

## MCK: NTP (HNX)

## CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG

## NĂM GIỮ

## DÀI HẠN

## ĐỊNH GIÁ

98.755

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 16/11/10) (VND)	80.900
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	137.000
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	78.500
Số CP đang lưu hành	21.668.998
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	12.245
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.753,0
Trailing P/E (2009) (x)	5,7
Forward P/E (2010) (x)	6,5
P/BV (BV 30/06/10) (x)	2,5

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	6T/10	2010KH	2010F
DT	1.546,9	930,9	1.642,0	1.998,7
LNTT	351,3	183,4	-	360,9
LNST	305,7	169,9	250,0	270,6*
VĐL	216,7	216,7	-	216,7
VCSH	542,2	692,7	-	797,6
TTS	999,9	1.141,2	-	1.264,4
ROA (%)	30,6%	-	-	21,4%
ROE (%)	56,2%	-	-	33,8%
EPS (VND)	14.106	-	-	12.490*
GTSS (VND)	25.023	31.967	-	36.809*
Cổ tức	30,0%	-	30%	30%

\*: Lợi nhuận đã được điều chỉnh cho khoản giảm thuế TNDN. Chúng tôi giả định trong năm nay NTP vẫn chưa thực hiện chia thưởng cổ phiếu nên số lượng cổ phiếu lưu hành không đổi.

Nguồn: BCTC NTP

## VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của NTP được dự báo sẽ vào khoảng 12.490 đồng/cp, tương đương mức P/E forward 6,6 lần. Chúng tôi cho rằng giá trị hợp lý của cổ phiếu NTP tại thời điểm này xoay quanh mức 98.755 đồng (tương đương mức vốn hóa 2.140,0 tỷ), cao hơn gần 22,1% so với giá tham chiếu ngày 17/11/2010 (80.900 đồng). Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù NTP là công ty có hoạt động sản xuất ổn định với chất lượng sản phẩm tốt và thị phần lớn nhất ngành nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu này. Khi giá thị trường có những thay đổi trở nên hấp dẫn hơn, nhà đầu tư có thể trở lại vị thế mua.

**NTP là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất ống nhựa với thị phần chi phối ở miền Bắc.** Ngành nhựa là một trong những ngành mà Chính phủ ưu tiên phát triển và đã phát triển mạnh với tốc độ tăng trưởng bình quân 15%-20% trong 10 năm qua. Thị trường xây dựng hiện đang trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng và sẽ kéo theo sự phát triển của ngành sản xuất vật liệu xây dựng trong đó có sản phẩm ống nhựa xây dựng. Dự kiến tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của lĩnh vực sản xuất ống nhựa sẽ được duy trì vào khoảng 15%/năm. Hiện có khoảng hơn 30 doanh nghiệp hoạt động trong ngành này, trong đó NTP là công ty dẫn đầu với năng lực sản xuất lớn nhất khoảng 70.000 tấn/năm. NTP đang chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với 70% thị phần. Tính trên toàn quốc, NTP chiếm thị phần lớn nhất khoảng 30%.

**Trong năm nay, mặc dù doanh thu có sự tăng trưởng tốt nhưng do không còn được những yếu tố thuận lợi khách quan như trong năm 2009 nên lợi nhuận bị sụt giảm.** Lũy kế 9 tháng năm 2010, doanh thu của riêng Công ty mẹ đạt 1.383,7 tỷ, doanh thu tăng 26,9% so với cùng kỳ năm trước nhờ sản lượng tăng gần 15,4% và giá bán tăng 10%. LNST hợp lý lũy kế 9 tháng năm nay của Công ty mẹ là 196 tỷ (đã điều chỉnh cho khoản giảm thuế TNDN). So với cùng kỳ năm trước, LNST giảm 25,9% là do chi phí đầu vào, chi phí bán hàng và chi phí quản lý tăng. Ngoài ra, thuế suất thuế TNDN trong năm nay là 25% thay vì 12,5% như trong năm trước. Trên quan điểm thận trọng, trong năm nay doanh thu hợp nhất toàn công ty được dự báo sẽ tăng khoảng 26,5% so với năm 2009, đạt 1.956,8 tỷ và LNST tương ứng có thể đạt 271,2 tỷ đồng.

**Thâm nhập vào thị trường miền Nam và Lào còn nhiều khó khăn nhưng sẽ tạo ra động lực phát triển về dài hạn cho Công ty.** NTP miền Nam bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 12/2008 với công suất thiết kế là 10.000 tấn/năm. Khoản lỗ lũy kế của công ty này vào cuối năm 2009 là 1,9 tỷ tuy nhiên ban lãnh đạo dự kiến đến hết năm 2010 NTP miền Nam sẽ dừng được lỗ. Ngoài ra, trong năm nay, NTP đã thành lập liên doanh Nhựa Tiên Phong – SMP tại Lào để khai thác thị trường còn tiềm năng này. Hệ thống quản trị của liên doanh này còn yếu và chưa định hình rõ nét nên nhiệm vụ trước mắt là đưa công ty này đi vào ổn định. Bên cạnh đó, việc di dời nhà máy ra mặt bằng rộng lớn hơn (13,6 ha) tạo điều kiện thuận lợi cho NTP mở rộng hoạt động sản xuất.

**Việc chia thưởng cổ phiếu tỷ lệ 10:6 sẽ làm tăng tính thanh khoản của cổ phiếu NTP.** Giá cổ phiếu của NTP đang ở mức cao nên không thuận tiện để giao dịch. Chia thưởng cổ phiếu sẽ làm giảm mức giá này xuống và tăng thêm số lượng cổ phiếu lưu hành đồng thời cải thiện tính thanh khoản của cổ phiếu.

## Rủi ro:

Chi phí nguyên vật liệu chiếm 70-75% giá thành nên hoạt động kinh doanh của NTP chịu sự phụ thuộc vào sự biến động giá của nguyên vật liệu. Ngoài ra, 90% nhu cầu nguyên vật liệu phải nhập khẩu nên biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng đến lợi nhuận của NTP.

**CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong**

Số 2 An Đà, P. Lạch Chay

Q. Ngô Quyền, Tp. Hải Phòng

ĐT: (84 – 31) 3852073 - 3640973

Fax: (84 – 31) 3640133

Website: <http://www.nhuatienphong-tifoplast.com.vn>

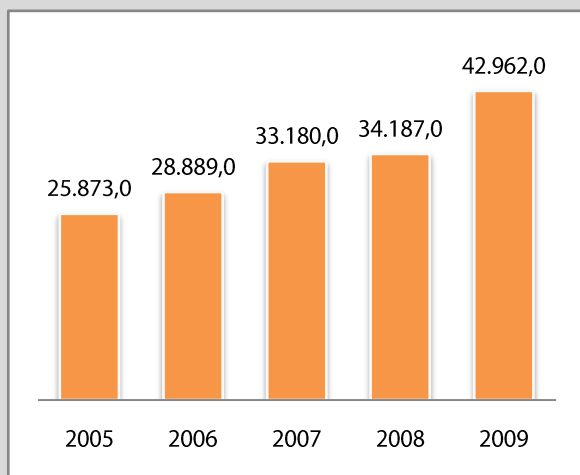
<b>Thành lập:</b>	Năm 1960
<b>Cổ phần hóa:</b>	Năm 2004
<b>Nhân viên (30/06/2010):</b>	747 người

**Quản trị - Điều hành**

- Trần Bá Phúc, CT. HĐQT
- Phạm Văn Viện, TV. HĐQT - TGD
- Nguyễn Quốc Trường, TV. HĐQT - PTGD
- Nguyễn Trung Kiên, TV. HĐQT - KTT
- Đặng Quốc Dũng, TV. HĐQT
- Đồng Xuân Việt, PTGD

**Sản lượng sản xuất:**

Đvt: tấn



Nguồn: Báo cáo thường niên NTP

**CÔNG TY**

Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong (NTP), tiền thân là Nhà máy Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong thuộc Bộ Công Nghiệp được thành lập năm 1960 và cổ phần hóa năm 2004. Hiện tại, NTP đang là công ty dẫn đầu trong lĩnh vực sản xuất ống nhựa và đạt được chứng nhận hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2008.

NTP có hai cổ đông lớn là SCIC (nắm giữ 37,1%) và Red River Holding (nắm giữ 6,1%). Trong cơ cấu cổ đông, các tổ chức bên ngoài nắm giữ khoảng 45% trong đó tổ chức nước ngoài chiếm khoảng 30%.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh****Sản phẩm chính, năng lực sản xuất và hệ thống phân phối**

Sản phẩm chính của Công ty chủ yếu là mặt hàng ống nhựa xây dựng và các phụ tùng ống nhựa, đem lại gần như toàn bộ doanh thu hàng năm với 3 dòng sản phẩm là ống uPVC, HDPE và PPR. Trong đó, uPVC là loại sản phẩm được tiêu thụ nhiều nhất chiếm tỉ trọng 70% doanh thu. Ống HDPE chiếm tỷ trọng 22-23% trong cơ cấu doanh thu. Ống PPR là dòng sản phẩm chuyên dụng dẫn nước nóng lạnh được đưa vào sản xuất từ năm 2004 và đang chiếm khoảng 7% doanh thu của NTP. Ngoài ra, Công ty đang phát triển một số sản phẩm mới hàng rào nhựa lõi thép, máng hứng nước mưa, máng điện...

**Năng lực sản xuất và Hệ thống phân phối**

NTP hiện là doanh nghiệp có năng lực sản xuất ống nhựa đứng đầu trong ngành với nhà máy chính ở miền Bắc. Nhà máy này và văn phòng Công ty đặt tại số 2 An Đà (Hải Phòng) có diện tích khoảng 3,2 ha. Nhà máy có công suất thiết kế 70.000 tấn/năm và công suất hiện tại vào khoảng 71% công suất thiết kế. Ngoài ra, Công ty còn góp vốn (sở hữu 51%) thành lập CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong phía Nam tại KCN Đồng An II có vốn điều lệ 100 tỷ đồng. Công ty này bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 12/2008 với công suất thiết kế là 10.000 tấn/năm (công suất hiện tại khoảng 50%). Năm 2009, Công ty tạo ra 70 tỷ doanh thu và chịu khoản lỗ là 1,9 tỷ. Lũy kế 6 tháng năm 2010, NTP miền Nam có doanh thu là 71,9 tỷ và bị lỗ 1,3 tỷ đồng. Tuy nhiên, ban lãnh đạo Công ty dự kiến đến hết năm 2010 NTP miền Nam sẽ dừng được lỗ.

Sản lượng sản xuất của NTP nhìn chung đều được cải thiện dần qua các năm. Bên cạnh đó, giá bán cũng tăng bình quân trên 10%/năm từ năm 2006 làm cho doanh thu luôn tăng trưởng ổn định. Dự kiến năm nay, NTP sẽ sản xuất trên 50.000 tấn sản phẩm cùng với giá bán tăng 10% từ đầu năm nên doanh thu cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh.

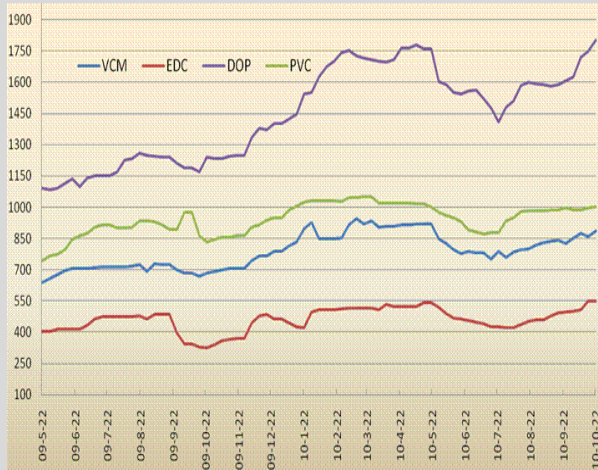
Công ty bán hàng chủ yếu qua 2 kênh phân phối là hệ thống đại lý và đấu thầu công trình. Hệ thống cửa hàng đại lý tập trung ở miền Bắc gồm 4 nhà phân phối lớn với 200 đại lý. Đây cũng là kênh phân phối chính của Công ty chiếm gần 70% doanh thu. Phần doanh thu còn lại thuộc về các công trình dự án cấp thoát nước và bất động sản. Trong khi đó, 95% doanh thu của đối thủ BMP được phân phối qua hệ thống của hàng với gần 600 đại lý, doanh thu từ mảng công trình chỉ chiếm 5%.

**Nguyên vật liệu:**

Nguyên vật liệu chính để sản xuất ra sản phẩm là bột nhựa PVC và các loại hạt nhựa khác PE, PP, HDPE... Khoảng 90% nhu cầu nguyên liệu là nhập khẩu. Chi phí nguyên vật liệu chiếm hơn 80% giá thành nên hoạt động kinh doanh của NTP chịu sự phụ thuộc nhiều vào sự biến động của giá nguyên vật liệu và tỷ giá. Thời gian tồn kho nguyên liệu thông thường là 1-2 tháng nhưng nếu giá rẻ thì NTP tích trữ nguyên liệu làm tăng thời gian tồn kho lên

**Biến động giá VCM, EDC, DOP và PVC từ 22/05/2009 đến 22/10/2010**

Đvt: USD/tấn



Nguồn: English.chem99.com

3 tháng. Giá nguyên liệu tồn kho bình quân hiện tại vào khoảng 1.000 USD/tấn.

Sau sự tăng “nóng” giá nhựa tạo đỉnh điểm tháng 7/2008, giá bột nhựa PVC, HDPE đã giảm sâu hơn vào thời cuối năm 2008. Từ thời gian đó đến nay, giá nguyên liệu nhìn chung khá ổn định và có xu hướng tăng. Với kinh nghiệm về tồn kho nguyên vật liệu, Công ty đã tận dụng được hàng tồn kho giá rẻ và tạo ra được tỷ suất lãi gộp cao trong năm 2009.

Tuy nhiên, với sự biến động thất thường của giá nhựa hiện nay (tăng mạnh từ cuối năm 2009 đến tháng 5/2010 sau đó lại giảm nhanh rồi tăng trở lại), NTP khó có thể tiếp tục duy trì mức lợi nhuận gộp cao như trong năm vừa qua. Trong quý 3/2010, giá nguyên liệu bình quân đã tăng 13-15% so với cùng kỳ.

### **Thị trường và vị thế Công ty**

Đối thủ lớn nhất của NTP là BMP và mỗi công ty đang chiếm lĩnh một vùng thị trường. Đối với thị trường miền Bắc, NTP có thị phần tiêu thụ lớn nhất (70%) và gần như không có đối thủ trong thị trường này. Trong khi đó, BMP đang chiếm lĩnh thị trường miền Nam với 50% thị phần. Mặc dù Nhựa Tiền Phong miền Nam đã đi vào hoạt động từ cuối năm 2008 nhưng vẫn còn gặp nhiều khó khăn do sự chiếm lĩnh thị trường của BMP và thói quen tiêu dùng của khách hàng từng miền. Để phát triển tại thị trường này, NTP sẽ đẩy mạnh hoạt động quảng bá thương hiệu và “đánh” vào các dự án, công trình. Mặc dù NTP sẽ đụng phải DNP khi khai thác mảng thị phần này nhưng với chất lượng sản phẩm và thương hiệu đã được khẳng định thì đây không phải là một trở ngại lớn. Trong khi đó, BMP đang xâm nhập vào thị trường miền Bắc và nhiều khả năng sẽ tạo ra lợi nhuận trong năm nay.

Tính trên toàn quốc, NTP chiếm thị phần lớn nhất khoảng 30%, đứng thứ hai là đối thủ BMP với 20-25% thị phần. Ngoài ra, còn có một đối thủ mới là Tập đoàn Hoa Sen cũng bắt đầu sản xuất ống nhựa. Với thương hiệu và hệ thống phân phối sẵn có, đây sẽ là một đối thủ đáng ngại cho NTP trong tương lai.

### **Đầu tư khác**

NTP cũng đang nắm giữ 49,98% vốn góp vào CTCP Bao bì Tiền Phong có vốn điều lệ 4 tỷ. Hoạt động chính của công ty này là sản xuất bao bì PP các loại với doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2009 lần lượt là 53,4 tỷ và 7,1 tỷ. Bên cạnh đó, tháng 2/2010, NTP đã liên kết với đối tác SMP thành lập Liên doanh Nhựa Tiền Phong – SMP tại Lào để khai thác thị trường còn tiềm năng này. Liên doanh này có vốn điều lệ 2,5 triệu USD trong đó NTP nắm giữ 51% và có công suất thiết kế 3000-5000 tấn/năm. Hệ thống quản trị của liên doanh này còn yếu và chưa định hình rõ nét nên nhiệm vụ trước mắt là đưa công ty này đi vào ổn định.

### **Tiềm năng tăng trưởng**

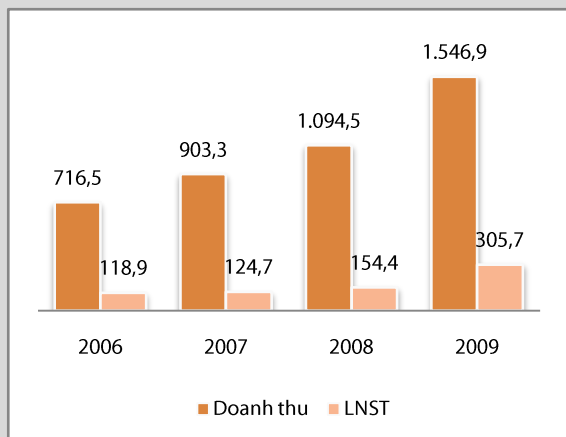
Thâm nhập thị trường miền Nam và thị trường Lào tuy vẫn còn nhiều khó khăn nhưng sẽ tạo ra cơ hội phát triển trong tương lai. NTP sẽ có cơ hội tiếp cận với nhiều khách hàng hơn và khai thác mảng thị phần công trình mà BMP còn bỏ sót. Đối với thị trường Lào, đây là một thị trường mới và chưa có công ty Lào nào sản xuất ống nhựa mà phải nhập khẩu từ Thái Lan nên triển vọng của Liên doanh NTP-SMP tại đây là không nhỏ.

Công ty đang thực hiện di dời các phân xưởng và nhà máy ra mặt bằng mới 13,6 ha, cách trụ sở hiện tại 10 km. Việc di dời bắt đầu từ năm 2009 và dự kiến hoàn thành năm 2014. NTP đã di dời xong phân xưởng sản xuất ống HDPE, ống PPR và các loại phụ tùng. Công ty đang thuê tư vấn để quyết định xây



**Doanh thu thuần và Lợi nhuận qua các năm**

*Dvt: tỷ đồng*



*Nguồn: BCTC NTP*

**Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động**

Chỉ số	2008	2009	9t/ 2010*	SS với BMP*
Lãi gộp/DT	27,4%	36,0%	32,6%	26,2%
Lãi hoạt động/DT	17,1%	23,7%	20,4	21,3%
LNST/DT	14,1%	19,8%	14,2%	18,9%
ROE	43,7%	56,2%	26,2%	22,1%
ROA	19,3%	30,6%	17,4%	18,6%
DT/TTS	1,4	1,5	1,2	1,0
Vòng quay hàng tồn kho	2,8	3,8	3,3	3,2
Vòng quay khoản phải thu	4,8	3,7	2,6	4,5
Vòng quay khoản phải trả	5,1	6,6	10,8	5,1

\*: Số liệu 9 tháng của công ty mẹ

*Nguồn: BCTC NTP và BMP*

**Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính**

Khả năng thanh toán	2008	2009	9T/10	SS với BMP
Thanh toán hiện hành	1,4	1,8	2,4	4,5
Thanh toán nhanh	0,7	1,1	1,6	3,0
Thanh toán tiền mặt	0,1	0,0	0,2	0,7

**Cấu trúc tài chính**

Tổng nợ/VCSH	117,1%	75,2%	50,3%	18,4%
Tổng nợ/TTS	51,6%	40,9%	33,5%	15,5%
Vay ngắn hạn/VCSH	71,7%	45,8%	37,9%	1,5%
Vay dài hạn/VCSH	1,3%	1,6%	-	-
Vay ngắn hạn/TTS	31,6%	24,9%	25,2%	1,2%
Vay dài hạn/TTS	0,6%	0,8%	-	-

*Nguồn: BCTC NTP và VDSC tổng hợp*

văn phòng cho thuê hoặc chung cư cao cấp nhằm khai thác mảnh đất ở trụ sở hiện tại có diện tích 3,2 ha (đất thuê trả tiền hàng năm).

Từ đầu năm 2010, NTP đã đầu tư 100 tỷ nâng công suất từ 45.000-50.000 tấn/năm lên 70.000 tấn/năm. Đặc biệt, cuối quý 4, NTP sẽ đưa vào sử dụng dây chuyền sản xuất ống HDPE 1.200 mm có vốn đầu tư 1,6 triệu EUR và công suất thiết kế 9.000-10.000 tấn/năm. Từ năm sau, NTP sẽ đầu tư và nâng cấp máy móc thiết bị để tăng công suất lên 10%/năm.

**Rủi ro kinh doanh**

Sự biến động giá nguyên vật liệu chính khá đột biến ảnh hưởng lớn đến kết quả kinh doanh. Thông thường giá hạt, bột nhựa chịu sự chi phối bởi thị trường Trung Quốc do đây là thị trường tiêu thụ mạnh đồng thời là nhà cung cấp lớn tại khu vực Châu Á. Ngoài ra, do phần lớn nguyên liệu phải nhập khẩu nên NTP cũng phải chịu thêm rủi ro tỷ giá.

**Tình hình tài chính**

Doanh thu và LNST của NTP nhìn chung có sự tăng trưởng khá ổn định trong giai đoạn 2007-2009. Trong năm 2009, kết quả kinh doanh của NTP tăng vọt nhờ tồn kho được nguyên liệu giá rẻ, chính sách của chính phủ về hỗ trợ lãi suất và các gói kích cầu vào ngành xây dựng. Doanh thu tăng 41,3% do sản lượng tiêu thụ tăng gần 25,7% và giá bán bình quân tăng khoảng 12%. Do đó, các chỉ số thể hiện khả năng sinh lợi đều tăng vọt so với năm 2008.

Lũy kế 9 tháng 2010, doanh thu của riêng Công ty mẹ đạt 1.383,7 tỷ, hoàn thành 84,3% kế hoạch. So với cùng kỳ năm trước, doanh thu tăng 26,9% nhờ sản lượng tăng gần 15,4% và giá bán tăng 10%. Trong năm 2010, NTP được cơ quan thuế giảm 39,2 tỷ vào chi phí thuế TNDN do cơ quan thuế đã truy thu sai số tiền này trong năm 2007 và 2008. Chúng tôi cho rằng cách tính thuế như vậy sẽ thổi phồng LNST của NTP một cách không hợp lý vì điều này không liên quan gì đến hoạt động chính của Công ty trong năm nay. Do đó, LNST hợp lý lũy kế 9 tháng năm nay của Công ty mẹ là 196 tỷ (giảm 39,2 tỷ so với con số trong báo cáo).

So với cùng kỳ năm trước, LNST giảm 25,9% là do chi phí đầu vào tăng làm tỷ suất lãi gộp chỉ còn 32,6% so với con số của cùng kỳ năm trước là 39,2%. Bên cạnh đó, chi phí bán hàng cũng tăng thêm 34,1% theo sự tăng trưởng của doanh thu và chi phí quản lý tăng lên 49,6 tỷ so với con số 22,9 tỷ của năm 2009. Ngoài ra, năm nay NTP không còn được giảm 50% thuế TNDN như trong năm trước.

So với BMP, tỷ suất lãi gộp của NTP vẫn được duy trì cao hơn chủ yếu là do Công ty quản lý chi phí đầu vào tốt hơn và có sản lượng tiêu thụ cao hơn. Tuy nhiên, do NTP sử dụng nợ vay nên chi phí lãi vay cao hơn so với NTP. Ngoài ra, tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu (8,7%) và chi phí quản lý doanh nghiệp (3,6%) trên doanh thu của NTP trong năm nay đều cao hơn nhiều so với BMP, 2,7% và 2,2% tương ứng. Bên cạnh đó, BMP vẫn còn được giảm 50% thuế TNDN năm nay. Do đó, tỷ suất lãi ròng của NTP lũy kế 9 tháng lại thấp hơn khá nhiều so với BMP.

**Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính**

NTP vay nhiều nợ ngắn hạn (khoảng 283,8 tỷ vào cuối quý 3/2010) nên khả năng thanh toán của Công ty khá thấp và hoàn toàn thua kém BMP. Bên cạnh đó, các chỉ số nợ đều cao hơn so với BMP nhưng đã có sự cải thiện dần. NTP cho phép các đại lý thanh toán chậm đến 45 ngày và các dự án công trình chiếm khoảng 30% doanh thu dẫn đến khoản phải thu của Công ty bị xoay vòng chậm hơn nhiều so với BMP.

## P/E ngành

Mã	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
DPC	34,7	4,4
DNP	42,2	5,0
BMP	1.683,9	6,9
NTP	1.753,0	5,4
<b>Bình Quân</b>		<b>6,0</b>

## DỰ PHÓNG

Năm 2010, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 1.642 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 250 tỷ. Chúng tôi cho rằng NTP có thể vượt mục tiêu doanh thu và lợi nhuận với những kết quả mà Công ty đã đạt được sau 9 tháng đầu năm nay.

**Kết quả kinh doanh.** Do công suất máy móc hiện tại vẫn chưa sử dụng hết nên Công ty vẫn có thể gia tăng sản lượng để tăng doanh thu. Ngoài ra, lũy kế 9 tháng đầu năm nay, NTP đã tiêu thụ khoảng 38.000 tấn sản phẩm. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự đoán sản lượng tiêu thụ năm nay của NTP là 50.740 tấn, tăng 18% so với năm trước. Bên cạnh đó, giá bán được dự báo không thay đổi đến cuối năm. Như vậy, doanh thu năm 2010 sẽ tăng 29,2% so với năm 2009 và đạt 1.998,7 tỷ (vượt 21,7% so với kế hoạch). Trong các năm sau, dự báo sản lượng của NTP sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng là 10%/năm và giá bán sẽ tăng 8-9%/năm. Vì vậy, doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ổn định xung quanh mức 18-19% trong các năm sau.

Tỷ suất lãi gộp sau 3 quý đầu năm của Công ty mẹ là 32,6% và chúng tôi dự báo tỷ suất này sẽ giảm xuống còn 32% cho cả năm 2010. Trong các năm sau, tỷ suất lãi gộp sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và giá cả đầu vào và đầu ra biến động khó lường. Ngoài ra, cũng do cạnh tranh, các chỉ số chi phí bán hàng/doanh thu và chi phí quản lý/doanh thu sẽ tăng dần.

Về chi phí thuế TNDN, chúng tôi vẫn sử dụng mức thuế suất là 25% cho năm nay và không tính vào khoản giảm trừ 39,2 tỷ. Tuy nhiên, chúng tôi sẽ cộng khoản này vào lợi nhuận giữ lại và khoản mục tiền trong BCĐKT năm nay.

**Bảng cân đối kế toán**

Về đầu tư vào tài sản cố định, trong năm nay, NTP đầu tư vào dây chuyền HDPE 1.200mm và các loại máy móc khác nên nguyên giá TSCĐ sẽ tăng khoảng 87 tỷ. Trong các năm sau, để duy trì sản lượng tăng 10%, giá trị tài sản đầu tư thêm sẽ vào khoảng 70 tỷ/năm.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu. Ngoài ra, chúng tôi dự báo NTP sẽ bắt đầu trả bớt các khoản nợ đặc biệt là nợ ngắn hạn bằng lợi nhuận tạo ra trong các năm tới nên chỉ số Tổng nợ/ Tổng tài sản chỉ còn 32,8% trong năm 2010 và tiếp tục giảm xuống khoảng 23% vào năm 2014.

*Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của NTP là 1.998,7 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 270,6 tỷ, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 21.668.998 vào khoảng 12.490 đồng/cp.*

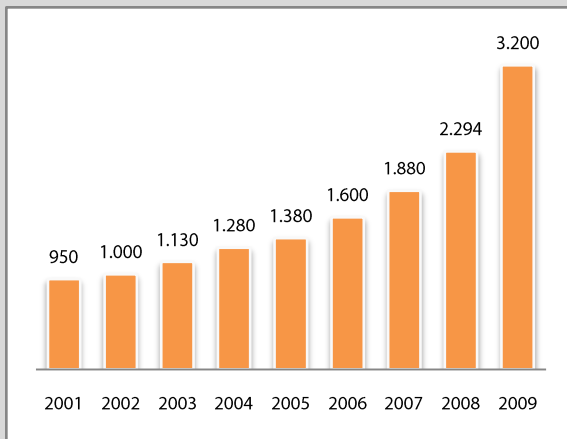
**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá NTP với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành sản xuất ống nhựa. Trailing P/E của ngành hiện nay khoảng 6,0. Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn đến hết năm 2014 là 19%. Sau năm 2014, chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được ước tính lần lượt là 16,9% và 6,5%. Phương pháp P/E chỉ có tỷ trọng 20% vì phương pháp này phản ánh giá trị Công ty trong điều kiện thị trường hiện tại chứ không phải giá trị hợp lý trong trung và dài hạn. Ngoài ra, số lượng công ty trong ngành còn ít nên độ tin cậy chưa cao.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	104.708	80%	83.767
P/E	74.940	20%	14.988
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>98.755</b>

**Sản lượng nhựa Việt Nam**

Đvt: Nghìn tấn



**SƠ LƯỢC NGÀNH NHỰA**

**Những nét chính trong thời gian qua**

Ngành nhựa là một trong những ngành mà Chính phủ ưu tiên phát triển. Chính vì vậy, ngành này đã phát triển mạnh với tốc độ tăng trưởng bình quân 15%-20% trong 10 năm qua và đang tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian gần đây. Hiện tại, có khoảng 2000 doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành. Các doanh nghiệp không ngừng đầu tư về hạ tầng máy móc, công nghệ, giảm chi phí và nâng cao chất lượng cũng như đa dạng hóa các chủng loại sản phẩm. Bên cạnh đó, các công ty trong ngành đẩy mạnh hoạt động thương mại, quảng bá thương hiệu nên hoạt động sản xuất kinh doanh có sự cải thiện đáng kể.

Ngành nhựa Việt Nam hiện đang đầu tư và phát triển với 4 nhóm ngành sản phẩm chính. Trong đó, nhóm sản phẩm nhựa dùng trong vật liệu xây dựng chiếm khoảng 15% thị trường bao gồm các sản phẩm: ống nước và các phụ kiện ống nước, tấm lợp, tấm trần...

Hiện có khoảng hơn 30 doanh nghiệp hoạt động trong ngành sản xuất ống nhựa xây dựng các loại, trong đó chỉ có khoảng 10 doanh nghiệp là có năng lực cạnh tranh lớn, trong đó có NTP.

Một thách thức lớn nhất mà ngành nhựa đang phải đối đầu là phụ thuộc nhiều vào nguồn nguyên liệu. Mặc dù hiện tại được mua trong nước (trước đây chủ yếu là nhập khẩu) nhưng khó tránh được sự biến động liên tục về giá nguyên liệu. Mỗi năm, ngành nhựa phải tiêu thụ từ 2 triệu - 2,5 triệu tấn các dòng nguyên liệu khác nhau như: PE, PVC, HDPE, PP, ABS, PC, PS... Giá cả nguyên liệu nhựa phụ thuộc vào giá dầu, thường tăng đột biến và bất ngờ, khiến các doanh nghiệp không kịp phản ứng trong khi đó doanh nghiệp không thể liên tục điều chỉnh giá sản phẩm của mình.

**Triển vọng ngành**

Mặc dù phải gặp nhiều trở ngại, nhưng nhìn về trung dài hạn, thị trường xây dựng hiện đang trong giai đoạn phục hồi sau khủng hoảng, sự tăng trưởng nhanh của ngành này sẽ kéo theo sự phát triển của ngành sản xuất vật liệu xây dựng trong đó có sản phẩm ống nhựa xây dựng. Dự kiến tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm của ngành nhựa trong tương lai sẽ tiếp tục được duy trì như các năm vừa qua vào khoảng 15%/năm. Cho nên, có thể nói lĩnh vực kinh doanh của NTP có tiềm năng phát triển lớn trong thời gian tới.

**Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu**

Mã CK	Market Cap	DT 2009	LNST 2009	EPS	BV	Trailing P/E	P/BV	9 tháng/2010			
	16/11/10							Doanh thu	%KH	LNST	%KH
	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(VND/cp)	(VND/cp)	(x)	(x)	(tỷ VND)		(tỷ VND)	
DPC	34,7	71,5	15,8	3.263	17.250	4,4	0,9	72,2	90,3%	5,8	116,0%
DNP	42,2	191,7	31,4	2.425	21.481	5,0	0,6	148,6	70,8%	5,8	72,5%
BMP	1.683,9	1.143,2	336,6	6.948	24.366	6,9	2,0	1.012,9	82,1%	196,1	131,3%
NTP	1.753,0	1.546,9	557,3	14.944	-	5,4	-	-	-	-	-

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

## PHỤ LỤC

	2007	2008	2009	2010E
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Doanh thu	903,3	1094,5	1546,9	1998,7
Lợi nhuận HĐKD	126,8	187,1	365,8	375,8
Lợi nhuận trước thuế	124,7	154,4	351,3	360,9
Lợi nhuận sau thuế	124,7	154,4	305,7	270,6
EBIT	129,8	176,4	365,0	372,2
EBITDA	151,6	199,3	398,8	412,8
<b>Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)</b>				
Tiền mặt	21,7	45,0	15,4	88,7
Tài sản ngắn hạn	416,8	568,7	706,0	936,8
Tài sản cố định	61,9	154,5	156,0	204,1
Tổng tài sản	543,5	801,6	999,9	1264,4
Tổng nợ vay	111,3	257,8	257,5	227,5
Tổng nợ	206,2	413,5	408,8	421,3
Vốn chủ sở hữu	337,7	351,2	542,2	797,6
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>				
Doanh thu	26,1%	21,2%	41,3%	29,2%
Lợi nhuận trước thuế	4,8%	23,8%	127,5%	2,7%
Lợi nhuận sau thuế	4,8%	23,8%	98,0%	-11,5%
Tổng tài sản	61,6%	47,5%	24,7%	26,5%
Vốn chủ sở hữu	36,1%	4,7%	54,0%	47,1%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	23,9%	27,4%	36,0%	32,0%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	13,8%	14,1%	22,7%	18,1%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	13,8%	14,1%	19,8%	13,5%
ROA	22,9%	19,3%	30,6%	21,4%
ROE	37,0%	43,7%	56,2%	33,8%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>				
Vòng quay Tổng tài sản	1,7	1,4	1,5	1,6
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,7	3,1	2,8	2,5
Vòng quay các khoản phải thu	3,9	4,8	3,7	3,8
Vòng quay hàng tồn kho	4,5	2,8	3,8	4,3
Vòng quay các khoản phải trả	7,2	5,1	6,6	7,3
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>				
Khả năng thanh toán hiện hành	2,0	1,4	1,8	2,3
Khả năng thanh toán nhanh	1,3	0,7	1,1	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,1	0,0	0,2
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	61,1%	117,1%	75,2%	52,6%
Nợ vay / Tổng tài sản	20,5%	32,2%	25,8%	18,0%
Tổng nợ / Tổng tài sản	37,9%	51,6%	40,9%	33,3%

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành

Loại báo cáo

Khuyến nghị

Giá tại ngày phát hành

Giá định giá

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là **VDSC**) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới****Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

**Chi nhánh Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010.**