

**NGÀNH: NHỰA**
**Ngày 29 tháng 06 năm 2020**

## CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA BÌNH MINH (HSX:BMP)

**Tạ Việt Phương**

Chuyên viên phân tích

Điện thoại: (84) – 24 3773 7070 - Ext : 4304

Người phê duyệt báo cáo

**Nguyễn Thị Kim Chi**

Phó giám đốc phân tích đầu tư

### Biến động giá cổ phiếu BMP



### Thông tin giao dịch (29/06/2020)

Giá hiện tại (VNĐ/cp)	52.800
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	55.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp)	33.250
Số lượng CP niêm yết (cp)	81.860.938
Số lượng CP lưu hành (cp)	81.860.938
KLGD b/quân 30 ngày (cp/phiên)	199.463
% sở hữu nước ngoài	81,07%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	4.434
EPS 4 quý gần nhất (VNĐ/CP)	5.274
PE trailing	10,33x

### Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Nhựa Bình Minh
Địa chỉ	240 Hậu Giang, phường 9, quận 6, thành phố Hồ Chí Minh
DT chính	Ống và phụ tùng PVC, HDPE, PPR
CP chính	Hạt nhựa nguyên sinh PVC, PE
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần dẫn đầu, tài chính lành mạnh
Rủi ro chính	Biến động giá NVL đầu vào



### DUY TRÌ VỊ THẾ TẠI THỊ TRƯỜNG MIỀN NAM

### BIÊN LỢI NHUẬN GỘP KỲ VỌNG ĐƯỢC CẢI THIỆN

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá cổ phiếu **BMP** của **Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh**, niêm yết trên **HSX**. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu BMP là **56.400 đồng/cp**, cao hơn 6,8% so với giá đóng cửa ngày 29/06/2020. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BMP. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu BMP tại mức giá 45.000 đồng/cp cho mục tiêu trung và dài hạn.

Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2020 của BMP đạt khoảng 4.491 tỷ đồng (+4% yoy). Lợi nhuận sau thuế năm 2020 ước đạt 467 tỷ (+10,5% yoy), tương ứng với mức EPS đạt 5.138 đồng/cp.

### LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- ✓ **Quy mô lớn nhất trong các doanh nghiệp ngành ống nhựa miền Nam.** BMP đang vận hành 4 nhà máy tại TP. Hồ Chí Minh, Bình Dương, Long An và Hưng Yên với tổng công suất thiết kế khoảng 150.000 tấn/năm. ([tham khảo báo cáo định giá lần đầu](#))
- ✓ **Vị thế dẫn đầu thị trường ống nhựa khu vực miền Nam.** BMP hiện sở hữu hệ thống phân phối lớn nhất trong các doanh nghiệp ống nhựa tại khu vực miền Nam. Hệ thống phân phối lớn cùng với thương hiệu truyền thống giúp BMP duy trì thị phần dẫn đầu tại khu vực miền Nam và cả nước.
- ✓ **Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng được cải thiện.** Trong quý 1/2020, BLNG của BMP được cải thiện từ 22,6 lên 24,1% do giá các loại nguyên liệu nhựa giảm. Trong giai đoạn nửa cuối năm 2020 – 2021, giá các loại nguyên liệu nhựa được dự báo sẽ tiếp tục giảm giúp cải thiện BLNG của BMP. ([chi tiết](#))
- ✓ **Tài chính lành mạnh.** BMP là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận và ROE lớn nhất trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết. Ngoài ra, BMP còn có cơ cấu vốn an toàn với tỷ lệ nợ vay thấp và dòng tiền ổn định.

### YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

- ✓ **Biến động giá nguyên liệu đầu vào.** Nguyên liệu nhựa đầu vào chiếm tỷ trọng lớn khoảng 74% trong cơ cấu chi phí của BMP nên biến động giá nguyên liệu nhựa sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của BMP. Giá nguyên liệu nhựa trong dài hạn có thể sẽ biến động mạnh do ảnh hưởng từ các biến động mạnh của giá dầu nên cần theo dõi thêm.

### RỦI RO ĐẦU TƯ

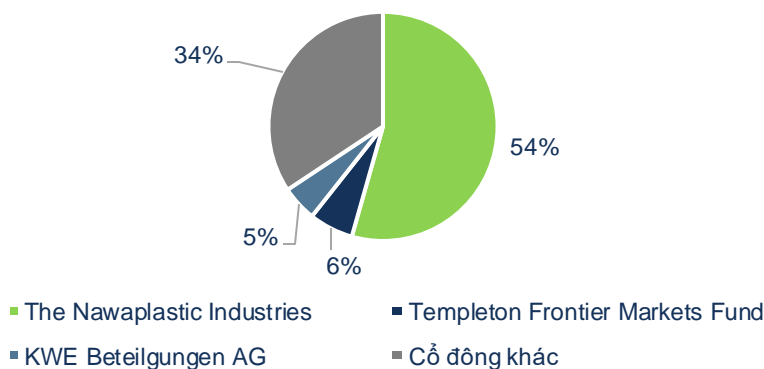
**Rủi ro phụ thuộc vào nhà cung cấp.** Hiện nay cả BMP và TPC Vina – nhà cung cấp 50% nguyên liệu PVC cho BMP, đều là thành viên của tập đoàn SCG Thái Lan. Việc phụ thuộc vào nhà cung cấp là bên liên quan như TPC Vina có thể tiềm ẩn nhiều rủi ro. ([tham khảo báo cáo định giá lần đầu](#))

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

### Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
1977	Thành lập nhà máy “Công tư hợp doanh Nhựa Bình Minh” tiền thân của CTCP Nhựa Bình Minh.
1994	Chuyển đổi thành doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng công ty Nhựa Việt Nam.
2003	Cổ phần hóa.
2006	Tăng vốn điều lệ từ 107 tỷ đồng lên 139 tỷ đồng và niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh.
2007	Thành lập công ty Nhựa Bình Minh miền Bắc chính thức gia nhập thị trường ống nhựa tại miền Bắc.
2009	Sản phẩm ống PPR thương hiệu Bình Minh chính thức có mặt trên thị trường.
2015	Khánh thành nhà máy ống nhựa tại Long An, hoàn thành giai đoạn 1 của kế hoạch mở rộng công suất của công ty thêm 50%.
2017	Hoàn thành giai đoạn 2 nhà máy mở rộng tại Long An.

### Cơ cấu cổ đông (tại ngày 29/06/2020)



Trong cơ cấu cổ đông của BMP năm 2020, Nawaplastic Industries, thành viên của tập đoàn SCG Thái Lan, vẫn là cổ đông kiểm soát với tỷ lệ sở hữu 54%. Ngoài ra hai quỹ ngoại là Templeton Frontier Markets Fund và KWE Beteiligungen AG là hai cổ đông lớn chiếm trên 5% cơ cấu sở hữu của BMP.

Nguồn: BMP

### Cơ cấu tổ chức

Nhựa Bình Minh hiện tại đang hoạt động với 1 công ty con và hai công ty liên doanh liên kết. Trong đó, CTCP Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Bình Minh Việt Là công ty được BMP góp vốn để thực hiện chuyển đổi công năng nhà máy cũ tại số 240 Hậu Giang. Tuy nhiên BMP đã quyết định hủy bỏ dự án bất động sản này và đang trong quá trình đàm phán để thoái vốn.

Đơn vị	Hình thức	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu
Công ty TNHH MTV Nhựa Bình Minh Miền Bắc	Công ty con	155 tỷ VND	100%
CTCP Nhựa Đà Nẵng	Công ty liên doanh, liên kết	22,4 tỷ VND	29,05%
CTCP Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Bình Minh Việt	Công ty liên doanh, liên kết	210 tỷ VND	26%

Nguồn: BMP

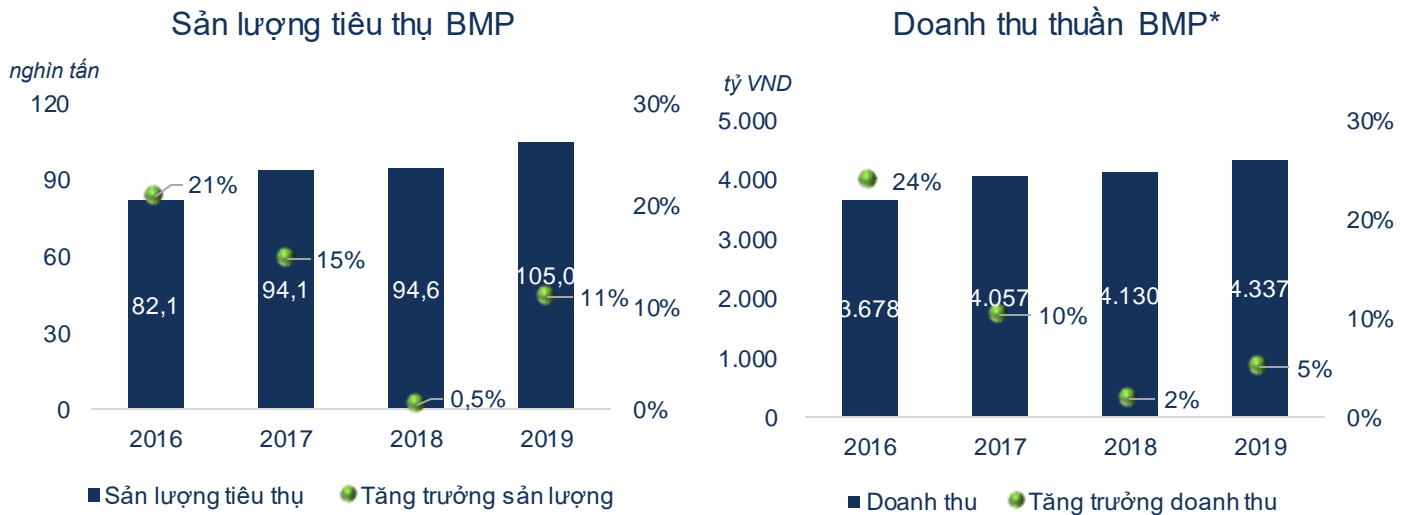
**KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2019**

(Tỷ đồng)	2019	2018	YOY %	FPTS dự phóng (2019)	Nhận xét
<b>Doanh thu thuần*</b>	<b>4.337</b>	<b>4.121</b>	<b>+5,2%</b>	4.405	Doanh thu thuần năm 2019 tăng trưởng 5,2% so với cùng kỳ nguyên nhân chủ yếu do sản lượng tiêu thụ tăng. Sản lượng năm 2019 đạt 105.000 tấn, tăng trưởng 11% yoy. Tuy nhiên để có được tăng trưởng sản lượng tốt trong năm 2019, BMP cũng đã phải điều chỉnh giảm giá bán các dòng sản phẩm của mình trung bình khoảng 5,4%.
Giá vốn hàng bán	3.349	3.048	+9,9%	3.380	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>988</b>	<b>1.073</b>	<b>-7,9%</b>	1.026	
Chi phí bán hàng*	270	367	-26,4%	299	Chi phí bán hàng giảm mạnh 26% do năm 2019 BMP đã khoán chi phí vận chuyển và cơ cấu lại hệ thống nhà phân phối.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	117	98	+19,4%	117	
<b>Lợi nhuận HĐKD</b>	<b>601</b>	<b>610</b>	<b>-1,4%</b>	610	
Doanh thu tài chính	37	25	48%	26	Tăng mạnh 48% chủ yếu do khoản lãi tiền gửi từ khoảng 676 tỷ tiền gửi có kỳ hạn trong năm 2019.
Chi phí tài chính	111	105	+5,7%	122	
Chi phí lãi vay	0,1	0,3	-66,6%	3,5	
Lợi nhuận từ công ty LDLK	1,5	1	50%	1	
Lợi nhuận khác	0,7	0,8	-12,5%	0	
<b>LNST</b>	<b>422,7</b>	<b>427,6</b>	<b>-1,1%</b>	428	
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>23,0%</b>	<b>26,0%</b>		23,3%	
<b>CPBH/Doanh thu</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,9%</b>		6,8%	
<b>Chi phí QLDN/Doanh thu</b>	<b>2,7%</b>	<b>2,4%</b>		2,7%	
<b>Tỷ suất lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>13,9%</b>	<b>14,8%</b>		13,8%	
<b>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,4%</b>		9,7%	

\*điều chỉnh cho phần chi phí chiết khấu hạch toán vào phần giảm trừ doanh thu năm 2018

Nguồn: BCTC BMP 2019, FPTS Tổng hợp

## Hoạt động kinh doanh năm 2019



\*Điều chỉnh cho khoản chiết khấu cho đại lý được hạch toán vào giảm trừ doanh thu từ trước năm 2019.

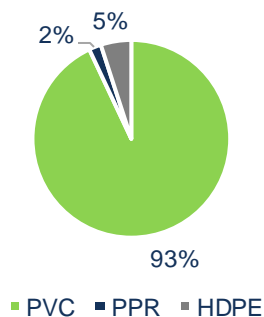
Nguồn: BMP, FPTS tổng hợp

### Điều chỉnh giảm giá bán để cạnh tranh với các đối thủ trong ngành.

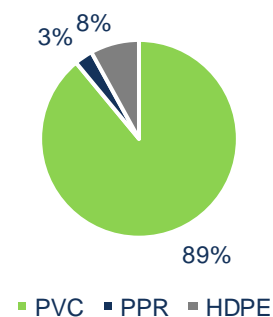
Tổng sản lượng ống tiêu thụ của BMP năm 2019 ước đạt 105.000 tấn, tăng trưởng 11% so với năm 2018. Tổng doanh thu của BMP năm 2019 đạt 4.337 tỷ tăng trưởng 5,2% so với năm 2018. Sản lượng tiêu thụ của BMP tăng trưởng tốt trong năm 2019, sau khi gần như không tăng trưởng trong năm 2018. Tuy nhiên để tăng trưởng được sản lượng trong bối cảnh ngành ống nhựa vẫn đang dư cung và áp lực cạnh tranh từ các đối thủ mới gia nhập ngành, BMP đã phải điều chỉnh giảm giá bán trung bình dòng sản phẩm chính là PVC khoảng 5,3% trong năm 2019.

### Sản phẩm PVC vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu doanh thu và sản lượng tiêu thụ

Cơ cấu sản lượng tiêu thụ (2019)

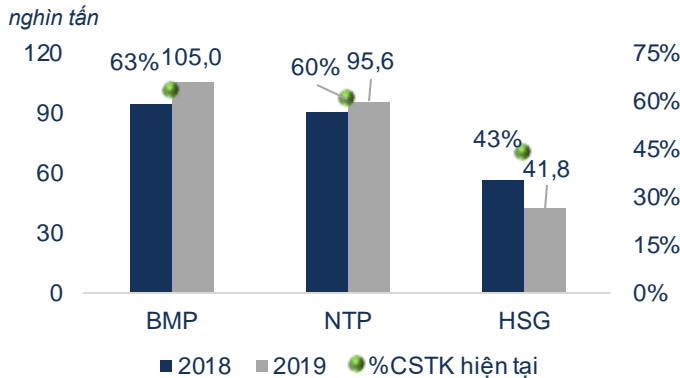
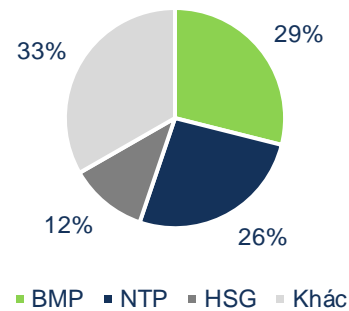


Cơ cấu doanh thu (2019)



Nguồn: BMP, FPTS tổng hợp

Dòng sản phẩm ống và phụ tùng PVC vẫn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cả cơ cấu doanh thu và sản lượng tiêu thụ của BMP năm 2019. Mảng PVC cũng là động lực tăng trưởng chính của BMP trong năm 2019. Sản lượng ống và phụ tùng PVC ước đạt 97.650 tấn, tăng trưởng 13,5% yoy và đóng góp 93% tổng sản lượng tiêu thụ của BMP năm 2019. Doanh thu mảng PVC ước đạt ước đạt 3.860 tỷ, tăng trưởng 7,4% yoy và chiếm 89% tổng doanh thu của BMP năm 2019. Ngoài mảng sản phẩm chính là PVC, hai mảng sản phẩm PPR và HDPE đóng góp lần lượt 2% và 5% vào tổng sản lượng tiêu thụ, 3% và 8% trong cơ cấu doanh thu năm 2019 của BMP.

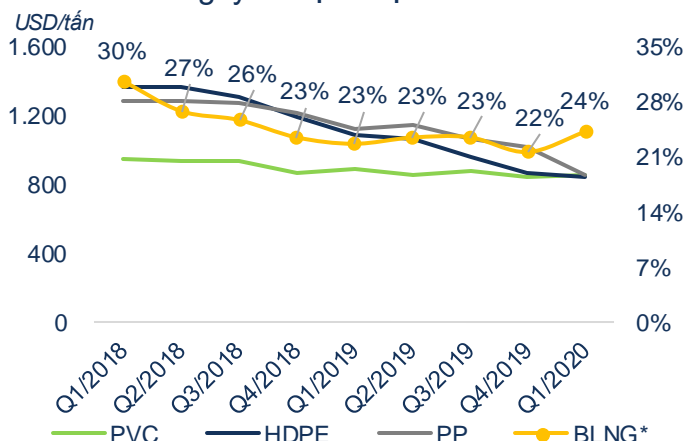
**Thị phần đứng đầu khu vực miền Nam và cả nước.**
**Sản lượng tiêu thụ và hiệu suất**

**Thị phần ống nhựa cả nước (2019)**


Nguồn: BMP, NTP, FPT S ước tính

Trong năm 2019, công suất thiết kế của các doanh nghiệp ống nhựa không thay đổi nhiều so với năm 2018 tuy nhiên thị trường ống nhựa vẫn đang ở trong tình trạng dư cung do tổng công suất của các doanh nghiệp vẫn ở mức cao hơn khoảng 50% so với nhu cầu tiêu thụ nên thị trường ống nhựa. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ năm 2019 của BMP tăng trưởng 11% cải thiện đáng kể so với mức tăng trưởng chỉ 0,5% năm 2018. Sau khi tăng trưởng năm 2018 bị ảnh hưởng bởi cạnh tranh từ các doanh nghiệp mới tham gia như HSG, BMP đã có những động thái điều chỉnh giá bán trung bình khoảng 5% trong năm 2019 để cạnh tranh và lấy được khoảng 2% thị phần từ HSG. Năm 2019, sản lượng tiêu thụ của HSG chỉ đạt khoảng 41.800 tấn, giảm 25,6% so với cùng kỳ. Thị phần ống nhựa cả nước của HSG cũng giảm từ 15% năm 2018 xuống chỉ còn 12% trong năm 2019.

Trong năm 2019, BMP vẫn duy trì được vị thế của mình trong ngành ống nhựa với khoảng 29% thị phần cả nước (tăng 2% so với năm 2018) và khoảng 43% thị phần miền Nam. Nguyên nhân do:

- Hệ thống phân phối lớn nhất tại khu vực miền Nam: BMP hiện tại đang có hệ thống phân phối lớn nhất tại thị trường miền Nam với 1.487 cửa hàng phân phối so với các đối thủ cạnh tranh khác như NTP (692), HSG (245). ([tham khảo báo cáo định giá lần đầu](#))
- Thương hiệu truyền thống: Sau 42 năm hoạt động, nhựa Bình Minh đã xây dựng được 1 thương hiệu ống nhựa truyền thống đặc biệt trong mảng ống nhựa dân dụng PVC. ([tham khảo báo cáo định giá lần đầu](#))

**Biên lợi nhuận gộp giảm trong năm 2019 và được cải thiện trong quý 1/2020**
**Giá nguyên liệu nhựa và BLNG**


\*Điều chỉnh cho phần chiết khấu được hạch toán vào giảm trừ doanh thu

Nguồn: Bloomberg, BMP, FPT S Tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp năm 2019 của BMP ở mức 22,8%, giảm 3,2 điểm phần trăm so với biên lợi nhuận gộp\* 2018. Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 74% trong cơ cấu chi phí nên biến động giá các loại nguyên liệu nhựa sẽ ảnh hưởng đến BLNG của BMP. Mảng PVC đóng góp lớn nhất trong sản lượng tiêu thụ và doanh thu nên BLNG của BMP tương quan mạnh hơn với loại nguyên liệu này. BLNG của BMP trong năm 2019 giảm do (1) trong năm 2019, giá PVC tại khu vực Đông Nam Á giảm trung bình khoảng 6,6%, tuy nhiên theo chia sẻ của ban lãnh đạo, giá nguyên liệu PVC trung bình của BMP chỉ giảm 1,9% (2) áp lực cạnh tranh khiến BMP phải giảm giá bán để tăng trưởng thị phần, (3) trích lập chi phí dự phòng 21 tỷ trong quý 4. Trong quý 1/2020, giá PVC tiếp tục giảm 3,6% yoy giúp biên lợi nhuận gộp của BMP cải thiện lên mức 24,1%.

**Cập nhật KQKD 5T/2020.**

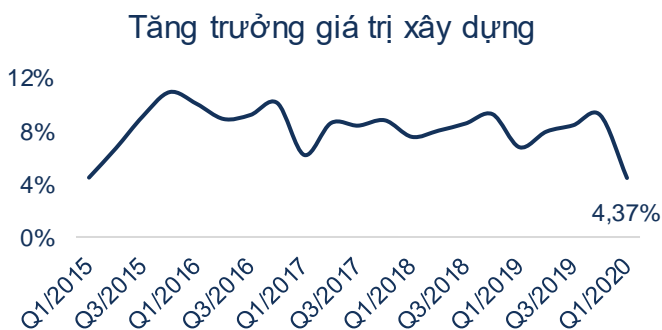
Chỉ tiêu	5T/2020	%yoy	%KH	%dự phóng
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	44.752	+6,5%	41%	41%
Doanh thu thuần (tỷ VND)	1.883	+7,6%	41%	42%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	262	+18,0%	45%	45%

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ 5T/2020 của BMP đạt lần lượt 1.883 tỷ và 44.752 tấn tăng trưởng lần lượt 7,6% và 6,5% so với cùng kỳ. Sản lượng tiêu thụ trong 5 tháng đầu năm tăng trưởng tốt do (1) các dự án xây dựng không bị trì hoãn hoặc cấm trong thời gian dịch bệnh như ở miền Bắc (2) nhu cầu tiêu thụ ống nhựa tăng trưởng đột biến do tình hình hạn mặn tại khu vực miền Nam khiến người dân phải đầu tư đường ống để dẫn nước sinh hoạt. Lợi nhuận trước thuế 5T/2020 của BMP đạt 262 tỷ tăng 18% yoy do biên lợi nhuận gộp được cải thiện.

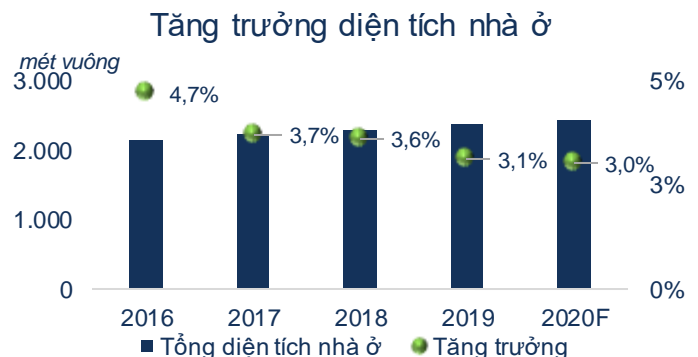
**Kế hoạch kinh doanh năm 2020 và đánh giá**

Chỉ tiêu	Kế hoạch năm 2020	% YoY
Doanh thu thuần (tỷ VND)	4.560	+5%
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	110.000	+5%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ VND)	582	+10%
Cổ tức dự kiến	Tối thiểu 50% lợi nhuận sau thuế năm 2020	

Năm 2020, BMP đặt kế hoạch doanh thu thuần 4.560 tỷ đồng tăng trưởng 5% yoy và lợi nhuận trước thuế đạt 582 tỷ tương ứng với mức tăng 10% so với năm 2019. Chúng tôi dự phóng doanh thu của BMP trong năm 2020 đạt 4.491 tỷ đồng (+4% yoy) và lợi nhuận trước thuế đạt 584 tỷ (+10% yoy) hoàn thành lần lượt 98% và 100% kế hoạch kinh doanh năm 2020 dựa trên các luận điểm sau:

**Nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng do triển vọng kém khả quan của ngành xây dựng**


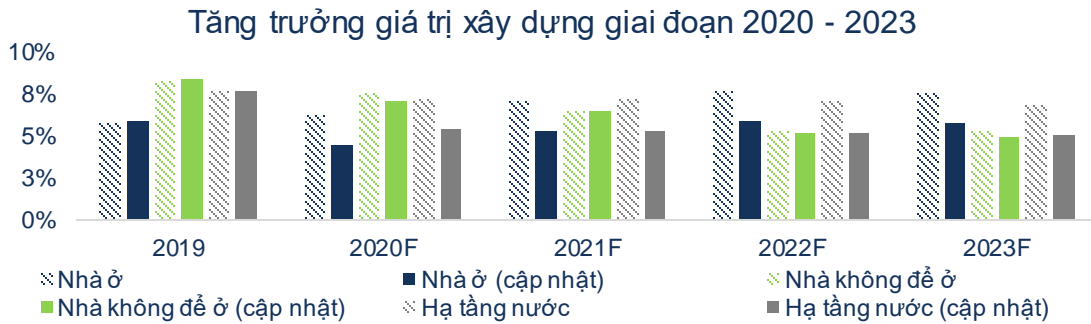
Nguồn: Tổng cục thống kê



Nguồn: Bộ xây dựng, FPTIS tổng hợp

Các sản phẩm ống nhựa của BMP chủ yếu phục vụ thị trường xây dựng dân dụng, nên nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm này phụ thuộc vào tăng trưởng giá trị xây dựng nhà ở và nhà không để ở. Trong quý 1/2020, do ảnh hưởng từ dịch bệnh và tác động tiêu cực từ các biện pháp hạn chế và giãn cách khiến các dự án xây dựng bị trì hoãn. Tăng trưởng giá trị xây dựng trong quý 1/2020 của Việt Nam cũng đã giảm chỉ còn 4,37%, mức thấp nhất kể từ quý 1/2015. Ngoài ra, theo Bộ xây dựng, tăng trưởng diện tích nhà ở trong năm 2020 cũng chỉ ở mức 3% so với trung bình 3,8% giai đoạn 2016 – 2019.

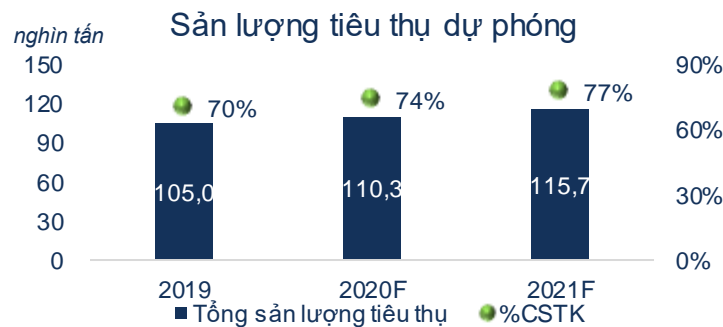
Do tác động tiêu cực của dịch bệnh trong quý 1/2020, BMI Research cũng đã hạ dự báo tăng trưởng giá trị xây dựng các mảng của Việt Nam. Trong giai đoạn 2020 – 2023, giá trị xây dựng nhà ở được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trung bình 5,3% (giảm 1,8 điểm phần trăm), giá trị xây dựng nhà không để ở kỳ vọng tăng trưởng 5,9% (giảm 0,3 điểm phần trăm) và giá trị xây dựng hạ tầng nước kỳ vọng tăng trưởng 5,2% (giảm 1,9 điểm phần trăm).



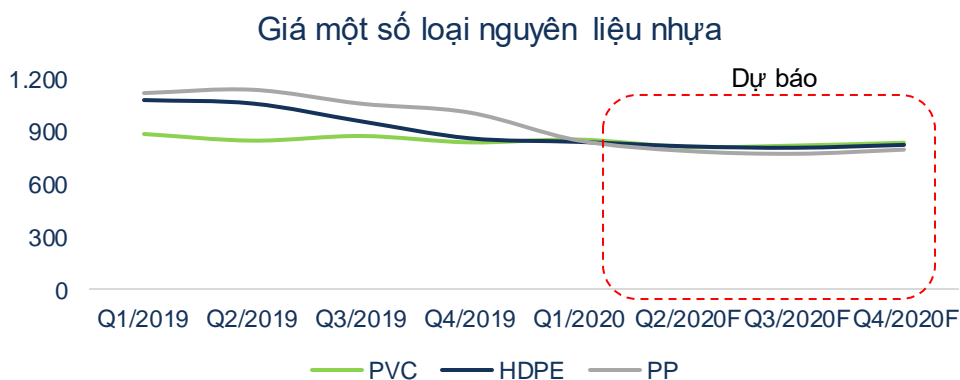
Nguồn: BMI Research

### Duy trì vị thế tại khu vực miền Nam và cả nước.

Năm 2019, BMP đã có những động thái giảm giá bán nhằm lấy lại thị phần từ các đối thủ cạnh tranh. Trong năm 2020, tổng sản lượng ống tiêu thụ dự phóng ở mức 110.250 tấn, tăng trưởng 5% so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng BMP sẽ duy trì được vị thế của mình với thị phần khoảng 43% thị phần miền Nam và khoảng 29% thị phần cả nước dựa trên những điểm sau (1) hệ thống phân phối lớn nhất trong các doanh nghiệp ống nhựa miền Nam (2) thương hiệu ống nhựa Bình Minh truyền thống tại thị trường miền Nam. ([tham khảo báo cáo định giá lần đầu](#)).



### Biên lợi nhuận gộp kỳ vọng được cải thiện.

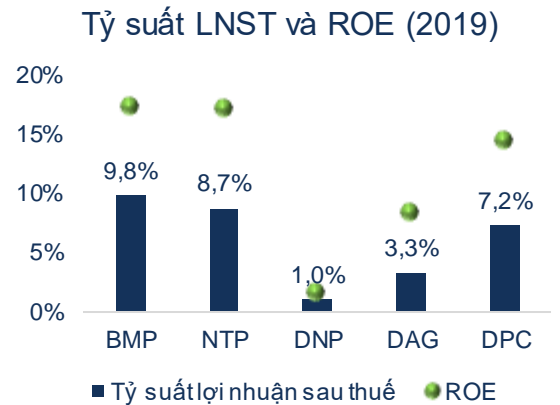
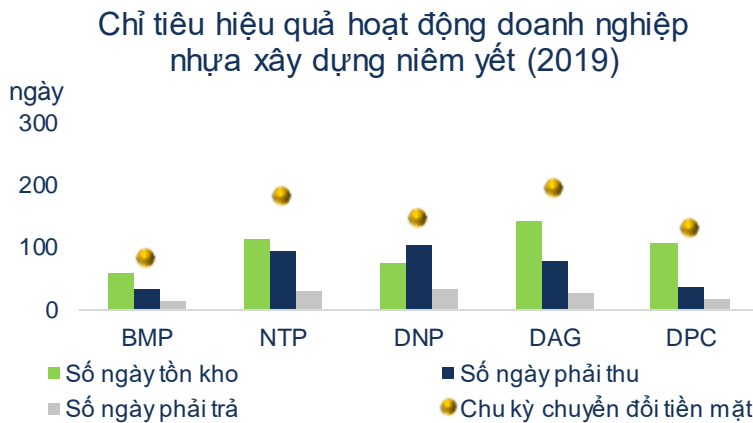


Nguồn: Bloomberg, ICIS, FPTs tổng hợp

Trong quý 1/2020 giá các loại nguyên liệu nhựa đều có xu hướng giảm mạnh so với cùng kỳ (PVC giảm 3,6% yoy, HDPE giảm 22% yoy, PP giảm 23,9% yoy). Nguyên nhân do giá dầu Brent giảm mạnh 20% so với cùng kỳ cùng với đó là tác động của dịch bệnh khiến nhu cầu giảm sút gây ra tình trạng dư cung trong khu vực. Giá nguyên liệu giảm giúp biên lợi nhuận gộp của BMP trong quý 1 được cải thiện lên mức 24,1%, tăng 1,5 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Một phần tồn kho nguyên liệu giá thấp trong giai đoạn cuối quý 1 sẽ được đưa vào sản xuất trong quý 2 nên biên lợi nhuận gộp của BMP được kỳ vọng sẽ tiếp tục được cải thiện trong quý 2 và quý 3 năm 2020. Theo dự báo của ICIS giá nguyên liệu nhựa trong giai đoạn nửa cuối năm 2020 – 2021, sẽ tiếp tục xu hướng giảm do (1) giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng giảm, (2) tình trạng dư cung trong khu vực sẽ tiếp tục do nhu cầu tiêu thụ bị ảnh hưởng từ dịch bệnh tại các thị trường tiêu thụ lớn như Trung Quốc và Ấn Độ.

## Tình hình tài chính

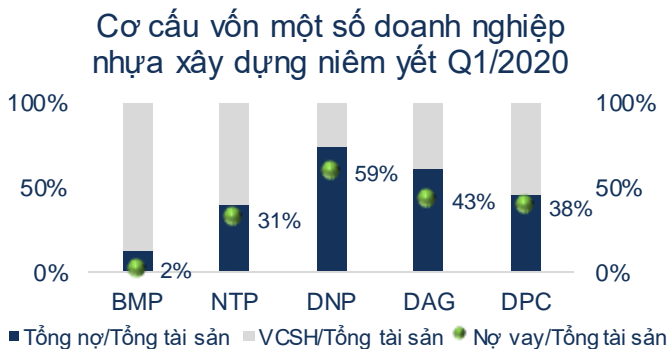
### Hiệu quả hoạt động tốt hơn các doanh nghiệp cùng ngành



Nguồn: BMP, FPTS tổng hợp

BMP là doanh nghiệp có hiệu quả hoạt động tốt nhất trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết. Số ngày tồn kho và phải thu của BMP đều thấp hơn so với đối thủ NTP và so với mức trung bình ngành. Khác với các doanh nghiệp cùng ngành phải phụ thuộc 100% vào nhập khẩu, nguyên liệu chính là PVC của BMP được cung cấp hoàn toàn bởi hai nhà sản xuất PVC lớn nhất Việt Nam là TPC Vina và AGC Chemical giúp BMP không phải tích trữ hàng tồn kho nguyên liệu. Ngoài ra, BMP còn là doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận và ROE cao nhất trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết với tỷ suất LNST và ROE năm 2019 lần lượt ở mức 9,8% và 17,2%

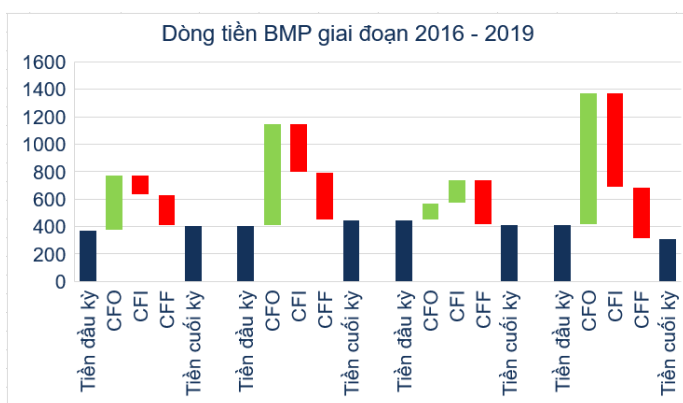
### Cơ cấu vốn an toàn



Nguồn: FPTS tổng hợp

BMP hầu như không sử dụng nợ vay nên cơ cấu vốn quý 1/2020 ở mức an toàn với tỉ lệ D/E chỉ xấp xỉ 0,02 lần thấp hơn rất so với các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết khác như NTP (0,5x), DNP (2,2x), DAG (1,1x). Tỉ lệ nợ vay trong cơ cấu nguồn vốn của BMP chỉ ở mức 2% trên tổng tài sản trong đó hoàn toàn là nợ ngắn hạn. Chúng tôi đánh giá cơ cấu vốn của BMP rất lành mạnh với tỷ lệ nợ vay rất thấp và chỉ số thanh toán hiện hành xấp xỉ 5 lần.

### Dòng tiền lành mạnh



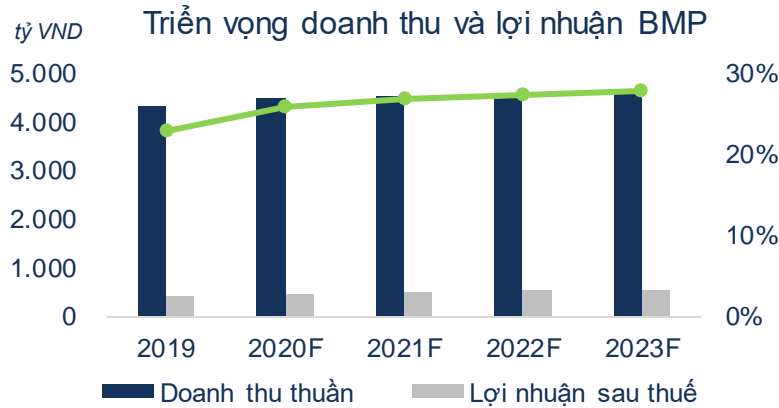
Nguồn: BMP, FPTS tổng hợp

Trong cả giai đoạn 2016 – 2019, dòng tiền của BMP tương đối lành mạnh với CFO dương. Năm 2019, CFO của BMP được cải thiện đáng kể lên mức 964 tỷ từ mức 123 tỷ trong năm 2018. Trong năm 2019, BMP không thực hiện đầu tư mở rộng thêm nhà máy nhưng CFI cũng tăng mạnh chủ yếu do khoản tiền gửi có kỳ hạn khoảng 476 tỷ. Hoạt động kinh doanh ổn định, dòng tiền lành mạnh và tỷ lệ nợ vay thấp giúp BMP duy trì cổ tức tương đối ổn định trong giai đoạn 2016 – 2019.



## Cập nhật dự phóng

Dựa vào những phân tích trên, chúng tôi kỳ vọng sản lượng tiêu thụ và doanh thu của BMP sẽ tăng trưởng trung bình 3,5% và 1,7% trong giai đoạn 2020 – 2024. Lợi nhuận sau thuế năm 2020 của BMP dự phóng ở mức 467 tỷ tăng trưởng 10,5% so với năm 2019.



Chỉ tiêu	Báo cáo định giá lần đầu T11/2019	Báo cáo cập nhật định giá T6/2020	Diễn giải
<b>Doanh thu</b>			
Tổng sản lượng tiêu thụ	Tăng trưởng trung bình 3,6%/năm giai đoạn 2020 - 2024	Tăng trưởng trung bình 3,5%/năm giai đoạn 2020 - 2024	Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ kỳ vọng giảm nhẹ do tăng trưởng giá trị xây dựng kỳ vọng giảm gây ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ ống nhựa.
Giá bán trung bình	Giảm trung bình 1,3%/năm giai đoạn 2020 - 2024	Giảm trung bình 1,7%/năm giai đoạn 2020 - 2024	Giá bán trung bình dự báo giảm nhanh hơn do BMP chủ động giảm giá bán để duy trì thị phần trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ chung của ngành ống nhựa bị ảnh hưởng tiêu cực.
<b>Lợi nhuận gộp</b>			
Biên lợi nhuận gộp (%)	22,1 – 24,9%	25,7 – 27,9%	BLNG kỳ vọng tăng do giá các loại nguyên liệu nhựa dự báo sẽ tiếp tục xu hướng giảm.
<b>Các chỉ tiêu hoạt động</b>			
Vòng quay phải trả	20,2	33,2	Vòng quay phải trả của BMP có xu hướng tăng do khả năng chiếm dụng vốn từ nhà cung cấp là TPC Vina giảm
<b>Tài sản dài hạn (tỷ VND)</b>			
Tài sản cố định (2020)	613	607	
<b>Tổng nợ (tỷ VND)</b>			
Vay nợ ngắn hạn (2020)	68	64	
<b>Hệ số chiết khấu</b>			
ERP	10,00%	8,42%	Cập nhật tới tháng 06/2020
Rf	4,78%	3,01%	Cập nhật tới tháng 06/2020
Beta (không đòn bẩy)	0,88	1,05	Cập nhật tới tháng 06/2020

## ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành cập nhật định giá mã BMP sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền. Giá trị cổ phiếu BMP theo phương pháp chiết khấu dòng tiền có mức bình quân là **56.400 VNĐ/cp** cao hơn 6,8% so với mức giá đóng cửa ngày 29/06/2019. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BMP. Với kỳ vọng BMP sẽ duy trì vị thế dẫn đầu ngành ống nhựa miền Nam và biên lợi nhuận gộp sẽ được cải thiện do giá nguyên liệu nhựa giảm nhà đầu tư có thể mua vào cổ phiếu BMP tại mức giá 45.000 cho mục tiêu trung và dài hạn.

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
<b>Phương pháp chiết khấu dòng tiền</b>			
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	56.276	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	56.619	50%
<b>Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)</b>		<b>56.448</b>	

## CÁC GIẢ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2020	11,85%	Phần bù rủi ro	8,42%
Chi phí sử dụng nợ	5,58%	Hệ số Beta	1,05
Chi phí sử dụng VCSH	12,04%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	3,01%	Thời gian dự phóng	9 năm

## KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

<b>Tổng hợp định giá FCFF</b>		<b>Giá trị</b>
Lãi suất chiết khấu		11,85%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn		1,5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (triệu VNĐ)		4.697.960
(+) Tiền mặt (triệu VNĐ)		142
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)		63.196
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>4.634.906</b>
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)		81,86
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>56.619</b>
<b>Tổng hợp định giá FCFE</b>		<b>Giá trị</b>
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)</b>		<b>4.606.812</b>
<b>Giá mục tiêu (VNĐ/cp)</b>		<b>56.276</b>

**TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH**
*Đơn vị: Triệu đồng*

HĐKD	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu thuần	4.337.339	4.490.675	4.543.402	4.579.318
- Giá vốn hàng bán	3.349.335	3.334.361	3.318.345	3.330.947
Lợi nhuận gộp	988.005	1.156.315	1.225.057	1.248.372
- Chi phí bán hàng	270.352	351.761	401.325	404.497
- Chi phí quản lí DN	116.704	143.283	144.966	146.112
Lợi nhuận thuần HĐKD	600.948	661.270	678.766	697.762
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(73.850)	(78.627)	(67.706)	(49.923)
- Lợi nhuận khác	682	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	527.780	582.643	611.060	647.839
- Chi phí lãi vay	125	3.346	3.848	3.830
Lợi nhuận trước thuế	529.277	584.141	612.557	649.337
- Thuế TNDN	109.649	116.828	122.511	129.867
LNST	422.766	467.312	490.046	519.469
EPS (đ)	4.743	5.138	5.388	5.711

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020F	2021F	2022F
Tiền đầu năm	412.303	313.509	31.687	157.292
Lợi nhuận sau thuế	422.766	467.312	490.046	519.469
+ Khấu hao	187.572	202.147	218.213	218.624
+ Điều chỉnh	68.778	(44.677)	(46.731)	(49.005)
+ Thay đổi vốn lưu động	248.425	(343.380)	(22.433)	(16.464)
Tiền từ hoạt động KD	963.764	281.402	639.095	672.625
+ Thanh lý tài sản cố định	375	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(208.550)	(198.143)	(139.482)	(117.688)
+ Tăng (giảm) đầu tư	(506.000)	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	22.857	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	(691.318)	(198.143)	(139.482)	(117.688)
+ Cổ tức đã trả	(368.374)	(368.374)	(368.374)	(368.374)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+Net vay/trả nợ ngắn hạn	-	8.372	(308)	242
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(371.229)	(365.081)	(374.008)	(373.777)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(98.783)	(281.822)	125.605	181.160
Tiền cuối năm	313.509	31.687	157.292	338.452

CĐKT	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Tài sản</b>				
+ Tiền và tương đương tiền	313.509	31.687	157.292	338.452
+ Đầu tư TC ngắn hạn	376.000	376.000	376.000	376.000
+ Các khoản phải thu	357.163	635.893	649.834	661.413
+ Hàng tồn kho	453.880	520.317	517.750	519.651
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.252	1.252	1.252	1.252
Tổng tài sản ngắn hạn	1.501.805	1.565.149	1.702.128	1.896.769
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	1.745.319	1.913.353	2.110.870	2.228.559
+ Khấu hao lũy kế	(1.124.274)	(1.315.595)	(1.525.538)	(1.744.163)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	621.045	597.758	585.332	484.396
+ Đầu tư dài hạn chính dài hạn	368.744	368.744	368.744	368.744
+ Tài sản dài hạn khác	311.293	311.293	311.293	311.293
+ Xây dựng cơ bản dở dang	27.926	58.034	-	-
Tổng tài sản dài hạn	1.348.102	1.344.099	1.265.368	1.164.432
Tổng tài sản	2.849.907	2.909.248	2.967.496	3.061.201

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2019	2020F	2021F	2022F
+ Phải trả người bán	110.055	100.488	90.914	91.259
+ Vay và nợ ngắn hạn	55.770	64.142	63.834	64.076
+ Quỹ khen thưởng	21.592	46.731	49.005	51.947
Nợ ngắn hạn	1.362.611	1.319.059	1.328.499	1.361.698
+ Vay và nợ dài hạn	357.538	392.835	383.743	383.945
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tổng nợ	380.624	392.835	383.743	383.945
+ Vốn điều lệ	818.609	818.609	818.609	818.609
+ LN chưa phân phối	263.026	193.327	138.157	101.792
Vốn chủ sở hữu	2.469.284	2.516.412	2.583.754	2.677.257
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	2.849.907	2.909.248	2.967.496	3.061.201

Chỉ số hiệu quả vận hành	2019	2020F	2021F	2022F
Số ngày phải thu	33,10	37,00	37,50	38,00
Số ngày tồn kho	57,01	57,01	57,01	57,01
Số ngày phải trả	11,99	11,00	10,00	10,00
Thời gian luân chuyển tiền	78,12	83,01	84,51	85,01
COGS / Hàng tồn kho	7,38	6,41	6,41	6,41

Chỉ số khả năng sinh lời	2019	2020F	2021F	2022F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2019	2020F	2021F	2022F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,8%	25,7%	27,0%	27,3%	CS thanh toán hiện hành	4,20	3,98	4,44	4,94
Tỷ suất LNST	9,7%	10,4%	10,8%	11,3%	CS thanh toán nhanh	2,93	2,66	3,09	3,59
ROE DuPont	17,2%	18,7%	19,2%	19,7%	CS thanh toán tiền mặt	1,93	1,04	1,39	1,86
ROA DuPont	14,9%	16,2%	16,7%	17,2%	Nợ / Tài sản	0,02	0,02	0,02	0,02
Tỷ suất EBIT/doanh thu	12,2%	13,0%	13,4%	14,1%	Nợ / Vốn CSH	0,02	0,03	0,02	0,02
LNST/LNTT	79,9%	80,0%	80,0%	80,0%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,02	0,03	0,02	0,02
LNTT/EBIT	100,3%	100,3%	100,2%	100,2%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Vòng quay tổng tài sản	153,2%	155,9%	154,6%	151,9%	Khả năng TT lãi vay	4,216,36	174,12	158,78	169,15
Đòn bẩy tài chính	115,0%	115,5%	115,2%	114,6%					

**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 kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 45 cổ phiếu BMP và chuyên viên phân tích, người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các 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 <http://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: (84.24)3 773 7070/271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT****Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành  
Times Square, 136-138 Lê Thị  
Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí  
Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán  
FPT****Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130  
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà  
Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888