

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

23 tháng 9, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **127.250**

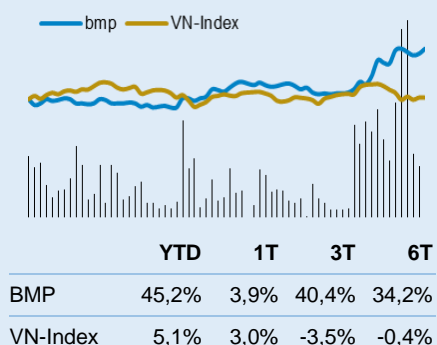
Giá thị trường (23/9/2015) 105.000

Lợi nhuận kỳ vọng 21,2%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	61.850-106.000
Vốn hóa	4.775 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	45.478.480 CP
KLGD bình quân 10 ngày	58.509 CP
% sở hữu nước ngoài	49,0%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.500 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,3%
Beta	0,46

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Chế Thị Mai Trang

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh

Mã giao dịch: BMP

Reuters: BMP.HM

Bloomberg: BMP VN

Tiếp tục khả quan trong quý 3/2015

Chúng tôi dự báo BMP có thể đạt 762 tỷ VNĐ doanh thu và 136 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế trong Q3/2015, tăng 19% về doanh thu và 72% về lợi nhuận so với cùng kỳ 2014.

- Sản lượng.** Chúng tôi ước tính trong Q3/2015 BMP có thể tiêu thụ được 18.150 tấn, tăng 19% so với Q3/2014 và đây sẽ là quý kỷ lục về sản lượng tiêu thụ của BMP.
- Giá bán tiếp tục giữ ổn định.** Đầu tháng 9/2015 BMP đã điều chỉnh giá một vài mặt hàng phụ tùng ống PVC, tuy nhiên các loại này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu sản phẩm của toàn Công ty, do đó nhìn chung giá các sản phẩm của BMP không thay đổi nhiều so với Q2/2015.
- Tiếp tục hưởng lợi từ giá đầu vào giảm nhưng sẽ phản ánh nhiều hơn trong Q4/2015.** Giá hiện tại của PVC và HDPE đã giảm tương ứng 6,4% và 14,7% so với thời điểm đầu quý 3/2015. Tuy nhiên, do chu kỳ dự trữ nguyên liệu bình quân khoảng 1,5-2 tháng, do đó nguyên liệu sử dụng trong Q3/2015 phần lớn được nhập từ tháng 5-6 là lúc giá nguyên liệu đang ở mức cao trong nửa đầu năm 2015, do đó biên lợi nhuận gộp trong Q3/2015 của BMP có thể sẽ giảm so với Q2/2015.

Triển vọng 2015. BVSC ước tính trong năm 2015, BMP sẽ đạt 2.781 tỷ VNĐ doanh thu và 534 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng 15% về doanh thu và 41% về lợi nhuận so với năm 2014.

Khuyến nghị. Chúng tôi đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BMP với giá kỳ vọng 127.250 VNĐ/cổ phần. Với mức giá hiện tại, BMP đang được giao dịch với P/E 2015 ở mức 8,94 lần, là mức hấp dẫn đối với một cổ phiếu cơ bản có hoạt động kinh doanh tốt như BMP. Đồng thời, giá đầu năm 2016 có thể tiếp tục duy trì mặt bằng giá thấp như hiện nay sẽ hỗ trợ hoạt động kinh doanh năm 2016 của BMP. Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao khả năng BMP sẽ xin ý kiến cổ đông về việc nới room khối ngoại trong ĐHCĐ thường niên 2016 sẽ là tiền đề để Nawaplastic thực hiện chào mua gia tăng tỷ lệ sở hữu tại BMP.

Một số chỉ tiêu tài chính của BMP

Chỉ số tài chính	2013	2014	2015F	Q3/2014	Q3/2015F
Doanh thu (triệu đồng)	2.088.145	2.415.553	2.781.242	641.155	762.580
EBITDA (triệu đồng)	567.745	554.805	761.512	118.598	191.504
EBIT (triệu đồng)	500.380	484.957	685.951	100.978	175.137
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	369.931	376.812	533.873	79.879	136.530
EPS (đồng/cổ phần)	8.134	8.285	11.739	1.756	3.002
P/E (x)	13,03	12,79	8,94	60,35	35,31
P/B (x)	2,91	3,24	2,81	2,91	3,24
ROA (%)	23,84%	20,88%	25,82%	5,15%	7,56%
ROE (%)	26,78%	23,50%	29,09%	5,78%	8,51%

Báo cáo cập nhật Q3/2015
THÔNG TIN SỞ HỮU

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

CỔ ĐÔNG LỚN

SCIC	29,52%
Nawaplastic Industry Co.,Ltd	20,4%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	10,0%
Vietnam Holding LTD	4,87%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	1.826	1.891	2.088	2.416	2.781
Giá vốn	1.356	1.302	1.466	1.746	1.887
Lợi nhuận gộp	471	589	622	669	894
Doanh thu tài chính	15	15	31	27	31
Chi phí tài chính	9	7	18	20	23
Lợi nhuận sau thuế	295	361	370	377	534

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	89	345	439	244	459
Các khoản phải thu ngắn hạn	352	351	366	394	457
Hàng tồn kho	317	337	368	374	472
Tài sản cố định hữu hình	285	281	225	211	303
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	21	27	13	13	17
Tổng tài sản	1.166	1.423	1.681	1.929	2.206
Nợ ngắn hạn	115	149	192	210	254
Nợ dài hạn	2	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.049	1.274	1.489	1.718	1.953
Tổng nguồn vốn	1.166	1.423	1.681	1.929	2.206

Chỉ số tài chính

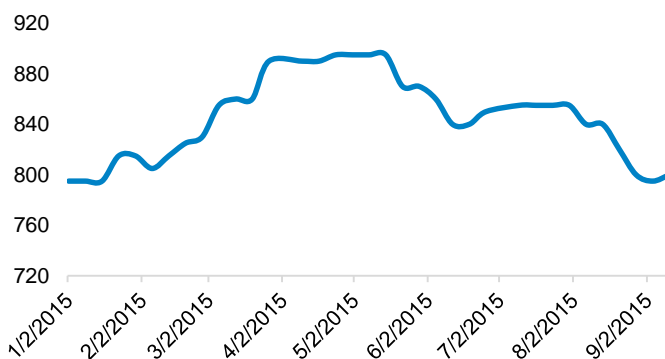
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	29%	4%	10%	16%	15%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	7%	22%	3%	2%	41%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	26%	31%	30%	28%	32%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16%	19%	18%	16%	19%
ROA (%)	27%	28%	24%	21%	26%
ROE (%)	31%	31%	27%	23%	29%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	10%	10%	11%	11%	11%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	11%	12%	13%	12%	13%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	8.419	10.306	8.134	8.285	11.739
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.995	36.420	32.742	37.782	42.937

Tiêu thụ Q3/2015 tăng trưởng khả quan

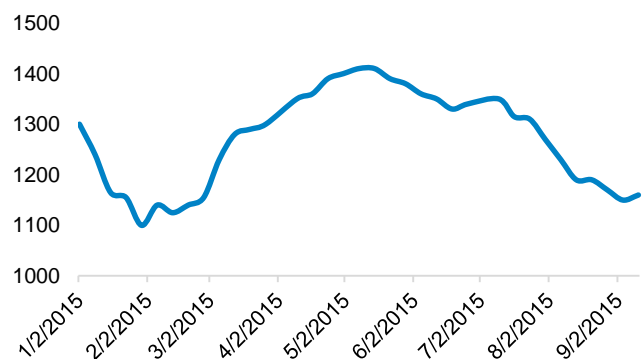
Trong Q3/2015, các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng nhìn chung đều có mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ khả quan nhờ tình hình thị trường bất động sản tiếp tục chuyển biến tích cực. Tiêu thụ thép xây dựng đã tăng 16% và xi măng đã tăng 22% trong tháng 7 và tháng 8 so với cùng kỳ năm 2014. Cùng trong xu thế tăng trưởng chung của ngành, các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa như BMP cũng được hưởng lợi về sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ 2014.

- **Sản lượng.** BMP cho biết sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 đạt 7.607 tấn và sản lượng tháng 8 thấp hơn do ảnh hưởng của yếu tố mùa vụ (tháng 7 âm lịch), do đó chỉ đạt khoảng 4.490 tấn. Chúng tôi ước tính trong Q3/2015 BMP có thể tiêu thụ được 18.150 tấn, tăng 19% so với Q3/2014 và đây sẽ là quý kỷ lục về sản lượng tiêu thụ của BMP.
- **Giá bán tiếp tục giữ ổn định.** Đầu tháng 9/2015 BMP đã điều chỉnh giá một vài mặt hàng phụ tùng ống PVC, tuy nhiên các loại này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu sản phẩm của toàn Công ty, do đó nhìn chung giá các sản phẩm của BMP không thay đổi nhiều so với Q2/2015.
- **Giá nguyên liệu đầu vào giảm tuy nhiên có thể chưa phản ánh vào KQKD quý.** Giá nguyên liệu nhựa PVC và HDPE đã giảm mạnh vào cuối năm 2014, sau đó tăng trở lại đến tháng 5/2015 trước khi quay đầu giảm giá cho đến nay. Trong Q3/2015, mức giá hiện tại của PVC và HDPE đã giảm tương ứng 6,4% và 14,7% so với thời điểm đầu quý. Tuy nhiên, do chu kỳ dự trữ nguyên liệu bình quân khoảng 1,5 – 2 tháng, nguyên liệu sử dụng trong Q3/2015 phần lớn được nhập từ tháng 5-6 là lúc giá nguyên liệu đang ở mức cao, do đó chúng tôi cho rằng biên lợi nhuận gộp trong Q3/2015 của BMP có thể sẽ giảm so với Q2/2015 và phần giá nguyên liệu giảm trong Q3 sẽ được phản ánh vào Q4/2015.

Giá nguyên liệu PVC



Giá nguyên liệu HDPE



Dựa trên những yếu tố trên, chúng tôi ước tính BMP có thể đạt 762 tỷ VNĐ doanh thu và 136 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế trong Q3/2015. So với cùng kỳ năm 2014, doanh thu thuần có thể tăng 19% và lợi nhuận tăng 72%.

Báo cáo cập nhật Q3/2015
Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2015 của BMP

Chỉ tiêu	Q3/2014	Q3/2015F	% thay đổi	Lũy kế 2014	Lũy kế 2015F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	641	762	19%	1.760	2.085	18%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	79	136	72%	272	411	51%

Nguồn: BMP, BVSC ước tính

Dự báo KQKD 2015

Chúng tôi ước tính trong năm 2015, BMP sẽ đạt 2.781 tỷ VNĐ doanh thu và 534 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng 15% về doanh thu và 42% về lợi nhuận so với năm 2014.

Dự báo kết quả kinh doanh 2015 của BMP

Chỉ tiêu	2014	2015F	%	Giải định
Doanh thu	2.416	2.781	15%	Sản lượng. Nhà máy số 4 tại Long An sẽ có thể đi vào hoạt động từ tháng 11/2015, chậm hơn so với kế hoạch trước đây (Q3/2015). Công suất của nhà máy này khá nhỏ (5.000 tấn) và thời gian vận hành ngắn do đó chưa thể tác động nhiều tới sản lượng chung của toàn Công ty trong Q4/2015, và BMP sẽ vẫn phải vận chuyển sản phẩm từ nhà máy phía Bắc vào để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tại miền Nam. Chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ trong Q4/2015 có thể đạt 17.000 tấn, đưa tổng sản lượng cả năm đạt 65.150 tấn, tăng 17% so với năm 2014. Giá bán. Giá bán nhiều khả năng sẽ được giữ nguyên từ nay đến cuối năm.
Giá vốn	1.746	1.887	8%	Giá nguyên liệu. Chúng tôi dự báo giá nhựa PVC và HDPE dựa trên dự báo giá dầu được tổng hợp bởi Bloomberg. Theo đó, giá PVC và HDPE thế giới trong Q4/2015 có thể tương đương với giá bình quân trong Q3/2015 do giá dầu được dự báo không thay đổi, bình quân ở mức 47 USD/thùng trong cả Q3/2015 và Q4/2015. Tuy nhiên, do giá nguyên liệu của BMP có độ trễ khoảng 2 tháng do thời gian dự trữ nguyên liệu dài, do đó việc giá nguyên liệu giảm trong Q3 sẽ được phản ánh vào KQKD Q4/2015 và biên lợi nhuận gộp trong Q4 sẽ tăng so với Q3.
Lợi nhuận gộp	669	894	34%	
Chi phí tài chính	20	23	15%	
Chi phí BH	124	114	-8%	
Chi phí QLDN	73	106	45%	Trong nửa đầu năm, BMP đã hạch toán dự phòng khoản phải thu khó đòi với Công ty Nhựa Đức Thành và Thanh Tuyết với tổng giá trị là 9,5 tỷ VNĐ. Với kết quả kinh doanh khả quan năm 2015, chúng tôi giả định BMP sẽ hạch toán toàn bộ 10 tỷ VNĐ còn lại từ khoản nợ của Nhựa Đức Thành và khoảng 5 tỷ VNĐ từ Thanh Tuyết vào Q4/2015.
LN sau thuế	377	534	41%	
EPS	8.285	11.739	41%	

Khuyến nghị đầu tư

Sau khi công bố kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm khả quan với mức tăng trưởng 16% về doanh thu và 44% về lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2014, giá cổ phiếu BMP đã tăng khá mạnh trong thời gian trở lại đây, với mức tăng hơn 30% trong vòng 3 tháng, từ mức 80.000 VNĐ/cổ phần (17/7/2015) lên 105.000 VNĐ/cổ phần (23/9/2015). Tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BMP dựa trên các yếu tố sau:

- **Thứ nhất: P/E 2015 vẫn ở mức hấp dẫn.** Giá nguyên liệu PVC và HDPE sau khi tăng giá từ đầu năm 2015 đã quay đầu giảm từ cuối tháng 5 đến nay, giúp biên lợi nhuận gộp nửa cuối năm tiếp tục khả quan. Với mức giá đóng cửa ngày 23/9/2015, BMP đang được giao dịch với P/E 2015 ở mức 8,94 lần, vẫn là mức hấp dẫn đối với một cổ phiếu cơ bản có hoạt động kinh doanh tốt như BMP.
- **Thứ hai: triển vọng giá dầu tiếp tục ở mức thấp là yếu tố hỗ trợ hoạt động kinh doanh 2016.** Theo dự báo của các chuyên gia tài chính lớn trên thế giới, giá dầu năm 2016 có thể tiếp tục duy trì mặt bằng giá thấp như hiện nay, ở mức 50,7 USD/thùng giảm 3% so với 2015. Điều này sẽ hỗ trợ hoạt động kinh doanh năm 2016 của BMP.
- **Thứ ba: khả năng nới room khối ngoại.** Chúng tôi đánh giá nhiều khả năng BMP sẽ xin ý kiến cổ đông để tiến hành nới room khối ngoại trong ĐHCD thường niên 2016. Đây có thể là tiền đề để cho Nawaplastic thực hiện chào mua gia tăng tỷ lệ sở hữu tại BMP.

Về dài hạn, cạnh tranh trong ngành sẽ tăng lên, khi đối thủ chính của BMP hiện nay là HSG đang thực hiện các dự án đầu tư mở rộng, trong đó bao gồm 4 dây chuyền sản xuất ống nhựa, mỗi dây chuyền có công suất 12.000 tấn/năm để tăng công suất lên 86.900 tấn/năm từ mức 38.900 tấn/năm như hiện nay. 2 dây chuyền đầu tiên đặt tại nhà máy Hoa Sen Bình Định tại tỉnh Bình Định, dự kiến đi vào hoạt động từ tháng 12/2015 và cuối 2016. 2 dây chuyền còn lại đặt tại nhà máy Tôn Hoa Sen Nghệ An tại Nghệ An, dự kiến có thể hoạt động lần lượt vào cuối 2017 và 2018. Sản phẩm ống nhựa của HSG đã có mặt trên thị trường từ năm 2010 nhưng sau 5 năm mới huy động được khoảng 40% công suất (theo ước tính của BVSC). Do đó, chúng tôi cũng khá nghi ngờ về khả năng tiêu thụ của HSG khi các dự án mới ồ ạt hoàn thành. Việc tăng công suất nhanh chóng của HSG chúng tôi đánh giá có thể sẽ làm gia tăng áp lực cạnh tranh trong ngành, và biên lợi nhuận của ngành sẽ giảm xuống. Đây cũng là điều tất yếu khi ngành ống nhựa có mức biên lợi nhuận cao (khoảng 30%) sẽ hấp dẫn các doanh nghiệp khác gia nhập ngành. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn đánh giá cao lợi thế cạnh tranh của BMP dựa trên hệ thống đại lý rộng khắp hơn 1.400 cửa hàng trên cả nước, và đặc biệt là uy tín và thương hiệu đã xây dựng được hơn 35 năm trong ngành, điều mà HSG sẽ khó có thể đạt được trong thời gian ngắn.

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