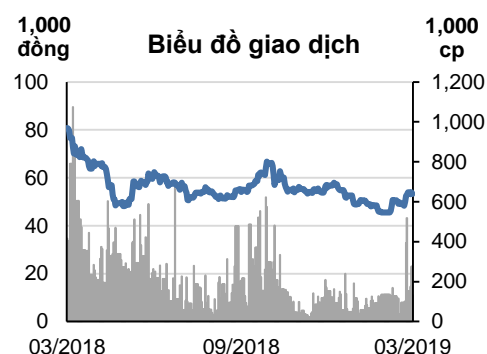


## BMP (HOSE) Không tăng trưởng trong 2019

### Đánh giá **TRUNG LẬP** Vật liệu xây dựng/Nhựa

Giá thị trường (VND)	54,000
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	51,400
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-4.8%
Suất sinh lợi cổ tức	5.6%
Suất sinh lợi bình quân năm	0.8%



### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3%	18%	-5%	-33%
Tương đối	-9%	9%	-9%	-24%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

### Thông kê **08/03/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	45.6k-80.5k
SL lưu hành (triệu cp)	82
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,420
Vốn hóa (triệu USD)	191
% khối ngoại sở hữu	76%
SL cp tự do (triệu cp)	35
KLGD TB 3 tháng (cp)	116,893
VND/USD	23,201
Index: VNIndex / HNX	994/109

Nguồn: Bloomberg

### Cơ cấu sở hữu **08/03/2019**

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

Nguồn: Stoxplus

### Chu Đức Vinh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

www.kisvn.vn

### Thị trường cạnh tranh khốc liệt

Nhựa Bình Minh công bố kết quả kinh doanh năm 2018 thất vọng:

- ❖ Tăng trưởng doanh thu chỉ 2.5% so với mức 15.6% của năm 2017 do cạnh tranh gay gắt trên thị trường ống nhựa. Sự tham gia của Stroman (thương hiệu của Tân Á Đại Thành), Dekko (thương hiệu của Phúc Hà) và đặc biệt là Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG) đã chặn đà tăng của Bình Minh.
- ❖ Biên lãi gộp là 22.2%, giảm 1.9%, chủ yếu là do khấu hao nhà máy mới ở Long An.

Chúng tôi ước tính quy mô thị trường ống nhựa năm 2018 là 340 ngàn tấn. Sự gia nhập của Hoa Sen, Tân Á Đại Thành và Phúc Hà ở cả khu vực phía Nam và phía Bắc đã đe dọa vị thế dẫn đầu của Nhựa Bình Minh và Nhựa Tiền Phong (HNX: NTP). Công suất hiện tại của 5 công ty lớn nhất thị trường ống nhựa là 543 ngàn tấn, nên hiệu suất sử dụng trung bình năm 2018 chỉ là 63%. Cần lưu ý rằng tổng công suất tối đa của những doanh nghiệp này có thể đạt 766 ngàn tấn mỗi năm. Do đó, thị trường ống nhựa dự kiến sẽ tiếp tục khó khăn trong những năm tiếp theo.

### Hưởng lợi từ chi phí đầu vào thấp hơn

Năm 2018, do giá dầu Brent bình quân tăng 34% n/n, khí tự nhiên Henry Hub tăng 0.3% n/n, giá than tăng 24.1% n/n dẫn đến giá nhựa PVC tăng 3.8% n/n. Việc Mỹ tăng sản lượng dầu đá phiến sẽ triệt tiêu hoàn toàn thỏa thuận cắt giảm của OPEC+ trong năm 2019. Bên cạnh đó, nhu cầu dầu thô được dự báo tăng trưởng kém do những lo ngại về tăng trưởng kinh tế toàn cầu chậm lại. Cả cung và cầu đều gây áp lực giảm lên giá dầu. Theo Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA), giá dầu Brent bình quân của năm 2019 sẽ ở mức 61 USD/thùng (-16% n/n). Do đó, chúng tôi dự phóng giá nhựa PVC sẽ giảm 3.2% n/n xuống còn 890 USD/tấn.

Đầu tháng 3, Bộ Công Thương công bố giá điện bán lẻ sẽ tăng 8.36% n/n. Vì điện chỉ chiếm 3-4% giá vốn hàng bán nên việc tăng giá điện chỉ làm tăng giá vốn hàng bán thêm 0.25% từ 2Q2019.

### Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Sử dụng EV/EBITDA trung bình là 5.5x và P/E trung bình là 10.1x, chúng tôi định giá cổ phiếu **BMP** ở mức **51,400 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Bao gồm cả cổ tức bằng tiền mặt 3,000 đồng trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận kỳ vọng là 0.8%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

## Dự phóng

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018U	2019E	2020E
<b>Doanh thu</b>	<b>758</b>	<b>979</b>	<b>882</b>	<b>1206</b>	<b>626</b>	<b>1,104</b>	<b>1,019</b>	<b>1,170</b>	<b>3,920</b>	<b>3,948</b>	<b>3,986</b>
PVC (*)									3,331	3,284	3,257
HDPE (*)									267	313	366
PPR (*)									78	88	98
Khác									264	264	264
<b>Tăng trưởng DT năm (%)</b>	<b>7.7%</b>	<b>9.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>45.2%</b>	<b>-17.4%</b>	<b>12.8%</b>	<b>15.6%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>1.0%</b>
PVC (*)									0.8%	-0.8%	-0.8%
HDPE (*)									17.3%	17.3%	17.3%
PPR (*)									11.7%	11.7%	11.7%
Khác									0%	0%	0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>173</b>	<b>253</b>	<b>214</b>	<b>283</b>	<b>170</b>	<b>249</b>	<b>224</b>	<b>229</b>	<b>872</b>	<b>897</b>	<b>891</b>
PVC (*)									849	830	816
HDPE (*)									31	45	52
PPR (*)									14	18	20
Khác									4	4	4
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>22.7%</b>	<b>25.9%</b>	<b>24.2%</b>	<b>23.5%</b>	<b>27.2%</b>	<b>22.6%</b>	<b>21.9%</b>	<b>19.6%</b>	<b>22.9%</b>	<b>22.7%</b>	<b>22.4%</b>
PVC (*)									25.6%	25.3%	25.0%
HDPE (*)									11.6%	14.5%	14.2%
PPR (*)									17.4%	20.4%	20.1%
Khác									1.4%	1.4%	1.4%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>123</b>	<b>158</b>	<b>149</b>	<b>154</b>	<b>105</b>	<b>173</b>	<b>142</b>	<b>110</b>	<b>610</b>	<b>633</b>	<b>625</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	<b>-43.5%</b>	<b>-24.1%</b>	<b>-39.7%</b>	<b>-42.7%</b>	<b>-14.4%</b>	<b>9.7%</b>	<b>-4.8%</b>	<b>-28.3%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>3.8%</b>	<b>-1.3%</b>
<b>Biên LN (%)</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>12.8%</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.6%</b>	<b>13.9%</b>	<b>9.4%</b>	<b>15.6%</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.7%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>100</b>	<b>128</b>	<b>120</b>	<b>123</b>	<b>87</b>	<b>139</b>	<b>115</b>	<b>88</b>	<b>428</b>	<b>436</b>	<b>437</b>
<b>Tăng trưởng (%)</b>	<b>-49.5%</b>	<b>-13.1%</b>	<b>-38.2%</b>	<b>48.6%</b>	<b>-13.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>-3.8%</b>	<b>-29.0%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.2%</b>
<b>Biên LN (%)</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.1%</b>	<b>13.6%</b>	<b>10.2%</b>	<b>13.8%</b>	<b>12.5%</b>	<b>11.3%</b>	<b>7.5%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>

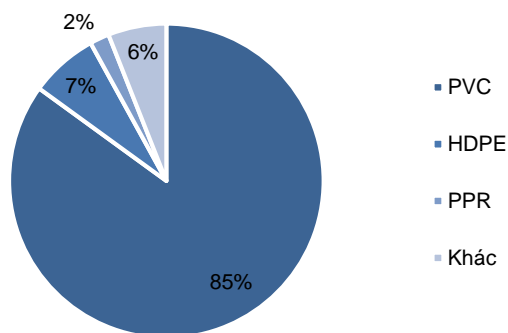
Nguồn: KIS dự phóng

(\*): KIS ước tính

## Định giá

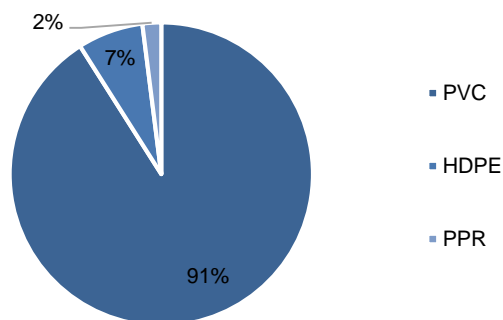
Tỷ đồng	2019E	2020E	Ghi chú
EV/EBITDA (x)	5.5	5.5	EV/EBITDA trung bình lịch sử 2018
<b>Giá trị doanh nghiệp (A)</b>	<b>4,428</b>	<b>4,384</b>	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	-	-	
Nợ ròng (C)	-876	-1,044	
<b>Giá trị VCSH (D = A-B-C)</b>	<b>5,304</b>	<b>5,428</b>	
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	82	82	
<b>Giá hợp lý (VND) (E)</b>	<b>64,800</b>	<b>66,300</b>	<b>2019</b>
P/E (x)	10.1	10.1	P/E trung bình lịch sử 2018
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,753	3,761	
<b>Giá hợp lý (VND) (F)</b>	<b>38,000</b>	<b>38,000</b>	<b>2019</b>
<b>Giá mục tiêu (VND) G = 50% x E + 50% x F</b>	<b>51,400</b>	<b>52,200</b>	<b>2019</b>
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-4.8%	1.6%	
Suất sinh lợi cổ tức	5.6%	5.8%	
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>0.8%</b>	<b>7.4%</b>	<b>2019</b>

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của BMP, 2018



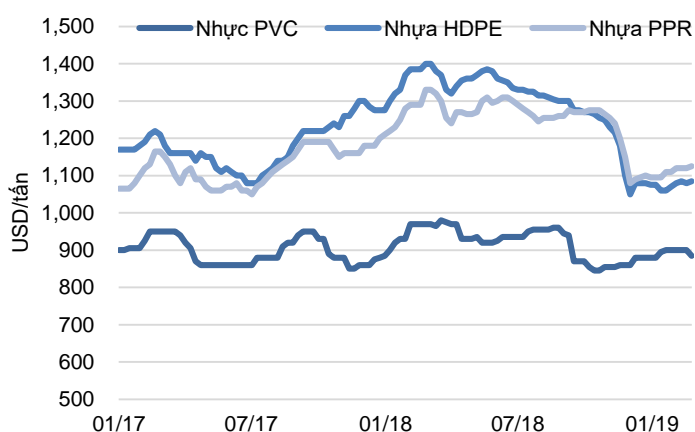
Nguồn: BMP, KIS

Hình 02. Cơ cấu sản lượng của BMP, 2018



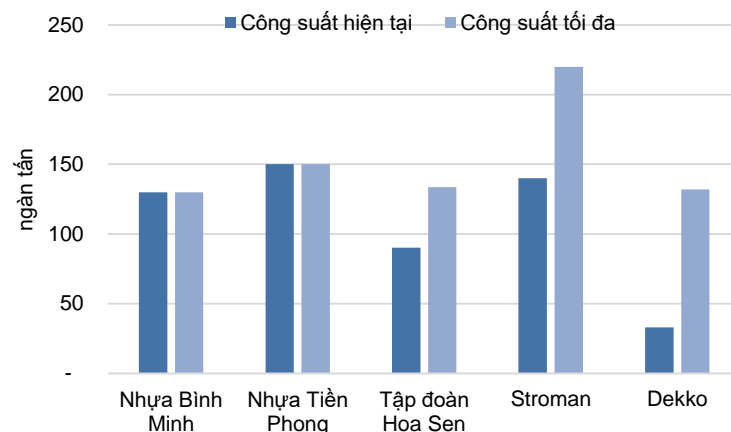
Nguồn: BMP, KIS

Hình 03. Biến động giá nguyên liệu đầu vào



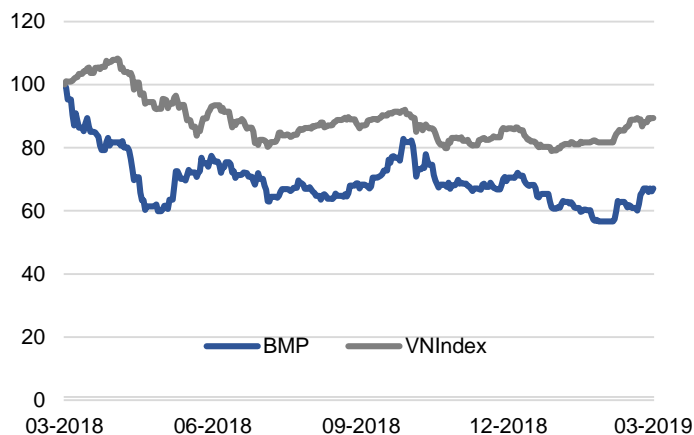
Nguồn: Bloomberg, KIS

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



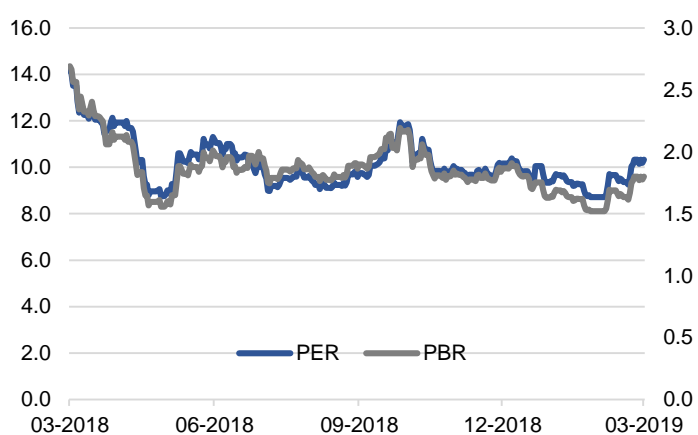
Nguồn: BMP, NTP, HSG, KIS

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	Vốn hóa: 4,420 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3,309</b>	<b>3,825</b>	<b>3,920</b>	<b>3,948</b>	<b>3,986</b>
Tăng trưởng (%)	18.5%	15.6%	2.5%	0.7%	1.0%
PVC	2,806	3,284	3,311	3,284	3,257
HDPE	149	227	267	313	366
PPR	51	70	78	88	98
Khác	304	243	264	264	264
<b>GVHB</b>	<b>2,248</b>	<b>2,902</b>	<b>3,048</b>	<b>3,051</b>	<b>3,094</b>
Biên LN gộp (%)	32.1%	24.1%	22.2%	22.7%	22.4%
Chi phí BH & QLDN	282	260	262	264	266
<b>EBITDA</b>	<b>866</b>	<b>762</b>	<b>782</b>	<b>805</b>	<b>797</b>
Biên lợi nhuận (%)	26.2%	19.9%	20.0%	20.4%	20.0%
Khấu hao	87	99	172	172	172
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>778</b>	<b>663</b>	<b>610</b>	<b>633</b>	<b>625</b>
Biên LN HĐKD (%)	23.5%	17.3%	15.6%	16.0%	15.7%
Chi phí lãi vay ròng	-45	-23	-24	-19	-29
% so với nợ ròng	5.1%	2.8%	3.4%	2.7%	3.0%
Khả năng trả lãi vay (x)	-17.4	-29.0	-25.6	-33.2	-21.5
Lãi/lỗ khác	-39	-103	-103	-105	-106
Chiết khấu thanh toán	-35	-96	-104	-105	-106
Khác	-4	-7	1	0	0
Thuế	157	118	102	111	111
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	20%	19%	20%	20%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>627</b>	<b>465</b>	<b>428</b>	<b>436</b>	<b>437</b>
Biên lợi nhuận (%)	19.0%	12.1%	10.9%	11.0%	11.0%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>627</b>	<b>465</b>	<b>428</b>	<b>436</b>	<b>437</b>
Số lượng CP (triệu)	45	82	82	82	82
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>6,452</b>	<b>4,000</b>	<b>3,687</b>	<b>3,753</b>	<b>3,761</b>
Tăng EPS (%)	12.6%	-38.0%	-7.8%	1.8%	0.2%
Cổ tức (VND)	6,500	3,500	4,000	3,000	3,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	101%	88%	109%	80%	80%

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	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	320	-294	386	-128	28
Capex	315	416	98	98	98
Dòng tiền khác	-2	92	69	69	69
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>82</b>	<b>350</b>	<b>47</b>	<b>568</b>	<b>413</b>
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	273	305	327	246	246
Thay đổi nợ ròng	191	-45	280	-323	-168
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>-789</b>	<b>-834</b>	<b>-554</b>	<b>-876</b>	<b>-1,044</b>
Giá trị doanh nghiệp	3,574	3,529	3,810	3,487	3,319
<b>Tổng VCSH</b>	<b>2,400</b>	<b>2,423</b>	<b>2,397</b>	<b>2,459</b>	<b>2,521</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>VCSH</b>	<b>2,400</b>	<b>2,423</b>	<b>2,397</b>	<b>2,459</b>	<b>2,521</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	52,772	29,595	29,282	30,035	30,795
Nợ ròng / VCSH (%)	-33%	-34%	-23%	-36%	-41%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0.9	-1.1	-0.7	-1.1	-1.3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2,872</b>	<b>2,988</b>	<b>3,086</b>	<b>2,953</b>	<b>2,976</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	26.7%	19.3%	17.8%	17.9%	17.5%
ROA (%)	21.8%	15.6%	13.9%	14.8%	14.7%
ROIC (%)	40.5%	27.9%	23.8%	24.6%	27.0%
WACC (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
PER (x)	8.3	13.3	14.5	14.2	14.2
PBR (x)	1.0	1.8	1.8	1.8	1.7
PSR (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	4.1	4.6	4.9	4.3	4.2
EV/Sales (x)	1.1	0.9	1.0	0.9	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	6.7%	6.5%	7.4%	5.6%	5.6%

## 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**.