

BMP (HOSE) 3Q2019 không tệ nhưng định giá đã phản ánh hết

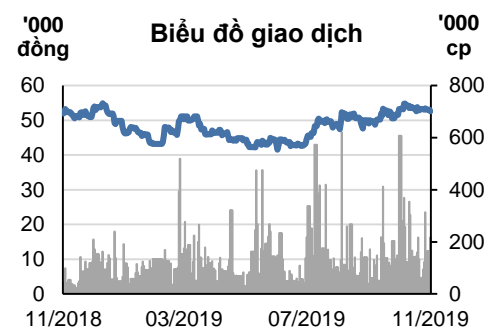
Đánh giá TRUNG LẬP 3Q2019 không tệ

Nhựa/Vật liệu xây dựng

Giá thị trường (VND)	52,600
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	51,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-2.5%
Suất sinh lợi cổ tức	7.6%
Suất sinh lợi bình quân năm	5.1%

Trong 3Q2019, doanh thu thuần được báo cáo ở mức 1,070 tỷ đồng, tăng 5.0% n/n, trong đó PVC, HDPE và PPR lần lượt chiếm 91%, 7% và 2%, tương đồng với năm 2018.

Doanh số bán hàng là 25.7 nghìn tấn, tăng +5.7% n/n, nhưng thấp hơn mức tăng 10% n/n của 2Q2019 và 40% n/n của 1Q2019. Đóng góp từ kênh dự án vẫn ổn định ở mức 2%, thấp hơn nhiều so với 10% của năm ngoái, cho thấy trọng tâm của BMP là kênh bán lẻ.



Biên lãi gộp là 23.4%, không thay đổi so với 2Q2019 nhưng thấp hơn 2.2% so với 3Q2018, theo chúng tôi ước tính là do tăng nguyên liệu đầu vào. Theo BoD, nhựa PVC mua từ TPC Vina - một công ty con khác của Saraburi Co., Ltd chiếm khoảng 55% tổng chi phí nguyên vật liệu, cao hơn khoảng 41% - 47% của năm 2018 mà chúng tôi ước tính. BoD dự kiến lợi nhuận có thể tiếp tục bị siết chặt trong những năm tới.

Do đó, lợi nhuận ròng là 120 tỷ đồng, tăng 4.0% YoY và tỷ suất lợi nhuận ròng là 11.2%, thấp hơn 0.1% so với 3Q2018.

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	6%	-1%	8%	1%
Tương đối	-10%	-5%	4%	-11%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Đầu tư công nghệ cải thiện hiệu suất

Nhựa Bình Minh tiếp tục áp dụng công nghệ hiện đại mới để thay thế phương thức quản lý và vận hành truyền thống:

- Công ty đã hoàn thành nghiệm thu hệ thống Customer Relationship Management (CRM) vào ngày 17/10 để giờ đây công ty có thể kết nối hệ thống ERP và hệ thống CRM để vận hành và quản lý trơn tru hơn.
- Nền tảng đặt hàng trước: Sau 4 tháng hoạt động, 80% giao dịch Bình Minh với các nhà phân phối được đặt hàng thông qua nền tảng mới.

Thông kê 04/11/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	41.5k-54.9k
SL lưu hành (triệu cp)	82
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,306
Vốn hóa (triệu USD)	186
% khối ngoại sở hữu	79.3%
SL cp tự do (triệu cp)	36.2
KLGD TB 3 tháng (cp)	161,229
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	1,022/107

Nguồn: Bloomberg

Khuyến nghị TRUNG LẬP

Chúng tôi thấy rằng tập trung vào kênh bán lẻ là một điểm cộng lớn cho BMP. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn thận trọng với BMP vì (1) doanh số tiếp tục chậm lại do triển vọng mờ nhạt của ngành xây dựng và tình trạng thừa cung hiện tại, (2) tăng nguyên liệu đầu vào sẽ thu hẹp biên lợi nhuận (3) định giá cổ phiếu là đắt so với ngành vật liệu xây dựng khác.

Cho năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của Nhựa Bình Minh có thể đạt 4,566 tỷ đồng và 408 tỷ đồng, tăng 4.4% n/n và 2.3% n/n.

Cơ cấu sở hữu 04/11/2019

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

Nguồn: Fiinpro

Sử dụng EV/EBITDA trung bình là 5x và P/E là 10x, chúng tôi đánh giá cổ phiếu BMP ở mức **51,300 đồng** vào cuối năm 2020. Bao gồm 4,000 cổ tức tiền mặt trên mỗi cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là 5.1%. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Chu Đức Vĩnh

Chuyên viên phân tích Bất động sản

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1462

vinh.cd@kisvn.vn

Dự phóng

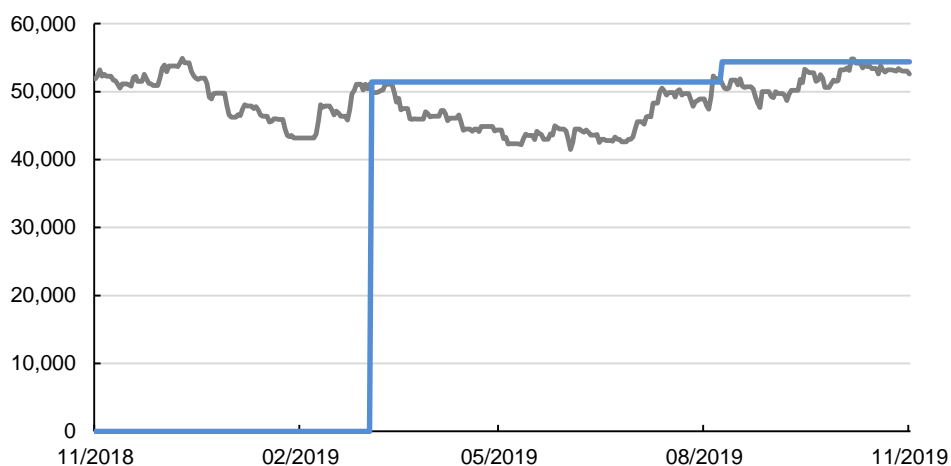
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
Doanh thu	656	1,167	1,069	1,229	931	1,178	1,070	1,196	4,121	4,376	4,566
Ống nhựa	614	1,089	989	1,145	901	1,132	1,024	1,150	3,836	4,207	4,397
Khác	42	86	81	76	30	47	46	46	285	169	169
<i>Tăng trưởng DT năm (%)</i>	-21.1%	15.7%	10.7%	-1.6%	42.0%	1.0%	0.1%	-2.6%	1.6%	6.2%	4.4%
Ống nhựa	-21.8%	14.2%	10.1%	-2.0%	46.8%	3.9%	3.6%	0.5%	0.8%	9.7%	4.5%
Khác	-10.4%	55.6%	17.6%	-6.2%	-27.9%	-45.2%	-43.1%	-39.7%	13.2%	-40.6%	0.0%
Lợi nhuận gộp	200	312	274	288	210	274	250	270	1,073	1,005	1,039
Ống nhựa	192	313	265	279	210	275	250	269	1,074	1,003	1,038
Khác	8	7	9	1	-	-	1	1	24	1	1
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	30.5%	26.7%	25.6%	23.4%	22.6%	23.3%	23.4%	22.5%	26.0%	23.0%	22.8%
Hàng hóa	31.3%	28.8%	26.8%	24.3%	23.3%	24.3%	24.4%	23.4%	28.0%	23.9%	23.6%
Dịch vụ	18.5%	7.6%	11.2%	1.3%	-0.2%	0.5%	1.3%	1.3%	8.5%	0.8%	0.8%
Lợi nhuận hoạt động	145	262	216	187	136	167	166	117	608	586	602
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-29.2%	25.7%	-14.8%	-14.6%	-6.4%	-36.5%	-23.1%	-37.4%	-8.2%	-3.7%	2.8%
<i>Biên LN (%)</i>	22.1%	22.5%	20.2%	15.2%	14.6%	14.2%	15.5%	9.8%	14.8%	13.4%	13.2%
Lợi nhuận sau thuế	116	201	165	146	91	118	120	98	428	399	408
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-33.0%	27.3%	-19.0%	-12.2%	-21.5%	-41.3%	-27.4%	-33.3%	-8.0%	-6.8%	2.3%
<i>Biên LN (%)</i>	17.7%	17.2%	15.5%	11.9%	9.8%	10.0%	11.2%	8.2%	10.4%	9.1%	8.9%

Định giá

Tỷ đồng	2019E	2020E	Ghi chú
EV/EBITDA (x)	5.0	5.0	Trung bình EV/EBITDA lịch sử 1 năm
Giá trị doanh nghiệp (A)	3,925	4,081	
Lợi ích cổ đông thiểu số (B)	-	-	
Nợ ròng (C)	-704	-722	
Giá trị VCSH D = A-B-C	4,629	4,803	
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu.cp)	82	82	
Giá mục tiêu 1 (VND) (E)	50,900	57,600	2020
P/E (x)	10	10	Trung bình P/E lịch sử 1 năm
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,428	4,530	
Giá mục tiêu 2 (VND) (F)	44,000	45,000	2020
Giá mục tiêu (VND) G = 50%xE + 50%xF		51,300	2020
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm		-2.5%	
Suất sinh lợi cổ tức		7.6%	
Tổng suất sinh lợi kì vọng		5.1%	2020

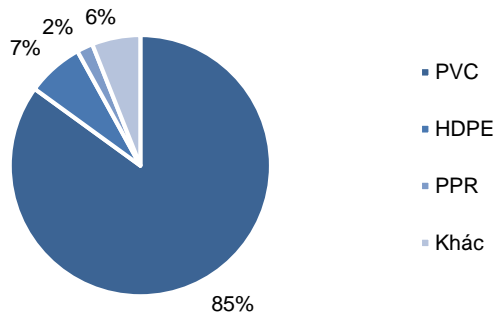
Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (đồng)	Kỳ vọng thị trường
BMP	12/08/2019	TRUNG LẬP	54,400	56,510
	08/03/2019	TRUNG LẬP	51,400	55,150



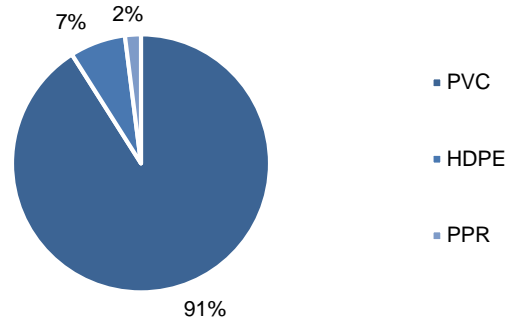
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của BMP, 2018



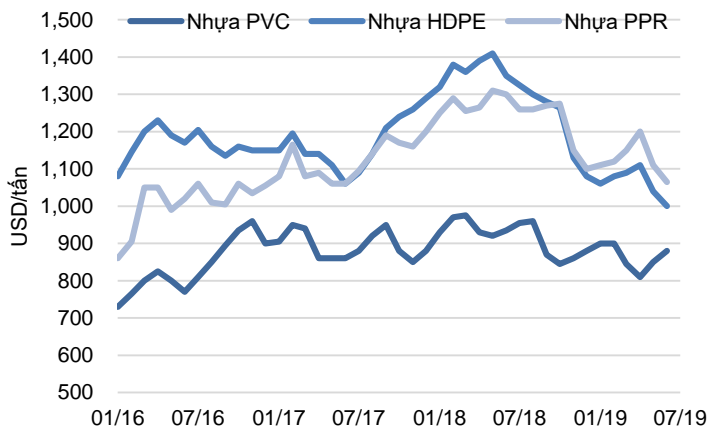
Nguồn: BMP, KIS

Hình 02. Cơ cấu sản lượng của BMP, 2018



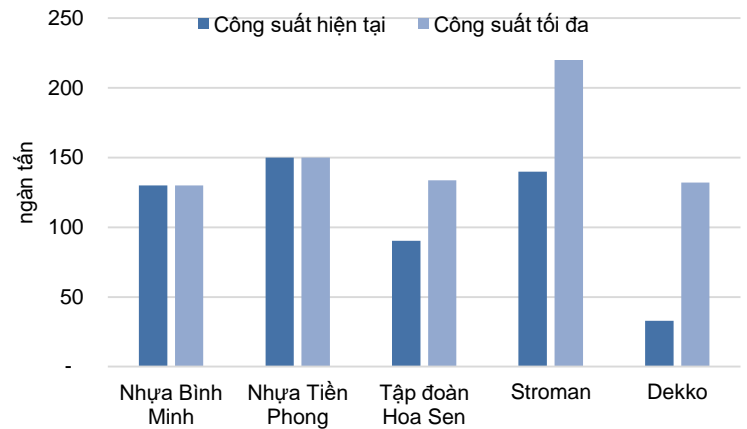
Nguồn: BMP, KIS

Hình 03. Biến động giá nguyên liệu đầu vào



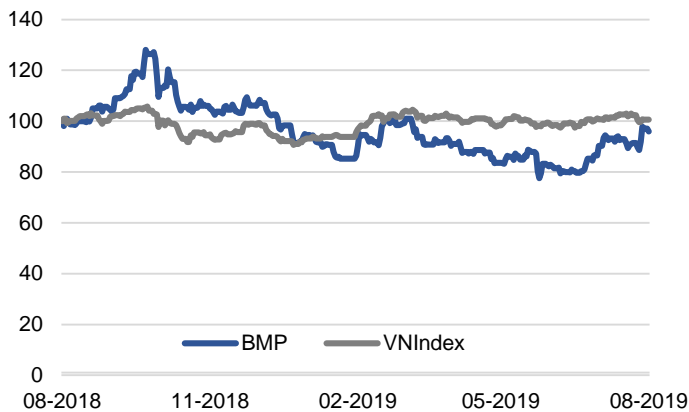
Nguồn: Bloomberg, KIS

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



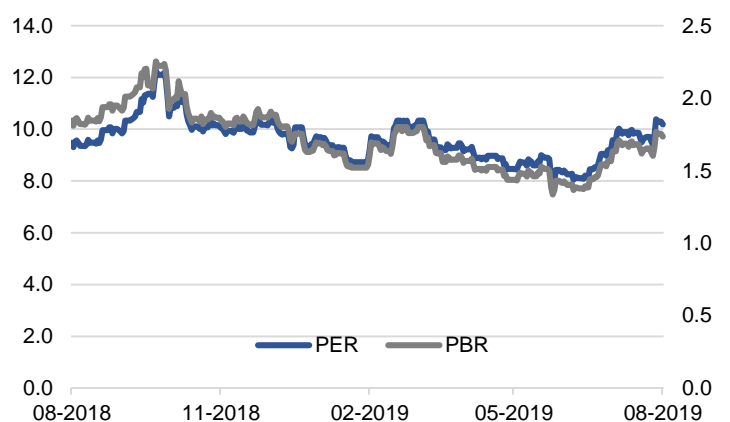
Nguồn: BMP, NTP, HSG, KIS

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	3,677	4,055	4,121	4,376	4,566
Tăng trưởng (%)	23.8%	10.3%	1.6%	6.2%	4.4%
PVC	2,794	3,491	3,473	3,809	3,999
HDPE	156	239	280	307	307
PPR	54	74	82	90	90
Khác	304	252	285	169	169
GVHB	2,248	2,902	3,048	3,371	3,527
Biên LN gộp (%)	38.9%	28.4%	26.0%	23.0%	22.8%
Chi phí BH & QLDN	651	491	465	419	437
EBITDA	865	762	781	772	803
Biên lợi nhuận (%)	23.5%	18.8%	18.9%	17.6%	17.6%
Khấu hao	87	99	172	186	201
Lợi nhuận từ HĐKD	778	663	608	586	602
Biên LN HĐKD (%)	21.2%	16.3%	14.8%	13.4%	13.2%
Chi phí lãi vay ròng	-45	-23	-23	-24	-23
% so với nợ ròng	5.1%	2.8%	3.4%	3.8%	3.4%
Khả năng trả lãi vay (x)	-17.4	-29.0	-25.9	-24.8	-25.7
Lãi/lỗ khác	-39	-103	-102	-109	-114
Chiết khấu thanh toán	-35	-96	-104	-109	-114
Khác	-4	-6	2	-	-
Thuế	157	118	102	101	104
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	20%	19%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	627	465	428	399	408
Biên lợi nhuận (%)	17.1%	11.5%	10.4%	9.1%	8.9%
Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	627	465	428	399	408
Số lượng CP (triệu)	45	82	82	82	82
EPS hiệu chỉnh (VND)	6,447	5,109	4,750	4,428	4,530
Tăng EPS (%)	12.5%	-20.8%	-7.0%	-6.8%	2.3%
Cổ tức (VND)	6,500	3,500	4,000	4,000	4,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	101%	69%	84%	90%	88%

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	385	-103	55
Capex	315	416	98	150	150
Dòng tiền khác	-3	92	69	69	69
Dòng tiền tự do	82	350	47	468	334
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	273	305	327	327	327
Thay đổi nợ ròng	191	-45	280	-140	-7
Nợ ròng cuối năm	-789	-834	-554	-694	-701
Giá trị doanh nghiệp	3,607	3,562	3,842	3,702	3,695
Tổng VCSH	2,297	2,400	2,454	2,489	2,532
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
VCSH	2,297	2,400	2,454	2,489	2,532
Giá trị sổ sách/cp (VND)	50,516	29,317	29,973	30,402	30,932
Nợ ròng / VCSH (%)	-34%	-35%	-23%	-28%	-28%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-0.9	-1.1	-0.7	-0.9	-0.9
Tổng tài sản	2,891	2,872	2,812	2,743	2,817

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

Vốn lưu động: gồm các tài sản dễ dàng tài sản của mảng bất động sản khu công nghiệp

Capex: Chỉ gồm mảng vật liệu

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiếu số)	29.1%	19.8%	17.6%	16.1%	16.2%
ROA (%)	21.7%	16.2%	15.2%	14.5%	14.5%
ROIC (%)	46.5%	29.0%	23.6%	20.6%	21.5%
WACC (%)	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
PER (x)	8.3	10.5	11.3	12.1	11.9
PBR (x)	1.1	1.8	1.8	1.8	1.7
PSR (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	4.2	4.7	4.9	4.8	4.6
EV/Sales (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	6.7%	6.5%	7.4%	7.4%	7.4%

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

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**.