

BSC RESEARCH

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Hồng Tươi
tuoith@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị Mua cổ phiếu BMP với giá mục tiêu 12 tháng tới là 159.800 đồng/cp (upside 11%) theo phương pháp FCFE. Ngày 12/05/2016, cổ phiếu BMP được giao dịch tại mức giá 144.000 đồng/cp, tương đương P/E FW là 11,16x và P/B là 3,235x.

Điểm nhấn đầu tư:

- Sản lượng tiêu thụ tăng nhanh
- Biên lợi nhuận cao nhờ giá nguyên liệu thấp
- Hiệu quả sản xuất kinh doanh vượt trội so với các công ty cùng ngành
- Kế hoạch sáp nhập CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC)
- Tài chính lành mạnh
- Cổ tức cao, 60% tiền mặt trong năm 2015.
- SCIC thoái vốn và nới room 100% cho nhà đầu tư nước ngoài.

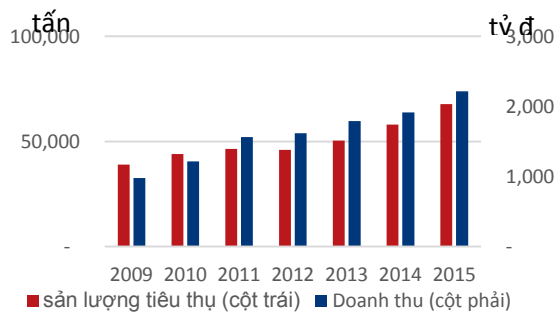
Thông tin cơ bản	2011	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	1826	1891	2088	2416	2792	3215
% tăng trưởng y-o-y	29%	4%	10%	16%	16%	15%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,166	1,423	1,681	1,929	2,438	2,787
% tăng trưởng y-o-y	19%	22%	18%	15%	26%	14%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,049	1,274	1,489	1,718	2,015	2,323
Vốn điều lệ (tỷ đ)	350	350	455	455	455	455
CPLH bình quân (tr.cp)	35	35	45	45	45	45
LN sau thuế (tỷ đ)	295	361	370	377	519	587
% tăng trưởng y-o-y	7%	22%	3%	2%	38%	13%
EPS cơ bản (đ/cp)	8,419	10,306	8,134	8,285	11,410	12,900
Giá trị sổ sách (đ/cp)	29,995	36,420	32,742	37,782	44,313	51,079
Lợi nhuận gộp biên	26%	31%	30%	28%	32%	31%
ROS	16%	19%	18%	16%	19%	18%
ROE	31%	31%	27%	23%	28%	27%
ROA	27%	28%	24%	21%	24%	22%

Nguồn: BCTC BMP, BSC research

Hoạt động lãi tăng trưởng nhanh.

Sản lượng tiêu thụ tăng cao. Hoạt động sản xuất kinh doanh chính và duy nhất của BMP là sản xuất ống nhựa và phụ tùng ống với cơ cấu sản phẩm đa dạng, chất lượng tốt và giá cả không cao hơn các đối thủ cạnh tranh ([tham khảo báo cáo phân tích BMP](#)). BMP là doanh nghiệp đầu ngành ống nhựa, chiếm lĩnh thị trường miền Nam với 50% thị phần và chiếm khoảng 20-30% thị phần miền Trung –Tây Nguyên. Công ty được hưởng lợi trực tiếp từ sự phục hồi của thị trường xây dựng và nhu cầu thay thế sản phẩm cao. Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng nhanh từ năm 2014, tăng 15% trong năm 2014 và tăng 17% trong năm 2015 lên mức 68 nghìn tấn. Đáng chú ý, giai đoạn 1 nhà máy số 4 dù mới đưa vào hoạt động trong quý 4/2015 (công suất 5.000 tấn ống phụ tùng) nhưng đã gần lấp đầy công suất. 40% sản lượng của nhà máy Bình Minh phía Bắc được chuyển vào Nam tiêu thụ. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ ống nhựa BMP tăng 16% trong năm 2016 và cho rằng, nhu cầu tiêu thụ sản phẩm của BMP không chịu tác động tiêu cực từ dự thảo sửa đổi bổ sung thông tư 36 do doanh thu kênh công trình chiếm tỷ trọng thấp, chiếm 8-10% tổng doanh thu.

Sản lượng tiêu thụ và doanh thu của BMP từ 2009-2015



Nguồn: BMP

Công suất sản xuất ống nhựa của một số công ty nhựa tại Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn/năm)
NTP	107.000
BMP	85.000
Hoa Sen group	48.500
Nhựa Đồng Nai	36.000
Đạt Hòa	24.960
Europipe	2.500

Nguồn: BSC research

Công suất tăng. BMP đứng thứ 2 toàn ngành về công suất sản xuất, chỉ sau NTP. Công ty vận hành 4 nhà máy sản xuất ống và phụ tùng với tổng công suất cuối năm 2015 là 85.000 tấn (bao gồm công suất giai đoạn 1 nhà máy số 4). Công ty đã thông qua kế hoạch đầu tư 620 tỷ đồng đầu tư giai đoạn 2 nhà máy số 4 trong 2 năm 2016-2017, trong đó, 119 tỷ đồng đầu tư nâng công suất nhà máy thêm 5.000 tấn ống phụ tùng thực hiện vào năm 2016 và gần 500 tỷ đồng đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng kỹ thuật nhà máy, chuẩn bị cho các giai đoạn đầu tư sau đó. Nhà máy số 4 với diện tích rộng, lên tới 156 nghìn m² và có khả năng tăng công suất lên tới 120 nghìn tấn (gấp đôi công suất hiện tại). Tuy nhiên, kế hoạch tăng công suất trong thời gian tới của BMP còn khiêm tốn. Chúng tôi cho rằng, BMP cần đẩy nhanh quá trình đầu tư, tăng công suất để đáp ứng nhu cầu thị trường đang cao và tăng nhanh hiện tại.

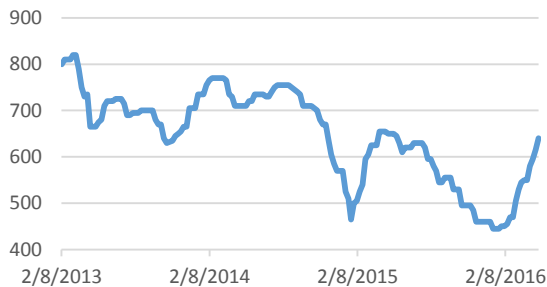
Biên lợi nhuận cao.

- Giá hạt nhựa thấp** trong khi giá bán đầu ra được duy trì ổn định mang lại biên lợi nhuận cao cho BMP. Chi phí nguyên liệu chiếm trung bình 80% chi phí sản xuất kinh doanh của công ty trong giai đoạn 2009-2015. Giá hạt nhựa PVC đã giảm trung bình 21% trong năm 2015 giúp tăng 4% biên lợi nhuận gộp của BMP, tăng từ 28% lên mức 32% trong năm 2015. Với xu hướng giá dầu tiếp tục duy trì ở mức thấp, nhu cầu tiêu thụ thấp tại thị trường Ấn Độ, giá hạt nhựa được dự báo tiếp tục ở mức thấp trong năm 2016. Cần chú ý, việc 2 nhà máy Shin-Etsu Nhật Bản và Hanwha Hàn Quốc

đang chuẩn bị đóng cửa vào giữa tháng 5, 6/2016 để bảo dưỡng và nổ nhà máy PVC Mexico có thể khiến giá PVC tăng trong ngắn hạn do khan hiếm nguồn cung.

- **Hiệu quả sản xuất vượt trội.** Điểm nổi bật trong hoạt động của BMP là quản lý chi phí hiệu quả giúp biên lợi nhuận của công ty luôn cao vượt trội so với các công ty cùng ngành là NTP, DNP và DPC trong nhiều năm liên tiếp. Năm 2015, biên lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh của BMP là 24% thì của NTP là 12%, của DNP là 9% và DPC là 3%. Điều này là nhờ chính sách bán hàng hiệu quả, và chính sách chiết khấu ổn định (mức chiết khấu của BMP phổ biến ở mức 11-15%, thấp hơn so với của NTP và HSG ở mức 20%).

Diễn biến giá hạt nhựa PVC từ 2013-tháng 4/2016



Nguồn: Bloomberg

Quy mô và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp ống nhựa niêm yết năm 2015

	DTT 2015 (tỷ đ)	Biên LNG 2015	Biên LN thuần từ SXKD 2015	LNST 2015 (tỷ đ)
NTP	3,556	36%	12%	366
BMP	2,792	32%	24%	500
DNP	904	18%	9%	45
DPC	82	16%	3%	2

Nguồn: BCTC các doanh nghiệp

Kế hoạch sáp nhập CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC). BMP hiện đang sở hữu 29,05% DPC, công ty dự kiến nâng tỷ lệ sở hữu lên 100% thông qua hoán đổi cổ phiếu, tỷ lệ dự kiến 100 DPC:27 BMP¹. Khi đó, vốn điều lệ của BMP dự kiến tăng lên 461 tỷ đồng. Nhựa Đà Nẵng là một công ty chuyên sản xuất ống và phụ tùng ống nhựa tại Đà Nẵng. Tuy nhiên, quy mô và hiệu quả sản xuất kinh doanh của DPC nhỏ hơn nhiều so với BMP. Vốn điều lệ là 22 tỷ đồng, bằng 1/20 của BMP, doanh thu năm 2015 đạt 82 tỷ đồng, bằng 3% của BMP. Hiệu quả hoạt động thấp. Dù vậy, chúng tôi đánh giá, việc sáp nhập DPC sẽ mang lại hiệu quả kinh doanh trong dài hạn cho BMP. (1) Tái cơ cấu, nâng cao hiệu quả hoạt động của DPC thông qua, đầu tư lại hệ thống máy móc, thiết bị và vai trò quản lý, điều hành của BMP. (2) Giảm chi phí vận chuyển. 20% doanh thu và sản lượng của công ty được tiêu thụ tại thị trường miền Trung (tương đương 558 tỷ đồng), việc đầu tư nhà máy sản xuất tại miền Trung sẽ tiết giảm 6-8% chi phí vận chuyển đối với sản phẩm tiêu thụ tại miền Trung đồng thời tăng khả năng cung cấp tại thị trường miền Nam cho BMP.

Kết quả kinh doanh quý 1/2016 khả quan. Kết thúc quý 1/2016, doanh thu thuần của BMP đạt 704 tỷ đồng (+21% yoy), biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 32% năm 2015 và 34% trong quý 4/2015 lên mức 39% trong quý 1/2016 nhờ giá hạt nhựa PVC trong quý 4/2015 giảm đến 16% so với quý 3/2015 và giảm đến 25% so với quý 4/2014. Lưu ý, biến động biên lợi nhuận gộp của BMP thường có độ trễ 1 quý so với diễn biến giá hạt nhựa do trùng với thời gian tồn kho nguyên liệu và thành phẩm. Lợi nhuận sau thuế đạt 198 tỷ đồng (+83% yoy) nhờ giá nguyên liệu hạt nhựa giảm sâu và hoàn thuế thu nhập hoãn lại (23 tỷ đồng trong quý 1/2016).

Cổ tức cao. Liên tục trong các năm 2012-2015, tỷ lệ chi trả cổ tức hàng năm đạt 30-60% vốn điều lệ. Năm 2015, tỷ lệ chi trả cổ tức đạt 60% tiền mặt, trong đó, công ty đã tạm ứng 15% cổ tức trong tháng 12/2015 và dự kiến trả 45% còn lại trong tháng 6/2016. Tỷ lệ cổ tức dự kiến năm 2016 không thấp hơn 20% bằng tiền mặt.

¹¹ Tờ trình phương án sáp nhập DPC vào BMP do DPC công bố

Tài chính lành mạnh.

- **Dòng tiền mạnh.** Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh cao, đạt 414 tỷ đồng vào năm 2014 và đạt 565 tỷ đồng vào năm 2015 nhờ doanh thu tăng trưởng cao và quản trị phải thu tốt. Nhờ vậy, BMP luôn sở hữu tiền mặt và tiền gửi ngân hàng dồi dào, đạt 1.041 tỷ đồng, chiếm 43% tổng tài sản của công ty. Khả năng thanh toán cao với hệ số thanh toán ngắn hạn và thanh toán nhanh đạt lần lượt là 4,79x và 3,96x.
- **Vốn chủ sở hữu lớn,** đạt 2.015 tỷ đồng, tài trợ 83% tổng tài sản của doanh nghiệp. Công ty không có nợ vay ngân hàng dài hạn. Chi phí đầu tư ước tính trong 2016-2017 là 620 tỷ đồng được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu. Đáng chú ý, vốn đầu tư phát triển của BMP lớn và tăng dần qua các năm, đạt 1.066 tỷ đồng (chiếm 53% vốn chủ sở hữu).

Rủi ro đầu tư. Giá hạt nhựa tăng nhanh trở lại ăn mòn biên lợi nhuận của công ty. Cạnh tranh cao làm giảm thị phần và tăng chi phí chiết khấu, khuyến mại. Tốc độ tăng trưởng chậm lại do sản lượng tiêu thụ gần chạm công suất thiết kế. Công ty tiếp tục phải trích lập dự phòng rủi ro đối với các khoản phải thu khó đòi Nhựa Đức Thành, Thanh Tuyết, ước tính trích lập thêm 21 tỷ đồng.

Dự báo kết quả kinh doanh.

- Chúng tôi dự báo doanh thu thuần 2016 đạt 3.215 tỷ đồng (+15% yoy), nhờ tăng trưởng sản lượng 16%, giá bán sản phẩm duy trì ổn định. Biên lợi nhuận gộp của BMP đạt 31% (thấp hơn so với năm 2015, đạt 32%) dựa trên giả định: (1) giá hạt nhựa trung bình từ Q4/2015-Q3/2016 tương đương cùng kỳ năm trước, (2) chi phí khấu hao nhà máy số 4 tăng (tăng 93 tỷ đồng, gấp 2x chi phí khấu hao hiện tại). Lợi nhuận sau thuế được dự báo đạt 587 tỷ đồng trong năm 2016.
- Doanh thu tăng trung bình 7% từ năm 2016-2020 và đạt 4.203 tỷ đồng. Lợi nhuận sau thuế tăng trung bình 5,2%/năm và đạt 718 tỷ đồng vào năm 2020. Tính toán của chúng tôi dựa trên các giả định: (1) sản lượng tiêu thụ năm 2017 được dự báo nối tiếp đà tăng trưởng cao của các năm trước, tăng 10%, sau đó, sản lượng hầu như không tăng do các nhà máy đã chạm công suất thiết kế; (2) Giá bán sản phẩm được giả định tăng 3% mỗi năm; (3) Giá hạt nhựa được giả định tăng 5%/năm, giá các nguyên liệu phụ tăng 3%/năm.
- Tính toán của chúng tôi chưa tính đến đóng góp của DPC vào kết quả kinh doanh chung của công ty và khả năng tăng sản lượng sản xuất giai đoạn 2 của BMP.

Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE 2 giai đoạn để định giá cổ phiếu. Đây là phương pháp phù hợp để định giá BMP do công ty có nợ vay ít và hoạt động ổn định, tương ứng với 2 giai đoạn:

- Giai đoạn 1: Từ năm 2016-2020: Dòng tiền FCFE đạt 134 tỷ đồng vào năm 2016 và đạt 672 tỷ đồng vào năm 2020, tương đương tốc độ tăng trưởng là 50%/năm
- Giai đoạn 2: Tăng trưởng dài hạn, với tốc độ tăng trung bình là 3%/năm.

Chi phí vốn chủ sở hữu. Lãi suất phi rủi ro là lãi suất đầu thầu trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (7,2%). Lợi suất thị trường được 11,75%. Hệ số beta được lấy từ Bloomberg là 0,76. Theo phương pháp CAPM, lãi suất yêu cầu của nhà đầu tư với cổ phiếu BMP được xác định là 10,66%.

Theo phương pháp này, giá trị cổ phiếu BMP là 159.754 đồng/cp.

Chi phí VCSH	
Beta	0.76
Rf	7.20%
Rm	11.75%
ke	10.66%

Nguồn: BSC research

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHDT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.