

## Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

6 tháng 1, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **87.000**

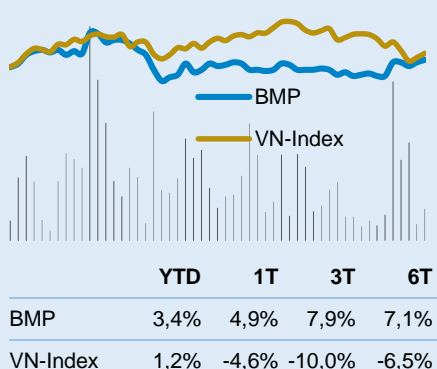
Giá thị trường (06/01/2015) **75.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **+15,3%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	62.110 - 81.710
Vốn hóa	3.434
SL cổ phiếu lưu hành	45.478.480
KLGD bình quân 10 ngày	23.228
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,3%
Beta	0,8

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Lưu Văn Lương**

(84 4) 3928 8080 ext 512

luuvanluong@baoviet.com.vn

# Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh

Mã giao dịch: BMP

Reuters: BMP.HM

Bloomberg: BMP VN

## Quý 4/2014 chưa hưởng lợi nhiều từ giá đầu vào giảm, kỳ vọng khởi sắc hơn từ năm 2015

**Triển vọng Q4/2014.** Theo chúng tôi, trong quý 4/2014, BMP có thể đạt khoảng 721 tỷ đồng doanh thu và 95 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 34,5% và 8,5% so với cùng kỳ.

- Tình hình tiêu thụ khả quan nhờ lực cầu tốt của thị trường xây dựng và BDS:** Lực cầu mạnh mẽ từ các công trình dân dụng và công trình dự án khiến các công ty sản xuất ống nhựa liên tục trong tình trạng thiếu hàng để bán. Chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ của BMP trong quý 4/2014 có thể đạt khoảng 16.324 tấn, tăng khoảng 23,8% so với cùng kỳ năm trước.
- Chưa hưởng lợi nhiều từ giá đầu vào giảm.** Giá PVC & HDPE thế giới trong quý 4/2014 bắt đầu giảm mạnh với mức giảm lần lượt 20,9% và 16,7% tại thời điểm 30/12/2014 so với thời điểm đầu quý 4. Với vòng quay hàng tồn kho khoảng 1,5 lần/quý, tương đương chu kỳ nhập nguyên liệu của BMP khoảng 2 tháng/lần. Nguyên liệu đưa vào sản xuất trong tháng 10 & 11/2014 vẫn là nguyên liệu mua từ tháng 9/2014 nên yếu tố chi phí đầu vào giảm chưa tác động mạnh tới giá thành sản xuất của BMP trong quý 4/2014. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của BMP trong quý 4/2014 sẽ chỉ có sự cải thiện một chút so với quý 3/2014 (72,05% so với 73,81%).
- Giá bán đầu ra không thay đổi:** Giá bán của BMP trong quý 4/2014 không thay đổi, công ty vẫn giữ nguyên giá bán đầu ra đối với hầu hết các loại sản phẩm.

**Dự báo 2015.** BMP đang bắt đầu ký hợp đồng cho đợt mua nguyên liệu mới và việc hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào giảm sẽ bắt đầu được phản ánh trong quý 1/2015. Nhờ hưởng lợi từ giá đầu vào giảm, chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế của BMP sẽ đạt 2.631 tỷ đồng và 536 tỷ đồng trong năm 2015, tăng trưởng lần lượt 6,0% và 45,8% so với 2014.

### Một số chỉ tiêu tài chính của BMP

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q3/2013	Q3/2014F
Doanh thu (triệu đồng)	1.890.746	2.088.145	<b>2.481.678</b>	535.990	<b>720.709</b>
EBITDA (triệu đồng)	552.973	567.745	<b>550.092</b>	141.541	<b>151.096</b>
EBIT (triệu đồng)	480.240	500.380	<b>475.696</b>	124.700	<b>132.497</b>
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	360.526	369.931	<b>367.586</b>	87.882	<b>95.367</b>
EPS (đồng/cổ phần)	10.306	8.134	<b>8.083</b>	1.932	<b>2.097</b>
P/E (x)	7,33	9,28	<b>9,34</b>	39,07	<b>36,00</b>
P/B (x)	2,52	2,07	<b>2,31</b>	2,07	<b>2,31</b>
ROA (%)	27,85%	23,84%	<b>21,50%</b>	5,66%	<b>5,58%</b>
ROE (%)	31,03%	26,78%	<b>24,33%</b>	6,36%	<b>6,31%</b>

**Báo cáo cập nhật Q4/2014**
**THÔNG TIN SỞ HỮU**

Sở hữu nhà nước	29,52%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	21,48%

**CỔ ĐÔNG LỚN**

SCIC	29,52%
Nawaplastic Industry Co.,Ltd	15,7%
Templeton Frontier Markets Fund	7,69%
Vietnam Holding LTD	5%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**
**Kết quả kinh doanh**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	1.826	1.891	2.088	2.482	2.631
Giá vốn	1.356	1.302	1.466	1.794	1.680
Lợi nhuận gộp	471	589	622	688	950
Doanh thu tài chính	15	15	31	23	25
Chi phí tài chính	9	7	18	18	21
Lợi nhuận sau thuế	295	361	370	368	536

**Bảng cân đối kế toán**

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	89	345	439	406	413
Các khoản phải thu ngắn hạn	352	351	366	436	475
Hàng tồn kho	317	337	368	439	466
Tài sản cố định hữu hình	285	281	225	225	290
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	21	27	13	17	17
<b>Tổng tài sản</b>	<b>1.166</b>	<b>1.423</b>	<b>1.681</b>	<b>1.737</b>	<b>1.888</b>
Nợ ngắn hạn	115	149	192	205	229
Nợ dài hạn	2	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.049	1.274	1.489	1.532	1.658
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>1.166</b>	<b>1.423</b>	<b>1.681</b>	<b>1.737</b>	<b>1.888</b>

**Chỉ số tài chính**

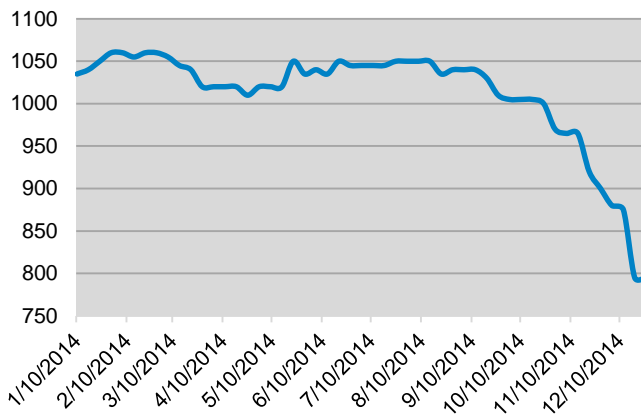
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F	2015F
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>					
Tăng trưởng doanh thu (%)	29%	4%	10%	19%	6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	7%	22%	3%	-1%	46%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>					
Lợi nhuận gộp biên (%)	26%	31%	30%	28%	36%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16%	19%	18%	15%	20%
ROA (%)	27%	28%	24%	22%	30%
ROE (%)	31%	31%	27%	24%	34%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	10%	10%	11%	12%	12%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	11%	12%	13%	13%	14%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>					
EPS (đồng/cổ phần)	8.419	10.306	8.134	8.083	11.781
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.995	36.420	32.742	33.687	36.461

## Quý 4/2014 chưa hưởng lợi nhiều từ giá dầu vào giảm

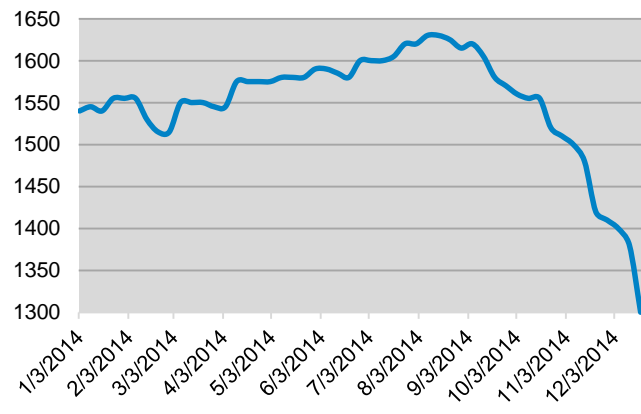
### Diễn biến giá nguyên liệu đầu vào.

Do ảnh hưởng bởi giá dầu, giá PVC & HDPE thế giới trong quý 4/2014 bắt đầu giảm mạnh với mức giảm lần lượt 20,9% và 16,7% tại thời điểm 30/12/2014 so với thời điểm đầu quý 4.

**Diễn biến giá PVC năm 2014 (USD/tấn)**



**Diễn biến giá HDPE năm 2014 (USD/tấn)**



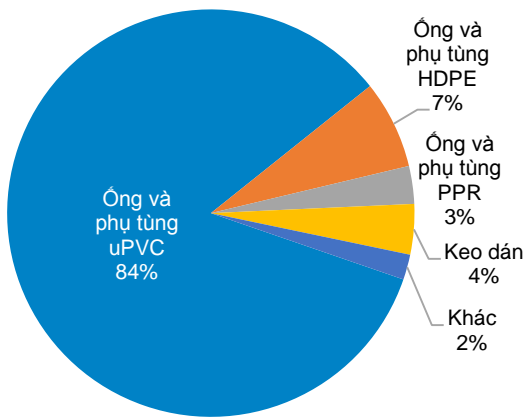
*Nguồn: Bloomberg*

Với vòng quay hàng tồn kho khoảng 1,5 lần/quý ~ chu kỳ nhập nguyên liệu của BMP khoảng 2 tháng/lần. Nguyên liệu đưa vào sản xuất trong tháng 10 & 11/2014 vẫn là nguyên liệu mua từ tháng 9/2014 nên yếu tố chi phí đầu vào giảm chưa tác động mạnh tới giá thành sản xuất của BMP trong quý 4/2014. Chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp của BMP trong quý 4/2014 sẽ chỉ có sự cải thiện một chút so với quý 3/2014 (72,05% so với 73,81%). BMP đang bắt đầu ký hợp đồng cho đợt mua nguyên liệu mới và việc hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào giảm sẽ được phản ánh trong quý 1/2015.

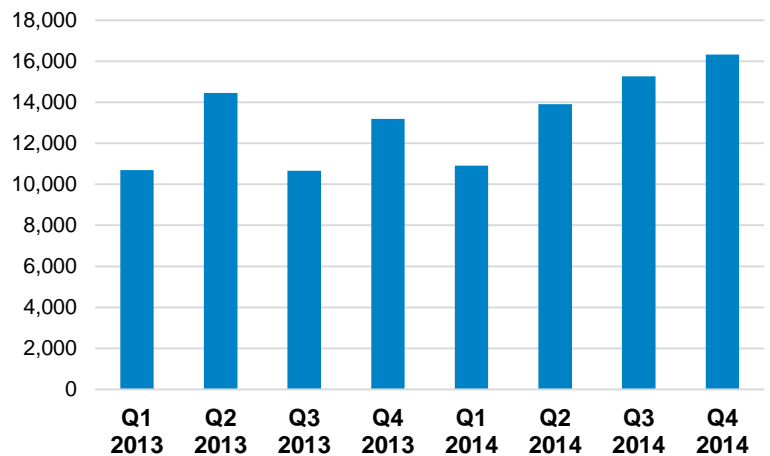
### Tình hình tiêu thụ khả quan trước những tín hiệu tích cực từ thị trường xây dựng và bất động sản.

Thị trường xây dựng và bất động sản trong những tháng cuối năm 2014 có sự phục hồi rõ nét, lực cầu mạnh mẽ từ các công trình dân dụng và công trình dự án khiến các công ty sản xuất ống nhựa liên tục trong tình trạng thiếu hàng để bán. Tình hình tiêu thụ của BMP trong quý 4/2014 do vậy diễn ra khá thuận lợi, chúng tôi ước tính công ty sẽ tiêu thụ được khoảng 16.324 tấn trong quý 4/2014. Lũy kế cả năm 2014, sản lượng tiêu thụ của BMP ước đạt 56.398 tấn, tăng 11,75% so với năm 2013.

Cơ cấu doanh thu của BMP năm 2014



Sản lượng tiêu thụ của BMP (tấn)



Nguồn: BMP, BVSC ước tính

Về cơ cấu sản phẩm tiêu thụ, ống và phụ tùng PVC vẫn là dòng sản phẩm chính với tỷ trọng khoảng 84% doanh thu, sản phẩm HDPE khoảng 7%, ống chịu nhiệt PPR chiếm khoảng 3%, keo dán khoảng 4% và các sản phẩm khác.

**Giá bán đầu ra tiếp tục giữ ổn định.** Trong quý 4/2014, giá bán đầu ra đối với hầu hết các sản phẩm ống nhựa của BMP vẫn được giữ nguyên. Công ty đã giữ mức đầu ra tương đối ổn định trong khoảng 4 năm trở lại đây.

Ước tính kết quả kinh doanh Q4 và cả năm 2014 của BMP

Chỉ tiêu	Q4/2013	Q4/2014F	% thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	536	721	34,5%	2.088	2.482	18,8%
- Sản lượng (tấn)	13.182	16.324	23,8%	50.467	56.398	11,8%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	88	95	8,5%	370	368	-0,6%

Nguồn: BMP, BVSC ước tính

## Triển vọng 2015, kỳ vọng nhiều hơn từ giá đầu vào giảm và thị trường BĐS khởi sắc

BVSC đánh giá năm 2015 sẽ là năm tương đối lạc quan đối với BMP do 2 yếu tố: thứ nhất, giá nguyên liệu đầu vào giảm; thứ hai, sức mua tốt từ thị trường sẽ tiếp tục được duy trì như thời điểm cuối năm 2014. Nhờ đóng góp bởi 2 nhân tố này, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của BMP trong năm 2015 dự báo đạt 2.631 tỷ đồng và 536 tỷ đồng, tăng trưởng lần lượt 6,0% và 45,8% so với năm 2014.

**Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của BMP**

Chỉ tiêu	2014F	2015F	% Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.482	2.631	6% <b>Sản lượng.</b> Dự báo tăng trưởng khoảng 6% do hai yếu tố: <ul style="list-style-type: none"> <li><input type="checkbox"/> <i>Nhu cầu tiêu thụ đối với sản phẩm ống nhựa gia tăng.</i> Chủ yếu do sự hồi phục của thị trường xây dựng và bất động sản nhờ các chính sách hỗ trợ của Chính phủ đối với người mua nhà.</li> <li><input type="checkbox"/> <i>Tăng công suất nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường.</i> Giai đoạn 1 của nhà máy mới tại Long An với công suất tấn/năm dự kiến sẽ hoàn thành vào quý 2/2015. Do vậy, đóng góp cho việc gia tăng sản lượng từ nhà máy mới là chưa nhiều trong khi năng lực sản xuất hiện tại vẫn đáp ứng đủ khả năng tiêu thụ.</li> </ul> <p><b>Giá bán.</b> Giá bán của BMP 2015 nhiều khả năng vẫn được giữ nguyên.</p>
Giá vốn	1.794	1.680	-6% <b>Chi phí nguyên vật liệu.</b> Với giá dầu hiện tại khoảng 56 USD/thùng, giá PVC và HDPE lần lượt ở mức 800 USD/tấn và 1.300 USD/tấn. Tổng hợp các dự báo từ Bloomberg về giá dầu trong năm 2015 trung bình ở mức 65,29 USD/thùng. Trên cơ sở đó, chúng tôi ước tính giá PVC và HDPE bình quân trong năm 2015 lần lượt ở mức 929,0 USD/tấn và 1.015,4 USD/tấn, tương ứng giảm 8,5% và 5,6% so với năm 2014. Chi phí nguyên vật liệu hiện chiếm khoảng 82% giá thành sản xuất của BMP nên việc giá PVC và HDPE giảm là một trong những nhân tố hết sức thuận lợi làm hạ giá thành sản xuất. <p><b>Chi phí khấu hao.</b> BMP đang xây dựng nhà máy mới tại Long An, giai đoạn 1 của nhà máy dự kiến sẽ hoàn thành vào quý 2/2015 với chi phí đầu tư khoảng 160 tỷ đồng. Chi phí khấu hao 2015 ước tính sẽ tăng không nhiều, khoảng 14,4 tỷ đồng so với 2014.</p>
Lợi nhuận gộp	688	950	38%
Chi phí tài chính	18	21	13%
Chi phí bán hàng	149	185	24% Chúng tôi cho rằng chi phí bán hàng năm 2015 sẽ gia tăng do BMP đẩy mạnh bán hàng trước sức ép ngày càng gia tăng đến từ các đối thủ cạnh tranh như Nhựa Tiền Phong đến từ phía Bắc và Hoa Sen tại thị trường miền Nam.
Chi phí QLDN	70	86	23%
LN sau thuế	368	536	46%
EPS	8.083	11.781	46%

## Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi thay đổi khuyến nghị từ NEUTRAL sang **OUTPERFORM** đối với cổ phần BMP với mức giá kỳ vọng là **87.000 đồng/cổ phần**, cao hơn 15,3% so với mức giá thị trường hiện tại. Năm 2015 dự báo lợi nhuận của BMP sẽ tăng trưởng khoảng 45,8% do được hưởng lợi từ giá đầu vào giảm, EPS đạt khoảng 11.781 đồng/cổ phần, tương đương với P/E dự phóng 2015 vào khoảng 6,4 lần, tương đối hấp dẫn.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường





## KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

### Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999