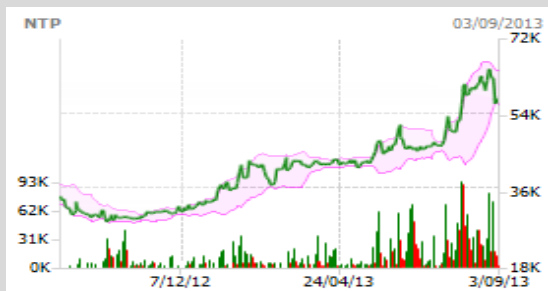


MCK: NTP (HNX)**CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG****MUA****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****71.000****Chuyên viên: Nguyễn Bá Phước Tài****Email: tai.nbp@vpsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 315****Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (ngày 03/09/13) (VND)	58.000
Giá cao nhất (52 tuần) (VND)	66.500
Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)	26.900
Số CP đang lưu hành	43.337.996
KLGDBQ/phiên (30 phiên gần nhất)	90.146
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2.513,6
Trailing P/E (x)	7,8
Forward P/E (x)	7,5
P/BV (BV 30/06/13) (x)	2,2

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HNX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: Tỷ đồng	2011	2012	6T/13	2013F
DTT	2.425,5	2.360,3	1.257,8	2.770,4
LNTT	361,5	385,0	217,6	448,7
LNST	284,5	296,3	165,0	336,5
VĐL	433,4	433,4	433,4	433,4
VCSH	929,5	1.113,9	1.178,1	1.340,8
TTS	1.534,0	1.581,2	1.827,1	1.989,3
ROA (%)	17,3	17,5	n/a	16,9
ROE (%)	28,9	26,2	n/a	25,1
EPS (VND)	6.206	6.721	n/a	7.764
GTSS (VND)	21.447	25.702	26.993	30.937
Cổ tức (%)	20,0	20,0	n/a	25,0

Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities ước tính

VẬT LIỆU XÂY DỰNG

Dựa trên những giả định và ước tính thận trọng, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu NTP vào khoảng 71.000 đồng/cp (tương đương giá trị vốn hóa 3.077,0 tỷ đồng), cao hơn giá thị trường ngày 03/09/2013 là 22,4%. Chúng tôi khuyến nghị MUA với mục tiêu đầu tư dài hạn.

NTP được hưởng lợi nhiều từ việc giá bột nhựa ổn định và lãi suất giảm trong năm nay. Dù phải nỗ lực nhiều trong công tác tiêu thụ, LNST 2 quý đầu năm tăng trưởng khá nhờ giá bột nhựa PVC giảm và Công ty tiết kiệm được khá nhiều chi phí lãi vay khi lãi suất cho vay giảm. Trong khi sản lượng tiêu thụ chỉ xấp xỉ cùng kỳ năm trước (khoảng 24.500 tấn), doanh thu và lợi nhuận đều có sự tăng trưởng tương đối. Lũy kế 6 tháng, doanh thu thuần và LNST đạt 1.257,8 tỷ và 165,0 tỷ đồng, tăng lần lượt 7,8% và 21,6%. Giá nhựa nguyên liệu hiện vẫn đang diễn biến theo hướng có lợi cho DN, thêm vào đó, mặt bằng lãi suất khó có thể tăng trở lại ngay trong năm nay. Do đó, NTP vẫn tiếp tục được hưởng lợi trong 6 tháng cuối năm. Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST cả năm của NTP có thể đạt 2.770,4 tỷ và 336,5 tỷ đồng, lần lượt tăng 17,4% và 15,5% so với năm 2012.

Việc đưa vào hoạt động nhà máy mới ở miền Trung được kỳ vọng sẽ giúp NTP duy trì đà tăng trưởng khi việc mở rộng thị phần tại thị trường phía Bắc và phía Nam bị hạn chế. Vì NTP đã nắm giữ thị phần chi phối (hơn 70%) tại các tỉnh thành miền Bắc đồng thời đang vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ BMP ở khu vực phía Nam nên việc mở rộng thị phần tại hai thị trường này là không dễ dàng. Trong bối cảnh đó, Công ty đã chuyển hướng sang thị trường miền Trung bằng việc xây dựng một nhà máy mới ở KCN Nam Cẩm, Nghệ An. Nhà máy này có công suất thiết kế 20.000 tấn sp/năm và dự kiến sẽ được đưa vào vận hành chính thức từ tháng 9 này. Đầu ra của nhà máy dựa trên nguồn khách hàng sẵn có là một số công trình thoát nước trong khu vực lân cận, dự kiến, đóng góp khoảng 3.000 tấn vào sản lượng tiêu thụ 6 tháng cuối năm. Ngoài việc tiết kiệm được chi phí vận chuyển sản phẩm từ nhà máy chính ở phía Bắc, nhà máy miền Trung còn tận dụng được các ưu đãi về thuế của địa phương. Do đó, nhà máy NTP miền Trung có ý nghĩa lớn trong chiến lược phát triển của NTP trong dài hạn.

Hoạt động đầu tư có định hướng tốt sẽ giúp duy trì sự tăng trưởng về dài hạn.

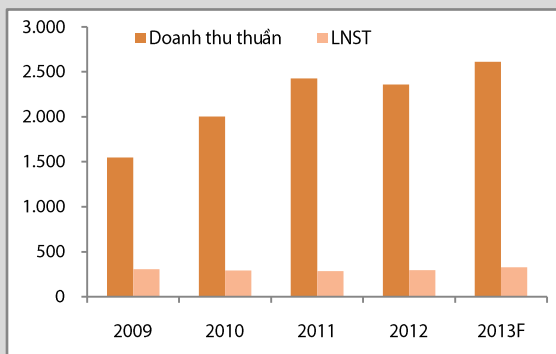
Song song với việc đầu tư cho nhà máy mới, Công ty cũng đang đẩy nhanh tiến độ di dời trụ sở hiện tại ở số 02 An Đà sang mặt bằng rộng rãi hơn ở khu vực Dương Kinh (cùng thuộc Tp.Hải Phòng) cũng như đầu tư thêm máy móc thiết bị nhằm tăng công suất và cho ra đời một số sản phẩm mới. Theo chiến lược này, từ nay đến năm 2017, thời điểm mà việc di dời hoàn tất, năng lực sản xuất của NTP sẽ tăng lên đáng kể, tạo cơ sở tốt cho việc cạnh tranh cũng như tăng trưởng về dài hạn.

Rủi ro:

Chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là bột nhựa PVC) hiện vẫn chiếm từ 70-75% giá thành sản phẩm của NTP mà một nửa lượng nguyên liệu của Công ty lại đến từ nguồn nhập khẩu. Do vậy, những diễn biến không thuận lợi của tỷ giá ngoại tệ và giá nguyên liệu trên thị trường thế giới sẽ có tác động tiêu cực đến lợi nhuận của doanh nghiệp.

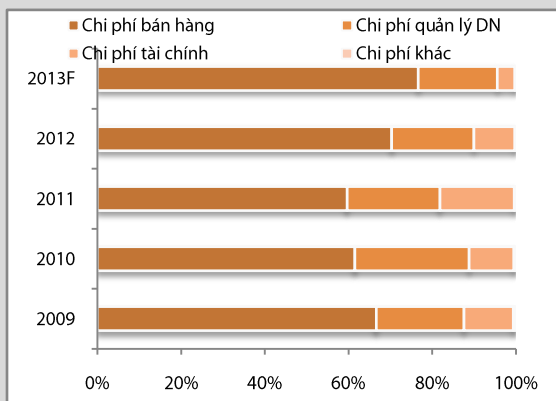
Do đặc thù về cơ cấu cổ đông với gần 80% số cổ phần là do các cổ đông lớn nắm giữ, thanh khoản của cổ phiếu NTP tương đối kém. Đây là một trong những vấn đề mà nhà đầu tư nên cân nhắc khi đầu tư vào cổ phiếu này.

Đồ thị 01: Doanh thu và LNST giai đoạn 2009-2013



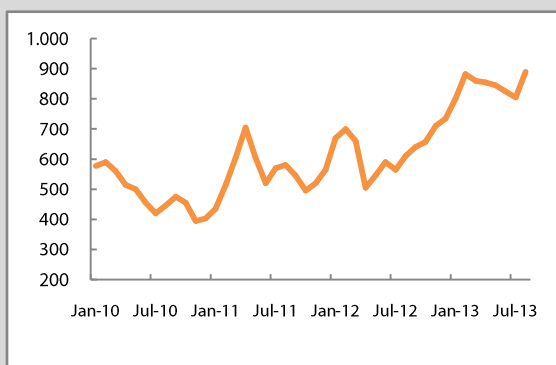
Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 02: Cơ cấu chi phí giai đoạn 2009-2013



Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 03: Diễn biến giá bột nhựa PVC giai đoạn 01/2010-07/2013 (Đvt: USD/tấn)



Nguồn: www.icis.com

PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG

Doanh thu và sản lượng

Sản lượng tiêu thụ và doanh thu của NTP tăng trưởng tốt trong suốt giai đoạn 2003-2011. Tuy nhiên, từ năm 2012, tốc độ tăng đã chậm lại cùng với sự suy giảm trong hoạt động xây dựng và gia tăng cạnh tranh. Năm 2013, NTP tiếp tục đặt kế hoạch khá thận trọng với sản lượng tiêu thụ chỉ có 48.000 tấn và tổng doanh thu là 2.330 tỷ đồng. Sáu tháng đầu năm, dù Công ty đã có nhiều hỗ trợ cho hoạt động bán hàng, sản lượng tiêu thụ chỉ tăng khoảng 4% so với cùng kỳ, đạt xấp xỉ 24.500 tấn kéo theo doanh thu thuần cũng chỉ nhẹ tăng 7,8%, đạt 1.257,8 tỷ đồng. Từ đầu năm đến nay, Công ty chưa thực hiện tăng giá bán.

Trong bối cảnh đó, việc đưa vào vận hành nhà máy Nhựa Tiên Phong miền Trung ở KCN Nam Cẩm, Nghệ An từ tháng 9 tới đây được kỳ vọng sẽ giúp NTP cải thiện sự tăng trưởng trong năm nay. Với công suất thiết kế 20.000 tấn sản phẩm/năm, nhà máy mới có thể đóng góp ngay vào sản lượng tiêu thụ của NTP trong quý cuối năm nhờ những hợp đồng cung cấp ống nhựa cho một số dự án thoát nước ở miền Trung mà Công ty đã ký kết. Khi nhà máy này đi vào hoạt động, NTP có thể đẩy mạnh tiêu thụ ở thị trường này mà không cần phải vận chuyển sản phẩm từ nhà máy chính ở phía Bắc, và qua đó, tiết kiệm được một phần chi phí. Với giả định, công suất thực tế sẽ đạt khoảng 60-70% công suất thiết kế, nhà máy miền Trung được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 3.000 tấn sản phẩm vào tổng sản lượng tiêu thụ của NTP trong năm nay. Với sự tham gia của nhà máy mới, sản lượng 6 tháng cuối năm được dự phóng ở mức 27.700 tấn, tăng khoảng 16,4% so với cùng kỳ và tăng 12,1% so với nửa đầu năm.

Tính chung cả năm 2013, sản lượng tiêu thụ có thể đạt 52.400 tấn, tăng 9,7% so với năm trước. Với giả định là NTP sẽ không tăng giá bán từ nay đến cuối nay, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm nay vào khoảng 2.770,4 tỷ đồng, tăng 17,4% so với năm 2012.

Tỷ suất lợi nhuận gộp (LNG)

Vì bột nhựa PVC chiếm xấp xỉ 70-75% giá thành của sản phẩm và NTP phải nhập khẩu phần lớn loại nguyên liệu này nên diễn biến giá bột nhựa có tác động lớn đến tỷ suất sinh lời gộp của NTP.

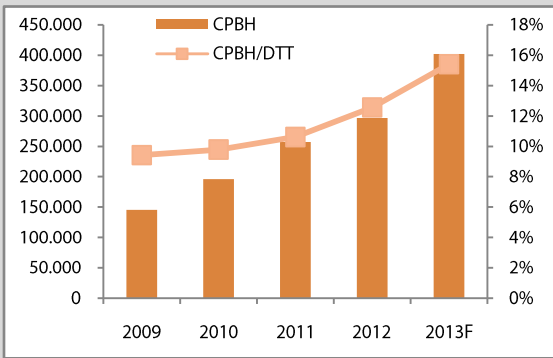
Sau khi tăng vọt gần 10% trong quý I, giá bột nhựa PVC đã nhanh chóng điều chỉnh giảm và hiện đang xoay quanh mức 1.020-1.050 USD/tấn. Nhờ xác định thời điểm dự trữ hợp lý nên tỷ suất LNG của NTP cải thiện từ mức 35,6% trong quý IV năm 2012 lên 36,6% trong 2 quý đầu năm 2013; lũy kế 6 tháng, LNG đạt 460,1 tỷ đồng.

Giá bột nhựa PVC trên thị trường thế giới có khuynh hướng biến động cùng chiều với giá dầu thô. Với diễn biến giá dầu thô trong thời gian gần đây, chúng tôi dự báo giá bột nhựa có thể sẽ tăng nhẹ nhưng chỉ dao động trong khoảng 1.050-1.070 USD/tấn từ nay đến cuối năm. Theo đó, biên lợi nhuận gộp của NTP có thể được duy trì ở mức 35,6% trong 6 tháng cuối năm và 36% trong cả năm 2013.

Chi phí bán hàng

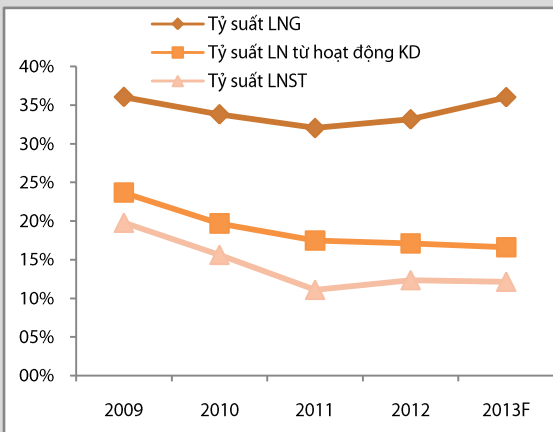
Trong bối cảnh thị trường phía Bắc đã tương đối bão hòa (NTP đang chiếm hơn 70% thị phần các tỉnh thành miền Bắc), trong khi thị trường phía Nam đang vấp phải sự cạnh tranh gay gắt từ phía BMP, NTP đã liên tục gia tăng chi phí bán hàng lên trong những năm gần đây. 6 tháng đầu năm, NTP tiếp tục mạnh tay đầu tư cho hoạt động

Đồ thị 04: CPBH và tỷ lệ CPBH/DTT giai đoạn 2009-2013



Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 05: Tỷ suất sinh lời giai đoạn 2009-2013



Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

marketing, quảng cáo, đồng thời nâng tỷ lệ hoa hồng cho các đại lý khiến cho CPBH tăng đến 45% so với cùng kỳ và tỷ lệ CPBH/DT cũng tăng lên 15,4% từ mức 10,6 % cùng kỳ năm 2012. Trong điều kiện thị trường hiện tại, chúng tôi cho rằng chi phí này sẽ tiếp tục được duy trì ở mức cao. CPBH trong nửa cuối năm có thể đạt 233,1 tỷ tăng khoảng 17% so với 6 tháng đầu năm và khoảng 39,2% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm 2013, CPBH được dự phóng ở mức 426,6 tỷ đồng, tăng khoảng 43,9% so với năm 2012.

Hoạt động tài chính

Do phụ thuộc nhiều vào các khoản vay ngắn hạn (chiếm khoảng 25% tổng tài sản), NTP có chi phí lãi vay cao. Đồng thời, do có nhập khẩu nguyên liệu nên biến động tỷ giá cũng tác động nhất định đến KQKD.

Năm 2013, lãi suất cho vay hạ nhiệt giúp chi phí lãi vay 6 tháng đầu năm của NTP giảm hơn một nửa so với cùng kỳ. Bên cạnh đó, tỷ giá tương đối ổn định nên chi phí về tỷ giá trong 6 tháng đầu năm cũng không đáng kể. Ngoài ra, lãi tiền gửi cũng giúp bù đắp một phần đáng kể chi phí tài chính cho Công ty. Lũy kế 6 tháng, NTP ghi nhận 9,1 tỷ đồng lỗ thuần từ hoạt động tài chính, giảm 40,6% so với cùng kỳ.

Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất vẫn có thể được duy trì ở mức thấp và biến động tỷ giá cũng không đáng ngại. Do đó, NTP có thể ghi nhận khoảng 11,2 tỷ đồng lỗ thuần từ hoạt động tài chính trong 2 quý cuối năm, giảm khoảng 45,1% so với năm trước. Mức lỗ trong cả năm 2013 được dự báo ở mức 20,1 tỷ đồng, giảm 52% so với năm 2012.

Lợi nhuận

Với các phân tích trên, chúng tôi cho rằng LNST trong 6 tháng cuối năm sẽ khả quan hơn 6 tháng đầu năm, vào khoảng 171,5 tỷ đồng, tăng khoảng 10,2% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ sự đóng góp của nhà máy miễn Trung. LNST năm 2013 của NTP ước đạt 336,5 tỷ đồng, tăng 15,5% so với năm 2012 và tương ứng với EPS là 7.764 đồng.

Hoạt động đầu tư

Từ năm 2010, NTP đã góp vốn thành lập CTCP NTP phía Nam và liên doanh NTP-SMP ở Lào trong chiến lược mở rộng thị trường ra bên ngoài thị trường phía Bắc. Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của các đơn vị này không cao do đầu tư ít lại không có sẵn nguồn khách hàng trong khi phải cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn tại địa phương (ví dụ như BMP). Tuy nhiên, việc đầu tư xây dựng nhà máy miễn Trung tại KCN Nam Cẩm, Nghệ An lần này tỏ ra là một bước đi hợp lý. Trước tiên, do NTP đã có sẵn hợp đồng cung cấp sản phẩm cho các dự án thoát nước ở một số tỉnh thành lân cận như Thanh Hóa, Nam Định, Ninh Bình... nên đầu ra của nhà máy khá đảm bảo. Thứ hai, việc vận hành nhà máy ở Khu Kinh tế Đông Nam tỉnh Nghệ An thông qua Công ty TNHH MTV Nhựa Tiên Phong miễn Trung cho phép NTP tranh thủ những ưu đãi về thuế của địa phương. Cụ thể, NTP sẽ được hưởng mức thuế thuế TNDN ưu đãi là 10%/năm trong vòng 15 năm từ khi bắt đầu hoạt động và miễn thuế trong 4 năm từ khi có lợi nhuận. Với giả định công suất thực tế đạt khoảng 70% công suất thiết kế, nhà máy miễn Trung có thể giúp NTP tiết kiệm được khoảng 20-25 tỷ đồng tiền thuế mỗi năm. Với các yếu tố trên, nhà máy miễn Trung được kỳ vọng sẽ có đóng góp đáng kể và doanh thu và lợi nhuận của NTP kể từ quý VI năm 2013.

Trọng tâm trong kế hoạch đầu tư từ nay đến năm 2017 là việc di dời trụ sở và các phân xưởng sản xuất chính ở số 02 An Đà sang mặt bằng mới ở Dương Kinh, Hải Phòng song song với việc nhập thêm một số máy móc thiết bị để mở rộng quy mô

Bảng 02: Các chỉ số tài chính và so sánh

Chỉ tiêu	2012	SS với BMP
Quy mô (Đvt: tỷ đồng)		
Tổng tài sản	1.660,1	1.422,7
Vốn chủ sở hữu	1.113,9	1.274,1
Vốn điều lệ	433,4	349,8
Kết quả kinh doanh (Đvt: tỷ đồng)		
Doanh thu thuần	2.360,3	1.826,4
LNST	291,3	360,5
Khả năng sinh lời (Đvt: %)		
Biên LNG	33,1	31,2
Biên LN hoạt động	17,1	24,6
Biên LNST	12,3	19,1
ROE	28,5	31,0
ROA	18,1	27,9
Hiệu quả hoạt động (Đvt: lần)		
Vòng quay HTK	4,2	4,0
Vòng quay khoản phải thu	5,1	5,8
Vòng quay khoản phải trả	6,6	10,5
Vòng quay tổng tài sản	1,5	1,5
Vòng quay tài sản cố định	5,9	6,8
Cấu trúc tài chính (Đvt: %)		
Tổng Nợ/TTS	32,9	10,4
Tổng Nợ/VCSH	49,0	11,7
Vay DH/TTS	0,0	0,0
Vay DH/VCSH	0,0	0,0
Vay NH/TTS	21,5	0,3
Vay NH/VCSH	32,0	0,3

Nguồn: BCTC NTP, RongViet Securities tổng hợp

sản xuất. Đến nay, 3 trong số 6 phân xưởng chính và một số công trình phụ trợ khác đã được di dời xong. Dự án dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2017. Đồng thời, Công ty cũng đang hoàn tất các thủ tục để chuyển đổi phần diện tích 3,2 ha của trụ sở cũ thành một dự án bất động sản cao cấp.

Trong vòng 4 năm tới, nhu cầu vốn đầu tư của NTP khá lớn, lên đến 979,6 tỷ đồng (bảng dưới); riêng năm 2013 dự kiến là 225,8 tỷ đồng. Kế hoạch đầu tư này là áp lực lớn đến với dòng tiền của NTP. Công ty tỏ ra khá thận trọng khi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng LNTT trong suốt giai đoạn này chỉ ở mức 5%. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng, mức tăng trưởng thực tế có thể sẽ cao hơn và lợi nhuận ổn định từ hoạt động SXKD hoàn toàn có thể giúp NTP hoàn thành kế hoạch đầu tư này. Bên cạnh đó, chi phí sử dụng vốn của NTP hiện khá thấp và Công ty gần như không có nợ vay dài hạn. Do vậy, việc huy động vốn để đáp ứng nhu cầu vốn đầu tư, nếu có, sẽ không phải là vấn đề quá khó khăn đối với NTP.

Bảng 01: Kế hoạch đầu tư giai đoạn 2013-2017

Hạng mục (tỷ đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
Máy móc thiết bị	37,56	45,00	45,00	65,00	75,00
Xây dựng nhà máy miền Trung	56,29				
Xây dựng nhà máy Dương Kinh	123,41	159,9	188,38	116,1	59,49
Số 02 An Đà	8,54				
Tổng	225,8	204,9	233,38	181,1	134,49

Thị trường và đối thủ cạnh tranh

Hiện nay, đối trọng của NTP ở khu vực phía Nam đồng thời cũng là đối thủ cạnh tranh lớn nhất của Công ty tại thị trường nội địa là CTCP Nhựa Bình Minh (BMP). NTP và BMP có nhiều nét tương đồng chiến lược SX-KD và trong các năm qua, liên tục bám đuổi nhau không chỉ về mặt doanh thu, lợi nhuận mà còn về thị phần và sản phẩm. Đến năm 2012, BMP chiếm khoảng 50% thị phần sản phẩm ống nhựa tại miền Nam và khoảng 20% thị phần cả nước trong khi thị phần của NTP tại các tỉnh thành phía Bắc là hơn 70%.

Trên khía cạnh khả năng sinh lời, NTP có tỷ suất lợi nhuận gộp nhỉnh hơn BMP nhưng do tỷ lệ chi phí bán hàng và chi phí quản lý khá cao, đã tạo một khoảng cách khá lớn về tỷ suất lợi nhuận HĐKD và tỷ suất lợi nhuận ròng giữa 2 doanh nghiệp.

Bên cạnh đó, NTP phải sử dụng nhiều nợ vay để tài trợ cho vốn lưu động nên chi phí tài chính cũng cao hơn BMP. Xét về tổng thể hiệu quả kinh doanh trong thời gian qua, BMP vẫn đang nhỉnh hơn NTP, tuy vậy, sau khi nhà máy mới tại miền Trung đưa vào hoạt động, cục diện kỳ vọng sẽ có sự thay đổi.

Cũng giống như NTP, BMP đang tích cực mở rộng quy mô sản xuất thông qua việc di dời nhà máy ra ngoài khu vực nội thành đồng thời mở rộng thị phần ra phía Bắc và miền Trung thông qua thành lập Công ty TNHH MTV Nhựa Bình Minh miền Bắc và nắm giữ 29% vốn cổ phần của CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC). Tuy nhiên, việc cạnh tranh tại thị trường không chủ lực của mình cũng có những thuận lợi và khó khăn nhất định đối với cả hai Công ty. Trước nhất, người tiêu dùng phía Bắc thường trung thành với sản phẩm đã quen sử dụng trong khi người tiêu dùng phía Nam khá thoải mái trong việc dùng thử sản phẩm mới. Thêm vào đó, tỷ lệ hoa hồng chiết khấu cho đại lý phân phối ở phía Bắc thường cao hơn đáng kể so với phía Nam. Chỉ với các yếu tố này, khi thâm nhập vào thị trường miền Nam, NTP đã gặp thuận lợi hơn so

Bảng 04: Chỉ số P/E và P/B của một số doanh nghiệp cùng ngành

Mã CK	Vốn hóa TT (tỷ VND)	Trailing P/E	P/BV 30/08/13
DPC	40,9	9,1	1,1
DNP	51,4	4,8	0,6
BMP	3.319,9	8,7	2,4
Bình quân		8,4	2,3

Nguồn: Rong Viet Securities tổng hợp

với việc BMP tiến ra miền Bắc rất nhiều. Nếu tận dụng được những lợi thế này, NTP có thể nhanh chóng gia tăng thị phần, qua đó nới rộng khoảng cách với BMP. Trong tương lai, cả hai Công ty đều đang hướng đến thị trường miền Trung, vốn là thị trường nhiều tiềm năng nhờ nhu cầu phát triển hạ tầng còn khá lớn và có ít đối thủ cạnh tranh. Việc lựa chọn vị trí đặt chân vào thị trường này (đối với NTP là Nghệ An còn BMP là Đà Nẵng) giúp hai công ty tránh được việc đối đầu trực tiếp trong khi vẫn đảm bảo được sự thuận tiện trong vận chuyển sản phẩm.

Nhận thấy triển vọng kinh doanh của NTP và BMP, từ năm 2012, công ty nhựa Thái Lan The Nawaplastic Industries (Saraburi) Co. Ltd đã liên tiếp nâng tỷ lệ sở hữu tại hai doanh nghiệp này (đến nay đã đạt lần lượt 23,84% và 20,4%) đồng thời cử đại diện tham gia và HĐQT của hai công ty, dấy lên lo ngại rằng hai đầu tàu của ngành nhựa Việt Nam sẽ bị đối tác nước ngoài thôn tóm. Dù vậy, đến nay, Nawaplastic vẫn chưa tham gia sâu vào việc điều hành tại NTP và BMP. Để xuất được làm nhà cung cấp nguyên liệu của Nawaplastic cũng đang được ban lãnh đạo NTP và BMP cân nhắc thận trọng dựa trên tiêu chí giá cả và yêu cầu đa dạng hóa nhà cung cấp. Bên cạnh đó, vì còn SCIC làm đối trọng (SCIC đang nắm giữ 37,1% cổ phần tại NTP và 29,6% tại BMP) nên khả năng Nawaplastic giành quyền kiểm soát, gây ra xung đột về lợi ích giữa cổ đông lớn và cổ đông thiểu số như trường hợp của TAC và công ty mẹ Vocarimex là khó có thể xảy ra.

Bảng 03: Dự phóng KQKD giai đoạn 2013-2017

Chỉ tiêu	Đvt	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Sản lượng	Tấn	53.154	63.662	67.295	70.060	73.963
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	2.770	3.517	3.941	4.349	4.867
LNST	Tỷ đồng	336.486	410.204	444.711	480.214	551.091

ĐỊNH GIÁ

Để định giá cổ phiếu NTP chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và phương pháp so sánh (P/E; P/B). Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, chi phí sử dụng vốn bình quân WACC được áp dụng là 15,1% cho giai đoạn 2013-2017 và 13,7% từ năm 2017 trở đi và tốc độ tăng trưởng dài hạn của dòng tiền là 6,1%/năm.

Với phương pháp so sánh P/E và P/B, chúng tôi nhận thấy P/E và P/B của nhóm các cổ phiếu giá trị vốn hóa trung bình, có kết quả kinh doanh ổn định trong các ngành sản xuất công nghiệp hiện vào khoảng 7,3x và 2,0 x. Trong khi đó, riêng các cổ phiếu ngành nhựa xây dựng có P/E và P/B bình quân lần lượt là 8,4 và 2,3 lần và chịu sự ảnh hưởng chi phối bởi BMP. Cân nhắc vị thế của NTP và đảm bảo sự thận trọng, chúng tôi sử dụng mức P/E và P/B tham chiếu là 8,0x và 2,2x.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	88.518	40%	35.407
P/E	56.679	30%	17.004
P/BV	61.875	30%	18.562
Giá bình quân		100%	70.973

PHỤ LỤC

KQ HKKD	2010A	2011A	2012A	2013F
Doanh thu thuần	2.001,8	2.425,5	2.360,3	2.770,4
Giá vốn	1.325,4	1.649,0	1.578,0	1.773,1
Lãi gộp	676,4	776,6	782,3	997,3
Chi phí bán hàng	195,8	257,3	296,4	426,6
Chi phí quản lý	86,9	95,8	82,7	110,8
Lợi nhuận từ HKKD	393,7	423,4	403,2	459,9
Lợi nhuận từ HĐTC	(29,9)	(64,5)	(38,7)	(20,1)
Lợi nhuận khác	(0,2)	(0,4)	12,1	0,4
EBIT	385,2	404,1	424,8	472,6
Lợi nhuận trước thuế	363,5	361,5	385,0	448,7
Thuế TNDN	53,6	85,3	93,7	109,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	-2,6	7,2	0,0	3,0
Lợi nhuận sau thuế	312,4	269,0	291,3	336,5

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2010A	2011A	2012A	2013F
Tăng trưởng				
Doanh thu	29,4%	21,2%	-2,7%	17,4%
Lợi nhuận HKKD	7,6%	7,6%	(4,8%)	14,1%
EBIT	5,5%	4,9%	5,1%	11,3%
Lợi nhuận trước thuế	3,5%	(0,5%)	6,5%	16,5%
Lợi nhuận sau thuế	2,2%	(13,9%)	8,3%	15,5%
Tổng tài sản	40,2%	11,0%	6,7%	19,8%
Vốn chủ sở hữu	43,5%	19,1%	19,8%	20,4%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	34,2%	20,1%	18,4%	17,2%

Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	33,8%	32,0%	33,1%	36,0%
LN HKKD / Doanh thu	19,7%	17,5%	17,1%	16,6%
EBIT/ Doanh thu	21,2%	18,7%	20,7%	20,2%
LN TT/ Doanh thu	18,2%	14,9%	16,3%	16,2%
LN ST/ Doanh thu	15,6%	11,1%	12,3%	12,1%
ROA	26,0%	18,2%	18,1%	18,4%
ROIC or RONA	37,1%	28,9%	26,2%	25,1%
ROE	47,2%	31,5%	28,5%	27,4%

Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay khoản phải thu	4,7	5,5	5,1	5,3
Vòng quay hàng tồn kho	3,6	3,5	4,2	5,3
Vòng quay khoản phải trả	8,4	7,0	6,6	8,5
Vòng quay TSCĐ	10,4	8,6	5,9	5,0
Vòng quay Tổng tài sản	1,7	1,6	1,5	1,5

Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,8	1,5	1,6	1,5
Nhanh	0,9	0,8	1,0	1,0
Tiền mặt	0,1	0,1	0,2	0,2

Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	73,9%	67,4%	49,0%	48,4%
Tổng nợ / Tổng tài sản	41,1%	40,3%	32,9%	32,6%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	43,6%	41,0%	32,0%	31,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	0,8%	0,0%	0,0%	0,0%

BẢNG CĐKT	2010A	2011A	2012A	2013F
Tiền	68,5	49,5	98,0	113,8
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
Các khoản phải thu	433,6	454,0	465,2	526,4
Tồn kho	478,3	453,9	305,8	336,9
Tài sản ngắn hạn khác	15,0	3,2	9,3	10,9
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	995,5	960,6	878,3	988,0
Tài sản cố định hữu hình	212,1	338,3	464,3	607,9
Nguyên giá	434,6	581,7	769,8	997,3
Khấu hao	-222,5	-243,4	-305,5	-389,5
Tài sản cố định vô hình	16,9	0,0	0,0	41,5
Nguyên giá	17,7	0,0	0,0	42,4
Khấu hao	-0,8	0,0	0,0	-1,0
Xây dựng cơ bản dở dang	127,6	157,1	197,2	219,7
Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
Đầu tư tài chính dài hạn	23,0	78,0	102,5	112,7
Tài sản dài hạn khác	26,9	21,7	17,8	19,6
TSCĐ và đầu tư dài hạn	406,5	595,1	781,8	1.001,3
TỔNG TÀI SẢN	1.402,0	1.555,7	1.660,1	1.989,3

Các khoản phải trả ngắn hạn	560,1	626,2	546,2	648,6
Tiền hàng phải trả và ứng trước	104,1	104,5	49,9	70,9
Khoản phải trả ngắn hạn khác	115,4	140,4	139,3	162,1
Vay và nợ ngắn hạn	340,6	381,3	357,0	415,6
Các khoản phải trong dài hạn	16,6	0,0	0,0	0,0
Vay và nợ dài hạn	6,4	0,0	0,0	0,0
Khoản phải trả dài hạn khác	10,2	10,2	0,0	
Tổng nợ	576,7	626,2	546,2	648,6
Vốn chủ sở hữu	780,7	929,5	1.113,9	1.340,8
Vốn đầu tư của CSH	216,7	433,4	433,4	433,4
Thặng dư vốn	0,0	0,0	0,0	0,0
Cổ phiếu ngân quỹ	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận giữ lại	364,3	280,8	288,8	449,6
Quỹ đầu tư và phát triển	175,1	175,1	347,1	397,6
Quỹ dự phòng tài chính	24,6	40,2	43,3	60,2
Khác	0,0	0,0	0,0	
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
Nguồn vốn chủ sở hữu	780,7	929,5	1.113,9	1.340,8
Lợi ích cổ đông thiểu số	44,6	0,0	0,0	0,0
TỔNG NGUỒN VỐN	1.402,00	1.555,68	1.660,09	1.989,31

CHỈ SỐ CƠ BẢN				
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	21,669	43,338	43,338	43,338
Giá trị thị trường cuối năm	98.000	30.000	34.000	57.000*
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	7.209	6.206	6.721	7.746
Giá trị sổ sách (VND)	36.028	21.447	25.702	30.937
Cổ tức (tiền mặt) VND	2.000	2.000	2.000	2.500
P/E (x)	13,6	4,8	5,1	7,5*
P/B (x)	2,7	1,4	1,3	1,*
Dividend Yield (%)	2%	2%	7%	4%*

*Số liệu sử dụng giá thị trường ngày 28/08/2013

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
16/11/2010	Lần đầu	Nắm giữ	40.450*	49.378*

*Giá đã được điều chỉnh để phản ánh việc chia cổ phiếu thưởng

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 15% - 20%.
- 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

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin – TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

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. Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities 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 Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2013.**