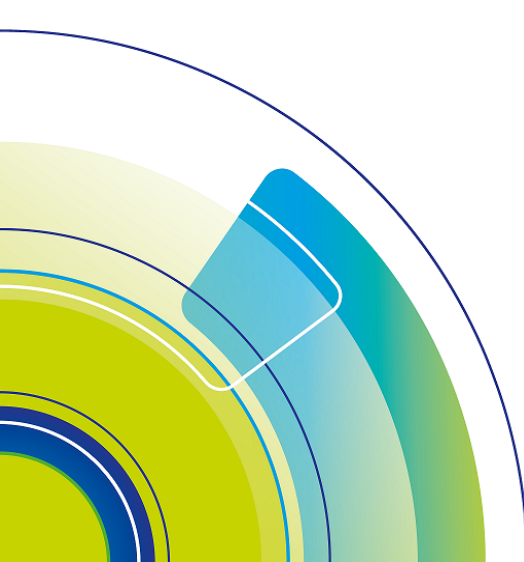




# Phân Tích NTP- GIỮ

**Ngày 06/10/2016**

---



## Vũ Quang Hưng

(+84 8) 3823 4159 - Ext: 323

[hungvu@acbs.com.vn](mailto:hungvu@acbs.com.vn)

## Báo Cáo Phân Tích

Khuyến nghị

**GIỮ**

HOSE: NTP

Vật liệu xây dựng

Giá hiện tại (VND) **87.800**

Giá mục tiêu (VND) **85.500**

Tỷ lệ tăng giá -2,62%

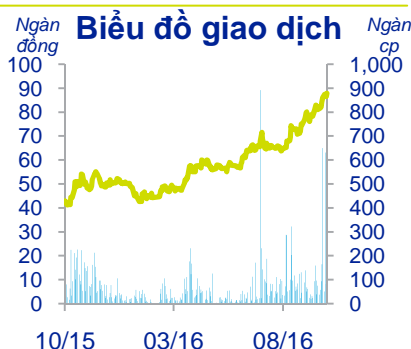
Suất sinh lợi cổ tức kỳ vọng 2,28%

Tổng tỷ suất lợi nhuận **-0,34%**

## Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	82,0	12,2	27,1	111,4
Tương đối	60,6	8,5	20,6	87,7

Nguồn: Bloomberg



## Cơ cấu sở hữu

SCIC	37,10%
The Nawaplastic Industries (Saraburi) Co., Ltd	23,84%
Bà Lê Thị Thuý Hải (Vợ ông Đặng Quốc Dũng, TV HĐQT)	7,13%
Ông Hồ Phi Hải	6,02%

## Thông kê

10/6/2016

Mã Bloomberg

NTP VN

Thấp/Cao 52 tuần (VND) 40.083 – 90.000

SL lưu hành (triệu cp) 74

Vốn hóa (tỷ đồng) 6.529

Vốn hóa (triệu USD) 292

Room khối ngoại còn lại (%) 15,0

Tỷ lệ cp lưu hành tự do (%) 10,8

KLGD TB 3 tháng (cp) 116.821

VND/USD 22.305

Index: VNIndex / HNX 87,32/85,97

## CTCP NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG (NTP VN)

Với hơn 56 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực sản xuất ống nhựa, sản phẩm nhựa kỹ thuật cao, phụ kiện và bao bì, CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong luôn dẫn đầu ngành nhựa cả về doanh thu lẫn sản lượng bán hàng. Trong khi đang nắm thị phần số 1 ở khu vực phía Bắc với 70%, công ty hiện đang mở rộng thị phần ở miền Trung và nhất tiến sâu vào thị trường miền Nam. Quy mô mạng lưới phân phối liên tục được mở rộng giúp NTP chiếm 29% thị phần cả nước.

Qua 6 tháng đầu năm, doanh thu của NTP đạt 1.994 tỷ, tăng 22% so với cùng kỳ đi cùng với sự phát triển bất động sản trên toàn thị trường. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ các công ty con và công ty liên kết được ACBS đánh giá là tăng trưởng tốt. Điều này cũng có nghĩa rằng chiến lược mở rộng thị trường về phía Nam của NTP đang đem lại kết quả tốt. Ngoài ra, với tình hình bất động sản tiếp tục ấm lên cùng với sự gia tăng tiến độ xây dựng tại các công trình, sản lượng tiêu thụ ống nhựa vào quý 4, quý cao điểm của xây dựng, được dự kiến sẽ tăng mạnh.

Hơn thế nữa, việc mua lại Công ty TNHH Thương Mại Nhựa Năm Sao sẽ giúp NTP có thêm diện tích phát triển ống HDPE cỡ lớn và PPR dùng để cung cấp cho các dự án.

Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp và ròng của NTP luôn được duy trì ở mức cao. Đặc biệt khi giá nguyên liệu nhựa sụt giảm mạnh vào tháng 2 cùng với giá dầu thế giới, biên lợi nhuận gộp của NTP trong nửa đầu năm 2016 đạt gần 42%, mức kỷ lục của NTP. Tuy nhiên, khác với đối thủ cạnh tranh trực tiếp, CTCP Nhựa Bình Minh (BMP), NTP lại đẩy mạnh chiết khấu cho đại lý. Chính vì thế, chi phí bán hàng tại công ty trong 6 tháng 2016 đạt 494 tỷ, tăng gần 150 tỷ so với cùng kỳ và chiếm 25% doanh thu. Cùng với chi phí tài chính của công ty khá cao do các khoản vay dùng để đầu tư mở rộng nhà máy, biên lợi nhuận ròng của công ty rơi xuống còn 10%, tương đương với biên lợi nhuận ròng của NTP trong năm 2015.

Cần lưu ý là CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong miền Trung, công ty con của NTP, đang được ưu đãi 0% thuế tới năm 2017 và 7% tới năm 2028. Đây là thế mạnh cực kỳ lớn giúp cho NTP tấn công thị phần miền Trung đồng thời gia tăng lợi nhuận thu về.

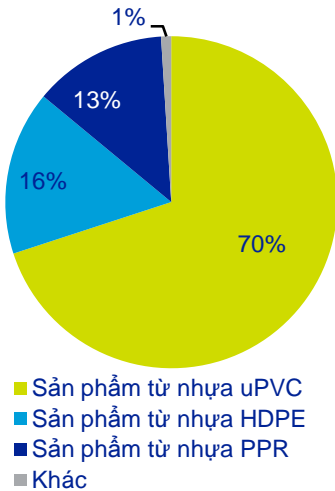
Ngoài ra, NTP cũng nằm trong top 12 công ty chiến lược cần được thoái vốn của nhà nước. SCIC sẽ hoàn tất lộ trình thoái vốn với thời hạn trễ nhất là cuối năm 2017.

Kết thúc 6 tháng năm 2016, NTP đạt hơn 197 tỷ LNST, tăng 15% so với cùng kỳ năm 2015. Có thể thấy rằng NTP là một công ty tốt nhờ các yếu tố cơ bản. Giá mục tiêu ước tính trong năm 2017 khi sử dụng phương pháp định giá FCFF là 85.500 đ/cp. **GIỮ**.

Lưu ý: mức giá này chưa tính premium cho kỳ vọng của nhà đầu tư sau khi SCIC thoái vốn.

	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
DT Thuần (tỷ đồng)	2.360	2.481	2.998	3.556	4.267	4.907
Tăng trưởng (%)	-3%	5%	21%	19%	20%	15%
EBITDA (tỷ đồng)	465	460	482	533	618	628
Biên lợi nhuận EBITDA (%)	20%	19%	16%	15%	14%	13%
LN ròng (tỷ đồng)	291	290	325	366	440	438
Biên lợi nhuận ròng (%)	12%	12%	11%	10%	10%	9%
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3.251	2.714	4.212	4.131	3.417	3.480
Tăng trưởng (%)	9%	-1%	-14%	2%	-17%	2%
ROE (%)	29%	25%	24%	23%	23%	20%
ROIC (%)	25%	23%	18%	15%	15%	14%
Nợ ròng/EBITDA (x)	0,6	0,7	1,7	1,7	1,6	1,7
EV/EBITDA (x)	13,5	13,7	13,0	11,8	10,2	10,0
PER (lần)	3,4	3,1	3,4	3,2	3,2	2,9
PBR (lần)	14,0	14,1	16,4	16,0	16,0	16,0
Cổ tức (đồng)	3.000	3.500	1.154	1.364	2.083	2.000
Tỷ suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	4%	1%	2%	2%	2%

### Cơ cấu doanh thu

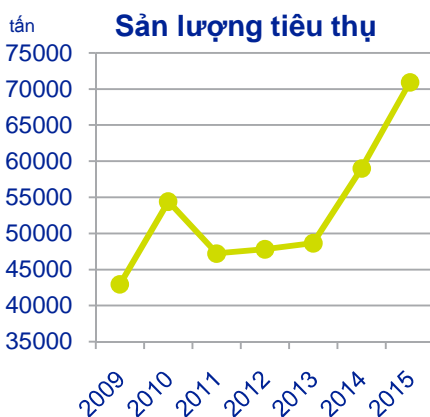


### SƠ LƯỢC CÔNG TY

Tiền thân là một xí nghiệp nhà nước chuyên sản xuất các sản phẩm nhựa cho thiếu niên nhi đồng, qua hơn 56 năm thăng trầm NTP đã trở thành một lá cờ đầu trong việc sản xuất các sản phẩm ống nhựa xây dựng và dân dụng. Sản phẩm chủ lực hiện tại của CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong, khá giống với CTCP Nhựa Bình Minh (BMP), là các sản phẩm từ nhựa PVC dùng trong xây dựng và dân dụng, chiếm 70% doanh thu. Dòng sản phẩm HDPE chiếm 16% trong khi dòng sản phẩm PPR chiếm 13%, còn lại là các sản phẩm phụ trợ khác. Ở NTP, hai dòng sản phẩm HDPE và PPR được tiêu thụ mạnh hơn so với BMP.

### NGÀNH NGHỀ KINH DOANH CHÍNH:

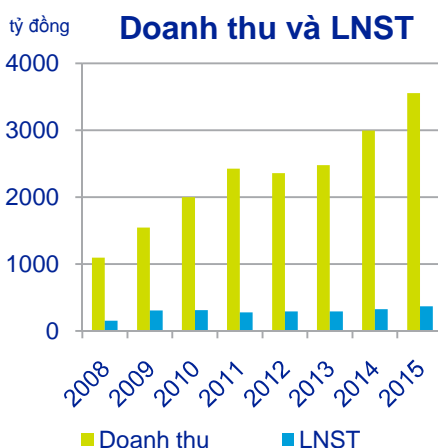
- Ống và phụ tùng uPVC đường kính từ 21mm đến 800mm, dùng trong các ngành cấp thoát nước, điện lực, bưu chính viễn thông, xây dựng và dân dụng. Đây là sản phẩm ống nhựa cứng, rẻ, dễ lắp ráp nên được ưa chuộng ở thị trường dân dụng.
- Ống và phụ tùng HDPE đường kính từ 20mm đến 2.000mm, dùng trong các ngành cấp thoát nước, điện lực, xây dựng và dân dụng, đặt biệt cho các vùng nước phèn và nước mặn. Đây là sản phẩm ống nhựa dẻo, chịu được địa hình phức tạp nhưng khó lắp ráp hơn uPVC nên thường dùng cho các dự án và nhất là dự án lớn.
- Ống và phụ tùng PP-R đường kính từ 20mm đến 200mm, dùng cho nước nóng và nước lạnh, chịu áp lực cao, chịu được nhiệt độ tới 100 độ C.



Trong đó, ống nhựa uPVC càng ngày càng được sử dụng nhiều và thay thế dần ống gang, thép và xi măng. Hơn các đối thủ trong ngành, kích cỡ ống của NTP đa dạng và to hơn. Ví dụ, ống uPVC 800mm là sản phẩm ống lớn nhất Việt Nam và khu vực Đông Nam Á hiện tại và phục vụ chính cho các dự án công trình trong nước và quốc tế. Đây là hướng đi NTP đang mở rộng bên cạnh thị trường dân dụng.

Hiện tại mạng lưới phân phối của NTP tiếp tục được mở rộng khắp cả nước với hơn 300 đại lý và 3.000 điểm bán hàng và hệ thống phân phối phủ khắp các tỉnh thành của Việt Nam và sang Lào, Campuchia. Đây sẽ là nguồn hỗ trợ vững chắc cho việc bán hàng của NTP và hỗ trợ NTP phát triển doanh thu và sản lượng tiêu thụ.

Ngoài ra, máy móc và dây chuyền của NTP rất hiện đại khi được thiết kế và lắp ráp ở Châu Âu. Giống với Nhựa Bình Minh, nhờ có lợi thế về quy mô và chất lượng mà sản lượng nhựa tiêu thụ của NTP tăng mạnh trong giai đoạn 2009 – 2015 với tốc độ tăng trưởng bình quân CAGR gần 8%/năm cho dù sản lượng nhựa tiêu thụ có sụt giảm khá mạnh, giảm 13%, vào năm 2011 do suy thoái kinh tế. Dẫu vậy, NTP vẫn không chịu thua mà vững bước tăng khả năng bán hàng của mình, quyết không tụt lại sau BMP.

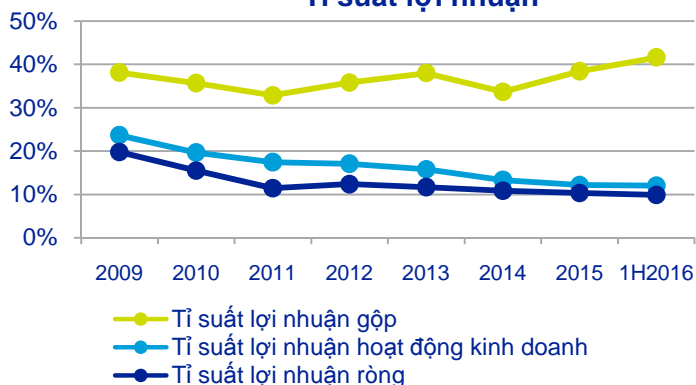


Nguồn: NTP, ACBS

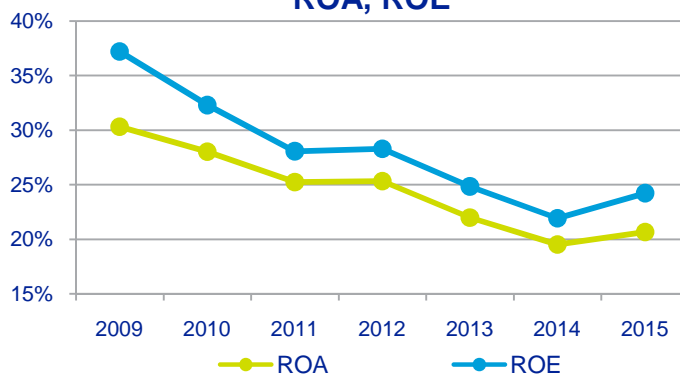
### HƯỞNG LỢI TỪ SỰ HỒI PHỤC CỦA THỊ TRƯỜNG XÂY DỰNG

Kể từ khi thành lập cho tới nay, NTP luôn chứng minh cho thị trường thấy được khả năng bán hàng của mình mạnh mẽ như thế nào khi giữ được đà tăng doanh thu ngay cả trong thời kỳ suy thoái kinh tế. Cho nên, ngay khi thị trường bất động sản cùng với xây dựng có tín hiệu hồi phục, nhu cầu sử dụng ống nhựa tăng cao cũng là lúc doanh thu tăng trưởng vượt bậc khi công ty không thay đổi giá bán. Doanh thu 6 tháng đầu năm 2016 của NTP đạt 1.994 tỷ, tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái, trong khi sản lượng tiêu thụ mà ACBS ước tính đạt khoảng 40.000 tấn. Chưa kể, từ nửa cuối 2015 sang tháng 2 năm 2016 được xem là khoảng thời gian thành công lớn của các doanh nghiệp nhựa khi giá nguyên liệu nhựa giảm sâu cùng với đà giảm của giá dầu trên toàn thế giới. Chính vì những lý do đó, biên lợi nhuận gộp của NTP luôn giữ được ở mức cao, luôn trên 33% kể từ năm 2009 và đạt đỉnh là 42% trong 6 tháng đầu năm 2016. Ở biên lợi nhuận gộp, tỉ lệ này ở NTP cao hơn BMP do có sự khác nhau trong việc hoạch toán chiết khấu.

Tỉ suất lợi nhuận



ROA, ROE



Nguồn: NTP, ACBS

### BCKQKD 1H2016

(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)

<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.994</b>
Tăng trưởng (%)	22%
GVHB trừ khấu hao	1.165
Biên lợi nhuận gộp (%)	42%
Chi phí bán hàng và QLDN	494
<b>EBITDA</b>	<b>336</b>
Tỷ suất EBITDA (%)	17%
Khấu hao	96
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>240</b>
Biên LN HĐKD (%)	12%
Chi phí lãi vay ròng	27
Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình	3%
Lãi/lỗ công ty liên doanh/liên kết	15
Doanh thu/ chi phí tài chính	-26
Doanh thu/ chi phí khác	-6
Thuế	26
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>197</b>
Biên lợi nhuận ròng (%)	10%
Tiền mặt đạt được	292
<b>Lợi nhuận ròng cho cổ đông công ty mẹ</b>	<b>197</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	74,4
<b>EPS (VND)</b>	<b>2.645</b>
Tăng trưởng EPS (%)	-7%

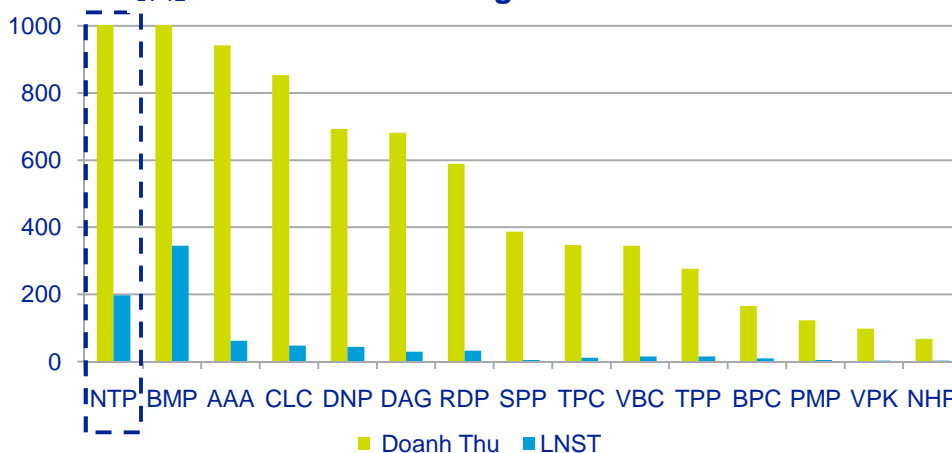
Tuy nhiên, không khó để nhận ra việc cạnh tranh gay gắt trong ngành nhựa hiện tại. Việc giảm giá hạt nhựa lại không giúp cho NTP gia tăng biên lợi nhuận ròng vì NTP có chính sách hỗ trợ đại lý và kênh phân phối thông qua gia tăng chiết khấu tương ứng nhằm giữ vững thị phần và tăng trưởng doanh thu. Chính sách này cũng có mặt lợi khi giúp cho thời gian tồn kho giảm xuống và tiết kiệm chi phí lưu giữ.

Ngoài ra, chi phí tài chính cao do chi phí lãi vay ảnh hưởng từ việc vay nợ dùng để phát triển quy mô sản xuất cũng góp phần bào mòn lợi nhuận của NTP. Chính vì thế dù có lợi nhuận gộp cao hơn BMP, lợi nhuận ròng của NTP lại bị BMP bỏ xa dẫn đầu. Dấu vẩy lãi từ cổ tức của công ty liên doanh, liên kết, phần lớn là từ CTCP Nhựa Tiểu niên Tiến Phong Phía Nam, tăng gấp 3 lần so với cùng kỳ năm 2015 và đem lại một nguồn lợi nhuận đột biến.

Kết thúc nửa đầu năm 2016, LNST của NTP là 197 tỷ tăng 12% so với cùng kỳ năm 2015. Tỉ suất lợi nhuận của NTP so với các doanh nghiệp nhựa cùng ngành vẫn cao khi luôn trên 10%. Các công ty nhựa niêm yết khác trừ BMP đều có biên lợi nhuận ròng dưới 7% và trung bình vào khoảng 4%-5%.

ROE và ROA của NTP có xu hướng giảm dần qua các năm do tốc độ tăng trưởng của lợi nhuận thấp hơn nhiều so với tốc độ tăng trưởng của vốn chủ và tài sản. Cho dù vậy, ROE và ROA của công ty đang cho thấy dấu hiệu tăng trưởng từ năm 2015. Ngoài ra, ROE và ROA của NTP vẫn giữ được ở mức cao so với mặt bằng ngành nhựa nói riêng và thị trường nói chung.

Doanh Thu và LNST Top 15 Công ty Nhựa Niêm Yết 6 tháng đầu năm 2016



Nguồn: BCTC các công ty nhựa, ACBS

## NĂNG LỰC SẢN XUẤT VÀ KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN

Công ty hiện có bốn nhà máy ở Hải Phòng, Nghệ An, Bình Dương và Vientiane với năng lực sản xuất khoảng 120.000 tấn mỗi năm.

### NHÀ MÁY CHÍNH Ở HẢI PHÒNG:

- Phân xưởng 1: sản xuất uPVC từ 48mm trở lên.
- Phân xưởng 2: sản xuất uPVC đến 42mm.
- Phân xưởng 3: sản xuất uPVC theo PP ép phun.
- Phân xưởng 4: sản xuất uPVC theo PP nóng hàn, phụ tùng HDPE và PPR.
- Phân xưởng 5: sản xuất HDPE và PPR.
- Phân xưởng 6: sửa chữa máy móc.

Để phát triển mạnh hơn, NTP đang thực hiện xây dựng và di dời nhà xưởng sản xuất từ nhà máy cũ ở số 2 An Đà, TP. Hải Phòng sang khu vực phường Hưng Đạo, quận Dương Kinh cùng thành phố. Diện tích khu vực sản xuất mới tổng 13,6 ha, gấp 4 lần khu vực nhà xưởng cũ. Ở khu vực này, NTP sẽ tập trung xây dựng ống uPVC và các loại phụ tùng, tương đương với phân xưởng 1, 2, 3 và 4 cũ.

Ngoài ra, việc thu mua Công ty TNHH Thương mại Nhựa Năm Sao vào cuối năm 2015 cũng là việc mua lại quyền sử dụng hơn 6,1 ha gần ngay khu vực sản xuất mới đất trong 40 năm. Với miếng đất từ Nhựa Năm Sao, NTP sẽ phát triển nhà máy chuyên sản xuất ống nhựa HDPE và PPR tương đương với phân xưởng 4 và 5 của khu vực cũ. Dự kiến là các nhà máy và phân xưởng mới sẽ được hoàn thành xây dựng, lắp đặt và di dời vào cuối năm 2017.

### CÔNG TY TNHH NHỰA TIỀN PHONG MIỀN TRUNG (NTP MT):

NTP MT là công ty con mà NTP đang sở hữu 100% có vốn điều lệ hiện tại là 120 tỷ đặt tại Nghệ An. Nhà máy tại công ty này được xây dựng theo hai giai đoạn. Giai đoạn 1 có công suất thiết kế là 15.000 tấn/ năm và giai đoạn 2 có công suất thiết kế là 25.000 tấn/ năm. Được đưa vào vận hành và sản xuất từ năm 2013 với mục đích mở rộng thị phần miền Trung, nơi mà chưa thực sự có công ty nào đang cầm trịch, giai đoạn 1 của NTP MT đã và đang tăng trưởng vượt bậc. Sản lượng sản xuất và tiêu thụ của công ty này được dự phóng là đạt tốt đa công suất thiết kế vào cuối năm nay.

Ngoài ra, NTP MT còn được hưởng chính sách ưu đãi về thuế khi mà công ty không phải trả thuế cho tới năm 2017 và chỉ phải trả 7% thuế cho tới năm 2028.

Nếu so sánh với CTCP Nhựa Đà Nẵng, sắp tới sẽ là công ty con của BMP thì việc đã đưa vào vận hành và được hưởng ưu đãi thuế là lợi thế cạnh tranh vượt bậc của NTP ở thị trường miền Trung.

	2013	2014	2015E	2016F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	899	10.300	13.206	15.000
Doanh thu ( tỷ đồng)	38	485	598	680
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	-3	110	130	148

Nguồn: NTP, ACBS

### CTCP NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG PHÍA NAM (NTP PN):

Trước khi cho xây dựng NTP MT, NTP đã góp 37,78% vốn và cho xây dựng lên NTP PN với kế hoạch không gì ngoài giành thị phần phía Nam của BMP. Có thể thấy rằng, việc mở rộng thị phần tại địa bàn của BMP đang có kết quả rất khả quan khi có sự tăng trưởng mạnh ở cả doanh thu lẫn lợi nhuận. Trong khi đó, kế hoạch mở rộng thị phần của BMP tại miền Bắc lại không mấy khả quan.



NTP PN có vốn điều lệ là 135 tỷ đồng và có thể được nâng cấp khả năng sản xuất lên gấp nhiều lần tùy vào nhu cầu tiêu thụ tại khu vực. NTP PN được dự kiến niêm yết trong năm 2017 cùng với kế hoạch gia tăng quyền sở hữu của NTP tại NTP PN sau niêm yết.

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016F
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	6.447	5.393	7.368	11.396	16.545	19.027
<b>Doanh thu ( tỷ đồng)</b>	258	247	312	600	840	966
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)</b>	14	27	30	47	70	81

Nguồn: NTP, ACBS

## CTCP BAO BÌ TIỀN PHONG (NTP BB):

Không mạnh mẽ như các công ty đã kể, NTP BB lại đi theo một hướng đi khác khi sản xuất bao bì nhựa dựa trên phế phẩm trong sản xuất ống nhựa. Mặc dù công ty chỉ vốn vụn có 10 tỷ vốn điều lệ và NTP chỉ nắm giữ 49,98%, chưa đủ để hợp nhất báo cáo tài chính, nhưng NTP BB vẫn luôn đem về lợi nhuận ổn định cho NTP qua các năm.

Với các hiệp định FTA đã ký với EU cùng các khu vực khác và có thể là TPP, việc loại bỏ các hàng rào thuế quan và thuế chống bán phá giá sẽ biến việc xuất khẩu các sản phẩm bao bì thành một thị trường đầy tiềm năng và màu mỡ cho NTP nếu NTP muốn phát triển thêm và đa dạng hoá sản phẩm nhựa của mình.

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016F
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	12	12	14	12	12	14
<b>Doanh thu ( tỷ đồng)</b>	80	66	85	76	76	88
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)</b>	4	4	4	2	2	3

Nguồn: NTP, ACBS

## CÔNG TY TNHH LIÊN DOANH NHỰA TIỀN PHONG – SMP (NTP L):

Có trụ sở tại Vientiane, Lào, NTP L có vốn điều lệ khoảng 75 tỷ đồng đã từng là một giấc mơ đẹp của NTP trong việc mở rộng thị phần ở Lào. Công ty Liên doanh Nhựa Tiền Phong – SMP được đầu tư với chiến lược cung cấp sản phẩm cho hầu hết các dự án cấp thoát nước của nước bạn Lào mà chủ yếu là các dự án do World Bank và ADB tài trợ. Cho đến nay, Nhựa Tiền Phong – SMP cũng là nhà máy sản xuất ống nhựa lớn nhất của CHDCND Lào.

Tuy nhiên, do mang yếu tố hỗ trợ nước bạn nên lợi nhuận đem lại cho NTP gần như không có. Hiện nhà máy tại đây đã ngừng sản xuất năm nay vì không bán được hàng. Hiện NTP đang có phương án tìm kiếm đối tác chuyển nhượng dự án. Trường hợp xấu nhất là cho phá sản công ty để dồn nguồn lực và tập trung cho các dự án khác.

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016F
<b>Sản lượng tiêu thụ (tấn)</b>	450	586	540	392	0	0
<b>Doanh thu ( tỷ đồng)</b>	22	28	32	21	0	0
<b>Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)</b>	0	0	2	-2	-2	-2

Nguồn: NTP, ACBS

## CÔNG TY TNHH BẤT ĐỘNG SẢN TIỀN PHONG (NTP BĐS):

NTP BĐS được thành lập với số vốn 20 tỷ với mục đích quản lý và chuyển đổi mục đích sử dụng khu vực nhà xưởng cũ tại số 2 An Đà, ngay trung tâm thành phố, thành khu tổ hợp thương mại, văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp với số vốn dự kiến hàng triệu USD.

Hiện dự án này đã được UBND thành phố Hải Phòng phê duyệt thiết kế và quy hoạch chi tiết tỷ lệ 1:500. Dự án được dự kiến sẽ đem lại nguồn thu lớn và ổn định cho NTP sau khi thị trường tiêu thụ ống nhựa bão hoà. Tuy nhiên đây là chiến lược cực kì dài hạn và sẽ chưa ảnh hưởng nhiều tới NTP trong vòng 3 năm tới.

## RỦI RO

### RỦI RO THỊ PHẦN VÀ LỢI NHUẬN

Với thị trường hiện tại với các đối thủ cạnh tranh mới là Hoa Sen Group (HSG), Tân Á Đại Thành và các đối thủ châu Âu cũng như trong khu vực khi Việt Nam đã, đang và sẽ ký kết các hiệp định thương mại song phương và đa phương, rủi ro mất thị phần cùng với việc giảm dần biên lợi nhuận là rất cao.

Nhựa Bình Minh vẫn là đối thủ nặng ký khi trước nay vẫn đứng đầu thị phần nhựa xây dựng miền Nam. BMP đã tham gia giành giật thị phần miền Bắc và sẽ là mối đe dọa mạnh mẽ với NTP cho dù nhà máy của họ tại khu vực này chưa có hiệu quả. Mới nhất là việc thu tóm lại DPC cũng là một mối nguy hại tiềm tàng cạnh tranh trực tiếp thị phần miền Trung của NTP. Dù BMP chiếm thế thượng phong ở thị trường miền Nam nhưng thị trường miền Bắc vẫn trong tay NTP còn thị trường miền Trung thì vẫn chưa có công ty nào giành thị phần tuyệt đối.

Tham vọng đạt được biên lợi nhuận như BMP và NTP, HSG đã nhảy vào mảng ống nhựa xây dựng mấy năm nay. Mặc dù chưa thật sự có tiếng nói trong thị trường này nhưng với khả năng sản xuất sẵn có cùng với kênh phân phối mạnh và trải dài khắp cả nước được xây dựng mấy chục năm nay, khả năng cạnh tranh của HSG là rất cao.

### RỦI RO TỶ GIÁ

Với giá nguyên liệu chiếm khoảng 80% trong giá vốn hàng bán nên giá hạt nhựa resin ảnh hưởng khá lớn lên lợi nhuận của NTP. Khác với BMP, NTP lại phụ thuộc vào nguồn hạt nhựa nhập khẩu từ nước ngoài cho nên ảnh hưởng tỷ giá cũng sẽ tác động không nhỏ. Các doanh nghiệp nội bán hạt nhựa ở Việt Nam như Phú Mỹ hay TPC- Vina mới chỉ cung cấp khoảng 30% nhu cầu nội địa và nhiều khi còn bán đắt hơn nguyên liệu nhập. NTP cho biết họ sẽ cập nhật thông tin tình hình dự báo kinh tế, chính trị trong và ngoài nước và sẽ ra quyết định mua sắm nguyên vật liệu trong và ngoài nước theo cách tốt nhất cho lợi nhuận của công ty.

## ĐỊNH GIÁ

Với mức tăng trưởng doanh thu kỳ vọng ở mức 20%, ACBS ước đoán doanh thu của NTP năm 2016 ở mức 4.267 tỷ với LNST khoảng 440 tỷ tương đương EPS là 5.500 đồng/cp. Có thể thấy rằng NTP là một công ty tăng trưởng bền vững cùng với các chiến lược phát triển mạnh mẽ cho tương lai. P/E dự phóng năm 2017 là 16,0x, cao hơn P/E trung bình ngành nhựa tại Việt Nam và các nước trong khu vực. Giá mục tiêu ước tính trong năm 2017 khi sử dụng phương pháp định giá FCFF là 85.500 đ/cp. **GIỮ**.

Lưu ý: mức giá này chưa tính premium cho kỳ vọng của nhà đầu tư sau khi SCIC thoái vốn.

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sau thuế	448	504	570	638
FCF	112	216	332	477
Hệ số chiết khấu	1.00	1.11	1.24	1.40
Giá trị hiện tại của FCF các năm 2017-20	112	194	267	340
Tổng giá trị hiện tại	912			
Tỉ lệ tăng trưởng dài hạn	8%			
Giá trị hiện tại của giá trị tăng trưởng dài hạn	6,402			
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu</b>	<b>85,352</b>			

<b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ NTP</b>	<b>Gía Hiện Tại (VNĐ):</b>	<b>87.800</b>	<b>Gía Mục Tiêu (VNĐ):</b>	<b>85.500</b>	<b>Vốn Hóa (tỷ VNĐ):</b>	<b>6.441</b>
(đơn vị: tỷ đồng nếu không có ghi chú khác)	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>BCKQKD</b>						
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>2.360</b>	<b>2.481</b>	<b>2.998</b>	<b>3.556</b>	<b>4.267</b>	<b>4.907</b>
<i>Tăng trưởng (%)</i>	<i>-3%</i>	<i>5%</i>	<i>21%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>	<i>15%</i>
GVHB trừ khấu hao	1.516	1.539	1.989	2.190	2.593	3.064
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>36%</i>	<i>38%</i>	<i>34%</i>	<i>38%</i>	<i>39%</i>	<i>38%</i>
Chi phí bán hàng và QLDN	379	482	527	833	1.057	1.215
<b>EBITDA</b>	<b>465</b>	<b>460</b>	<b>482</b>	<b>533</b>	<b>618</b>	<b>628</b>
<i>Tỷ suất EBITDA (%)</i>	<i>20%</i>	<i>19%</i>	<i>16%</i>	<i>15%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>
Khấu hao	62	68	83	100	104	126
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>403</b>	<b>392</b>	<b>399</b>	<b>433</b>	<b>514</b>	<b>503</b>
<i>Biên LN HĐKD (%)</i>	<i>17%</i>	<i>16%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>10%</i>
Chi phí lãi vay ròng	40	21	36	49	56	45
<i>Chi phí lãi vay/Nợ ròng trung bình</i>	<i>13%</i>	<i>7%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>
Lãi/ lỗ công ty liên doanh/ liên kết	8	14	19	18	22	26
Doanh thu/ chi phí tài chính	-39	-20	-35	-50	-45	-42
Doanh thu/ chi phí khác	12	-1	-2	11	4	5
Thuế	94	95	57	46	55	54
<i>Thuế suất thực tế (%)</i>	<i>23%</i>	<i>24%</i>	<i>14%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>291</b>	<b>290</b>	<b>325</b>	<b>366</b>	<b>440</b>	<b>438</b>
<i>Biên lợi nhuận ròng (%)</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>11%</i>	<i>10%</i>	<i>10%</i>	<i>9%</i>
Tiền mặt đạt được	353	357	408	466	544	564
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận ròng cho cổ đông công ty mẹ</b>	<b>291</b>	<b>290</b>	<b>325</b>	<b>366</b>	<b>440</b>	<b>438</b>
Số lượng cổ phiếu (triệu cp)	43,3	43,3	56,3	62,0	74,4	74,4
<b>EPS (VNĐ)</b>	<b>6.251</b>	<b>6.214</b>	<b>5.366</b>	<b>5.495</b>	<b>5.500</b>	<b>5.480</b>
<i>Tăng trưởng EPS (%)</i>	<i>9%</i>	<i>-1%</i>	<i>-14%</i>	<i>2%</i>	<i>0%</i>	<i>0%</i>
DPS (VNĐ)	3.000	3.500	1.154	1.364	2.083	2.000
<i>Tỷ lệ chia thưởng (%)</i>	<i>48%</i>	<i>56%</i>	<i>22%</i>	<i>25%</i>	<i>38%</i>	<i>36%</i>



CÁC KHOẢN MỤC CĐKT VÀ DÒNG TIỀN	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
Thay đổi vốn lưu động	-81	46	475	80	-10	112
Capex	220	224	289	348	427	350
Các khoản mục dòng tiền khác	-12	-14	-56	-42	-37	-45
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>203</b>	<b>74</b>	<b>-412</b>	<b>-3</b>	<b>90</b>	<b>57</b>
Phát hành cp	0	0	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	130	152	65	85	155	149
Thay đổi nợ ròng	-73	78	477	88	65	92
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>259</b>	<b>337</b>	<b>814</b>	<b>901</b>	<b>967</b>	<b>1.058</b>
Giá trị doanh nghiệp	5.694	5.772	6.249	6.336	6.402	6.494
<b>Vốn CSH</b>	<b>1.114</b>	<b>1.226</b>	<b>1.466</b>	<b>1.719</b>	<b>2.049</b>	<b>2.259</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	25.702	28.290	26.019	27.741	27.550	30.382
Nợ ròng / VCSH (%)	23%	27%	56%	52%	47%	47%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0,6	0,7	1,7	1,7	1,6	1,7
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.660</b>	<b>1.811</b>	<b>2.580</b>	<b>3.252</b>	<b>3.445</b>	<b>3.745</b>

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2012	2013	2014	2015	2016F	2017F
ROE (%)	29%	25%	24%	23%	23%	20%
ROA (%)	25%	23%	18%	15%	15%	14%
ROIC (%)	20%	18%	16%	14%	14%	13%
WACC (%)	14%	13%	11%	11%	12%	11%
EVA (%)	6%	5%	5%	2%	3%	2%
PER (x)	14,0	14,1	16,4	16,0	16,0	16,0
EV/EBITDA (x)	13,5	13,7	13,0	11,8	10,2	10,0
EV/FCF (x)	31,0	85,4	-15,3	-2.060,4	70,0	110,5
PBR (x)	3,4	3,1	3,4	3,2	3,2	2,9
PSR (x)	2,3	2,2	1,8	1,5	1,3	1,1
EV/sales (x)	2,7	2,5	2,1	1,8	1,5	1,3
PEG (x, 3 năm)	4,9	-72,4	-3,6	19,9	515,6	-133,8
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3%	4%	1%	2%	2%	2%

### LIÊN HỆ

#### Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM  
Tel: (+84 8) 3823 4159  
Fax: (+84 8) 3823 5060

#### Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội  
Tel: (+84 4) 3942 9395  
Fax: (+84 4) 3942 9407

### PHÒNG PHÂN TÍCH

#### Giám đốc Phân tích

**Lê Nguyệt Ánh**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)  
[anhln@acbs.com.vn](mailto:anhln@acbs.com.vn)

#### Trưởng bộ phận – Phân tích Ngành

**Nguyễn Phương Uyên**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)  
[uyennp@acbs.com.vn](mailto:uyennp@acbs.com.vn)

**CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**  
**Lương Thị Kim Chi**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 327)  
[chiltk@acbs.com.vn](mailto:chiltk@acbs.com.vn)

**CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện, Thủy sản**  
**Trần Thị Hải Yến**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 326)  
[yentran@acbs.com.vn](mailto:yentran@acbs.com.vn)

**CVPT – Bất động sản**  
**Phạm Thái Thanh Trúc**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 303)  
[trucptt@acbs.com.vn](mailto:trucptt@acbs.com.vn)

**NVPT – Dầu khí**  
**Phan Việt Hưng**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 354)  
[hungpv@acbs.com.vn](mailto:hungpv@acbs.com.vn)

**NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ**  
**Trần Nhật Trung**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 351)  
[trungtn@acbs.com.vn](mailto:trungtn@acbs.com.vn)

**NVPT – Thép, Điện**  
**Nguyễn Trí Cường**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)  
[cuongnt@acbs.com.vn](mailto:cuongnt@acbs.com.vn)

**NVPT – Bất động sản, Nhựa, ETF**  
**Vũ Quang Hưng**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 323)  
[hungvq@acbs.com.vn](mailto:hungvq@acbs.com.vn)

**NVPT – Bất động sản**  
**Cao Việt Hùng**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 250)  
[hungcv@acbs.com.vn](mailto:hungcv@acbs.com.vn)

### KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

#### Giám đốc Khối Khách hàng Định chế

**Tyler Cheung**  
(+84 8) 54 043 070  
[tyler@acbs.com.vn](mailto:tyler@acbs.com.vn)

**Chuyên viên cao cấp PTKH**  
**Đặng Mạnh Hùng**  
(+84 8) 3823 4798  
[hungdm@acbs.com.vn](mailto:hungdm@acbs.com.vn)

**Chuyên viên cao cấp PTKH**  
**Phan Hồng Diệp**  
(+84 8) 3823 4159 (ext: 307)  
[diepph@acbs.com.vn](mailto:diepph@acbs.com.vn)

**Trưởng bộ phận GDKHĐC**  
**Huỳnh Thị Mỹ Hạnh**  
(+84 8) 5404 6632  
[hanhhtm@acbs.com.vn](mailto:hanhhtm@acbs.com.vn)

**Chuyên viên GDKHĐC**  
**Đinh Thị Thanh Ngọc**  
(+84 8) 5404 6626  
[ngocdtt@acbs.com.vn](mailto:ngocdtt@acbs.com.vn)

**Nhân viên GDKHĐC**  
**Lê Thị An Nghĩa**  
(+84 8) 3823 4160 (ext: 311)  
[nghialta@acbs.com.vn](mailto:nghialta@acbs.com.vn)

### KHUYẾN CÁO

#### Nguyên Tắc Khuyến Nghị

**MUA:** nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường,

**GIỮ:** nếu giá mục tiêu trong khoảng -15% và 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường,

**BÁN:** nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%,

#### Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày ở đây,

#### Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này, Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành, Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào, ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường, Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác,

#### Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể, ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS, Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo, ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này, **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó,** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó, Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này, **Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm, Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này,** Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS, Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này, Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư, ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư, Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán, Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai,

**Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS, Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó,**

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm,

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế, Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư,

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này, Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này,

© Copyright ACBS (2016), Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS,