

## MCK: TTP (HOSE)

## CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ NHỰA TÂN TIẾN

## NĂM GIỮ

## CÔNG NGHIỆP - NHỰA

**ĐỊNH GIÁ 51.700 VND/CP****Chuyên viên: Huỳnh Tuấn Khánh****Email: khanh.ht@vdsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 303**

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 20/08/2009)	53.500
Giá cao nhất (52 tuần)	53.500
Giá thấp nhất (52 tuần)	14.900
Số CP đang lưu hành	15.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	803
P/E (EPS 4 quý)	10,5
P/BV (BV 31/03/09)	1,9

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: VDSC

## CTCP BAO BÌ NHỰA TÂN TIẾN

117/2 Lũy Bán Bích, P. Tân Thới Hòa

Q.Tân Phú, Tp.HCM

ĐT: +84 8 3961 2279

Fax: +84 8 3961 264

Website: www.tapack.com

Email: tantien@hcm.fpt.vn

Chúng tôi ước tính giá trị CTCP bao bì nhựa Tân Tiến theo các phương pháp định giá vào khoảng 51.700 đồng/CP, thấp hơn 3,3% so với giá tham chiếu ngày 21/08/09. Nhà đầu tư có thể nắm giữ cổ phiếu TTP vào thời điểm hiện tại và xem xét quyết định bán thu lợi nhuận khi giá thị trường cao hơn khoảng 10% - 20% mức giá ước tính. Đối với những nhà đầu tư có chiến lược trung dài hạn, có thể cân nhắc mua vào khi giá thị trường thấp hơn khoảng 10% - 15% mức định giá.

TTP là công ty đi đầu trong dòng sản phẩm bao bì mềm với thị phần vững vàng chiếm khoảng 10%. Nguồn lực của công ty chủ yếu tập trung cho hoạt động kinh doanh chủ chốt. Kết quả hoạt động khá ổn định và có sự tăng trưởng bền vững qua các năm mặc dù điều kiện kinh tế gặp nhiều khó khăn, giá nguyên vật liệu biến động liên tục. Chúng tôi thực sự đánh giá cao năng lực của công ty, tuy nhiên, giá trị cổ phiếu giao dịch hiện tại khá sát với mức giá ước tính, vì vậy, nhà đầu tư nên lựa chọn mức giá hợp lý để mua vào.

So với các doanh nghiệp nhựa khác, kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm của TTP khá ấn tượng. Doanh thu tăng 10%, lợi nhuận tăng gấp 2,2 lần so với cùng kỳ năm trước. Gần hơn, tháng 7 doanh thu đạt gần 100 tỷ. Cùng với tình hình kinh tế cuối năm dự báo khả quan, nhu cầu tiêu dùng đang có xu hướng tăng lên, khả năng doanh thu và lợi nhuận năm này của TTP sẽ vượt xa so với kế hoạch.

Tuy nhiên, rủi ro về biến động giá nguyên vật liệu đầu vào theo giá dầu vào sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến tình hình hoạt động kinh doanh của TTP. Do vậy, nhà đầu tư cần phải lưu ý đến diễn biến giá dầu thế giới khi đầu tư vào cổ phiếu ngành nhựa.

## Thông tin giao dịch

Ngày	Giá đóng cửa	KLGD	Dư mua	Dư bán	NN mua	NN bán
19/08	51.000	47.400	79.230	15.630	0	0
18/08	49.000	21.100	979.320	1.022.480	0	600
17/08	49.500	46.250	44.430	46.720	13.570	0
14/08	50.000	70.280	35.090	75.260	0	0
13/08	49.000	35.610	70.130	15.090	10.000	100

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản:

Đv: tỷ đồng	2008	1H09	KH	2009E
Doanh thu	1.041	491	900	1.104
Lợi nhuận trước thuế	78	46	60	92
Lợi nhuận sau thuế	67	40	53	80
Vốn điều lệ	150	150	150	150
Tổng tài sản	484	534		582
Vốn chủ sở hữu	414	424		466
ROA (%)	13,9%	-		13,8%
ROE (%)	16,1%	-		17,2%
EPS điều chỉnh (VNĐ)	4.497			5.353
Giá trị sổ sách (VNĐ)	27.568	28.299		31.053
Tỷ lệ cổ tức (%)	15	-	20	20

Nguồn: TTP, VDSC ước tính

**Thành lập:** Năm 1966

**Cổ phần hóa:** Năm 2004

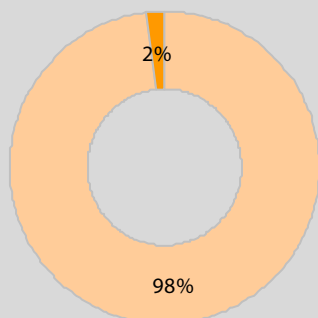
**Nhân sự: (31/12/2008)** 1.007 người

**Quản trị - Điều hành**

- Lê Minh Cường, CT.HĐQT kiêm TGD
- Bùi Quang Thịnh, TV.HĐQT kiêm Phó TGD
- Đoàn Thu Nhạn, TV.HĐQT kiêm KTT
- Lê Thị Ngọc Trâm, TV.HĐQT
- Nguyễn Thị Hữu Thủy, TV.HĐQT

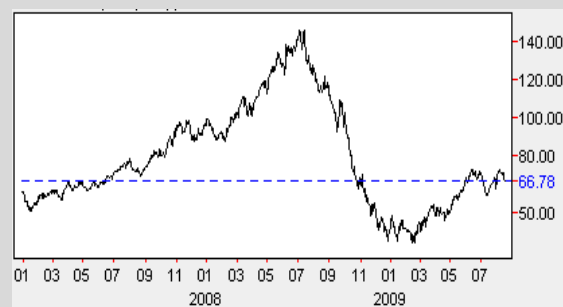
**Cơ cấu doanh thu 2008**

■ Sản xuất bao bì ■ Chế bản trực in & Hoạt động khác



Nguồn: TTP

**Biến động giá dầu tháng 01/2007 – 08/2009**



Nguồn: Netdania

**CÔNG TY**

Công ty Bao bì nhựa Tân Tiến (TTP), tiền thân là công ty Việt Nam nhựa dẻo được thành lập từ năm 1966. Sau năm 1975, công ty được Nhà nước tiếp quản, chính thức cổ phần hóa năm 2004 và niêm yết trên HOSE vào ngày 09/11/2006.

Trải qua hơn 40 năm hình thành và phát triển, TTP hiện nay được coi là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất bao bì nhựa phức hợp tại thị trường Việt Nam.

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

**Sản phẩm**

Sản phẩm chính của công ty chủ yếu là mặt hàng bao bì nhựa phức hợp, đem lại trên 95% tổng doanh thu hàng năm. Trong đó bao bì thực phẩm và hàng tiêu dùng như bánh kẹo, bột ngọt, mì ăn liền, bột giặt, mỹ phẩm... chiếm trên 80% sản lượng. Nhờ vậy, mức độ bị ảnh hưởng từ khủng hoảng kinh tế được hạn chế. Ngoài ra, TTP còn tham gia một số hoạt động nhỏ lẻ khác như gia công chế bản trực in cho khách hàng nhưng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu khá nhỏ.

**Năng lực sản xuất**

TTP hiện có 7 dây chuyền sản xuất với công suất đạt khoảng 30.000 tấn/năm. Trong khi đó, các doanh nghiệp lớn khác trong ngành như Liksin, Huhtamäki... chỉ có từ 3 – 4 dây chuyền.

Hiện tại TTP có 2 nhà máy sản xuất, một nhà máy ở Lũy Bán Bích diện tích 12.000 m<sup>2</sup>, được nhà nước giao, đã sử dụng 100% diện tích. Nhà máy 2 tại KCN Tân Bình, diện tích 50.000 m<sup>2</sup> đã trả hết tiền thuê cho 45 năm. Công ty sử dụng 50% diện tích cho nhà máy mới, phần còn lại sẽ mở rộng tiếp khi có nhu cầu.

Ước tính TTP hiện nay đã sử dụng gần 85% - 90% công suất thiết kế của các máy móc. Nhu cầu vốn đầu tư máy móc thiết bị khoảng 5 triệu USD/năm, bao gồm thay thế và đầu tư mới. Trình độ công nghệ không có nhiều khác biệt so đối thủ cạnh tranh, khác biệt chính là kinh nghiệm và trình độ quản lý của cán bộ kỹ thuật.

**Nguyên liệu**

Nguyên vật liệu chính để sản xuất ra sản phẩm là các loại hạt nhựa, ước tính chiếm khoảng 50% -70% giá vốn hàng bán, chủ yếu là hạt nhựa PP, PE và LDPE. Giá hạt nhựa tỷ lệ thuận với giá dầu thế giới, do đó, sự biến động của giá dầu tương quan đến biến động giá thành của sản phẩm.

Nguồn nguyên vật liệu chủ yếu nhập khẩu từ các nước trong khu vực châu Á (90%) như Thái Lan; Malaysia; Phillipine; Nhật; Hàn Quốc...

Năm 2008, ngành nhựa nói chung và TTP nói riêng đều gồng mình trước sự biến động mạnh của giá dầu, tuy nhiên với kinh nghiệm về tồn kho nguyên vật liệu, cũng như chính sách linh động về giá bán đã khẳng định được năng lực của TTP trong suốt những năm qua dưới những biến động liên tục của giá dầu.

Nửa đầu năm 2009, giá dầu ít biến động mạnh do tình hình chung về nhu cầu sụt giảm của thế giới, chính vì vậy giá nguồn nguyên vật liệu hạt nhựa đã được giảm so với cuối năm 2008. TTP cũng đã xây dựng kế hoạch kinh doanh năm 2009 trên nền tảng giá hạt nhựa PE là 850USD/tấn, trên quan điểm cá nhân thì mức giá này chưa hợp lý, khi giá dầu trong giai đoạn hiện nay có vẻ sắp bắt đầu chu kỳ mới. Đặc biệt trong những ngày qua giá nguyên vật liệu nhựa đã có tăng đến 40% - 50% so với đầu năm 2009.

Tuy nhiên với chính sách đặt mua nguyên vật liệu theo mức giá phù hợp với giá hợp đồng đầu ra nên hạn chế phần nào rủi ro khi giá nguyên vật liệu tăng. Điều

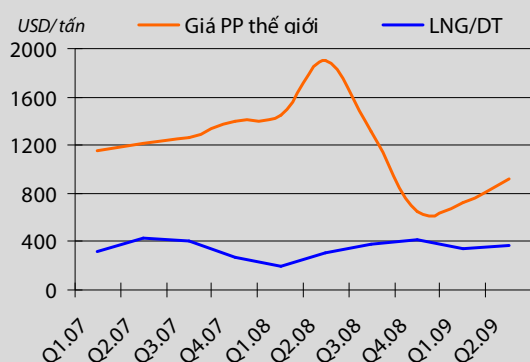
Ngày 20/08/2009

## Giá hạt nhựa PP thế giới từ 01/2007 - 08/2009



Nguồn: London Metal Exchange

## Biến động giá



Nguồn: TTP, VDSC tổng hợp

đó có thể thấy tỷ suất lợi nhuận gộp trong thời gian qua ít chịu tác động mạnh bởi sự biến động giá hạt nhựa thế giới.

## Thị trường

Hầu hết các sản phẩm của TTP được tiêu thụ bởi các khách hàng lớn như Unilever, P&G, Miwon, Vedan... riêng Unilever chiếm đến 25% doanh thu. Những tập đoàn đa quốc gia lớn luôn có những chính sách khắt khe khi chọn các nhà cung cấp nguyên vật liệu đầu vào, đặc biệt là bao bì thực phẩm, chính vì vậy khi đã được chọn làm đối tác thì hầu như đó là những hợp đồng dài hạn. Điều đó cho thấy, thị trường đầu ra của TTP được bảo đảm.

## Vị thế công ty

Công ty chiếm khoảng 10% thị phần bao bì mềm trung và cao cấp. Một số đối thủ cạnh tranh chính của Công ty có thể kể đến gồm Công ty sản xuất Bao bì TongYuan, Công ty LIKSIN, Công ty Bao bì Sài Gòn, Công ty TNHH Bao bì kỹ thuật cao RICHES Việt Nam, Công ty Công nghiệp Bao bì NGAIMEE.

Hiện nay cả nước có khoảng trên 60 cơ sở sản xuất và gia công bán thành phẩm bao bì mềm. Nguồn cung đáp ứng được phần lớn nhu cầu tiêu dùng trong nước và tham gia xuất khẩu. Nếu xét về năng lực sản xuất thì TTP đứng đầu trong số các doanh nghiệp sản xuất bao bì phức hợp cả nước.

## Rủi ro trong kinh doanh

90% nguồn nguyên vật liệu (hạt nhựa) được nhập khẩu từ nước ngoài. Đây là điểm bất lợi chung của ngành nhựa Việt Nam khi phải phụ thuộc quá nhiều vào nguồn nguyên liệu ngoại nhập.

Công ty gặp nhiều khó khăn trong hoạt động kiểm soát giá vốn cũng như chi phí đầu vào do sự biến động giá hạt nhựa theo giá dầu trên thế giới (hạt nhựa là sản phẩm từ ngành công nghiệp hóa dầu). Năm 2008 giá hạt nhựa trong khu vực Châu Á có những thời điểm đạt 1.800-2.000 USD/tấn, trong khoảng đầu năm 2009, giá hạt nhựa đã giảm chỉ còn khoảng 800 - 900USD/tấn, tuy nhiên cho đến nay mức giá này đã tăng lại hơn 50% so với đầu năm.

## Tiềm năng tăng trưởng

TTP là một trong số ít những doanh nghiệp tập trung hầu hết nguồn lực cho hoạt động kinh doanh chủ chốt, cũng như hoạt động phát triển sản phẩm và thị trường tiêu thụ. Chính vì vậy Công ty luôn giữ được thế mạnh truyền thống đi đầu trong thị trường sản phẩm bao bì mềm.

## Đầu tư tài chính

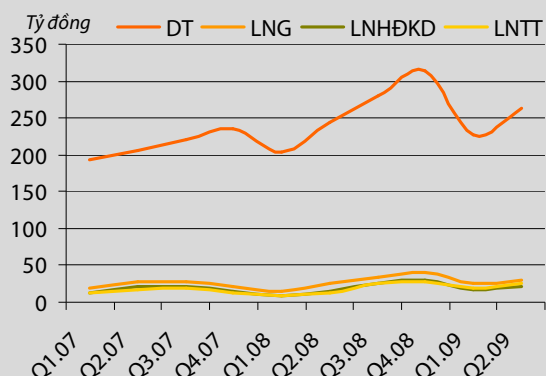
Đv: nghìn đồng

Danh mục(*)	SLCP	Giá trị đầu tư	Giá trị đầu tư hiện tại	Chênh lệch
EIB	183.420	1.834.197	5.135.751	3.301.554
DPM	35.000	2.292.500	1.680.000	-612.500
ACB	13.664	410.380	643.574	233.194
HT1	38.000	733.400	608.000	-125.400
HT2	22.910	410.089	364.269	-45.820
<b>Dự phòng</b>		<b>1.005.648</b>		
<b>Giá trị đầu tư ròng</b>		<b>4.674.918</b>	<b>8.431.594</b>	

(\*) Danh mục đầu tư TTP tính đến thời điểm 30/06/2009

TTP chỉ dành 1% giá trị tổng tài sản cho hoạt động đầu tư tài chính, do vậy, sự sụt giảm thị trường chứng khoán ít ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của TTP trong năm vừa qua. Ngoài ra, TTP còn có một số khoản đầu tư vào cổ phiếu EIB, ACB với giá trị đầu tư ban đầu khá thấp.

## Kết quả kinh doanh các năm gần đây



Nguồn: BCTC TTP

## Khả năng sinh lời

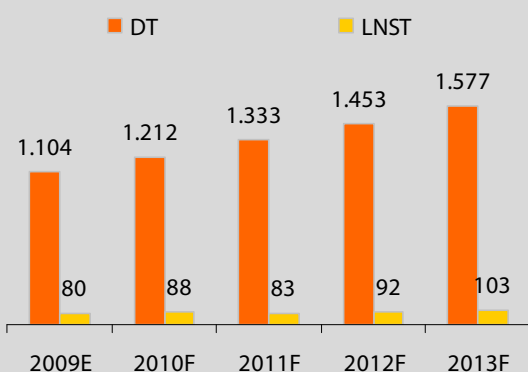
	2007	2008	1H09
LN Gộp/DT	11,2%	11,2%	11,4%
LN HHKD/DT	8,0%	7,8%	8,1%
LNST/DT	6,1%	6,4%	8,2%
ROA	10,6%	13,9%	-
ROE	13,2%	16,1%	-

## Cấu trúc tài chính

	2007	2008	30/06/09
<b>Cấu trúc tài sản</b>			
Phải thu/TTS	34,9%	41,0%	34,6%
Hàng tồn kho/TTS	34,9%	14,7%	15,1%
TSCĐ/TTS	27,2%	23,4%	21,7%
<b>Cấu trúc vốn</b>			
Tổng nợ/TTS	19,8%	13,7%	19,1%
Nợ vay/TTS	4,9%	0,0%	1,0%

Nguồn: BCTC TTP

## Dự phóng doanh thu - lợi nhuận



## Tình hình tài chính

## Khả năng sinh lời

Chỉ tiêu doanh thu các năm gần đây và 6 tháng đầu năm đều đạt mức tăng trưởng trên 10%. Đặc biệt, năm 2008 giá cả nguyên vật liệu biến động bất thường nhưng doanh thu vẫn đạt mức tăng 22% so với năm trước là một kết quả ấn tượng.

Theo số liệu 2 năm gần đây, chúng tôi nhận thấy doanh thu quý III, quý IV của TTP thường tăng cao hơn so với 2 quý đầu năm, có thể là do cuối năm là thời điểm khách hàng tiêu thụ bao bì của Công ty gia tăng sản lượng sản xuất. Tuy vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp và tỷ lệ HHKD trên doanh thu lại không tăng theo chu kỳ này, cho nên lợi nhuận không tăng trưởng tương ứng với doanh thu.

Trong 6 tháng đầu năm, tỷ lệ HHKD trên doanh thu có sự gia tăng so với năm 2008, cho thấy TTP đang tích cực giảm thiểu chi phí quản lý và bán hàng. Ngoài ra, việc hoàn nhập dự phòng tính đến cuối tháng 6 khoảng 1,35 tỷ đồng là một trong những yếu tố làm gia tăng tỷ suất lợi nhuận biên lên 8,2% so với năm 2008 là 7,6%.

## Cấu trúc tài chính và hiệu quả hoạt động

Các chỉ số tài chính cho thấy sự ổn định trong hoạt động kinh doanh của TTP, ngoại trừ hàng tồn kho có sự biến động đột biến vào các tháng cuối năm 2008.

Tính đến cuối tháng 6, tỷ lệ hàng tồn kho vẫn ở mức 15% trên tổng tài sản, cao hơn so với mức 9% tại thời điểm cuối quý I. Nguyên nhân có thể do giá dầu thế giới đang có chiều hướng tăng, nên TTP gia tăng tích trữ lượng hàng nguyên vật liệu tồn kho.

Cơ cấu nợ hầu hết là các khoản nợ ngắn hạn. TTP gần như rất ít sử dụng đến nợ vay ngân hàng. Nguồn vốn phục vụ cho hoạt động kinh doanh chính chủ yếu đến từ các khoản trả trước của khách hàng.

## DỰ PHÓNG - ĐỊNH GIÁ

Dựa trên tình hình hoạt động của TTP nửa đầu năm, cùng với sự phục hồi của nền kinh tế trong nước, làm nhu cầu tiêu dùng của người dân tăng theo, chúng tôi ước tính doanh thu năm nay có thể tăng 6,0% so với năm trước và vượt 22% kế hoạch. Tuy nhiên, các thiết bị sản xuất TTP gần như đã hoạt động tối đa công suất, nên khả năng tăng trưởng doanh thu cho các năm sau dự báo ở mức 8% - 10%/năm.

Lợi nhuận gộp đang có xu hướng tăng lên trong 6 tháng đầu năm, nhưng giá dầu đang có chiều hướng tăng, giá định giá nguyên vật liệu sẽ tăng trở lại trong thời gian tới, dẫn đến lợi nhuận gộp có thể sẽ giảm về quanh mức 10,8%.

## Các tham số trong mô hình định giá

Chúng tôi dự phóng tăng trưởng dài hạn của ngành nhựa Việt Nam ở mức 6% với chi phí sử dụng vốn (Re) ước tính 15%, chi phí vốn bình quân WACC là 14,65%.

## Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	51.498	30%	15.449
FCFE	51.212	30%	15.364
P/E	53.527	20%	10.705
P/BV	50.939	20%	10.188
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>51.706</b>

**SƠ LƯỢC NGÀNH NHỰA**

Ngành nhựa được đánh giá là một trong những ngành năng động trong nền kinh tế quốc gia với tốc độ tăng trưởng bình quân trong những năm gần đây từ 15% - 25% mỗi năm. Hiện có khoảng hơn 2000 DN hoạt động trong ngành (80% tại TP.HCM), trong đó có khoảng 95% là các doanh nghiệp tư nhân.

Hàng năm, nguồn vốn đầu tư cho ngành từ các doanh nghiệp nhựa khoảng hơn hai tỷ USD, chủ yếu là nhập các thiết bị máy móc hiện đại từ các nước như: Đức, Ý, Nhật Bản, Pháp... để trang bị cho hoạt động: cán, tráng, ép đùn, ép phun, đùn thổi, ghép, in... đáp ứng cơ bản nhu cầu của bốn lĩnh vực: tiêu dùng, xây dựng, bao bì và kỹ thuật cao. Hiện nay sản phẩm nhựa Việt Nam đã có mặt tại trên 50 thị trường.

Tuy nhiên một thách thức lớn nhất mà ngành nhựa đang phải đối đầu là việc cung cấp nguyên liệu phụ thuộc phần lớn vào nhập khẩu và sự biến động liên tục về giá nguyên liệu. Nguyên liệu sản xuất trong nước chỉ đáp ứng khoảng 10% nhu cầu của các doanh nghiệp nhựa. Mỗi năm, ngành nhựa phải nhập khẩu từ 2 triệu - 2,5 triệu tấn các dòng nguyên liệu khác như: PE, PP, ABS, PC, PS... Giá cả nguyên liệu nhựa phụ thuộc vào giá dầu, thường tăng đột biến và bất ngờ, khiến các DN không kịp phản ứng trong khi đó DN không thể liên tục điều chỉnh giá sản phẩm của mình.

Riêng với ngành bao bì mềm trong những năm qua, tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 25% - 30%/năm, đóng góp tích cực đến sự phát triển của nền kinh tế Việt Nam. Với triển vọng phát triển của nền kinh tế, của ngành công nghiệp nhựa nói chung và ngành bao bì mềm nói riêng, được đánh giá có nhiều tiềm năng ít nhất là trong 10 năm tới.

**Bảng thống kê tóm tắt số liệu kinh doanh các doanh nghiệp tiêu biểu**

Đv: tỷ đồng

Mã CK	Vốn điều lệ	Năm 2008					1H2009	
		Doanh thu	Lợi nhuận	ROA	ROE	Cổ tức	Doanh thu	Lợi nhuận
MCP	53	207,7	18,4	15%	9%	20%	81	5
TPC	199	455,1	-61,6	-23%	-19%	0%	-	-
TTP	150	1.041,3	67,1	16%	14%	30%	491	40
VKP	80	391,8	0,84	1%	0%	5%	134	2
VPK	76	190,3	4,0	5%	2%	4%	-	-
SPP	35	174,7	5,2	7%	2%	10%	98	1
SVI	39	402,1	12,1	25%	9%	17%	177	3
TPP	20	181,7	3,5	4%	13%	13%	90	2

Nguồn: VDSC





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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, 2009.