



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI
SAIGON - HANOI SECURITIES JOINT STOCK COMPANY

Hà Nội, Tháng 09/2010

www.shs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG (TIFOPLAST)



Biến cơ hội thành giá trị



NỘI DUNG CHÍNH

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Mã chứng khoán:	NTP
Sàn giao dịch:	HASTC
Giá thấp nhất 52 tuần:	81,000
Giá cao nhất 52 tuần:	135,000
Giá thị trường (ngày 30/9/2010):	84,100
Giá kỳ vọng:	111,000
Giá trị vốn hóa (tỷ VNĐ):	1,820
Số lượng cổ phần lưu hành:	21,668,998
KLGD trung bình 10 ngày:	17,410
Tỷ lệ trả cổ tức 2009:	20%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước:	37.1%
Sở hữu nước ngoài:	33.2%
Sở hữu khác:	29.7%

ĐỒ THỊ GIÁ



Ngành nhựa có tiềm năng tăng trưởng ổn định. Nền kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ đạt mức tăng trưởng trung bình 7%/năm trong vòng 5 năm tới, đây là điều kiện thuận lợi cho ngành nhựa mà đặc biệt là nhựa xây dựng phát triển.

Tifoplast là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực nhựa xây dựng tại Việt Nam. Hiện nay, Tifoplast chiếm hơn 70% thị phần ống nhựa xây dựng tại miền Bắc và 25% thị phần trong cả nước. Công ty luôn duy trì được vị thế vững chắc tại thị trường truyền thống, với năng lực sản xuất và mạng lưới đại lý rộng lớn.

Có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức cao. Tifoplast xây dựng được hệ thống đại lý và thị trường truyền thống ổn định. Vị thế trên thị trường luôn vững chắc đã giúp cho Tifoplast duy trì được biên lợi nhuận ở mức cao ngay cả trong các thời điểm khó khăn, bằng cách thay đổi giá bán và tỷ lệ chiết khấu, hoa hồng linh hoạt theo mức độ biến động giá nguyên liệu đầu vào.

Hiện nay giá dầu thô vẫn đang có xu hướng tăng, khiến giá hạt nhựa, nguyên vật liệu chủ yếu của Tifoplast, tăng và có thể gây ảnh hưởng tới biên lợi nhuận của doanh nghiệp trong những năm tới.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi ước tính giá hợp lý của cổ phiếu NTP ở mức **111,000 đồng/cổ phần**. Đây là mức giá được tính toán, xác định trên cơ sở kết hợp các phương pháp định giá P/E, P/B, FCFF và FCFE với các giả định được đưa ra khá thận trọng và chặt chẽ. Với mức giá thị trường hiện nay của cổ phiếu NTP xoay quanh 86,000 đồng, chúng tôi khuyến nghị **MUA/ NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu NTP cho cả mục tiêu đầu tư ngắn hạn và dài hạn.

TÓM TẮT MỘT SỐ THÔNG TIN TÀI CHÍNH:

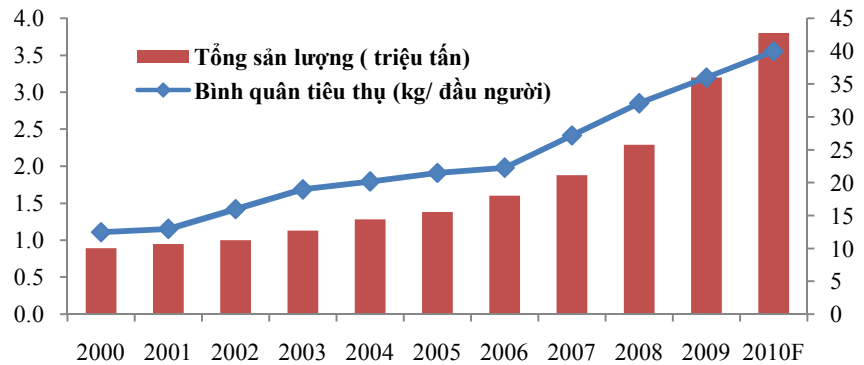
Chỉ số tài chính	2007A	2008A	2009A	2010E
Tổng tài sản (triệu VNĐ)	543,537	801,612	999,854	1,253,210
Vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	337,381	353,076	543,911	788,338
Doanh thu thuần (triệu VNĐ)	903,295	1,094,482	1,549,425	2,063,963
Lợi nhuận sau thuế (triệu VNĐ)	124,714	154,407	305,662	329,352
ROA (%)	23%	19%	31%	26%
ROE (%)	37%	44%	56%	42%
EPS cơ bản (VNĐ)	5,755	7,126	14,106	15,199
P/E (x)	14.61	11.80	5.96	5.53
P/B (x)	5.40	5.19	3.36	2.40

P/E, P/B được tính theo giá thị trường ngày 30/09/2010

TỔNG QUAN NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Ngành sản xuất sản phẩm nhựa là một trong những ngành công nghiệp đang phát triển nhanh tại Việt Nam với tốc độ tăng trưởng trung bình trong 10 năm trở lại đây từ 15 - 20%/năm bất chấp suy thoái kinh tế thế giới cũng như những biến động về thị trường nguyên vật liệu.

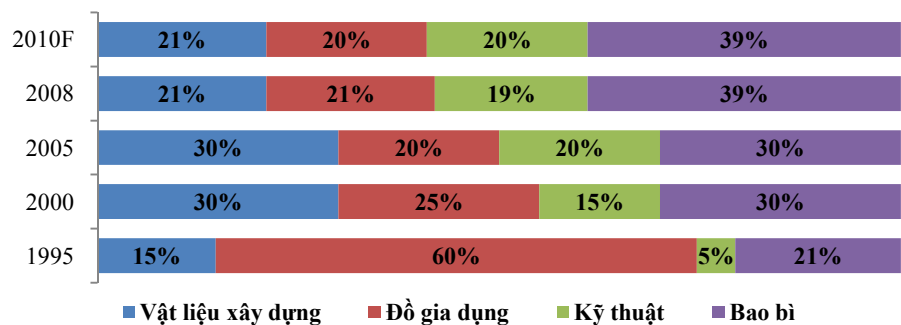
Sản lượng và bình quân tiêu thụ theo đầu người ngành nhựa



Nguồn: VPAS, SHS Research.

Tiêu thụ nhựa bình quân theo đầu người tại Việt Nam năm 1975 mới chỉ ở mức 01kg/người/năm và không có dấu hiệu tăng trưởng cho đến năm 1990; tuy nhiên, kể từ năm 2000 trở đi mức tiêu thụ bình quân đầu người đã tăng trưởng khá mạnh, đều và đạt khoảng 37kg/người/năm vào năm 2009. Từ năm 2010, sức tiêu thụ bình quân đầu người ước sẽ đạt mức 40kg/người/năm. Tuy nhiên, đây vẫn là mức tiêu thụ tương đối thấp so với các nước trên thế giới (trung bình các nước phát triển có mức tiêu thụ nhựa theo đầu người từ 50 - 100kg), do vậy tiềm năng phát triển cho ngành nhựa Việt Nam hiện còn rất lớn.

Cơ cấu sử dụng sản phẩm nhựa



Nguồn: VPAS, SHS Research.

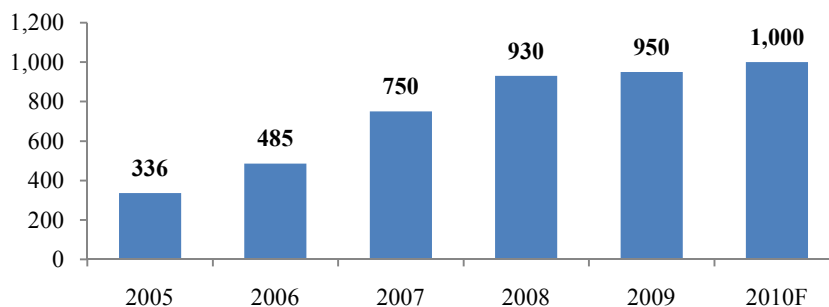
Nhu cầu sử dụng nhựa chủ yếu để sản xuất bao bì và các sản phẩm nhựa xây dựng. Những năm gần đây, nhu cầu nhựa sử dụng cho sản xuất bao bì và đóng gói ngày càng tăng, trong khi đó cơ cấu nhựa dùng cho hoạt động xây dựng (chủ yếu là ống nhựa, nhựa làm vách ngăn, thiết bị, trần nhà, nền nhà, tường...) đang ổn định ở mức trung bình và chiếm từ 21 - 30%. Nhu cầu còn lại chủ yếu là để sản xuất đồ gia dụng và các linh kiện kỹ thuật.

Hoạt động xuất khẩu đang ngày càng mở rộng. Nhựa là mặt hàng có tốc độ tăng trưởng xuất khẩu nhanh nhất trong vòng 5 năm trở lại đây, với tốc độ tăng trưởng xuất khẩu trung bình là 30%. Nhựa xuất khẩu chủ yếu là nhựa thành phẩm, trong đó mặt hàng bao bì chiếm tỷ trọng khoảng 70%.

Các sản phẩm nhựa của Việt Nam hiện đã xuất khẩu tới hơn 54 thị trường trên thế giới, trong đó các thị trường chính bao gồm Nhật Bản, EU và Mỹ...

Kim ngạch xuất khẩu Nhựa của Việt Nam

Đơn vị: Tr.USD



Nguồn: VPAS, SHS Research

Cạnh tranh chủ yếu theo vùng miền nhưng chỉ ở mức thấp. Các doanh nghiệp nhựa hầu hết tập trung tại khu vực miền Nam (chiếm 80%), còn lại là ở miền Bắc (15%) và miền Trung (5%). Do vậy các doanh nghiệp phía Nam sẽ gặp phải cạnh tranh nhiều hơn là các doanh nghiệp nằm ở khu vực miền Bắc và miền Trung.

Hơn nữa, các sản phẩm của ngành nhựa hết sức đa dạng và các doanh nghiệp cũng có các phân khúc hoạt động khác nhau cùng với các khách hàng truyền thống, khách hàng tiềm năng khác nhau, nên sự cạnh tranh hầu như rất thấp.

Tuy nhiên, có một điều đáng lưu ý là quy mô của các doanh nghiệp hầu hết đều rất nhỏ. Trong hơn 2,000 doanh nghiệp đang hoạt động trong ngành thì có tới 90% là các doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs) và doanh nghiệp tư nhân.

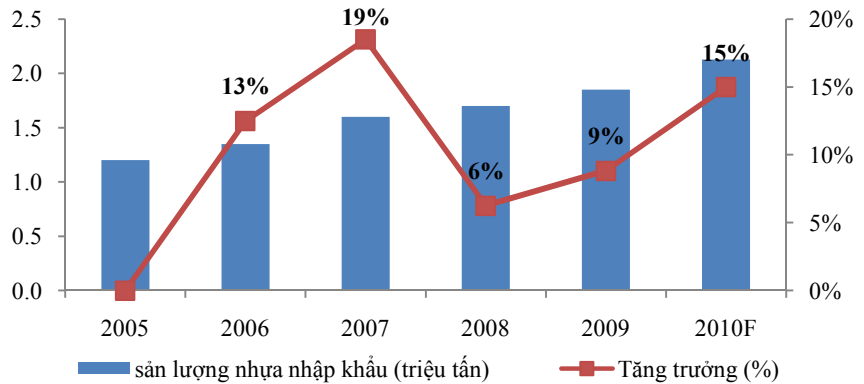
Phụ thuộc vào nguyên liệu nhập khẩu. Song song với sự gia tăng tiêu thụ và xuất khẩu của ngành nhựa là vấn đề về nhập khẩu nguyên vật liệu. Hiện nay, ngành nhựa vẫn đang phải nhập khẩu đến 80% nguyên vật liệu đầu vào để phục vụ cho sản xuất.

Theo Hiệp hội Nhựa Việt Nam, tính đến nay chỉ có nhựa nguyên liệu là Polyvinyl Clorua (PVC) và Polyethylene Telephthalete (PET) là được sản xuất trong nước. Có hai nhà sản xuất PVC với công suất tổng hợp 200,000 tấn/năm là Công ty TPC Vina và Công ty Nhựa - Hóa chất Phú Mỹ, trong đó 30% là dành cho xuất khẩu và 70% là dành cho thị trường trong nước. Ngoài ra còn có Công ty Formusa Việt Nam, một công ty 100% vốn của Đài Loan, sản xuất nguyên liệu nhựa PET với công suất là 145,000 tấn/năm.

Các loại nhựa nguyên liệu chủ yếu như Polypropylene (PP), nhựa Polyetylen (PE) và Polystyrene (PS) hầu hết phải nhập khẩu, chiếm tỷ trọng tương ứng khoảng 39%, 27% và 8% sản lượng nhập khẩu của toàn ngành, chưa kể đến các loại phụ

gia phải nhập khẩu khác.

Sản lượng nhựa nguyên liệu nhập khẩu của Việt Nam

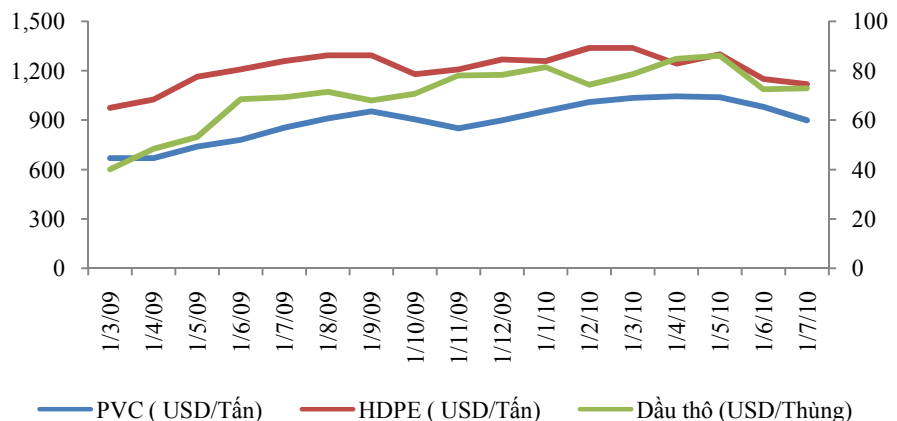


Nguồn: VPAS, SHS Research.

Giá nhựa nhập khẩu bị ảnh hưởng trực tiếp và tỷ lệ thuận với giá dầu thô thế giới. Phần lớn nguyên liệu nhựa có nguồn gốc từ các sản phẩm hóa dầu nên giá nguyên liệu nhựa nói chung luôn phụ thuộc rất nhiều vào giá dầu và có diễn biến tỷ lệ thuận với giá dầu thế giới. Năm 2008, khi giá dầu thô tăng cao kỷ lục và đạt mức 147 USD/ thùng vào tháng 7, thì giá hạt nhựa nhập khẩu cũng đạt 1,800 – 2,000 USD/ tấn. Đến cuối năm 2008, khi giá dầu thô giảm xuống mức 42 USD/thùng thì giá hạt nhựa nhập khẩu còn khoảng 800 - 900 USD/ tấn.

Hiện nay, giá hạt nhựa PVC vẫn đang dao động ở mức khoảng 900 – 1,000 USD/tấn tương ứng với giá dầu thô khoảng 73 USD/thùng. Năm 2010, do nền kinh tế thế giới đang phục hồi nên giá dầu cũng sẽ tăng và được dự báo có thể sẽ biến động trong khoảng từ 75 - 80 USD/thùng, cao hơn khá nhiều so với mức giá trung bình năm 2009 (khoảng 60 USD/thùng) - Điều đó đồng nghĩa với giá hạt nhựa PVC cũng sẽ ở mức cao hơn, điều đó có thể sẽ làm ảnh hưởng tới lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành.

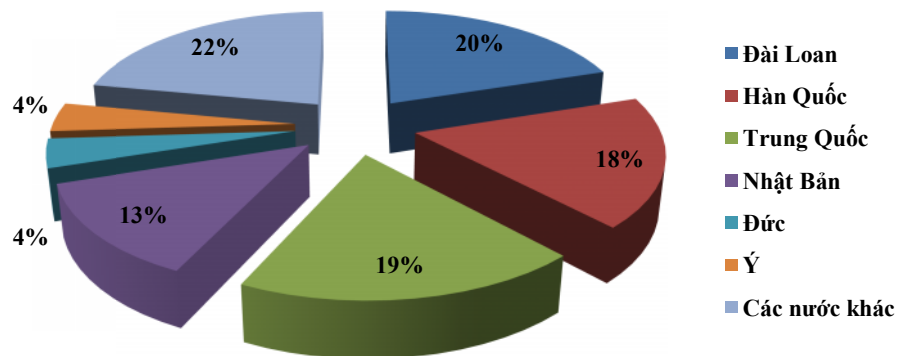
Giá dầu thô và nhựa nguyên liệu



Nguồn: Reuters, SHS Research.

Không chỉ nhập khẩu nguyên vật liệu, 95% máy móc sản xuất của ngành nhựa hiện cũng đang phải nhập khẩu và chủ yếu nhập từ Đài Loan, Trung Quốc, Hàn Quốc và Nhật Bản.

Cơ cấu thị trường nhập khẩu máy móc ngành nhựa của Việt Nam



Nguồn: VPAS, SHS Research.

Việc nhập khẩu máy móc và nguyên vật liệu khiến cho ngành nhựa có thể sẽ gặp phải một số rủi ro như biến động tỷ giá, rủi ro biến động giá nguyên vật liệu và thiếu tính chủ động trong nguồn cung nguyên vật liệu đầu vào. Do vậy, xu hướng phát triển chung của ngành nhựa Việt Nam trong những năm tới đây sẽ là tập trung vào các dự án sản xuất nguyên vật liệu nhựa.

Hiện nay, nhiều dự án sản xuất nguyên vật liệu cho ngành nhựa đang được đầu tư xây dựng như Nhà máy Sản xuất PP1 và PP2, Nhà máy Sản xuất PE... Nếu các dự án mới này được thực hiện đúng tiến độ thì đến hết năm 2010 các nhà máy mới này có thể nâng tổng công suất sản xuất nguyên liệu thêm 1.2 triệu tấn/năm, giúp cho các doanh nghiệp sản xuất nhựa trong nước chủ động hơn trong nguồn cung nguyên liệu đầu vào và giảm rủi ro biến động giá nguyên liệu, rủi ro tỷ giá.

Tăng trưởng mục tiêu của ngành nhựa trong vòng 5 năm tới tiếp tục giữ ở mức 15%/năm kể từ năm 2010. Kinh tế Việt Nam được dự báo sẽ giữ vững tốc độ tăng trưởng trung bình ở mức 7%/năm trong 5 năm tới, trong đó tốc độ phát triển của một số ngành chủ lực như sau:

- Xây dựng: 15%.
- Thực phẩm chế biến: 18%.
- Hàng tiêu dùng: 20%.

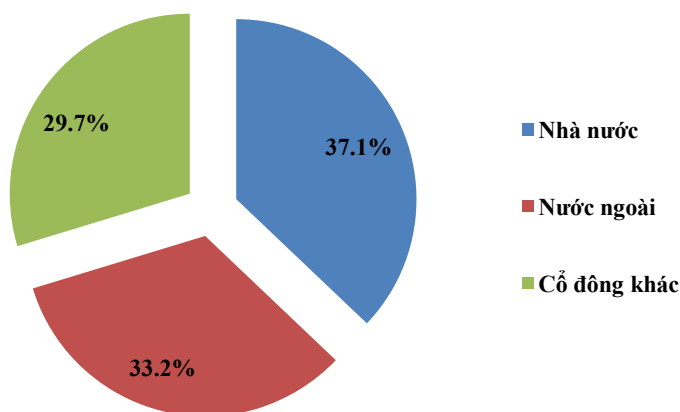
Đây chính là các ngành tiêu thụ nhựa cũng như các sản phẩm từ nhựa, và xét trong tương quan mối quan hệ giữa phát triển của ngành nhựa với các ngành nêu trên thì mục tiêu tăng trưởng mà ngành nhựa đề ra là hoàn toàn hợp lý và có tính khả thi. Đây cũng là cơ hội lớn để các doanh nghiệp hoạt động trong ngành có điều kiện để tiếp tục phát triển.

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG (TIFOPLAST)

Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền phong (**Tifoplast**) tiền thân là Nhà máy Nhựa Thiếu niên Tiền phong được thành lập từ năm 1960. Công ty trở thành doanh nghiệp Nhà nước vào năm 1993 và chuyển đổi hoạt động sang mô hình công ty cổ phần kể từ năm 2004. Sau hơn 40 năm xây dựng và trưởng thành, đến nay Công ty đã trở thành một trong những nhà sản xuất nhựa xây dựng hàng đầu tại Việt Nam.

Với mục tiêu nâng cao năng lực sản xuất và mở rộng thị phần, **Tifoplast** đã thành lập thêm Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền phong phía Nam và đã chính thức đưa vào hoạt động từ tháng 3/2009, thành lập Công ty Liên doanh Nhựa Tiền phong SMP tại Lào và đã đưa vào hoạt động từ tháng 01/2010.

Cơ cấu cổ đông của Tifoplast (Tháng 3/2010)



Nguồn: NTP, SHS Research

Vốn điều lệ hiện nay của **Tifoplast** là 216 tỷ đồng. Cổ đông Nhà nước mà đại diện là Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh vốn Nhà nước (SCIC) hiện vẫn nắm giữ với tỷ lệ lớn nhất là 37,1%. Cổ đông nước ngoài hiện cũng đang sở hữu lượng cổ phần khá lớn của Công ty với tỷ lệ sở hữu là 33% - Điều này cho thấy sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đối với vị thế, thị phần cũng như tiềm năng phát triển của **Tifoplast**.

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

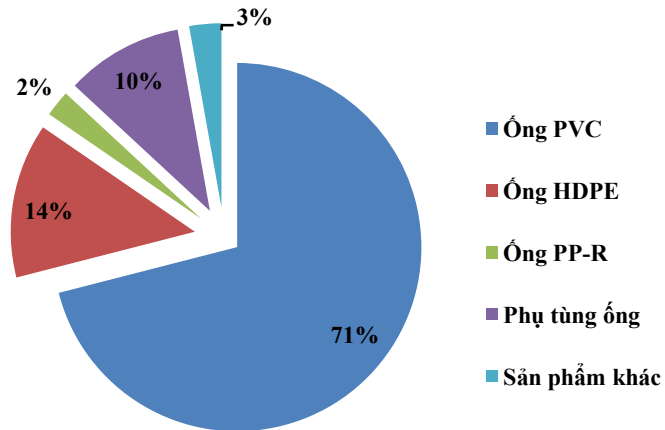
Sản phẩm chính của Tifoplast hiện nay là các loại ống nhựa dùng trong ngành xây dựng và dân dụng, bao gồm:

- Ống PVC: Là loại ống phục vụ cho cấp thoát nước sinh hoạt, nông nghiệp, công trình xây dựng dân dụng và nông nghiệp.
- Ống HDPE: Có mục đích sử dụng giống như ống PVC, tuy nhiên có độ bền và khả năng chịu lực, chịu va đập cao.
- Ống PP-R: Có khả năng chịu nhiệt tốt, có thể dùng để thay thế ống kim loại trong việc chuyển tiếp nước nóng, lạnh.

Ống PVC là sản phẩm chủ đạo trong cơ cấu sản phẩm của Tifoplast (chiếm 70% doanh thu). Mặc dù trên thế giới hiện nay đang có xu hướng chuyển từ việc

sử dụng ống PVC sang sử dụng ống HDPE và ống PP-R do 2 loại ống này có độ bền cao hơn, nhưng ống PVC vẫn đang được tiêu thụ khá mạnh ở Việt Nam do lợi thế về giá thành. Việc tập trung phát triển sản xuất các sản phẩm chủ đạo có thương hiệu mạnh trên thị trường như các loại ống PVC đã mang lại cho **Tifoplast** lợi nhuận ổn định và tốc độ tăng trưởng đều đặn qua các năm.

Cơ cấu doanh thu theo sản phẩm của Tifoplast năm 2009

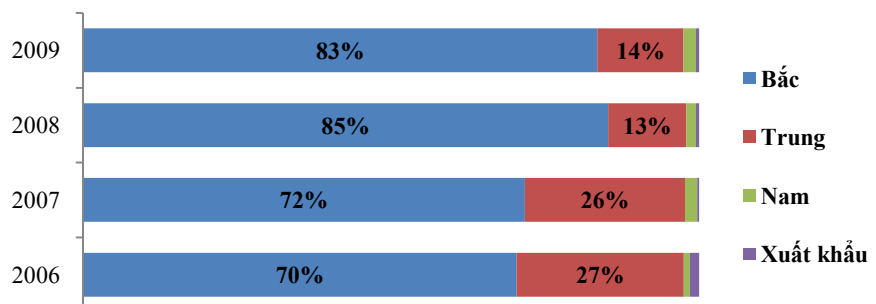


Nguồn: NTP, SHS Research

Thị trường tiêu thụ chủ yếu của Tifoplast là thị trường nội địa khu vực miền Bắc. Tifoplast cùng với Nhựa Bình Minh hiện là 2 doanh nghiệp sản xuất ống nhựa xây dựng lớn nhất trong nước. **Tifoplast** chiếm lĩnh thị trường phía Bắc (khoảng 70% thị phần) và Nhựa Bình Minh chiếm lĩnh thị trường phía Nam. Xét trên phạm vi cả nước thì sản lượng ống nhựa của **Tifoplast** chiếm lĩnh 25% thị phần, còn Nhựa Bình Minh chiếm khoảng 20% thị phần.

Thị trường miền Bắc đóng góp khoảng 85% trong tổng doanh thu của **Tifoplast**, thị trường miền Trung chiếm khoảng 13%, thị trường Nam và xuất khẩu chiếm tỷ trọng không đáng kể. **Tifoplast** chủ yếu tiêu thụ qua hệ thống đại lý và chỉ có khoảng 10 - 15% sản lượng được bán trực tiếp vào các dự án lớn.

Cơ cấu thị trường tiêu thụ của Tifoplast



Nguồn: NTP, SHS Research

Tifoplast và Nhựa Bình Minh đều có thị trường truyền thống vững chắc của mình cũng như các đại lý lâu năm, và nếu doanh nghiệp này muốn thâm nhập vào thị trường của doanh nghiệp kia thì sẽ rất khó để có thể tìm kiếm được đại lý bán hàng,

chi phí bán hàng cũng sẽ rất tốn kém. Do vậy, việc cạnh tranh trên thị trường truyền thống giữa **Tifoplast** và Nhựa Bình Minh theo chúng tôi trong một vài năm tới sẽ không diễn ra.

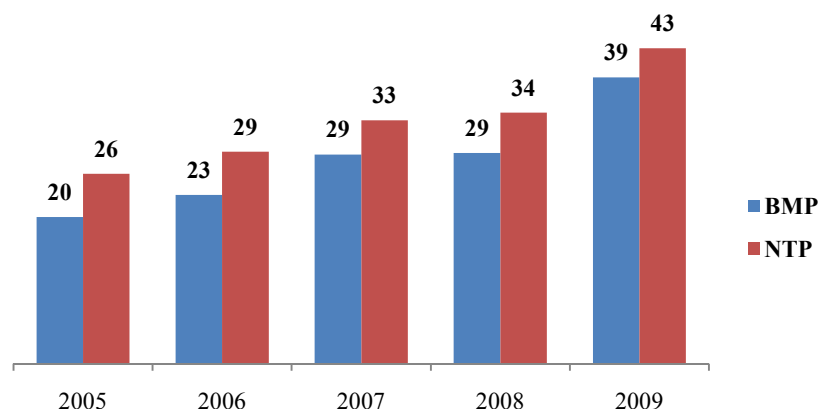
Có khả năng duy trì biên lợi nhuận ở mức cao. Việc lựa chọn phân khúc thị trường phù hợp và chính sách bán hàng hợp lý giúp cho **Tifoplast** xây dựng được hệ thống đại lý và thị trường truyền thống ổn định. Do đó, mặc dù giá bán sản phẩm của **Tifoplast** luôn cao hơn các doanh nghiệp trong cùng ngành, nhưng vẫn được chấp nhận và có sức tiêu thụ nhanh chóng. Điều này đã giúp cho **Tifoplast** luôn duy trì được lợi nhuận cao ngay cả trong các thời điểm khó khăn, bằng cách thay đổi giá bán và tỷ lệ chiết khấu, hoa hồng linh hoạt theo mức độ biến động giá nguyên liệu đầu vào. Từ năm 2005 đến nay, biên lợi nhuận gộp của **Tifoplast** luôn ổn định ở mức trên 20%/năm.

Năng lực sản xuất: Đến nay, năng lực sản xuất của **Tifoplast** mỗi năm sẽ đạt đến 70 ngàn tấn thành phẩm, đây là mức cao nhất trong ngành sản xuất ống nhựa xây dựng (năng lực sản xuất của Nhựa Bình Minh mới chỉ đạt khoảng 55 ngàn tấn).

Trên thực tế, chi phí đầu tư cho dây chuyền sản xuất nhựa xây dựng không cao và việc mở rộng quy mô sản xuất khi nhu cầu thị trường gia tăng là tương đối dễ dàng với các doanh nghiệp trong ngành. Do đó, nhu cầu của thị trường chính là yếu tố quan trọng thúc đẩy các doanh nghiệp mở rộng sản xuất.

Sản lượng nhựa tiêu thụ của Tifoplast và Nhựa Bình Minh

Đơn vị: Ngàn tấn



Nguồn: NTP, SHS Research

Từ năm 2005 - 2009, tốc độ tăng trưởng sản lượng trung bình của **Tifoplast** đạt khoảng 13.4%/năm. Năm 2010, sản lượng tiêu thụ dự kiến của **Tifoplast** là 52 nghìn tấn, tăng 21% so với năm 2009. Theo kế hoạch của Công ty, trong vòng 5 năm tới đây tốc độ tăng sản lượng tiêu thụ sẽ ổn định ở mức 10 - 15%/năm.

Nhằm đảm bảo cho việc tăng năng lực sản xuất, **Tifoplast** tiếp tục đầu tư máy móc thiết bị sản xuất mới, trung bình mỗi năm doanh nghiệp chi dùng khoảng 2 triệu USD cho việc đầu tư mua sắm máy móc thiết bị nhằm tăng sản lượng.

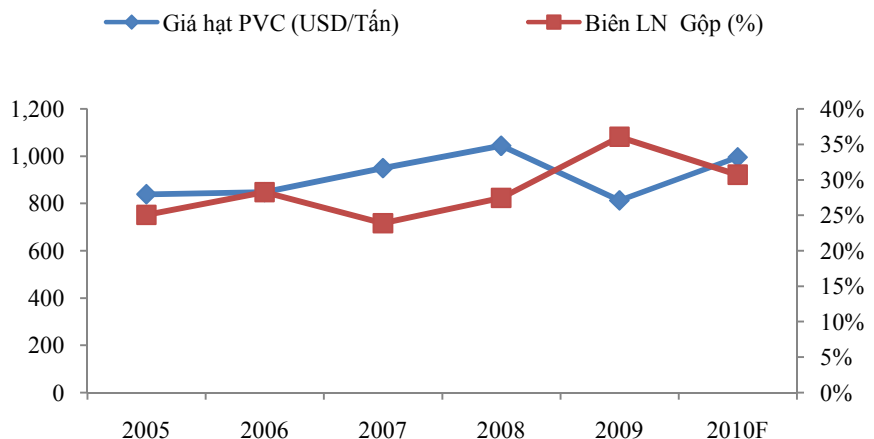
Trong năm 2010, Tifoplast bắt đầu di dời nhà máy tới địa điểm mới. Khu nhà máy có diện tích khoảng 15 ha, rộng gấp 5 lần diện tích của cơ sở hiện nay và đủ để **Tifoplast** sắp xếp hợp lý, liên hoàn các dây chuyền sản xuất nhằm hạn chế hao hụt nguyên vật liệu, giảm các chi phí vận chuyển nội bộ doanh nghiệp và chi phí thuê kho bãi bên ngoài, đồng thời có điều kiện nâng công suất khi cần.

Việc di dời nhà máy không tác động nhiều tới hoạt động sản xuất kinh doanh của **Tifoplast** do đặc điểm sản xuất tách biệt giữa các dây chuyền và công đoạn, thời gian vận chuyển và lắp đặt thiết bị khá nhanh, cũng như việc tiến hành di chuyển máy móc sẽ được thực hiện theo hình thức cuốn chiếu.

Đối với khu đất của cơ sở sản xuất cũ, hiện Công ty đang tiến hành thủ tục xin chuyển đổi mục đích sử dụng để xây dựng khu chung cư cao cấp.

Nguyên vật liệu đầu vào của Tifoplast chủ yếu là hạt nhựa PVC và HDPE. Trong đó hạt nhựa PVC chiếm tỷ trọng cao nhất, khoảng từ 75% - 80%; do vậy biến động giá hạt nhựa PVC sẽ có những ảnh hưởng khá nhất định tới biên lợi nhuận của **Tifoplast**.

Giá PVC và biên lợi nhuận gộp Tifoplast



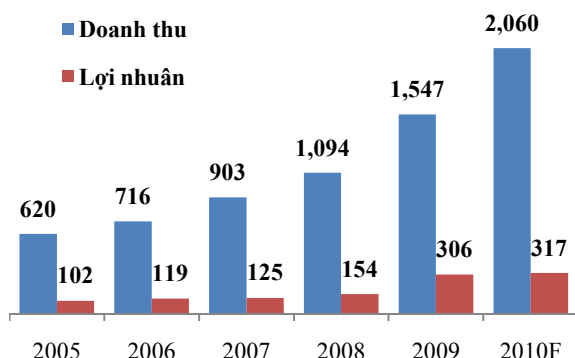
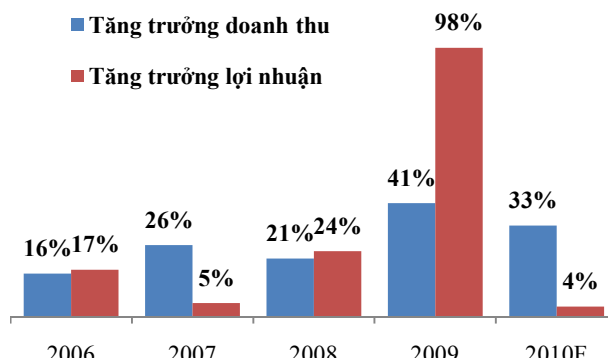
Nguồn: NTP, SHS Research

Khoảng 70% nguyên vật liệu đầu vào của Tifoplast được nhập khẩu trực tiếp, từ 2 thị trường Hàn Quốc và Đài Loan. Mặc dù nguyên vật liệu nhập khẩu có giá thành cao hơn, nhưng chất lượng đảm bảo hơn so với nguyên vật liệu mua từ các cơ sở sản xuất trong nước. Khoảng 30% lượng nguyên vật liệu còn lại được mua từ các nhà sản xuất trong nước như TPC VINA và Hóa chất Phú Mỹ. Với việc phải nhập khẩu phần lớn nguyên vật liệu đầu vào nên **Tifoplast** có thể sẽ phải đối mặt với những khó khăn khi giá nguyên vật liệu biến động không thuận lợi. Đồng thời, biến động tỷ giá cũng là một yếu tố có thể sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

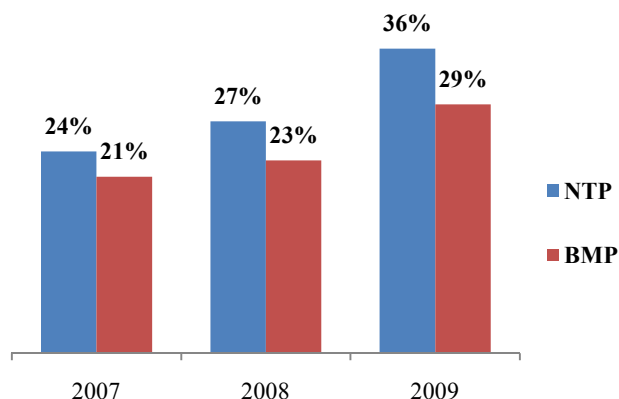
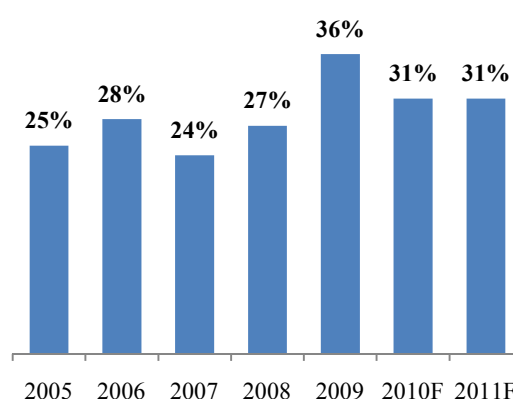
Doanh thu - Lợi nhuận.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân của Tifoplast trong giai đoạn 2005 - 2009 đạt 25%/năm. Ngay trong năm 2008, giai đoạn bắt đầu của cuộc khủng hoảng kinh tế, doanh thu của Công ty vẫn tăng hơn 21% so với năm 2007 và lợi nhuận tăng trưởng khoảng 24%. Đến năm 2009, khi kinh tế bắt đầu phục hồi, cộng với việc mua và dự trữ được nguồn nguyên liệu giá rẻ, doanh thu của Công ty đã tăng trưởng đến 41% và lợi nhuận tăng trưởng 98%. Dự báo tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của **Tifoplast** năm 2010 ở mức tương ứng khoảng 33% và 4%.

Doanh thu & Lợi nhuận Tifoplast

Tăng trưởng Doanh thu & Lợi nhuận Tifoplast


Nguồn: NTP, SHS Research

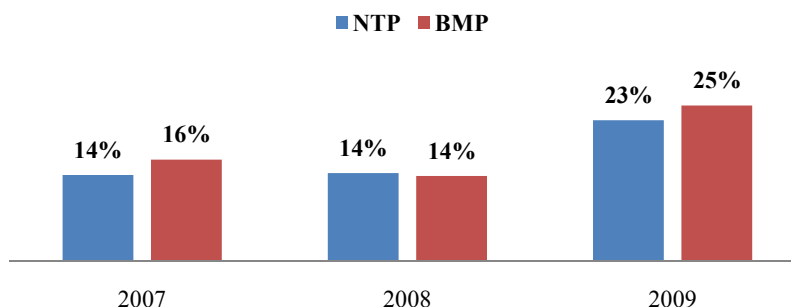
Biên lợi nhuận gộp của Tifoplast những năm tới sẽ thấp hơn so với năm 2009 và có xu hướng ổn định hơn do giá dầu thô có xu hướng tăng, làm cho giá hạt nhựa đầu vào cao hơn khá nhiều so với thời kỳ năm 2009. Tuy nhiên, với chính sách giá bán, chính sách chiết khấu và hoa hồng cho đại lý linh hoạt, biên lợi nhuận gộp của **Tifoplast** được kỳ vọng vẫn duy trì được ở mức cao.

Biên LN gộp Tifoplast và BMP & Nhựa Bình Minh

Biên lợi nhuận gộp Tifoplast


Nguồn: NTP, SHS Research

Chi phí bán hàng cao. Tỷ trọng chi phí bán hàng trên doanh thu thuần trong những năm gần đây của Công ty thường ở mức khoảng 9%, cao hơn khá nhiều so với mức 3% của Nhựa Bình Minh. Trong cơ cấu chi phí bán hàng của **Tifoplast**, chỉ có 2% là chi phí bán hàng trực tiếp, còn lại 7% là chi phí bán hàng gián tiếp dưới dạng chiết khấu thương mại cho các đại lý cũng như cho khách hàng. Do có chi phí bán hàng cao hơn, nên biên lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh của **Tifoplast** thường thấp hơn so với Nhựa Bình Minh.

Biên lợi nhuận HĐKD của Tifoplast và Nhựa Bình Minh



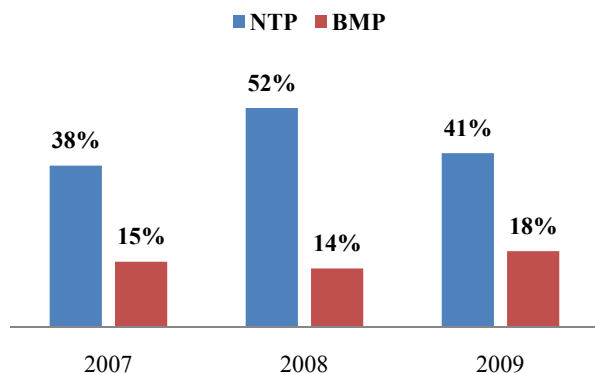
Nguồn: NTP, SHS Research

Thuế thu nhập doanh nghiệp ở mức 25% từ năm 2010. Bắt đầu từ năm 2010 **Tifoplast** sẽ không còn được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp. Tuy nhiên trong năm 2010, doanh nghiệp sẽ nhận được khoản hồi tố thuế thu nhập khoảng 39.2 tỷ đồng đã nộp bổ sung cho các năm 2007 và 2008. Khoản thuế hồi tố này sẽ được giảm trừ trực tiếp vào chi phí thuế TNDN và ghi nhận trong năm 2010.

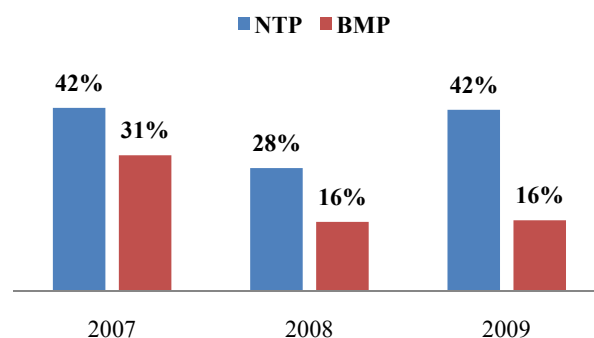
Tài sản - Nguồn vốn.

Các khoản phải thu chiếm tỷ trọng cao trong cơ cấu tài sản. Tỷ trọng các khoản phải thu ngắn hạn khách hàng trên tổng tài sản của **Tifoplast** chiếm tỷ trọng khá cao và cũng thường lớn hơn hẳn so với Nhựa Bình Minh. Điều này cho thấy Công ty đang sử dụng nhiều chính sách cho mua hàng trả chậm nhằm hỗ trợ các đại lý bán lẻ của mình.

Nợ/Tổng Vốn



Tỷ trọng các khoản phải thu/Tài sản của Tifoplast và Nhựa Bình Minh



Nguồn: NTP, SHS Research

Nợ ngắn hạn phục vụ cho hoạt động sản xuất khá lớn, chủ yếu là nợ ngoại tệ. Khoảng 99% các khoản nợ của Công ty là nợ ngắn hạn phục vụ cho hoạt động sản xuất trong năm; do vậy các khoản nợ thường là nợ ngoại tệ (USD). Tính đến thời điểm cuối quý 2/2010, toàn bộ các khoản vay nợ ngân hàng của **Tifoplast** là đồng USD với giá trị quy đổi khoảng 210 tỷ đồng. Với khoản vay này, Công ty có thể sẽ phải chịu một khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 4 - 5 tỷ đồng khi mà riêng trong tháng 8 vừa qua tỷ giá đồng/USD đã tăng 2.09%.

Khả năng sinh lời. Tuy có tỷ trọng nợ trên tổng nguồn vốn cao hơn nhiều so với Nhựa Bình Minh, nhưng **Tifoplast** vẫn duy trì được hiệu quả sinh lời trên tổng tài sản tương đương với Nhựa Bình Minh, điều đó cho thấy hiệu quả sử dụng vốn của Công ty là khá tốt.

Về chỉ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE), do vốn chủ sở hữu của Nhựa Bình Minh cao hơn gần gấp rưỡi so với **Tifoplast**, trong khi lợi nhuận sau thuế của **Tifoplast** trong các năm qua đều cao hơn đáng kể, vậy nên ROE của **Tifoplast** thường cao hơn rất nhiều so với Nhựa Bình Minh.



Nguồn: NTP, SHS Research

DỰ BÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NĂM 2010

Nếu như năm 2009 được coi là một năm thuận lợi và thành công đối với hoạt động SXKD của **Tifoplast**, khi mà Công ty gặp rất nhiều thuận lợi như hưởng lợi từ gói kích cầu của Chính phủ, nguồn nguyên liệu đầu vào giá thấp,... thì từ năm 2010 Công ty sẽ không còn có nhiều thuận lợi như vậy. Giá dầu tăng trở lại, cùng với xu hướng phục hồi nền kinh tế khiến cho giá hạt nhựa đầu vào tăng, cùng với việc tỷ giá đồng VND/USD tăng thêm 2.09% vào đầu quý 3 vừa qua và mức lãi suất tín dụng cho sản xuất vẫn ở mức khá cao... đây sẽ là những yếu tố làm ảnh hưởng không thuận lợi tới hoạt động của Công ty. Tuy nhiên, với vị thế đầu ngành và khả năng linh hoạt giá bán, cùng với thị trường truyền thống rộng mở và tiềm năng tăng trưởng cao của ngành nhựa, chúng tôi đánh giá **Tifoplast** vẫn có thể duy trì được mức tăng trưởng tốt trong năm 2010.

Trong 6 tháng đầu năm 2010, **Tifoplast** đã đạt 906.4 tỷ đồng doanh thu thuần và gần 176 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương với 50% kế hoạch doanh thu và 72% kế hoạch lợi nhuận cả năm. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng **Tifoplast** hoàn toàn có thể hoàn thành và vượt kế hoạch đã đề ra trong năm nay.

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2010 của Tifoplast

	2010E		6 Tháng 2010		
	Kế hoạch NTP	SHS Dự báo	Thực hiện	% Kế hoạch NTP	% SHS Dự báo
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	1,803	2,059.6	906.4	50%	44%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	245	329.4	176	72%	53%
EPS (đồng)	11,306	15,199	8,122	72%	53%

Nguồn: NTP, SHS Research

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU NTP

Việc định giá cổ phiếu NTP được dựa theo 4 phương pháp là P/E, P/B, FCFF và FCFE. Theo một quan điểm khá thận trọng và hợp lý, chúng tôi sử dụng trọng số tương đương nhau cho cả 4 phương pháp. Phương pháp P/E và P/B phản ánh mức giá kỳ vọng hợp lý của cổ phiếu trong ngắn hạn, trong khi 2 phương pháp còn lại phản ánh khá sát giá trị cổ phiếu để đầu tư trong dài hạn.

1/ Phương pháp P/E và P/B

- EPS dự kiến năm 2010 của NTP là 15.199 đồng, P/E bình quân ngành nhựa vào thời điểm cuối tháng 8 năm 2010 là 6,1. Giả sử đây là mức P/E kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu NTP tương ứng sẽ là:
 $6.1 \times 15,199 = \mathbf{92,719 \text{ đồng.}}$
- Giá trị sổ sách (Book value) của cổ phiếu NTP hiện nay là 31.945 đồng, với P/B bình quân ngành nhựa vào thời điểm cuối tháng 8 năm 2010 là 3 lần. Giả sử đây là mức P/B kỳ vọng cho năm 2010 thì giá cổ phiếu NTP tương ứng sẽ là:
 $31,945 \times 3 = \mathbf{95,835 \text{ đồng.}}$

2/Phương pháp FCFE và FCFF

Các giả định:

- *Sản lượng tiêu thụ:* Sản lượng tiêu thụ của **Tifoplast** được giả định thận trọng sẽ tăng 13%/năm từ năm 2010 - 2015.
- *Giá bán sản phẩm:* Trung bình năm 2010 được dự báo sẽ tăng khoảng 10% và giá bán kể từ năm 2011 trở đi được giả định sẽ tăng tương ứng với dự báo về tỷ lệ lạm phát của Việt Nam .
- *Tỷ giá VND/USD* năm 2010 được giả định sẽ đạt mức ổn định tương đương với tỷ giá tại thời điểm tháng 8/2010, tỷ giá trong những năm sau

được giả định sẽ tăng trung bình 1.5%/năm.

- *Giá hạt nhựa:* Giá hạt nhựa trung bình năm 2010 được dự báo sẽ tăng khoảng 8%, giá hạt nhựa nhập khẩu kể từ năm 2011 trở đi được giả định sẽ tăng tương ứng với mức độ tăng giá dầu theo mô hình phân tích hồi quy.

Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá
FCFE ($g = 5\%$, $Ke = 17\%$)	127,626 đồng
FCFF ($g = 5\%$, $WACC = 16.18\%$)	128,560 đồng

Tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá
FCFE	25%	31,906
FCFF	25%	32,140
P/E	25%	23,179
P/B	25%	23,959
Giá cổ phiếu NTP (làm tròn)		111,200 đồng/CP

Mọi thông tin xin vui lòng liên hệ

Phòng Phân tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán Sài Gòn Hà - Nội

Trụ sở chính	Chi nhánh Hồ Chí Minh	Chi nhánh Đà Nẵng	Chi nhánh Nghệ An
Tòa nhà Đào Duy Anh, Đào Duy Anh, Đống Đa, Hà Nội	41 Pasteur, Quận I, TP. Hồ Chí Minh	97 Lê Lợi, Hải Châu, Đà Nẵng	9A Hồ Tùng Mậu, Hưng Bình, TP. Vinh
Tel: (84-4)-3537 8010	Tel: (84-8)-3915 1368	Tel: (84-511)-352 5777	Tel: (84-38)-860 2767
Fax: (84-4)-3537 8005	Fax: (84-8)-3915 1369	Fax: (84-511)-352 5779	Fax: (84-38)-860 2757

Website: www.shs.com.vn

Người thực hiện:

Phạm Ngọc Bách

bach.pn@shs.com.vn

Kiểm duyệt:

Nguyễn Hải Dương

duong.nh@shs.com.vn

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo.

SHS có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh với các đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng SHS có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo nghiên cứu phân tích này.