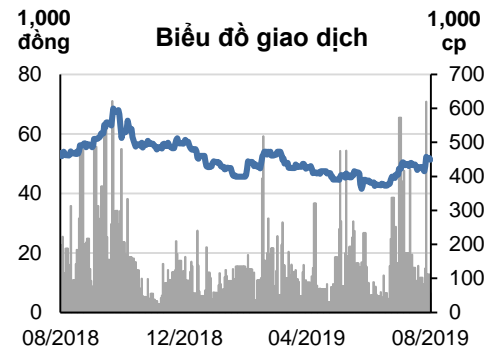


BMP (HOSE) Kết quả 6T2019 tích cực trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

Đánh giá TRUNG LẬP

Vật liệu xây dựng/Nhựa

Giá thị trường (VND)	54,400
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	51,200
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	6.3%
Suất sinh lợi cổ tức	7.8%
Suất sinh lợi bình quân năm	14.1%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3%	6%	21%	4%
Tương đối	-7%	6%	18%	2%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 12/08/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	41.5k-68.5k
SL lưu hành (triệu cp)	82
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,199
Vốn hóa (triệu USD)	181
% khối ngoại sở hữu	76.8%
SL cp tự do (triệu cp)	36.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	165,977
VND/USD	23,203
Index: VNIndex / HNX	974/103

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 12/08/2019

Saraburi Co., Ltd	54.4%
Templeton Frontier Markets Fund	8.9%

Nguồn: Fiinpro

Chu Đức Vinh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Kết quả kinh doanh 6T2019 tích cực trong bối cảnh cạnh tranh gay gắt

- Sản lượng hàng bán đạt 50.8 nghìn tấn, tăng +21% n/n. Trong đó các sản phẩm hạt nhựa PVC chiếm 92%, HDPE chiếm 3% và PPR chiếm 2% tổng sản lượng.
- Doanh thu thuần ghi nhận ở mức 2,109 tỷ đồng, tăng 21.8% n/n với cơ cấu PVC, HDPE và PPR lần lượt là 91%, 7% và 2%, tương đồng với năm 2018. Tổng tỷ lệ chiết khấu cho khách hàng (không bao gồm chiết khấu cơ bản) trong 6T2019 là 5.6% tổng doanh thu, giảm 1.9% n/n.
- Biên lãi gộp là 23%, giảm 1.2% so với cùng kỳ 2018 mặc dù giá đầu vào thấp hơn. Trong 6T2019, giá hạt nhựa PVC trung bình giảm 8.4% n/n trong khi giá hạt nhựa HDPE trung bình giảm 22.2% n/n. Tuy nhiên, theo báo cáo tài chính 6T2019 chưa kiểm toán, có khả năng là do chi phí nguyên vật liệu trên mỗi đơn vị tăng 2% n/n. Ngoài ra, chi phí đơn vị khác cũng tăng 24% n/n. Ban lãnh đạo giải thích rằng (1) Công ty đã thay thế kim loại nặng trong các sản phẩm của mình bằng các thành phần phụ gia khác và (2) Công ty bắt đầu bán với giá xuất xưởng cho người mua, làm giảm giá bán trung bình.
- Kết quả là, lợi nhuận ròng đạt 210 tỷ đồng, giảm 6.7% n/n và biên lợi nhuận ròng là 9.9%, giảm 2.4%.

Thay đổi chính sách bán hàng

Nhựa Bình Minh đang cố gắng cải thiện kênh phân phối của mình bằng cách thay đổi chính sách bán hàng như sau:

- Giảm mức đóng góp của kênh dự án vào tổng doanh thu: từ 10% trong 2018 xuống còn 2% trong 6T2019; đồng thời tập trung nhiều hơn vào kênh bán lẻ.
- Kể từ tháng 02/2019, công ty đã bắt đầu bán hàng cho các nhà phân phối với mức giá xuất xưởng, điều này khiến công ty phải chi trả khoảng 2% doanh thu cho các nhà phân phối.
- Xử phạt các nhà phân phối vi phạm chính sách bán hàng của công ty, chẳng hạn như không sử dụng giá bán công bố của Bình Minh, giao dịch chéo giữa các nhà phân phối để được hưởng chiết khấu từ công ty...

Thay đổi chính sách kế toán

Kể từ đầu năm 2019, công ty đã thay đổi cách ghi nhận chiết khấu thương mại từ các khoản giảm trừ doanh thu sang chi phí bán hàng, khiến chi phí bán hàng & quản lý tăng gấp đôi lên 124 tỷ đồng. Nếu ghi nhận theo cách cũ, doanh thu thuần sẽ chỉ tăng 18.1% n/n lên khoảng 2,044 tỷ đồng thay vì 21.8% n/n như trong báo cáo.

Khuyến nghị TRUNG LẬP

Do kết quả kinh doanh tích cực trong 6T2019, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu và lợi nhuận ròng của BMP lên lần lượt 7.3% và 6.4%; đạt 4,382 tỷ đồng và 447 tỷ đồng. Sử dụng giá trị EV/EBITDA trung bình là 5 và P/E là 10, chúng tôi định giá cổ phiếu BMP ở mức **54,400 đồng** vào cuối năm 2019. Bao gồm cổ tức tiền mặt 4,000 đồng cho mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là 14.1%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Dự phóng

Tỷ đồng	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2018	2019E	2020E
Doanh thu	882	1206	626	1,104	1,019	1,170	931	1,177	3,920	4,382	4,905
PVC (*)									3,311	3,708	4,153
HDPE (*)									267	321	385
PPR (*)									78	90	103
Khác									264	264	264
Tăng trưởng DT năm (%)	0.3%	45.2%	-17.4%	12.8%	15.6%	-3.0%	48.7%	6.6%	2.5%	11.8%	11.9%
PVC (*)									1%	12%	12%
HDPE (*)									17%	20%	20%
PPR (*)									12%	15%	15%
Khác									9%	0%	0%
Lợi nhuận gộp	214	283	170	249	224	229	210	275	872	1,018	1,127
PVC (*)									849.09	963.42	1,064.35
HDPE (*)									31.01	35.53	41.43
PPR (*)									13.67	15.20	17.09
Khác									3.786	3.786	3.786
Biên lợi nhuận gộp (%)	24.2%	23.5%	27.2%	22.6%	21.9%	19.6%	22.6%	23.4%	23%	23%	23%
PVC (*)									26%	26%	26%
HDPE (*)									12%	11%	11%
PPR (*)									17%	17%	17%
Khác									1%	1%	1%
Lợi nhuận hoạt động	149	154	105	173	142	110	135.6	167.5	608	651	716
Tăng trưởng (%)	-39.7%	-42.7%	-14.4%	9.7%	-4.8%	-28.3%	17.5%	-16.1%	-8%	7%	10%
Biên LN (%)	16.9%	12.8%	16.7%	15.6%	13.9%	9.4%	14.6%	14.2%	15.5%	14.9%	14.6%
Lợi nhuận sau thuế	120	123	87	139	115	88	91	119	428	447	490
Tăng trưởng (%)	-38.2%	48.6%	-13.5%	8.4%	-3.8%	-29.0%	5.2%	-14.2%	-8.0%	4.4%	9.6%
Biên LN (%)	13.6%	10.2%	13.8%	12.5%	11.3%	7.5%	9.8%	10.1%	10.9%	10.2%	10.0%

Nguồn: KIS dự phóng

(*): KIS ước tính

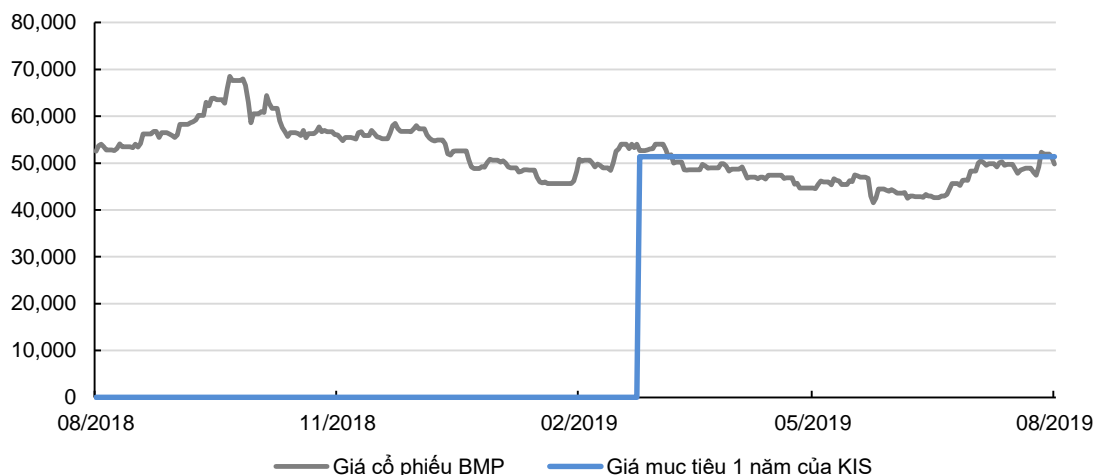
Định giá

Tỷ đồng	2019E	2020E	Ghi chú
EV/EBITDA (x)	5.0	5.0	EV/EBITDA trung bình lịch sử 2018
Giá trị doanh nghiệp (A)	4,185	4,585	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	-	-	
Nợ ròng (C)	-605	-541	
Giá trị VCSH (D = A-B-C)	4,790	5,126	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	82	82	
Giá mục tiêu 1 (VND) (E)	58,900	63,300	2019
P/E (x)	10	10	P/E trung bình lịch sử 2018
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,960	5,439	
Giá mục tiêu 2 (VND) (F)	50,000	55,000	2019
Giá mục tiêu (VND) G = 50%E + 50%F	54,400		2019
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	6.3%		
Suất sinh lợi cổ tức	7.8%		
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	14.1%		2019

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

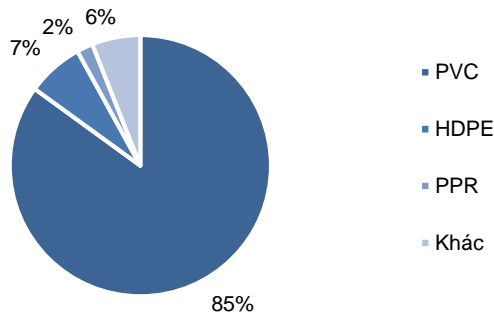
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Kỳ vọng thị trường
BMP	08/03/2019	TRUNG LẬP	51,400	55,150

Ước tính và dự phóng của công ty



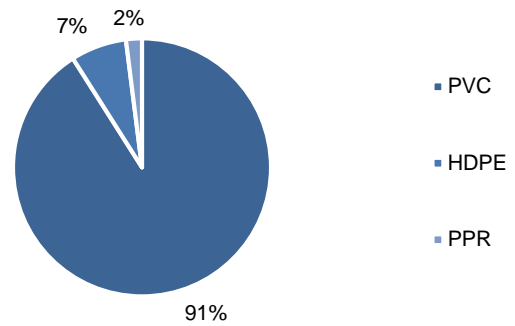
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của BMP, 2018



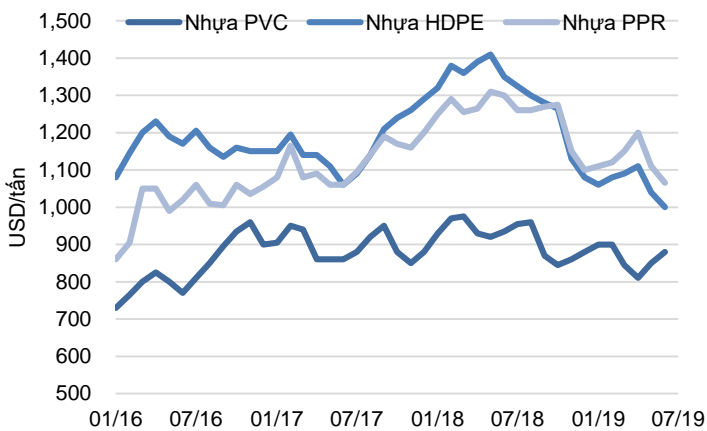
Nguồn: BMP, KIS

Hình 02. Cơ cấu sản lượng của BMP, 2018



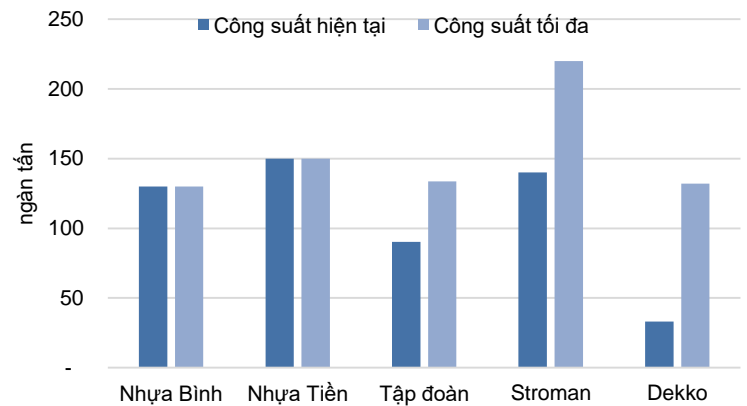
Nguồn: BMP, KIS

Hình 03. Biến động giá nguyên liệu đầu vào



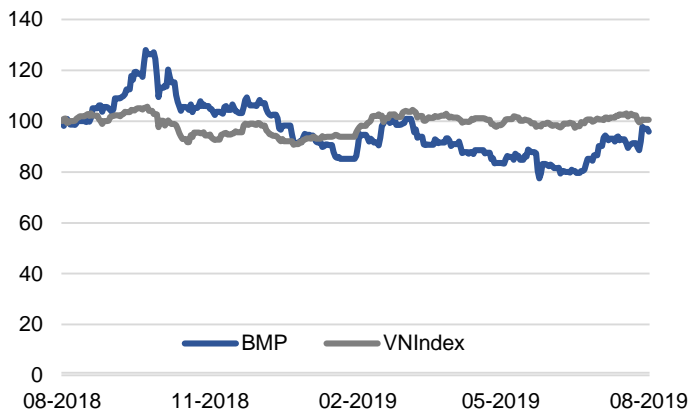
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 04. Công suất thiết kế của đối thủ cạnh tranh chính



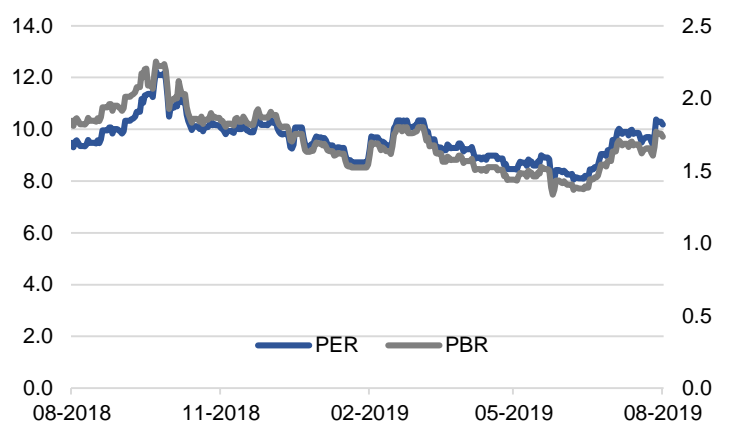
Nguồn: BMP, NTP, HSG, KIS

Hình 05. Diễn biến giá cổ phiếu 1 năm so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. P/E và P/B lịch sử 1 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3,309	3,825	3,920	4,382	4,905
Tăng trưởng (%)	18.5%	15.6%	2.5%	11.8%	11.9%
PVC	2,806	3,284	3,311	3,708	4,153
HDPE	149	227	267	321	385
PPR	51	70	78	90	103
Khác	304	243	264	264	264
GVHB	2,248	2,902	3,048	3,364	3,779
Biên LN gộp (%)	32.1%	24.1%	22.2%	23.2%	23.0%
Chi phí BH & QLDN	282	260	262	367	411
EBITDA	866	762	782	837	917
Biên lợi nhuận (%)	26.2%	19.9%	20.0%	19.1%	18.7%
Khấu hao	87	99	172	186	201
Lợi nhuận từ HĐKD	778	663	610	651	716
Biên LN HĐKD (%)	23.5%	17.3%	15.6%	14.9%	14.6%
Chi phí lãi vay ròng	-45	-23	-24	-19	-21
% so với nợ ròng	5.1%	2.8%	3.4%	3.2%	3.4%
Khả năng trả lãi vay (x)	-17.4	-29.0	-25.6	-34.7	-34.2
Lãi/lỗ khác	-39	-103	-103	-110	-123
Chiết khấu thanh toán	-35	-96	-104	-110	-123
Khác	-4	-7	1	-	-
Thuế	157	118	102	114	125
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	20%	19%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	627	465	428	447	490
Biên lợi nhuận (%)	19.0%	12.1%	10.9%	10.2%	10.0%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	627	465	428	447	490
Số lượng CP (triệu)	45	82	82	82	82
EPS hiệu chỉnh (VND)	6,452	4,000	3,687	4,960	5,439
Tăng EPS (%)	12.6%	-38.0%	-7.8%	4.4%	9.6%
Cổ tức (VND)	6,500	3,500	4,000	4,000	4,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	101%	88%	109%	81%	74%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	320	-294	386	-43	127
Capex	315	416	98	200	200
Dòng tiền khác	-2	92	69	69	69
Dòng tiền tự do	82	350	47	406	294
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	273	305	327	327	327
Thay đổi nợ ròng	191	-45	280	-79	34
Nợ ròng cuối năm	-789	-834	-554	-632	-598
Giá trị doanh nghiệp	3,574	3,529	3,810	3,567	3,601
Tổng VCSH	2,400	2,423	2,397	2,532	2,650
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
VCSH	2,400	2,423	2,397	2,532	2,650
Giá trị sổ sách/cp (VND)	52,772	29,595	29,282	30,934	32,373
Nợ ròng / VCSH (%)	-33%	-34%	-23%	-25%	-23%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0.9	-1.1	-0.7	-0.8	-0.7
Tổng tài sản	2,872	2,988	3,086	2,853	3,049

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	26.7%	19.3%	17.8%	17.9%	18.9%
ROA (%)	21.8%	15.6%	13.9%	15.7%	16.1%
ROIC (%)	40.5%	27.9%	23.8%	22.7%	23.9%
WACC (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
PER (x)	8.3	13.3	14.5	10.3	9.4
PBR (x)	1.0	1.8	1.8	1.7	1.6
PSR (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	4.1	4.6	4.9	4.3	3.9
EV/Sales (x)	1.1	0.9	1.0	0.8	0.7
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	6.7%	6.5%	7.4%	7.8%	7.8%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.