

GIỚI THIỆU CỔ PHIẾU SẮP NIÊM YẾT - DAG

Công ty CP Tập đoàn Nhựa Đông Á (DAG) là một doanh nghiệp đang ở giai đoạn đầu của sự phát triển, nên tiềm năng tăng trưởng còn nhiều. DAG đang hướng tới tăng cường sản phẩm cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường Smartwindows trong cơ cấu sản phẩm của mình; đây là sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn và tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sản phẩm truyền thống hiện tại. DAG cũng đã xây dựng được thương hiệu nhất định trên thị trường và đang tích cực mở rộng thị trường xuống phía Nam và xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng với chủ trương hướng vào mảng tiêu dùng trung cấp, và với một chiến lược kinh doanh phù hợp thì DAG sẽ đạt được mức doanh thu, lợi nhuận khả quan hơn trong các năm tới.

TỔNG QUAN CÔNG TY CP TẬP ĐOÀN NHỰA ĐÔNG Á

Sản phẩm chính

DAG hoạt động trong lĩnh vực sản xuất, kinh doanh nhựa với các dòng sản phẩm chính như sau:

- ❖ Sản xuất các sản phẩm từ nhựa truyền thống: tấm ốp trần, cửa nhựa, tấm PP công nghiệp, nẹp trang trí, bạt hiflex ... sử dụng trong công nghiệp xây dựng, nội thất và quảng cáo.
- ❖ Sản xuất các sản phẩm cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường, bao gồm cả sản xuất thanh profile là nguyên liệu cho sản phẩm cửa nhựa này.
- ❖ Kinh doanh thương mại các sản phẩm vật liệu trang trí nội thất và xây dựng như tấm polycarbonate, tấm nhôm composit, tấm PS-mica, tấm fomex, giấy dán kính ...

Hiện tại sản phẩm cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường chiếm 25% doanh thu toàn DAG, các sản phẩm truyền thống chính (tấm ốp trần, cửa nhựa truyền thống) chiếm 45-50% doanh thu, còn lại là các sản phẩm khác.

Lưu ý sản phẩm cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường là sản phẩm cửa nhựa phong cách châu Âu, với các thanh profile làm từ nhựa uPVC có gắn lõi thép gia cường. Các tính năng nổi bật của loại cửa này là tính cách âm, cách nhiệt, không mối mọt, cong vênh, chịu va đập cao, không bị oxy hóa, có tính thẩm mỹ cao. Đây sẽ là dòng sản phẩm đóng vai trò chủ lực của công ty, đặc biệt với xu thế tiêu dùng hiện nay là chuyển sang sử dụng các dòng cửa này thay thế cho các sản phẩm cửa gỗ nhằm bảo vệ môi trường. Dòng sản phẩm cửa này được thị trường biết đến với thương hiệu Smartwindows.

Cơ cấu tổ chức và năng lực sản xuất

DAG hoạt động dưới hình thức công ty mẹ-con, với 3 công ty 100% sở hữu là

- ❖ Cty TNHH Nhựa Đông Á: sản xuất các sản phẩm nhựa truyền thống và thanh Profile cho cửa sổ nhựa uPVC nhãn hiệu Smartwindows, vốn điều lệ 58 tỷ.
- ❖ Cty TNHH 1 thành viên S.M.W: sản xuất các sản phẩm cửa nhựa trong đó có cửa uPVC có lõi thép gia cường, cung cấp cho thị trường miền Bắc và miền Trung, vốn điều lệ 20 tỷ, công suất nhà máy 150.000 m2 cửa/năm
- ❖ Cty TNHH Một thành viên Nhựa Đông Á: sản xuất các sản phẩm cửa nhựa trong đó có cửa uPVC có lõi thép gia cường, cung cấp cho thị trường miền Nam, vốn điều lệ 20 tỷ. Đây là nhà máy mới, chính thức hoạt động từ tháng 4/2009, công suất 100.000 m2 cửa/năm.

Tô Thùy Linh

Chuyên viên Cấp cao

linhtt@ssi.com.vn

Công ty CP Tập đoàn Nhựa Đông Á

- Trụ sở chính: Lô 1 CN5, Cụm Công nghiệp Ngọc Hồi – Xã Ngọc Hồi – Huyện Thanh Trì, Hà Nội
- Văn phòng giao dịch: Phòng 601 Tầng 6, Tòa nhà DMC – 535 Kim Mã – Hà Nội
- Website: www.nhuadonga.com.vn



Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản

	T9- 2009
Tổng tài sản	283,852
Vốn chủ sở hữu	118,941
Vốn điều lệ	100,000

Đơn vị: triệu VND

Cơ cấu cổ đông

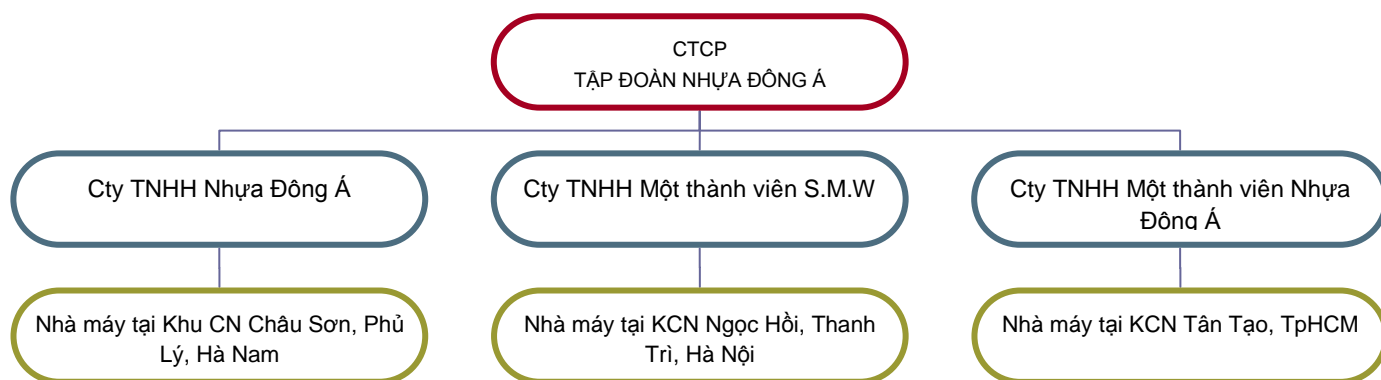
Hội đồng quản trị, BKS, BGD, KTT	70,58%
Cán bộ công nhân viên	0,92%
Cổ đông bên ngoài	28,50%
Tổng cộng	100%

Nguồn: DAG

Cổ đông lớn

Ông Nguyễn Bá Hùng (CT HĐQT)	36,43%
Cty TNHH Thương Mại Hùng Phát (đại diện: Bà Trần Thị Lê Hải, TGD DAG)	28,93%
Japan Vietnam Growth Fund LP	5,00%
Tổng	70,36%

Nguồn: DAG



Chiến lược kinh doanh

- ❖ **Tập trung vào mảng thị trường có thu nhập trung bình, cạnh tranh bằng việc hạ thấp chi phí** so với các đối thủ cạnh tranh, bằng cách sử dụng nguyên liệu đầu vào do chính công ty sản xuất.
- ❖ **Chiến lược đa dạng hóa sản phẩm:** hiện DAG đang sản xuất nhiều sản phẩm đa dạng, phong phú phục vụ ngành trang trí nội thất và quảng cáo. Định hướng của DAG trong tương lai là sẽ liên tục phát triển những dòng sản phẩm khác như tấm nhôm composit, formex v.v. dùng trong ngành quảng cáo và dân dụng.
- ❖ **Mở rộng thị trường tiêu thụ:** Hiện tại thị trường chính của DAG là thị trường miền Bắc và miền Trung, DAG đang tiến hành mở rộng ra thị trường miền Nam và bước đầu thâm nhập thị trường xuất khẩu Lào và Campuchia, trong tương lai không xa DAG sẽ hướng tới mở rộng thị trường xuất khẩu vào các nước trong khu vực Asean

Ban lãnh đạo

	Chức vụ	Kinh nghiệm
Ông Nguyễn Bá Hùng	Chủ tịch HĐQT	15 năm kinh nghiệm sản xuất, kinh doanh các mặt hàng xây dựng và trang trí nội thất
Bà Trần Thị Lê Hải (vợ ông Nguyễn Bá Hùng)	Phó Chủ tịch HĐQT Tổng giám đốc	15 năm kinh nghiệm sản xuất, kinh doanh các mặt hàng xây dựng và trang trí nội thất
Bà Nguyễn Thị Tính (chị ông Nguyễn Bá Hùng)	Thành viên HĐQT	> 15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kế toán tài chính
Ông Marume Mitsuo	Thành viên HĐQT	Giám đốc World link Japan, Inc., đại diện cho Japan Vietnam Growth fund (5% VDL của DAG)
Ông Nguyễn Văn Quang	Thành viên HĐQT Trưởng Ban KSNB	> 6 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực kiểm toán, tư vấn tài chính

MỘT SỐ NHẬN ĐỊNH

Kết quả kinh doanh trong những năm gần đây

- ❖ DAG phát triển tương đối nhanh, từ 1 công ty TNHH chuyển sang hình thức công ty cổ phần từ cuối năm 2006 với vốn điều lệ 58 tỷ, hiện DAG có vốn điều lệ 100 tỷ, và tổng tài sản tính đến hết quý 3 2009 hơn 280 tỷ. Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 47%/năm trong 3 năm trở lại đây. Hiện đóng góp vào doanh thu của dòng sản phẩm cửa sổ nhựa uPVC chưa cao (25%) mà phần lớn là các sản phẩm từ nhựa truyền thống (45-50%).
- ❖ Kết quả kinh doanh 9 tháng 2009: DAG đạt kết quả kinh doanh tương đối khả quan. Doanh thu thuần đạt 150 tỷ (tương đương với 71% kế hoạch doanh thu cả năm). Lợi nhuận sau thuế 14,5 tỷ, vượt kế hoạch lợi nhuận cả năm đặt ra là 10,6 tỷ). Tỷ suất lợi nhuận được cải thiện đáng kể do công ty đã tận dụng được chương trình hỗ trợ lãi suất 4% của chính phủ cho vốn lưu động và mức giá nguyên liệu đầu vào thấp trong những tháng đầu năm.

Chỉ tiêu tài chính

<u>Tỷ suất lợi nhuận</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>9M09</u>
TSLN gộp	6.0%	18.9%	23.6%	26.6%
TSLN từ hoạt động KD	2.9%	10.4%	7.9%	14.7%
TSLN trước thuế	1.5%	8.7%	3.0%	9.7%
<u>Chỉ tiêu thanh toán</u>				
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.42	1.47	1.12	1.11
Hệ số thanh toán nhanh	0.45	1.04	0.79	0.75
<u>Một số chỉ số khác</u>				
Tổng tài sản	71,955	193,305	215,978	283,852
Vốn chủ sở hữu	30,696	112,672	107,149	118,941
ROAA		9.3%	2.4%	5.8%
ROAE		17.1%	4.4%	12.9%

Lưu ý: Các chỉ tiêu ROA, ROE hiện đang ở mức thấp, do tỷ trọng những mặt hàng truyền thống, có margin thấp, trong cơ cấu doanh thu còn lớn. Trong tương lai kỳ vọng những chỉ số này có thể cải thiện khi tỷ trọng của sản phẩm chủ lực của công ty là cửa uPVC gia tăng.

Triển vọng DAG trong những năm tới

Đối với mảng cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường Smartwindows, hiện nay với xu hướng sử dụng sản phẩm cửa nhựa uPVC này thay thế cho loại cửa sổ truyền thống, và trong bối cảnh ngành xây dựng vẫn được kỳ vọng tăng trưởng 2 con số, chúng tôi cho rằng sản phẩm cửa Smartwindows của DAG sẽ có khả năng tăng trưởng tốt. Theo ước tính của 1 số doanh nghiệp trong ngành, mức tăng trưởng toàn ngành của sản phẩm này hiện đang ở mức 30-40%/năm.

Do đây là ngành có tiềm năng tăng trưởng nhanh, số lượng doanh nghiệp mới tham gia thị trường ngày càng nhiều làm cho mức độ cạnh tranh thị trường khá gay gắt. Phân khúc thị trường trung cấp mà công ty đang tập trung khai thác nhiều khả năng sẽ là phân khúc mục tiêu của những công ty mới gia nhập thị trường, do vậy đòi hỏi công ty phải nỗ lực để duy trì thị phần trong phân khúc này. Thêm vào đó, đối thủ lớn nhất của DAG hiện là Eurowindow. Hiện tại phân khúc thị trường của Eurowindow là phân khúc các sản phẩm cao cấp, tuy không cạnh tranh trực tiếp với Nhựa Đồng Á, nhưng sẽ là đối thủ cạnh tranh mạnh nếu trong thời gian tới Eurowindow lựa chọn mở rộng ra phân khúc thị trường này.

Đáng lưu ý là DAG tự sản xuất được thành profile, do vậy công ty có thể tự chủ hơn trong quá trình sản xuất cửa Smartwindows, giảm thiểu được phụ thuộc vào bên ngoài. Hiện tại trên thị trường không có nhiều công ty trong nước sản xuất thành Profile, các công ty khác thường nhập khẩu từ Trung Quốc. Hiện 30% lượng thanh profile sản xuất ra cung cấp trực tiếp cho các nhà máy cửa nhựa của công ty, còn lại 70% được cung cấp ra bên ngoài. Với chiến lược tập trung vào mảng thị trường trung cấp và giá cả thanh profile của công ty cũng tương đối cạnh tranh với sản phẩm của Trung Quốc, thì thanh Profile của công ty cũng tạo được ưu thế nhất định.

Ngoài ra, DAG cũng đang hướng tới thị trường xuất khẩu và hiện đã xuất khẩu sản phẩm Smartwindows sang Campuchia và vừa qua cũng ký thêm hợp đồng xuất khẩu sang Lào. Tuy nhiên, đóng góp của mảng xuất khẩu hiện nay cũng chưa nhiều.

Đối với các sản phẩm cửa nhựa truyền thống, và các sản phẩm nhựa truyền thống khác, đóng góp phần chính trong tổng doanh thu của công ty, thị trường thành thị đang dần trở nên bão hòa, và công ty bắt đầu chuyển hướng sang thị trường nông thôn. Chúng tôi cho rằng việc liên tục có những sản phẩm mới thuộc mảng này của công ty là một chiến lược phù hợp, do đây là những sản phẩm không mang nhiều tính đặc thù với nhiều nhà cung cấp trên thị trường.

Xét về trung hạn, với sự gia nhập của nhiều công ty mới, thị trường cửa sổ nhựa uPVC và các sản phẩm nhựa khác có thể đến giai đoạn bão hòa, tuy nhiên, sẽ xuất hiện những xu hướng tiêu dùng mới. Nhìn chung, với mức tiêu thụ nhựa trên đầu người của Việt Nam còn thấp (20kg/ năm so với mức trung bình của thế giới là 30kg/năm và của các nước phát triển như Nhật Bản – 80kg/người và Tây Âu (100kg/người) (Nguồn: bản cáo bạch DAG) thì nhu cầu thị trường còn khá rộng lớn.

Thế mạnh của công ty

- ❖ Thương hiệu Smartwindows đã xâm nhập thị trường từ năm 2005, đã được người tiêu dùng chấp nhận (từ quý 4/2007 sử dụng thanh profile do công ty sản xuất còn trước đó sử dụng thanh profile nhập khẩu). Hiện công ty đã tạo được thị phần

khoảng 10% đối với sản phẩm này (các sản phẩm truyền thống thị phần khoảng 20% - nguồn: Bản cáo bạch). Công ty cũng xác định thúc đẩy các chương trình marketing quảng bá thương hiệu, và hiện tại chi phí cho các chương trình này cũng tương đối đáng kể, chiếm khoảng 2-5% tổng chi phí của tập đoàn.

- ❖ Nhà máy ở miền Bắc mới hoạt động được 60-70% công suất, và do vậy có khả năng đáp ứng được sự gia tăng của nhu cầu. Ngoài ra, nhà máy trong khu công nghiệp Tân Tạo cũng vừa đi vào hoạt động, với công suất không thấp hơn nhiều nhà máy ở miền Bắc, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu sản phẩm của thị trường miền Nam.
- ❖ DAG đang được hưởng nhiều ưu đãi về thuế. Cả 3 nhà máy của DAG đều trong thời kỳ được miễn giảm thuế TNDN

Một số điểm đáng lưu ý

- ❖ Việc thâm nhập vào thị trường cửa uPVC ở miền Nam cũng đòi hỏi công ty phải có những chiến lược thâm nhập hợp lý do thị trường miền Nam cũng đã có nhiều doanh nghiệp gia nhập và cạnh tranh đối với dòng sản phẩm cửa nhựa uPVC này.
- ❖ Những sản phẩm truyền thống của công ty là những sản phẩm không mang nhiều tính đặc thù và có nhiều nhà cung cấp trên thị trường, do vậy mức độ cạnh tranh sẽ lớn.
- ❖ Việc cung cấp sản phẩm đa dạng và kế hoạch sản xuất nhiều sản phẩm mới trong thời gian tới tuy một mặt có thể đáp ứng được nhu cầu đa dạng của thị trường, nhưng mặt khác cũng đồng nghĩa với việc các nguồn lực chưa thể tập trung vào 1 số dòng sản phẩm chiến lược của công ty để cạnh tranh trên thị trường. Nhiều sản phẩm cũng mới được đưa vào sản xuất chưa lâu (ví dụ bột Hiflex và tấm nhựa PP công nghiệp mới bắt đầu triển khai từ quý 4/2009), nên cần một thời gian để khẳng định thương hiệu trên thị trường.
- ❖ Phần lớn ban lãnh đạo và cổ đông lớn của DAG có quan hệ gia đình, chưa có nhiều thành viên quản trị độc lập

Ước tính giá và kết luận

Ước tính kết quả kinh doanh

	2009	2010
Doanh thu	210,000	252,000
Lợi nhuận sau thuế	20,000	24,000
EPS	2,000	2,400
Giá trị sổ sách	11,000	

Nguồn: Nhựa Đông Á, SSIResearch

Dựa trên P/E 2009 của danh sách 48 công ty trong danh sách nghiên cứu của chúng tôi (với tổng số vốn hoá bằng 60% vốn hoá thị trường) khoảng 13x và P/E trung bình của 1 số công ty trong ngành nhựa niêm yết trên sàn, chúng tôi cho rằng P/E 2009 khoảng 9x-10x là mức P/E hợp lý đối với DAG (các công ty nhựa thường giao dịch ở mức thấp hơn mức P/E của thị trường). Như vậy, mức giá của cổ phiếu DAG sẽ giao động khoảng 18,000-20,000 VND.

Kết luận: DAG là một doanh nghiệp đang ở giai đoạn đầu của sự phát triển, nên tiềm năng tăng trưởng còn nhiều. DAG đang hướng tới tăng cường sản phẩm cửa nhựa uPVC có lõi thép gia cường Smartwindows trong cơ cấu sản phẩm của mình; đây là sản phẩm có tỷ suất lợi nhuận cao hơn và tiềm năng tăng trưởng tốt hơn sản phẩm truyền thống hiện tại. DAG cũng đã xây dựng được thương hiệu nhất định trên thị trường và đang tích cực mở rộng thị trường xuống phía Nam và xuất khẩu. Chúng tôi cho rằng với chủ trương hướng vào mảng tiêu dùng trung cấp, và với chiến lược kinh doanh phù hợp thì Nhựa Đông Á sẽ đạt được mức doanh thu, lợi nhuận khả quan hơn trong các năm tới.

Phụ lục: Báo cáo tài chính DAG

	2006	2007	2008	9M2009
Doanh thu thuần	65,574	141,080	160,159	150,779
Giá vốn hàng bán	61,672	114,463	122,370	110,599
Lợi nhuận gộp	3,902	26,617	37,789	40,180
Chi phí bán hàng	-	3,708	13,038	9,244
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1,974	8,189	12,083	8,726
LN thuần hoạt động kinh doanh (EBIT)	1,928	14,720	12,668	22,210
Doanh thu HĐ tài chính	12	125	213	1
Chi phí HĐ tài chính	980	2,753	8,103	7,803
trong đó: chi phí lãi vay	903	2,610	6,558	6,349
LN HĐ tài chính	(968)	(2,628)	(7,890)	(7,802)
Doanh thu khác	7	464	1,626	238
Chi phí khác	-	275	1,532	67
LN HĐ khác	7	189	94	171
Lợi nhuận trước thuế	967	12,281	4,872	14,579
Thuế TNDN	271	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	696	12,281	4,872	14,579

	2006	2007	2008	9M2009
Tài sản ngắn hạn	34,533	98,688	103,416	162,397
Tiền và các khoản tương đương tiền	2,080	10,609	3,710	3,694
Phải thu ngắn hạn	8,835	58,904	69,209	105,521
Hàng tồn kho	23,565	27,104	26,837	52,069
Tài sản ngắn hạn khác	53	2,071	3,660	1,112
Tài sản dài hạn	37,421	94,619	112,562	121,455
Phải thu dài hạn	60	170	170	224
Tài sản cố định	36,292	73,595	107,192	118,714
<i>Tài sản cố định hữu hình</i>	<i>7,458</i>	<i>59,235</i>	<i>78,136</i>	<i>78,818</i>
<i>Thuê tài chính</i>	<i>4,353</i>	<i>-</i>	<i>210</i>	<i>181</i>
<i>Tài sản cố định vô hình</i>	<i>2</i>	<i>17</i>	<i>278</i>	<i>218</i>
<i>Xây dựng cơ bản dở dang</i>	<i>24,479</i>	<i>14,343</i>	<i>28,568</i>	<i>39,497</i>
Đầu tư tài chính dài hạn	-	15,000	-	-
Tài sản dài hạn khác	1,069	5,854	5,200	2,516
TỔNG TÀI SẢN	71,954	193,307	215,978	283,852
NGUỒN VỐN				
Nợ ngắn hạn	24,286	67,071	92,201	145,816
Nợ dài hạn	16,973	14,062	17,687	20,996
VỐN CHỦ SỞ HỮU	30,695	112,174	106,090	117,039
Vốn chủ sở hữu	30,695	112,672	107,149	118,941
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	30,150	100,000	100,000	100,000
Quỹ đầu tư phát triển			915	1,479
Quỹ dự phòng tài chính			457	1,022
Lợi nhuận giữ lại	545	12,672	5,777	16,440
Quỹ khen thưởng phúc lợi		(498)	(1,059)	(1,902)
TỔNG NGUỒN VỐN	71,954	193,307	215,978	283,852

KHỎI PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không báo trước.

Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lê Lệ Hằng	Giám đốc khối	hangl@ssi.com.vn
Tô Thùy Linh	Chuyên viên cấp cao	linhtt@ssi.com.vn