

Ngành Nhựa xây dựng- ICB 2353
Ngày 10 tháng 04 năm 2014

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
Công ty Cổ Phần Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong
(NTP)**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



Đồ thị vẽ theo giá điều chỉnh đv KLg: 10,000cp

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	55.800
Giá thị trường (10/4/2015)	50.100
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	56.399.290
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	2.817
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1.466
Sở hữu nước ngoài (%)	36,02%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 10/4/2015	50.100
KLTB 10 ngày (cp)	886
Giá thấp nhất 52T (đ)	44.300
Giá cao nhất 52T (đ)	60.600
+/- 7 ngày qua	0,2%
+/- 1 tháng qua	-1,77%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu NTP với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 55.800 đồng/cp (upside 11%) theo phương pháp FCFE và P/E. NTP có lịch sử trả cổ tức cao và đều (25-30% từ năm 2010-2013). Kết quả kinh doanh được cải thiện mạnh mẽ từ năm 2015 nhờ **(1)** sự phục hồi của ngành bất động sản, xây dựng; và **(2)** tiết kiệm chi phí thuế TNDN từ nhà máy NTP miền Trung.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015: DTT và LNST của NTP được dự báo lần lượt đạt 3.399 tỷ đồng (+13% yoy) và 378 tỷ đồng (+16% yoy). EPS FW 2015 là 6.715 đồng/cổ phiếu và EPS FW pha loãng cuối kỳ là 6.105 đồng/cổ phiếu.

Doanh thu được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ. (1) NTP là một trong hai doanh nghiệp đầu ngành ống nhựa (chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với 57% thị phần) được hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu ống nhựa tăng khi thị trường xây dựng ấm lên. **(2)** Tăng năng lực sản xuất và tiêu thụ ống HDPE cỡ lớn, là sản phẩm có mức độ cạnh tranh ngành thấp hơn, giá bán cao hơn.

Chi phí thuế TNDN giảm mạnh. Công ty con NTP miền Trung được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu, giảm 50% thuế TNDN trong 9 năm tiếp theo. Với ưu đãi về thuế này, năm 2014, NTP miền Trung đã đóng góp đến 35% LNST của công ty hợp nhất (113 tỷ đồng). Ước tính, năm 2015 NTP miền Trung tiết kiệm được 35 tỷ đồng chi phí thuế TNDN, từ đó, đóng góp 160 tỷ đồng LNST.

Cổ tức cao. Năm 2014, công ty đã trả cổ tức đợt 1 là 10% tiền mặt, dự kiến cổ tức đợt 2 là 5% tiền mặt, phát hành cổ phiếu thưởng 10% từ quỹ đầu tư phát triển. Hội đồng quản trị thông qua kế hoạch cổ tức 2015 là 23% trên vốn điều lệ mới của NTP.

Một số lưu ý: (1) Giá hạt nhựa giảm không tác động nhiều đến KQKD của NTP do công ty tăng chiết khấu cho khách hàng khi giá hạt nhựa giảm. **(2)** Thanh khoản của cổ phiếu thấp, số lượng cổ phiếu giao dịch trung bình 10 phiên gần đây đạt 886 cổ phiếu.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2.002	2.426	2.360	2.481	2.998	3.399
% tăng trưởng y-o-y	29%	21%	-3%	5%	21%	13%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1.402	1.556	1.660	1.811	2.580	2.971
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	781	929	1.114	1.226	1.466	1.735
Vốn điều lệ (tỷ đ)	217	433	433	433	563	620
CPLH bình quân (Tr cp)	22	43	43	43	56	62
LN sau thuế (tỷ đ)	312	269	291	290	325	378
% tăng trưởng y-o-y	2%	-14%	8%	-1%	12%	16%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	7.209	6.206	6.721	6.681	5.769	6.105
Giá trị sổ sách (đ/cp)	36.028	21.447	25.702	28.290	26.019	27.992
Lợi nhuận gộp biên	34%	32%	33%	35%	31%	36%
ROS	16%	11%	12%	12%	11%	11%
ROE	47%	31%	29%	25%	24%	24%
ROA	26%	18%	18%	17%	15%	21%

Nguồn: BCTC NTP, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong
Tên giao dịch:	CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong
Tên viết tắt:	
Địa chỉ:	Số 02 An Đà, Phường Lạch Tray, Ngô Quyền, Hải Phòng
Tel:	031 3847533
Fax:	031 3640133
Website:	www.nhuatienphong.vn
Vốn điều lệ:	563.393.948.000
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và kinh doanh nhựa dân dụng và các sản phẩm nhựa phục vụ ngành xây dựng, công nghiệp, nông nghiệp,...
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất và kinh doanh nhựa xây dựng

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
05/1960	Khánh thành Nhà máy Nhựa Tiền Phong
1990	Sản xuất ống nhựa UPVC, HDPE, PPR
04/1993	Đổi tên thành "Công ty Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong"
08/2004	Chuyển đổi thành CTCP Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong
01/2005	Hoạt động theo mô hình CTCP
10/2006	Niên yết trên HNX

Quá trình tăng vốn điều lệ (tỉ đồng)

Thời gian	VĐL	Hình thức tăng vốn
10/2006	144.460	Niên yết trên HNX
07/2007	216.690	Trả cổ tức bằng cổ phiếu
04/2011	433.380	Trả cổ tức bằng cổ phiếu
06/2014	563.394	Trả cổ tức bằng cổ phiếu

- ❖ Được thành lập vào tháng 5/1960, nhà máy Nhựa Tiền Phong thời điểm đó là cơ sở đầu tiên của ngành sản xuất, gia công chất dẻo của Việt Nam, trực thuộc Bộ công nghiệp Nhẹ (nay là Bộ Công thương). Hiện, NTP là công ty đầu ngành về sản xuất và kinh doanh ống nhựa tại Việt Nam, chuyên sản xuất ống uPVC, HDPE và PPR phục vụ cấp thoát nước và các công trình xây dựng.
- ❖ Tháng 9/2013, Công ty con, CT TNHH MTV Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong miền Trung được thành lập, công suất 20.000 tấn/năm, và được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu.
- ❖ Cơ cấu cổ đông cô đặc: 2 cổ đông lớn của NTP là SCIC và The Nawaplastic Industries Co., Ltd chiếm lần lượt là 37,10% và 10,52% vốn chủ sở hữu của NTP.

TT	Các công ty con	Vốn góp (tỷ đ)	Tỷ lệ sở hữu
1	CT TNHH MTV Nhựa Thiếu niên tiền phong miền Trung	120	100%

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VĐL

TT	Tên	Số CP	% Vốn	Loại CP
1	SCIC	16.080.000	37,10%	CP thường
2	The Nawaplastic Industries Co., Ltd	10.331.400	23,84%	CP thường
3	Lê Thị Thúy Hải	4.014.410	7,13%	CP thường
4	Hồ Phi Hải	3.390.060	6,02%	CP thường

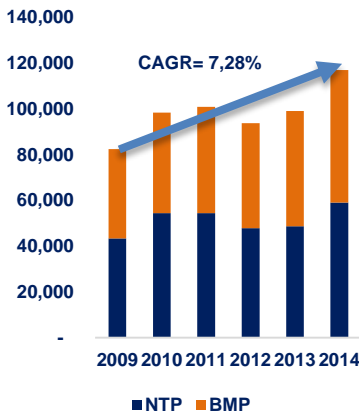
Cơ cấu cổ đông đến 30.06.2014

TT	Danh mục	Số CP	Tỷ trọng (%)	Số cổ đông
1	Cổ đông nhà nước	16.080.000	37,10%	1
2	Cổ đông bên trong	5.935.793	10,52%	5
	- Hội đồng quản trị	5.935.533	10,52%	4
	- Ban kiểm soát	260	0%	1
3	Cổ đông bên ngoài			
	- Trong nước		23,72%	
	- Nước ngoài		28,66%	
	Tổng cộng	56.339.290	100%	

(Nguồn: NTP, BSC tổng hợp.)

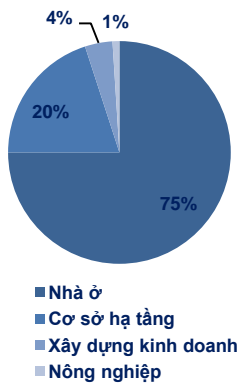
TRIỂN VỌNG NGÀNH

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ ống nhựa (tấn)



Nguồn: NTP, BMP

Hình 2: Cơ cấu tiêu thụ ống nhựa



Nguồn: NTP

Sản lượng tiêu thụ ống nhựa có dấu hiệu phục hồi. Sau giai đoạn tăng trưởng chậm kéo dài 3 năm từ 2010-2013 (-0,2%), tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa năm 2014 của 2 doanh nghiệp đầu ngành là NTP và BMP bật tăng trở lại, đạt 15% yoy (tương đương 113.600 tấn).

Nhu cầu tiêu thụ ống nhựa được kỳ vọng tăng trưởng 15% trong năm 2015 nhờ sự phục hồi của thị trường xây dựng. Ống nhựa được sử dụng chủ yếu trong các công trình nhà ở (75%), cơ sở sản xuất kinh doanh (20%), cơ sở hạ tầng (4%) và nông nghiệp (1%).

- **Xây dựng công trình nhà ở được kỳ vọng tăng.** (1) Tăng trưởng kinh tế cao hơn. ANZ nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên mức 6,5% cho 2 năm 2015 và năm 2016 từ các mức lần lượt là 6,2% và 6,4% trước đó. (2) Lãi suất thấp và đang có xu hướng giảm. Lãi suất cho vay doanh nghiệp hiện ở mức 7-9% đối với kỳ hạn ngắn và 9,5%-11% đối với kỳ hạn dài.
- **Xây dựng lĩnh vực cơ sở hạ tầng ngành nước được dự báo tăng trưởng 5,4% từ 2014-2018 (BMI).** Theo ước tính từ Bộ xây dựng, Việt Nam cần đầu tư 15 dự án cấp nước đô thị quy mô lớn, trị giá 500 triệu đô.
- **Đầu tư vào khu công nghiệp tăng,** trong đó, chủ yếu là đầu tư trực tiếp nước ngoài. Năm 2014, cả nước có 5 khu công nghiệp mới thành lập, mở rộng 7 khu công nghiệp. Trong số 295 khu công nghiệp trên cả nước, 83 khu công nghiệp đang được giải phóng mặt bằng và xây dựng trong các năm tới. Năm 2014, 1.843 dự án mới được cấp giấy chứng nhận đầu tư với tổng vốn đăng ký là 16,5 tỷ USD (+14 % yoy) và 749 lượt dự án đăng ký tăng vốn đầu tư với tổng vốn đăng ký tăng thêm là 5,41 tỷ USD, bằng 68,8% so với cùng kỳ năm 2013.

Hai doanh nghiệp đầu ngành chiếm lĩnh 2 khu vực thị trường riêng biệt: Nhựa Tiền Phong chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với hơn 57% thị phần. 50% thị phần ống nhựa miền Nam nằm trong tay Nhựa Bình Minh. Điều này được giải thích là do khác biệt về văn hóa kinh doanh giữa 2 vùng miền và do tác động của chi phí vận chuyển (chiếm 2-3% giá thành sản phẩm).

Công suất sản xuất tăng: Công ty con NTP miền Trung đi vào hoạt động từ tháng 9/2013, tăng công suất sản xuất thêm 20.000 tấn/năm. Nhựa Bình Minh dự kiến mở rộng công suất tại nhà máy Long An, tăng thêm 30.000 tấn/năm từ quý 3/2015. Europipe và Tân Á Đại Thành lần lượt đầu tư thêm 5 và 4 dây chuyền sản xuất ống nhựa công nghệ châu Âu.

Bảng 1: Công suất sản xuất hạt nhựa tại Việt Nam

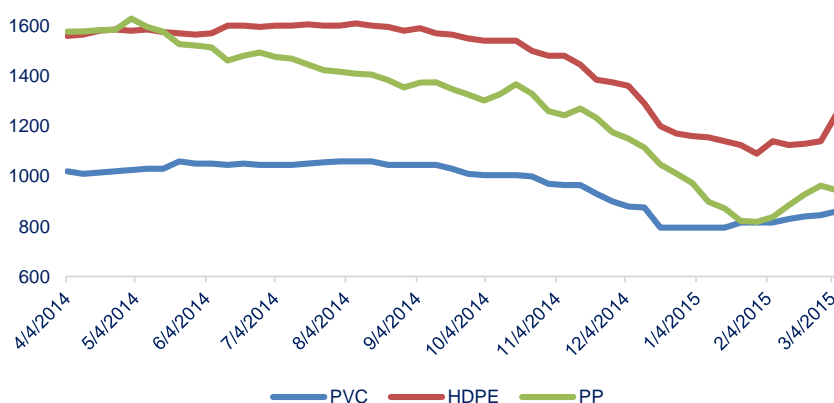
STT	Nguyên liệu	Nhà sản xuất	Công suất (tấn/năm)	Ghi chú
1	PVC	CTCP nhựa và hóa chất Phú Mỹ CTCP nhựa và hóa chất TPC	300,000	80% nội địa, 20% xuất khẩu
2	PP	Tập đoàn hóa chất Petro VN	150,000	
3	PET	Formosa Taiwan- Hưng Nghiệp	150,000	30% xuất khẩu
4	EPS	CTCP Việt Nam Polystyrene	30,000	
5	DOP	LG Vina Chemicals JV CO.	30,000	
6	BOPP	Youl Chon Vina Plastic Formosa Taiwan- Hưng Nghiệp	120,000 40,000	

Nguồn: Cơ quan thương mại Italy

Phần lớn nguyên liệu nhựa phải nhập khẩu: Kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất nhựa trong nước phụ thuộc nhiều vào diễn biến giá hạt nhựa thế giới và tỷ giá. Hơn 80% nguyên liệu nhựa của Việt Nam phải nhập khẩu, chủ yếu từ Thái Lan, Đài Loan, Hàn Quốc, Singapore, Ả Rập,... Hiện tổng công suất sản xuất nhựa PVC chỉ đạt 300.000 tấn/năm, nhựa PP là 150.000 tấn/năm. Trong dài hạn, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động (dự kiến năm 2018) sẽ gia tăng nguồn cung nguyên liệu hạt nhựa trong nước.

Giá hạt nhựa giảm mạnh từ quý 4/2014: Quý 4/2014, giá hạt nhựa giảm mạnh (giá bột nhựa PVC, HDPE và PP giảm lần lượt là 21%, 25% và 24%). Từ quý 1/2015, giá hạt nhựa có xu hướng nhích lên do (1) giá dầu tăng nhẹ trong những tháng đầu năm, (2) nhiều nhà máy sản xuất hạt nhựa ở châu Âu tạm ngừng sản xuất, sửa chữa; (3) nhu cầu tăng trở lại sau kỳ nghỉ lễ dài ở phương Tây. Tính đến 9/4/2015, bột PVC giảm 13% yoy, HDPE giảm 15% yoy và PP giảm 33% yoy.

Hình 3: Diễn biến giá hạt nhựa

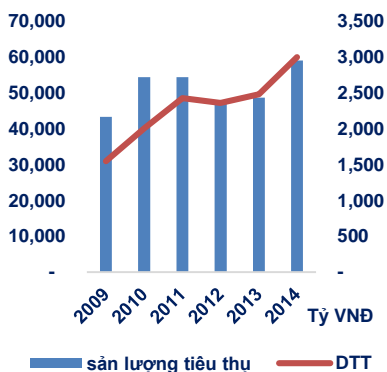


Nguồn: Bloomberg

Giá nhiều loại hạt nhựa được dự báo duy trì ở mức thấp mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp nhựa. (1) Giá dầu, khí - nguyên liệu chính sản xuất hạt nhựa giảm mạnh; (2) Nhu cầu tiêu thụ hạt nhựa tại Trung Quốc thấp do nền kinh tế phục hồi chậm; (3) Nguồn cung PE, PP tại Bắc Mỹ dự kiến tăng cùng với các dự án lọc dầu đá phiến và tình trạng dư cung hạt nhựa PET trên toàn cầu.

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI

Hình 4: Tăng trưởng doanh thu, sản lượng tiêu thụ của NTP từ 2009-2014



Sản lượng tiêu thụ bột tăng trở lại: Năm 2014, sản lượng tiêu thụ ống nhựa tăng 14% yoy (đạt 55.639 tấn), cao hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng -4% từ 2010-2013. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ ống nhựa của NTP sẽ tiếp tục tăng trưởng tốt trong các năm tới nhờ (1) sự phục hồi của thị trường xây dựng và (2) năng lực sản xuất tăng.

Chiếm lĩnh thị trường miền Bắc nhờ hệ thống phân phối sâu rộng và chính sách chiết khấu hấp dẫn. Mặt bằng chiết khấu tại miền Bắc cao hơn nhiều so với thị trường miền Nam, và đây cũng là chính sách phát triển thị trường miền Bắc của NTP. Tiêu thụ sản phẩm của NTP chiếm khoảng 26%-27% thị phần cả nước, và chiếm đến 57% thị phần miền Bắc.

Áp dụng mức chiết khấu cao thúc đẩy các đại lý phân phối sản phẩm của NTP: So với nhiều hãng sản xuất khác, sản phẩm của NTP có chất lượng tốt hơn trong khi giá bán tương đương, chiết khấu cao hơn. Mức chiết khấu phổ biến NTP áp dụng với các đại lý phân phối ống nhựa uPVC lên tới 20% trong khi đó mức chiết khấu của công ty Nhựa Bình Minh miền Bắc là 10%. Ngoài ra, NTP cũng áp dụng

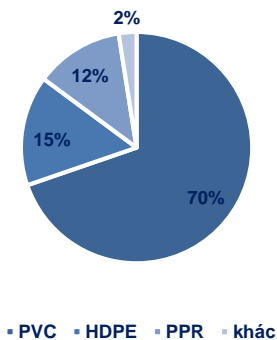
mức chiết khấu bổ sung 3% đối với khách hàng chỉ phân phối sản phẩm nhựa Tiền Phong.

Cơ cấu tiêu thụ sản phẩm. Tương tự BMP, sản phẩm thế mạnh của NTP là ống u-PVC¹, chiếm 70% cơ cấu tiêu thụ sản phẩm (chủ yếu sử dụng trong phân khúc dân dụng), tiếp theo, HDPE² chiếm 15% cơ cấu tiêu thụ (phân khúc công trình, dự án) và PP-R³ chiếm 12%.

Có lợi thế trong phân khúc công trình, dự án lớn nhờ:

- **Mức độ cạnh tranh thấp:** Phân khúc nhựa dân dụng có mức độ cạnh tranh ngành cao hơn so với phân khúc dự án do chi phí đầu tư thấp hơn. Chi phí đầu tư 2 dây chuyền sản xuất ống HDPE Φ2000, tổng công suất 20.000 tấn/năm của NTP lên tới 150 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí đầu tư 1 dây chuyền sản xuất ống uPVC Φ21-90, công suất 2.500 tấn/năm khoảng 20 tỷ đồng.
- **Sản phẩm đa dạng:** Sản phẩm ống nhựa Tiền Phong gồm nhiều loại, nhiều kiểu dáng, kích cỡ (bảng 2): Ống nhựa u.PVC (Φ21-Φ800), ống nhựa HDPE (Φ16-Φ1200) và ống nhựa PP-R (Φ20-Φ200). Đặc biệt, Nhựa Tiền Phong có nhiều sản phẩm cỡ lớn mà một số hãng chưa sản xuất được. Lợi thế này giúp sản phẩm nhựa Tiền Phong thường được sử dụng trong các công trình, dự án lớn với yêu cầu đa dạng về chủng loại và kích cỡ sản phẩm.

Hình 5: Cơ cấu doanh thu 2014 của NTP



Nguồn: NTP

Sản lượng sản xuất dự kiến tăng đáp ứng tốc độ tăng trưởng của cầu.

- **Vận hành 70% công suất thiết kế.** Tổng công suất sản xuất ống nhựa của NTP là 107.000 tấn/năm.
- **Đẩy mạnh sản xuất tại Công ty con CT TNHH MTV NTP miền Trung.** NTP miền Trung đi vào hoạt động trong tháng 9/2013, bổ sung năng lực sản xuất 20.000 tấn ống/năm, tăng 23% công suất hiện hành. Năm 2014, sản lượng ống nhựa tiêu thụ tại NTP miền Trung là 12.800 tấn (64% công suất). Công ty dự kiến vận hành 100% công suất nhà máy NTP miền Trung trong năm 2015.
- **Đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ ống HDPE:** Năm 2014, doanh thu tiêu thụ ống HDPE tăng 90%, đạt 462 tỷ đồng do tăng nhu cầu từ dự án. Công ty đang đầu tư lắp đặt dây chuyền sản xuất ống HDPE Φ2000 (cỡ lớn), hướng tới đối tượng sử dụng là các công trình lớn, dự án trọng điểm quốc gia-phân khúc chưa có nhiều nhà sản xuất Việt Nam đủ năng lực cung ứng. Tính đến tháng 4/2015, công ty đã nhập về và chạy thử 1 dây chuyền sản xuất ống HDPE Φ2000, dự kiến nhập về 1 dây chuyền HDPE Φ2000 vào tháng 5/2015. Vốn đầu tư của dự án khoảng 150 tỷ đồng, thời gian hoàn vốn khoảng 5 năm, tỷ suất đầu tư là 16-17%.

¹Dùng trong hệ thống thoát nước; được sử dụng nhiều trong các công trình dân dụng

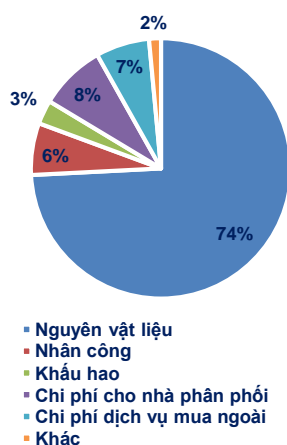
²Dùng trong hệ thống cấp nước, thường lắp đặt ngoài công trình; được sử dụng nhiều trong các dự án.

³Chịu nhiệt tốt, dùng trong hệ thống bình nóng lạnh, thay thế các đường ống cấp nước bằng kẽm với chi phí thấp hơn nhiều.

Bảng 2: So sánh cơ cấu, giá bán lẻ sản phẩm ống nhựa của một số nhà sản xuất

		NTP	BMP	Europipe	Dekko	Dismy	Đệ Nhất	Vesbo
u.PVC	Giá bán (VNĐ/m)	9.500	9.020	9.500	9.500	9.500	9.350	Không có
	(Φ21x1,6 mm; PN 16 bar)							
	Quy cách sản phẩm	Φ21-Φ800	Φ21-Φ630	Φ21-Φ400	Φ21-Φ315	Φ21-Φ315	Φ21-Φ630	
HDPE	Giá bán (VNĐ/m)	15.100	15.620	15.100	15.100	15.100	Không có	Không có
	(HDPE 80 Φ25x 3 mm PN 16 bar)	(HDPE 80 Φ25x 3 mm PN 20 bar)	(HDPE 100 Φ25x 3 mm PN 20 bar)	(HDPE 80 Φ25x 2,8 mm PN 16 bar)	(HDPE 80 Φ25x 2,8 mm PN 16 bar)	(HDPE 80 Φ25x 2,8 mm PN 16 bar)		
	Quy cách sản phẩm	HDPE PE 80 & HDPE PE 100	HDPE PE 80 & HDPE PE 100	HDPE PE 100	HDPE PE 80 & HDPE PE 100	HDPE PE 80 & HDPE PE 100		
		Φ16-Φ1200	Φ16-Φ1200	Φ16-Φ1200	Φ16-Φ500	Φ16-Φ450		
PP-R	Giá bán (VNĐ/m)	50.700	49.060	50.700		50.700		63.000
	(Φ25x3.5mm; PN 20)	(Φ25x4.2 mm; PN 20)	(Φ25x4.2 mm; PN 20)		(Φ25x4.2 mm; PN 20)	(Φ25x4.2 mm; PN 20)		(Φ25x4.2 mm; PN 20)
	Quy cách sản phẩm	Φ20-Φ200	Φ20-Φ160	Φ20-Φ200	Φ20-Φ200	Φ20-Φ160		Φ20-Φ110
		Không có sản phẩm PN 16, PN 25	Không có PN 25	Không có sản phẩm PN 16	Không có sản phẩm PN 16; PN 25	Không có sản phẩm PN 16; PN 25		Ngoài ra còn có ống nóng/lạnh chống tia cực tím

Nguồn: BSC tổng hợp, Báo giá sản phẩm của các công ty sản xuất, Nhựa Vĩnh Xuân.

Hình 6: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh


Công ty TNHH NTP miền Trung giúp giảm mạnh chi phí thuế TNDN. Công ty con NTP miền Trung được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu, giảm 50% thuế thu nhập doanh nghiệp trong 9 năm tiếp theo. So sánh tương quan giữa chi phí thuế TNDN tiết kiệm được (22% thuế TNDN trong 4 năm đầu, tương đương 5% doanh thu) và chi phí vận chuyển (2% doanh thu), chúng tôi nhận thấy nhà máy NTP miền Trung sẽ giúp công ty cải thiện đáng kể biên lợi nhuận sau thuế. Do vậy, chúng tôi cho rằng, năm 2015, nhà máy NTP miền Trung sẽ vận hành 100% công suất, và chuyển đi tiêu thụ tại cả 3 miền đất nước. Ước tính chi phí thuế TNDN tiết kiệm được trong năm 2015 là 35 tỷ đồng.

Năm 2014, nhà máy NTP miền Trung đã vận hành 12.000 tấn sản phẩm, đóng góp 485 tỷ đồng doanh thu và 113 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (tương đương 35% lợi nhuận sau thuế của công ty hợp nhất). Chúng tôi ước tính, năm 2015, nhà máy NTP miền Trung sẽ cho ra thị trường 20.000 tấn sản phẩm, đóng góp 800 tỷ đồng doanh thu và 160 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cho NTP (tương đương 49% lợi nhuận sau thuế của công ty hợp nhất).

Giá nguyên liệu đầu vào giảm không tác động vào kết quả kinh doanh của công ty.

- **Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng cải thiện từ quý 1/2015.** Chi phí nguyên liệu chiếm 74% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của NTP. Giá nguyên liệu hạt nhựa giảm mạnh từ quý 4/2014 được dự báo sẽ tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp của công ty từ quý 1/2015 do thời gian dự trữ hàng tồn kho thường kéo dài 1 quý.

- **Tuy nhiên, biên lợi nhuận trước thuế ổn định** do công ty tăng chiết khấu cho khách hàng khi giá nguyên liệu nhựa giảm.

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Rủi ro cạnh tranh:** Đối thủ cạnh tranh lớn nhất của NTP là nhựa Bình Minh (BMP) dự kiến mở rộng công suất tại nhà máy Long An, tăng thêm 30.000 tấn/năm. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá điều này không gây nhiều tác động tiêu cực đến sản lượng tiêu thụ của NTP do thị trường chính của NTP nằm ở miền Bắc trong khi ống nhựa BMP chủ yếu được tiêu thụ tại miền Nam. Việc tăng lên cả số lượng và công suất sản xuất của các nhà sản xuất nhỏ lẻ (chiếm khoảng 8%-9% thị phần) sẽ làm tăng áp lực cạnh tranh ngành, đặc biệt trong phân khúc ống nhựa uPVC do chi phí đầu tư thấp.
- **Rủi ro tăng giá nguyên liệu:** Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 74% cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của công ty. Giá nguyên liệu hạt nhựa được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp giúp giảm gánh nặng về chi phí cho NTP.
- **Rủi ro tỷ giá:** Hầu hết nguyên liệu của công ty phải nhập khẩu, VND giảm giá sẽ làm tăng chi phí đầu vào của doanh nghiệp. Tại ngày 31/12/2014, giá trị khoản nợ bằng USD trị giá 54 tỷ đồng. Tỷ giá USD/VND được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ổn định trong năm 2015 giúp công ty giảm thiểu rủi ro tỷ giá.
- **Rủi ro lãi suất:** Giá trị khoản nợ vay ngắn hạn tại ngày 31/12/2014 là 840 tỷ đồng, với lãi suất dao động từ 4,5%-5,5%/năm. Ngân hàng nhà nước dự định giảm 1-1,5% lãi suất cho vay trong năm 2015 giúp giảm mạnh chi phí lãi vay cho công ty.
- **Rủi ro quản trị vốn lưu động:** Hàng tồn kho, phải thu khách hàng lớn và tăng mạnh, tăng lần lượt là 311 tỷ đồng (+79% yoy) và 196 tỷ đồng (+43% yoy) làm tăng áp lực về dòng tiền và chi phí lãi cho công ty. Năm 2014, dòng tiền thuần từ hoạt động kinh doanh âm, đạt -125 tỷ đồng. Chi phí lãi 2014 tăng 15 tỷ đồng, (+71% yoy) do nợ vay ngắn hạn tăng 474 tỷ đồng (+129% yoy).

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Bảng 3: Thông tin cơ bản

Thông tin cơ bản	2011	2012	2013	2014	BMP 2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2426	2360	2481	2998	2416
% y-o-y	21%	-3%	5%	21%	16%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,556	1,660	1,811	2,580	1,955
% y-o-y	11%	7%	9%	42%	16%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	929	1,114	1,226	1,466	1,719
Vốn điều lệ (tỷ đ)	433	433	433	563	455
CPLH bình quân (tr.cp)	43	43	43	56	45
LN sau thuế (tỷ đ)	269	291	290	325	377
% y-o-y	-14%	8%	-1%	12%	2%
EPS cơ bản (đ/cp)	6,206	6,721	6,681	5,769	8,292
Giá trị sổ sách (đ/cp)	21,447	25,702	28,290	26,019	37,788

Doanh thu bật tăng trở lại (+21% yoy) sau giai đoạn tăng trưởng thấp trong năm 2012 (-3%) và năm 2013 (5%).

Các chỉ tiêu sinh lời cao. Biên lợi nhuận gộp đạt 31%, biên lợi nhuận sau thuế là 12%. Tuy nhiên, khả năng sinh lời của NTP thấp hơn so với BMP.

Hàng tồn kho, phải thu khách hàng và nợ vay ngắn hạn tăng mạnh.

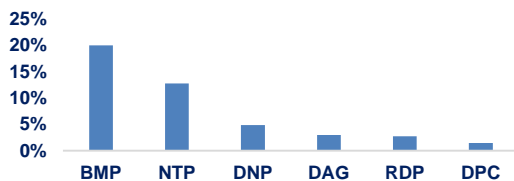
Tài sản- nguồn vốn:

Phải thu khách hàng, hàng tồn kho lớn và tăng nhanh kéo theo sự tăng lên của nợ vay ngắn hạn. Năm 2014, hàng tồn kho và nợ ngắn hạn tăng lần lượt là 311 tỷ đồng (+79% yoy) và 196 tỷ đồng (+43% yoy). Điều này sẽ làm tăng áp lực về dòng tiền và nợ vay ngắn hạn cho công ty. Cụ thể, dòng tiền thuần

Bảng 4: Các chỉ tiêu cơ bản

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014	BMP 2014
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCS	0.41	0.32	0.30	0.59	0.03
Tổng tài sản/VCS	1.67	1.49	1.48	1.76	1.14
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/TS	38%	47%	51%	45%	23%
TS ngắn hạn/TS	62%	53%	49%	55%	77%
Khả năng TT					
Hệ số TT	0.81	1.05	0.84	0.65	4.83
Hệ số TT ngắn	1.53	1.61	1.51	1.30	6.41
Năng lực HD					
Số ngày phải thu	66	70	67	66	57
Số ngày tập kho	102	87	78	95	76
Số ngày phải trả	22	19	14	15	12
Khả năng sinh lời					
Lợi nhuận	32%	33%	35%	31%	28%
ROS	15%	11%	12%	12%	18%
ROE	31%	29%	25%	24%	24%
ROA	18%	18%	17%	15%	21%

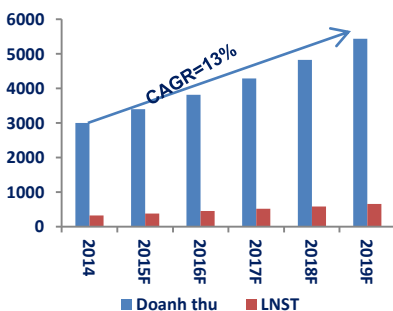
Nguồn: NTP, BSC tổng hợp

Hình 7: Biên LNG của một số doanh nghiệp nhựa xây dựng


Nguồn: BCTC BMP, NTP, DNP, DAG, RDP, DPC

Biên lợi nhuận gộp của NTP cao hơn so với của BMP do sự khác biệt trong hạch toán kế toán. Trong khi khoản mục chiết khấu cho khách hàng được BMP hạch toán vào giảm trừ doanh thì NTP hạch toán vào chi phí bán hàng. Chúng tôi ước tính, biên lợi nhuận gộp năm 2014 của BMP đạt 31,5% (thay vì 28% hiện tại) nếu áp dụng cùng cách hạch toán với NTP.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Hình 8: Dự báo doanh thu, LNST của NTP từ 2015-2019


Nguồn: BSC dự báo

Dự báo KQKD 2015-2019: Doanh thu thuần năm 2015 được dự báo đạt 3.399 tỷ đồng (+13% yoy) và đạt 5.458 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân (CAGR) giai đoạn 2014-2019 là 13%/năm.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế đạt 378 tỷ đồng vào năm 2015 (+16% yoy) và đạt 653 tỷ đồng vào năm 2019, CAGR đạt 15% từ 2014-2019. EPS FW 2015 là 6.715 đồng/cổ phiếu và EPS FW pha loãng cuối kỳ là 6.105đồng/cổ phiếu (NTP dự kiến tăng vốn 10% từ quỹ đầu tư phát triển).

Doanh thu thuần:

Chúng tôi dự báo, doanh thu thuần sản phẩm ống uPVC đạt 2.313 tỷ đồng (+11% yoy), ống HDPE đạt 566 tỷ đồng (+23% yoy), ống PPR đạt 445 tỷ đồng (+20% yoy) và doanh thu khác đạt 75 tỷ đồng vào năm 2015.

từ hoạt động kinh doanh âm, đạt -125 tỷ đồng, nợ vay ngắn hạn tăng 474 tỷ đồng (+129% yoy) trong năm 2014.

Tài sản dài hạn tăng. Nguyên giá tài sản cố định hữu hình tăng 250 tỷ đồng trong đó chủ yếu là do ghi nhận giá trị nhà xưởng nhà máy mới tại Dương Kinh⁴, Hải Phòng và giá trị dây chuyền sản xuất tăng thêm.

Vốn chủ sở hữu tăng nhẹ, tăng 240 tỷ đồng (+20% yoy) chủ yếu do tăng lợi nhuận giữ lại.

Tăng trưởng doanh thu: Năm 2014, doanh thu thuần bật tăng trở lại (+21% yoy) sau giai đoạn tăng trưởng chậm (-3% vào năm 2012 và 5% vào năm 2013). Tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình hàng năm đạt 14% từ năm 2009-2014.

Khả năng sinh lời cao:

- Biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 31% và 12,73%, cao hơn so với nhiều công ty nhựa xây dựng (hình 7), tuy nhiên, biên lợi nhuận trước thuế vẫn thấp hơn của BMP.
- Tuy nhiên, biên lợi nhuận trước thuế của công ty giảm từ mức 15,51% năm 2013 xuống còn 12,73% năm 2014. Do: **(1)** giá bột nhựa PVC, hạt nhựa HDPE và PP tăng trung bình 3% trong năm trong khi giá bán đầu ra không thay đổi; **(2)** chi phí khấu hao tăng do nhiều khoản đầu tư được đưa vào sử dụng (tài sản cố định tăng thêm 272 tỷ đồng trong năm 2013 và 250 tỷ đồng trong năm 2014); **(3)** tăng thêm chiết khấu 3% cho các đại lý chỉ phân phối sản phẩm của NTP. Lợi nhuận trước thuế 2014 đạt 382 tỷ đồng (-1% yoy).
- Lợi nhuận sau thuế tăng do công ty TNHH NTP miền Trung được miễn thuế TNDN trong 4 năm đầu. Chi phí thuế TNDN tiết kiệm được trong năm 2014 là 27 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế năm 2014 đạt 325 tỷ đồng (+12% yoy).

⁴Tính đến hết quý 1/2015, công ty đã di dời 5/6 phân xưởng sản xuất về nhà máy mới. Dự kiến, việc di dời sẽ hoàn tất vào cuối năm 2015. NTP đang tiến hành tìm và lựa chọn nhà đầu tư có kinh nghiệm trong lĩnh vực bất động sản đối với dự án số 2 An Đà.

Trong dài hạn, nhu cầu tiêu thụ ống nhựa của NTP được kỳ vọng tăng nhờ sự phục hồi của thị trường xây dựng và chính sách chiết khấu hấp dẫn của NTP. Ống nhựa HDPE và PPR được kỳ vọng tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong khi đó phân khúc uPVC sẽ tăng trưởng chậm hơn do mức độ cạnh tranh cao hơn. Cụ thể:

- **Ống nhựa uPVC:** tiếp tục là sản phẩm chủ lực của NTP, với doanh thu chiếm từ 64% -68% cơ cấu doanh thu của NTP từ 2015-2019. Dựa trên tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm (CAGR) từ 2009-2014, và tín hiệu khả quan từ ngành xây dựng, chúng tôi dự báo CAGR từ 2014-2019 đạt 11%.
- **Ống nhựa HDPE:** được kỳ vọng tăng trưởng nhanh trong thời gian tới, CAGR đạt 16%/năm. Do: **(1)** nhu cầu từ các dự án tăng; **(2)** công suất tăng; **(3)** chiến lược đẩy mạnh sản xuất và tiêu thụ ống HDPE của NTP.
- **Ống PPR:** Tốc độ tăng trưởng bình quân từ 2009-2014 là 40%. Sản lượng hàng bán và doanh thu còn thấp (đạt 371 tỷ đồng trong năm 2014, chiếm 12% cơ cấu doanh thu). Ở mức độ thận trọng, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ ống PPR của NTP sẽ tăng trưởng trung bình 20% từ 2015-2019.

Bảng 5: Ước tính hi phí thuế TNDN tiết kiệm được

Năm	Chi phí thuế tiết kiệm được (tỷ đồng)
2015F	35
2016F	33
2017F	33
2018F	17
2019F	17

Nguồn: BSC dự báo

Biên lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh được kỳ vọng ổn định, đạt 12,4% vào năm 2015.

- **Biên lợi nhuận gộp được cải thiện trong năm 2015 nhờ giá hạt nhựa giảm sâu.** Chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ tăng khoảng 5,38% trong năm 2015, đạt 36,27% và sau đó sẽ giảm dần do giá hạt nhựa được dự báo nhích dần lên theo đà phục hồi của giá dầu.
- **Chi phí bán hàng được dự báo tăng.** (1) Công ty tăng chiết khấu cho khách hàng khi giá hạt nhựa giảm. (2) Tăng chi phí vận chuyển do tiêu thụ một phần sản phẩm của công ty TNHH NTP miền Trung tại miền Bắc và miền Nam.

Tiết kiệm chi phí thuế TNDN: Với lợi thế về thuế từ công ty TNHH NTP miền Trung, chúng tôi cho rằng, năm 2015, công ty sẽ tiết kiệm được 35,2 tỷ đồng chi phí thuế TNDN.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp là FCFE và P/E để định giá cổ phiếu NTP.

1. Phương pháp FCFE 2 giai đoạn:

Giai đoạn 1 từ 2015-2019:

Dòng tiền FCFE dự báo năm 2014 đạt 74 tỷ đồng vào năm 2014 và đạt 321 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân năm là 34%/năm từ 2015-2019.

Giai đoạn 2 – tăng trưởng dài hạn: Chúng tôi cho rằng trong dài hạn, dòng tiền sẽ tăng trưởng ở mức 2%/năm.

Chi phí vốn chủ sở hữu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 5 năm là 0,7; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 7 năm (6,8%); Lợi suất thị trường 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10,27%.

Theo phương pháp FCFE, với số lượng cổ phiếu tại thời điểm hiện tại là 56.339.290 cổ phiếu, **giá trị hợp lý trên một cổ phần là 59.738 đồng.**

Chi phí VCSH	
beta	0,7
Lợi suất phi rủi ro	6,8%
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí VCSH	10,27%

Nguồn: BSC tổng hợp

Phân tích độ nhạy	g	ke						
		8.77%	9.27%	9.77%	10.27%	10.77%	11.27%	11.77%
Giá cổ phiếu	-0,5%	53.993	52.020	50.240	48.626	47.154	45.808	44.571
	0,0%	56.394	54.186	52.204	50.415	48.792	47.313	45.960
	1,0%	62.126	59.304	56.804	54.573	52.571	50.764	49.125
	1,5%	65.584	62.357	59.521	57.008	54.767	52.755	50.939
	2,0%	69.552	65.830	62.588	59.738	57.213	54.960	52.939
	2,5%	74.154	69.817	66.077	62.819	59.955	57.417	55.154
	3,0%	79.554	74.440	70.082	66.324	63.050	60.172	57.622
	3,5%	85.980	79.866	74.727	70.347	66.571	63.281	60.389
	4,0%	93.755	86.321	80.177	75.013	70.612	66.818	63.512

2. Phương pháp so sánh P/E:

Chúng tôi lựa chọn các công ty trong lĩnh vực nhựa xây dựng là BMP, RDP, DAG, DPC và DNP để so sánh và làm căn cứ định giá cho cổ phiếu NTP.

Mã	Vốn hóa (tỷ đ)	DTT (tỷ đ)	LNST (tỷ đ)	EPS (đ)	ROA	ROE	P/B	P/E
BMP	3.547	2.416	377	8.292	20,70%	23,50%	2,08	9,43
RDP	263	1.080	23	1.673	3,40%	10,10%	1,08	11,04
DAG	223	1.108	30	2.150	4,20%	15,70%	0,97	6,22
DPC	36	77	1	381	2,00%	2,20%	0,97	6,48
DNP	107	597	21	6.217	6,50%	22,80%	0,45	2,21
Median	223	1.080	23	2.150	4,20%	15,70%	0,97	9,43
NTP	2.817	2.998	325	5.769	14,80%	24,15%	1,92	8,79

Theo phương pháp P/E:

Hệ số P/E ngành là 9,43

Hệ số chiết khấu là 10% do cổ phiếu thanh toán thấp.

EPS FW pha loãng cuối năm 2015 kỳ vọng đạt là 6.105 đ/CP.

Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 51.809 đ/CP

Kết hợp 2 phương pháp trên, với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp, giá hợp lý của NTP là 55.773 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu NTP với giá kỳ vọng 12 tháng tới là 55.800 đồng/cp (upside 11%)** theo phương pháp FCFE và P/E. NTP có lịch sử trả cổ tức cao và đều (25-30% từ năm 2010-2013). Kết quả kinh doanh được cải thiện mạnh mẽ từ năm 2015 nhờ **(1)** sự phục hồi của ngành bất động sản, xây dựng; và **(2)** tiết kiệm chi phí thuế TNDN từ nhà máy NTP miền Trung.

Phương pháp PE	
P/E	9,43
Chiết khấu kém thanh khoản	10%
EPS	6,105
Giá	51,809

	Giá	Tỷ trọng
FCFE	59.738	50%
P/E	51.809	50%
Giá hợp lý	55.773	

PHỤ LỤC
Bảng 6: Bảng cân đối kế toán ước tính

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
A. Tài sản	1,660	1,811	2,580	2,971	3,129	3,388	3,795	4,282
I. Tài sản ngắn hạn	878	883	1,416	1,761	1,971	2,167	2,500	2,767
1. Tiền và các khoản tương đương tiền	98	29	50	78	68	36	85	53
2. Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
3. Phải thu	465	454	650	718	822	915	1,046	1,170
4. Hàng tồn kho	306	392	703	951	1,068	1,202	1,354	1,527
5. Tài sản lưu động khác	9	7	14	14	13	14	15	18
II. Tài sản dài hạn	782	928	1,164	1,211	1,157	1,221	1,295	1,515
1. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-	-
2. Tài sản cố định dài hạn	661	806	1,010	1,043	948	968	998	1,172
3. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-	-
4. Đầu tư dài hạn	102	99	117	128	164	200	237	273
5. Tài sản dài hạn khác	18	23	38	40	46	53	61	70
B. Nguồn vốn	1,660	1,811	2,580	2,971	3,129	3,388	3,795	4,282
I. Nợ phải trả	546	585	1,114	1,236	1,097	1,130	1,259	1,402
1. Nợ ngắn hạn	546	585	1,091	1,219	1,088	1,130	1,259	1,402
2. Nợ dài hạn	-	-	23	18	9	-	-	-
II. Vốn chủ sở hữu	1,114	1,226	1,466	1,735	2,032	2,258	2,535	2,880
1. Vốn và các quỹ	1,114	1,226	1,466	1,735	2,032	2,258	2,535	2,880
2. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ khác	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-	-	-

Bảng 7: Báo cáo kết quả kinh doanh ước tính

	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh số thuần	2,360	2,481	2,998	3,399	3,820	4,297	4,840	5,458
Lãi gộp	782	874	926	1,233	1,330	1,430	1,534	1,640
Thu nhập tài chính	3	4	3	3	3	3	3	3
Chi phí tài chính	(41)	(24)	(38)	(56)	(47)	(48)	(53)	(59)
Chi phí bán hàng	(296)	(381)	(414)	(631)	(708)	(730)	(744)	(748)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(83)	(101)	(113)	(128)	(144)	(161)	(182)	(205)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	364	372	364	421	434	494	558	630
Thu nhập khác, ròng	12	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	8	14	19	20	21	22	23	24
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	385	385	382	440	454	515	579	653
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	291	290	325	378	454	515	579	653
Cổ đông của Công ty mẹ	291	290	325	378	454	515	579	653

Nguồn: BSC dự báo

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẪM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư
Lê Thị Hải Đường
Tel: 0439352722 (155)
Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích
Trần Thăng Long
Tel: 0439352722 (118)
Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội
Tel: 84 4 39352722
Fax: 84 4 22200669
Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: 84 8 3 8218885
Fax: 84 8 3 8218510
Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.