

## MCK: SPP (HNX)

## CÔNG TY CỔ PHẦN BAO BÌ NHỰA SÀI GÒN

## BAO BÌ NHỰA

## NĂM GIỮ

## TRUNG HẠN

## ĐỊNH GIÁ

35.230

Chuyên viên: Võ Hoàng Chương

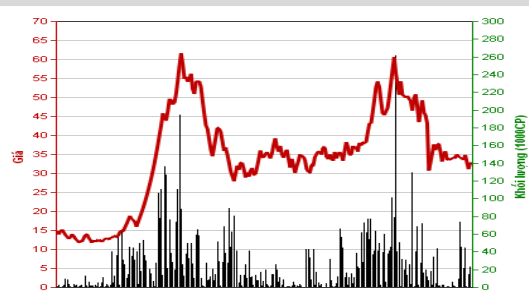
Email: chuong.vh@vdsc.com.vn

ĐT: 08 6299 2006 – Ext 344

## Chỉ tiêu cơ bản

Giá (ngày 15/07/10) (VND)	32.200
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	59.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	11.900
Số CP đang lưu hành	9.000.000
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	12.577
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	289,8
Trailing P/E (2009) (x)	12,6
Forward P/E (2010) (x)	7,9
P/BV (BV 31/03/10) (x)	1,3

## Đồ thị giá 52 tuần



Nguồn: HNX

## Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2009	Q1/10	2010KH	2010F
DT	239,1	71,0	300,0	358,7
LNTT	9,4	4,8	26,0	39,7
LNST	8,9	4,4	24,1	36,7
VĐL	35,0	60,0		125,0
TTS	319,5	323,3		423,5
VCSH	138,5	150,7		254,8
ROA (%)	2,8%			8,7%
ROE (%)	6,4%			14,4%
EPS (VND)	2.548			3.720

Nguồn: BCTC SPP

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, EPS năm 2010 của SPP được dự báo sẽ vào khoảng 3.720 đồng/cp (sau phát hành), tương đương mức P/E forward 7,9 lần. Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý của cổ phiếu SPP tại thời điểm này xoay quanh mức 35.230 đồng (tương đương mức vốn hóa 317,18 tỷ). So với giá tham chiếu ngày 15/07/2010 (32.200 đồng), cổ phiếu SPP đang được giao dịch thấp hơn 8,6% so với giá hợp lý. Trong điều kiện thị trường hiện tại, mức giá này chưa thật sự hấp dẫn. Vì vậy, mặc dù SPP có tiềm năng tăng trưởng tốt trong các năm tới nhưng chúng tôi chỉ đưa ra khuyến nghị nắm giữ đối với cổ phiếu này.

**Ngành nhựa bao bì có tiềm năng tăng trưởng rất lớn.** Ngành nhựa là một trong những ngành được Chính phủ ưu tiên phát triển và đã có được sự tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ bình quân 15-20%/năm. Theo hiệp hội Nhựa Thành phố Hồ Chí Minh, lượng cung không theo kịp tốc độ tăng trưởng của lượng cầu. Trong ngành nhựa, lĩnh vực sản xuất nhựa bao bì đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất, khoảng 45%/năm, đồng thời cũng chiếm tỷ trọng cao nhất. Trong năm nay, ngành nhựa bao bì được kỳ vọng sẽ tăng trưởng khoảng 20-25%.

**Hệ thống máy móc mới được tăng tốc đầu tư sẽ phát huy hiệu quả trong các năm tới.** Trong các năm 2008-2009, Công ty đã đầu tư vào hệ thống máy móc hơn 100 tỷ đồng, nâng công suất từ 3-5 triệu m<sup>2</sup> lên tới 7,5 - 12,5 triệu m<sup>2</sup> (tùy vào loại sản phẩm). Tuy nhiên, công ty vẫn chưa đáp ứng được hết nhu cầu của các khách hàng hiện có. Trong năm nay, SPP sẽ tiếp tục đầu tư vào hệ thống máy móc và tăng công suất lên gần gấp đôi để phục vụ các khách hàng này. Một dây chuyền mới dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động trong năm 2011 và công ty cũng đã có sẵn đầu ra cho dây chuyền này.

**SPP có mối quan hệ thân thiết với một số khách hàng lớn và cạnh tranh dựa trên chất lượng.** Sản phẩm chính của SPP là màng ghép phức hợp yêu cầu công nghệ cao. SPP có khả năng sản xuất bao bì với chất liệu nhôm dùng cho nhóm sản phẩm trà – cà phê mà rất ít đối thủ cạnh tranh có thể làm được. Mặc dù công ty có giá bán nhỉnh hơn các công ty khác nhưng nhờ sản phẩm có chất lượng tốt, SPP vẫn duy trì được nguồn khách hàng trung thành trong đó có một số khách hàng lớn như VinaCafe, Acecook Vietnam và bánh kẹo Quảng Ngãi. Các công ty này đóng góp chủ chốt vào doanh thu của SPP. Đây đều là các doanh nghiệp sản xuất kinh doanh khá thuận lợi và có tốc độ tăng trưởng tốt. Nhờ vậy, doanh thu bao bì từ các đối tác này cũng rất triển vọng.

**Công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trong các năm gần đây và có khả năng sẽ tăng 50% trong năm nay.** Doanh thu tăng trưởng bình quân 38%/năm trong giai đoạn 2007-2009. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu và LNTT ước đạt 156 tỷ và 19,8 tỷ đồng, tương đương 52% doanh thu và 76% lợi nhuận kế hoạch. Nguyên nhân là do Công ty phát huy được hệ thống máy móc được đầu tư trong 2008-2009 và giá bán tăng lên khoảng 10-15%. Thông thường, trong 2 quý cuối năm, SPP đều có kết quả kinh doanh tốt hơn do không chịu ảnh hưởng từ kỳ nghỉ Tết và nhu cầu bao bì tăng lên. Ngoài ra, một dây chuyền mới được tiếp tục đầu tư trong năm nay sẽ đi vào hoạt động trong quý IV hứa hẹn sẽ thúc đẩy hoạt động sản xuất kinh doanh của SPP. Vì vậy, trong năm nay doanh thu được dự báo sẽ tăng khoảng 50% và LNST tương ứng có thể đạt 36,7 tỷ đồng.

**Rủi ro:** Chi phí nguyên liệu nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong giá thành nên lợi nhuận của SPP chịu ảnh hưởng mạnh từ sự biến động của giá nguyên liệu và tỷ giá. Công ty hiện có tỷ lệ nợ trên tổng tài sản cao (57%) nên áp lực trả nợ vay cũng như lãi vay là không nhỏ. Với tiềm năng tăng trưởng mạnh, ngành bao bì nhựa sẽ thu hút nhiều đối thủ cạnh tranh mới.

Thanh khoản của cổ phiếu SPP thấp với KLGDBQ của 30 phiên gần nhất là 12.577 cổ phiếu/phiên. Do đó, nhà đầu tư cần cân nhắc yếu tố này trước khi quyết định đầu tư.

**CTCP Bao Bì Nhựa Sài Gòn**

Lô II - 2B, Cụm V, Nhóm CN II, Đường số 10KCN Tân Bình, P. Tây Thạnh, Q. Tân Phú, Tp.HCM

ĐT: (84 – 8) 3815 5263 - 3816 2765

Fax: (84 – 8) 3815 5262 - 3816 2768

Website: <http://www.saplastic.com.vn>

**Thành lập:** Năm 2001  
**Cổ phần hóa:** Năm 2007  
**Nhân viên:** 300 người

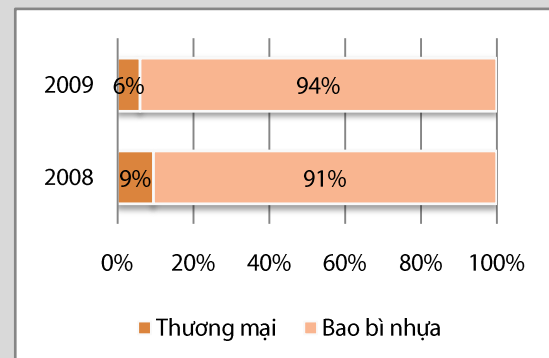
**Quản trị - Điều hành**

- Dương Văn Xuyên, CT. HĐQT
- Dương Thị Thu Hương, PCT. HĐQT - PTGD
- Ngô Thị Phong Lan, TV. HĐQT
- Dương Quốc Thái, TV. HĐQT - TGD
- Dương Thái Bình, TV. HĐQT
- Nguyễn Hồng Tuấn, TV. HĐQT

**Máy móc hiện tại**

Máy móc	Sản lượng
Máy in 7 màu	Màng 20μ: 123 tấn/ tháng Màng 30μ: 185 tấn/ tháng
Máy thổi 3 lớp	Màng 60μ: 265 tấn/ tháng Màng 30μ: 185 tấn/ tháng
Máy tráng ghép đơn	Màng đơn 20-30μ: 220 tấn/ tháng Màng phức 20-30μ: 650 tấn/ tháng
Máy tráng ghép Tandem	Màng đơn 20-30μ: 250 tấn/ tháng Màng phức 20-30μ: 650 tấn/ tháng
Máy ghép khô có dung môi	220 tấn/ tháng
Máy ghép khô không dung môi	700 tấn/ tháng
Các máy chia cuộn	380.000m/ ngày

**Cơ cấu doanh thu**



Nguồn: BCTC SPP

**CÔNG TY**

Saplastic (SPP) tiền thân là doanh nghiệp gia đình, bắt đầu hoạt động vào năm 2003, cổ phần hóa năm 2007. Từ khi thành lập đến nay, SPP đã tăng trưởng mạnh về quy mô sản xuất, và có vị thế nhất định trên thị trường. Công ty đạt được 2 chứng nhận: hệ thống quản lý chất lượng ISO 9001:2000 và hệ thống quản lý môi trường ISO 14001:2004. Ban lãnh đạo có trình độ chuyên môn và có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực sản xuất bao bì. Cổ đông lớn gồm có Quỹ đầu tư Việt Nam, Vietnam Investment Fund II, Ltd; BSC, Vietnam Holding...

**Hoạt động sản xuất kinh doanh**

Hoạt động kinh doanh chính của SPP bao gồm sản xuất bao bì nhựa mềm cao cấp, chủ yếu là màng ghép phức hợp: bánh kẹo, thủy sản, mì ăn liền, trà, cà phê... Ngoài ra, SPP còn tham gia vào hoạt động thương mại.

**Sản phẩm chính và năng lực sản xuất**

**Bao bì nhựa:** là sản phẩm truyền thống và mang tính cốt lõi của SPP từ khi được thành lập. Doanh thu thuần từ hoạt động này tăng trưởng với tốc độ khá nhanh, khoảng 38%/năm, các năm gần đây. SPP tập trung sản xuất các sản phẩm có chất lượng tốt và đòi hỏi công nghệ cao. Công ty cung cấp bao bì cho 4 nhóm sản phẩm chính:

- Trà, cà phê: chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu doanh thu, dao động từ 30-50%. Khách hàng chính là Vinacafe, đem lại gần như toàn bộ doanh thu bao bì cà phê của SPP.
- Bánh kẹo: có tỷ trọng khoảng 20-35% với khách hàng lớn và truyền thống là CTCP Bánh kẹo Quảng Ngãi
- Mì gói, dầu sa tế cũng có tỷ trọng dao động trong khoảng 20-35%, với các khách hàng thân thiết là Acecook Vietnam và Vifon.
- Các loại sản phẩm khác như thủy sản, dầu gội, thuốc trừ sâu, tả lót và băng vệ sinh có tỷ trọng khiêm tốn trong cơ cấu doanh thu.

Công ty chủ trương cạnh tranh về chất lượng, không cạnh tranh về giá, thậm chí giá cung cấp của SPP trong một số trường hợp còn cao hơn đối thủ cạnh tranh nhờ chất lượng ổn định và đáp ứng tốt yêu cầu của khách hàng.

Vì vậy, khi có biến động lớn trong chi phí nguyên vật liệu, SPP không khó khăn trong việc đàm phán chuyển phần tăng giá sang khách hàng. Trong điều kiện ổn định, Công ty cũng luôn có mức tăng giá bán khoảng 2- 3%/năm. Cuối tháng 3, đầu tháng 4 vừa qua, SPP đã có một đợt tăng giá bán từ 10 - 15%.

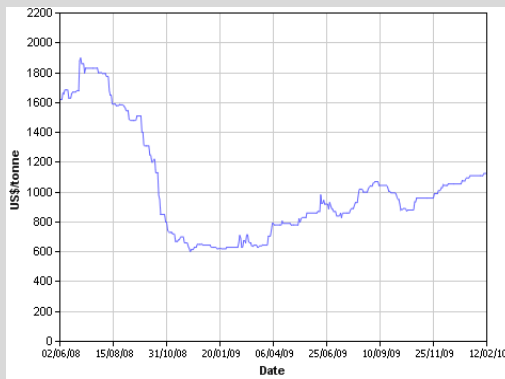
**Năng lực sản xuất**

Hiện tại, SPP đang vận hành 2 dây chuyền (DC) sản xuất bao bì với tổng công suất bình quân khoảng 8 triệu m<sup>2</sup>/tháng. DC1 công suất 3 – 5 triệu m<sup>2</sup> (giá trị đầu tư ~ 30tỷ, lắp năm 2003), DC2 công suất gấp hơn 1,5 lần DC1 (giá trị đầu tư ~ 60 tỷ, lắp cuối năm 2008). Cả hai dây chuyền này đều đã hết công suất, đặc biệt DC2 hoạt động 100% sau chỉ hơn 1 năm hoạt động, cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của nhu cầu sản phẩm bao bì.

Với công suất hiện tại, SPP thậm chí chưa khai thác hết toàn bộ nhu cầu của khách hàng hiện hữu. (Chẳng hạn chỉ mới cung cấp 30 – 40% nhu cầu bao bì của Vinacafe, phần còn lại Công ty này phải nhập khẩu từ đối tác Singapore). Tuy nhiên, SPP cũng chủ trương trải rộng đối tượng khách hàng để tránh rủi ro phụ thuộc vào khách hàng lớn đồng thời đa dạng được chủng loại sản phẩm, tận dụng nguyên vật liệu.

Để tiếp tục gia tăng năng lực sản xuất, SPP đã đặt hàng một DC số 3, công nghệ Hàn Quốc, công suất gấp 1,5 lần so với DC số 2 và sẽ về nhà máy vào cuối tháng 8 năm nay. DC này gồm máy ghép đùn và máy in 8 màu với tổng giá trị gần 50 tỷ. Dự kiến dây chuyền này sẽ thể hiện sự đóng góp vào doanh thu quý IV.

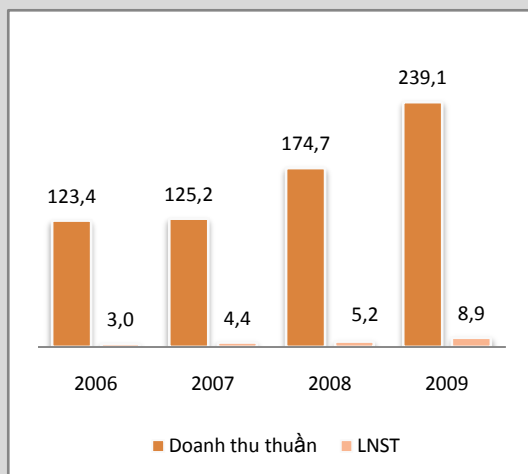
**Diễn biến giá cả đầu vào (USD/tấn) (PP global price)**



Nguồn: London Metal Exchange

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

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: BTC SPP

**Thương mại:** Tỷ trọng nguồn thu từ hoạt động này trong doanh thu giảm từ 9% (2008) đến 6% (2009). Tỷ trọng của hoạt động thương mại trong lãi gộp không đáng kể (2%).

**Nguyên vật liệu:**

Nguyên liệu gồm các loại hạt nhựa như PP và PE (chiếm 70% tổng chi phí nguyên vật liệu) và các loại màng nhựa. Nguyên liệu là chế phẩm từ dầu khí nên giá cả biến động mạnh và khó dự báo.

Ngoài ra, nguyên liệu chủ yếu được nhập khẩu từ các nước trong khu vực nên biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng rất lớn đến chi phí đầu vào. Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 85% giá thành sản phẩm. Do đó, quản lý và tìm kiếm nguồn nguyên vật liệu với chi phí thấp là yếu tố quan trọng quyết định lợi nhuận của Công ty.

Trong các năm gần đây, giá nguyên liệu nhựa biến động phức tạp. Trong năm 2008, giá hạt nhựa tăng cao từ đầu năm đến giữa năm nhưng đến cuối năm lại rút mạnh trở lại. Sự biến động này làm cho tỷ suất lãi gộp năm 2008 (16,8%) thấp hơn so với năm 2007 (19%). Từ năm 2009 đến nay, giá hạt nhựa nhìn chung là ổn định và có xu hướng tăng nhẹ.

**Thị trường và vị thế Công ty**

Khách hàng của SPP là các công ty sản xuất trên toàn quốc, tuy nhiên, khách hàng lớn ngoài Bánh Kẹo Quảng Ngãi ở Miền Trung, còn lại tập trung ở khu vực miền Nam: Vinacafe; Acecook Vietnam; AsiaFood, Vifon.

Các đối thủ cạnh tranh chính của SPP là CTCP Bao bì nhựa Tân Tiến (TTP), Liksin và CTCP Nhựa Tân Đại Hưng (TPC), trong đó TTP là công ty dẫn đầu trong ngành nhựa bao bì. SPP so với các công ty này đều thua kém về quy mô sản xuất lẫn thị phần (bằng khoảng 23% so với TTP). Tuy nhiên, SPP vẫn có được vị thế nhất định trên thị trường.

Do các yêu cầu về công nghệ và kiểu dáng thiết kế bao bì, khách hàng của SPP thường không dễ dàng thay đổi nhà cung cấp. Nếu khách hàng muốn mua bao bì từ công ty khác thì phải mất nhiều thời gian và công sức để kiểm định và đảm bảo chất lượng. Chính vì vậy, các khách hàng của SPP thường rất trung thành.

**Tiềm năng tăng trưởng**

SPP theo đuổi chiến lược tạo ra sự khác biệt để phát triển trong dài hạn. Công ty định hướng sản xuất sản phẩm cao cấp và có chất lượng tốt mà đối thủ cạnh tranh chưa sản xuất được hoặc sản xuất với chi phí cao. Ngoài ra, SPP có chiến lược đa dạng hóa các sản phẩm bao bì và tìm kiếm thị trường tiềm năng. Chúng tôi cho rằng mảng sản xuất bao bì cho sản phẩm hóa chất, hàng tiêu dùng hay thủy sản vẫn còn nhiều tiềm năng để SPP mở rộng sang. Đồng thời, như phân tích ở trên, nhu cầu của khách hàng hiện hữu, Công ty vẫn chưa khai thác hết.

Hiện tại, khuôn viên mà SPP sử dụng làm văn phòng và nhà xưởng đã kín, Công ty phải thuê 3.000 m<sup>2</sup> kho và 3.600 m<sup>2</sup> nhà xưởng bên ngoài. Sắp tới, SPP có dự định di dời nhà máy sang khu vực rộng lớn hơn để tiện lợi cho việc đầu tư nâng cấp sau này. Dự kiến hoạt động di dời này sẽ không gây ảnh hưởng nhiều đến tình hình sản xuất của công ty.

**Rủi ro kinh doanh**

Giá nguyên liệu biến động mạnh sẽ ảnh hưởng đến tính ổn định trong sản xuất kinh doanh.

Bao bì nhựa màng ghép là lĩnh vực có tiềm năng cao, thu hút nhiều đối thủ cạnh tranh mới và SPP phải chịu sức ép từ các công ty nước ngoài với lợi thế về vốn và công nghệ

## Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2008		2009	
	SPP	TTP	SPP	TTP
Lãi gộp/DT	16,9%	11,3%	17,4%	11,3%
LN SXKD thuần <sup>1</sup> /DT	8,0%	7,5%	8,0%	8,0%
LNST/DT	3,0%	6,4%	3,7%	8,0%
ROE	6,7%	16,0%	6,4%	18,4%
ROA	2,4%	13,9%	2,8%	15,6%
DT/TTS <sup>2</sup>	0,8	2,2	0,9	2,0
Vòng quay khoản phải thu	12,9	5,2	10,4	5,3
Vòng quay khoản phải trả	11,1	26,0	6,9	18,4

Nguồn: BCTC SPP và TTP

## Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

KHẢ NĂNG THANH TOÁN	2008	2009	Q1/2010
Khả năng thanh toán hiện hành	1,2	1,5	1,6
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,2	1,3
Khả năng chi trả lãi vay	1,5	1,8	2,3
EBITDA/Lãi vay	1,8	2,5	3,0
CẤU TRÚC TÀI CHÍNH			
Tổng nợ/VCSH	177,5%	130,7%	114,5%
Tổng nợ / TTS	64,0%	56,7%	53,0%
Vay ngắn hạn /VCSH	100,6%	77,4%	69,0%
Vay dài hạn/VCSH	59,6%	34,1%	29,0%
Vay ngắn hạn/TTS	36,2%	33,5%	32,2%
Vay dài hạn / TTS	15,1%	11,3%	13,6%

Nguồn: BCTC SPP

## Tình hình tài chính

Doanh thu của SPP tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2007-2009 với tốc độ bình quân khoảng 38%/năm. Ngoài ra, lợi nhuận gộp cũng cho thấy sự tăng trưởng ổn định với tốc độ bình quân 32%/năm.

Tuy nhiên, tỷ suất lãi gộp của SPP cho thấy sự sụt giảm trong giai đoạn này, từ 19% trong năm 2007 giảm xuống 17,4% trong năm 2009. Nguyên nhân của sự suy giảm này là do công ty đầu tư thêm máy móc làm tăng chi phí khấu hao. Bên cạnh đó, chi phí nguyên vật liệu, chi phí nhân công và dịch vụ mua ngoài cũng tăng lên đáng kể. Tuy nhiên, chỉ số này trong năm 2009 vẫn cao hơn so với Nhựa Tân Tiến (TTP) (11,3%), cho thấy SPP có chi phí sản xuất thấp hơn. Tuy nhiên, nếu xét thêm các chi phí khác như chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp, SPP không cho thấy sự vượt trội so với TTP. Điều này thể hiện qua chỉ số lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh thuần của 2 công ty trong năm 2009 là gần tương đương nhau.

ROE (6,4%) và ROA (2,8%) của SPP trong năm 2009 đều không ở mức hấp dẫn và thấp hơn so với bình quân ngành, 15,8% và 8,3% tương ứng, mặc dù SPP được áp dụng mức thuế suất TNDN 15%. Có 2 nguyên nhân cho sự thua kém này. Thứ nhất là do SPP mới đầu tư một hệ thống dây chuyền sản xuất mới trong giai đoạn 2008-2009, tổng tài sản tăng vọt làm các chỉ số trên tài sản bị giảm thấp. Thứ hai là do công ty sử dụng nợ nhiều nên phải gánh một khoản lãi vay hàng năm cao (gần 12 tỷ VND). Vì vậy, chỉ khi công ty tăng trưởng mạnh doanh thu, lúc đó đòn bẩy tài chính mới phát huy hiệu quả.

TTP luôn duy trì một lượng tiền và các khoản tương đương tiền lớn so với SPP nên dẫn đến sự khác biệt về quay vòng các khoản phải thu và phải trả giữa hai công ty. Để đảm bảo có đủ lượng tiền cho hoạt động sản xuất, SPP có chính sách tín dụng thắt chặt hơn nên các khoản phải thu được quay vòng nhanh hơn so với TTP. Tuy nhiên, điều này có thể làm cho SPP mất đi một lượng khách hàng vốn cần thời gian thanh toán lâu hơn. Về vòng quay các khoản phải trả, SPP thanh toán với nhà cung cấp chậm hơn và sẽ khó khăn khi thỏa thuận các điều khoản có lợi.

SPP dự kiến trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu ước đạt 156 tỷ đồng, hoàn thành 52% kế hoạch năm. Ngoài ra, lợi nhuận trước thuế ước đạt 19,77 tỷ đồng, đạt 76% kế hoạch năm vì công ty đã dự trữ hàng tồn kho với giá rẻ làm giảm chi phí đầu vào và giá bán sản phẩm được tăng thêm 10-15%. Ngoài ra, hệ thống máy móc mới bắt đầu hoạt động ổn định hơn, phát huy được khả năng vốn có và chi phí đi vay cũng được giảm bớt.

## Khả năng thanh toán và Cấu trúc tài chính

SPP đã sử dụng khá nhiều nợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh, đặc biệt là nợ ngắn hạn. Mặc dù Công ty có khả năng đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn, các chỉ số thể hiện khả năng thanh toán vẫn còn rất thấp. Chính vì vậy, công ty có thể thiếu nguồn vốn lưu động cần thiết cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

Các chỉ số tổng nợ/VCSH (105,7%) và tổng nợ/TTS (43,5%) của SPP khi kết thúc quý 1 đều cao hơn so với bình quân ngành cho thấy Công ty đang sử dụng nợ nhiều hơn. Tuy vậy, khả năng thanh toán và các hệ số nợ của SPP đã dần được cải thiện trong các năm qua do hoạt động kinh doanh có nhiều cải thiện và công ty đã phát hành thêm 2,5 triệu cổ phiếu vào cuối năm 2009. Trong năm nay, SPP dự định phát hành thêm 3,5 triệu cổ phiếu, nâng vốn điều lệ lên 125 tỷ, để đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh. Điều này sẽ dẫn đến hiện tượng pha loãng cổ phiếu và ROE thấp hơn nếu lợi nhuận không tăng trưởng tương xứng.

<sup>1</sup> LN SXKD thuần: Lãi gộp-chi phí quản lý doanh nghiệp-chi phí bán hàng-lỗ do chênh lệch tỷ giá<sup>2</sup> TTS: Tổng tài sản-đầu tư tài chính



**P/E ngành**

Mã	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E
HBD	23,7	5,7
TPP	43,8	7,6
VPK	84,8	10,4
VBC	119,2	6,9
SPP	277,2	13,5
TTP	579,0	6,6
<b>Bình Quân</b>		<b>8,5</b>

**DỰ PHÓNG**

**Kết quả hoạt động kinh doanh**

Năm 2010, kế hoạch công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 300 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 24 tỷ. Chúng tôi cho rằng SPP hoàn toàn có thể vượt được mức này với những ước tính về tăng trưởng từ hoạt động kinh doanh sản xuất chính.

**Doanh thu.** Với tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành cùng với hệ thống máy móc mới được đầu tư trong giai đoạn 2008-2009, doanh thu của SPP hoàn toàn có thể duy trì được mức tăng trưởng ấn tượng trong thời gian qua. Đặc biệt trong năm 2010, tốc độ tăng trưởng doanh thu được dự báo là 50%. Với 6 tháng đầu năm, SPP đạt 156 tỷ doanh thu mặc dù tình hình kinh doanh trong quý 1 không khả quan do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết. Thông thường, trong 2 quý cuối năm, SPP đều đạt kết quả kinh doanh tốt hơn. Thêm một lý do nữa là DC 3 sẽ bắt đầu tạo ra được doanh thu trong quý IV. Tuy nhiên, qua các năm sau tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần do cạnh tranh ngày càng tăng.

Giá cả nguyên vật liệu năm nay được dự báo sẽ không biến động mạnh như trong giai đoạn 2007-2008 và giá bán sản phẩm từ đầu năm đã được tăng thêm 10-15%. Vì vậy, tỷ suất lãi gộp năm 2010 được kỳ vọng sẽ tăng đạt khoảng 22,5%. Trong các năm tiếp theo, tỷ suất này sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh và giá cả nguyên liệu sẽ biến động khó lường.

Công ty được áp dụng thuế suất thuế TNDN 15% và được giảm 50% số thuế phải nộp cho đến năm 2012.

**Bảng cân đối kế toán**

Trong năm nay, với kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 125 tỷ đồng, SPP sẽ dùng khoản vốn này để đầu tư vào máy móc và giảm bớt nợ. Tuy nhiên, do Công ty sẽ không còn được hỗ trợ lãi vay từ Chính phủ nên SPP vẫn còn phải gánh một khoản lãi vay lớn.

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.

Về đầu tư vào tài sản cố định, SPP dự kiến sẽ tiếp tục đầu tư vào hệ thống máy móc và công nghệ. Với 2 dây chuyền máy móc sẽ được mua thêm, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng khoảng 60 tỷ trong năm nay và 70 tỷ trong năm sau. Các năm còn lại, nguyên giá TSCĐ sẽ tăng trưởng chậm lại.

SPP chủ trương sẽ không thay đổi cấu trúc vốn nên Công ty sẽ tiếp tục duy trì tỷ lệ nợ cao với chỉ số Tổng nợ/Tổng tài sản biến động chủ yếu trong khoảng 50-55%.

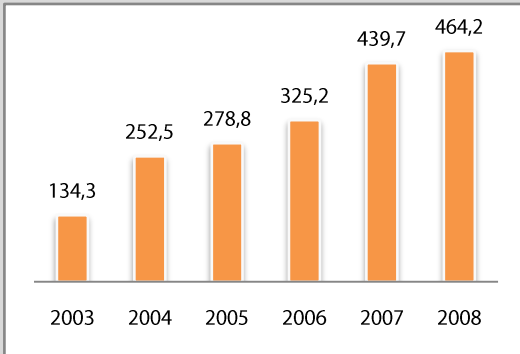
*Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2010 của SPP là 358,7 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 36,7 tỷ, tương đương mức EPS với số lượng cổ phiếu hiện hành 9.000.000 vào khoảng 4.080 đồng/cp.*

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá SPP với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành nhựa bao bì. Trailing P/E của ngành hiện nay khoảng 8,5. Cần nhắc thêm một số yếu tố vĩ mô trong nước và thế giới hiện nay cùng với tình hình thực tế của Công ty, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi sử dụng hệ số P/E với một tỷ lệ chiết khấu 5%. Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn bình quân và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF sau năm 2014 được ước tính lần lượt là 15,9% và 4,5%.

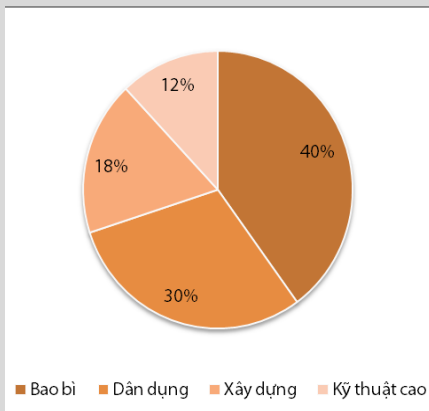
Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
P/E	32.950	50%	16.475
FCFF	37.510	50%	18.755
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>35.230</b>

**Sản lượng bao bì bằng Plastic qua các năm (triệu tấn)**



Nguồn: Bộ Công Thương

**Cơ cấu sản phẩm nhựa xuất khẩu:**



Nguồn: SPP

## NGÀNH SẢN XUẤT BAO BÌ 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. Tổng sản lượng sản xuất tăng từ 937.000 tấn vào năm 2000 lên 2.531.600 tấn trong năm 2007. 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. Theo hiệp hội Nhựa Thành phố Hồ Chí Minh, nhu cầu đầu ra tăng trung bình 25%-30%/năm nhưng lượng cung chỉ tăng 10%-15%/ năm. Điều này cho thấy ngành nhựa vẫn còn rất nhiều tiềm năng.

Tuy nhiên, trong năm 2009, cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới đã ảnh hưởng lớn đến các ngành sản xuất hàng tiêu dùng, chế biến và công nghiệp vốn là đầu ra chủ yếu của ngành. Trong năm vừa qua, tốc độ tăng trưởng được ước lượng ở mức 15%. Sản phẩm nhựa xuất khẩu ước đạt 802 triệu USD trong năm 2009, sụt giảm 13,88% so với năm 2008 ( Bộ Công Thương).

Lĩnh vực sản xuất nhựa bao bì chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu sản phẩm nhựa xuất khẩu và cũng là nhóm sản phẩm đạt tốc độ tăng trưởng cao nhất trong ngành (bình quân khoảng 45%/ năm). Bên cạnh chức năng bảo vệ sản phẩm, bao bì còn có khả năng làm tăng giá trị sản phẩm nhờ vào các loại bao bì cao cấp. Do đó, sự phát triển của ngành nhựa bao bì sẽ đi cùng với sự phát triển của nền kinh tế.

### Triển vọng trong 2010

Cuộc khủng hoảng kinh tế chưa qua đi thì khủng hoảng nợ Châu Âu đã diễn ra làm cho tình hình kinh tế thế giới vẫn chưa thể phục hồi như kỳ vọng. Do đó, nhu cầu và giá cả nguyên vật liệu có thể sẽ không có sự biến động mạnh trong năm 2010. Bên cạnh đó, nhu cầu về sản phẩm nhựa được kỳ vọng sẽ không có sự đột biến trong năm. Chính phủ mặc dù có chính sách khuyến khích sản xuất nguyên liệu cho ngành nhựa trong nước nhằm hạn chế nhập khẩu, tuy nhiên đây là 1 quá trình lâu dài. Vì vậy, ngành nhựa được kỳ vọng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng như năm vừa qua, tức là khoảng 15%.

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

Mã CK	Market Cap	DT 2009		LNST 2009		EPS		BV		P/BV		Quý 1/2010			
	08/07/10 (tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	(tỷ VND)	4 quý (VND/cp)	(VND/cp)	31/03/09 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	31/03/09 (x)	(x)	Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	% KH
HBD	23,7	47,2	3,4	2.929,0	48.956,7	5,7	0,3								
TPP	43,8	244,7	4,4	2.308,0	13.520,6	7,6	1,3					46,2	18,9%	1,7	37,8%
VPK	84,8	170,7	9,9	1.017,4	8.526,8	10,4	1,2					46,0	25,6%	4,2	41,2%
VBC	119,2	272,0	17,2	9.069,3	19.770,4	6,9	3,2					78,1	30,0%	3,6	40,0%
HPB	149,4	184,3	6,4	1.628,2	17.847,0	23,6	2,1					47,4	24,9%	0,4	5,9%
SPP	277,2	239,1	8,9	2.286,8	16.749,1	13,5	1,8					71,0	23,7%	4,4	18,3%
TTP	579,0	1.044,6	83,9	5.808,6	31.573,3	6,6	1,2					295,0	23,6%	20,5	27,6%

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

**PHỤ LỤC**

	2008	2009	2010E
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh (Đơn vị: tỷ đồng)</b>			
Doanh thu	174,7	239,1	358,7
Lợi nhuận HĐKD	14,9	22,5	53,6
Lợi nhuận trước thuế	5,6	9,4	39,7
Lợi nhuận sau thuế	5,2	8,9	36,7
EBIT	17,4	21,4	52,3
EBITDA	21,1	30,2	65,1
<b>Bảng cân đối kế toán (Đơn vị: tỷ đồng)</b>			
Tiền mặt	2,2	4,5	13,4
Tài sản ngắn hạn	109,9	206,6	255,4
Tài sản cố định	102,6	113,0	168,2
Tổng tài sản	212,5	319,5	423,5
Tổng nợ vay	122,7	154,4	126,1
Tổng nợ	135,9	181,1	168,6
Vốn chủ sở hữu	76,5	138,5	254,8
<b>Tốc độ tăng trưởng (%)</b>			
Doanh thu	39,5%	36,9%	50,0%
Lợi nhuận trước thuế	14,8%	67,9%	321,8%
Lợi nhuận sau thuế	16,7%	73,0%	311,8%
Tổng tài sản	54,8%	50,4%	32,5%
Vốn chủ sở hữu	6,5%	80,9%	84,1%
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>			
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	16,8%	17,4%	22,5%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	3,2%	3,9%	11,1%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	3,0%	3,7%	10,2%
ROA	2,4%	2,8%	8,7%
ROE	6,7%	6,4%	14,4%
<b>Hiệu quả hoạt động (lần)</b>			
Vòng quay Tổng tài sản	0,8	0,7	0,8
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	2,3	1,7	1,4
Vòng quay các khoản phải thu	12,9	10,4	7,7
Vòng quay hàng tồn kho	4,6	4,0	3,6
Vòng quay các khoản phải trả	11,0	7,4	6,5
<b>Khả năng thanh toán (lần)</b>			
Khả năng thanh toán hiện hành	1,2	1,5	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,2	1,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,1	0,5	0,1
<b>Cấu trúc vốn (%)</b>			
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	177,5%	130,7%	66,1%
Nợ vay / Tổng tài sản	57,7%	48,3%	29,8%
Tổng nợ / Tổng tài sản	64,0%	56,7%	39,8%

**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.**