

Công ty Cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền phong (HNX: NTP)

MUA - Giá mục tiêu: 43,800 VNĐ/cp

Upside: **+44.55%**

Giá thị trường (tại ngày 09/04/2020): 30,300 VNĐ/cp

Biến động giá NTP và VN-Index:



Thông tin giao dịch:

KLGD TB 10 phiên: 21,978

SLCP đang lưu hành: 98,163,853

Vốn hoá (tỷ VNĐ): 2,974

Chỉ số định giá

P/E 7.27

P/B 1.16

EV/EBITDA 5.65

Chỉ số sinh lời

ROE 17.0%

ROIC 14.2%

Biên lợi nhuận

Biên lãi gộp 30.1%

Biên EBITDA 15.5%

Biên lãi ròng 8.6%

Chỉ số an toàn tài chính

Hệ số TT hiện hành 1.28

Hệ số TT nhanh 0.68

D/E 0.77

Nợ vay / Vốn chủ sở hữu 0.58

BÁO CÁO SƠ BỘ

Điểm nhấn đầu tư:

- NTP hiện đang nắm giữ khoảng 70-80% thị phần ống và phụ tùng nhựa tại miền Bắc và khoảng 30% thị phần cả nước.
- Xu hướng giảm của giá dầu có thể làm giảm giá thành nguyên vật liệu đầu vào của doanh nghiệp.
- Kết quả kinh doanh tích cực: trong năm 2019, NTP đã đạt doanh thu 4,760 tỷ VNĐ (+5.3% YoY) và LNST 409 tỷ VNĐ (+23.4% YoY).
- NTP đang tiến hành mở rộng nhà máy sản xuất tại Bình Dương và Nghệ An, nâng cao năng lực sản xuất lên 150,000 tấn sp/năm để đáp ứng nhu cầu tăng cao của thị trường.
- Cơ hội mới từ việc Chính phủ có thể phát triển các dự án đầu tư công trong năm 2020 để làm động lực phục hồi nền kinh tế.

Rủi ro đầu tư:

- Đại dịch COVID-19 có thể làm ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của NTP trong ngắn hạn, tuy nhiên mức ảnh hưởng không quá lớn, chỉ làm lợi nhuận sau thuế giảm khoảng 15-20% nếu dịch bệnh được khống chế trong Tháng 6/2020.
- Việc triển khai xây dựng dự án Bất động sản của NTP tại khu nhà xưởng cũ số 2 An Đà, TP. Hải Phòng với mức đầu tư khoảng 2,000 tỷ có thể tạo hiệu ứng tiêu cực lên giá cổ phiếu trong ngắn hạn.
- Khối lượng giao dịch trung bình phiên tương đối thấp so với các doanh nghiệp có cùng quy mô vốn hoá.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

1. Thông tin chung

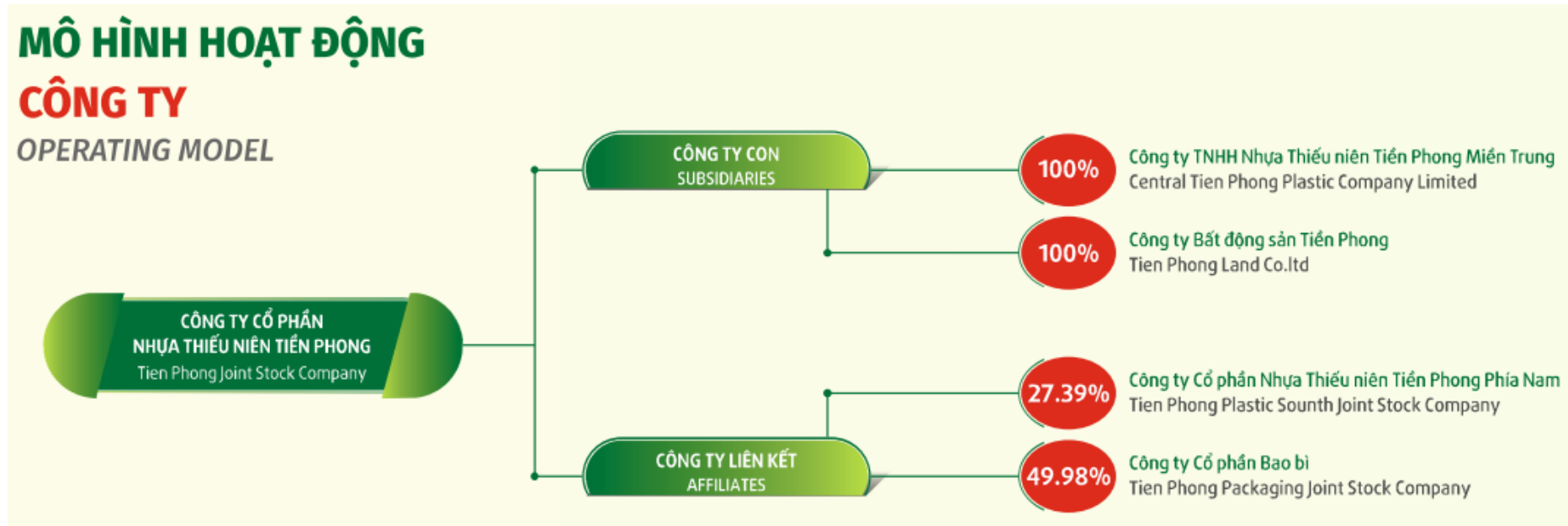
- Tên công ty: CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA THIẾU NIÊN TIỀN PHONG
- Tên tiếng Anh: Tien Phong Plastic Joint Stock Company
- Mã chứng khoán: NTP (HOSE)
- Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số: 0200167782 do Sở Kế hoạch và Đầu tư thành phố Hải Phòng cấp 30/12/2004 và các Giấy chứng nhận điều chỉnh.
- Vốn điều lệ: 892,403,020,000 đồng
- Trụ sở chính: Số 2 An Đà, phường Lạch Tray, quận Ngô Quyền, TP. Hải Phòng, Việt Nam.
- Văn phòng công ty: Số 222 Mạc Đăng Doanh, phường Hương Đạo, quận Dương Kinh, thành phố Hải Phòng, Việt Nam.
- Điện thoại: (+84) 225 381 3979
- Fax: (+84) 225 381 3979
- Website: www.nhuatienphong.vn

2. Lịch sử hình thành

- 19/05/1960 – RA ĐỜI: Nhà máy Nhựa Thiểu niên Tiên Phong chính thức được thành lập và chuyên sản xuất mặt hàng phục vụ Thiểu niên nhi đồng.
- 1990 – CHUYỂN HƯỚNG KINH DOANH: Sau 30 năm, Nhà máy chuyển hướng sản xuất từ mặt hàng truyền thống sang ống nhựa PVC, từng bước đi vào lĩnh vực công nghiệp xây dựng trước những yêu cầu đổi mới của nền kinh tế thị trường.
- 17/08/2004 – CỔ PHẦN HOÁ: Công ty chuyển đổi mô hình kinh doanh, trở thành Công ty Cổ phần Nhựa Thiểu niên Tiên Phong theo Giấy chứng nhận đăng ký kinh doanh số 0200167782 do Sở Kế hoạch và Đầu tư thành phố Hải Phòng cấp ngày 30/12/2004
- 24/10/2006 – NIÊM YẾT TRÊN SÀN CHỨNG KHOÁN: Công ty Cổ phần Nhựa Thiểu niên Tiên Phong chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn Giao dịch chứng khoán với mã chứng khoán NTP.
- 24/09/2007 – TIỀN PHONG PHÍA NAM: Công ty Cổ phần Nhựa Thiểu niên Tiên Phong phía Nam chính thức được thành lập.
- 12/09/2013 – TIỀN PHONG MIỀN TRUNG: Công ty TNHH Nhựa Thiểu niên Tiên Phong miền Trung chính thức được thành lập.
- 2015 – MỞ RỘNG QUY MÔ SẢN XUẤT: Công ty mở rộng quy mô sản xuất và di chuyển trụ sở chính về phường Hưng Đạo, quận Dương Kinh, thành phố Hải Phòng với tổng diện tích trên 20ha.
- 2016 tới nay – DẪN ĐẦU: Công ty Cổ phần Nhựa Thiểu niên Tiên Phong đã trở thành một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất kinh doanh ống và phụ tùng nhựa tại Việt Nam.

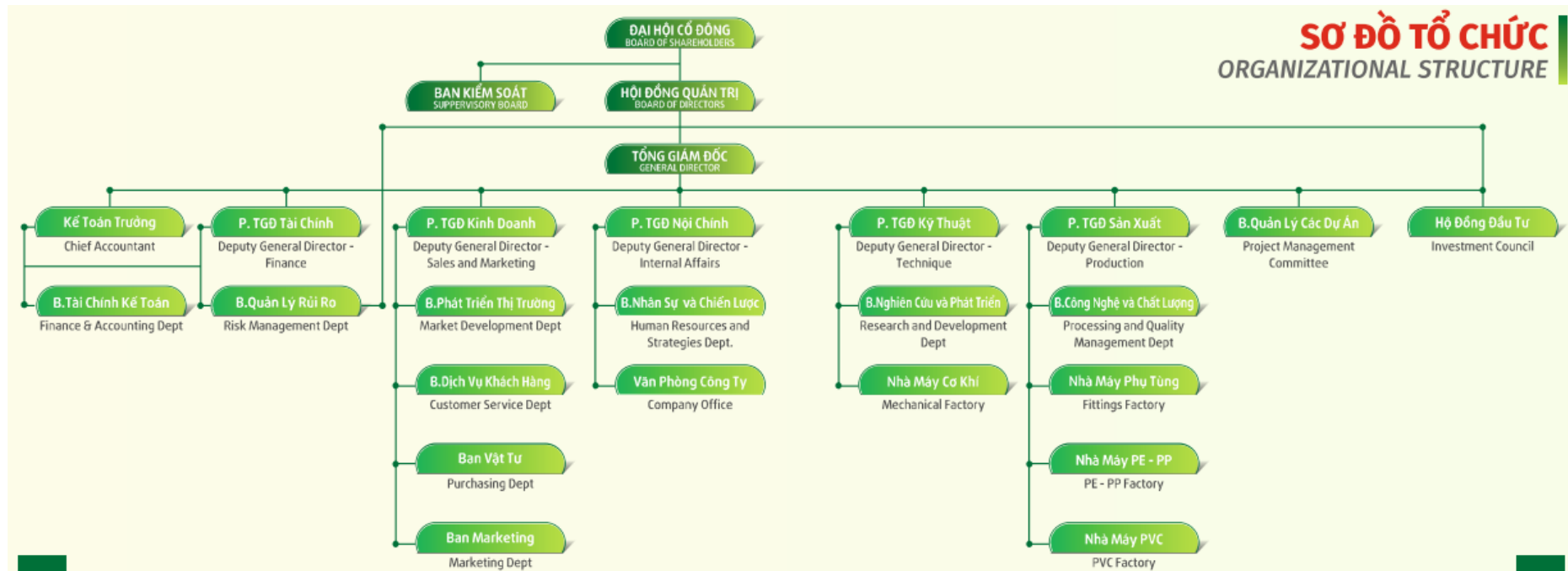
3. Cơ cấu tổ chức

- Mô hình hoạt động:



Hình 1. Mô hình hoạt động công ty (nguồn: NTP)

- Sở đồ tổ chức:



Hình 2. Sơ đồ tổ chức (nguồn: NTP)

- Ban lãnh đạo:

Họ tên	Vị trí đương nhiệm	Thông tin cá nhân	Ghi chú
Đặng Quốc Dũng	Chủ tịch HĐQT	+ SN 1968, Cử nhân Kinh tế - ĐH Thương Nghiệp Hà Nội. + Đã có 15 năm công tác tại NTP và hiện đang là Chủ tịch HĐQT kiêm TGD CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong phía Nam.	Nhóm cổ đông có liên quan đang nắm giữ 18.58% cổ phần công ty.
Noboru Kobayashi	Phó Chủ tịch HĐQT	+ Đại diện cho đối tác chiến lược Sekisui Chemical Co., Ltd.	
Chu Văn Phương	Thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	+ SN 1972, Thạc sỹ QTKD – ĐH Kinh tế Quốc dân. + Đã có 13 năm công tác tại NTP và trải qua nhiều vị trí trong khối Kinh doanh của NTP.	Nhóm cổ đông có liên quan đang nắm giữ 0.82% cổ phần công ty
Trần Ngọc Bảo	Thành viên HĐQT kiêm Kế toán Trưởng	+ SN 1976, Cử nhân Kinh tế - HV Tài chính (LB Nga) + 10 năm công tác tại NTP và trước đó từng có 9 năm kinh nghiệm tại Deloitte VN.	Đang nắm giữ 0.22% cổ phần công ty

4. Cơ cấu cổ đông (tính tới ngày 31/12/2019)

STT	Tên cổ đông	Số lượng CP sở hữu	Tỷ lệ
1	Tổng Công ty Đầu tư và Kinh doanh Vốn Nhà nước	33,111,936	33.73%
2	Sekisui Chemical Co., Ltd.	13,386,046	13.64%
3	Lê Thị Thuý Hải (vợ ông Đặng Quốc Dũng)	6,994,707	7.13%
4	Đặng Quốc Dũng	6,746,946	6.87%
5	Cổ đông khác	37,924,218	38.63%
Tổng cộng		98,163,853	100.00%

Nguồn: NTP

II. SẢN PHẨM, DỊCH VỤ VÀ CHUỖI GIÁ TRỊ

1. Ống và phụ tùng nhựa

NTP sở hữu khoảng 10,000 đầu mã sản phẩm ống và phụ tùng nhựa theo 03 loại nhựa chính: HDPE, PPR và PVC.

Một số sản phẩm của NTP:

		
Hình 3: Đai khời thủy	Hình 4: Ống HDPE	Hình 5: Tứ chạc
		
Hình 6: Nối góc 90 độ ren trong	Hình 7: Van cầu	Hình 8: Nối thẳng ren trong đồng
		
Hình 9: Máng luồn dây điện uPVC	Hình 10: Ống PP-R 2 lớp chống UV	Hình 11: Ống PP-R

2. Bất động sản

Do năm 2015, NTP đã thực hiện chuyển trụ sở chính, khu vực nhà xưởng cũ số 2 An Đà đã được thông qua thực hiện chuyển đổi mục đích sử dụng và trở thành khu tổ hợp thương mại, văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp có quy mô dự kiến ban đầu gồm 03 toà chung cư 25 tầng với hơn 300 căn hộ có tổng diện tích lên đến 8,700 m². NTP đã thành lập Công ty TNHH Bất động sản Tiền Phong năm 2015 với số vốn 20 tỷ VNĐ với vai trò là công ty dự án để quản lý và triển khai dự án Bất động sản tại đây.

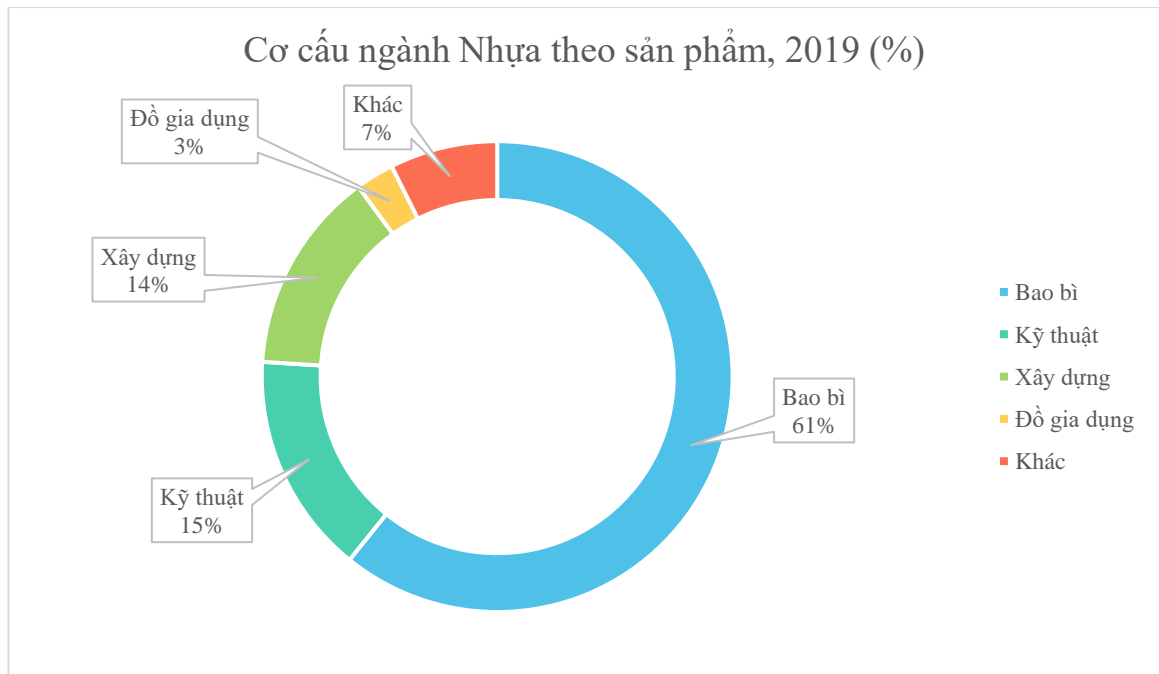
Hiện nay, dự án đã được cấp phép quy hoạch 1/500 đang trong quá trình hoàn thiện nốt các giấy tờ pháp lý và chuẩn bị triển khai xây dựng. Tổng mức đầu tư dự kiến vào khoảng hơn 2,000 tỷ VNĐ.

III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Thị trường tiêu thụ

a) Tiềm năng tăng trưởng

- *Ngành Nhựa thế giới:* Nhựa là một thuật ngữ chung cho một loạt các vật liệu dẻo tổng hợp hoặc bán tổng hợp được sử dụng phổ biến, ứng dụng rộng khắp trong hầu khắp các ngành Công nghiệp. Vật liệu nhựa cũng hợp chất hữu cơ, giống như gỗ, giấy hoặc len. Các nguyên liệu phục vụ sản xuất nhựa là những sản phẩm có nguồn gốc tự nhiên như cellulose, than đá, khí thiên nhiên, muối và quan trọng nhất là dầu mỏ. Nhựa nhiệt dẻo, với những đặc tính hoá lý nổi trội (khả năng tái sử dụng) cũng như giá thành thấp hơn so với những loại chất dẻo khác chiếm lĩnh 75% trong cơ cấu sử dụng chất dẻo toàn cầu. Trong cơ cấu nhựa nhiệt dẻo, PE (với các dẫn xuất HDPE, LDPE, LLDPE) và PP được sử dụng nhiều nhất, chiếm trên 60% tổng sản lượng nhựa nhiệt dẻo, ứng dụng chủ yếu trong sản xuất bao bì, màng bọc hay các sản phẩm gia dụng, ... Với tỷ trọng 15%, PVC là loại nhựa nhiệt dẻo được ứng dụng nhiều thứ, chủ yếu được sử dụng sản xuất vật liệu ngành Xây dựng (ống nước, khung cửa) hoặc màng bọc.



Tổng giá trị ngành Nhựa trong năm 2019 đạt 568.7 tỷ USD (tăng 7% so với 2018), tiếp tục thời kỳ tăng trưởng kéo dài hàng chục năm qua. Theo dự báo của BCC Research, giai đoạn 2020 – 2023, ngành Nhựa thế giới có thể tiếp tục đạt mức tăng trưởng trung bình khoảng 9 – 10%/năm.

Những công ty sản xuất nguyên liệu Nhựa lớn nhất thế giới chủ yếu thuộc về các quốc gia hàng đầu trong ngành công nghiệp hoá nhựa như Mỹ, Trung Quốc, Arab Saudi hay Brazil. Những công ty tại Trung Quốc có thể mạnh sản xuất PVC từ nguyên liệu than đá giá rẻ trong khi các công ty tại Mỹ hay Arab Saudi với trữ lượng dầu mỏ và khí thiên nhiên lớn, có thể mạnh trong sản xuất PE, PP hay PS.

- ✓ PVC: giá PVC chịu ảnh hưởng nhiều nhất từ giá than đá và giá dầu – do tại Trung Quốc, tỷ lệ giữa PVC sản xuất acetylen (gốc than đá) và từ ethylen (gốc dầu mỏ) là khoảng 65:35. Năm 2019, PVC khu vực Đông Nam Á đã giảm mạnh trong năm và phục hồi vào cuối năm với biên độ dao động rất mạnh do những hệ quả từ biến động các yếu tố kinh tế vĩ mô. Dự báo năm 2020, khi tình hình kinh tế vĩ mô của Trung Quốc có sự khởi sắc trở lại, giá PVC sẽ có xu hướng ít biến động hơn và ổn định tại mức như hiện nay.
- ✓ HDPE và PP: giá trong năm 2019 có xu hướng tăng do biến động tăng của giá dầu thô trong năm 2019. Giá dầu thô đầu năm 2019 đã chạm đáy ngắn hạn tại mức 42-43 USD/thùng sau đạt đỉnh 66 USD/thùng vào giữa năm, sau đó dao động mạnh trong biên độ 50-63 USD/thùng và kết thúc năm 2019 ở mức giá 62 USD/thùng.
- *Ngành Nhựa Việt Nam:* Giống như thị trường toàn cầu, tại Việt Nam, lĩnh vực Nhựa đã chứng kiến giai đoạn tăng trưởng rất mạnh giai đoạn vừa qua, trong đó 2012 – 2017 đạt 11.62%/năm. Năm 2018, ước tính tăng trưởng sản lượng Nhựa sản xuất đạt khoảng 8.3 triệu tấn, tăng 7% so với năm 2017. Tốc độ tăng trưởng giảm so với tốc độ tăng trưởng năm 2017 do tăng trưởng của cả hai ngành sản xuất chế biến và xây dựng đều chậm hơn so với năm 2017. Theo nghiên cứu của Mordor Intelligence Research, thị trường Nhựa Việt Nam dự báo

đạt tỷ lệ tăng trưởng lũy kế hàng năm (CAGR) vào khoảng 6.63% trong giai đoạn 2018 – 2023.

- *Mảng Nhựa xây dựng*: sản phẩm chủ yếu là các loại ống nước, cửa nhựa, tấm trần, sàn nhựa phục vụ cho xây dựng hoàn thiện, tăng trưởng đầu ra phụ thuộc chủ yếu vào tốc độ tăng trưởng của ngành xây dựng và bất động sản. Thị trường xây dựng tại Việt Nam chịu ảnh hưởng rất nhiều từ tốc độ tăng trưởng kinh tế và các chính sách vĩ mô. Tiềm năng phát triển của ngành trong thời gian tới đến từ những yếu tố sau:
 - ✓ Ngành BĐS đã và đang tăng trưởng mạnh trong dài hạn, dẫn đến nhu cầu đầu tư xây dựng tăng cao.
 - ✓ Tốc độ đô thị hoá của Việt Nam ở mức cao nhất khu vực Đông Nam Á, kéo theo nhu cầu xây dựng cơ sở hạ tầng và BĐS ở các thành phố duy trì ở mức cao. Theo báo cáo của BMI, mức đô thị hoá được dự báo tăng từ 34% như hiện tại lên mức 37-38% vào năm 2021 (trong khi năm 1998 mới ở mức 20%). Dân số độ tuổi 20 – 39 (hiện chiếm 34.6%) và tầng lớp trung lưu tại Việt Nam có xu hướng tăng mạnh, thu nhập hộ gia đình trung bình tăng từ \$3,765 (2016) lên \$5,768 (2021E).
 - ✓ Tăng trưởng GDP cao, lãi suất cho vay và lạm phát duy trì ổn định.
 - ✓ Vốn FDI được dự báo sẽ chảy mạnh vào Việt Nam trong những năm tiếp theo nhờ chi phí đầu tư xây dựng cơ bản thấp và quy mô, cấu trúc dân số thuận lợi.

Mặc dù có nhiều thuận lợi nhưng tăng trưởng doanh số Nhựa xây dựng đang có xu hướng chững lại khi số dự án BĐS đầu tư mới đều đang có xu hướng giảm dần do tín dụng cho BĐS đang dần bị thắt chặt khiến cho cả doanh nghiệp và người mua đều gặp khó khăn.

- *Nguyên liệu đầu vào*: hạt nhựa chiếm khoảng 70% chi phí nguyên vật liệu đầu vào nên đây là yếu tố ảnh hưởng rất lớn đến giá thành sản phẩm của ngành. Hiện nay, chỉ có 05 doanh nghiệp nội địa đang hoạt động trong việc sản xuất hạt nhựa từ các sản phẩm dầu mỏ và chỉ đáp ứng được 15-20% nhu cầu trong nước; phần còn lại, các doanh nghiệp ngành Nhựa buộc phải nhập khẩu từ nước ngoài. Thời gian mua hàng chậm, yếu tố tỷ giá và hàng rào thuế quan đang là những yếu tố gây ảnh hưởng đến hoạt động của ngành. Ngoài ra giá dầu thô và khí tự nhiên cũng là yếu tố gây ảnh hưởng gián tiếp trong dài hạn tới giá thành của hạt nhựa.
- *Cạnh tranh*: Với mảng Nhựa xây dựng, thị trường đang tập trung ở một số nhà cung cấp lớn như Nhựa Thiệu niên Tiên Phong (NTP), Nhựa Bình Minh (BMP), Nhựa Đệ Nhất, Hoa Sen Group (HSG) và một số nhà cung cấp khác. Trong đó NTP và BMP đứng đầu cả nước và tập trung chủ yếu vào 2 thị trường tương ứng là phía Bắc và phía Nam. Trong thời gian qua, việc tham gia của các doanh nghiệp mới với chính sách chiết khấu giá lớn và tăng giá nguyên liệu đã gây ảnh hưởng không nhỏ đến mức độ tăng doanh thu và biên lợi nhuận các doanh nghiệp trong ngành.

b) Chiến lược thị trường hiện tại

Hiện tại tính riêng tại miền Bắc, NTP đang nắm giữ khoảng 70-80% thị phần tiêu thụ ống và phụ tùng nhựa. Trên bình diện cả nước, các sản phẩm của NTP đang chiếm khoảng 30% tổng cầu tiêu thụ. Dưới áp lực duy trì thị phần cũng như tăng trưởng doanh thu mà vẫn đảm bảo lợi ích tối đa của các cổ đông, các kế hoạch của NTP cần rất cẩn trọng trong thực thi.

Ban Lãnh đạo NTP đã đặt ra mục tiêu cạnh tranh với các đối thủ khác ở các thị trường trong nước và nước ngoài, chủ yếu bằng việc xây dựng và phát triển các kênh phân phối hiệu quả, đồng thời thời áp dụng công nghệ thông tin trong công tác quản lý, kiểm soát chặt chẽ hệ thống kênh phân phối nhằm tối ưu hoá hiệu quả kinh doanh, cung ứng kịp thời sản phẩm đến khách hàng.

Về chuỗi giá trị, NTP chủ động tham gia vào các mô hình chuỗi giá trị khép kín từ khâu “nguyên vật liệu – sản xuất – phân phối” nhằm đảm bảo uy tín thương hiệu của công ty và mang lại lợi ích tốt nhất cho khách hàng và cổ đông.

2. Lợi thế cạnh tranh

a) Năng lực sản xuất và phân phối

- *Sản xuất ống và phụ tùng nhựa:*

Hiện tại công ty đang sở hữu 06 nhà máy trên cả nước với tổng diện tích xưởng gần 450,000 m² và gần 1,900 cán bộ công nhân viên, tổng sản lượng mỗi năm đạt khoảng 112,000 tấn sản phẩm. Cụ thể:

	Miền Bắc	Miền Trung	Miền Nam
Nhà máy	04 nhà máy với tổng diện tích khoảng 350,000 m ²	01 nhà máy với tổng diện tích khoảng 62,000 m ²	01 nhà máy với tổng diện tích khoảng 37,000 m ²
Sản lượng năm	80,000 tấn sản phẩm	15,000 tấn sản phẩm	17,000 tấn sản phẩm
Tổng số CBCNV	1,400 người	125 người	347 người

Bên cạnh đó, NTP còn đang có mạng lưới tiêu thụ rộng khắp cả nước gồm 09 Trung tâm phân phối, khoảng 400 đại lý và 15,000 điểm bán hàng trên toàn quốc.

- *Bất động sản:*

Với khoảng 20ha diện tích đất tại khu nhà xưởng cũ tại số 2 An Đà, quận Ngô Quyền, TP. Hải Phòng, NTP đang thực hiện triển khai dự án khu tổ hợp thương mại, văn phòng cho thuê và chung cư cao cấp.

b) Quan hệ đối tác





c) Nguồn lực tài chính

- *Chi phí vốn thấp:*

Với xuất thân là một doanh nghiệp nhà nước được cổ phần hoá, NTP được ưu đãi tương đối nhiều về nguồn vốn với mức lãi vay thấp và hạn mức tín dụng cao với lãi suất vay ngắn hạn trung bình chỉ khoảng 6% với khoản vay ngắn hạn và 9% với khoản vay dài hạn.

- *Dòng tiền ổn định:*

Minh chứng rõ nét nhất cho luận điểm này là việc NTP kể từ lúc niêm yết trên HNX năm 2006 tới nay, NTP chưa từng chào bán cổ phiếu cho nhà đầu tư mới hay cổ đông hiện hữu và chỉ thực hiện tăng vốn điều lệ từ nguồn lợi nhuận sau thuế. Một điểm đáng lưu ý nữa là NTP vẫn liên tục trả cổ tức đều đặn cho cổ đông

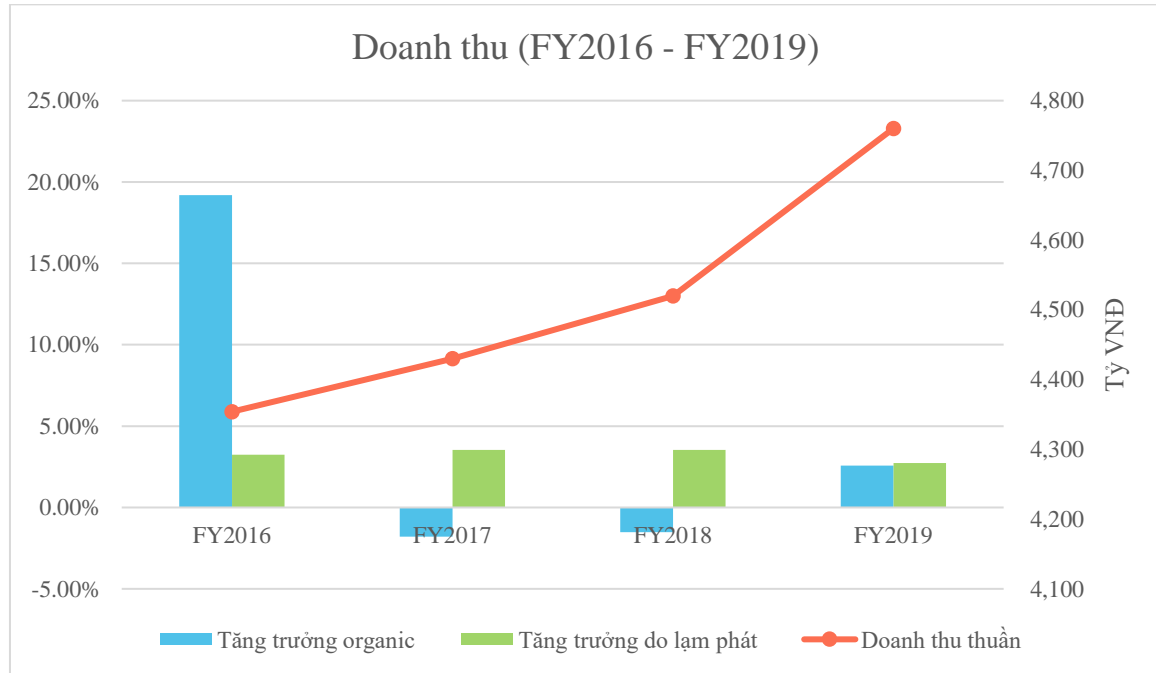
d) Lợi thế cạnh tranh

- *Thương hiệu:* với việc sở hữu mạng lưới phân phối cực lớn và thị phần 70-80% tại miền Bắc, thương hiệu Nhựa Thiếu niên Tiền Phong đã trở thành lời khẳng định về chất lượng cho các sản phẩm ống và phụ tùng nhựa.
- *Nghiên cứu và phát triển:* NTP luôn tiên phong trong việc đầu tư, nghiên cứu và ứng dụng các sản phẩm mới với chất lượng hàng đầu trong khu vực.
 - ✓ Năm 2004: NTP là đơn vị đầu tiên sản xuất ống chịu nhiệt PP-R theo tiêu chuẩn DIN8077-2008-09 và DIN8078-2008-09
 - ✓ Năm 2016: Công ty đưa vào hoạt động dây chuyền sản xuất ống nhựa HDPE DN2000 và ống HDPE/PP 2 lớp gân sóng đến DN800 theo công nghệ Châu Âu với tổng mức đầu tư 150 tỷ VNĐ. Đây là 1 trong 8 dây chuyền có thể sản xuất ống nhựa HDPE đường kính lớn đến 2,000 mm hiện có trên thế giới, NTP là doanh nghiệp đầu tiên của Việt Nam và châu Á đầu tư dây chuyền này.
 - ✓ Năm 2017 – 2018: NTP tiếp tục dành hơn 100 tỷ VNĐ đầu tư máy móc thiết bị cho các dây chuyền sản xuất ống PVC; ống HDPE và PP-R; sản xuất ống phụ tùng PVC và PP-R; thiết bị thí nghiệm và kiểm soát chất lượng sản phẩm; đầu tư dây chuyền ống MVPC DN110 – DN355; dây chuyền sản xuất ống PP-R DN20 – DN63; dây chuyền sản xuất ống gân sóng 1 vách luôn cấp điện 500kg/h; dây chuyền sản xuất ống gân sóng 2 vách thoát nước 1,000kg/h; trang bị máy ép phun 250T, 350T và

650T; máy sấy hạt, máy đóng gói phụ tùng PP-R; máy siêu âm kiểm tra mối hàn ống HDPE;...

IV. HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

1. Doanh thu



Nhìn từ bảng doanh thu phía trên, dễ dàng nhận thấy dù doanh thu NTP vẫn có sự tăng trưởng trong 4 năm qua (2016 – 2019) nhưng thực tế nếu tính thêm yếu tố điều chỉnh lạm phát thì con số này thực tế còn giảm trong năm 2017 và 2018. Tăng trưởng chỉ thực sự phục hồi đôi chút vào năm 2019 với những đầu tư mạnh mẽ về dây chuyền sản xuất trong những năm 2017 và 2018.

2. Chi phí

a) Chi phí sản xuất kinh doanh

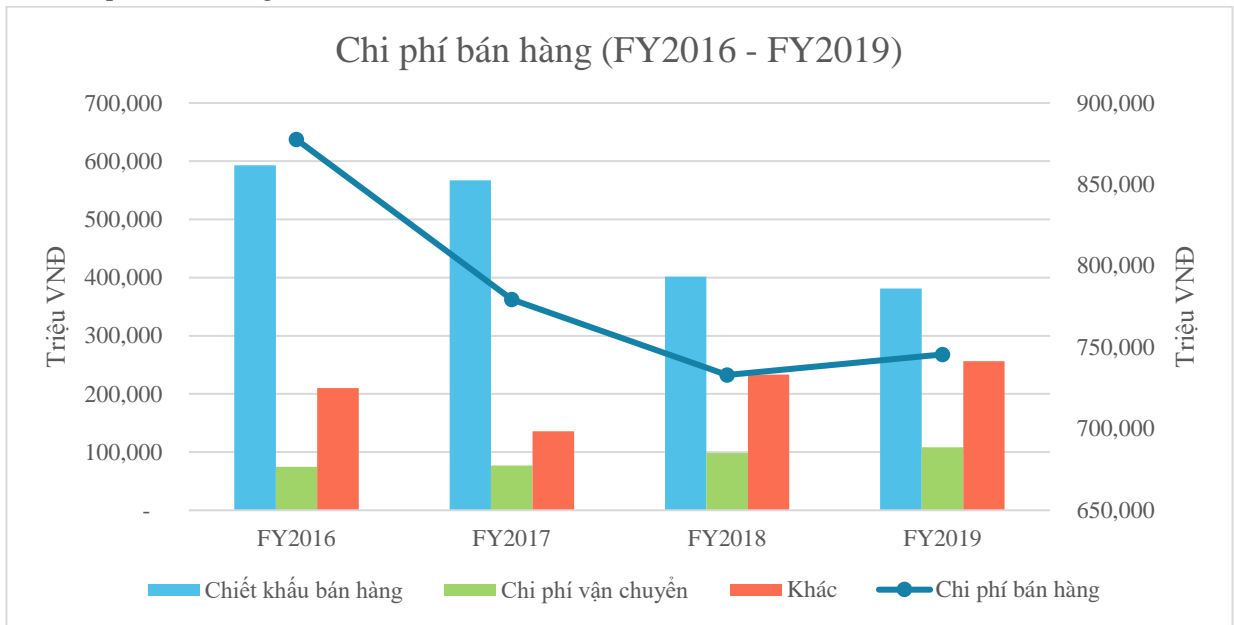
Đơn vị: triệu VNĐ	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019 ¹
Chi phí SXKD	4,124,102	4,015,483	3,951,731	4,030,766
Nguyên vật liệu	2,704,468	2,693,096	2,738,817	2,875,758
Khấu hao và hao mòn TSCĐ	204,080	222,093	133,918	149,826
Lương nhân viên	321,759	283,855	278,228	286,575
Khác	893,795	816,439	800,768	718,607

Nguồn: BCTC NTP

Như số liệu ở bảng trên, có thể thấy mặc dù chi phí SXKD của NTP có xu hướng giảm nhẹ về con số (và đang giảm tương đối mạnh nếu so sánh với doanh thu). Trong đó chi phí NVL có xu hướng ổn định và biến động theo doanh thu còn chi phí lao động và khấu hao đang có mức giảm khá mạnh đồng thời với chi phí khác. Để đi vào chi tiết hơn các khoản này, có thể bóc tách lần lượt các chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp. Cụ thể:

¹ Chi phí SXKD của FY2019 không được thuyết minh chi tiết trong BCTC HN chưa kiểm toán của NTP, số liệu cho người viết ước tính dựa trên các số liệu sẵn có trong BCTC HN.

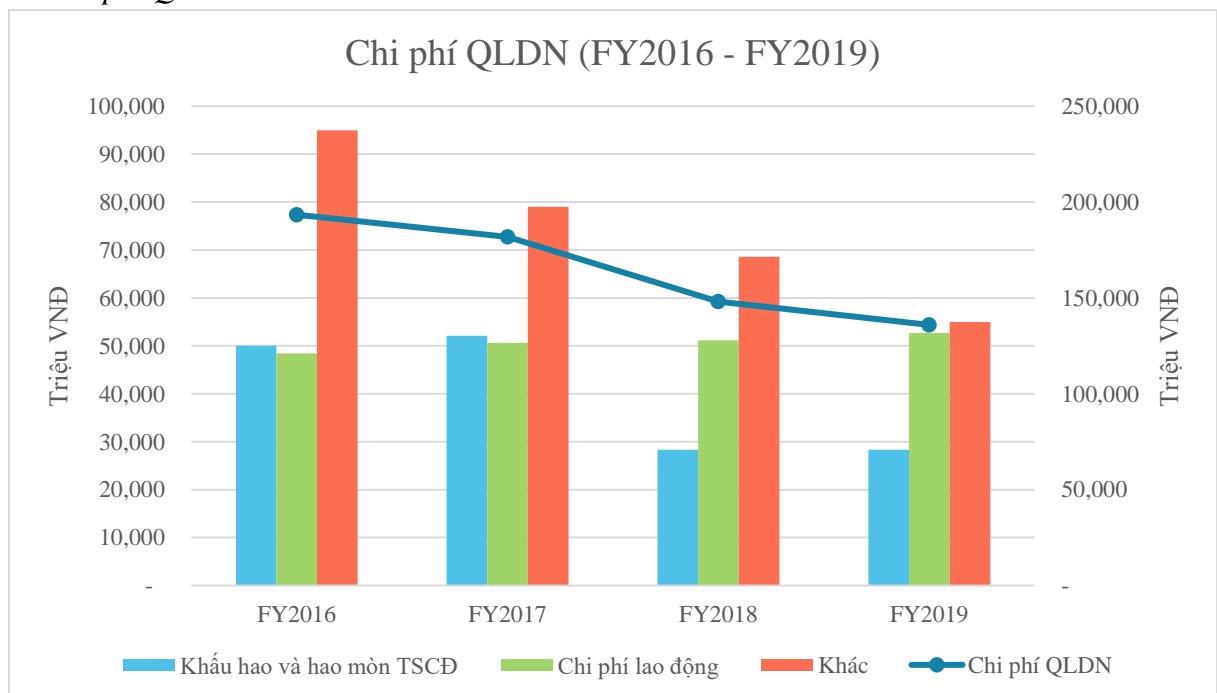
- **Chi phí bán hàng:**



Nguồn: BCTC NTP

Điều đáng lưu ý là chi phí bán hàng của NTP đang giảm rất mạnh nếu so sánh với tỷ trọng trên doanh thu, đặc biệt là chi phí chiết khấu cho đại lý đang giảm rất mạnh (khoảng 35%) Trong khi đó chi phí vận tải và các chi phí khác cũng đang có tỷ lệ tăng tương tự. Điều này đang chỉ rõ chiến lược thay đổi mô hình bán hàng của doanh nghiệp, đó là thay vì chiết khấu cao và dựa hoàn toàn vào các đại lý bán buôn, bán lẻ như trước thì giờ đây NTP đã chủ động mở các trung tâm phân phối của riêng mình để xuất hàng đi. Điều này có thể đã tạo lại áp lực cho các đại lý và NTP có thể áp mức chiết khấu thấp hơn cho các đơn vị này. Tuy nhiên bù lại là các chi phí vận chuyển và một số chi phí bán hàng có liên quan khác của NTP chắc chắn sẽ tăng lên.

- **Chi phí QLDN:**



Nguồn: BCTC NTP

Chi phí QLDN của NTP cũng giống như chi phí bán hàng, đang có xu hướng giảm khá mạnh, khoảng 30% sau 4 năm. Trong đó với việc chi phí khấu hao và hao mòn đã giảm (khả năng cao do nhiều tài sản cố định đã hết khấu hao nhưng vẫn còn giá trị sử dụng) thì việc Ban Lãnh đạo NTP duy trì được mức tăng chi phí QLDN tương đương mức lạm phát của nền kinh tế đã thể hiện khả năng quản lý chi phí rất tốt của NTP. Bên cạnh đó, các chi phí khác cho việc quản lý cũng đã giảm mạnh, khẳng định cho việc NTP đang quản lý rất tốt chi phí hoạt động của doanh nghiệp.

b) Chi phí tài chính

- *Chi phí lãi vay:*

Do thực tế doanh nghiệp không có thuyết minh chi tiết cho các khoản vay, việc ước tính chi phí lãi vay dựa trên các cơ sở thuyết minh trong mục “Vay và nợ thuê tài chính” trong BCTC kiểm toán và chưa kiểm toán các năm 2016 – 2019 của doanh nghiệp.

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
Vay ngắn hạn				
Dư nợ vay	946,315	1,366,372	1,759,594	1,362,611
Vay mới	2,473,691	3,132,862	3,826,641	3,574,438
Lãi vay ước tính ²	(40,345)	(54,312)	(82,641)	(96,659)
<i>Lãi suất</i>	4.5%-5.2%	4.5%-5.5%	4.5%-7.0%	5.8%-6.5%
Vay dài hạn				
Dư nợ vay	222,046	285,764	284,193	130,791
Vay mới	151,534	177,116	140,459	14,941
Lãi vay ước tính ³	(14,464)	(21,582)	(24,508)	(18,259)
<i>Lãi suất</i>	<i>LS tham chiếu</i> + 2%	<i>LS tham chiếu</i> + 2%	<i>LS tham chiếu</i> + 2%	<i>LS tham chiếu</i> + 2%

Nguồn: BCTC NTP

Trên cơ sở số liệu của NTP và các ước đoán về tình hình nợ vay của doanh nghiệp, có thể thấy được NTP có xu hướng vay mới nhiều trong những năm 2017 và 2018 với mục đích mua sắm các tài sản cố định phục vụ sản xuất kinh doanh.

Với việc lãi vay ngắn hạn có xu hướng tăng nhanh do yếu tố thị trường cùng dư nợ vay tương đối lớn của NTP thì bản thân doanh nghiệp khá nhạy cảm với sự thay đổi về lãi suất trên thị trường. Điều này cũng thể hiện rõ nét qua việc chi phí tài chính của NTP đã tăng rất mạnh trong năm 2018 và 2019. Tuy nhiên, vào cuối năm 2019, NTP đã hoàn thành việc trả gần 630 tỷ VNĐ dư nợ vay so với cùng kỳ năm 2018, qua đó giảm tín hiệu việc Ban Lãnh đạo NTP rất chú ý tới rủi ro tín dụng của doanh nghiệp.

Các khoản vay dài hạn của NTP có mức lãi suất rất ưu đãi (LS tham chiếu + 2%, so với mức +3.5% của nhiều doanh nghiệp khác) vẫn được doanh nghiệp thực hiện hoàn trả đúng hạn và bản thân NTP cũng đã có lộ trình rõ ràng cho việc hoàn trả các khoản vay này.

² Được ước tính trên cơ sở chủ quan của người viết

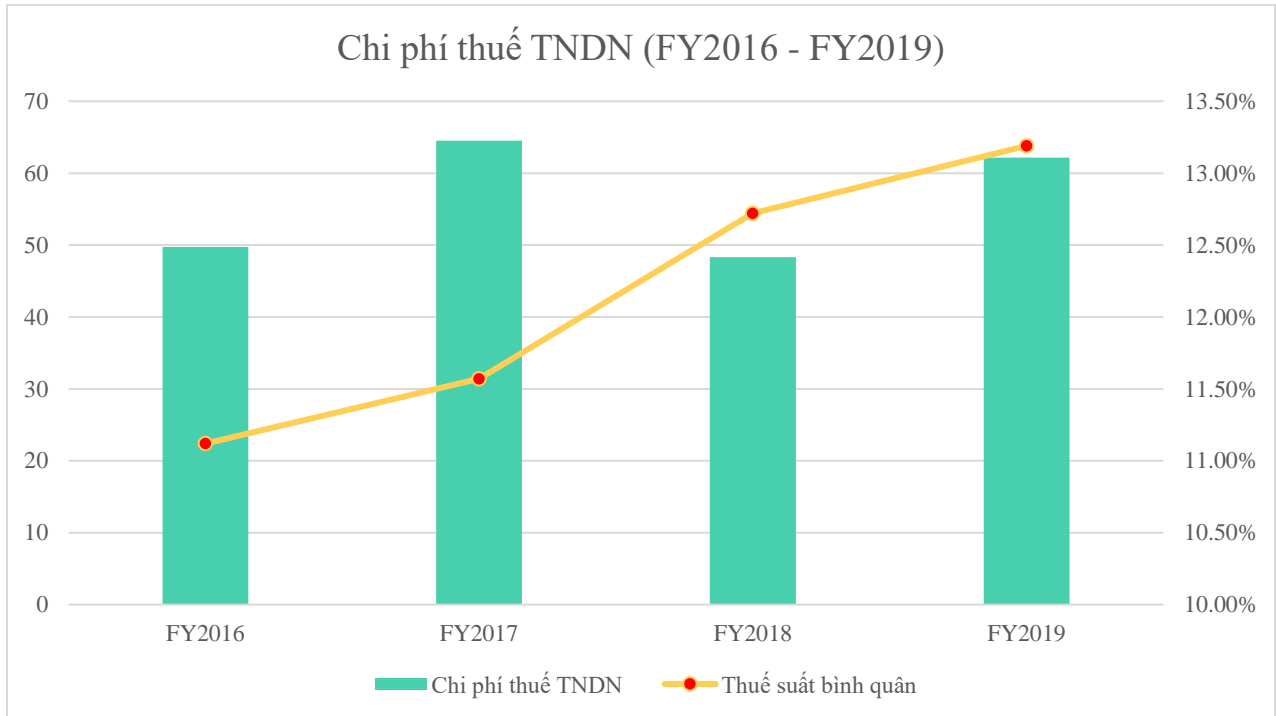
³ Được ước tính trên cơ sở chủ quan của người viết

- **Cổ tức:**

Thực tế do việc SCIC vẫn nắm giữ gần 34% cổ phần của NTP, áp lực của việc trả cổ tức đều đặn là không thể tránh khỏi. Tuy vậy, áp lực này đã tạm giảm dần qua từng năm và có thể trong tương lai gần thì NTP sẽ giữ mức trả cổ tức thấp để dồn nguồn lực tài chính cho dự án BĐS tại khu nhà xưởng cũ ở số 2 An Đà, quận Ngô Quyền, TP. Hải Phòng.

Đầu năm 2020, NTP cũng đã thực hiện chi trả hơn 98 tỷ VNĐ cổ tức cho các cổ đông và rất có thể đây sẽ là đợt chi trả cổ tức duy nhất cho năm 2019.

c) Chi phí thuế



Nguồn: BCTC NTP

Chi phí thuế TNDN của NTP dựa trên cơ Lợi nhuận kế toán trước thuế của doanh nghiệp nên khi lợi nhuận của doanh nghiệp có xu hướng chững lại thì mức thuế TNDN của NTP cũng dao động ở mức 50-60 tỷ VNĐ mỗi năm. Tuy vậy điều đáng lưu ý ở đây là mức thuế suất TNDN của NTP đang có xu hướng tăng, điều này có thể giải thích do tỷ trọng sản phẩm chịu mức thuế suất 20% của NTP đang có xu hướng nhiều hơn sản phẩm chịu mức thuế suất 5%, đồng thời Công ty TNHH Nhựa Thiếu niên Tiền Phong miền Trung (công ty con của NTP) cũng đang trong giai đoạn nhận ưu đãi về thuế.

3. Tài sản và nợ phải trả hoạt động

Đơn vị: triệu VNĐ	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
Tài sản ngắn hạn	1,924,008	2,302,421	2,663,121	2,357,735
Tiền mặt	109,950	124,508	83,066	307,023
Các khoản phải thu	1,080,154	1,293,193	1,549,584	958,487
Hàng tồn kho	716,906	852,975	995,457	1,070,320
Tài sản dài hạn	1,495,700	1,959,301	2,213,174	2,189,130

Tài sản cố định	1,115,092	1,315,384	1,552,279	1,536,486
Nợ phải trả ngắn hạn	1,399,004	1,932,727	2,387,372	1,848,655
Vay và nợ thuê tài chính	994,092	1,455,610	1,884,177	1,362,611
Phải trả người bán	147,852	269,939	268,111	254,560
Chi phí phải trả	105,455	113,505	131,790	122,598
<i>HS thanh toán hiện hành</i>	<i>1.38</i>	<i>1.19</i>	<i>1.12</i>	<i>1.28</i>
<i>HS thanh toán nhanh</i>	<i>0.85</i>	<i>0.73</i>	<i>0.68</i>	<i>0.68</i>

Như quan sát thì NTP luôn đảm bảo thanh khoản của doanh nghiệp với hệ số thanh toán hiện hành luôn lớn hơn 1.00 và hệ số thanh toán nhanh khoảng 0.7. Tuy nhiên có một vấn đề cần lưu ý là NTP có rất nhiều khoản phải thu với một công ty liên kết là CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong phía Nam, điều này có thể làm ảnh hưởng sai lệch tới các chỉ số tài chính quan trọng của doanh nghiệp. Đáng chú ý là vào năm 2019, việc hoàn thành thu hồi các khoản thu đã giúp doanh nghiệp nắm giữ nhiều vị thế tiền mặt (khoảng hơn 300 tỷ VNĐ) vào cuối năm, kết quả là NTP đã tiến hành trả khoảng 98 tỷ VNĐ tiền cổ tức cho các cổ đông. Ngoài ra theo dự báo của chúng tôi, khả năng cao NTP sẽ tiếp tục duy trì số dư thấp với các khoản phải thu nhờ sự chuyển dịch mô hình kinh doanh mà thông qua đó, việc hoàn thành thanh toán của các đại lý sẽ diễn ra nhanh hơn. Tuy vậy điều này cũng sẽ phải đánh đổi bằng việc lượng hàng tồn kho cũng sẽ có xu hướng lớn hơn và sẽ cần nỗ lực rất lớn từ phía khối Bán hàng của NTP để có thể duy trì doanh thu và dòng tiền ổn định cho doanh nghiệp.

4. Tài sản đầu tư

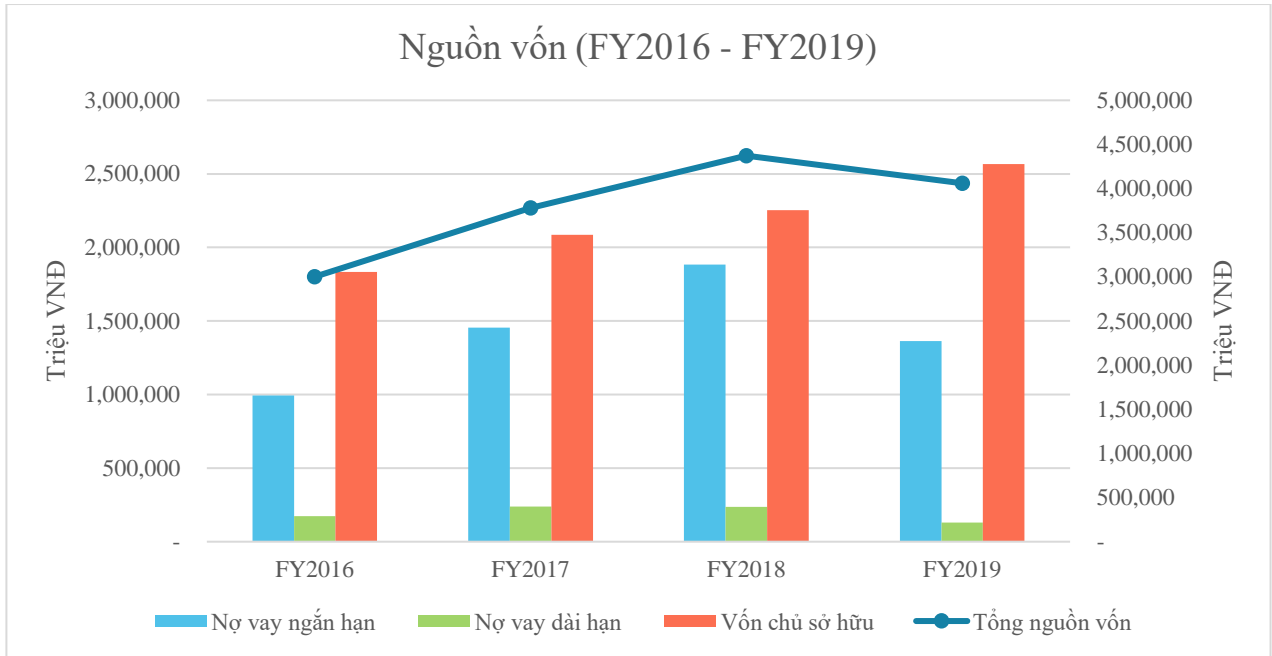
<i>Đơn vị: triệu VNĐ</i>	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
Tổng tài sản đầu tư	361,116	635,774	640,519	640,562
Tài sản XDCB dở dang	215,147	191,781	184,495	130,715
Đầu tư tài chính dài hạn	145,969	443,993	456,024	509,847

Nguồn: BCTC NTP

Bên cạnh việc đầu tư trực tiếp các tài sản cố định phục vụ mảng hoạt động sản xuất cốt lõi thì NTP cũng có triển khai đầu tư vốn cổ phần của một số doanh nghiệp nước sạch như CTCP Cấp nước Nam Định (UpCOM: NDW), CTCP Nước Thủ Dầu Một (HOSE: TDM) và CTCP Cấp thoát nước tỉnh Hà Giang (chưa niêm yết/đăng ký GD). Trong năm 2018, NTP cũng đã dành 150 tỷ VNĐ để đầu tư trái phiếu của Vietinbank (HOSE: CTG) với kỳ hạn 10 năm. Tuy vậy, với việc NTP đang cố gắng chiếm giữ thêm thị phần thì việc đầu tư góp vốn để hợp tác cùng các doanh nghiệp ngành Nước là một hướng đi phát triển có phần mạo hiểm của Ban Lãnh đạo và kết quả của hành động này chắc chắn sẽ phản ánh vào hoạt động kinh doanh của NTP trong thời gian tới.

Lưu ý là với kế hoạch triển khai dự án Bất động sản với tổng mức đầu tư hơn 2,000 tỷ đồng, NTP cần khoảng 800 tỷ VNĐ từ vốn chủ sở hữu, tương ứng với khoảng 2 năm lợi nhuận sau thuế. Điều này đồng nghĩa với việc NTP sẽ phải cân nhắc việc cân đối lại nguồn tài chính khi dư nợ hiện tại của NTP cũng không phải là con số nhỏ.

5. Nguồn vốn

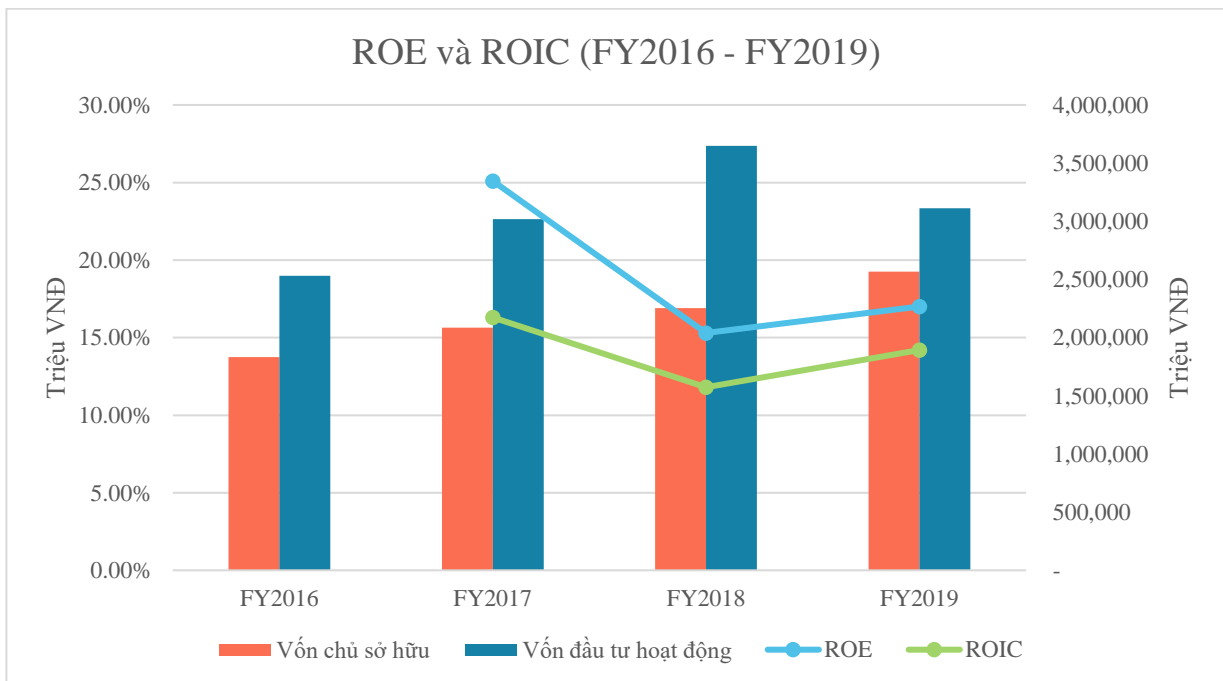


Nguồn: BCTC NTP

Từ hình vẽ có thể thấy dư nợ vay của NTP không quá cao và sau 2 năm có xu hướng tăng vì đầu tư tài sản trong năm 2017 và 2018 thì sang năm 2019, dư nợ tín dụng của NTP đã có dấu hiệu hạ nhiệt. Đó là còn chưa kể việc nắm giữ khoảng 310 tỷ VNĐ tiền mặt, lớn hơn khá nhiều do với các năm trước. Trong tương lai, với xu hướng lãi suất như hiện nay cộng thêm áp lực hoàn thiện dự án Bất động sản, NTP cần rất cẩn trọng trong việc tính toán nguồn vốn khi mặt bằng chung lãi vay cho các dự án Bất động sản hoặc đang bị siết chặt hoặc đang ở mức cao (khoảng 11-14%/năm).

6. Hiệu quả sử dụng vốn và chi phí

a) ROIC⁴ và ROE

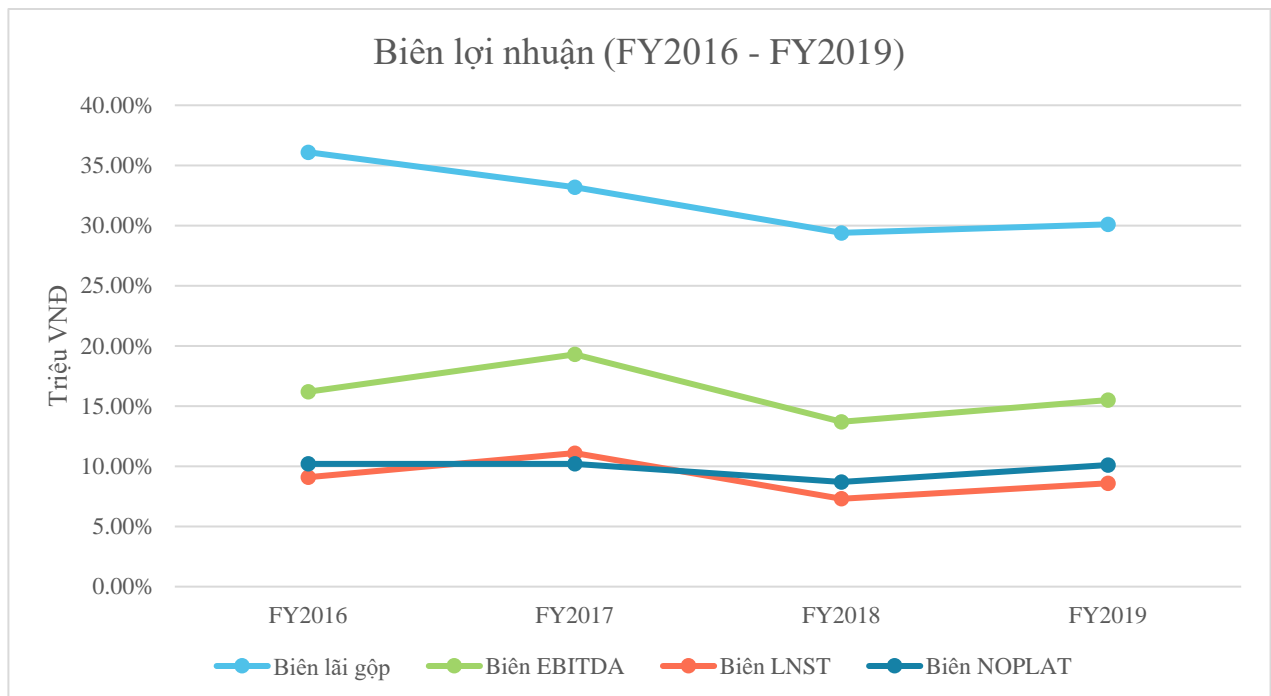


⁴ ROIC = NOPLAT / Average Invested Capital

Nguồn: BCTC NTP

Từ biểu đồ, chúng ta có thể thấy dù ROE và ROIC năm 2019 của NTP vẫn chưa thể phục hồi lại như năm 2017 nhưng việc NTP vẫn giữ được ROE ở mức 17% và ROIC ở mức 14.2% là một nỗ lực tuyệt vời. Con số trên vẫn cao hơn tương đối so với kỳ vọng về chi phí vốn ước tính hiện tại của doanh nghiệp. Tuy nhiên với áp lực xoay vòng nguồn vốn kinh doanh cùng với việc mở rộng quy mô của doanh nghiệp, việc duy trì mức sinh lời cao vẫn là một thách thức không nhỏ với Ban Lãnh đạo NTP. Dự kiến trong tương lai, NTP vẫn có thể duy trì ROIC ở ngưỡng 14-17% và đảm bảo tốt việc sử dụng vốn.

b) Biên lợi nhuận



Nguồn: BCTC NTP

Nhìn từ xu hướng, có thể thấy rõ mức biên lãi gộp của NTP đang có dấu hiệu suy giảm tương đối mạnh và chưa có tín hiệu phục hồi. Tuy nhiên nhờ việc cắt giảm chi phí bán hàng và chi phí QLDN vô cùng hiệu quả thì các biên lợi nhuận khác đều có xu hướng duy trì. Đặc biệt mức biên NOPLAT / Doanh thu của doanh nghiệp vẫn khá ổn định ở ngưỡng 10% và thể hiện lợi nhuận kinh doanh của NTP vẫn rất ổn định so với doanh thu. Tuy vậy vẫn rất khó để kỳ vọng vào việc tiếp tục cắt giảm chi phí bán hàng và QLDN để tăng lợi nhuận vì cắt giảm các chi phí này đồng nghĩa với việc NTP sẽ phải tăng được mức biên lãi gộp về ngưỡng 35-40% như trước và đồng thời phải duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu cao hơn lạm phát để có thể kỳ vọng vào sự phát triển trong tương lai.

V. RỦI RO HOẠT ĐỘNG CỦA DOANH NGHIỆP

a) Rủi ro thị trường tiêu thụ sản phẩm

Với đặc thù là sản phẩm nhựa Xây dựng, các rủi ro chủ yếu của NTP một phần sẽ đến từ **chu kỳ hoạt động** của các doanh nghiệp **xây dựng và bất động sản**. Tuy vậy với việc các sản phẩm của NTP lại là một **sản phẩm thiết yếu** với các hộ gia đình cũng như các công ty cấp thoát nước thì nhìn chung rủi ro từ việc tiêu thụ sản phẩm của NTP là tương đối thấp.

Đầu năm 2020, sự lây lan và nguy hiểm bất ngờ của đại dịch COVID-19 bắt nguồn từ tỉnh Hồ Bắc, Trung Quốc đã gây tác động vô cùng tiêu cực và nặng nề tới nền kinh tế thế giới. Việt Nam với nền kinh tế có sự phụ thuộc rất lớn vào Trung Quốc hiển nhiên là một trong những quốc gia bị ảnh hưởng lớn nhất từ đại dịch này. Tuy nhiên hiện tại chưa có báo cáo cụ thể nào về tác động cụ thể và dự báo về mặt thời gian khống chế dịch bệnh cũng như thông báo cụ thể từ phía NTP về hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian đại dịch COVID-19 vẫn đang lan rộng.

Nhưng với cơ sở thận trọng, việc lợi nhuận của NTP có thể bị ảnh hưởng tiêu cực khoảng 10-20% trong năm 2020 là hoàn toàn có thể xảy ra dựa trên việc sản xuất và nhu cầu sử dụng sản phẩm bị hạn chế khoảng 50% trong thời gian 4 tháng (tháng 3/2020 tới tháng 6/2020). Điều này đã được phản ánh vào giá mục tiêu của doanh nghiệp.

b) Ảnh hưởng từ giá dầu và các sản phẩm dẫn xuất dầu mỏ

Năm 2020 cũng chứng kiến một cuộc chiến dầu mỏ tàn khốc giữa Nga, OPEC và Mỹ. Ngày 08/03/2020, Saudi Arabia đã bắt đầu cuộc chiến giá dầu với Nga, tạo ra một cuộc giảm giá rất mạnh với việc giá dầu thô giảm hơn 50% sau vài tuần, từ mức giá đóng cửa 41.28 USD/thùng (ngày 06/03/2020) xuống 20.09 USD/thùng (ngày 30/03/2020). Mức giá này cũng ghi nhận mức sụt giảm hơn 65% kể từ đầu năm 2020 và là mức thấp nhất (chưa điều chỉnh lạm phát) trong hơn 18 năm qua.



c) Rủi ro lãi suất và rủi ro tín dụng

Như đã nói ở phần trước, việc NTP sử dụng tương đối nhiều các khoản vay nợ để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình nên rất dễ phải đối mặt với rủi ro từ biến động lãi suất.

Bên cạnh đó, dự án Bất động sản với mức đầu tư dự kiến hơn 2,000 tỷ VNĐ cũng đang tạo áp lực vay vốn cho NTP và nếu triển khai xây dựng dự án này thì rủi ro lãi suất của NTP sẽ là vô cùng lớn khi hàng nghìn tỷ VNĐ của doanh nghiệp có nguy cơ sẽ bị đọng lại trong khi thị trường Bất động sản đang diễn biến rất xấu.

Ngoài ra với việc chắc chắn trong tương lai, chính phủ sẽ thực hiện chính sách tài khoá mở rộng và Ngân hàng Nhà nước cũng đồng thời thực hiện chính sách tiền tệ mở rộng để chống đỡ cho nền kinh tế trước đại dịch COVID-19 và kích thích nền kinh tế sản xuất sau dịch bệnh. Thực tế, vào ngày 16/03/2020, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam đã giảm tất cả các loại lãi suất điều hành và hạ mức dự trữ bắt buộc với các ngân hàng.

d) Rủi ro từ đối thủ cạnh tranh

Xét về quy mô và năng lực thì hiện tại chỉ có Nhựa Bình Minh (BMP), Hoa Sen Group (HSG) và Nhựa Đệ Nhất (NDN) là có thể so sánh với NTP. Cụ thể:

	NTP	BMP	HSG	NDN
Năm thành lập	1960	1977	2001	1994
Sản phẩm chính	Ống và phụ tùng Nhựa HDPE, PPR và PVC	Ống và phụ tùng Nhựa HDPE, PPR và PVC	Tôn, thép dây mạ, ống kẽm và ống Nhựa	Ống và phụ tùng Nhựa HDPE, PPR và PVC
Doanh thu SX (2019)	4,789 tỷ	4,192 tỷ	15,030 tỷ (doanh thu sản xuất)	N/A
LN sau thuế (2019)	409 tỷ	423 tỷ	361 tỷ	N/A
Tổng tài sản (2019)	4,547 tỷ	2,850 tỷ	17,225 tỷ	N/A
Vốn chủ sở hữu (2019)	2,567 tỷ	2,469 tỷ	5,468 tỷ	N/A
ROE (2019)	17.0%	17.2%	6.8%	N/A
ROA (2019)	8.7%	14.9%	1.9%	N/A

Trong các đối thủ thì thực tế chỉ có BMP là doanh nghiệp có tính tương đồng về cả sản phẩm và quy mô với NTP. Tuy vậy thì BMP lại hoạt động chủ yếu tại khu vực miền Nam trong khi NTP lại chiếm chủ yếu thị phần ở miền Bắc. Để cạnh tranh, NTP cũng đã đầu tư nhà máy sản xuất tại miền Nam trong khi BMP cũng đã vận hành sản xuất tại miền Bắc. Điều đó khiến cán cân thị phần tương đối giữa 2 doanh nghiệp thực tế không có nhiều sự thay đổi nhưng đã góp phần đáp ứng nhu cầu sử dụng đang tăng và loại bỏ bớt các đơn vị sản xuất nhỏ lẻ và yếu kém.

HSG thực tế có doanh thu chủ yếu từ các sản phẩm tôn, mạ và ống kẽm còn các sản phẩm ống nhựa đóng góp không nhiều doanh thu cho HSG. Tuy nhiên do hạn chế về mặt thông tin nên khó có thể xác định chi tiết mảng kinh doanh này của Tập đoàn Hoa Sen.

Nhựa Đệ Nhất là doanh nghiệp liên doanh giữa Công ty Công nghiệp Nhựa Taying (Đài Loan) và Công ty TNHH Thương mại Sản xuất Hiệp Hưng (Việt Nam). Doanh nghiệp cũng đang có 03 nhà máy (02 ở Long An và 01 ở Hải Dương).

VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

1. Bảng Cân đối kế toán

Cân đối kế toán	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
TÀI SẢN															
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	1,924,008	2,302,421	2,663,121	2,357,735	2,344,166	2,475,591	2,622,943	2,741,521	2,917,616	3,021,695	3,135,725	3,381,491	3,483,057	3,594,220	3,709,285
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	109,950	124,508	83,066	307,023	430,987	334,518	317,003	368,574	335,045	301,393	314,174	483,080	478,987	496,511	516,894
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,080,154	1,293,193	1,549,584	958,487	1,069,514	1,190,593	1,267,493	1,267,632	1,421,987	1,491,638	1,541,048	1,579,916	1,645,188	1,694,010	1,744,540
IV. Hàng tồn kho	716,906	852,975	995,457	1,070,320	820,467	923,027	1,009,714	1,076,564	1,128,548	1,194,743	1,245,587	1,282,705	1,321,625	1,365,288	1,408,325
V. Tài sản ngắn hạn khác	16,998	31,745	35,014	21,905	23,197	27,453	28,733	28,751	32,037	33,921	34,916	35,790	37,256	38,411	39,527
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	1,495,700	1,959,301	2,213,174	2,189,130	2,139,145	2,087,306	2,039,166	1,989,499	1,933,124	1,873,935	1,812,729	1,597,916	1,529,335	1,457,579	1,382,557
II. Tài sản cố định	1,115,092	1,315,384	1,552,279	1,536,486	1,485,348	1,433,515	1,382,868	1,333,523	1,275,482	1,215,595	1,153,477	1,088,311	1,018,984	946,635	870,955
1. Tài sản cố định hữu hình	1,072,129	1,276,794	1,515,883	1,457,165	1,398,108	1,336,303	1,272,826	1,206,885	1,138,828	1,068,407	995,611	920,307	842,456	761,955	678,719
3. Tài sản cố định vô hình	42,963	38,590	36,396	79,321	87,240	97,212	110,042	126,638	136,654	147,188	157,866	168,004	176,529	184,680	192,236
IV. Tài sản dở dang dài hạn	215,147	191,781	184,495	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715	130,715
V. Đầu tư tài chính dài hạn	145,969	443,993	456,024	509,847	509,847	509,847	509,847	509,847	509,847	509,847	509,847	359,847	359,847	359,847	359,847
VI. Tài sản dài hạn khác	19,492	8,143	20,376	12,082	13,235	13,229	15,736	15,414	17,080	17,778	18,690	19,043	19,788	20,382	21,040
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	3,419,708	4,261,722	4,876,295	4,546,865	4,483,311	4,562,896	4,662,109	4,731,020	4,850,740	4,895,630	4,948,453	4,979,407	5,012,391	5,051,799	5,091,842
NGUỒN VỐN															
A. NỢ PHẢI TRẢ	1,586,273	2,175,714	2,623,789	1,979,446	1,697,710	1,470,958	1,216,613	961,122	786,117	574,471	595,719	613,515	632,644	652,185	671,763
I. Nợ ngắn hạn	1,399,004	1,932,727	2,387,372	1,848,655	1,632,315	1,470,958	1,216,613	961,122	786,117	574,471	595,719	613,515	632,644	652,185	671,763
1. Phải trả người bán ngắn hạn	147,852	269,939	268,111	254,560	212,085	248,798	261,086	275,430	294,113	311,974	322,644	332,406	343,590	354,726	365,449
3. Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	46,553	9,311	21,408	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276	17,276
4. Phải trả người lao động	65,275	47,648	44,089	72,779	50,586	52,565	58,252	65,796	66,838	70,093	73,640	76,330	78,133	80,690	83,389
5. Chi phí phải trả ngắn hạn	105,455	113,505	131,790	122,598	104,174	115,483	125,639	131,901	140,508	148,109	154,130	158,574	163,796	169,038	174,319
10. Vay và nợ thuế tài chính ngắn hạn	994,092	1,455,610	1,884,177	1,362,611	1,223,968	1,015,104	731,412	446,298	240,473	-	-	-	-	-	-
II. Nợ dài hạn	187,269	242,987	236,417	130,791	65,396	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
8. Vay và nợ thuế tài chính dài hạn	174,269	237,987	236,417	130,791	65,396	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,833,435	2,086,008	2,252,506	2,567,419	2,785,600	3,091,938	3,445,495	3,769,898	4,064,623	4,321,159	4,352,734	4,365,892	4,379,747	4,399,613	4,420,079
I. Vốn chủ sở hữu	1,832,795	2,085,368	2,252,506	2,567,419	2,785,600	3,091,938	3,445,495	3,769,898	4,064,623	4,321,159	4,352,734	4,365,892	4,379,747	4,399,613	4,420,079
1. Vốn góp của chủ sở hữu	743,673	892,403	892,403	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639	981,639
8. Quỹ đầu tư phát triển	722,568	732,247	824,403	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542	962,542
11. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	366,554	460,718	535,700	623,238	841,419	1,147,757	1,501,314	1,825,717	2,120,442	2,376,978	2,408,553	2,421,711	2,435,566	2,455,432	2,475,898
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	3,419,708	4,261,722	4,876,295	4,546,865	4,483,311	4,562,896	4,662,108	4,731,019	4,850,740	4,895,630	4,948,453	4,979,407	5,012,391	5,051,798	5,091,842

2. Báo cáo Kết quả Hoạt động kinh doanh

Kết quả kinh doanh	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
3. Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	4,354,163	4,430,132	4,519,645	4,759,862	3,962,225	4,328,455	4,682,308	5,014,275	5,324,506	5,599,956	5,832,691	6,016,496	6,207,029	6,403,285	6,605,565
4. Giá vốn hàng bán	(2,784,214)	(2,957,523)	(3,188,697)	(3,325,382)	(2,781,374)	(3,032,677)	(3,274,589)	(3,502,278)	(3,715,125)	(3,904,805)	(4,065,640)	(4,193,570)	(4,326,170)	(4,462,796)	(4,603,626)
5. Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,569,949	1,472,609	1,330,949	1,434,480	1,180,851	1,295,778	1,407,719	1,511,997	1,609,381	1,695,150	1,767,051	1,822,926	1,880,859	1,940,489	2,001,938
6. Doanh thu hoạt động tài chính	2,389	2,465	15,053	16,780	30,238	30,791	31,349	31,910	32,506	33,119	33,747	27,795	21,866	22,558	23,270
7. Chi phí tài chính	(55,727)	(76,655)	(107,603)	(114,918)	(88,620)	(72,231)	(54,142)	(36,509)	(21,290)	(7,455)	-	-	-	-	-
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>(54,809)</i>	<i>(75,894)</i>	<i>(107,149)</i>	<i>(114,918)</i>	<i>(88,620)</i>	<i>(72,231)</i>	<i>(54,142)</i>	<i>(36,509)</i>	<i>(21,290)</i>	<i>(7,455)</i>	-	-	-	-	-
8. Phần lãi/lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	7,616	109,389	19,053	12,923	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
9. Chi phí bán hàng	(877,567)	(779,347)	(733,045)	(745,661)	(620,706)	(678,079)	(733,512)	(785,516)	(834,116)	(877,267)	(913,726)	(942,520)	(972,368)	(1,003,113)	(1,034,801)
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	(193,387)	(181,748)	(148,052)	(135,939)	(133,917)	(140,270)	(146,196)	(152,078)	(157,885)	(163,597)	(169,080)	(174,354)	(179,818)	(185,459)	(191,275)
11. Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	453,273	546,712	376,355	467,664	367,846	435,989	505,219	569,803	628,596	679,951	717,993	733,847	750,539	774,474	799,132
12. Thu nhập khác	1,070	11,454	5,647	9,151	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
13. Chi phí khác	(7,006)	(1,182)	(2,157)	(5,629)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14. Lợi nhuận khác	(5,936)	10,273	3,491	3,522	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	447,336	556,985	379,845	471,186	367,846	435,989	505,219	569,803	628,596	679,951	717,993	733,847	750,539	774,474	799,132
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	(49,763)	(64,450)	(48,328)	(62,160)	(51,498)	(63,218)	(80,835)	(96,867)	(106,861)	(115,592)	(122,059)	(124,754)	(127,592)	(131,661)	(135,852)
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	397,574	492,535	331,517	409,026	316,348	372,771	424,384	472,937	521,735	564,360	595,934	609,093	622,947	642,814	663,279
<i>Lợi ích của cổ đông thiểu số</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty mẹ</i>	<i>397,574</i>	<i>492,535</i>	<i>331,517</i>	<i>409,026</i>	<i>316,348</i>	<i>372,771</i>	<i>424,384</i>	<i>472,937</i>	<i>521,735</i>	<i>564,360</i>	<i>595,934</i>	<i>609,093</i>	<i>622,947</i>	<i>642,814</i>	<i>663,279</i>

3. Các chỉ số tài chính

RATIOS

Hoạt động

Số ngày hàng tồn kho	94	97	106	113	124	105	108	109	108	109	110	110	110	110	110
Số ngày phải thu KH	85	88	106	92	87	89	90	87	87	89	89	89	89	90	89
Số ngày phải trả NB		25	29	28	34	27	28	27	28	28	28	28	28	28	28
CCC	161	182	177	177	167	170	168	167	167	170	171	171	171	171	171
Vòng quay Vốn lưu động															
Vòng quay Tổng tài sản	1.13	0.97	0.96	1.05	0.88	0.94	1.00	1.05	1.09	1.14	1.18	1.20	1.23	1.26	
Thanh khoản															
HS thanh toán nhanh	0.85	0.73	0.68	0.68	0.92	1.04	1.30	1.70	2.24	3.12	3.11	3.36	3.36	3.36	3.37
HS thanh toán hiện hành	1.38	1.19	1.12	1.28	1.44	1.68	2.16	2.85	3.71	5.26	5.26	5.51	5.51	5.51	5.52
Đòn bẩy tài chính															
D/A	0.46	0.51	0.54	0.44	0.38	0.32	0.26	0.20	0.16	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13	0.13
D/E	0.87	1.04	1.16	0.77	0.61	0.48	0.35	0.25	0.19	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15
Interest-bearing Debt / Equity	0.64	0.81	0.94	0.58	0.46	0.33	0.21	0.12	0.06	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận trên doanh thu															
Biên lãi gộp	36.1%	33.2%	29.4%	30.1%	29.8%	29.9%	30.1%	30.2%	30.2%	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%	30.3%
Biên EBITDA	16.2%	19.3%	13.7%	15.5%	15.4%	15.5%	15.5%	15.5%	15.6%	15.6%	15.6%	15.5%	15.4%	15.4%	15.4%
Biên lãi ròng	9.1%	11.1%	7.3%	8.6%	8.0%	8.6%	9.1%	9.4%	9.8%	10.1%	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
Biên NOPLAT	10.2%	10.2%	8.7%	10.1%	9.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.6%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%
Lợi nhuận trên vốn															
ROE	25.1%	15.3%	17.0%	11.8%	12.7%	13.0%	13.1%	13.3%	13.5%	13.7%	14.0%	14.2%	14.6%	15.0%	
ROA	12.8%	7.3%	8.7%	7.0%	8.2%	9.2%	10.1%	10.9%	11.6%	12.1%	12.3%	12.5%	12.8%	13.1%	
ROIC	16.3%	11.8%	14.2%	12.0%	13.3%	14.0%	14.8%	15.7%	16.2%	16.8%	17.3%	17.8%	18.3%	18.9%	

VII. XÁC ĐỊNH GIÁ TRỊ HỢP LÝ CỦA DOANH NGHIỆP

Giá trị doanh nghiệp được xác định theo phương pháp Chiết khấu dòng tiền (FCFF).

1. Dòng tiền

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
NOPLAT	443,485	452,326	392,617	479,943	366,556	408,202	443,530	476,754	512,425	543,058	567,924	586,023	604,798	624,091	643,965
Int. * Tax		8,782	13,633	15,160	12,407	10,474	8,663	6,207	3,619	1,267	-	-	-	-	-
D&A		200,757	217,655	131,724	147,095	150,348	156,056	160,719	166,188	171,499	177,146	182,889	188,866	195,010	201,364
FC Inv.		(422,532)	(370,829)	(134,078)	(103,345)	(108,694)	(115,281)	(122,796)	(120,214)	(124,675)	(128,920)	(132,587)	(135,302)	(139,349)	(143,301)
WC Inv.		(291,650)	(376,064)	512,192	59,836	(180,387)	(135,520)	(37,386)	(178,804)	(108,904)	(80,000)	(59,065)	(86,529)	(74,099)	(75,105)
FCFF		(52,318)	(122,988)	1,004,941	482,549	279,942	357,447	483,498	383,216	482,246	536,149	577,261	571,833	605,653	626,923

2. Xác định tỷ lệ chiết khấu

100%	WACC	10.88%
80%	Ke	12.19%
	Rf	2.00%
	Rm	13.00%
	Beta	0.70
	CRP	3.55%
20%	Kd	6.50%
	Tax rate	13.00%

3. Tính toán giá trị doanh nghiệp

	Tăng trưởng dài hạn	1%
	Giá trị doanh nghiệp	4,946,791
-	Nợ vay	1,493,402
+	Tài sản đầu tư và tiền mặt	947,585
-	Cổ tức đã trả (T1/2020)	98,164
=	Giá trị phần vốn chủ sở hữu	4,302,990
	SLCP đang lưu hành	98,163,900
	Giá trị hợp lý mỗi cổ phần	43,835

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, nhận định và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến của cá nhân người viết, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SBSI không đảm bảo sự trung thực, hợp lý và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các ý kiến, nhận định trong báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của người viết, là hợp lý tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các quan điểm và nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua, bán bất cứ một cổ phiếu nào. SBSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SBSI nghiêm cấm việc sử dụng, in ấn hoặc sao chép toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vào mục đích thương mại hoặc bất kỳ hoạt động nào có thể tạo ra lợi nhuận mà trong đó SBSI không là bên hưởng lợi mà không có sự chấp thuận của SBSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN STANLEY BROTHERS (SBSI)

A: Tầng 9 – TNR Tower, số 54A Nguyễn Chí Thanh, Q.Đống Đa, TP.Hà Nội

T: +84 243 377 6699

W: sbsi.vn

E: info@sbsi.vn