưa có hiệu quả. Thị trường miền Trung đang có xu hướng sụt giảm và chưa có kế hoạch phát triển, củng cố thị phần cụ thể.
- Năng suất lao động thấp hơn so với đối thủ chính là BMP. Năm 2008, 42.7 tấn/đầu người của NTP so với 62.67 tấn/đầu người của BMP.
- SCIC vẫn là cổ đông lớn nhất với 37.1% thị phần, điều này đồng nghĩa với tính thận trọng và khả năng có những chiến lược đột phá là không cao.
- Kết quả kinh doanh phụ thuộc rất nhiều vào biến động giá nguyên vật liệu đầu vào.
- Công ty vẫn chưa có cơ chế hạn chế rủi ro tỷ giá hiệu quả trong khi hầu hết các nguyên liệu đều nhập khẩu từ nước ngoài.

Cơ hội

- Nền kinh tế dần hồi phục sau khủng hoảng, tốc độ tăng trưởng ngành xây dựng được dự báo tốt là điều kiện thuận lợi hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty.
- Chính sách hỗ trợ lãi suất nhằm kích cầu của Chính phủ giúp giảm lãi vay.
- Giá nguyên vật liệu ổn định hơn sau thời gian biến động mạnh là yếu tố thuận lợi giúp NTP có kế hoạch dự trữ nguyên vật liệu hiệu quả.
- Chuyển trụ sở mới giúp công ty thuận lợi trong việc nâng cao năng lực sản xuất, giảm chi phí kho bãi và giảm thời gian giao nhận hàng.
- Thị trường Lào là thị trường nhiều tiềm năng phát triển.

Thách thức

- Mức độ rào cản gia nhập ngành không lớn và mức độ sinh lời cao là các yếu tố hấp dẫn cho các đối thủ tiềm năng gia nhập ngành, làm môi trường cạnh tranh khó khăn hơn.
- Đối thủ chính BMP đang tỏ ra năng động và phát triển nhanh bằng việc củng cố thị phần miền Trung (thông qua việc trở thành cổ đông chiến lược của DPC), ảnh hưởng tới thị phần miền Trung của NTP.
- Thị trường miền Nam là thị trường cạnh tranh khốc liệt và không dễ dàng để NTP mở rộng thị phần.
- Ngành ống nhựa xây dựng phụ thuộc nhiều vào ngành xây dựng nên tình hình hoạt động kinh doanh của công ty bị ảnh hưởng nặng nếu có biến động trong ngành xây dựng.
- Công ty hầu hết sử dụng nợ ngắn hạn để tài trợ nhu cầu vốn lưu động nên nếu có biến động lãi suất sẽ ảnh hưởng nhiều đến chi phí lãi vay.
- Nguyên vật liệu hầu như nhập khẩu nên rất có thể chịu rủi ro tỷ giá.

PHẦN 9: ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi cân nhắc kết hợp các phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF, phương pháp so sánh P/E, P/B, và phương pháp chiết khấu luồng cổ tức. Các phương pháp này được tính toán dựa trên triển vọng ngành và một số giả định cơ bản dưới đây.

Triển vọng ngành

Ngành ống nhựa xây dựng là phân ngành thuộc ngành Vật liệu xây dựng, nên tốc độ tăng trưởng ngành ống nhựa xây dựng phụ thuộc nhiều vào ngành xây dựng và bất động sản. Với các tín hiệu tích cực từ các yếu tố vĩ mô, cộng với nhu cầu xây dựng công nghiệp, cơ sở hạ tầng, dân dụng luôn lớn với những nước đang phát triển như Việt Nam, ngành xây dựng Việt Nam được World Bank dự báo sẽ phục hồi và có tốc độ tăng trưởng 2 con số. Với tốc độ tăng trưởng xây dựng được dự báo như vậy và dựa trên tốc độ tăng trưởng trung bình của phân ngành nhựa xây dựng trong những năm qua luôn đạt từ 15-20%/năm, chúng tôi cho rằng ngành nhựa xây dựng có thể đạt mức tăng trưởng từ 15 – 20%/năm trong thời gian tới.

Một số giả định

Các giả định được chúng tôi đưa ra dựa trên số liệu của các năm quá khứ, triển vọng tăng trưởng ngành, tình hình thực tế và kế hoạch phát triển của doanh nghiệp. Một số giả định chủ yếu:

Giả định về doanh thu:

Doanh thu phụ thuộc vào 2 yếu tố: sản lượng tiêu thụ và giá bán. Với vị trí thống lĩnh của NTP trong thị trường miền Bắc và hệ thống phân phối ổn định, cùng với sự phục hồi của thị trường xây dựng, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ của NTP vẫn sẽ ổn định trong giai đoạn tới. Bên cạnh đó, lợi thế đặc biệt về thị phần miền Bắc cũng sẽ giúp NTP điều chuyển biến động giá thành nguyên vật liệu vào giá bán. Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty sẽ đạt mức bình quân 20% – 22% trong giai đoạn 2009 – 2013, tương đương tốc độ tăng trưởng doanh thu của công ty trong những năm gần đây.

6 tháng đầu năm 2009, doanh thu của NTP đạt 685 tỷ. Trong 6 tháng cuối năm 2009, chúng tôi dự báo doanh thu có thể đạt 500 tỷ, nâng tổng doanh thu cả năm đạt trên 1300 tỷ. Dự báo này được đưa ra ở mức độ thận trọng, dựa trên số liệu quá khứ của NTP. Trong năm 2007, 2008, doanh thu 6 tháng cuối năm đều đạt khoảng 500 tỷ. Bên cạnh đó, rất có khả năng với giá nguyên vật liệu tăng liên tục trong những tháng đầu năm 2009 và trong quý 4 năm 2009 NTP sẽ phải nhập nguyên vật liệu giá cao, NTP sẽ tăng giá bán sản phẩm.

Giả định về giá vốn hàng bán:

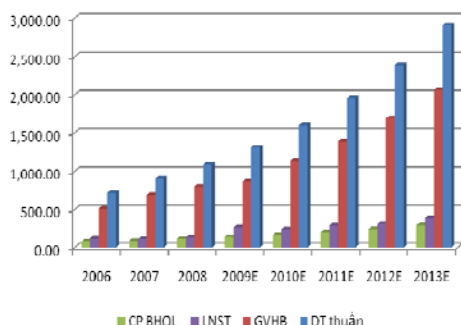
Chi phí nguyên vật liệu chiếm tới 65% trong giá vốn hàng bán. Như đã phân tích trong phần trên, NTP còn đủ nguồn nguyên liệu giá thấp cho tới cuối tháng 8/09. Dự báo giá dầu dao động trong khoảng 50 – 70 USD (chúng tôi sử dụng giá dầu future của NYMEX làm cơ sở dự báo), tức là 25 – 50% so với mức đáy 40 USD tháng 11 năm 2008, ước tính giá nguyên vật liệu sẽ tăng trung bình khoảng 20 – 40%. Tính bình quân, trong những tháng cuối năm 2009, chi phí nguyên vật liệu sẽ tăng khoảng 30%. Giả định trong trường hợp đơn giản là doanh thu và chi phí khác không đổi, việc tăng chi phí nguyên vật liệu này sẽ làm tăng giá vốn thêm khoảng 12%, tức là tỷ trọng so với doanh thu của giá vốn hàng bán sẽ là 73%. Trung bình năm 2009, tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu sẽ là 65%.

Chúng tôi cho rằng, NTP sẽ điều chỉnh giá bán nhằm điều chuyển biến động giá thành cho khách hàng và tỷ trọng giá vốn hàng bán trong doanh thu trong những năm tới sẽ dao động quanh mức 72% - mức bình quân trong quá khứ.

Giả định về chi phí bán hàng và quản lý:

Chúng tôi cho rằng cơ cấu chi phí bán hàng quản lý sẽ không có nhiều biến động

Bảng 20 – Dự báo kết quả kinh doanh 5 năm tới



Nguồn: TSC

trong những năm tới. Vị thế thị phần ổn định, hệ thống phân phối trung thành giúp NTP không chi phí quá nhiều vào các hoạt động quảng cáo, khuyến mại. Chi phí chiết khấu là khoản mục có tỷ trọng lớn nhất trong chi phí bán hàng và tỷ lệ thuận với tăng trưởng doanh thu. Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ giữ ở mức ổn định như mức hiện tại là 10.4% doanh thu, trong đó chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng gần 8% và chi phí quản lý doanh nghiệp khoảng 2.4%.

Giá định về tài sản và khấu hao:

Được xây dựng dựa trên hai yếu tố: dự án chuyển nhà máy sang địa điểm mới có mức tổng vốn đầu tư 200 tỷ trong giai đoạn 2009 – 2011; và công ty đầu tư 30-40 tỷ hàng năm nâng cấp dây chuyền sản xuất.

Năm	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Tài sản tăng (tỷ đồng)	80.00	130.00	80.00	50.00	50.00
Khấu hao (tỷ đồng)	(34.56)	(48.71)	(57.42)	(62.87)	(68.31)

Nguồn: dự báo của TSC

Giá định về vốn điều lệ:

Với giá trị sổ sách hiện nay là 20,040 VNĐ, chúng tôi giả định công ty sẽ thực hiện chia tách cổ phiếu trong năm 2010 nhằm đưa thị giá cổ phiếu về mức hấp dẫn và giảm mức độ hấp dẫn của ngành để hạn chế các đối thủ mới gia nhập ngành. Chúng tôi dự báo trong năm 2009, NTP có thể tăng vốn điều lệ lên gấp hai lần hiện nay, lên 433 tỷ VNĐ.

Giá định về thuế:

Thuế thu nhập doanh nghiệp miễn trong 2 năm 2005, 2006; và được giảm 50% thuế suất từ 2007 đến 2011 (thuế suất 28% trong 2 năm 2007, 2008 và thuế suất 25% trong các năm 2009 – 2011).

Phương pháp FCFF

Chúng tôi tính toán Beta của NTP là 1.01 trong tương quan so sánh với HaIndex.

Với mức bù rủi ro là 4%, WACC là 14.04%.

Phương pháp PE, PB

Chúng tôi sử dụng P/E và P/B bình quân của ngành tại thị trường Châu Á Thái Bình Dương làm cơ sở so sánh. Chỉ số PE bình quân là 15.3 và chỉ số PB bình quân là 3.12. Chúng tôi cho rằng mức PE và PB này có thể chấp nhận làm cơ sở so sánh với giả định thị trường chứng khoán có sự tăng trưởng tốt trong thời gian tới.

Phương pháp chiết khấu cổ tức

Giá định về cổ tức: NTP có chính sách cổ tức nhất quán, hàng năm ở mức 30%. Chúng tôi giả định mức cổ tức này sẽ không thay đổi trong thời gian tới.

Kết quả định giá

Chúng tôi tin rằng giá trị nội tại theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn các phương pháp so sánh PE, PB vốn phụ thuộc nhiều vào thị trường và phương pháp DDM. Vì vậy chúng tôi áp dụng tỷ trọng 40% cho phương pháp DCF và 20% cho các phương pháp còn lại. Kết quả thu được như sau:

Mô hình định giá	Giá định	Kết quả giá	Tỷ trọng giá định	Bình quân gia quyền
FCFF	Beta 1.01, mức bù rủi ro là 4%, WACC = 14.04%	99,570	40%	39,828
PB	PB ngành = 3.12	114,600	20%	22,920
PE	PE ngành = 15.3	148,200	20%	29,640
DDM		84,510	20%	16,902
Giá bình quân:				109,290

Kết quả giá kỳ vọng được đưa ra là **109,290 VNĐ/cổ phiếu**.

Phụ lục: Dự báo KQKD NTP đến 2013

Đơn vị: tỷ đồng

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
Doanh thu thuần	716.46	903.30	1,094.48	1,313.38	1,602.32	1,954.83	2,384.90	2,909.57
Giá vốn hàng bán	-514.26	-687.85	-794.30	-860.26	-1,137.65	-1,387.93	-1,693.28	-2,065.80
Lợi nhuận gộp	202.21	215.45	300.18	453.12	464.67	566.90	691.62	843.78
Tỷ suất lợi nhuận gộp	28.20%	23.90%	27.40%	34.50%	29.00%	29.00%	29.00%	29.00%
Chi phí bán hàng	-53.21	-67.72	-87.23	-105.07	-128.19	-156.39	-190.79	-232.77
Chi phí QLDN	-23.85	-20.90	-25.87	-30.21	-36.85	-44.96	-54.85	-66.92
Lợi nhuận thuần HĐKD	125.36	126.98	187.45	317.84	299.63	365.55	445.98	544.09
Lợi nhuận hoạt động tài chính	-6.42	-2.27	-33.04	-8.13	-19.87	-23.47	-23.47	-23.47
Lợi nhuận trước thuế	118.95	124.71	154.41	309.70	279.77	342.09	422.51	520.62
Thuế thu nhập	0.00	17.46	21.62	38.71	34.97	42.76	105.63	130.16
Lợi nhuận sau thuế	118.95	107.25	132.79	270.99	244.80	299.33	316.88	390.47

Nguồn: TSC



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu giá nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009. TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐAM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Tác giả

Tô Đức Hải

Email: haitd@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 37262600 ext 3117

Sản Phẩm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

- Technical View
- Overnight Update
- Company Reports
- Industry Reports

Thang Long Intel

- Economic Insight
- Portfolio Strategies
- Economic Outlook

Trụ sở chính:

Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh:

Tầng 2, Tòa nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Tổng Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đăng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.