

**CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG (HNX: NTP)**
**Phạm Thị Thảo Vy**

Chuyên viên phân tích

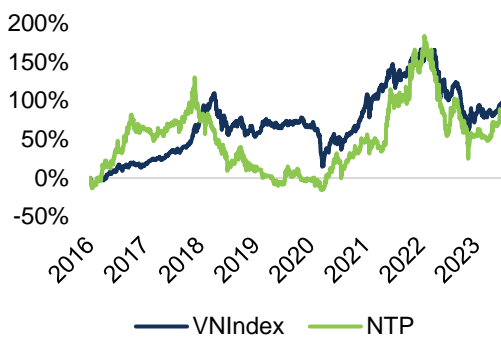
Email: vyptt@fpts.com.vn

Điện thoại: 19006446 – Ext: 7596

Phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Đức Thành Nhân**

Trưởng nhóm Phân tích cơ bản

**Diễn biến giá cổ phiếu NTP**


| Thông tin giao dịch             | 10/07/2023 |
|---------------------------------|------------|
| Giá hiện tại (đồng/cp)          | 42.400     |
| Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)  | 43.400     |
| Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) | 25.600     |
| Số lượng CP niêm yết (triệu cp) | 129,6      |
| Số lượng CP lưu hành (triệu cp) | 129,6      |
| KLGD bình quân 10 ngày (cp)     | 79.375     |
| % sở hữu nước ngoài             | 16,78%     |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng)           | 1.295,8    |
| Vốn hóa (tỷ đồng)               | 5.494,0    |
| P/E trailing 12 tháng (lần)     | 12,3       |
| EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) | 3.461,0    |

| Tổng quan doanh nghiệp |   |
|------------------------|---|
| Tên                    | Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong        |
| Địa chỉ                | 222 Mạc Đăng Doanh, Quận Dương Kinh, TP Hải Phòng |
| Doanh thu chính        | Ống và phụ tùng uPVC, HDPE, PP-R                  |
| Chi phí chính          | Chi phí nguyên vật liệu (hạt nhựa)                |
| Lợi thế cạnh tranh     | Thị phần dẫn đầu, cơ cấu sản phẩm đa dạng         |
| Rủi ro chính           | Biến động giá nguyên vật liệu                     |

|                          |        |             |
|--------------------------|--------|-------------|
| Giá thị trường (đồng/cp) | 42.400 | Khuyến nghị |
| Giá mục tiêu (đồng/cp)   | 50.300 | <b>MUA</b>  |
| Chênh lệch               | +18,7% |             |

**LỢI NHUẬN KHẢ QUAN NHỜ GIÁ HẠT NHỰA ĐẦU VÀO HẠ NHỊT VÀ GIÁ BÁN GIỮ MỨC CAO**
**CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1Q2023 (Chi tiết)**

- Doanh thu thuần đạt 1.300 tỷ VNĐ (+19,8% YoY), đạt được chủ yếu nhờ mức tăng trưởng sản lượng ~10% YoY khi doanh nghiệp đã chạy chương trình khuyến mãi cho các sản phẩm uPVC và PP-R trong T03/2023 để kích cầu tiêu thụ.
- Biên lợi nhuận gộp đạt 29,0% (+3,6 đpt YoY), cải thiện 6,4 đpt QoQ nhờ giá hạt nhựa hạ thấp trong Q4/2022 bắt đầu được phản ánh vào giá vốn.
- Dù lợi nhuận gộp tăng trưởng 36,8% YoY, LNTT giảm mạnh 21,0% YoY, đạt 135 tỷ VNĐ vì (1) chi phí bán hàng tăng mạnh, chủ yếu đến từ khoản chiết khấu thương mại để duy trì năng lực cạnh tranh trong bối cảnh hiện nay và (2) khoản lãi từ công ty liên kết giảm 32 tỷ VNĐ so với cùng kỳ.

**TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2023 (Chi tiết)**

- Chúng tôi ước tính NTP sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận trước thuế năm 2023, đạt 650 tỷ VNĐ (121,4% KH và +15,1% YoY) nhờ giá hạt nhựa đầu vào giảm mạnh hơn giá bán. Giá hạt nhựa PVC trung bình năm 2023 được dự phóng giảm mạnh 24,5% YoY dựa trên kỳ vọng giá hạt nhựa sẽ tiếp tục duy trì ở vùng thấp trong 2H2022 do nhu cầu tiêu thụ ảm đạm trên toàn cầu. Giá bán ống nhựa năm 2023 của NTP được kỳ vọng sẽ không đổi so với cuối năm 2022, duy trì ở mức ~53,8 triệu VNĐ/tấn, tương ứng trung bình cả năm 2023 giảm 4,4% so với mức cao của năm 2022. Qua đó, biên lợi nhuận gộp năm 2023F dự phóng cải thiện 4,5 đpt YoY, đạt 29,0%.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NTP sẽ không hoàn thành kế hoạch sản lượng và doanh thu năm 2023 vì (1) nhu cầu tiêu thụ còn ảm đạm khi chịu tác động tiêu cực từ ngành xây dựng và (2) tác động của việc giảm giá bán. Cụ thể, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ năm 2023 đạt 102,2 nghìn tấn (96,4% KH và +1,1% YoY) và doanh thu thuần đạt 5.493 tỷ VNĐ (93,5% KH và -3,4% YoY).

**KHUYẾN NGHỊ**

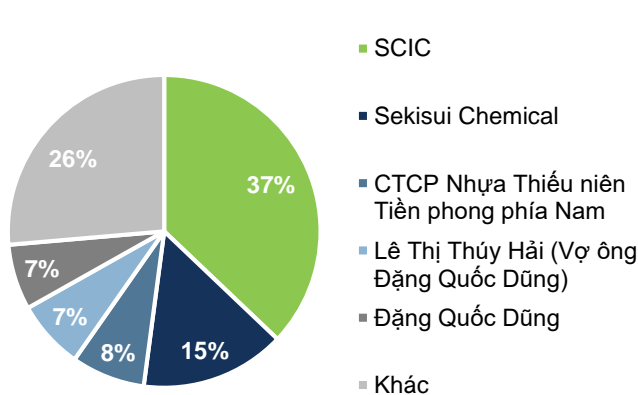
Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu NTP là **50.300 VNĐ/cp**, cao hơn 18,7% so với mức giá đóng cửa ngày 10/07/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NTP dựa trên kỳ vọng lợi nhuận ngắn hạn khả quan nhờ giá hạt nhựa đầu vào hạ thấp và giá bán giữ mức cao.

## I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành

| Năm  | Sự kiện   |
|------|---|
| 1960 | Nhà máy Nhựa Thiếu niên Tiền Phong được thành lập và chuyên sản xuất mặt hàng phục vụ Thiếu niên nhi đồng |
| 1990 | Chuyển đổi cơ cấu sản phẩm sang các loại ống nhựa PVC, HDPE phục vụ thị trường xây dựng                   |
| 2004 | Đưa sản phẩm ống nhựa PPR thâm nhập thị trường<br>Cổ phần hóa   |
| 2006 | Niêm yết trên HNX với vốn điều lệ 144,46 tỷ VNĐ   |
| 2007 | Thành lập CTCP Nhựa Tiền phong phía Nam nhằm mở rộng thị trường miền Nam                                  |
| 2013 | Thành lập Công ty TNHH Nhựa Tiền Phong miền Trung   |
| 2015 | Đầu tư dây chuyền sản xuất ống HDPE DN2000 đầu tiên tại Việt Nam  |
| 2017 | Đối tác chiến lược Sekisui Chemical chính thức trở thành cổ lớn nắm giữ 15% vốn điều lệ                   |

### Cơ cấu cổ đông



Cơ cấu cổ đông của NTP cô đặc với cổ đông nhà nước SCIC nắm giữ 37,1% cổ phần và Sekisui Chemical, tập đoàn chuyên về các vật liệu hạ tầng cấp thoát nước của Nhật Bản, hiện đang là cổ đông chiến lược, nắm giữ 15,0% cổ phần.

NTP đã nằm trong danh sách thoái vốn năm 2021 của SCIC, tuy nhiên lại vắng mặt trong danh sách năm 2022 và Đợt 1 năm 2023. Chúng tôi sẽ cập nhật các thông tin liên quan đến việc thoái vốn của SCIC tại các báo cáo sau.

Nguồn: NTP, FPTS tổng hợp

### Cơ cấu tổ chức

NTP hiện sở hữu 02 công ty con và 02 công ty liên kết, cụ thể như sau:

| Đơn vị   | Hình thức        | Vốn điều lệ (tỷ VNĐ) | Tỷ lệ sở hữu | Ngành nghề kinh doanh   |
|--|------------------|----------------------|--------------|---|
| Công ty TNHH Nhựa Thiếu niên Tiền Phong Miền Trung | Công ty con      | 120                  | 100%         | Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm nhựa dân dụng và công nghiệp  |
| Công ty TNHH Bất động sản Tiền Phong               | Công ty con      | 20                   | 100%         | Kinh doanh bất động sản, quyền sử dụng đất và kinh doanh vận tải, các sản phẩm nhựa dân dụng và công nghiệp |
| CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong phía Nam           | Công ty liên kết | 446                  | 27,39%       | Sản xuất và kinh doanh các sản phẩm nhựa dân dụng và công nghiệp  |
| CTCP Bao bì Tiền Phong                             | Công ty liên kết | 10                   | 49,98%       | Sản xuất bao bì nhựa PP, bao xi măng, các loại giấy, màng ghép phức hợp và các sản phẩm nhựa khác           |

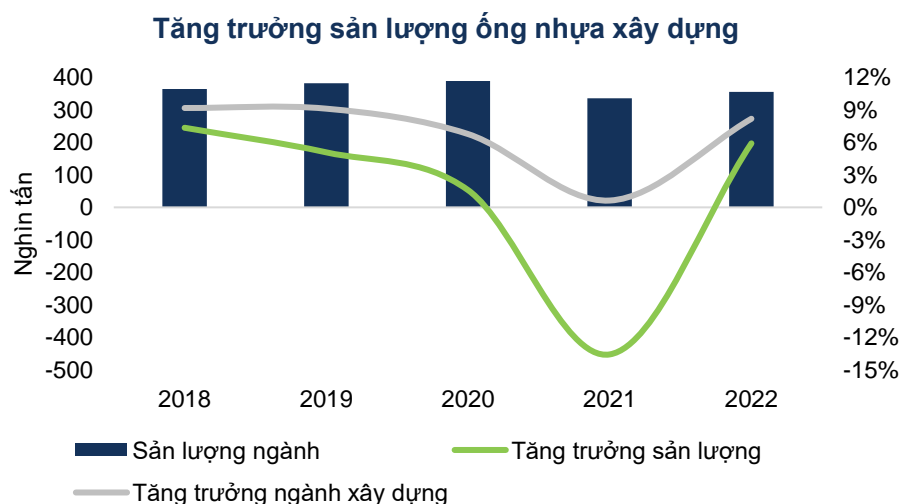
**II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2022 VÀ 1Q2023**

|                                     | 2022           | 2021           | %YoY            | 1Q2023         | 1Q2022         | %YoY            |
|-------------------------------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>              | <b>5.685,1</b> | <b>4.823,5</b> | <b>+17,9%</b>   | <b>1.299,8</b> | <b>1.085,0</b> | <b>+19,8%</b>   |
| <b>Giá vốn hàng bán</b>             | <b>4.294,5</b> | <b>3.682,6</b> | <b>+16,6%</b>   | <b>923,0</b>   | <b>809,4</b>   | <b>+14,0%</b>   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                | <b>1.390,6</b> | <b>1.140,9</b> | <b>+21,9%</b>   | <b>376,8</b>   | <b>275,6</b>   | <b>+36,8%</b>   |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>           | <i>24,5%</i>   | <i>23,7%</i>   | <i>+0,8 đpt</i> | <i>29,0%</i>   | <i>25,4%</i>   | <i>+3,6 đpt</i> |
| <b>Chi phí bán hàng</b>             | <b>620,4</b>   | <b>437,4</b>   | <b>+41,8%</b>   | <b>162,7</b>   | <b>90,2</b>    | <b>+80,5%</b>   |
| <i>Chiết khấu thương mại</i>        | <i>295,1</i>   | <i>220,6</i>   | <i>+33,8%</i>   | <i>#N/A</i>    | <i>#N/A</i>    | <i>#N/A</i>     |
| <b>Chi phí quản lý doanh nghiệp</b> | <b>154,4</b>   | <b>137,2</b>   | <b>+12,5%</b>   | <b>39,2</b>    | <b>31,0</b>    | <b>+26,5%</b>   |
| <b>Doanh thu tài chính</b>          | <b>64,4</b>    | <b>44,8</b>    | <b>+43,7%</b>   | <b>5,2</b>     | <b>12,4</b>    | <b>-58,2%</b>   |
| <b>Chi phí tài chính</b>            | <b>141,9</b>   | <b>75,8</b>    | <b>+87,2%</b>   | <b>45,6</b>    | <b>26,8</b>    | <b>+70,0%</b>   |
| <i>Chi phí lãi vay</i>              | <i>78,6</i>    | <i>41,4</i>    | <i>+89,9%</i>   | <i>31,9</i>    | <i>15,5</i>    | <i>+105,6%</i>  |
| <i>Chiết khấu thanh toán</i>        | <i>50,8</i>    | <i>33,0</i>    | <i>+53,9%</i>   | <i>#N/A</i>    | <i>#N/A</i>    | <i>#N/A</i>     |
| <b>Lãi (lỗ) từ công ty liên kết</b> | <b>24,4</b>    | <b>22,6</b>    | <b>+8,0%</b>    | <b>(0,1)</b>   | <b>32,1</b>    | <b>NM</b>       |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>         | <b>564,5</b>   | <b>551,0</b>   | <b>+2,4%</b>    | <b>135,4</b>   | <b>171,5</b>   | <b>-21,0%</b>   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>           | <b>479,5</b>   | <b>467,8</b>   | <b>+2,5%</b>    | <b>118,4</b>   | <b>149,5</b>   | <b>-20,8%</b>   |
| <i>Thuế suất</i>                    | <i>15,0%</i>   | <i>15,1%</i>   |                 | <i>12,6%</i>   | <i>12,8%</i>   |                 |

\*N/A (Not Available): Không có dữ liệu  
 \*NM (Not Meaningful): Không có ý nghĩa  
 Nguồn: NTP, FPT S tổng hợp

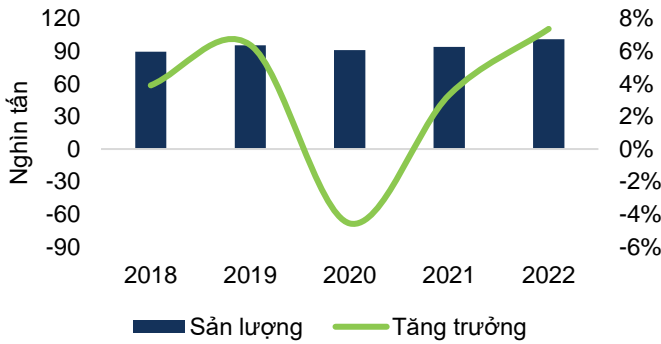
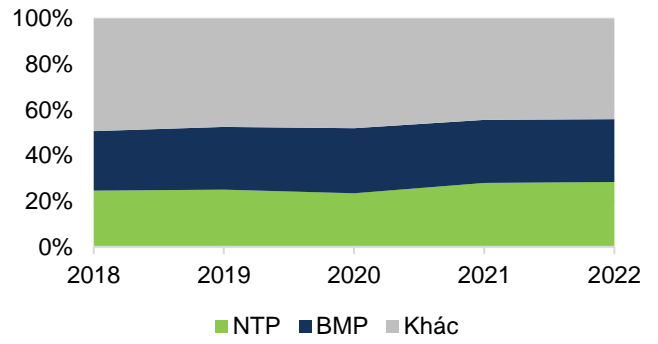
**1. Kết quả kinh doanh 2022 – Tiêu cực trong nửa cuối năm**

- Nhu cầu ẩm đạm ở nửa cuối năm, NTP củng cố thị phần dẫn đầu với sản lượng tăng trưởng +7,4% YoY



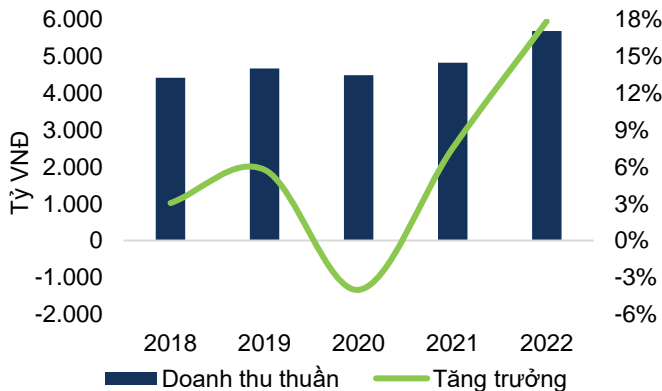
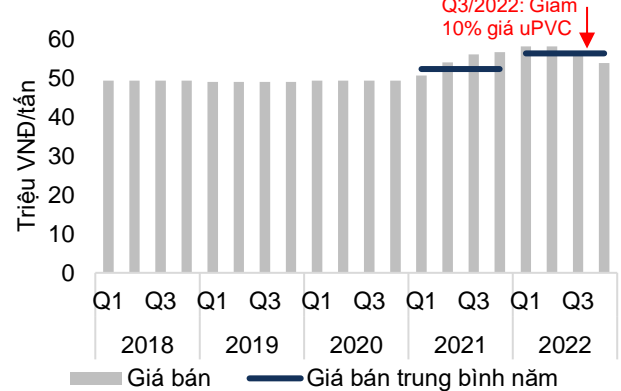
Nguồn: FPT S ước tính

Sản lượng ống nhựa xây dựng toàn ngành năm 2022 ước tính tăng trưởng 5,9% so với mức nền thấp của năm 2021 - giai đoạn thị trường bị ảnh hưởng tiêu cực bởi đại dịch Covid-19. Tuy nhiên, trong nửa cuối năm, vì ngành xây dựng có xu hướng chững lại, đặc biệt trong 4Q2022, nhu cầu cho ống nhựa xây dựng đã không tăng mạnh được như kỳ vọng và chưa phục hồi hoàn toàn về mức trước đại dịch

**Sản lượng tiêu thụ ống nhựa NTP**

**Thị phần ống nhựa xây dựng cả nước**


NTP, BMP, FPT S tổng hợp và ước tính

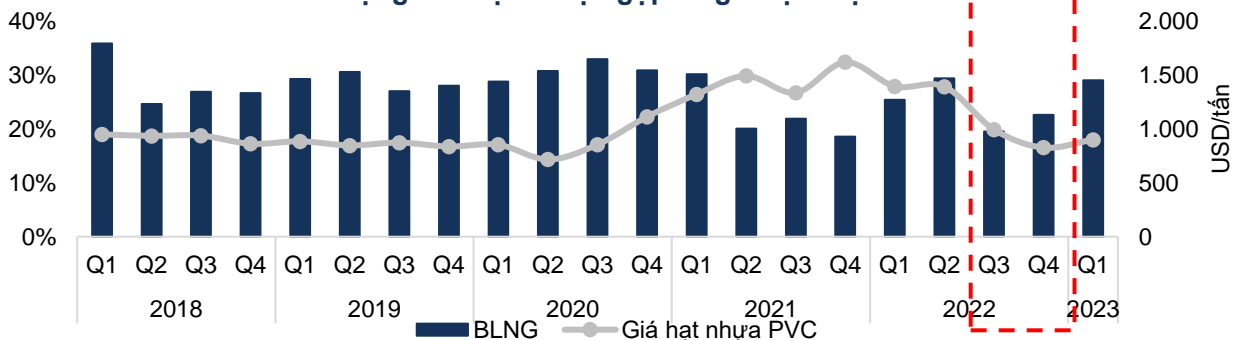
**Sản lượng tiêu thụ ống nhựa của NTP năm 2022 đạt 101,1 nghìn tấn (+7,4% YoY), đạt mức sản lượng cao nhất kể từ khi niêm yết.** Đây là mức tăng trưởng khả quan, ước tính cao hơn so với tăng trưởng ngành trong bối cảnh nhu cầu từ ngành xây dựng âm ảm. Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng tích cực đạt được là nhờ NTP đã giảm giá bán ống nhựa uPVC 10% trong Q3/2022 góp phần kích cầu tiêu thụ trong bối cảnh ngành cạnh tranh cao và giá hạt nhựa sụt giảm. Với mức sản lượng tiêu thụ khả quan trong năm 2022, NTP duy trì thị phần lớn nhất trong ngành, ước tính đạt 28,5%.

**Tăng trưởng doanh thu thuần NTP**

**Giá bán ống nhựa trung bình NTP**


Nguồn: NTP, FPT S tổng hợp và ước tính

**Doanh thu thuần NTP năm 2022 đạt 5.685 tỷ VNĐ, tăng mạnh 17,9% YoY nhờ (1) sản lượng tăng 7,4% YoY và (2) giá bán cao, đạt ~56,3 triệu VNĐ/tấn (+9,8% YoY).** Mặc dù đã giảm giá bán uPVC 10% trong Q3/2022, giá bán trung bình năm 2022 vẫn ở mức cao sau nhiều đợt điều chỉnh tăng giá vào năm 2021 trước áp lực của chi phí đầu vào tăng mạnh.

➤ Chưa tận dụng được giá hạt nhựa hạ nhiệt vì thời gian tích trữ nguyên liệu tồn kho dài

**Biến động biên lợi nhuận gộp và giá hạt nhựa PVC**


Nguồn: Bloomberg, NTP, FPT S tổng hợp

**Năm 2022, biên lợi nhuận gộp của NTP đạt 24,5% (+0,8 đpt YoY), đạt được chủ yếu vì mức giá bán cao trong năm 2022.** Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá NTP đã chưa tận dụng được cơ hội giá hạt nhựa sụt giảm trong 2H2022 khi biên lợi nhuận gộp đã hạ thấp trong giai đoạn này. Cụ thể, giá hạt nhựa PVC trong 2H2022 đạt trung bình 913 USD/tấn, giảm 34,5% so với 1H2022 trong khi BLNG 2H2022 đạt 21,2%, giảm 6,6 đpt so với 1H2022. Bên cạnh tác động từ việc giảm giá bán, chúng tôi cho rằng nguyên nhân khác khiến BLNG sụt giảm trong 2H2022 là vì NTP có thời gian tích trữ nguyên liệu tồn kho dài khi phải nhập khẩu 100% hạt nhựa đầu vào, khiến tác động của giá hạt nhựa lên giá vốn có độ trễ khoảng 4 tháng, dài hơn so với các doanh nghiệp có nguồn cung nguyên liệu nội địa. Đồng thời, thời gian lưu kho kéo dài còn khiến doanh nghiệp gặp bất lợi trong bối cảnh giá hạt nhựa liên tục sụt giảm.

## 2. Kết quả kinh doanh 1Q2023 – Trên đà phục hồi nhờ giá hạt nhựa hạ thấp ([Quay lại](#))

### ➤ Sản lượng tăng trưởng khả quan +10% YoY nhờ áp dụng chương trình khuyến mãi

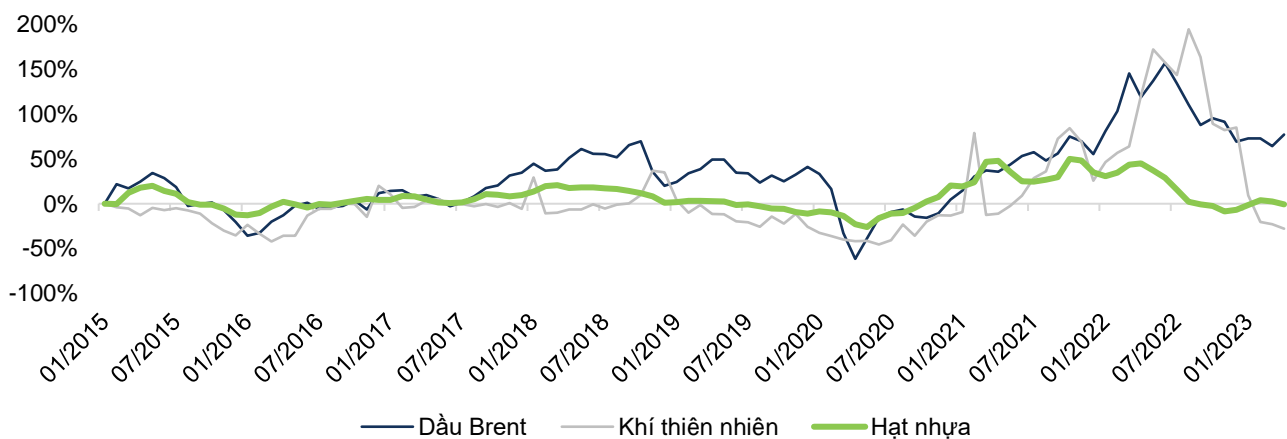
Trong 3 tháng đầu năm, tăng trưởng ngành xây dựng đạt 1,95% (-0,62 đpt YoY), mức tăng trưởng này thấp nhất so với cùng kỳ trong giai đoạn 2013-2022, nguyên nhân vì thị trường bất động sản trầm lắng, giải ngân đầu tư công chậm trễ, qua đó tác động tiêu cực tới nhu cầu tiêu thụ ống nhựa. Ngoài ra, quý 1 vẫn luôn là thời gian nhu cầu cho vật liệu xây dựng thấp điểm nhất trong năm vì hoạt động xây dựng chững lại trong dịp Tết Nguyên Đán.

Tuy nhiên, trái ngược với nhu cầu ảm đạm toàn ngành, sản lượng tiêu thụ 1Q2023 của NTP đạt ~22 nghìn tấn, tăng mạnh ~10% YoY. Mức tăng trưởng tích cực đạt được chủ yếu vì NTP đã áp dụng chương trình khuyến mãi cho 2 dòng sản phẩm uPVC và PP-R vào T03/2023, kích thích nhà phân phối lấy hàng.

Tổng doanh thu tăng trưởng 17,7% YoY, đạt 1.321 tỷ VNĐ. Sau khi loại trừ khoản doanh thu khác (bao gồm các khoản bán máy móc thiết bị, hạt nhựa,...), doanh thu bán thành phẩm (chiếm 88,8% - sản phẩm ống và phụ tùng ống nhựa) tăng trưởng ~4,6% YoY. Mức tăng doanh thu thấp hơn tăng trưởng sản lượng vì NTP đã giảm giá bán uPVC 10% trong Q3/2022, khiến giá trung bình Q1/2023 thấp hơn ~6%-8% YoY.

### ➤ Biên lợi nhuận gộp 1Q2023 cải thiện 6,4 đpt QoQ nhờ giá hạt nhựa hạ thấp được phản ánh vào giá vốn

**Diễn biến giá hạt nhựa**



\*Diễn biến giá hạt nhựa được tính trung bình từ các loại PVC, HDPE, PP

Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Giá các loại hạt nhựa PVC, HDPE, PP trong 1Q2023 đạt lần lượt 899 USD/tấn, 1.075 USD/tấn và 1.072 USD/tấn, trung bình tăng 8,1% QoQ. Cụ thể, sau khi liên tục trượt dốc trong 2H2022, giá hạt nhựa đã tạo đáy và tăng nhẹ ở 2 tháng đầu năm 2023 do (1) tâm lý thị trường được cải thiện khi kỳ vọng về sự trở lại mạnh mẽ của Trung Quốc sau kỳ nghỉ lễ, (2) nguồn cung PP, PE giảm vào mùa bảo trì tại thị trường Trung Đông, và (3) gia tăng chi phí nguyên liệu dầu thô. Tuy nhiên, đà tăng đã chững lại từ T03/2023 và đảo chiều giảm cho tới nay vì (1) nhu cầu thị trường Trung Quốc không tăng nhiều như mong đợi, tạo ra nguồn cung xuất khẩu dồi dào, (2) nhu cầu toàn cầu ảm đạm vì những thách thức kinh tế đang diễn ra và (3) sự trở lại của nguồn cung PP và PE từ Trung Đông.

Mặc dù giá hạt nhựa tăng nhẹ trong kỳ, biên lợi nhuận gộp 1Q2023 đạt 29,0% (+3,6 đpt YoY), tương ứng tăng 6,4 đpt QoQ nhờ (1) mức giá bán tương đương với Q4/2022 và (2) giá hạt nhựa hạ thấp từ giai đoạn trước được phản ánh vào giá vốn.

➤ **Chi phí bán hàng tăng cao +80,5% YoY bào mòn lợi nhuận**

Tuy lợi nhuận gộp tăng mạnh 36,8% YoY, lợi nhuận trước thuế 1Q2023 giảm mạnh -21,0% YoY, đạt 135 tỷ VNĐ, nguyên nhân vì (1) lãi từ công ty liên kết giảm 32 tỷ VNĐ so với 1Q2022 do lợi nhuận từ công ty liên kết - CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong phía Nam đã tăng bất thường vào cùng kỳ năm trước đến từ thanh lý chứng khoán đầu tư và (2) các loại chi phí tăng mạnh, đặc biệt là chi phí bán hàng. Cụ thể, chi phí bán hàng tăng 80,5% YoY, đạt 162,7 tỷ VNĐ (tương ứng 12,5% doanh thu) vì công ty tăng mạnh khoản chiết khấu cho nhà phân phối nhằm chia sẻ lợi ích, hỗ trợ cải thiện năng lực cạnh tranh trong bối cảnh ngành cạnh tranh cao và giá hạt nhựa hạ nhiệt như hiện nay. Ngoài ra, chi phí tài chính cũng tăng 70,0% YoY, đạt 45,6 tỷ VNĐ do mặt bằng lãi suất cao.

### III. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

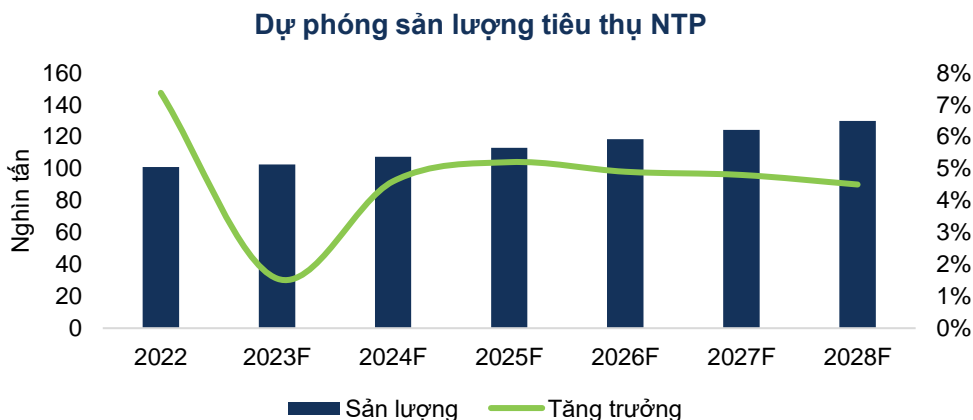
#### 1. Triển vọng 2023 – Lợi nhuận khả quan nhờ giá hạt nhựa hạ nhiệt [\(Quay lại\)](#)

| Chỉ tiêu             | KH2023  | Dự phóng 2023F | %DP/KH2023 |
|----------------------|---------|----------------|------------|
| Sản lượng (tấn)      | 106.000 | 102.160        | 96,4%      |
| Doanh thu            | 5.875   | 5.493          | 93,5%      |
| Lợi nhuận trước thuế | 535     | 650            | 121,4%     |

Nguồn: NTP, FPTTS dự phóng

NTP đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ năm 2023 đạt 106.000 tấn (+4,9% YoY), doanh thu và lợi nhuận trước thuế đạt lần lượt 5.875 tỷ VNĐ (+3,3% YoY) và 535 tỷ VNĐ (-5,2% YoY). Chúng tôi dự phóng sản lượng năm 2023F hoàn thành 96,4% kế hoạch vì nhu cầu tiêu thụ ống nhựa âm đạm bởi tác động tiêu cực từ ngành xây dựng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng NTP sẽ vượt kế hoạch lợi nhuận, đạt 121,4% nhờ giá hạt nhựa đầu vào trung bình năm 2023 giảm mạnh so với cùng kỳ giúp biên lợi nhuận cải thiện. Cụ thể các triển vọng được chúng tôi trình bày như sau:

➤ **Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ chậm lại trong ngắn hạn vì nhu cầu âm đạm**



Nguồn: NTP, FPTTS dự phóng

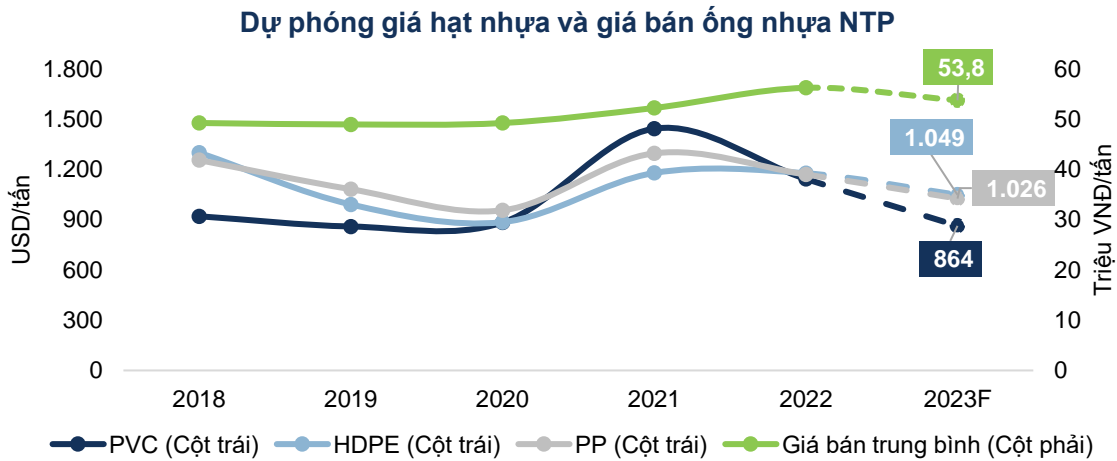
Chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ của NTP năm 2023 đạt 102,2 nghìn tấn (+1,1% YoY), mức tăng trưởng thấp hơn trung bình giai đoạn 2018-2022 (CAGR=3,2%/năm) vì chịu ảnh hưởng từ tình hình xây dựng trong nước âm đạm kéo dài từ Q4/2022 tới nay. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ trong nửa cuối năm sẽ khả quan hơn nhờ (1) mảng xây dựng nhà ở sẽ tăng trưởng nhẹ nhờ triển vọng ngành bất động sản cải thiện khi giảm áp lực từ lãi suất, tuy vẫn tồn tại những vấn đề về pháp lý, và (2) tăng tốc giải ngân đầu tư công.

Trong dài hạn, chúng tôi dự phóng sản lượng tăng trưởng CAGR=4,9%/năm trong giai đoạn 2024-2028F khi nhu cầu cho ống nhựa dần hồi phục theo đà của ngành xây dựng, đặc biệt được hỗ trợ bởi nhu cầu xây dựng nhà ở,

nhà không để ở và hạ tầng nước. Theo BMI, mảng xây dựng nhà ở, nhà không để ở và hạ tầng nước tại Việt Nam dự báo tăng trưởng trung bình lần lượt 7,4%, 7,8% và 6,8%/năm giai đoạn 2024-2028F.

➤ **Biên lợi nhuận cải thiện nhờ giá hạt nhựa dự kiến giảm mạnh hơn so với giá bán**

Biên lợi nhuận gộp của NTP được kỳ vọng sẽ cải thiện +4,5 đpt YoY, đạt 29,0% năm 2023F nhờ mức giảm giá bán trung bình năm 2023 nhẹ hơn mức giảm giá hạt nhựa. Cụ thể:

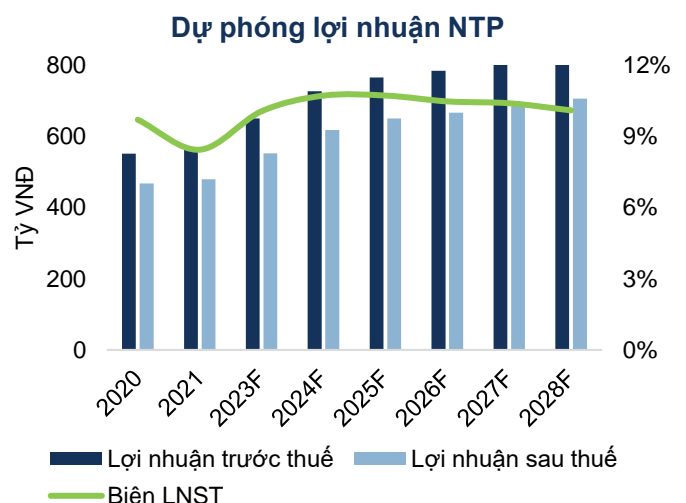


Nguồn: Bloomberg, NTP, FPTS ước tính và dự phóng

Chúng tôi dự phóng giá các loại hạt nhựa PVC, HDPE, PP năm 2023 giảm trung bình lần lượt -24,5% YoY, -10,9% YoY và -12,3% YoY dựa trên kỳ vọng giá các loại hạt nhựa nhìn chung tiếp tục neo ở vùng thấp trong 2H2023 vì (1) nhu cầu ảm đạm – yếu tố tác động mạnh nhất trong ngắn hạn và (2) dự báo giá dầu đạt 88 USD/thùng (-12,8% YoY). Cụ thể, chúng tôi ước tính giá PVC, HDPE và PP trung bình 2H2023 giảm lần lượt 0,1%, 1,8% và 3,0% so với 1H2023. Trong đó, hiện nay riêng giá PVC đạt 780 USD/ton, chạm đáy của T12/2022, chúng tôi cho rằng giá PVC sẽ tạo đáy mới vào khoảng T08/2023 và tăng trở lại nhờ nhu cầu tại Ấn Độ (quốc gia nhập khẩu PVC lớn nhất thế giới) cải thiện khi mùa mưa kết thúc, tuy nhiên mức phục hồi không quá mạnh vì nhu cầu còn ảm đạm trên toàn cầu.

Dưới tác động của việc giảm giá bán sản phẩm uPVC vào Q3/2022, chúng tôi ước tính giá bán trung bình năm 2023 của NTP sụt giảm 4,4% YoY, đạt 53,8 triệu VNĐ. Chúng tôi cho rằng NTP sẽ không tiếp tục giảm giá bán trong năm 2023, vì sau 2 lần giảm giá bán vào Q3/2022, giá bán trung bình của NTP hiện đang thấp hơn khoảng 10%-15% so với đối thủ cạnh tranh lớn nhất trong ngành là BMP khi tới nay doanh nghiệp này vẫn chưa có động thái giảm giá bán sản phẩm.

**2. Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh 2023-2028F**



Nguồn: NTP, FPTS dự phóng

| Chỉ tiêu             | Giả định  |
|----------------------|---|
| Doanh thu            | <p><b>Doanh thu:</b> Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần 2023F đạt 5.493 tỷ VNĐ, giảm 3,4% YoY do tác động của việc giảm giá bán từ năm 2022. Năm 2024-2028F, doanh thu tăng trưởng với CAGR=4,9%/năm nhờ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ. Chi tiết về dự phóng sản lượng và giá bán như sau:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Sản lượng:</b> Năm 2023F, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng tiêu thụ đạt 102,2 nghìn tấn (+1,1% YoY), mức tăng trưởng khá thấp vì nhu cầu tiêu thụ chịu tác động tiêu cực của ngành xây dựng. Giai đoạn 2024-2028F, sản lượng tiêu thụ tăng trưởng với CAGR=4,9%/năm dựa trên kỳ vọng ngành xây dựng dần phục hồi, nhu cầu tăng trưởng gắn liền với tăng trưởng của xây dựng nhà ở, nhà không để ở và hạ tầng nước.</li> <li>• <b>Giá bán:</b> Chúng tôi kỳ vọng NTP sẽ không tiếp tục thay đổi giá bán trong năm 2023, tương ứng giá bán trung bình 2023F đạt 53,8 triệu VNĐ/tấn, giảm 4,4% YoY vì tác động của việc giảm giá trong năm 2022.</li> </ul> |
| Lợi nhuận gộp        | Năm 2023, biên lợi nhuận gộp dự phóng đạt 29,0% (+4,5 đpt YoY) nhờ giá hạt nhựa giảm mạnh. Với giả định giá bán và giá hạt nhựa ổn định, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của NTP duy trì ở mức ~28,0%-28,5% cho giai đoạn 2024-2028F.  |
| Lợi nhuận trước thuế | Chúng tôi dự phóng chi phí bán hàng năm 2023F đạt 689 tỷ VNĐ (+11,1% YoY), tương ứng 12,5% doanh thu thuần, dựa trên kỳ vọng công ty sẽ tăng chiết khấu cho hệ thống phân phối để chia sẻ lợi ích trong bối cảnh giá hạt nhựa đồng loạt sụt giảm. Lợi nhuận trước thuế dự phóng đạt 650 tỷ VNĐ (+15,1% YoY), tương ứng mức biên lợi nhuận trước thuế đạt 11,8%.   |
| Lợi nhuận sau thuế   | Chúng tôi giả định mức thuế TNDN bằng 15% LNTT trong giai đoạn 2023-2026F, 17% LNTT năm 2027 và 20% LNTT từ năm 2028 trở đi vì tác động của (1) ưu đãi mức thuế TNDN 10% có hiệu lực tới năm 2027 và (2) ưu đãi giảm 50% thuế TNDN tới năm 2026 áp dụng cho công ty con Nhựa Thiếu Niên Tiền Phong Miền Trung.  |



**IV. TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ**

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu NTP bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF với tỷ trọng 50:50. Với kỳ vọng lợi nhuận cải thiện trong ngắn hạn nhờ giá hạt nhựa hạ thấp, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu NTP, giá mục tiêu được xác định là **50.300 VNĐ/cp**, +18,7% so với giá đóng cửa ngày 10/07/2023.

| STT   | Phương pháp chiết khấu dòng tiền    | Kết quả       | Trọng số |
|---|-------------------------------------|---------------|----------|
| 1   | Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)   | 49.462        | 50%      |
| 2   | Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF) | 51.213        | 50%      |
| <b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b> |                                     | <b>50.300</b> |          |

**CẬP NHẬT GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN**

| Giá định mô hình     | Giá trị | Giá định mô hình         | Giá trị |
|----------------------|---------|--------------------------|---------|
| WACC 2023            | 11,80%  | Phần bù rủi ro           | 11,47%  |
| Chi phí sử dụng nợ   | 5,31%   | Hệ số Beta không đòn bẩy | 0,79    |
| Chi phí sử dụng VCSH | 15,21%  | Tăng trưởng dài hạn      | 1,5%    |
| Lãi suất phi rủi ro  | 2,58%   | Thời gian dự phóng       | 6 năm   |

**CẬP NHẬT KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO CÁC PHƯƠNG PHÁP**

| Tổng hợp định giá FCFF                                       | Giá trị          |
|--|------------------|
| Lãi suất chiết khấu  | 11,80%           |
| Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn                 | 1,5%             |
| Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (triệu VNĐ) | 8.334.440        |
| (+) Tiền mặt (triệu VNĐ)                                     | 866              |
| (-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)                       | 1.699.310        |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>                    | <b>6.635.996</b> |
| Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)                              | 129,6            |
| <b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>                                 | <b>51.213</b>    |
| Tổng hợp định giá FCFE                                       | Giá trị          |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>                    | <b>6.408.999</b> |
| <b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>                                 | <b>49.462</b>    |

**V. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**

| <b>HĐKD (triệu VNĐ)</b>         | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      | <b>CĐKT (triệu VNĐ)</b>        | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|--------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>          | <b>5.685.112</b> | <b>5.493.359</b> | <b>5.768.027</b> | <b>6.067.964</b> | <b>Tài sản</b>                 |                  |                  |                  |                  |
| - Giá vốn hàng bán              | 4.294.534        | 3.900.663        | 4.128.464        | 4.347.648        | + Tiền và tương đương          | 167.927          | 696.105          | 1.087.281        | 1.526.901        |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>1.390.578</b> | <b>1.592.695</b> | <b>1.639.563</b> | <b>1.720.316</b> | + Đầu tư TC ngắn hạn           | 432.858          | 432.858          | 432.858          | 432.858          |
| - Chi phí bán hàng              | 620.368          | 688.963          | 671.499          | 706.417          | + Các khoản phải thu           | 890.889          | 789.540          | 815.658          | 835.678          |
| - Chi phí quản lí DN            | 154.378          | 182.341          | 191.458          | 201.414          | + Hàng tồn kho                 | 1.535.149        | 1.105.944        | 1.171.632        | 1.235.226        |
| Lợi nhuận thuần HĐKD            | 615.832          | 721.391          | 776.605          | 812.485          | + Tài sản ngắn hạn khác        | 48.974           | 47.749           | 49.503           | 51.418           |
| - (Lỗ)/lãi HĐTC                 | 1.093            | (8.795)          | 4.076            | 12.471           | <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>   | <b>3.075.797</b> | <b>3.072.196</b> | <b>3.556.932</b> | <b>4.082.080</b> |
| - Lợi nhuận khác                | 26.194           | 19.435           | 19.435           | 19.435           | + Nguyên giá tài sản CĐHH      | 3.062.315        | 3.114.767        | 3.169.842        | 3.227.781        |
| Lợi nhuận trước thuế, lãi vay   | 643.119          | 732.031          | 800.116          | 844.390          | + Khấu hao lũy kế              | (1.658.888)      | (1.816.477)      | (1.977.189)      | (2.141.021)      |
| - Chi phí lãi vay               | 78.639           | 82.341           | 73.294           | 79.491           | + Giá trị còn lại tài sản CĐHH | 1.403.428        | 1.298.291        | 1.192.653        | 1.086.760        |
| Lợi nhuận trước thuế            | 564.480          | 649.690          | 726.822          | 764.899          | + Đầu tư tài chính dài hạn     | 424.165          | 424.165          | 424.165          | 424.165          |
| - Thuế TNDN                     | 84.652           | 97.385           | 108.946          | 114.654          | + Tài sản dài hạn khác         | 144.449          | 144.449          | 144.449          | 144.449          |
| <b>LNST</b>                     | <b>479.540</b>   | <b>552.305</b>   | <b>617.875</b>   | <b>650.245</b>   | + Xây dựng cơ bản dở dang      | 8.680            | 8.680            | 8.680            | 8.680            |
| - Lợi ích cổ đông thiểu số      | -                | -                | -                | -                | <b>Tổng tài sản dài hạn</b>    | <b>1.988.040</b> | <b>1.882.618</b> | <b>1.776.695</b> | <b>1.670.516</b> |
| LNST của cổ đông CT Mẹ          | 479.540          | 552.305          | 617.875          | 650.245          | <b>Tổng Tài sản</b>            | <b>5.063.837</b> | <b>4.954.814</b> | <b>5.333.627</b> | <b>5.752.596</b> |
| EPS (đ)                         | 3.357            | 3.957            | 4.426            | 4.658            | <b>Nợ &amp; Vốn chủ sở hữu</b> |                  |                  |                  |                  |
| EBITDA                          | 801.290          | 889.905          | 961.113          | 1.008.507        | + Phải trả người bán           | 287.076          | 265.688          | 278.972          | 293.479          |
| Khấu hao                        | 158.172          | 157.874          | 160.997          | 164.117          | + Vay và nợ ngắn hạn           | 1.699.310        | 1.404.239        | 1.527.532        | 1.652.106        |
| Tăng trưởng doanh thu           | 17,9%            | -3,4%            | 5,0%             | 5,2%             | + Quỹ khen thưởng              | 5.759            | 39.614           | 46.285           | 58.809           |
| Tăng trưởng LN HĐKD             | 8,7%             | 17,1%            | 7,7%             | 4,6%             | <b>Nợ ngắn hạn</b>             | <b>1.697.457</b> | <b>1.697.458</b> | <b>1.697.459</b> | <b>1.697.459</b> |
| Tăng trưởng EBIT                | 8,6%             | 13,8%            | 9,3%             | 5,5%             | + Vay và nợ dài hạn            | -                | -                | -                | -                |
| Tăng trưởng EPS                 | 2,7%             | 17,9%            | 11,9%            | 5,2%             | + Phải trả dài hạn khác        | -                | -                | -                | -                |
| <b>Chỉ số khả năng sinh lời</b> | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      | <b>Nợ dài hạn</b>              | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         | <b>-</b>         |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp           | 24,5%            | 29,0%            | 28,4%            | 28,4%            | <b>Tổng nợ</b>                 | <b>2.233.020</b> | <b>1.958.675</b> | <b>2.111.774</b> | <b>2.275.214</b> |
| Tỷ suất LNST                    | 8,4%             | 10,1%            | 10,7%            | 16,2%            | + Thặng dư                     | -                | -                | -                | -                |
| ROE DuPont                      | 17,3%            | 19,0%            | 19,9%            | 19,4%            | + Vốn điều lệ                  | 1.295.753        | 1.295.753        | 1.295.753        | 1.295.753        |
| ROA DuPont                      | 9,6%             | 11,0%            | 12,0%            | 11,7%            | + LN chưa phân phối            | 511.901          | 566.762          | 668.901          | 794.381          |
| Tỷ suất EBIT/doanh thu          | 11,3%            | 13,3%            | 13,9%            | 13,9%            | Vốn chủ sở hữu                 | 2.830.817        | 2.996.139        | 3.221.854        | 3.477.382        |
| LNST/LNTT                       | 85,0%            | 85,0%            | 85,0%            | 85,0%            | Lợi ích cổ đông thiểu số       | -                | -                | -                | -                |
| LNTT / EBIT                     | 87,8%            | 88,8%            | 90,8%            | 90,6%            | <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>     | <b>5.063.837</b> | <b>4.954.814</b> | <b>5.333.627</b> | <b>5.752.596</b> |
| Vòng quay tổng tài sản          | 114,1%           | 109,7%           | 112,1%           | 109,5%           | <b>LCTT (Triệu VNĐ)</b>        | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      |
| Đòn bẩy tài chính               | 179,9%           | 171,9%           | 165,5%           | 165,5%           | <b>Tiền đầu năm</b>            | <b>142.542</b>   | <b>167.927</b>   | <b>696.105</b>   | <b>1.087.281</b> |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b> | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      | <b>Lợi nhuận sau thuế</b>      | <b>564.480</b>   | <b>552.305</b>   | <b>617.875</b>   | <b>650.245</b>   |
| Số ngày phải thu                | 53,2             | 52,2             | 51,2             | 49,7             | + Khấu hao                     | 158.172          | 157.874          | 160.997          | 164.117          |
| Số ngày tồn kho                 | 111,5            | 104,2            | 104,2            | 104,2            | + Điều chỉnh                   | (131.904)        | (4.535)          | (39.400)         | (36.030)         |
| Số ngày phải trả                | 18,4             | 17,7             | 17,7             | 17,7             | + Thay đổi vốn lưu động        | (661.342)        | 517.425          | (68.672)         | (57.271)         |
| Thời gian luân chuyển tiền      | 146,3            | 138,7            | 137,7            | 136,2            | <b>Tiền từ hoạt động KD</b>    | <b>(71.936)</b>  | <b>1.219.075</b> | <b>666.332</b>   | <b>716.357</b>   |
| COGS / Hàng tồn kho             | 2,8              | 3,5              | 3,5              | 3,5              | + Thanh lý tài sản cố định     | -                | -                | -                | -                |
| <b>Chỉ số TK/đòn bẩy TC</b>     | <b>2022</b>      | <b>2023</b>      | <b>2024</b>      | <b>2025</b>      | + Chi mua sắm TSCĐ             | (107.308)        | (52.452)         | (55.075)         | (57.938)         |
| CS thanh toán hiện hành         | 1,4              | 1,6              | 1,7              | 1,8              | + Tăng (giảm) đầu tư           | 417.142          | -                | -                | -                |
| CS thanh toán nhanh             | 0,7              | 1,0              | 1,1              | 1,3              | + Các hđ đầu tư khác           | 15.377           | -                | -                | -                |
| CS thanh toán tiền mặt          | 0,3              | 0,6              | 0,7              | 0,9              | <b>Tiền từ hđ đầu tư</b>       | <b>326.238</b>   | <b>(52.452)</b>  | <b>(55.075)</b>  | <b>(57.938)</b>  |
| Nợ / Tài sản                    | 0,3              | 0,3              | 0,3              | 0,3              | + Cổ tức đã trả                | (312.159)        | (343.374)        | (343.374)        | (343.374)        |
| Nợ / Vốn CSH                    | 0,6              | 0,5              | 0,5              | 0,5              | + Tăng (giảm) vốn              | -                | -                | -                | -                |
| Nợ ngắn hạn / Vốn CSH           | 0,6              | 0,5              | 0,5              | 0,5              | + Thay đổi nợ ngắn hạn         | -                | (295.071)        | 123.293          | 124.575          |
| Nợ dài hạn / Vốn CSH            | 0,0              | 0,0              | 0,0              | 0,0              | + Thay đổi nợ dài hạn          | -                | -                | -                | -                |
| Khả năng TT lãi vay             | 8,2              | 8,9              | 10,9             | 10,6             | + Các hoạt động TC khác        | -                | -                | -                | -                |
|                                 |                  |                  |                  |                  | <b>Tiền từ hoạt động TC</b>    | <b>(228.917)</b> | <b>(638.445)</b> | <b>(220.081)</b> | <b>(218.799)</b> |
|                                 |                  |                  |                  |                  | Tổng lưu chuyển tiền tệ        | 25.385           | 528.178          | 391.176          | 439.619          |
|                                 |                  |                  |                  |                  | <b>Tiền cuối năm</b>           | <b>167.927</b>   | <b>696.105</b>   | <b>1.087.281</b> | <b>1.526.901</b> |

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu NTP, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, Tòa nhà 136 – 138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Phường Nguyễn Thái  
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt  
Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**

#### **Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch  
Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng,  
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888