



NHỰA BÌNH MINH



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

Quan điểm đầu tư	Năm giữ
Giá hợp lý (đ/cp)	125.700
Giá thị trường (27/10/2015)	123.000
Triển vọng 1 tháng	Tăng nhẹ
Triển vọng 3 tháng	Đi ngang
Triển vọng 6 tháng	Đi ngang

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	45,47
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	5.594
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	1.718
Sở hữu nước ngoài (%)	49%
Giá hiện tại (đ/cp) ngày 27/10/2015	123.00
KLTB 10 ngày (nghìn cp)	141.716
Giá thấp nhất 52T (đ)	61.854
Giá cao nhất 52T (đ)	126.000
+/- 7 ngày qua	0%
+/- 1 tháng qua	12,84%

Chuyên viên phân tích
Trần Thị Hồng Tươi
Email: tuoith@bsc.com.vn
Tel: + 84.39352722

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** cổ phiếu BMP với giá mục tiêu 12 tháng tới là 125.700 đồng/cp theo 2 phương pháp là FCFE và P/E, tương đương với P/E 2015 là 11,04x và P/B là 2,84x. Hiệu quả kinh doanh được cải thiện mạnh, tỷ lệ chi trả cổ tức cao (đạt 30%-60% trong các năm từ 2012-2014). Việc tăng tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian tới có thể sẽ kích cầu đối với cổ phiếu BMP.

Nhu cầu tiêu thụ ống nhựa cao, ước đạt 15% trong năm 2015. BMP là cổ phiếu đầu ngành ống nhựa xây dựng, công ty được hưởng lợi trực tiếp từ đà phục hồi của thị trường bất động sản, xây dựng. BMP chiếm lĩnh thị phần miền Nam với khoảng 50% sản lượng tiêu thụ và khoảng 25-30% thị phần cả nước.

Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng tăng. (1) Giá hạt nhựa giảm trung bình khoảng 15% trong 9T2015 so với trung bình cả năm 2014 và được dự báo tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2015 mang lại lợi thế về chi phí cho các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa. (2) Nhiều dây chuyền sản xuất của BMP đã khấu hao hết nhưng vẫn còn sử dụng, chi phí khấu hao có thể giảm mạnh từ năm 2017. (3) Giá bán sản phẩm ổn định, công ty không tăng chiết khấu cho nhà phân phối.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015. DTT và LNST được dự báo đạt lần lượt là 2.807 tỷ đồng (+16% yoy) và 552 tỷ đồng (+47% yoy), tương đương EPS năm 2015 là 11.391 đồng/cp.

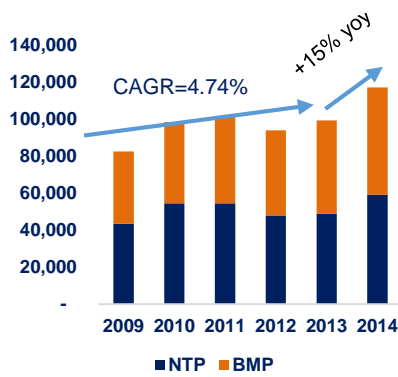
Hạn chế. Công suất sản xuất gần chạm công suất thiết kế, trong khi đó, công ty chưa có kế hoạch bổ sung công suất mới sẽ làm hạn chế khả năng tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp.

Thông tin cơ bản	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1417	1826	1891	2088	2416	2807	2870
% tăng trưởng y-o-y	24%	29%	4%	10%	16%	16%	16%
Tổng tài sản (tỷ đ)	982	1,166	1,423	1,681	1,929	2,224	2,224
% tăng trưởng y-o-y	19%	19%	22%	18%	15%	15%	15%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	852	1,049	1,274	1,489	1,718	2,014	2,014
Vốn điều lệ (tỷ đ)	349	350	350	455	455	455	455
CPLH bình quân (tr.cp)	35	35	35	45	45	45	45
LN sau thuế (tỷ đ)	275	295	361	370	377	552	552
% tăng trưởng y-o-y	10%	7%	22%	3%	2%	47%	47%
EPS cơ bản (đ/cp)	7,894	8,419	10,306	8,134	8,285	11,391	11,391
Giá trị sổ sách (đ/cp)	24,443	29,995	36,420	32,742	37,782	44,294	44,294
Lợi nhuận gộp biên	27%	26%	31%	30%	28%	33%	33%
ROS	19%	16%	19%	18%	16%	20%	20%
ROE	36%	31%	31%	27%	23%	30%	30%
ROA	30%	27%	28%	24%	21%	27%	27%

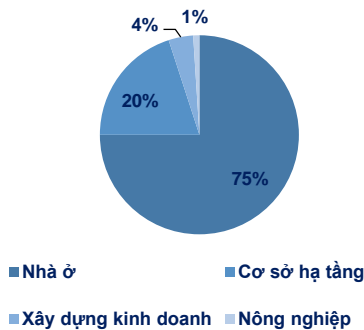
(Nguồn: BCTC BMP)

TRIỂN VỌNG NGÀNH

Hình 1: Sản lượng tiêu thụ ống nhựa



Hình 2: Cơ cấu tiêu thụ ống nhựa



Nguồn: BMP

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

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

- **Xây dựng công trình nhà ở được kỳ vọng tăng.** (1) Tăng trưởng kinh tế cao hơn. ANZ nâng dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam lên mức 6,5% cho 2 năm 2015 và năm 2016 từ các mức lần lượt là 6,2% và 6,4% trước đó. (2) Lãi suất thấp. Lãi suất cho vay doanh nghiệp hiện ở mức 7-9% đối với kỳ hạn ngắn và 9,5%-11% đối với kỳ hạn dài.
- **Xây dựng lĩnh vực cơ sở hạ tầng ngành nước được dự báo tăng trưởng 5,4% từ 2014-2018 (BMI).** Theo ước tính từ Bộ xây dựng, Việt Nam cần đầu tư 15 dự án cấp nước đô thị quy mô lớn, trị giá 500 triệu đô.
- **Đầu tư vào khu công nghiệp tăng,** trong đó, chủ yếu là đầu tư trực tiếp nước ngoài. Lũy kế 7T2015, cả nước có 4 khu công nghiệp mới được mở rộng và thành lập, 2 khu công nghiệp được Thủ tướng Chính phủ chấp thuận điều chỉnh tăng quy mô. Nhiều doanh nghiệp lớn trên thế giới có xu hướng chuyển dịch đầu tư sang Việt Nam như Nike, Adidas, Intel hoặc tăng quy mô đầu tư tại Việt Nam như Sam Sung, Nokia,...

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

Cạnh tranh có xu hướng tăng. (1) Quy mô sản xuất ống nhựa trong nước tăng. Công ty con NTP miền Trung đi vào hoạt động từ tháng 9/2013, tăng công suất sản xuất thêm 20.000 tấn/năm. Quý 4/2015, Nhựa Bình Minh bắt đầu đi vào hoạt động giai đoạn 1 dự án nhà máy số 4 tại Long An với công suất 5.000 tấn phụ tùng ống và có thể tăng lên sau đó. Nhà máy tại Bình Định của tập đoàn Hoa Sen dự định đi vào hoạt động trong tháng 12/2015 với công suất 9.600 tấn ống nhựa. Europipe và Tân Á Đại Thành lần lượt đầu tư thêm 5 và 4 dây chuyền sản xuất ống nhựa công nghệ châu Âu. Đặc biệt, trong phân khúc ống cỡ vừa và nhỏ, do chi phí vốn đầu tư thấp trong khi đó lợi nhuận cao, số lượng và quy mô sản xuất của các nhà sản xuất nhỏ lẻ tăng làm tăng áp lực cạnh tranh trong ngành. (2) Áp lực cạnh tranh với hàng Trung Quốc sau khi Trung Quốc phá giá RMB.

Sử dụng chủ yếu nguồn nguyên liệu nội địa giúp giảm rủi ro tỷ giá. Các sản phẩm hạt nhựa như HDPE, LDPE, PP chủ yếu được nhập khẩu do không có nhà máy sản xuất trong nước. Trong khi đó, hạt nhựa PVC, nguyên liệu chính để sản xuất ống uPVC (sản phẩm chủ lực của các nhà máy ống nhựa hiện tại) hầu hết được cung ứng

bởi CTCP nhựa và hóa chất Phú Mỹ và CTCP nhựa và hóa chất TPC (tổng công suất 300.000 tấn/năm).

Bảng 1: Công suất sản xuất hạt nhựa trong nước

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

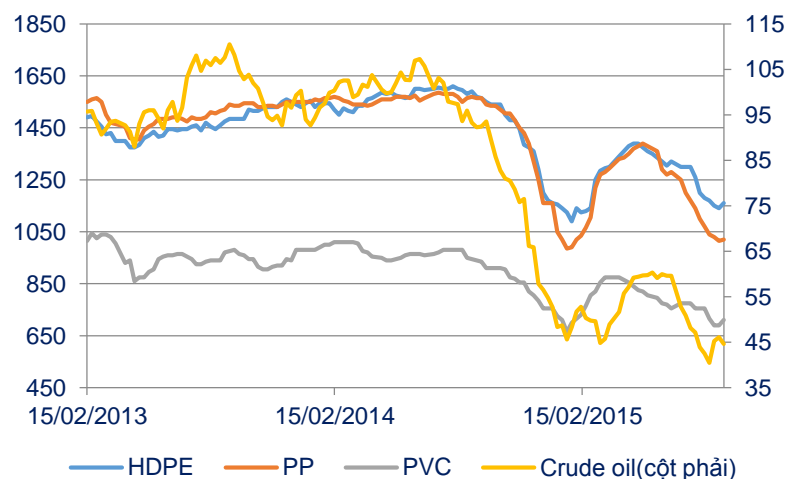
Nguồn: Cơ quan thương mại Italy

Giá nguyên liệu giảm giúp tiết giảm chi phí đầu vào cho các doanh nghiệp ống nhựa xây dựng. Hạt nhựa được chiết xuất trực tiếp từ dầu mỏ và/hoặc khí thiên nhiên nên diễn biến giá hạt nhựa có quan hệ tỷ lệ thuận với diễn biến giá dầu. Từ cuối tháng 6/2014, giá dầu lao dốc mạnh kéo theo sự sụt giảm của giá hạt nhựa từ tháng 9/2014. Tính trung bình 9T2015, giá hạt nhựa PVC giảm 17,14% so với giá trung bình 2014, giá hạt nhựa HDPE giảm 17,91%, giá LDPE giảm 17,38% và giá hạt nhựa PP giảm 21,48% so với trung bình giá hạt nhựa 2014.

Bảng 2: Hệ số tương quan giá một số loại hạt nhựa và giá dầu thô từ 2013-2015

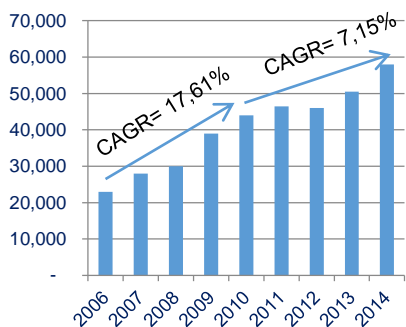
Hạt nhựa	Hệ số tương quan
HDPE	0,87
PP	0,91
PVC	0,89

Hình 3: Diễn biến giá hạt nhựa (cột trái) và giá dầu (cột phải) từ 2013-9/2015



Nguồn: Bloomberg, BSC tính toán

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

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP-KHẢ QUAN
Hình 4: Sản lượng tiêu thụ ống nhựa của BMP từ 2006-2014


Nguồn: BMP

Bảng 3: Công suất sản xuất của một số công ty sản xuất ống nhựa tại Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn/năm)
NTP	107,000
BMP	80,000
Hoa Sen Group	48,500
Nhựa Đồng Nai	36,000
Đạt Hòa	24,960
Europipe	2,500

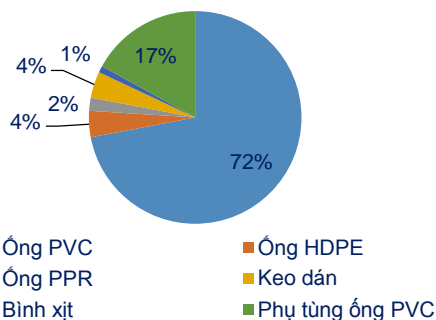
Nguồn: BSC tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ bật tăng trở lại. Sau giai đoạn tăng trưởng sản lượng cao, đạt trung bình 17,61% từ năm 2006-2010, tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ ống nhựa giảm mạnh trong các năm sau đó do thị trường bất động sản, xây dựng suy thoái. Sản lượng tiêu thụ ống nhựa năm 2011 và năm 2012 tăng trưởng ở mức thấp, thậm chí năm 2012, sản lượng tiêu thụ giảm 1,06%yoy. Từ năm 2014, cùng với sự phục hồi của thị trường xây dựng, sản lượng tiêu thụ ống nhựa của BMP lấy lại đà tăng trưởng cao của giai đoạn trước, tăng 14,93% yoy, đạt 58.000 tấn sản phẩm. 8T2015, sản lượng tiêu thụ đạt 42.100 tấn sản phẩm, tăng 15% yoy. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ sản phẩm ống nhựa của BMP tiếp tục tăng trưởng cao trong thời gian tới nhờ sự phục hồi của thị trường xây dựng và uy tín thương hiệu của sản phẩm nhựa Bình Minh.

Chiếm lĩnh thị phần tiêu thụ tại miền Nam. BMP là nhà sản xuất ống nhựa đầu ngành, chiếm khoảng 25-30% thị phần tiêu thụ ống nhựa cả nước (tăng từ mức 22% năm 2013) và khoảng 50% thị phần tiêu thụ ống nhựa miền Nam (tăng từ mức 40% năm 2013). BMP duy trì vị trí đầu ngành nhờ uy tín thương hiệu, sở hữu năng lực sản xuất vượt trội, công nghệ sản xuất hiện đại cho phép sản xuất các sản phẩm ống nhựa cỡ lớn và mạng lưới phân phối sâu rộng.

Năng lực sản xuất vượt trội, cơ cấu sản phẩm đa dạng. BMP đứng thứ hai toàn ngành về công suất sản xuất (chỉ sau NTP). Sản phẩm đa dạng gồm nhiều loại, kiểu dáng và kích cỡ (bảng 4): ống nhựa uPVC (Φ 21-Φ630), ống nhựa HDPE (Φ16-Φ1200) và ống nhựa PPR (Φ20-Φ160). Trong đó, ống uPVC tiếp tục là dòng sản phẩm chủ lực, đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận của công ty (72% vào năm 2014). Công ty có ưu thế trong phân phối các dòng sản phẩm ống cỡ lớn, phân khúc chủ yếu được sản xuất bởi NTP và BMP với mức độ cạnh tranh thấp hơn và chủ yếu cung cấp cho các công trình, dự án.

Mạng lưới phân phối sâu rộng. Các sản phẩm của BMP chủ yếu được phân phối tại thị trường miền Nam. BMP sở hữu gần 1.400 cửa hàng thuộc hệ thống phân phối của công ty và hơn 80% cửa hàng ống nhựa trên toàn quốc có kinh doanh sản phẩm của nhựa Bình Minh. Trong khi đó, nhiều đối thủ sản xuất ống nhựa hoàn toàn phụ thuộc vào hệ thống phân phối bên ngoài công ty. Điều này giúp cho BMP chủ động hơn trong phân phối, mở rộng thị trường và có biên lợi nhuận cao hơn các công ty sản xuất ống nhựa khác.

Hình 5: Cơ cấu sản phẩm tiêu thụ năm 2014 của BMP


Nguồn: BMP

Bảng 4: So sánh chủng loại, giá bán lẻ sản phẩm ống nhựa của một số nhà sản xuất tại Việt Nam

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

Nguồn: BSC tổng hợp

Công suất sản xuất hiện tại gần chạm công suất thiết kế đặt ra vấn đề tăng trưởng trong dài hạn cho BMP. Sản lượng tiêu thụ 8T2015 đạt 42.100 tấn, tương đương 79% công suất thiết kế. Nhà máy số 4 tại Long An sẽ đi vào hoạt động trong quý 4 với công suất giai đoạn 1 là 5.000 tấn phụ tùng/năm, (hạ tầng kỹ thuật của giai đoạn 1 có thể đáp ứng nâng công suất lên tới 15.000 tấn/năm), đồng thời mở rộng hệ thống nhà kho cho BMP. Hiện công ty chưa lên kế hoạch cụ thể cho các giai đoạn tiếp theo của nhà máy. Chúng tôi ước tính, với tốc độ tăng trưởng khoảng 15%/năm như hiện nay, BMP sẽ lấp đầy công suất các nhà máy vào đầu năm 2018. Do đó, chúng tôi cho rằng kế hoạch mở rộng công suất nhà máy số 4 là cần thiết và có thể sẽ sớm được đưa ra.

Áp lực cạnh tranh có xu hướng tăng do nhiều nhà sản xuất dự kiến tăng công suất. Bên cạnh đó, phân khúc dự án cũng gặp phải cạnh tranh gay gắt hơn do các đối thủ hạ giá bán sản phẩm. Trong phân khúc bán lẻ, BMP hầu như không cạnh tranh trực tiếp với NTP do khác



biệt về khu vực thị trường. Các đối thủ cạnh tranh chính của BMP trong phân khúc này là các doanh nghiệp nhựa có nhà máy sản xuất tại phía Nam như Cúc Phương (nhựa Dismy), Đệ Nhất, Đạt Hòa, tập đoàn Hoa Sen,... Tập đoàn Hoa Sen với hệ thống phân phối lớn và dự kiến đi vào hoạt động dây chuyền ống nhựa tại Bình Định, nâng tổng công suất lên 48.500 tấn/năm (+24,68%) sẽ là một đối thủ cạnh tranh lớn của BMP tại thị trường phía nam.

Không chạy theo cuộc đua giảm giá sản phẩm. Thị trường có xu hướng cạnh tranh gay gắt hơn, nhiều đối thủ lựa chọn hình thức hạ giá bán sản phẩm (chủ yếu trong các hợp đồng dự án), hoặc tăng chiết khấu cho nhà phân phối. Trong khi đó, xác định đây là một cuộc đua cạnh tranh không lành mạnh và không bền vững (giả sử giá nguyên liệu tăng sẽ làm ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của công ty), BMP kiên định duy trì giá bán đầu ra, không tăng chiết khấu cho nhà phân phối (mức phổ biến từ 11%-15%). Điều này giúp biên lợi nhuận của công ty được cải thiện mạnh trong xu hướng giá nguyên liệu đang giảm mạnh như hiện nay. Tuy nhiên, ở chiều ngược lại, doanh thu kênh đầu thầu dự án của BMP bị co hẹp do sức ép cạnh tranh từ đối thủ.

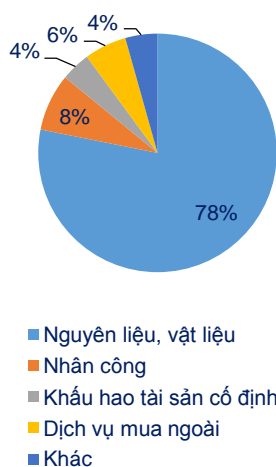
Nguồn cung nguyên liệu nội địa giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá. Nguyên liệu sản xuất chính của BMP là các loại hạt nhựa, trong đó, phổ biến nhất là PVC, được cung cấp bởi 2 nhà máy sản xuất trong nước là TPC Vina và CTCP Nhựa và hóa chất Phú Mỹ, nguồn cung ổn định. Điều này giúp giảm thời gian lưu chuyển nguyên liệu đồng thời tránh được cú sốc tỷ giá cho BMP, đặc biệt trong bối cảnh tỷ giá tăng 5% từ đầu năm 2015.

Biên lợi nhuận cao nhờ quản lý chi phí hiệu quả. Điểm nổi bật trong hoạt động sản xuất kinh doanh của BMP là biên lợi nhuận cao vượt trội so với các công ty cùng ngành là NTP, DPC và DNP. Năm 2014, biên lợi nhuận trước thuế của BMP đạt 19,92%, trong khi đó của NTP là 12,73%, của DPC là 1,47% và của DNP là 4,55%. Mặc dù có biên lợi nhuận gộp thấp hơn so với NTP (chủ yếu do khác biệt trong cách hạch toán các khoản chiết khấu cho đại lý), nhưng nhờ các chi phí bán hàng được quản lý hiệu quả cùng với chính sách không tăng chiết khấu cho các đại lý (mức chiết khấu phổ biến của BMP từ 11%-15%, thấp hơn so với mức chiết khấu 20% của NTP, HSG; chi phí bán hàng của BMP bằng 1/3 của NTP), biên lợi nhuận của BMP luôn cao hơn nhiều so với NTP.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của BMP tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới nhờ (1) giá hạt nhựa giảm; (2) các nhà máy hiện tại đã khấu hao gần hết.

- **Chi phí nguyên liệu giảm.** Chi phí nguyên liệu chiếm đến 78% chi phí sản xuất kinh doanh của công ty trong năm 2014. Tính trung bình 8T2015, giá nguyên liệu đầu vào của BMP đã giảm trung bình 15% so với cùng kỳ năm ngoái giúp biên lợi nhuận gộp tăng 5,08% so với cùng kỳ. Với xu hướng giá dầu đang ở mức thấp, chúng tôi cho rằng giá hạt nhựa sẽ khó tăng nhanh trong thời gian tới, từ đó, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho BMP.
- **Các máy móc, thiết bị hiện tại đã được khấu hao gần hết.** Tính đến ngày 31/12/2014, giá trị tài sản cố định đã khấu hao hết nhưng vẫn còn sử dụng là 337 tỷ đồng (giá trị còn lại của tài sản cố định hữu hình là 173 tỷ đồng). Chúng tôi ước tính, với tốc độ khấu hao hiện tại (trung bình 71 tỷ đồng/năm), đến giữa năm 2017, các tài sản cố định hiện tại của BMP sẽ cơ

Hình 6: Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của BMP năm 2014



Nguồn: BMP

bản được khấu hao hết. Điều này, giúp giảm chi phí cố định trên một đơn vị sản phẩm của BMP và qua đó, cải thiện biên lợi nhuận gộp cho công ty.

Truy thu thuế TNDN. Đây là vấn đề tồn đọng từ năm 2013, theo kết luận thanh tra thuế của Cục thuế Thành phố Hồ Chí Minh. Chúng tôi không đánh giá đây là một điểm yếu của doanh nghiệp do vấn đề này xuất phát từ chính kết luận của Cục thuế Thành phố HCM. Công ty đã nộp đầy đủ số tiền truy thu thuế là 71 tỷ đồng vào ngân sách Nhà nước đồng thời hạch toán số tiền trên tại khoản mục phải thu khác. Hiện tại Bộ tài chính đã có quyết định hoàn lại 29 tỷ đồng (do BMP đã trả cổ tức cho cổ đông Nhà nước). BMP vẫn đang tiếp tục làm việc với Cục thuế Thành phố HCM về số tiền thuế được hoàn lại.

TÀI CHÍNH LÀNH MẠNH

Bảng 5: Chỉ tiêu cơ bản của BMP từ 2011-6T2015

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014	Q2 2015	NTP Q2 2015
Cơ cấu vốn						
Vốn vay/VCSH	0,01	0,00	0,02	0,03	0,03	0,29
Tổng tài sản/VCSH	1,11	1,12	1,13	1,12	1,15	1,78
Cơ cấu tài sản						
TS dài hạn/ Tổng TS	32%	26%	27%	23%	22%	50%
TS ngắn hạn/Tổng TS	68%	74%	73%	77%	78%	50%
Khả năng thanh toán						
Hệ số TT nhanh	4,08	4,82	4,46	5,29	5,23	0,80
Hệ số TT ngắn hạn	6,83	7,08	6,37	7,07	6,58	1,21
Năng lực HĐ (ngày)						
Số ngày phải thu	64,36	66,97	61,86	56,67	60,32	82,01
Số ngày tồn kho	82,65	90,43	86,47	76,40	61,64	66,49
Số ngày phải trả	11,12	9,84	12,28	12,26	12,50	22,58
Khả năng sinh lời (%)						
Lợi nhuận gộp biên	26%	31%	30%	28%	36%	36%
ROS	19%	16%	19%	18%	23%	11%
ROE	31%	31%	27%	23%	27%	23%
ROA	27%	28%	24%	21%	24%	14%

Nguồn: BMP, BSC tổng hợp

Tài trợ chủ yếu bằng nguồn vốn chủ sở hữu (Vốn chủ sở hữu chiếm 86,96% cơ cấu tổng nguồn vốn). Vốn chủ sở hữu lớn và tăng dần qua các năm (tốc độ tăng trưởng trung bình là 19,15% từ năm 2010 đến năm 2014) chủ yếu do sự đóng góp của lợi nhuận giữ lại. Với tiềm lực tài chính dồi dào, doanh nghiệp gần như không có nợ vay ngân hàng.

Khả năng thanh toán cao. Hệ số thanh toán ngắn hạn và hệ số thanh toán nhanh cuối năm 2014 đạt lần lượt là 6,58x và 5,23x, cao hơn nhiều so với công ty cùng ngành là NTP. BMP sở hữu nhiều tài sản có độ thanh khoản cao, tiền và tương đương tiền dồi dào, đạt 835 tỷ đồng vào cuối quý 2/2015.

Phải thu tăng mạnh, tăng 24,31% so với đầu năm 2015, lên tới 505 tỷ đồng vào cuối quý 2/2015 chủ yếu do tăng các khoản ký quỹ, đặt cọc. Phải thu khách hàng hầu như không tăng kể từ năm 2011 do công ty duy trì chính sách bán hàng bằng hình thức chiết khấu thanh toán ngay. Lưu ý, nhựa Bình Minh tồn tại một số khoản phải thu có vấn đề

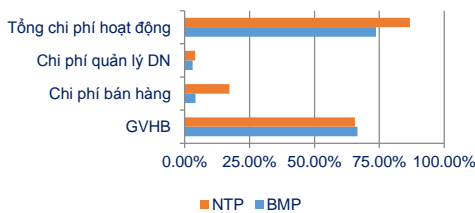


từ nhựa Đức Thành¹ (35 tỷ đồng) và nhựa Thanh Tuyết (21 tỷ đồng). Đây là các khoản phải thu khó đòi xuất phát từ giai đoạn trước năm 2012. Chúng tôi cho rằng, BMP sẽ tiếp tục phải trích lập dự phòng phải thu khó đòi với 2 khách hàng này trong thời gian tới làm tăng chi phí quản lý doanh nghiệp.

Khả năng sinh lời cao và đang tăng. Lợi nhuận sau thuế 6T2015 đạt 274 tỷ đồng, tăng 43,80% yoy nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 16% yoy và giá nguyên liệu giảm.

- **Sản lượng tiêu thụ tăng** 14,93% trong năm 2014 và tăng 15% trong 8T2015, đạt 42.100 tấn.
- **Biên lợi nhuận gộp được cải thiện**, đạt 33,49% trong 6T2015 (cùng kỳ 2014 đạt 28,41%) nhờ giá nguyên liệu giảm 15% yoy. So với NTP, biên lợi nhuận gộp của BMP thấp hơn. Tuy nhiên, sự khác biệt này không phản ánh đúng bản chất hiệu quả hoạt động của 2 doanh nghiệp, do cách thức hạch toán kế toán khác nhau giữa BMP và NTP. Trong khi BMP ghi nhận các khoản mục chiết khấu cho khách hàng vào giảm trừ doanh thu thì NTP ghi nhận vào chi phí bán hàng.

Hình 7: Biên chi phí của BMP và NTP trong 6T2015



Nguồn: BCTC BMP, NTP

Quản lý chi phí hiệu quả. So với NTP, chi phí bán hàng của BMP thấp hơn nhiều. Biên chi phí bán hàng của BMP trong 6T2015 là 4,18%, của NTP là 17,17%. Có sự khác biệt này chủ yếu do NTP đã áp dụng mức chiết khấu cao cho hệ thống các đại lý, nhà phân phối. Trong khi đó, BMP kiên định với mục tiêu không cạnh tranh bằng giá, duy trì mức chiết khấu thấp.

¹ Nợ của CT TNHH TM nhựa Đức Thành đến cuối quý 2/2015 là 35 tỷ đồng, chiếm 11,16% tổng dư nợ phải thu khách hàng của BMP. Mặc dù đã có quyết định của Tòa án yêu cầu nhựa Đức Thành phải hoàn trả cả gốc và lãi cho BMP trong vòng 5 năm 2014-2018, tuy nhiên, chủ doanh nghiệp nhựa Đức Thành đã qua đời trong năm 2014, khả năng thu hồi khoản nợ này là rất thấp.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - Thương hiệu mạnh, - Chất lượng sản phẩm tốt - Hệ thống phân phối sâu rộng - Năng lực sản xuất vượt trội - Sản phẩm đa dạng - Quản lý chi phí hiệu quả - Tài chính lành mạnh 	<ul style="list-style-type: none"> - Tăng trưởng tiêu thụ sản phẩm ở khu vực phía Bắc còn thấp - Dự báo nhu cầu thị trường chưa chính xác dẫn đến thiếu hụt nguồn cung ra thị trường. - Công suất sản xuất gần chạm công suất thiết kế, trong khi đó, công ty chưa có kế hoạch cụ thể đầu tư dài hạn đặt ra vấn đề về tăng trưởng trong dài hạn cho BMP.
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Thị trường xây dựng, bất động sản phục hồi, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ sản phẩm nhựa. - Giá nguyên liệu nhựa giảm giúp cải thiện biên lợi nhuận. 	<ul style="list-style-type: none"> - Cạnh tranh tăng, đặc biệt là cạnh tranh về giá giữa các doanh nghiệp ống nhựa gây áp lực làm giảm thị phần của BMP.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH 2015-2019

Dự báo kết quả kinh doanh 2015-2019. Chúng tôi dự báo doanh thu của BMP đạt 2.807 tỷ đồng vào năm 2015 (+16,19% yoy) và đạt 3.719 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân là 9,01% từ năm 2014-2019. Chúng tôi lưu ý, dự báo của chúng tôi chưa tính đến khả năng BMP có thể tiếp tục tăng công suất sản xuất nhà máy số 4 do hiện tại HĐQT và ban lãnh đạo công ty chưa có kế hoạch cụ thể đối với vấn đề này.

Lợi nhuận sau thuế ước đạt 552 tỷ đồng vào cuối năm 2015 (+46,51% yoy), tương đương với EPS 2015 là 12.139 đồng/cp. Chúng tôi ước tính LNST năm 2019 đạt 730 tỷ đồng, tương đương với tốc độ tăng trưởng bình quân là 14,15%.

Cụ thể:

- **Sản lượng tiêu thụ** được dự báo tăng trưởng 15% trong năm 2015, sau đó, tốc độ tăng trưởng có thể sẽ giảm còn khoảng 10% trong 2 năm 2016 và năm 2017 và tăng trưởng chậm trong các năm tiếp theo, đạt 86.700 tấn vào năm 2019 do các nhà máy đạt công suất thiết kế.
- **Giá nguyên liệu được dự báo duy trì ở mức thấp.** Tính đến tháng 9 năm 2015, giá nguyên liệu đầu vào của BMP đã giảm trung bình khoảng 15% so với giá trung bình năm 2014. Chúng tôi cho rằng, giá hạt nhựa PVC tiếp tục duy



trì ở mức thấp do giá dầu chưa có xu hướng phục hồi trong dài hạn. Tính toán của chúng tôi dựa trên giả định giá hạt nhựa trung bình năm 2015 sẽ giảm khoảng 13%. Khi đó, biên lợi nhuận gộp của BMP tăng từ mức 27,70% lên tới 33,27% vào năm 2015.

- **Chi phí khấu hao** được dự báo tăng mạnh trong năm 2016 khi nhà máy số 4 Long An đi vào hoạt động (+41,03% yoy lên 114 tỷ đồng) và sau đó sẽ giảm mạnh từ năm 2017 xuống còn 81 tỷ đồng vào năm 2017 (-29,24%yoy) và còn 61 tỷ đồng vào năm 2018 (-24,66% yoy) do nhiều máy móc thiết bị hiện tại sẽ hết khấu hao từ giữa năm 2017. Đây chính là yếu tố cải thiện biên lợi nhuận gộp của BMP kể từ năm 2017.
- **Chi phí bán hàng được dự báo ổn định** (chiếm khoảng 5% doanh thu thuần) do chính sách bán hàng của BMP có thể sẽ không có nhiều biến động trong thời gian tới.

Chi phí quản lý doanh nghiệp có thể tăng nhẹ do công ty tiếp tục trích lập dự phòng phải thu khó đòi đối với nhựa Đức Thành và nhựa Thanh Tuyết.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng mô hình FCFE và P/E để xác định giá trị doanh nghiệp.

Mô hình FCFE 2 giai đoạn

Mô hình FCFE phù hợp với doanh nghiệp có cơ cấu tài trợ chủ yếu bằng vốn chủ sở hữu, nợ vay ngân hàng thấp hoặc gần như không có.

Bảng 6: Ước tính chi phí vốn chủ sở hữu

	Giá trị
beta	0,704
Lợi suất phi rủi ro	7,35%
Lợi suất thị trường	11,75%
Chi phí vốn chủ sở hữu	10,45%

Nguồn: BSC ước tính

- **Giai đoạn 1:** Dòng tiền tự do FCFE được dự báo theo kết quả hoạt động từng năm của BMP, ước tính đạt 244 tỷ đồng vào năm 2015 và đạt 587 tỷ đồng vào năm 2019, tương đương tốc độ tăng trưởng bình quân là 24,53%.
- **Giai đoạn 2:** Hiện các nhà máy sản xuất của BMP đã hoạt động khoảng 79% công suất thiết kế, công ty chưa có kế hoạch cụ thể về việc mở rộng công suất nhà máy, do vậy, chúng tôi cho rằng, dòng tiền tự do FCFE trong dài hạn sẽ tăng trưởng ở mức thấp, khoảng 2%.
- **Chi phí vốn chủ sở hữu.** Chúng tôi sử dụng phương pháp CAPM để tính chi phí vốn chủ sở hữu với Beta trong 5 năm là 0,704; Lợi suất phi rủi ro là lợi suất Trái phiếu chính phủ 10 năm (7,35%); lợi suất thị trường là 11,75%. Khi đó, chi phí vốn chủ sở hữu sẽ là 10,45%.

Theo phương pháp FCFE, với số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại là 45.478.480 cổ phiếu, giá hợp lý của cổ phiếu BMP là **137,784 đồng**.



Phân tích độ nhạy	g	ke						
		8.95%	9.45%	9.95%	10.45%	10.95%	11.45%	11.95%
Giá cổ phiếu	-0.5%	131,283	124,387	118,159	112,506	107,354	102,638	98,307
	0.0%	137,065	129,511	122,724	116,594	111,030	105,958	101,316
	1.0%	150,812	141,579	133,386	126,067	119,491	113,550	108,158
	1.5%	159,069	148,752	139,663	131,598	124,393	117,919	112,071
	2.0%	168,516	156,887	146,730	137,784	129,843	122,750	116,376
	2.5%	179,427	166,194	154,747	144,747	135,939	128,121	121,138
	3.0%	192,173	176,945	163,917	152,646	142,801	134,128	126,431
	3.5%	207,259	189,502	174,509	161,682	150,585	140,891	132,351
	4.0%	225,394	204,365	186,882	172,119	159,489	148,562	139,017

Phương pháp P/E

Chúng tôi sử dụng các công ty trong cùng phân khúc nhựa xây dựng làm cơ sở tham chiếu và tính ra giá trị hợp lý của cổ phiếu BMP.

Hệ số P/E ngành là 8,57

EPS FW pha loãng cuối năm 2015 kỳ vọng đạt là 12.139 đ/CP.

Giá hợp lý trên một cổ phiếu là 104.020 đ/CP

Mã CK	Biên lợi nhuận trước thuế	ROA (TTM)	ROE (TTM)	P/E	P/B
NTP	13,02%	13,83%	23,46%	8,57	1,86
DPC	1,38%	1,91%	2,25%	52,80	1,20
DAG	5,63%	4,54%	17,71%	6,93	1,18
RDP	8,29%	6,75%	21,02%	8,64	1,64
DNP	4,55%	8,60%	30,00%	4,45	1,05
Trung vị				8,57	1,20
BMP	22,04%	23,90%	27,04%	10,07	2,52

Kết hợp 2 phương pháp trên, với tỷ trọng 60%-40% cho mỗi phương pháp, giá hợp lý của BMP là **125.734 đồng/cổ phiếu**.

Chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ cổ phiếu BMP với giá mục tiêu 12 tháng tới là **125.700 đồng/cp** theo 2 phương pháp là FCFE và P/E. BMP là cổ phiếu đầu ngành ống nhựa xây dựng, công ty được hưởng lợi trực tiếp từ đà phục hồi của thị trường bất động sản, xây dựng và sự sụt giảm của giá hạt nhựa. Nhiều dây chuyền sản xuất của BMP đã khấu hao hết nhưng vẫn còn sử dụng, chúng tôi kỳ vọng khấu hao các nhà máy hiện tại sẽ giảm mạnh kể từ giữa năm 2017 giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho công ty. Tài chính lành mạnh, tiền mặt dồi dào, thanh khoản tốt. Cổ tức hàng năm cao (liên tục trong các năm từ 2012-2014, tỷ lệ chi trả cổ tức đạt 30%-60%). BMP là cổ phiếu yêu thích của nhà đầu tư nước ngoài, hiện đã kín room; việc tăng tỷ lệ sở hữu cho nhà đầu tư nước ngoài trong thời gian tới có thể sẽ kích cầu đối với cổ phiếu BMP. Tuy nhiên, công suất sản xuất gần chạm công suất thiết kế, trong khi đó, công ty chưa có kế hoạch bổ sung công suất mới sẽ làm hạn chế khả năng tăng trưởng trong dài hạn của doanh nghiệp.

PHỤ LỤC
Bảng 7: Bảng cân đối kế toán ước tính 2015-2019

Đơn vị: tỷ đồng

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
TÀI SẢN	1,929	2,224	2,458	2,786	3,061	3,268
A. Tài sản ngắn hạn	1,486	1,522	1,822	2,180	2,465	2,706
I. Tiền và tương đương tiền	244	233	239	231	248	334
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	460	350	550	800	1,000	1,100
III. Các khoản phải thu	394	456	495	558	587	613
1. Phải thu khách hàng	297	382	416	471	496	521
IV. Hàng tồn kho, ròng	374	469	524	577	616	645
V. Tài sản lưu động khác	15	15	15	15	15	15
B. Tài sản dài hạn	443	702	636	605	597	562
I. Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
II. Tài sản cố định	211	471	404	374	365	331
1. GTCL TSCĐ hữu hình	173	434	368	338	331	323
2. GTCL Tài sản thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
3. GTCL tài sản cố định vô hình	28	28	27	26	25	-
4. Xây dựng cơ bản dở dang	9	9	9	9	9	9
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
IV. Đầu tư dài hạn	13	13	13	13	13	13
V. Tài sản dài hạn khác	218	18	218	218	218	218
NGUỒN VỐN	1,929	2,224	2,458	2,786	3,061	3,268
A. Nợ phải trả	210	210	207	210	207	210
I. Nợ ngắn hạn	210	210	207	210	207	210
II. Nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-
B. Vốn chủ sở hữu	1,718	2,014	2,251	2,576	2,855	3,058
I. Vốn và các quỹ	1,718	2,014	2,251	2,576	2,855	3,058
II. Vốn ngân sách nhà nước và quỹ	-	-	-	-	-	-
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-

Bảng 8: KQKD ước tính từ 2015-2019

Đơn vị: tỷ đồng

	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh số thuần	2,416	2,807	3,056	3,462	3,646	3,719
Lãi gộp	669	934	964	1,159	1,188	1,145
Thu nhập tài chính	27	29	31	46	61	72
Chi phí tài chính	(20)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)
Chi phí bán hàng	(124)	(144)	(156)	(177)	(187)	(190)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(73)	(88)	(85)	(88)	(85)	(88)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	479	708	730	915	953	913
Thu nhập khác, ròng	1	-	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	481	708	730	915	953	913
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(104)	(156)	(146)	(183)	(191)	(183)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	377	552	584	732	762	730
Cổ đông của Công ty mẹ	377	552	584	732	762	730

Nguồn: BSC ước tính

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

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

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

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

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

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

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

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

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

