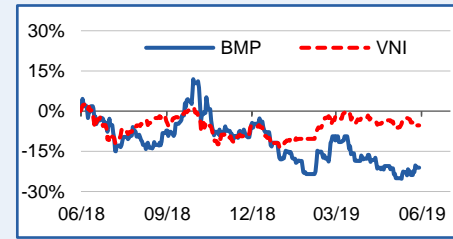


Ngành:	Nhựa		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	05/06/2019	Tăng trưởng DT	2,5%	5,7%	4,4%	4,4%
Giá hiện tại:	41.500 VND	Tăng trưởng EPS	-7,0%	5,4%	3,7%	3,8%
Giá mục tiêu:	59.200 VND	Biên LN gộp	22,2%	21,7%	21,5%	21,3%
		Biên LN ròng	10,9%	10,9%	10,8%	10,7%
TL tăng:	+42,7%	EV/EBITDA	3,8x	3,6x	3,4x	3,3x
Lợi suất cổ tức:	4,8%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	1,4x	1,3x	1,1x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+47,5%	P/E	8,7x	8,3x	8,0x	7,7x

GT vốn hóa:	147,7 triệu USD		BMP	Peers*	VNI
Room KN:	38,1 triệu USD	P/E (trượt)	8,6x	9,9x	16,5x
GTGD/ngày (30n):	300.000 USD	P/B (hiện tại)	1,3x	1,4x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	0,0%	Nợ ròng/CSH	-23,6%	-11,8%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	81,9 triệu	ROE	17,5%	11,5%	14,7%
Pha loãng	81,9 triệu	ROA	15,5%	7,6%	2,4%

* công ty cùng ngành nước ngoài



Tổng quan Công ty

Thành lập năm 1977, BMP là doanh nghiệp đi tiên phong ngành ống nhựa của Việt Nam. Tháng 03/2018, cổ đông lớn nhất của BMP, SCIC, đã bán toàn bộ cổ phần (29,5%) cho Nawaplastic. Sau đó, Nawaplastic tiếp tục tăng cổ phần lên 54,4% và nắm cổ phần kiểm soát.

Nguyễn Thảo Vy
Chuyên viên Cao cấp

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng Cao cấp

CỔ PHIẾU GIÁ TRỊ VỚI TIỀM NĂNG TĂNG TRƯỞNG LỚN

- Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu dành cho CTCP Nhựa Bình Minh (BMP) với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 59.200VND/cổ phiếu, tổng mức sinh lời 47,5%, bao gồm lợi suất cổ tức 4,8%.
- Chúng tôi cho rằng năm 2019 sẽ là năm đảo chiều tăng trưởng lợi nhuận của công ty sau 2 năm liên tiếp lợi nhuận sụt giảm do cạnh tranh gay gắt từ các đối thủ mới trong ngành cũng như giá nguyên liệu đầu vào diễn biến kém thuận lợi. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2019 tăng 5% lên 451 tỷ đồng sau khi giảm 42% năm 2017 và 8% năm 2018.
- Dự báo của chúng tôi cho thấy LNST sau lợi ích CĐTS 2018-2023 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm là 5% vì chúng tôi dự báo sản lượng bán ra của BMP đạt tăng trưởng song song với đà phát triển bền vững của ngành xây dựng trong dài hạn.
- Bảng cân đối kế toán lành mạnh, không có nợ và dòng tiền tốt khiến BMP nổi bật không chỉ trong ngành ống nhựa nói riêng mà còn trong ngành vật liệu xây dựng (VLXD) nói chung, nơi việc tận dụng đòn bẩy nợ vay cao là rất phổ biến.
- Nawaplastic vẫn chưa sử dụng quyền kiểm soát đối với BMP để thực hiện tái cơ cấu đáng kể nhưng thay vào đó đề xuất một số thay đổi cần thiết để tăng cường hiệu suất của BMP. Chúng tôi cho rằng bề dày kinh nghiệm của Nawaplastic trên thị trường nhựa thế giới và vị trí trong hệ sinh thái của SCG sẽ tăng cường khả năng cạnh tranh của BMP trong dài hạn.
- Câu chuyện đảo chiều tăng trưởng, bảng cân đối kế toán lành mạnh và khả năng sinh lời cao so với các công ty khác trong ngành giúp định giá của BMP hiện nay hấp dẫn đối với nhà đầu tư tập trung vào giá trị. BMP hiện đang giao dịch tại mức 2019 là 8,3 lần và 2020 là 8 lần theo dự báo của chúng tôi so với các công ty khác cùng ngành trong khu vực là 10,8 lần.
- Rủi ro: Giá nhựa biến động mạnh hơn so với dự kiến ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

L luận điểm đầu tư của chúng tôi về ngành VLXD trùng khớp với diễn biến cơ bản của BMP: công ty dẫn đầu trong mỗi phân ngành tiếp tục sinh lời dù cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi chú ý đến BMP vì công ty có vị thế dẫn đầu vững chắc trong ngành ống nhựa xây dựng, các chỉ số cơ bản lành mạnh, quản trị minh bạch và câu chuyện Nawaplastic nắm cổ phần chiến lược (thuộc Siam Cement Group – SCG của Thái Lan). Sau khi đạt tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS hàng năm 40%-50% trong các năm 2015 và 2016, lợi nhuận của BMP sụt giảm 2 năm liên tiếp do cạnh tranh về giá gay gắt từ các đối thủ mới trong ngành, đặc biệt là CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG). Bất chấp cạnh tranh, BMP vẫn duy trì được sản lượng bán ra cao và vượt đối thủ gần nhất trong các năm 2017 và 2018 để trở thành công ty có thị phần ống nhựa lớn nhất Việt Nam.

Năm 2019 sẽ tăng trưởng trở lại với KQLN quý 1 khả quan. BMP đạt tăng trưởng mạnh trong quý 1/2019 với doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS tăng lần lượt 49% và 5%, nhờ sản lượng bán ra tăng 40%. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo cạnh tranh sẽ còn tiếp tục và giá nhựa đầu vào biến động sẽ hạn chế khả năng mở rộng biên lợi nhuận. Vì vậy, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS 2019 tăng trưởng lần lượt 6% và 5%, trên cơ sở giả định sản lượng tăng 4% còn biên lợi nhuận giảm.

Mục lục

Tóm tắt Báo cáo	3
Tổng quan ngành nhựa Việt Nam	4
Bối cảnh chung	4
Tình trạng phụ thuộc vào hạt nhựa nhập khẩu sẽ còn tiếp diễn	5
Ngành ống nhựa xây dựng của Việt Nam	8
Ứng dụng, đặc tính và sản xuất	8
Triển vọng ngành BĐS khả quan sẽ thúc đẩy nhu cầu ống nhựa	10
BMP và NTP nỗ lực duy trì vị thế dẫn đầu trên một thị trường còn phân tán	11
Thâu tóm BMP là một cột mốc quan trọng trong chiến lược của SCG tại Việt Nam	13
Tổng quan công ty.....	15
Lịch sử hình thành BMP	15
Cơ cấu doanh nghiệp	16
Ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông	17
Từ một công ty quốc doanh trở thành cánh tay nối dài của Tập đoàn SCG - Thái Lan.....	17
Nawaplastic nắm giữ cổ phần kiểm soát kiểm soát, nhưng lượng cổ phiếu giao dịch tự do vẫn còn khá nhiều.....	18
Mô hình kinh doanh.....	20
Đa dạng hóa sang các sản phẩm ống nhựa khác ngoài PVC	20
Dần gia tăng công suất nhằm duy trì vị thế dẫn đầu	21
BMP duy trì là nhà sản xuất có tỷ lệ sinh lời cao nhất bất chấp cuộc chiến giá cả đang xảy ra..	23
Tình hình tài chính.....	25
Sản lượng bán vượt trội dù tăng trưởng ngành đang chững lại	25
Cạnh tranh làm giới hạn các cơ hội mở rộng biên lợi nhuận	26
Bảng cân đối kế toán lành mạnh không có nợ và dòng tiền mạnh	27
Dự báo của VCSC.....	28
Định giá	30
Lịch sử khuyến nghị	32
Hình và Bảng.....	34

Tóm tắt Báo cáo

BMP là công ty sản xuất ống nhựa hàng đầu Việt Nam với thị phần trên cả nước là 25% và tại miền Nam nói riêng là 50%.

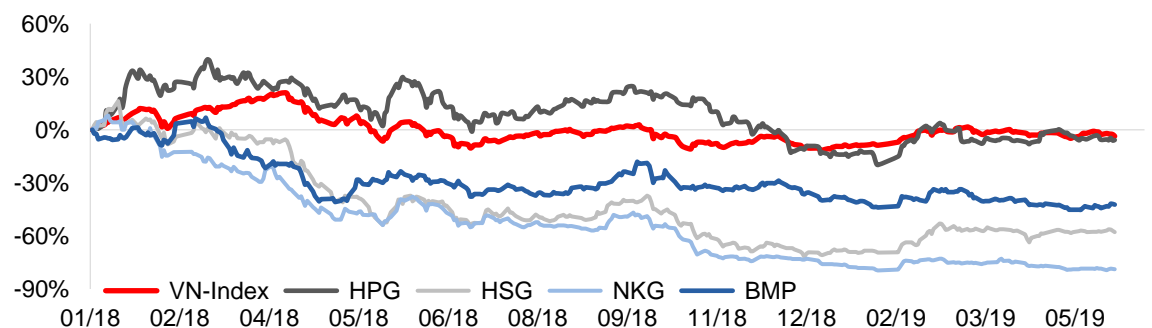
Trong các năm 2013-2016, sản lượng bán ra và LNST sau lợi ích CĐTS của BMP đạt tăng trưởng kép hàng năm lần lượt 17% và 29% theo đà phục hồi của thị trường BĐS. Tuy nhiên, năm 2016-2017, BMP bị ảnh hưởng do sự xuất hiện của các đối thủ mới trên thị trường. Các đối thủ này, đặc biệt là HSG, đã đưa ra các chương trình chiết khấu cao, qua đó buộc BMP phải tăng mức chiết khấu, vốn đã ổn định nhiều năm, trong năm 2017. Cạnh tranh cùng với diễn biến giá nguyên liệu đầu vào kém thuận lợi là các nguyên nhân chính khiến sản lượng bán ra của BMP tăng trưởng chậm lại (chỉ 2% năm 2018 so với 10% năm 2017) còn LNST sau lợi ích CĐTS giảm 42% năm 2017 và 8% năm 2018.

Dù vậy, sản lượng bán ra của BMP khá ổn định, đặc biệt là so với đối thủ lớn nhất là CTCP Nhựa Thiều niên Tiền Phong (HNX: NTP) trong các năm 2017-2018. Trong 2 năm này, sản lượng bán ra của BMP đều cao hơn so với NTP dù tình hình toàn ngành khó khăn. Điều này, cùng với giá nhựa đầu vào diễn biến thuận lợi trong quý 1/2019 giúp BMP đạt tăng trưởng doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt 49% và 5% so với cùng kỳ, cho thấy tín hiệu lợi nhuận sẽ tăng trưởng trở lại.

Do kết quả kinh doanh kém tích cực, giá cổ phiếu BMP liên tục giảm và từ năm 2018 đến nay đều diễn biến kém khả quan hơn so với chỉ số VN-Index. Tuy nhiên, nếu so với các cổ phiếu của các công ty sản xuất thép thì diễn biến giá cổ phiếu BMP chỉ đứng sau CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG), công ty vốn đạt tăng trưởng lợi nhuận cao trong các năm 2017-2018 và có triển vọng tăng trưởng lớn. Diễn biến giá cổ phiếu của BMP cũng khả quan hơn so với cổ phiếu các công ty sản xuất tôn mạ, vốn cũng gặp phải vấn đề cạnh tranh gay gắt do công suất trong ngành gia tăng.

Vì tăng trưởng sản lượng bán ra và lợi nhuận có tín hiệu cải thiện, chúng tôi cho rằng cổ phiếu BMP đã rơi vào vùng quá bán và có mức giá hấp dẫn, qua đó cơ hội mua bắt đầu hình thành. Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS 2018-2023 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 5% vì chúng tôi cho rằng cạnh tranh sẽ còn tiếp tục gay gắt. Các giải pháp thúc đẩy doanh số mới của BMP và/hoặc thị trường BĐS phục hồi mạnh hơn so với dự báo sẽ tạo thêm dư địa cho mức tăng trưởng dự báo này. BMP hiện đang giao dịch tại mức PER 2019 và 2020 lượt là 8,3 lần và 8 lần trên cơ sở dự báo của chúng tôi so với các công ty khác cùng ngành trong khu vực là 10,8 lần dù BMP có khả năng sinh lời cao hơn (ROE trượt 12 tháng 17,5% so với trung vị các công ty trong ngành 11,5%) và tình hình tài chính khả quan (tỷ lệ nợ / vốn CSH -23,6% so với trung vị các công ty trong ngành là -11,8%).

Hình 1: So sánh diễn biến các cổ phiếu thép và ống nhựa chúng tôi theo dõi và chỉ số VNI



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Hình 2: Chỉ báo chính của BMP so với các công ty cùng ngành

Công ty	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	DT thuần 12 tháng (triệu USD)	Tăng trưởng	LNST 12 tháng (triệu USD)	Tăng trưởng	Nợ / Vốn CSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E 12T (x)	P/B hiện tại (x)
NTP	132	202	10,5	16	-17,4	90,5	16,3	8,4	8,5	1,3
Trung vị các công ty cùng ngành khu vực	491	617	4,4	34	3,1	-11,8	11,5	7,6	9,9	1,4
BMP	148	184	14,4	19	-4,2	-23,6	17,5	15,5	8,6	1,3

Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

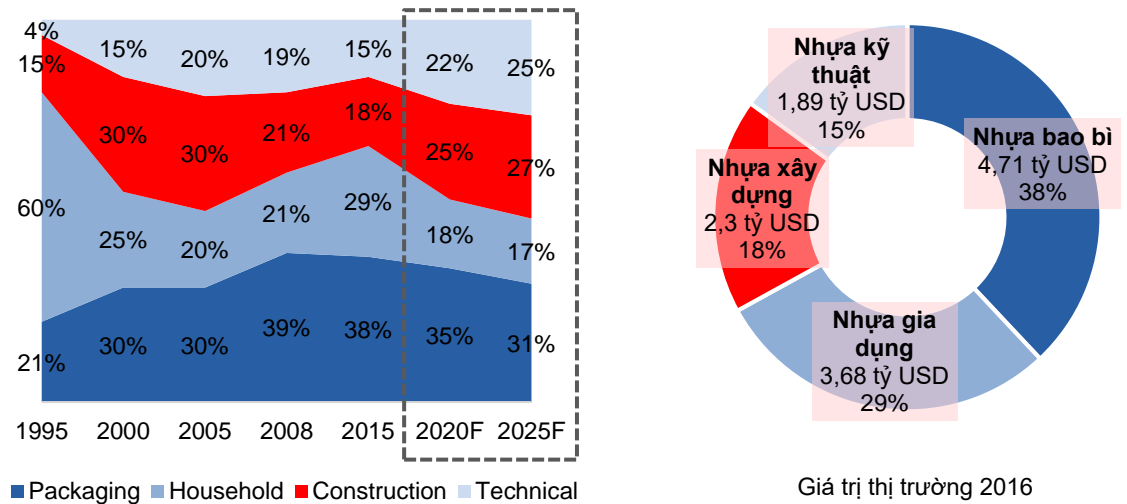
Tổng quan ngành nhựa Việt Nam

Bối cảnh chung

Ngành nhựa Việt Nam có tính phân tán cao. Hiệp hội Nhựa Việt Nam cho biết cả nước hiện có khoảng 2.000 doanh nghiệp hoạt động trong ngành nhựa, trong đó 80% là công ty tư nhân và 20% còn lại là doanh nghiệp có vốn đầu tư nước ngoài. Khoảng một nửa trong số này có quy mô nhỏ và vừa, với vốn điều lệ dưới 500 triệu đồng. Gần 80% doanh nghiệp nhựa có trụ sở tại TP. HCM và các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Bình Dương và Long An.

Chính phủ đang đẩy mạnh ngành sản xuất nhựa xây dựng và nhựa kỹ thuật. Các sản phẩm nhựa của Việt Nam có thể chia làm 4 nhóm chính: nhựa bao bì (chiếm 38% tổng sản lượng), nhựa gia dụng (29%), nhựa xây dựng (18%) và nhựa kỹ thuật công nghệ cao (15%). Theo quy hoạch phát triển ngành nhựa Việt Nam đến năm 2025 của Chính phủ, ngành nhựa sẽ được tái cơ cấu theo hướng từng bước giảm tỷ lệ nhựa bao bì và gia dụng, đồng thời tăng tỷ lệ nhựa xây dựng và kỹ thuật.

Hình 3: Cơ cấu ngành nhựa Việt Nam theo phân khúc



Nguồn: StoxPlus, VPA, VCSC tổng hợp

- **Nhựa bao bì:** Với khoảng 400 doanh nghiệp, ngành nhựa bao bì, đặc biệt là bao bì mềm và bao bì thực phẩm polyethylene terephthalate (PET) là ngành công nghiệp phục vụ các ngành hàng tiêu dùng, trong đó có thực phẩm đóng gói, đồ uống đóng lon và đóng chai. Sản phẩm các ngành này bao gồm túi/màng PE (polyethylene), tấm/túi dệt, màng/túi lamina, màng/túi BOPP, đĩa, khay và chai HDPE và PE cùng nhiều sản phẩm khác.
- **Nhựa gia dụng:** Bao gồm đồ nội thất, tủ, dụng cụ nhà bếp, đồ chơi và nhiều sản phẩm khác. Các doanh nghiệp trong nước chủ yếu tập trung vào phân khúc phổ thông với biên lợi nhuận thấp, trong khi các doanh nghiệp FDI thống lĩnh phân khúc cao cấp có biên lợi nhuận cao.
- **Nhựa xây dựng:** Bao gồm 2 mảng chính: (1) ống nhựa và (2) tấm profile bao gồm cửa và cửa sổ. Tăng trưởng của các sản phẩm này được thúc đẩy nhờ (1) thị trường BĐS lành mạnh và danh mục các dự án cơ sở hạ tầng còn lớn; (2) các sản phẩm nhựa xây dựng thường công kênh, khó vận chuyển, nên hạn chế được cạnh tranh từ hàng nhập khẩu và (3) người tiêu dùng ưa chuộng các thương hiệu trong nước hơn.
- **Nhựa kỹ thuật:** đây là ngành công nghiệp phụ trợ cho các ngành công nghiệp khác, đặc biệt là các nhà sản xuất quốc tế như Samsung và LG. Các sản phẩm nhựa kỹ thuật bao gồm linh kiện sử dụng trong hàng gia dụng, hàng điện tử tiêu dùng, lắp ráp ô-tô và xe máy và các sản phẩm khác.

Tình trạng phụ thuộc vào hạt nhựa nhập khẩu sẽ còn tiếp diễn

Công suất hóa dầu trong nước còn hạn chế khiến hoạt động sản xuất nhựa phải phụ thuộc vào hạt nhựa nhập khẩu

Hiện mỗi năm ngành hóa dầu của Việt Nam chỉ sản xuất 913.000 tấn sản phẩm hóa dầu các loại (các loại hạt nhựa bao gồm PP, PET, PVC, và PS), còn khá thấp so với nhu cầu nhựa nguyên liệu khi ngành nhựa trong 10 năm qua đạt tăng trưởng kép hàng năm 13,3% đạt 7,8 triệu tấn năm 2018 (Hình 6).

Vì vậy, Việt Nam phải nhập khẩu 70%-80% hạt nhựa và các chất phụ gia trong sản xuất nhựa. Sản lượng hạt nhựa nhập khẩu tăng song song với sản lượng thành phẩm (Hình 6), với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm 2008-2018 là 12,6%, đạt 5 triệu tấn năm 2018. Các nguồn nhập khẩu hạt nhựa chính của Việt Nam là Hàn Quốc, Saudi Arabia, Đài Loan và Thái Lan.

Việc phụ thuộc quá mức vào nguyên liệu nhập khẩu kéo theo rủi ro cao do giá dầu vào biến động theo giá dầu thô thế giới (Hình 7) và rủi ro tỷ giá làm ảnh hưởng tới biên lợi nhuận.

Hình 4: Công suất các doanh nghiệp ngành hóa dầu Việt Nam

	Năm mở rộng công suất gần nhất	Bán thành phẩm (Propylene, Ethylene, v.v.)	Nhựa hóa dầu thành phẩm (PP, PET, PVC, PS, v.v.)
		tấn/năm theo loại hình sản phẩm	
Công suất hiện nay			
CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn (BSR, nhà máy lọc dầu Dung Quất)	2011	Propylene: 1.000-30.000	PP: 150.000
Công ty TNHH Nhựa và Hóa chất Phú Mỹ (Nhà máy nhựa và hóa chất Phú Mỹ)	2004	Không sản xuất	PVC: 200.000
Công ty TNHH Nhựa và Hóa chất TPC VINA	2010	Không sản xuất	PVC: 190.000
Công Ty TNHH Polystyrene Việt Nam	2012 2016	Không sản xuất	PS: 48.000 EPS: 38.000
Công Ty TNHH Hưng Nghiệp Formosa	2016	Không sản xuất	PET: 145.000 BOPP: 60.000
CTCP Nhựa Youl Chon Vina	2013	Không sản xuất	BOPP: 12.000
Euro Film Corporation	2016	Không sản xuất	BOPP: 30.000
Công ty TNHH Hoá Chất LG VINA	2003	Không sản xuất	DOP: 40.000
Công ty TNHH LD Việt Thái PlastChem			
Tổng cộng			913.000
Kế hoạch mở rộng công suất			
Công ty TNHH Hóa dầu Long Sơn (LSP)	2023F	Olefin: 1,6 triệu	PVC và PE: tối đa 2 triệu

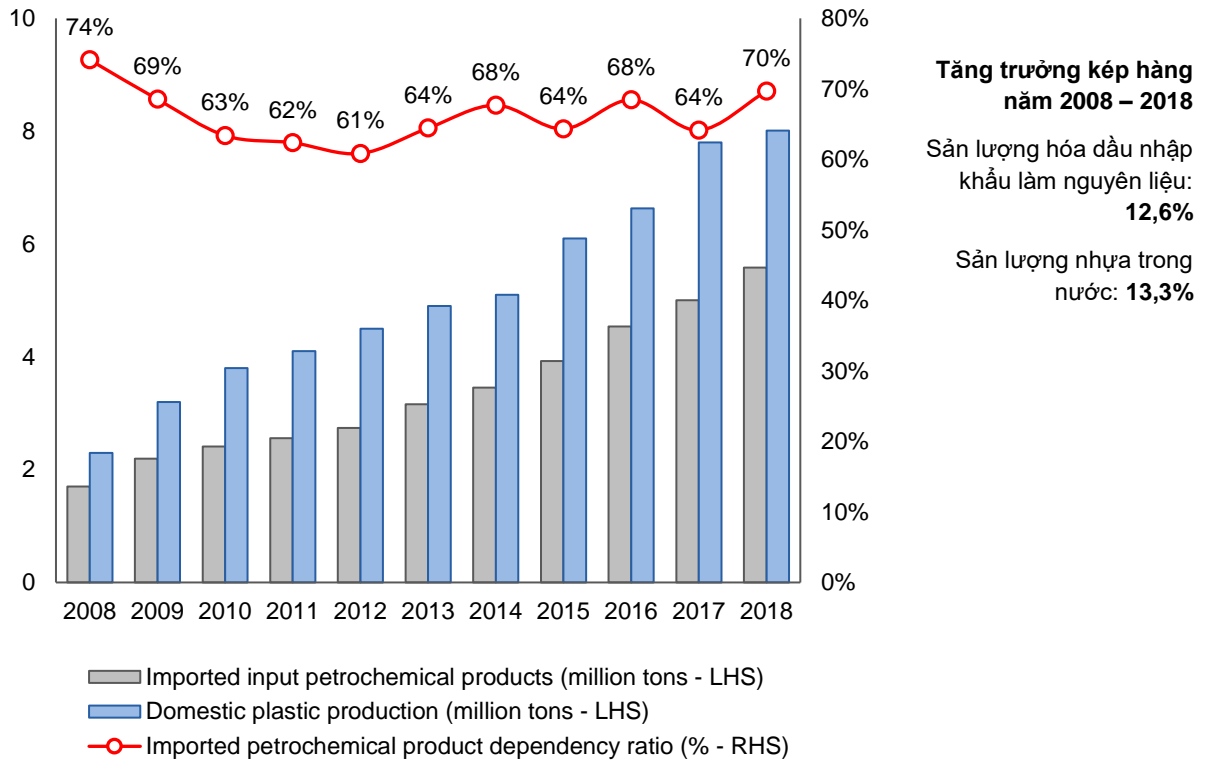
Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 5: Danh sách các tên viết tắt cho sản phẩm nhựa

Tên viết tắt	Tên đầy đủ	Ứng dụng chính	
BOPP	Biaxially oriented polypropylene	BOPP được sử dụng trong nhiều sản phẩm như bao bì thực phẩm cũng như giấy gói quà, nhãn chai PET và băng dính, cùng nhiều ứng dụng khác.	
DOP	Diocetyl phthalate	DOP là một chất làm dẻo với nhiều mục đích, chủ yếu được sử dụng để tăng cường độ mềm dẻo của nhựa PVC.	
EPS	Expanded Polystyrene	EPS được sử dụng trong một số ứng dụng nhờ khả năng chịu lực ưu việt. Một số ứng dụng nổi bật bao gồm đóng gói bảo vệ hàng điện tử tiêu dùng, ghế ngồi cho trẻ em trên ô tô và mũ bảo hiểm.	
PET	Polyethylene terephthalate	Được sử dụng rộng rãi trong đóng gói nhiều loại thực phẩm và đồ uống nhờ vệ sinh, bền, nhẹ, khó vỡ, và giữ được độ mới. Phổ biến nhất trong việc đóng chai đồ uống có ga và nước.	
PP	Polypropylene	PP được sử dụng trong nhiều ứng dụng như bao bì, hàng gia dụng, linh kiện nhựa trong nhiều ngành công nghiệp như ô-tô, thiết bị đặc biệt cũng như dệt may.	
PS	Polystyrene	Được sử dụng trong các sản phẩm trong suốt như bao bì đóng gói thực phẩm và trang thiết bị phòng thí nghiệm. Polystyrene còn được kết hợp với chất tạo màu, phụ gia hay các loại nhựa khác để sản xuất hàng gia dụng, điện tử, linh kiện ô-tô, và nhiều sản phẩm khác.	
PVC	Polyvinyl chloride	PVC được sử dụng trong nhiều ngành như vật liệu xây dựng, y tế, điện tử, linh kiện ô-tô và các ngành khác.	

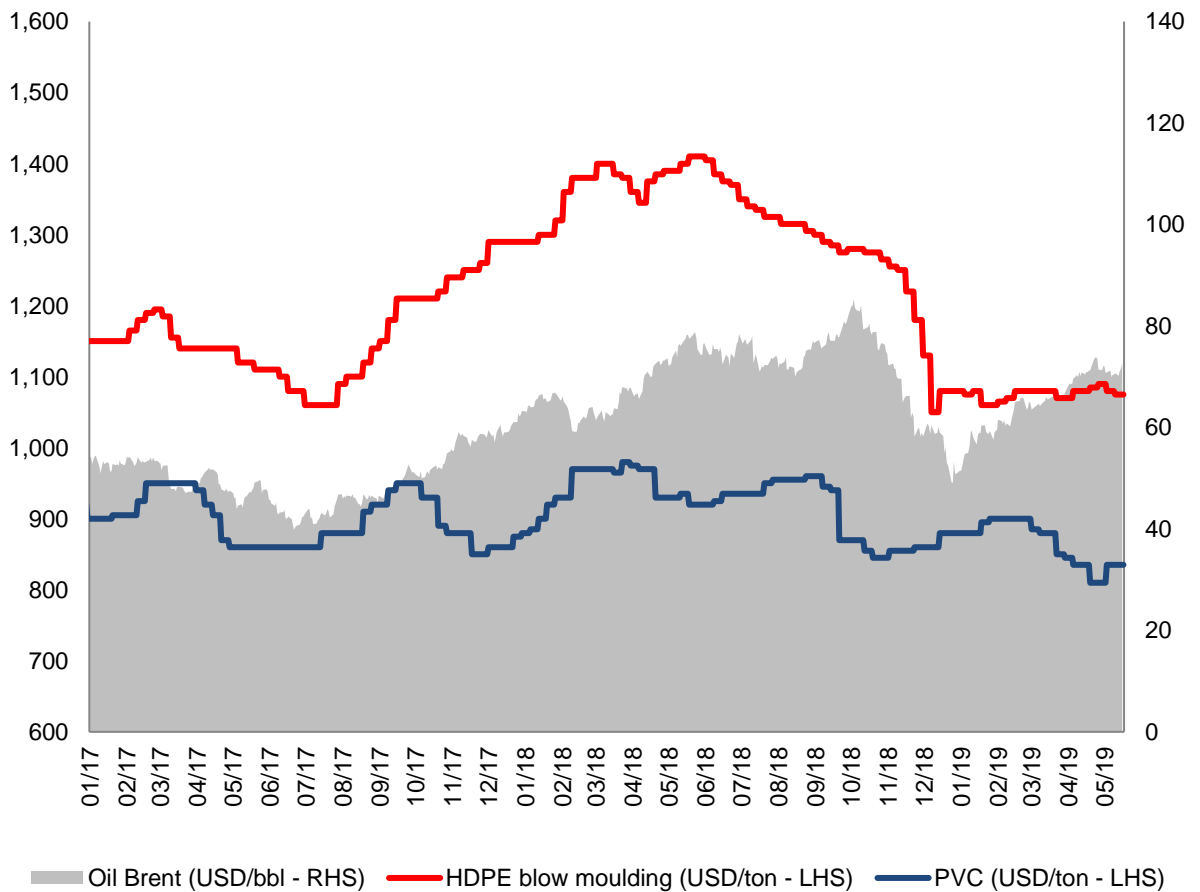
Nguồn: VCSC tổng hợp

Hình 6: Tình hình nhập khẩu hóa dầu và sản lượng nhựa trong nước



Nguồn: Tổng cục Hải quan, Hiệp hội nhựa Việt Nam, VCSC tổng hợp

Hình 7: Tương quan diễn biến giá dầu thô và nhựa nguyên liệu



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Ngành ống nhựa xây dựng của Việt Nam

Ứng dụng, đặc tính và sản xuất

Ứng dụng

Ống nhựa thường được sử dụng trong xây dựng với nhiều ứng dụng như bể chứa áp lực cao, hệ thống cấp thoát nước, hệ thống xử lý nước thải, và tưới tiêu trong nông nghiệp.

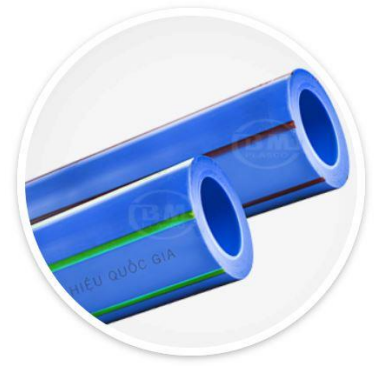
Hình 8: Một số loại ống và phụ kiện nhựa



Ống PVC



Ống HDPE



Ống PPR



Phụ kiện ống PVC



Phụ kiện ống HDPE



Phụ kiện ống PPR

Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Đặc tính

Sở dĩ nhựa được ứng dụng rộng rãi là nhờ có nhiều đặc tính ưu việt so với các loại vật liệu truyền thống trong xây dựng cơ sở hạ tầng. Ống nhựa gần như chống được tất cả các loại ăn mòn (do điện, hóa chất) mà các hệ thống ống ngầm thường gặp phải, nên có thời gian sử dụng lâu, không bị rò rỉ. Ống nhựa không mang tính dẫn điện nên không bị gỉ hay tham gia vào các phản ứng điện hóa. Ống nhựa không bị nước hoặc đất ăn mòn nên không đòi hỏi lớp vỏ bọc bảo vệ. Vì khá dẻo, nhẹ, bền, nên các hệ thống ống nhựa đòi hỏi ít năng lượng và chi phí để sản xuất, vận chuyển và lắp ráp hơn so với kim loại hay bê tông. Ống nhựa cũng thân thiện với môi trường vì quá trình sản xuất, lắp ráp không thải ra các chất độc vào không khí, trong quá trình sử dụng không tiết ra chất độc vào đất hay nước. Tùy theo thành phần nguyên vật liệu (chủ yếu là PVC, HDPE, và PP) ống nhựa thành phẩm sẽ có những đặc tính khác nhau.

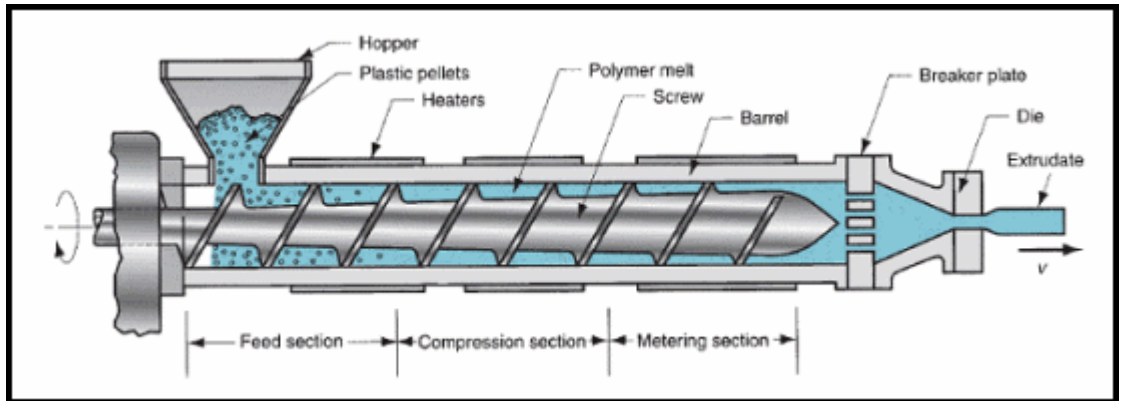
Sản xuất

Hai phương pháp chính trong sản xuất ống nhựa và phụ kiện là (1) ép đùn để làm ống nhựa và (2) ép phun để làm phụ kiện ống nhựa. Quy trình sản xuất từng phương pháp được minh họa trong hình 9 và 10.

1) Ép đùn

Ép đùn là quy trình nén, theo đó nguyên vật liệu dạng hạt hoặc bột được đưa vào thùng ép để làm nóng chảy, sau đó chảy vào phần máy ép và dùng đỉnh quay để cho ra sản phẩm dài liên tục. Phương pháp này được sử dụng rộng rãi trong sản xuất ống nước, khung (cửa sổ và cửa ra vào), tấm và màng, sợi liên, dây điện và cáp bọc. Phương pháp ép đùn là một quy trình liên tục, sản phẩm được ép đùn sau đó được cắt theo độ dài mong muốn.

Hình 9: Quy trình ép đùn nhựa

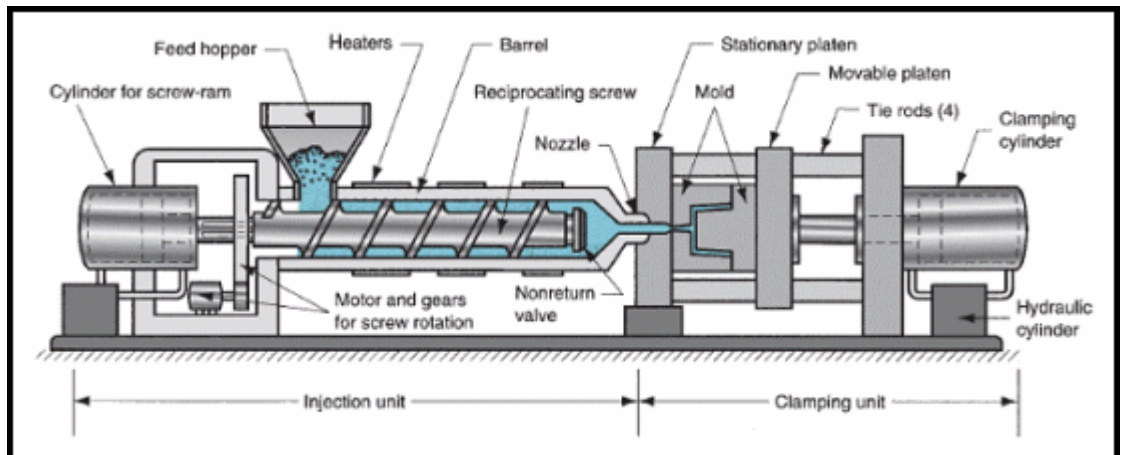


Nguồn: <http://www.mechscience.com/>

2) Ép phun

Ép phun là một quy trình trong đó hạt nhựa được nấu chảy, sau đó được ép với áp lực cao vào khuôn rồi cho đông cứng lại. Phần được đúc khuôn được đưa ra khỏi phần rỗng. Quy trình này cho phép sản xuất các linh kiện tách biệt với độ chính xác cao.

Hình 10: Quy trình ép phun nhựa



Nguồn: <http://www.mechscience.com/>

Triển vọng ngành BĐS khả quan sẽ thúc đẩy nhu cầu ống nhựa

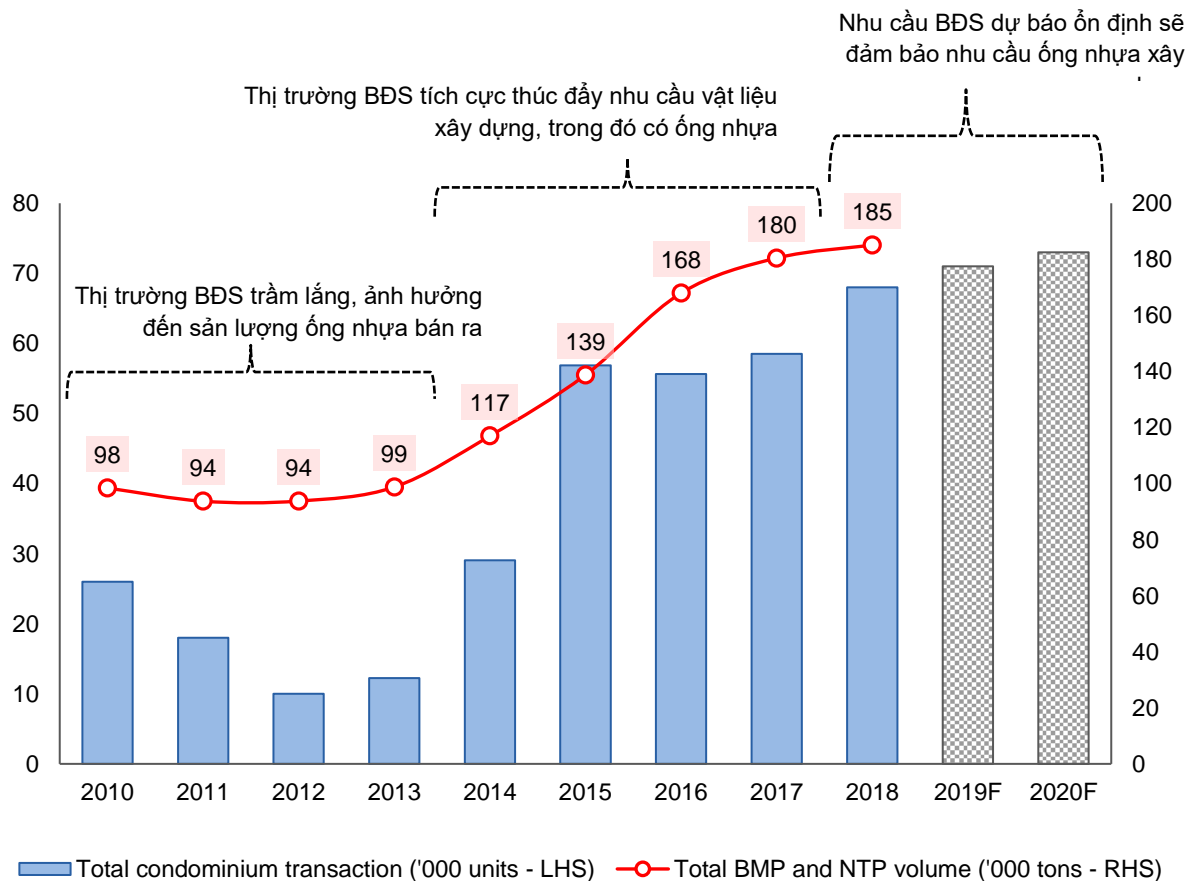
Nhu cầu ống nhựa chủ yếu phụ thuộc vào tình hình thị trường BĐS

Trên thị trường ống nhựa trong nước, CTCP Nhựa Bình Minh (HSX:BMP) và CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (HNX: NTP) là 2 công ty dẫn đầu với tổng thị phần 55%, 45% thị phần còn lại thuộc về các doanh nghiệp quy mô nhỏ.

So sánh tương quan giữa số căn hộ bán ra trên thị trường sơ cấp tại Hà Nội và TP.HCM với tổng sản lượng bán ra của BMP và NTP cho thấy sự tương quan lớn. Trong giai đoạn thị trường BĐS trầm lắng 2010-2013, sản lượng bán ra của BMP và NTP gần như không hề tăng trưởng nhưng trong các năm 2014-2018, đạt tăng trưởng kép hàng năm 14% nhờ thị trường BĐS phục hồi.

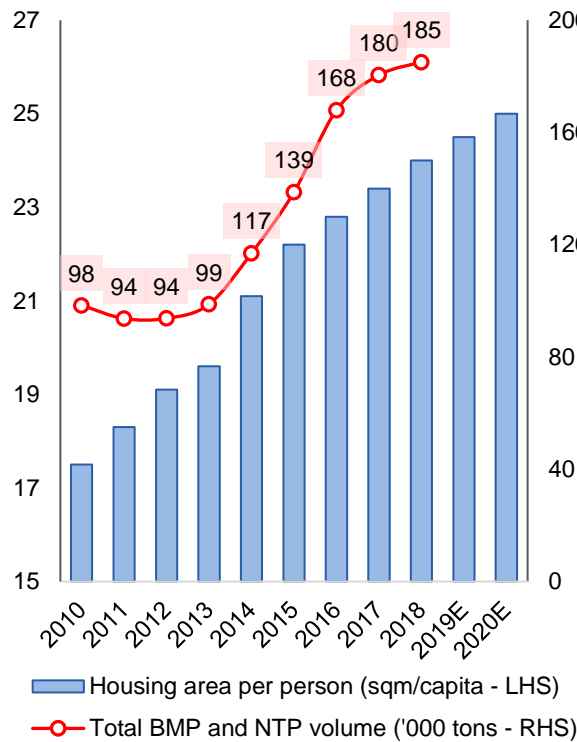
Trong dài hạn, chúng tôi dự báo thị trường nhà ở sẽ có triển vọng khả quan nhờ tình hình kinh tế vĩ mô và nhân khẩu của Việt Nam thuận lợi cũng như tốc độ đô thị hóa nhanh chóng. Điều này cho thấy hoạt động xây dựng sẽ tiếp tục sôi động trong dài hạn, hỗ trợ nhu cầu vật liệu xây dựng, trong đó có ống nhựa.

Hình 11: Sản lượng ống nhựa bán ra diễn biến phù hợp với thị trường BĐS



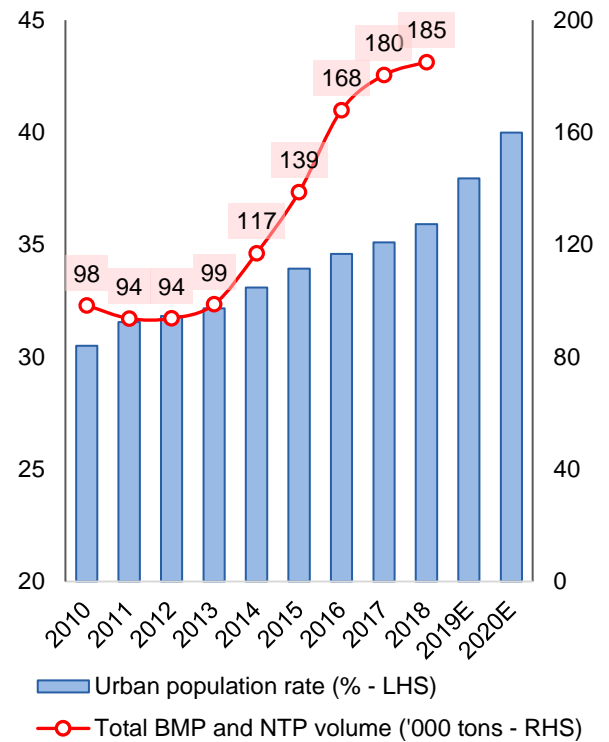
Nguồn: CBRE, BMP, NTP, ước tính của VCSC

Hình 12: Sản lượng ống nhựa tăng song song với diện tích nhà ở đầu người



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Hình 13: Sản lượng ống nhựa bán ra tăng song song với tỷ lệ dân số đô thị



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

BMP và NTP nỗ lực duy trì vị thế dẫn đầu trên một thị trường còn phân tán

Một số đối thủ mới xuất hiện làm đảo lộn trật tự thị trường đã được thiết lập nhiều năm...

Như đã đề cập (trang 10), BMP và NTP là các tên tuổi đã thống lĩnh thị trường từ nhiều năm với tổng thị phần 55%. Do ống nhựa là hàng hóa công kênh, khó vận chuyển nên thị trường này chủ yếu thuộc về các nhà sản xuất trong nước, còn sản phẩm được tiêu thụ tại các khu vực gần nhà máy.

Trong trường hợp của 2 công ty lớn nhất Việt Nam, BMP (công suất 140.000 tấn/năm) vượt trội với thị phần 50% tại miền Nam với 3 nhà máy tại Bình Dương (80.000 tấn/năm), Long An (25.000 tấn/năm) và TP. HCM (5.000 tấn/năm) và một nhà máy tại miền Bắc (30.000 tấn/năm). Trong khi đó, NTP (công suất 120.000 tấn/năm), thống lĩnh thị trường miền Bắc với thị phần 60% và 3 nhà máy tại Hải Phòng, Nghệ An và 1 nhà máy tại Bình Dương.

BMP và NTP thống lĩnh thị trường nhựa Việt Nam từ khi thị trường này được thành lập đến nay và do đó đã thiết lập được chỗ đứng và thị trường của riêng mình. Tuy nhiên, trật tự này bị đảo lộn do một số đối thủ mới bước vào thị trường hoặc mở rộng công suất. Một số đối thủ mới (Hình 14) như CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG), nhà sản xuất tôn mạ hàng đầu Việt Nam đang mở rộng hoạt động sản xuất, Stroman Vietnam, công ty con của Tập đoàn Tân Á Đại Thành vốn được biết đến với các sản phẩm thép gia dụng và Dekko, một thương hiệu của CTCP Đầu tư và Phát triển Phúc Hà (doanh nghiệp tư nhân), cũng là một doanh nghiệp có uy tín trên thị trường vật liệu xây dựng. Tổng công suất tăng thêm của 3 nhà sản xuất này trong các năm 2016 và 2017 là 239 nghìn tấn/năm, gần bằng tổng công suất của BMP và NTP (260.000 tấn/năm).

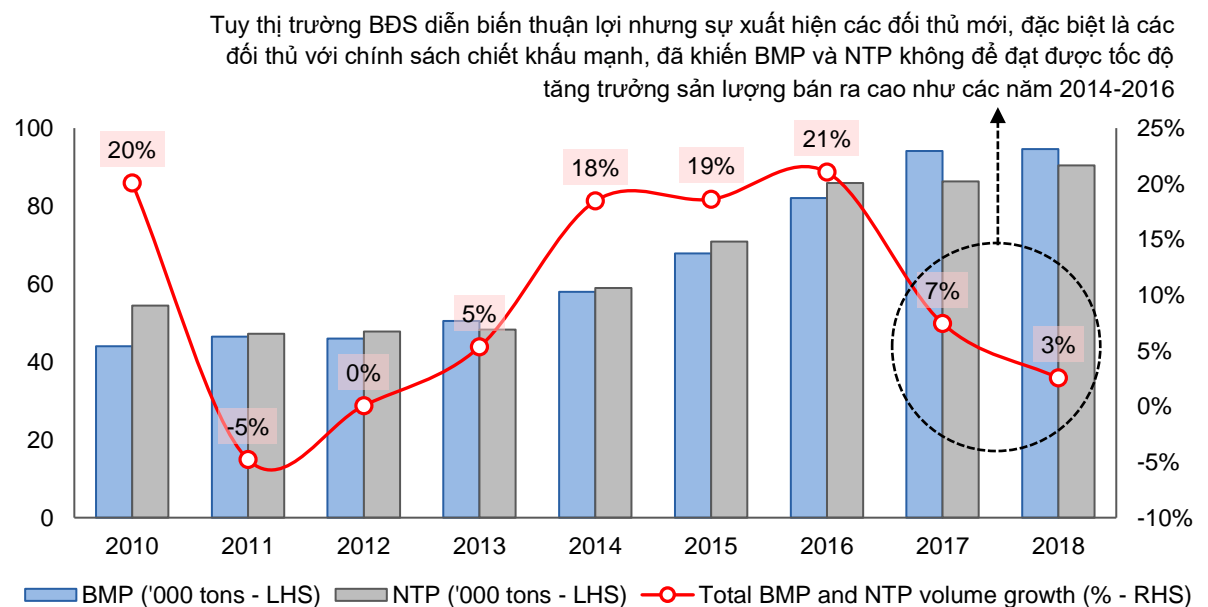
Hình 14: Công suất một số doanh nghiệp sản xuất ống nhựa tại Việt Nam

Công ty	Công suất (tấn/năm)				Dự kiến trong trung hạn
	Cuối 2015	Cuối 2016	Cuối 2017	Cuối 2018	
Dẫn đầu					
CTCP Nhựa Bình Minh (HSX: BMP)	130.000	130.000	140.000	140.000	150.000
CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (HSX: NTP)	120.000	120.000	120.000	120.000	150.000
Tổng cộng BMP và NTP	250.000	250.000	260.000	260.000	300.000
Mới xuất hiện					
CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX:HSG)	42.000	76.300	128.000	128.000	128.000
Stroman Vietnam (doanh nghiệp tư nhân)	-	20.000	120.000	120.000	220.000
Dekko (doanh nghiệp tư nhân)	44.000	77.000	77.000	77.000	129.000
Tổng cộng HSG, Stroman và Dekko	86.000	173.300	325.000	325.000	477.000
Tổng cộng các công ty nói trên	336.000	423.300	585.000	585.000	777.000
Tỷ lệ mở rộng công suất		26%	38%	0%	33%

Nguồn: VCSC tổng hợp

...với chính sách bán hàng cạnh tranh để giành thị phần từ các công ty lớn trong ngành. Với việc công suất toàn ngành được mở rộng và hai đối thủ dẫn đầu đã xây dựng được thương hiệu mạnh và cơ sở khách hàng lớn, cơ hội tăng trưởng của từng công ty trong ngành bị hạn chế. Do đó, các đối thủ mới buộc phải sử dụng các phương pháp hiệu quả hơn để thu hút người tiêu dùng. Vì ống nhựa là một sản phẩm có tính chất gần giống hàng hóa cơ bản nên các công ty khó có thể cạnh tranh bằng cách tạo ra khác biệt và đa dạng hàng hóa. Do đó, một số đối thủ mới, đặc biệt là HSG, đã chủ động cạnh tranh bằng cách đưa ra mức chiết khấu cho nhà phân phối cao hơn nhiều so với BMP và NTP. Năm 2016, mức chiết khấu cơ bản trung bình của BMP cho tất cả các sản phẩm vào khoảng 10%-15%. Sau đó HSG mở rộng công suất và đưa ra mức chiết khấu cơ bản 35%-40%. Chiến lược này đã ảnh hưởng đến các đối thủ lớn và buộc các đối thủ lớn phải cạnh tranh gay gắt hơn về giá nếu muốn duy trì được sản lượng bán ra. Trước chiến lược của HSG, BMP tăng mức chiết khấu cơ bản lên 15%-20% năm 2017. Tình hình cạnh tranh nói trên đã gây áp lực đáng kể đối với cả các công ty lớn trong ngành. Hình 15 cho thấy tuy thị trường BĐS tiếp tục khả quan trong các năm 2017 và 2018 nhưng tăng trưởng sản lượng bán ra của BMP và NTP trong 2 năm này chậm lại, chỉ đạt 7% năm 2017 và 3% năm 2018 so với 18%-21%/năm các năm 2014-2016.

Hình 15: Các đối thủ mới gây áp lực đối với sản lượng bán ra của NTP và BMP

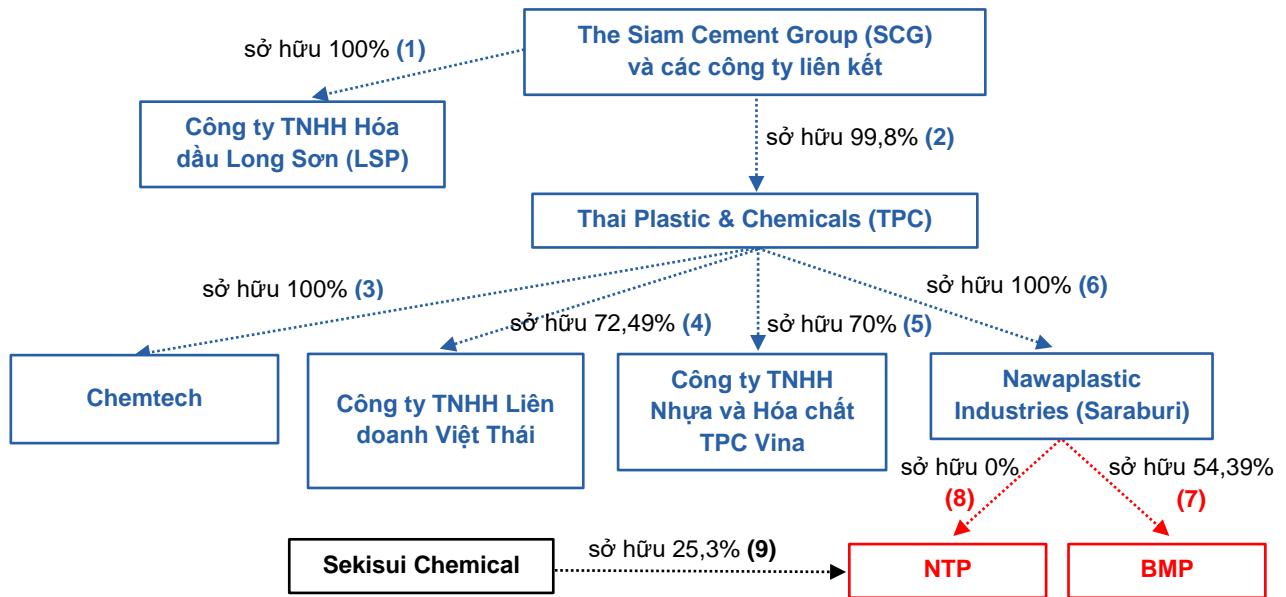


Nguồn: BMP, NTP, VCSC tổng hợp

Thâu tóm BMP là một cột mốc quan trọng trong chiến lược của SCG tại Việt Nam

Tập đoàn vật liệu xây dựng lớn của Thái Lan tìm cách xây dựng chuỗi sản xuất nhựa khép kín tại Việt Nam. The Siam Cement Group hay SCG (mã Bloomberg: SCC TB) là một tập đoàn đa ngành hàng đầu của Thái Lan hoạt động trong 3 lĩnh vực cốt lõi: 1) SCG Cement-Building Materials – vật liệu xây dựng, 2) SCG Chemicals – hóa chất và 3) SCG Packaging – bao bì. Ba mảng kinh doanh này có quy mô rộng khắp trên thị trường thế giới, đặc biệt là khu vực ASEAN nói chung và Việt Nam nói riêng. Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi sẽ chỉ tập trung vào hoạt động của SCG trong ngành nhựa Việt Nam (Hình 16). SCG tham gia thị trường Việt Nam ngay từ năm 1992, và từ đó đến nay đã thành lập và hiện diện trong một số doanh nghiệp hoạt động trong tất cả các công đoạn của quy trình sản xuất nhựa (Hình 16).

Hình 16: Hiện diện của SCG trong ngành nhựa Việt Nam (tại thời điểm cuối 2018)



Nguồn: Báo cáo thường niên SCG, TPC, BMP, NTP, VCSC tổng hợp

- Hóa dầu – lọc dầu thượng nguồn trong nước:** Tháng 06/2017, SCG đã mua lại 25% cổ phần Công ty TNHH Hóa dầu Long Sơn (LSP) với giá 36,1 triệu USD, qua đó tăng cổ phần từ 46% lên 71%. Một năm sau, tháng 06/2018, SCG mua lại 29% còn lại từ PVN với giá 89,2 triệu USD, qua đó sở hữu 100% LSP (1) (Hình 16). LSP là một trong 3 dự án hóa dầu chính của Việt Nam cùng với các nhà máy lọc dầu Dung Quất và Nghi Sơn. Trong khi hai nhà máy này chủ yếu chế biến dầu thô thành các sản phẩm xăng dầu, LSP sản xuất các sản phẩm hóa dầu như olefin, PE và PP (Hình 4) từ khí ethane. Sau 10 năm chuẩn bị, dự án đã chính thức được khởi công tháng 02/2018 với tổng vốn đầu tư 5,4 tỷ USD và dự kiến đi vào hoạt động năm 2023.
- Hóa dầu – Sản xuất hạt nhựa / bột nhựa:** SCG, thông qua công ty con Thai Plastic & Chemicals (TPC) (2), nắm cổ phần kiểm soát tại 3 công ty sản xuất hạt nhựa / bột nhựa (3), (4) và (5). Đây là các nhà cung cấp nguyên vật liệu (Hình 4) chính cho các công ty như BMP và NTP.
- Ống nhựa thành phẩm:** Trước đây, SCG nắm cổ phần tại cả 2 công ty BMP và NTP thông qua TPC và Nawaplastic - (2) và (6). Nawaplastic lần đầu mua cổ phần tại BMP năm 2012 (16,7%), sau đó nâng cổ phần lên 20,4% năm 2013 và giữ nguyên tỷ lệ này đến năm 2018. Nawaplastic đã thực hiện chiến lược tương tự với NTP khi mua lại 22,7% cổ phần năm 2012, sau đó nâng cổ phần lên 23,8% năm 2013 và giữ tỷ lệ này đến năm 2018. Năm 2018, SCIC, vốn đang nắm cổ phần 29,5% tại BMP và 37,1% tại NTP, đã thoái vốn toàn bộ tại các công ty này. SCG sau đó lựa chọn BMP để làm công ty hạ nguồn trong chuỗi giá trị ngành nhựa của mình bằng cách thoái vốn khỏi NTP đồng thời mua lại cổ phần kiểm soát tại BMP thông qua đợt thoái vốn của SCIC.

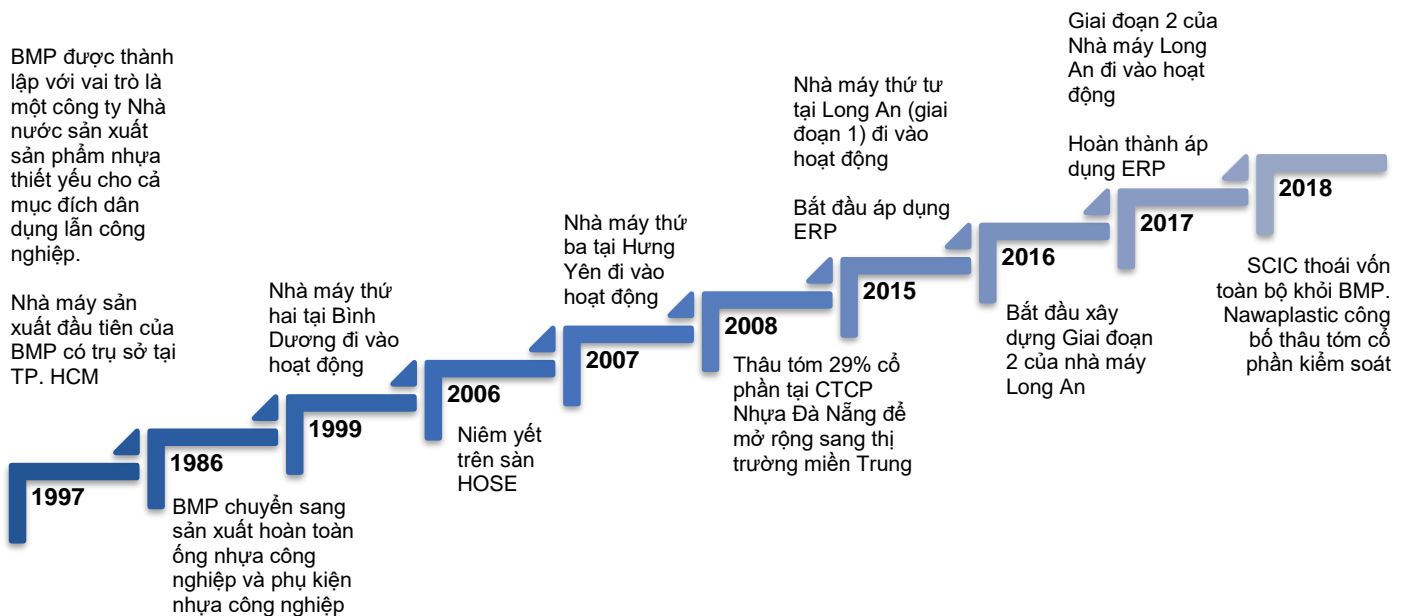
- **Đối với BMP:** SCIC đã bán toàn bộ cổ phần tại BMP (29,5%) cho Nawaplastic trong tháng 03/2018, qua đó nâng cổ phần của Nawaplastic lên 49,9%. Sau đó, Nawaplastic tiếp tục tăng sở hữu tại BMP bằng cách mua cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, qua đó nắm cổ phần kiểm soát 54,4% như hiện nay **(7)**.
- **Đối với NTP:** Trước khi mua lại cổ phần BMP từ SCIC, tháng 10/2017, Nawaplastic đã bán lại toàn bộ cổ phần tại NTP (23,8%) **(8)**. Sau đó, Sekisui Chemical, đối tác lâu năm của NTP, đã mua lại 15% cổ phần của NTP. SCIC vẫn đang nắm 37,1% cổ phần NTP và cần hoàn tất thoái vốn trong năm 2018 hoặc 2019. Hiện vẫn chưa có thêm thông tin mới nào về kế hoạch thoái vốn của SCIC.

Tổng quan công ty

Lịch sử hình thành BMP

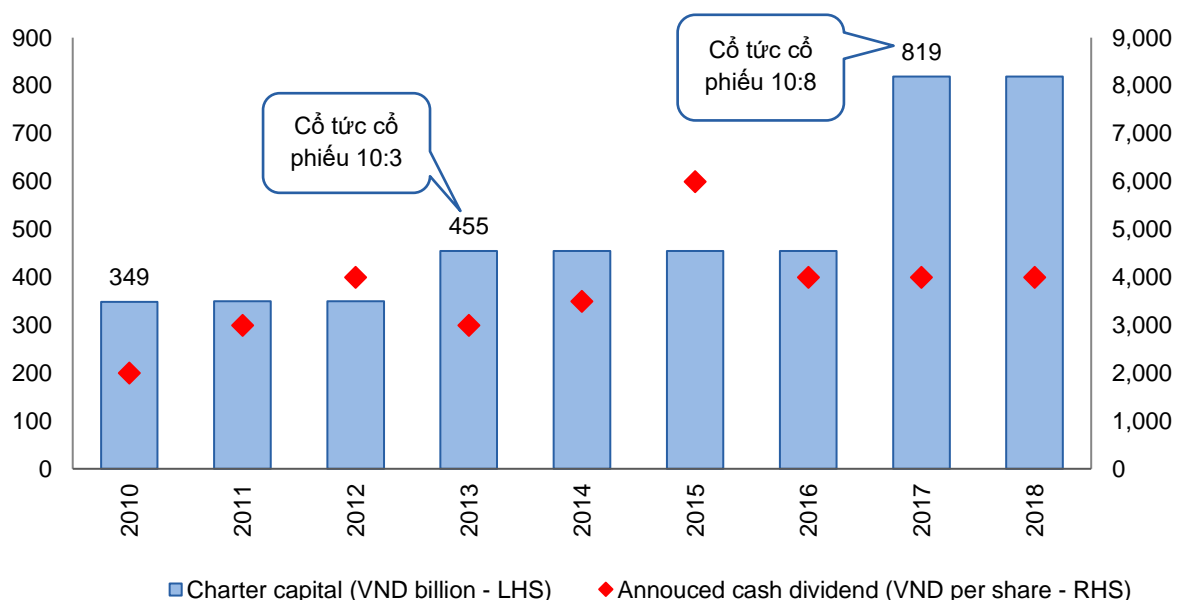
Thành lập năm 1977 với vai trò là một trong các công ty sản xuất nhựa công nghiệp thuộc sở hữu Nhà nước đầu tiên tại Việt Nam, BMP đã dần phát triển và đóng vị trí tiên phong trong ngành ống nhựa cùng với CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP). Trong năm 2004, BMP hoàn tất quá trình cổ phần hóa để trở thành công ty đại chúng và sau đó niêm yết cổ phiếu trên Sàn giao dịch Chứng khoán TP. HCM (HSX: BMP) trong năm 2006. Trong tháng 3/2018, cổ đông lớn nhất của BMP là Tổng Công ty Đầu tư Vốn Nhà nước (SCIC) đã thoái vốn thành công 29,5% cổ phần cho Nawaplastic, gia tăng sở hữu của Nawaplastic tại BMP lên 49,9%. Sau đó, Nawaplastic tiếp tục mua thêm cổ phần của BMP trên thị trường chứng khoán để nâng tổng lượng cổ phần nắm giữ lên 54,4%.

Hình 17: Các cột mốc hình thành và phát triển của BMP



Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Hình 18: Diễn biến tăng vốn điều lệ của BMP



Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

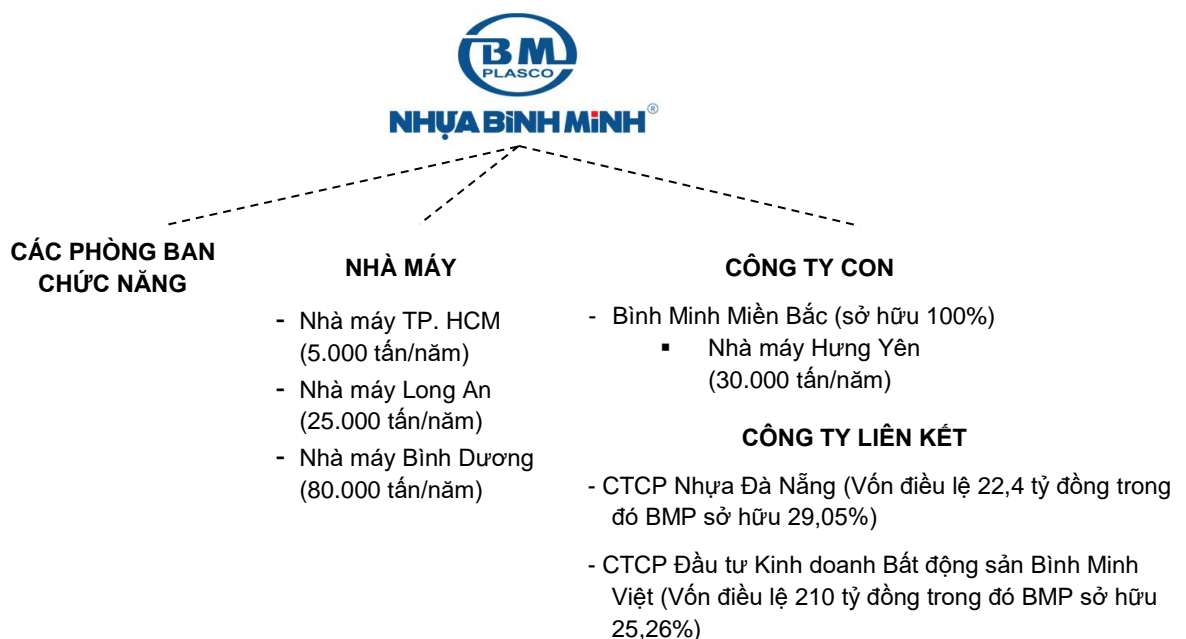
Cơ cấu doanh nghiệp

BMP sở hữu 100% tại 4 nhà máy sản xuất ống nhựa, bao gồm 3 nhà máy ở miền Nam (Bình Dương: công suất 80.000 tấn/năm; Long An: 25.000 tấn/năm; TP. HCM: 5.000 tấn) và một nhà máy ở miền Bắc (Hưng Yên: 30.000 tấn).

Ngoài ra, BMP có cổ phần tại 2 công ty liên kết:

- CTCP Nhựa Đà Nẵng (HNX: DPC): Trong năm 2008, BMP đã mua 29% cổ phần của DPC, một công ty sản xuất nhựa nhỏ ở Đà Nẵng với vốn điều lệ 22,4 tỷ đồng và doanh thu 66,6 tỷ đồng tại cuối năm 2018. Cơ cấu doanh số tính theo sản phẩm của DPC bao gồm 90% là ống nhựa xây dựng và 10% từ các sản phẩm nhựa khác như nhựa bao bì. Thị trường chính của DPC là ở miền Trung, với Đà Nẵng chiếm 55% tổng doanh thu của công ty và 45% còn lại đến từ năm ở các tỉnh miền trung và Tây Nguyên khác. Đối với BMP, đầu tư vào DPC là cách để tiếp cận vào hệ thống phân phối và cơ sở khách hàng của DPC tại miền Trung. DPC hiện tại đóng vai trò là nhà kho ở khu vực miền Trung cho BMP. Trong năm 2016, BMP có kế hoạch thu tóm 100% cổ phần của DPC, nhưng đã hủy kế hoạch này tại ĐHCĐ thường niên năm 2017. Cho đến hiện tại, BMP chưa có ý định khởi động lại kế hoạch M&A hoặc thoái vốn khỏi DPC.
- CTCP Đầu tư Kinh doanh Bất động sản Bình Minh Việt (Bình Minh Việt): Được thành lập vào năm 2011 với vốn điều lệ 6 tỷ đồng cùng với mục đích ban đầu là nhằm chuyển đổi mục đích sử dụng đất tại khu đất 240 Hậu Giang – vốn là cơ sở sản xuất hiện tại ở TP. HCM của BMP – theo chính sách của Chính phủ. Trong tháng 12/2016, Bình Minh Việt đã tăng vốn điều lệ lên 210 tỷ đồng, trong đó BMP đóng góp 35 tỷ đồng, tương ứng với 25,26% cổ phần. Tuy nhiên, HĐQT của BMP hiện đang làm việc với các cổ đông khác của Bình Minh Việt nhằm hủy bỏ dự án này và giải thể công ty.

Hình 19: Cơ cấu doanh nghiệp của BMP



Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Ban lãnh đạo và cơ cấu cổ đông

Từ một công ty quốc doanh trở thành cánh tay nối dài của Tập đoàn SCG - Thái Lan

Sau khi được thu tóm bởi Nawaplastic Industries (Saraburi), một số thay đổi lớn được thực hiện trong HĐQT của BMP, bao gồm vị trí chủ tịch HĐQT khi ông Lê Quang Doanh, vốn đã làm việc tại BMP trong một thời gian dài được thay thế bởi lãnh đạo cấp cao của SCG là ông Sakchai Patipampreechavud – Phó Chủ tịch (phụ trách mảng kinh doanh Polyolefin và Vinyl) của SCG Chemicals. Ngoài Tổng Giám đốc (TGD) hiện tại của BMP, ông Nguyễn Hoàng Ngân, vẫn còn duy trì vị trí trong HĐQT và vị trí TGD của công ty sau thương vụ thu tóm, tất cả các thành viên HĐQT khác đều được thay thế để phản ánh cổ phần kiểm soát của SCG tại BMP qua việc bổ sung các nhân sự liên quan đến SCG, bao gồm TGD của Nawaplastic, và một thành viên HĐQT độc lập người Việt Nam. Trái ngược với các thay đổi lớn trong HĐQT của công ty, đội ngũ lãnh đạo của BMP duy trì ổn định với 1 nhân sự bổ sung từ SCG. Phần còn lại của đội ngũ lãnh đạo công ty bao gồm các nhân sự chủ chốt đều đã làm việc tại BMP trong gần 25 năm.

Các thay đổi này tương ứng với chiến lược đối với BMP mà Nawaplastics đã công bố, vốn không nhằm thực hiện tái cơ cấu hoàn toàn đường lối kinh doanh mà để hỗ trợ đội ngũ lãnh đạo hiện tại cũng như đề xuất các thay đổi cần thiết nhằm cải thiện hiệu quả của BMP. Đại diện Nawaplastic đã phát biểu tại ĐHCĐ thường niên của BMP diễn ra vào tháng 4/2018 như sau.

“Chúng tôi là Nawaplastic, một thành viên của Tập đoàn SCG và không phải là NĐT tài chính. Chúng tôi đầu tư để tham gia vào quản trị doanh nghiệp và sẽ tìm kiếm các giải pháp giúp công ty vận hành hiệu quả. BMP là một trong những công ty hàng đầu và nổi tiếng tại Việt Nam cũng như trên thị trường quốc tế. Chúng tôi đánh giá cao đội ngũ lãnh đạo hiện tại của công ty; Nawaplastic sẽ hỗ trợ cho đội ngũ lãnh đạo hiện tại của công ty với các sức mạnh hiện có của chúng tôi”

Hình 20: HĐQT và đội ngũ lãnh đạo của BMP trước khi Nawaplastic thu tóm (tháng 12/2017)

Họ và tên	Năm sinh	Chức vụ	Ghi chú
HĐQT			
Ông Lê Quang Doanh	1952	Chủ tịch HĐQT	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí - Gia nhập BMP từ năm 1979 - Được bổ nhiệm vị trí TGD của BMP năm 1996 (chuyển giao vị trí TGD cho ông Nguyễn Hoàng Ngân năm 2012) - Được bổ nhiệm vị trí Chủ tịch HĐQT của BMP năm 2004
Ông Nguyễn Hoàng Ngân	1962	Phó Chủ tịch HĐQT / TGD	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí và Thạc sĩ Quản trị Kinh doanh (MBA) - Gia nhập BMP từ năm 1988 - Được bổ nhiệm vị trí TGD của BMP năm 2012
Bà Nguyễn Thị Kim Yến	1960	Thành viên HĐQT	- Trình độ: Cử nhân Kinh tế Công nghiệp và Quản trị Kinh doanh - Gia nhập BMP từ năm 1981 - Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP năm 2004
Bà Đặng Thu Hà	1973	Thành viên HĐQT	- Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP năm 2016 - Đại diện cho phần vốn của SCIC.
Ông Apichai Chareonsuk	1966	Thành viên HĐQT	- TGD của Thai Plastic & Chemical (TPC) từ năm 2017 - Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP năm 2017 - Đại diện cho phần vốn của Nawaplastic
Ban lãnh đạo			
Ông Nguyễn Hoàng Ngân	1962	Thành viên HĐQT / TGD	<i>Như trên</i>
Ông Nguyễn Thanh Hải	1971	Phó TGD	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí và MBA - Gia nhập BMP từ năm 1995 - Được bổ nhiệm vị trí Phó TGD của BMP năm 2017
Ông Nguyễn Thanh Quân	1968	Phó TGD	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí và MBA - Gia nhập BMP từ năm 1994 - Được bổ nhiệm vị trí Phó TGD của BMP năm 2013
Ông Hồng Lê Việt	1966	Kế toán trưởng	- Trình độ: Cử nhân Kế toán - Gia nhập BMP từ năm 1994 - Được bổ nhiệm vị trí Phó TGD của BMP năm 2013

Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Hình 21: HĐQT và đội ngũ lãnh đạo của BMP sau khi Nawaplastic thu tóm (tháng 6/2019)

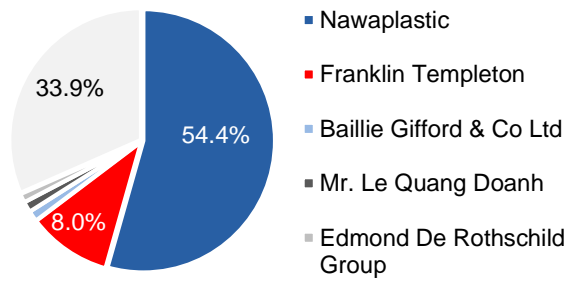
Họ và tên	Năm sinh	Chức vụ	Ghi chú
HĐQT			
Ông Sakchai Patipampreechavud	1967	Chủ tịch HĐQT	- Trình độ: MBA - Phó Chủ tịch – Mảng kinh doanh Polyolefins và Vinyl của SCG Chemicals từ năm 2018 - Được bổ nhiệm vị trí Chủ tịch HĐQT của BMP từ tháng 4/2018
Ông Nguyễn Hoàng Ngân	1962	Phó Chủ tịch HĐQT / TGD	<i>Như trên</i>
Ông Sumphan Luveeraphan	1963	Thành viên HĐQT	- Trình độ: Kỹ sư hóa chất - TGD của Nawaplastic từ năm 2016 - Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP từ tháng 4/2018 - Từ nhiệm vị trí thành viên HĐQT từ tháng 4/2019
Ông Poramate Larnroongroj	1963	Thành viên HĐQT	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí và Thạc sĩ khoa học - Giám đốc Điều hành của Nawaplastic từ năm 2018 - Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP từ tháng 4/2019, thay thế ông Sumphan Luveeraphan
Ông Wisit Rechaipichitgool	1961	Thành viên HĐQT / Phó TGD	- Trình độ: Thạc sĩ khoa học - Trợ lý TGD khu vực của SCG Việt Nam - Được bổ nhiệm vị trí Phó TGD của BMP từ tháng 8/2018
Ông Phan Khắc Long	1961	Thành viên HĐQT	- Trình độ: Kỹ sư cơ khí - Được bổ nhiệm vị trí thành viên HĐQT của BMP từ tháng
Ban lãnh đạo			
Ông Nguyễn Hoàng Ngân	1962	Thành viên HĐQT / TGD	<i>Như trên</i>
Ông Nguyễn Thanh Hải	1971	Phó TGD	<i>Như trên</i>
Ông Nguyễn Thanh Quân	1968	Phó TGD	<i>Như trên</i>
Ông Wisit Rechaipichitgool	1961	Thành viên HĐQT / Phó TGD	<i>Như trên</i>
Ông Hồng Lê Việt	1966	Kế toán trưởng	<i>Như trên</i>

Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Nawaplastic nắm giữ cổ phần kiểm soát kiểm soát, nhưng lượng cổ phiếu giao dịch tự do vẫn còn khá nhiều

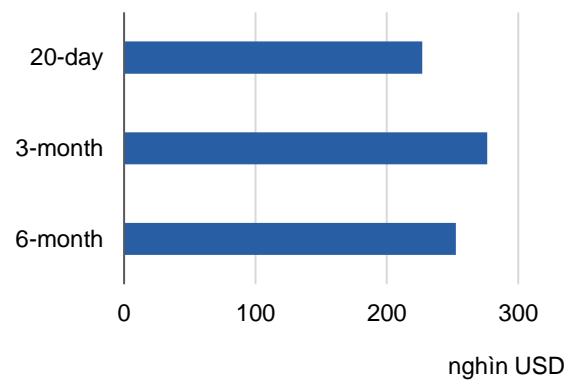
Ngoài Nawaplastic, hiện đang nắm giữ 54,4% cổ phần kiểm soát sau khi thu tóm BMP trong năm 2018, BMP cũng chỉ có một cổ đông lớn khác - Franklin Templeton Investment Fund, vốn đã đầu tư vào BMP từ năm 2010. Với việc các tổ chức khác nắm giữ lượng cổ phần không đáng kể, hai cổ đông kể trên hiện đang nắm giữ 65% cổ phần của BMP, tương ứng với khoảng 34% lượng cổ phiếu có thể được nắm giữ bởi các NĐT cá nhân. Đây là tỷ lệ giao dịch tự do (free-float) ở mức khá, đặc biệt khi so sánh với các công ty sản xuất VLXD khác như NTP (sản xuất ống nhựa, free-float khoảng 20%), HPG (sản xuất thép, khoảng 55%), HSG (sản xuất thép, khoảng 65%) và HT1 (sản xuất xi măng, khoảng 20%).

Hình 22: Cơ cấu cổ đông của BMP



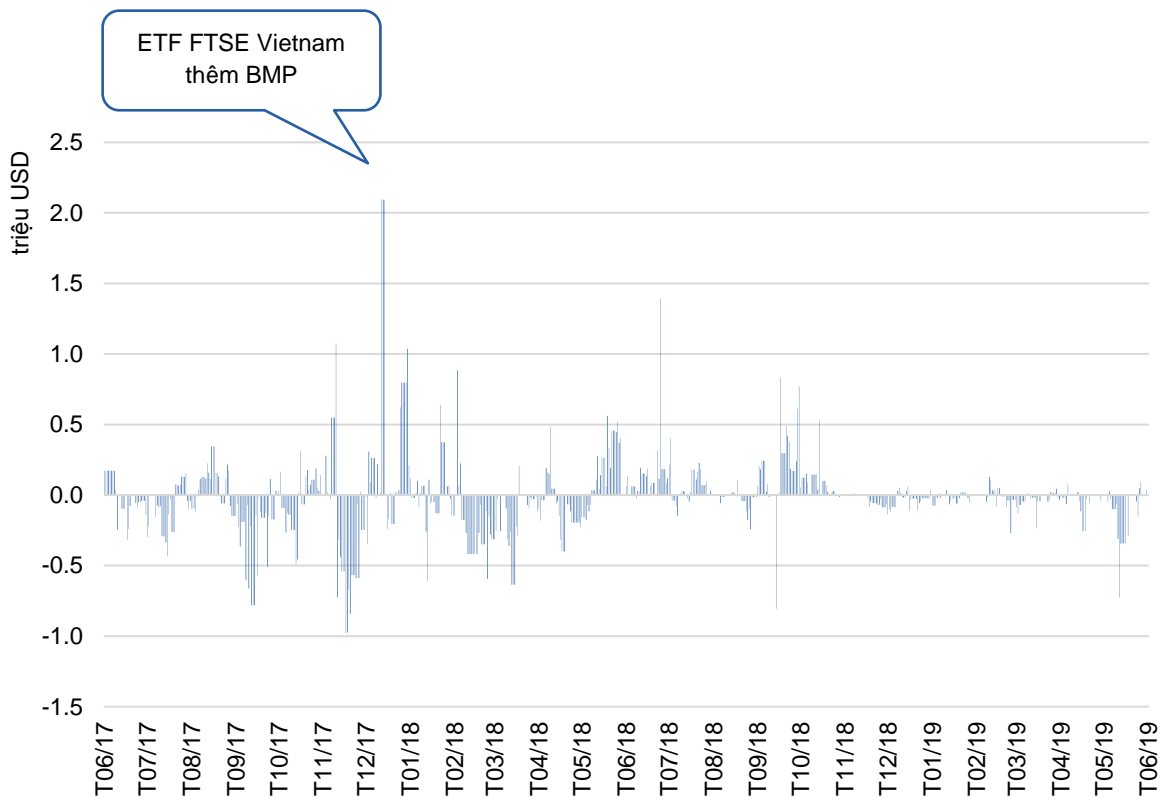
Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Hình 23: Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày của BMP



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Hình 24: Giá trị mua ròng của khối ngoại cho cổ phiếu BMP



Nguồn: Bloomberg, VCSC tổng hợp

Mô hình kinh doanh

Đa dạng hóa sang các sản phẩm ống nhựa khác ngoài PVC

Khoảng 93% doanh thu của BMP đến từ doanh số bán sản phẩm ống nhựa và phụ kiện nhựa tự sản xuất, trong đó sản phẩm PVC-U (ống nhựa và phụ kiện) là các yếu tố chính đóng góp khoảng 81% tổng doanh thu, xếp tiếp theo là ống HDPE (6% tổng doanh thu), PP-R (2%) và các sản phẩm khác như bình phun nước công nghiệp và keo PVC (5%). BMP cũng có khoảng 7% doanh thu đến từ các hàng hóa phân phối, bao gồm các sản phẩm liên quan đến xử lý nước không được sản xuất bởi BMP.

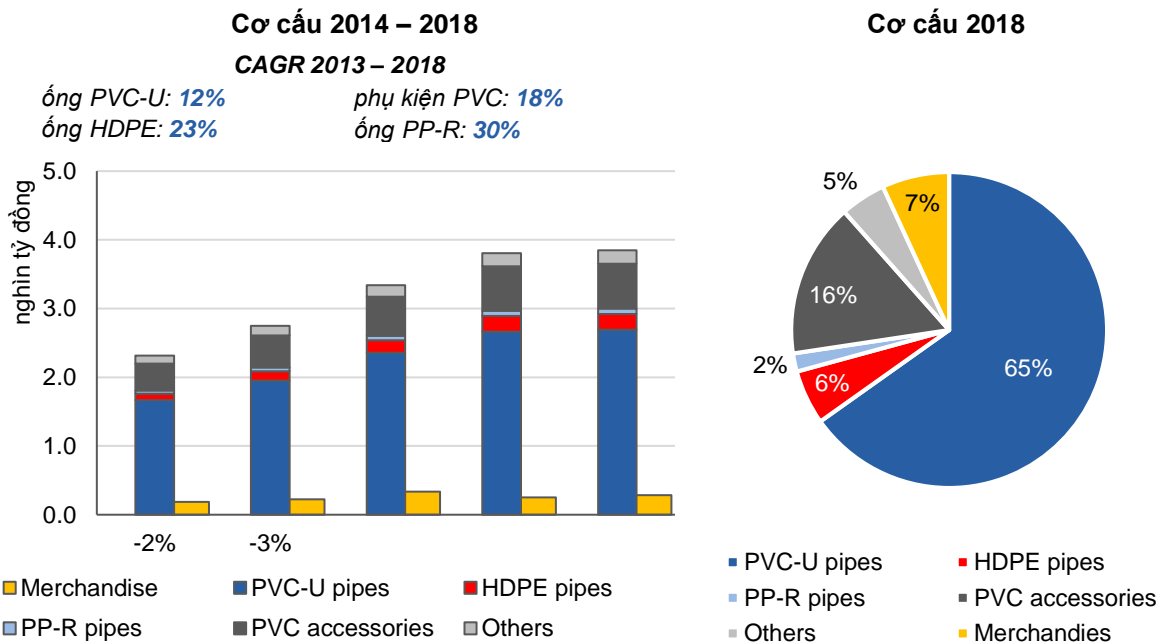
Ống PVC-U (công suất hiện tại của BMP là 115.000 tấn/năm)

BMP ban đầu là một công ty sản xuất ống nhựa dân dụng thành lập năm 1977 và hiện đang tập trung vào mảng này khi mảng ống PVC-U tăng trưởng ổn định với CAGR 12% trong giai đoạn 2012-2018. Ống PVC-U được sử dụng rộng rãi nhờ trọng lượng nhẹ, bền và có nhiều ứng dụng trong lắp đặt đường ống dân dụng cả trên mặt đất lẫn lắp đặt ngầm. PVC-U rẻ hơn HDPE và PP-R khi các loại ống sau có các đặc tính chuyên biệt hơn. Tuy nhiên, khả năng chịu áp suất của ống PPC là thấp hơn so với HDPE và PP-R, do đó ống PVC-U được sử dụng rộng rãi hơn trong xây dựng dân dụng thay vì hạ tầng.

Ống HDPE và PP-R (công suất BMP hiện tại là 25.000 tấn/năm)

Nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm. BMP đã triển khai sản phẩm ống HDPE vào năm 2002 và PP-R vào năm 2009, từ đó đã gạt hái thành công đáng kể cùng với các sản phẩm này. Ống HDPE và PP-R đã ghi nhận tăng trưởng cao đạt lần lượt 23% và 30%, chủ yếu do đây là các sản phẩm khá mới so với PVC-U do đó có cỡ sở doanh thu tuyệt đối thấp hơn. Ống HDPE và PP-R cứng hơn, có khả năng chống chịu ăn mòn hóa học, nhiệt độ và áp suất cao hơn so với ống PVC-U, giúp các loại ống này phù hợp cho ứng dụng công nghiệp nặng. Ống HDPE là loại ống nhựa được sử dụng rộng rãi trong xây dựng hạ tầng nhờ vào độ cứng, chịu được áp suất cao và kích cỡ đa dạng. Ống nhựa PP-R, ngoài các ứng dụng tương tự PVC-U và HDPE, còn khá phổ biến trong việc lắp đặt các hệ thống nước nóng nhờ tính chịu nhiệt cao. Ống PP-R cũng có giá bán cao nhất trong số 3 loại ống này.

Hình 25: Cơ cấu tổng doanh số tính theo sản phẩm của BMP



Nguồn: BMP, VCSC ước tính

Dần gia tăng công suất nhằm duy trì vị thế dẫn đầu

BMP vận hành 4 nhà máy sản xuất với tổng công suất đạt 115.000 tấn sản phẩm PVC-U và 25.000 tấn sản phẩm HDPE và PP-R. BMP đã gia tăng công suất sản xuất theo hướng tăng dần xuyên suốt lịch sử hình thành công ty. Ngoài nhà máy sản xuất đầu tiên của công ty và trụ sở chính nằm tại TP. HCM vận hành từ năm 1977, BMP đã đầu tư vào một nhà máy sản xuất lớn tại miền Nam ở Bình Dương trong năm 1999, và một nhà máy khác ở tỉnh Hưng Yên trong năm 2007 để gia nhập thị trường miền Bắc. Diễn biến mở rộng công suất đáng chú ý nhất gần đây là nhà máy Long An giai đoạn 1 năm 2015 và Giai đoạn 2 năm 2018, giúp tạo ra dư địa cho tăng trưởng sản lượng cho sản phẩm PVC-U vốn hiện đang hoạt động với hiệu suất hoạt động gần 90%.

Cũng cần lưu ý là hiệu suất hoạt động được thể hiện trong Hình 26 chỉ phản ánh tổng sản lượng bán của BMP theo tổng công suất thiết kế tính chung trên tất cả loại và kích cỡ sản phẩm. Hiệu suất hoạt động thực tế cho các loại ống nhựa kích cỡ thông thường (ví dụ như loại nhỏ hơn hoặc tương ứng với đường kính 200mm) đã đạt gần 90%. Các sản phẩm ống có kích cỡ lớn hơn do đó có công suất thiết kế lớn hơn thường chủ yếu được sản xuất khi có đơn đặt hàng hoặc được bán thương mại với số lượng nhỏ, khiến hiệu suất hoạt động của sản phẩm này thấp hơn nhiều so với các loại ống nhỏ. Theo BMP, mảng ống nhỏ chiếm khoảng 70% tổng doanh thu của công ty. Tuy nhiên, BMP vẫn cần duy trì công suất các sản phẩm ống lớn nhằm đa dạng hóa danh mục sản phẩm cho khách hàng.

Hình 26: Tổng hợp công suất của BMP

Theo nhà máy	Công suất (tấn/năm)					
	2014	2015	2016	2017	2018	Future
Nhà máy TP. HCM (7,000 m ² Quận 6 – TP. HCM, triển khai năm 1977)	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
PVC-U	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
HDPE + PP-R	-	-	-	-	-	-
Nhà máy Bình Dương (50 ha tại Bình Dương, triển khai năm 1999)	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000	80.000
PVC-U	65.000	65.000	65.000	65.000	65.000	65.000
HDPE + PP-R	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Nhà máy Hưng Yên (40 ha tại Hưng Yên, triển khai năm 2007)	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000	30.000
PVC-U	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
HDPE + PP-R	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Nhà máy Long An – Giai đoạn 1 (100 ha cho 2 giai đoạn tại Long An, triển khai năm 2015)	-	5.000	10.000	15.000	15.000	15.000
PVC-U	-	-	10.000	15.000	15.000	15.000
HDPE + PP-R	-	-	-	-	-	-
Nhà máy Long An – Giai đoạn 2 (100 ha cho 2 giai đoạn tại Long An, triển khai năm 2017)	-	-	-	-	10.000	20.000
PVC-U	-	-	-	-	10.000	20.000
HDPE + PP-R	-	-	-	-	-	-
Tổng công suất	105.000	120.000	125.000	130.000	140.000	150.000
Tổng sản lượng bán	45.240	52.928	64.001	94.110	94.582	
Hiệu suất hoạt động	43%	44%	51%	72%	68%	

Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Hình 27: Cơ sở sản xuất của BMP



Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

BMP duy trì là nhà sản xuất có tỷ lệ sinh lời cao nhất bất chấp cuộc chiến giá cả đang xảy ra

Chiết khấu bán hàng đã trở thành công cụ cạnh tranh chính giữa các nhà sản xuất ống nhựa trong những năm gần đây. Như đã được đề cập, cạnh tranh gay gắt đã diễn ra từ năm 2017 do công suất bổ sung từ cả các công ty hoạt động lâu trong ngành cũng như các công ty mới khiến tất cả các công ty phải gia tăng chính sách chiết khấu bán hàng nhằm thu hút và giữ chân khách hàng. Các chính sách chiết khấu bán hàng được thực hiện dưới nhiều hình thức, với các hình thức phổ biến nhất là 1) chiết khấu cơ bản, 2) chiết khấu thương mại và 3) chiết khấu thanh toán. Trong khi tỷ lệ chiết khấu thương mại và chiết khấu thanh toán được áp dụng cho từng khách hàng cụ thể phụ thuộc vào nhiều yếu tố như quy mô của đơn hàng và kỳ hạn thanh toán, chiết khấu cơ bản được áp dụng cho tất cả các khách hàng bất kể quy mô đơn hàng và các điều kiện thương mại khác. Tỷ lệ chiết khấu cơ bản ngày đã được đề cập đến trong trang 12 và hiện đang ở mức 15-20% cho BMP và 35-40% cho HSG tính trung bình trong tất cả các phân khúc sản phẩm. Tỷ lệ chiết khấu cơ bản của BMP cho từng dòng sản phẩm cũng biến động với mức chiết khấu xấp xỉ 15% cho sản phẩm ống uPVC, 20% cho HDPE và 50% cho PP-R. Mức chiết khấu cao hơn dành cho HDPE và PP-R vì đây là các dòng sản phẩm khá mới và do đó cần chính sách bán hàng chủ động hơn nhằm thu hút khách hàng. Qua trao đổi của chúng tôi với ban lãnh đạo BMP, tỷ lệ chiết khấu cơ bản của công ty thấp hơn khoảng 6-17% so với các đối thủ khác khi BMP cho biết sẽ không theo đuổi chính sách cạnh tranh giá bán nhưng thay vào đó tập trung vào xây dựng chất lượng sản phẩm, đa dạng hóa danh mục sản phẩm, và tăng cường dịch vụ chăm sóc khách hàng nhằm duy trì sản lượng bán.

Phân tích biên LN từ HĐKD là phương thức so sánh có ý nghĩa hơn so với so sánh chính sách chiết khấu riêng biệt của từng công ty trong việc đánh giá khả năng sinh lời của các nhà sản xuất ống nhựa. Một lưu ý quan trọng liên quan đến chính sách chiết khấu của các nhà sản xuất ống nhựa là các khoản chiết khấu này được phân loại và ghi nhận trong báo cáo tài chính dưới các khoản mục khác nhau tùy theo từng nhà sản xuất, do đó việc so sánh thuần túy từng loại chiết khấu giữa các nhà sản xuất sẽ chỉ mang lại yếu tố tham khảo nói chung thay vì phản ánh chính xác khả năng sinh lời giữa các nhà sản xuất. Ví dụ chính của sự khác nhau này giữa BMP và NTP được mô tả trong hình 28 và hình 29 bên dưới.

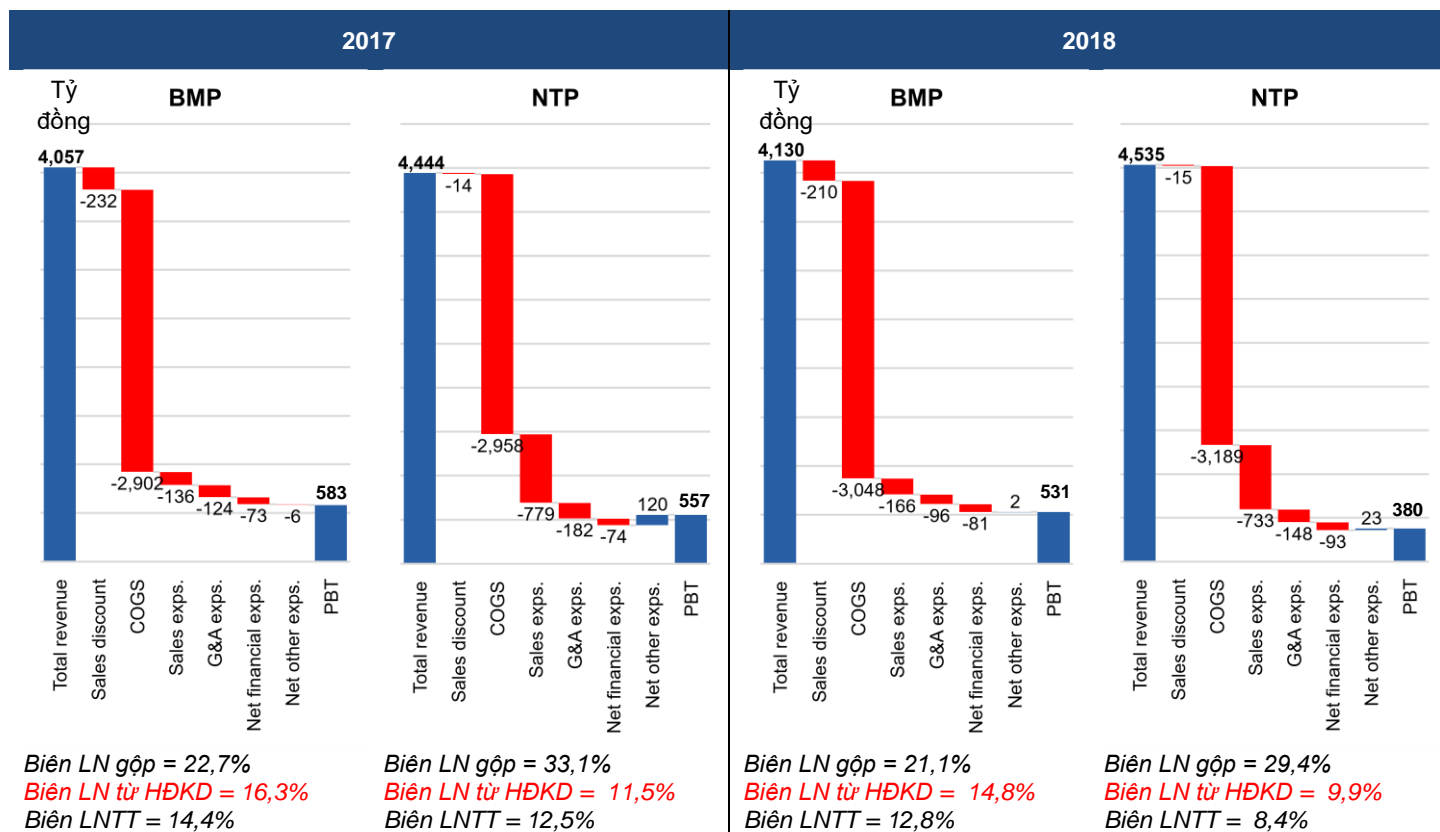
Hình 28: Phương thức ghi nhận chiết khấu bán hàng của BMP và NTP trong báo cáo tài chính

	Phương pháp của BMP	Phương pháp của NTP	Tác động
Chiết khấu cơ bản	Trừ thẳng trực tiếp vào giá bán khi giao dịch được thực hiện	Ghi nhận trong Chi phí Bán hàng và do đó không được giảm trừ trong doanh thu	<ul style="list-style-type: none"> Doanh thu thuần của NTP được ghi nhận cao hơn so với BMP.
Chiết khấu thương mại	Ghi nhận trong khoản mục Giảm trừ Doanh thu	Ghi nhận trong Chi phí Bán hàng	<ul style="list-style-type: none"> Chi phí bán hàng của NTP bao gồm tất cả chi phí chiết khấu giá bán, do đó cao hơn nhiều so với BMP.
Chiết khấu thanh toán	Ghi nhận trong khoản mục Chi phí Tài chính	Ghi nhận trong Chi phí Bán hàng	

Nguồn: BMP, NTP, VCSC tổng hợp

Chiến lược chiết khấu bán hàng của BMP là có hiệu quả trong cả việc duy trì tăng trưởng doanh thu và tỷ lệ sinh lời. Do các chênh lệch trong cách ghi nhận kế toán cho chiết khấu bán hàng giữa NTP và BMP, cùng với thực tế rằng NTP không công bố chi tiết cơ cấu chiết khấu bán hàng trong chi phí bán hàng, chúng tôi không thể so sánh cơ cấu chiết khấu giữa NTP và BMP. Do đó, doanh thu và biên LN gộp là không có ý nghĩa so sánh giữa 2 công ty. Tỷ lệ so sánh có hiệu quả nhất giữa 2 công ty này là biên LN từ HĐKD, với BMP vượt trội so với NTP thậm chí trong cả các năm khó khăn 2017 và 2018. Phân tích này cho thấy chiến lược chiết khấu bán hàng hiện tại của BMP là hiệu quả để duy trì cả tăng trưởng doanh thu và bảo vệ khả năng sinh lời so với các công ty cùng ngành, bất chấp bối cảnh cạnh tranh gay gắt của ngành khi các nhà sản xuất khác đều tăng chiết khấu mạnh.

Hình 29: So sánh giữa chi phí BMP và NTP



Nguồn: BMP, NTP, VCSC tổng hợp. Ghi chú: dành cho mục đích so sánh, tất cả biên LN trong biểu đồ này được tính sử dụng tổng doanh thu trong khi tiêu chuẩn tính biên LN thông thường sử dụng doanh thu thuần (sau khi giảm trừ chiết khấu giá bán) được sử dụng trong phần còn lại của báo cáo này.

Tình hình tài chính

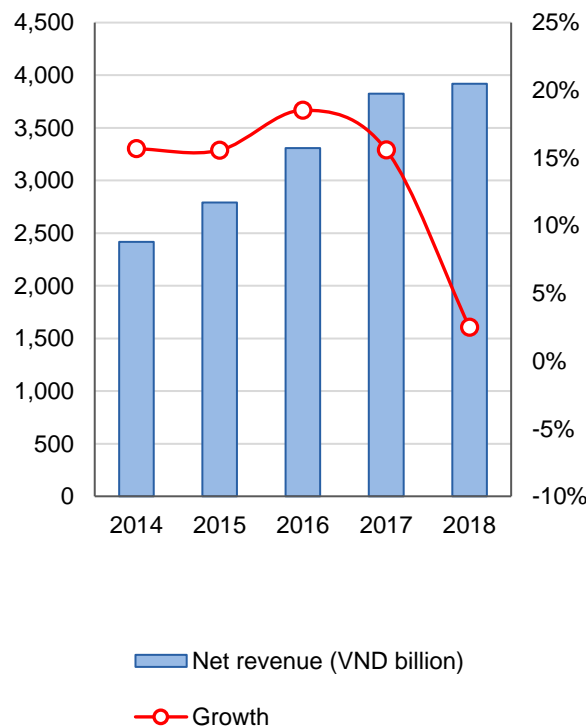
Sản lượng bán vượt trội dù tăng trưởng ngành đang chững lại

Cạnh tranh gay gắt từ các công ty mới gia nhập thị trường trong giai đoạn 2017 và 2018 ảnh hưởng đến tăng trưởng doanh thu của tất cả các công ty sản xuất ống nhựa lâu đời trong ngành. Do đó, tổng doanh thu của BMP đi ngang trong năm 2018 sau 4 năm tăng trưởng mạnh mẽ với CAGR 16%. Dù vậy, BMP đã cho thấy sức mạnh đáng kể trong việc duy trì sản lượng bán tuyệt đối, đặc biệt là khi so sánh với đối thủ lớn nhất là NTP trong năm 2017 và 2018. Trong cả 2 năm này, sản lượng bán tính theo số tuyệt đối của BMP đã vượt NTP bất chấp bối cảnh thách thức của ngành khiến tăng trưởng sản lượng của cả 2 công ty đều giảm.

Dù không có số liệu doanh số hàng năm của hơn 200 nhà sản xuất ống nhựa nhỏ chiếm tổng cộng khoảng 45% tổng thị phần, chúng tôi cho rằng các công ty nhỏ đang mất đi doanh số cho các công ty lớn như BMP và NTP cũng như các công ty mới như HSG. Xu hướng hợp nhất này trong ngành ống nhựa là phù hợp với diễn biến chúng tôi quan sát được trong ngành thép khi chỉ có các công ty lớn nhất và có tính cạnh tranh cao nhất như CTCP Tập đoàn Hòa Phát (HSX: HPG – thép xây dựng) và CTCP Tập đoàn Hoa Sen (HSX: HSG – tôn mạ) có thể trải qua tình hình thách thức của ngành (ví dụ như cạnh tranh cao, thị trường BĐS hạ nhiệt và chi phí đầu vào biến động) mà vẫn duy trì thị phần và đảm bảo khả năng sinh lời.

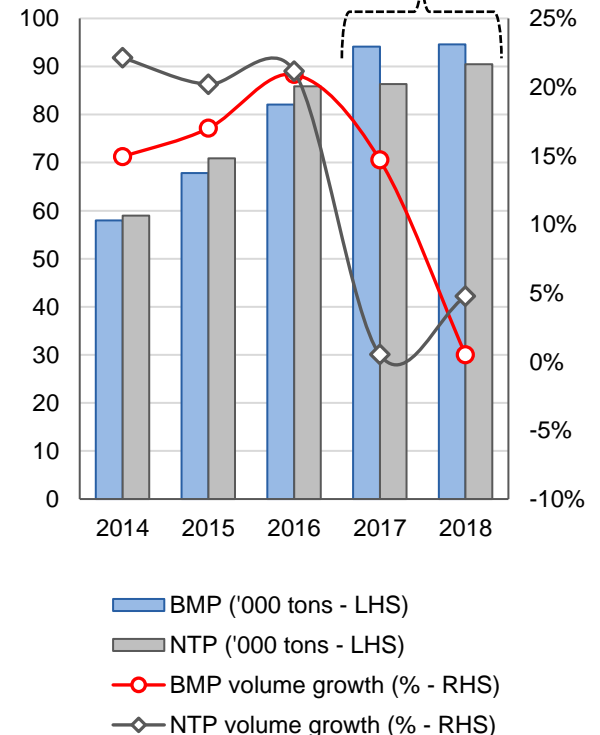
Tại ĐHCĐ thường niên diễn ra trong tháng 3/2019, BMP nhấn mạnh chiến lược của công ty về thị phần là mối ưu tiên chính trong trung hạn, tương tự như các lo ngại và chiến lược của công ty dẫn đầu ngành thép HPG. Các thông tin chi tiết hơn về triển vọng ngành vật liệu xây dựng và tình hình hoạt động của các công ty VLXD khác có thể được xem thêm trong [Báo cáo chiến lược năm 2019 - Mạnh được yếu thua](#) (trang 136-141 - ngày 04/01/2019) của chúng tôi và báo cáo cập nhật của chúng tôi dành cho HPG, [Tăng trưởng doanh số cao hỗ trợ gia tăng hiệu suất của công suất mới](#) (ngày 08/05/2019) và HSG, [Giá thép cán nóng và giá bán phục hồi hỗ trợ lợi nhuận](#) (ngày 02/05/2019).

Hình 30: Doanh thu của BMP



Hình 31: Sản lượng bán của BMP và NTP

Sản lượng bán của BMP vượt NTP bất chấp môi trường kinh doanh thách thức



Nguồn: BMP, NTP. VCSC tổng hợp

Cạnh tranh làm giới hạn các cơ hội mở rộng biên lợi nhuận

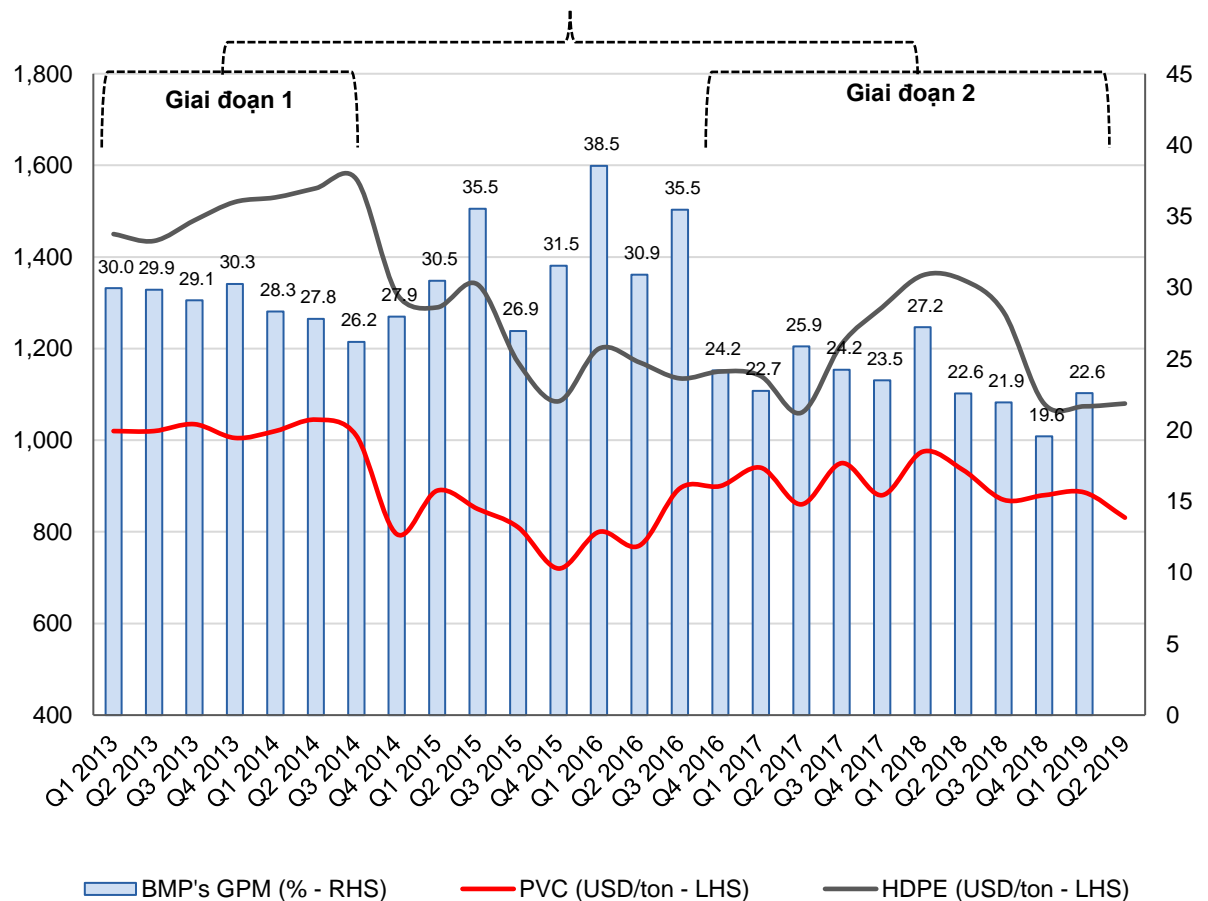
Biến động giá nhựa đầu vào, chủ yếu là PVC, HDPE và PP-R, là một trong hai yếu tố chính ảnh hưởng đến biên LN của các công ty ống nhựa, yếu tố thứ hai đã được đề cập ở trên là chiết khấu giá bán. Hình 32 cho thấy biến động biên LN gộp của BMP so với biến động giá PVC và HDPE. Ngoài biến động trái chiều xét theo tương quan bản chất giữa giá nhựa đầu vào và biên LN gộp (cụ thể là biên LN gộp giảm trong giai đoạn mà giá nguyên liệu nhựa đầu vào tăng cao), còn 2 yếu tố chính về biến động biên LN gộp của BMP cần được lưu ý

Đầu tiên, cạnh tranh đã tạo ra áp lực trên khả năng mở rộng của biên LN gộp khi giá nhựa thấp. So sánh 2 giai đoạn, giai đoạn quý 1/2013 – quý 3/2014 với quý 4/2016 – quý 2/2019, tuy giá nhựa trung bình của giai đoạn trước là cao hơn nhưng biên LN gộp của BMP vẫn ghi nhận mức cao hơn đáng kể trong giai đoạn trước so với giai đoạn sau.

Thứ hai, không giống như các nhà sản xuất tôn mạ vốn có thể chủ động thực hiện hoạt động mua đầu cơ nguyên liệu đầu vào khi giá thấp nhằm mở rộng biên LN, các nhà sản xuất ống nhựa thường hiếm khi sử dụng phương thức này. Các nhà sản xuất ống nhựa thường không tích trữ lượng lớn nguyên liệu đầu vào. Lấy ví dụ, BMP chỉ duy trì khoảng 1-1,5 tháng tồn kho nguyên liệu nhựa đầu vào. Do đó, chỉ cần khoảng một quý biến động giá nhựa đầu vào để phản ánh các biến động này trong biên LN gộp của các nhà sản xuất.

Hình 32: Xu hướng giá PVC và HDPE so với biên LN gộp hàng quý của BMP

Dù có cơ sở giá đầu vào cao hơn, Giai đoạn 1 vẫn ghi nhận mức biên LN gộp cao hơn so với Giai đoạn 2, chủ yếu do cạnh tranh gia tăng trong năm 2017 và 2018

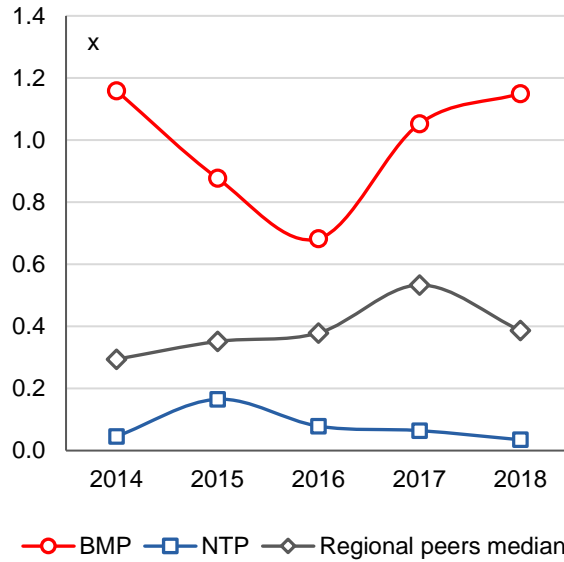


Nguồn: Bloomberg, BMP, VCSC tổng hợp

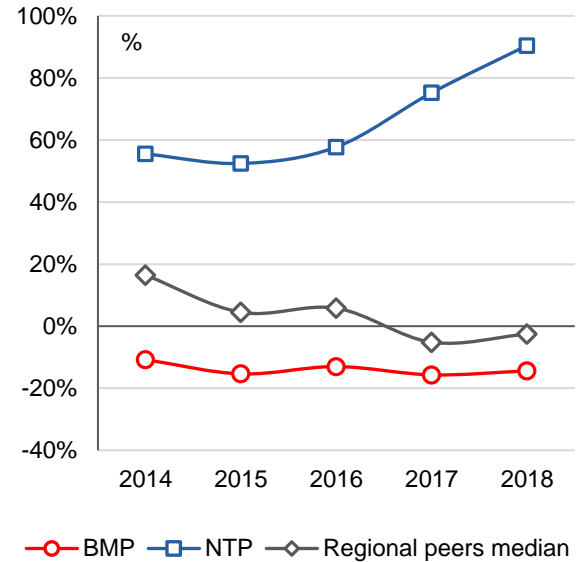
Bảng cân đối kế toán lành mạnh không có nợ và dòng tiền mạnh

BMP gần như không có nợ từ khi công ty bắt đầu thành lập với việc không có nợ dài hạn và vay nợ ngắn hạn không đáng kể được ghi nhận trong báo cáo tài chính của công ty giai đoạn 2006-2019. Khi so sánh BMP với NTP và các công ty cùng ngành trong khu vực, các chỉ số thanh khoản và chỉ số thanh toán nợ của BMP là vượt trội.

Hình 33: So sánh chỉ số thanh toán tiền mặt giữa BMP và các công ty cùng ngành



Hình 34: So sánh tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH giữa BMP và các công ty cùng ngành

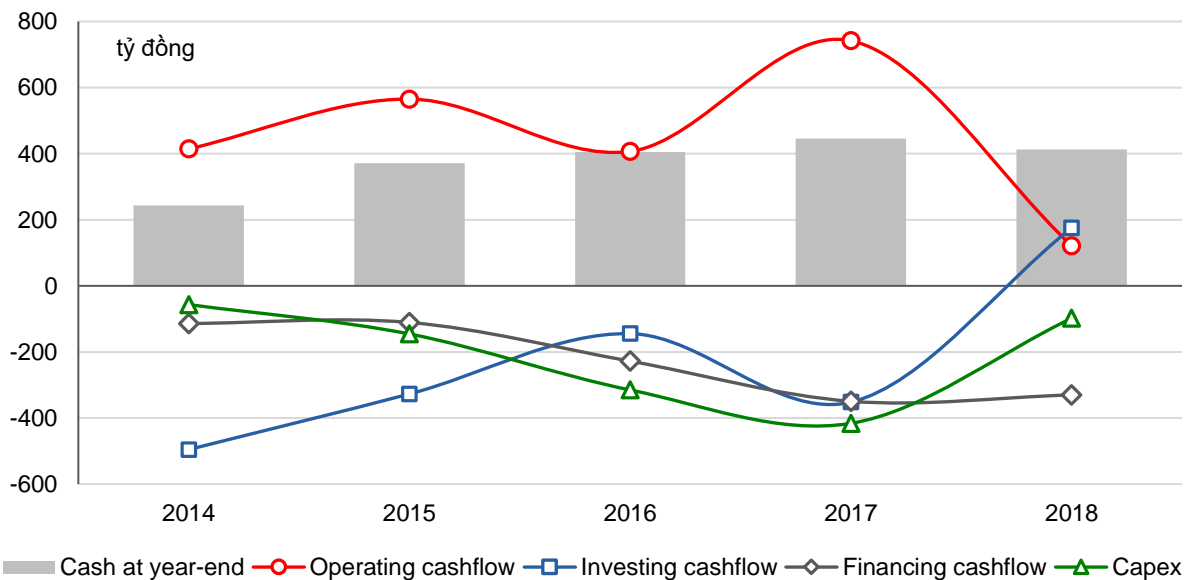


Ghi chú: Các công ty cùng ngành trong khu vực được nêu trong Hình 43

Nguồn: Bloomberg, BMP, NTP. VCSC tổng hợp

BMP cũng ghi nhận dòng tiền hoạt động và cán cân tiền mặt lành mạnh, cho phép công ty không bị phụ thuộc vào việc sử dụng vốn vay. Nhu cầu XDCB đáng kể và tương ứng là dòng tiền đầu tư lớn trong giai đoạn 2016 và 2017 là để phục vụ xây dựng nhà máy Long An - Giai đoạn 2. Khi BMP không có kế hoạch đầu tư XDCB lớn trong tương lai gần, công ty có thể tiếp tục duy trì cán cân tiền mặt tích cực trong tương lai.

Hình 35: Dòng tiền và cán cân tiền mặt của BMP



Nguồn: BMP, VCSC tổng hợp

Dự báo của VCSC

Hình 36: Dự báo và giả định 3 năm của VCSC cho BMP

Tổng sản lượng bán	2018A	2019F	2020F	2021F
Sản lượng (tấn)	94.582	98.744	103.096	107.649
Tăng trưởng YoY (%)	1%	4%	4%	4%
Tỷ đồng	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	3.920	4.143	4.326	4.518
LN gộp	872	898	929	961
Chi phí SG&A	-264	-249	-257	-267
LN từ HĐKD	608	650	671	694
- Thu nhập tài chính	25	24	24	24
- Chi phí tài chính	-105	-110	-111	-112
- Lãi/lỗ ròng khác	2	0	0	0
LNTT	530	563	584	606
- Chi phí thuế TNDN	-102	-113	-117	-121
LNST	428	451	467	485
LNST sau lợi ích CĐTS	428	451	467	485
Tăng trưởng YoY	2018A	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	2,5%	5,7%	4,4%	4,4%
LN gộp	-5,5%	3,0%	3,4%	3,5%
Chi phí SG&A	1,4%	-5,7%	3,5%	3,6%
LN từ HĐKD	-8,2%	6,8%	3,3%	3,4%
- Thu nhập tài chính	2,6%	-5,3%	0,0%	0,0%
- Chi phí tài chính	7,8%	4,6%	0,7%	0,6%
- Lãi/lỗ ròng khác	N/M	N/M	N/M	N/M
LNTT	-9,1%	6,3%	3,7%	3,8%
- Chi phí thuế TNDN	-13,5%	10,1%	3,7%	3,8%
LNST	-8,0%	5,4%	3,7%	3,8%
LNST sau lợi ích CĐTS	-8,0%	5,4%	3,7%	3,8%

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

Hình 37: Tổng hợp KQKD hàng quý của BMP

Tỷ đồng	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019
Doanh thu	758	979	882	1,206	626	1,104	1,019	1,170	931
LN gộp	173	253	214	283	170	249	224	229	210
Chi phí SG&A	-41	-75	-44	-100	-55	-49	-57	-102	-75
LN từ HĐKD	132	179	170	183	115	200	166	127	136
Thu nhập tài chính	2	6	5	12	6	4	1	15	1
Chi phí tài chính	-11	-26	-26	-34	-16	-30	-27	-32	-22
Lãi/lỗ ròng khác	0	0	0	-6	0	-1	2	0	0
LNTT	123	158	149	154	105	173	142	110	114
Chi phí thuế TNDN	-22	-30	-29	-37	-19	-34	-27	-23	-23
LNST	100	128	120	117	87	139	115	87	91
LNST sau lợi ích CĐTS	100	128	120	117	87	139	115	87	91
<i>Biên LN gộp</i>	<i>22,7%</i>	<i>25,9%</i>	<i>24,2%</i>	<i>23,5%</i>	<i>27,2%</i>	<i>22,6%</i>	<i>21,9%</i>	<i>19,6%</i>	<i>22,6%</i>
<i>Chi phí SG&A /doanh thu</i>	<i>5,4%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,0%</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,8%</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,0%</i>
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>17,3%</i>	<i>18,2%</i>	<i>19,2%</i>	<i>15,2%</i>	<i>18,4%</i>	<i>18,1%</i>	<i>16,3%</i>	<i>10,8%</i>	<i>14,6%</i>
<i>Biên LN ròng</i>	<i>13,2%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,6%</i>	<i>9,7%</i>	<i>13,8%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>7,4%</i>	<i>9,8%</i>

Nguồn: Báo cáo tài chính công

Hình 38: Dự báo 2019 của cho BMP

Tỷ đồng	Q1 2018	Q1 2019	Tăng trưởng	2018A	2019F	Tăng trưởng	Nhận định của VCSC
Doanh thu	626	931	48,7%	3.920	4.143	5,7%	* Sản lượng bán của BMP đạt tăng trưởng 40% YoY trong quý 1/2019 so với mức cơ sở thấp trong quý 4/2018, tương ứng với 22.100 tấn * Doanh thu quý 1/2019 của BMP cho thấy sự phục hồi khả quan tính theo cơ sở hàng quý, tương ứng với 80% con số quý 4/2018 (quý 1 thường là mùa doanh số thấp điểm trong khi quý 4 thường là mùa cao điểm). Tỷ lệ này giữa quý 1/2018 và quý 4/2017 là 52%.
LN gộp	170	210	23,4%	872	898	3,0%	
Chi phí SG&A	-27	-57	111,8%	-166	-145	-12,6%	
LN từ HĐKD	115	136	17,5%	608	650	6,8%	
Thu nhập tài chính	6	1	-91,0%	25	24	-5,3%	
Chi phí tài chính	-16	-22	37,0%	-105	-110	4,6%	* Cạnh tranh tiếp tục dẫn đến chiết khấu bán hàng và chi phí khuyến mãi cao hơn
Lãi/lỗ ròng khác	0	0	-56,4%	2	0	-100,0%	
LNTT	105	114	8,2%	530	563	6,3%	
Chi phí thuế TNDN	-19	-23	22,3%	-102	-113	10,1%	
LNST	87	91	5,2%	428	451	5,4%	
LNST sau lợi ích CĐTS	87	91	5,2%	428	451	5,4%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>27,2%</i>	<i>22,6%</i>		<i>22,2%</i>	<i>21,7%</i>		
<i>Chi phí SG&A /doanh thu</i>	<i>8,8%</i>	<i>8,0%</i>		<i>6,7%</i>	<i>6,0%</i>		
<i>Biên LN từ HĐKD</i>	<i>18,4%</i>	<i>14,6%</i>		<i>15,5%</i>	<i>15,7%</i>		* Biên LN phục hồi trong quý 1/2019 từ mức thấp trong quý 4/2018, chủ yếu do giá nhựa đầu vào thuận lợi.
<i>Biên LN ròng</i>	<i>13,8%</i>	<i>9,8%</i>		<i>10,9%</i>	<i>10,9%</i>		

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, VCSC dự báo

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp Chiết khấu Dòng tiền (DCF - tỷ trọng 70%) và P/E (tỷ trọng 30%) nhằm ghi nhận giá mục tiêu cho BMP là 59.200 đồng/CP.

- Chúng tôi áp dụng tỷ trọng cao hơn cho giá trị hợp lý từ DCF do chúng tôi tin rằng phương pháp này phản ánh tốt nhất dòng tiền mạnh mẽ của BMP và tình hình tài chính lành mạnh trong xuyên suốt kỳ dự báo.
- Việc ghi nhận giá trị hợp lý từ phương pháp định giá P/E thể hiện định giá thị trường hiện tại cho triển vọng lợi nhuận năm 2019, vốn vẫn ở mức thấp do cạnh tranh trong ngành tiếp tục diễn ra và BMP hiện vẫn đang ở giai đoạn đầu để lấy lại đà tăng trưởng lợi nhuận.

Hình 39: Tổng hợp định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	(đồng/CP)
Chiết khấu dòng tiền	61.400	70%	43.000
P/E mục tiêu 2019 đạt 10,8 lần	54.100	30%	15.200
Giá mục tiêu			59.200

Nguồn: VCSC

Chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi áp dụng định giá DCF và tăng trưởng năm cuối cùng của mô hình định giá là 1%. Chúng tôi dự báo tăng trưởng khiêm tốn dự phóng cho năm 2019 và CAGR 5% trong giai đoạn 2018-2023 cho LNST sau lợi ích CĐTS của BMP.

Hình 40: Chiết khấu dòng tiền

Giá định (VND bn)	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
LN từ HĐKD	650	671	694	718	756
- Thuế	-130	-134	-139	-144	-151
+ Khấu hao	186	198	211	223	223
- Đầu tư XDCB	-100	-100	-100	-100	-100
- Tăng vốn lưu động	-90	-134	-137	-148	-158
Dòng tiền tự do	516	501	529	550	570
Giá trị hiện tại của DTTD	456	392	366	336	308
Tổng giá trị hiện tại của DTTD	456	848	1,213	1,550	1,858

Chi phí vốn	Tỷ đồng	Chiết khấu dòng tiền	Tỷ đồng
Beta	1,0	Giá trị hiện tại của DTTD	1.858
Phần bù rủi ro thị trường %	8,4	Giá trị cuối cùng	2.570
LS phi rủi ro %	4,8	Tổng DTTDCK và GTCC	4.428
Chi phí Vốn CSH %	13,2	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	657
Chi phí nợ %	9,0	- Nợ	57
Thuế TNDN %	20,0	Giá trị vốn CSH	5.028
Tỷ lệ nợ/vốn CSH %	1,5	Cổ phiếu pha loãng hoàn toàn (triệu)	82
WACC %	13,1	Giá trị DCF mỗi CP (VND)	61.421
Tăng trưởng năm cuối %	1,0		

Nguồn: VCSC

Hình 41: Phân tích độ nhạy cho giá mục tiêu của BMP liên quan đến tỷ lệ WACC của mô hình DCF và tỷ lệ tăng trưởng năm cuối, giả định các yếu tố khác không đổi

Tỷ lệ tăng trưởng năm cuối	WACC						
	12,0%	12,5%	13,0%	13,1%	13,5%	14,0%	14,5%
0,0%	60.700	59.100	57.600	57.300	56.200	54.900	53.700
0,5%	61.800	60.100	58.500	58.200	57.000	55.700	54.400
1,0%	63.000	61.200	59.500	59.200	58.000	56.500	55.200
1,5%	64.400	62.400	60.600	60.200	58.900	57.400	56.000
2,0%	65.900	63.700	61.800	61.400	60.000	58.400	56.900
2,5%	67.500	65.200	63.100	62.600	61.200	59.400	57.800
3,0%	69.300	66.800	64.500	64.000	62.400	60.600	58.800

Nguồn: VCSC

Hệ số P/E

Chúng tôi sử dụng các công ty sản xuất ống nhựa tại Trung Quốc, Thái Lan, Nhật Bản, Đài Loan, Malaysia, Hàn Quốc, và Philippines nhằm tạo ra các công ty so sánh với BMP. Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu 2019 đạt 10,8 lần dựa theo trung bình 6 tháng của trung vị các công ty cùng ngành. Chúng tôi tin rằng BMP xứng đáng được giao dịch ít nhất là tương đương các công ty cùng ngành trong bối cảnh khả năng sinh lời vượt trội của BMP (ROE trượt 15,7% so với 11,5% trung vị các công ty cùng ngành) và tình hình tài chính lành mạnh (tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH -23,6% so với -11,6% % trung vị các công ty cùng ngành).

Hình 42: Các công ty cùng ngành trong nước

Mã cổ phiếu	Tên công ty	GTVH (tr USD)	DT thuần trượt 12T (tr USD)	Y-o-Y (%)	LNST 12T (tr USD)	Y-o-Y (%)	Biên LN gộp (%)	Biên LN ròng (%)	Nợ ròng/Vốn CSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt	P/B hiện tại
NTP	Nhựa Tiền Phong	132	202	10,5	16	-17,4	28,4	7,7	90,5	16,3	8,4	8,5	1,3
BMP	Nhựa Bình Minh	148	184	14,4	19	-4,2	21,6	10,3	-23,6	17,5	15,5	8,6	1,3

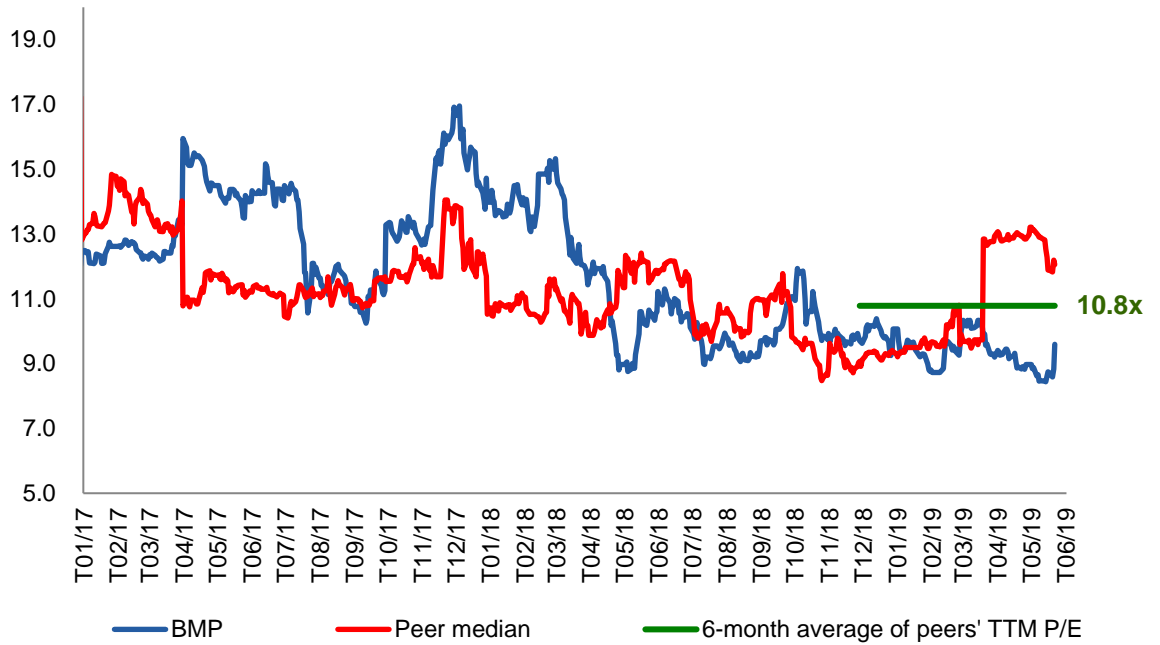
Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 43: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty	Quốc gia	GTVH (tr USD)	DT thuần trượt 12T (tr USD)	Y-o-Y (%)	LNST 12T (tr USD)	Y-o-Y (%)	Nợ ròng/Vốn CSH (%)	ROE (%)	ROA (%)	P/E trượt	P/B quý gần nhất (x)
Cangzhou Mingzhu Plastic	Trung Quốc	1.123	499	-5,4	45	-45,4	24,1	13,0	8,9	25,4	2,3
Vinythai PCL	Thái Lan	936	617	3,4	95	36,1	-38,1	16,3	14,8	9,7	1,5
Daiikyonishikawa Corp	Nhật Bản	710	1,625	6,7	93	-13,9	-40,6	15,0	7,6	7,3	1,0
Yonggao	Trung Quốc	672	770	15,2	34	74,7	27,4	8,3	4,7	19,8	1,6
Zhejiang Kingland Pipeline & Technologies	Trung Quốc	629	694	29,0	25	30,2	2,0	7,8	4,7	25,7	1,9
Shandong Donghong Pipe Industry	Trung Quốc	491	222	34,3	18	24,8	-19,2	10,8	8,4	21,4	2,3
China General Plastics Corp	Đài Loan	373	503	4,4	51	3,1	-12,1	19,4	12,1	7,6	1,4
Daiichi Jitsugyo	Nhật Bản	327	1,392	-15,6	45	23,7	-23,1	11,5	4,6	7,0	0,8
Wah Seong Corp Bhd	Malaysia	144	734	18,8	16	-42,7	58,7	7,0	2,2	9,1	0,6
Plumb Fast	Hàn Quốc	27	30	-33,0	2	-54,0	-11,8	6,7	5,6	12,3	0,9
Crown Asia Chemicals Corp	Philippines	23	23	-5,4	2	0,4	-8,5	11,7	9,5	9,9	1,1
Trung bình		496	646	4,8	39	3,4	-3,7	11,6	7,5	14,1	1,4
Trung vị		491	617	4,4	34	3,1	-11,8	11,5	7,6	9,9	1,4
Nhựa Bình Minh	Việt Nam	148	184	14,4	19	-4,2	-23,6	17,5	15,5	8,6	1,3

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 44: Diễn biến tỷ lệ P/E của BMP so với các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, VCSC

Lịch sử khuyến nghị

Hình 45: Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu của VCSC (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ghi chú: Lịch sử giá mục tiêu được điều chỉnh cho thay đổi trong lượng cổ phiếu hiện hữu

Báo cáo tài chính

KQKD (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3,920	4,143	4,326	4,518
Giá vốn hàng bán	-3,048	-3,245	-3,398	-3,558
Lợi nhuận gộp	872	898	929	961
Chi phí bán hàng	-166	-145	-154	-163
Chi phí QLDN	-98	-104	-104	-104
LN hoạt động (EBIT)	608	650	671	694
Doanh thu tài chính	25	24	24	24
Chi phí tài chính	-105	-110	-111	-112
- trong đó, chi phí lãi vay	0	-1	0	0
LN từ công ty liên kết	1	0	0	0
Lợi nhuận/(chi phí) khác	1	0	0	0
LN trước thuế	530	563	584	606
Thuế TNDN	-102	-113	-117	-121
LNST trước CĐTS	428	451	467	485
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	428	451	467	485
LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	428	451	467	485

EBITDA	781	836	869	905
EPS cơ bản (đồng)	4,750	5,005	5,188	5,385
EPS cơ bản điều chỉnh (đồng)	4,750	5,005	5,188	5,385
EPS pha loãng (đồng)	4,750	5,005	5,188	5,385
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	4,000	2,000	2,000	2,000
Cổ tức tiền mặt/ EPS (%)	84%	40%	39%	37%

CHỈ SỐ	2018	2019F	2020F	2021F
Tăng trưởng:				
Doanh thu thuần	2.5%	5.7%	4.4%	4.4%
EBIT	-8.2%	6.8%	3.3%	3.4%
LN trước thuế	-9.1%	6.3%	3.7%	3.8%
EPS cơ bản điều chỉnh	-7.0%	5.4%	3.7%	3.8%

Khả năng sinh lời:				
Biên LN gộp	22.2%	21.7%	21.5%	21.3%
Biên EBIT	15.5%	15.7%	15.5%	15.4%
Biên EBITDA	19.9%	20.2%	20.1%	20.0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS điều chỉnh	10.9%	10.9%	10.8%	10.7%
ROE	17.4%	17.7%	16.6%	15.4%
ROA	15.0%	15.6%	14.9%	13.9%

Chỉ số hiệu quả:				
Số ngày tồn kho	57.0	65.8	69.1	74.1
Số ngày phải thu	36.9	40.5	42.5	45.5
Số ngày phải trả	18.1	13.9	12.2	11.2
Chu kỳ luân chuyển tiền	75.8	92.4	99.4	108.4

Thanh khoản:				
CS thanh toán hiện hành	5.0	6.4	7.7	9.0
CS thanh toán nhanh	2.9	4.0	5.0	6.1
CS thanh toán tiền mặt	1.1	1.8	2.7	3.7
Nợ vay/ Tài sản	2.1%	1.4%	1.3%	1.2%
Nợ vay/ Vốn	2.3%	1.5%	1.4%	1.3%
Nợ vay ròng/ Vốn CSH	-14.4%	-20.5%	-28.2%	-35.0%
CS khả năng thanh toán lãi vay	N/M	N/M	N/M	N/M

Nguồn: Company's financial statements, VCSC forecasts

CĐKT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	412	583	882	1,210
Đầu tư TC ngắn hạn	200	200	200	200
Các khoản phải thu	444	475	534	594
Hàng tồn kho	567	603	682	762
TS ngắn hạn khác	183	183	183	183
Tổng TS ngắn hạn	1,807	2,044	2,481	2,949
TS cố định (nguyên giá)	1,771	1,961	2,061	2,161
- Khấu hao lũy kế	-991	-1,176	-1,375	-1,585
TS cố định (ròng)	871	785	687	576
Đầu tư TC dài hạn	68	68	68	68
TS dài hạn khác	67	67	67	67
Tổng TS dài hạn	1,006	920	822	711
Tổng Tài sản	2,812	2,964	3,303	3,660
Phải trả ngắn hạn	132	116	112	107
Nợ vay ngắn hạn	59	41	43	45
Nợ ngắn hạn khác	168	161	169	177
Tổng nợ ngắn hạn	359	318	324	329
Nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	359	318	324	329
Cổ phần ưu đãi	0	0	0	0
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	819	819	819	819
Thặng dư vốn cổ phần	2	2	2	2
Lợi nhuận giữ lại	309	437	702	984
Vốn khác	1,325	1,389	1,456	1,526
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2,454	2,646	2,979	3,330
Tổng nguồn vốn	2,812	2,964	3,303	3,660

SL cổ phiếu tại cuối năm^(*) (triệu) 82 82 82 82
 (*) không bao gồm cổ tức bằng cổ phiếu/cổ phiếu thưởng trong tương lai

LCTT (tỷ đồng)	2018	2019F	2020F	2021F
Tiền đầu năm	445	412	583	882
LNST sau lợi ích CĐTS	428	451	467	485
Khấu hao	172	186	198	211
Thay đổi vốn lưu động	-336	-90	-134	-137
Điều chỉnh khác	-142	28	29	31
LCTT từ HĐ kinh doanh	121	575	561	589
Chi mua sắm TSCĐ (ròng)	-98	-100	-100	-100
Khác	274	0	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	176	-100	-100	-100
Cổ tức đã trả	-327	-287	-164	-164
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay ngắn hạn	-3	-17	2	2
Tăng (giảm) nợ vay dài hạn	0	0	0	0
Khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	-330	-304	-162	-162
Lưu chuyển tiền thuần	-33	171	299	327
Tiền cuối năm	412	583	882	1,210

Hình và Bảng

Hình 1: So sánh diễn biến các cổ phiếu thép và ống nhựa chúng tôi theo dõi và chỉ số VNI	3
Hình 2: Chỉ báo chính của BMP so với các công ty cùng ngành.....	3
Hình 3: Cơ cấu ngành nhựa Việt Nam theo phân khúc.....	4
Hình 4: Công suất các doanh nghiệp ngành hóa dầu Việt Nam.....	5
Hình 5: Danh sách các tên viết tắt cho sản phẩm nhựa	6
Hình 6: Tình hình nhập khẩu hóa dầu và sản lượng nhựa trong nước.....	7
Hình 7: Tương quan diễn biến giá dầu thô và nhựa nguyên liệu	7
Hình 8: Một số loại ống và phụ kiện nhựa	8
Hình 9: Quy trình ép đùn nhựa	9
Hình 10: Quy trình ép phun nhựa	9
Hình 11: Sản lượng ống nhựa bán ra diễn biến phù hợp với thị trường BĐS	10
Hình 12: Sản lượng ống nhựa tăng song song với diện tích nhà ở đầu người.....	11
Hình 13: Sản lượng ống nhựa bán ra tăng song song với tỷ lệ dân số đô thị.....	11
Hình 14: Công suất một số doanh nghiệp sản xuất ống nhựa tại Việt Nam	12
Hình 15: Các đối thủ mới gây áp lực đối với sản lượng bán ra của NTP và BMP	12
Hình 16: Hiện diện của SCG trong ngành nhựa Việt Nam (tại thời điểm cuối 2018).....	13
Hình 17: Các cột mốc hình thành và phát triển của BMP	15
Hình 18: Diễn biến tăng vốn điều lệ của BMP	15
Hình 19: Cơ cấu doanh nghiệp của BMP	16
Hình 20: HĐQT và đội ngũ lãnh đạo của BMP trước khi Nawaplastic thu tóm (tháng 12/2017).....	17
Hình 21: HĐQT và đội ngũ lãnh đạo của BMP sau khi Nawaplastic thu tóm (tháng 6/2019).....	18
Hình 22: Cơ cấu cổ đông của BMP	19
Hình 23: Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày của BMP.....	19
Hình 24: Giá trị mua ròng của khối ngoại cho cổ phiếu BMP	19
Hình 25: Cơ cấu tổng doanh số tính theo sản phẩm của BMP	20
Hình 26: Tổng hợp công suất của BMP.....	21
Hình 27: Cơ sở sản xuất của BMP	22
Hình 28: Phương thức ghi nhận chiết khấu bán hàng của BMP và NTP trong báo cáo tài chính	23
Hình 29: So sánh giữa chi phí BMP và NTP.....	24
Hình 30: Doanh thu của BMP	25
Hình 31: Sản lượng bán của BMP và NTP	25
Hình 32: Xu hướng giá PVC và HDPE so với biên LN gộp hàng quý của BMP	26
Hình 33: So sánh chỉ số thanh toán tiền mặt giữa BMP và các công ty cùng ngành.....	27
Hình 34: So sánh tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH giữa BMP và các công ty cùng ngành.....	27
Hình 35: Dòng tiền và cán cân tiền mặt của BMP	27

Hình 36: Dự báo và giả định 3 năm của VCSC cho BMP.....	28
Hình 37: Tổng hợp KQKD hàng quý của BMP	28
Hình 38: Dự báo 2019 của cho BMP	29
Hình 39: Tổng hợp định giá	30
Hình 40: Chiết khấu dòng tiền.....	30
Hình 41: Phân tích độ nhạy cho giá mục tiêu của BMP liên quan đến tỷ lệ WACC của mô hình DCF và tỷ lệ tăng trưởng năm cuối cùng, giả định các yếu tố khác không đổi.....	31
Hình 42: Các công ty cùng ngành trong nước.....	31
Hình 43: Các công ty cùng ngành trong khu vực.....	31
Hình 44: Diễn biến tỷ lệ P/E của BMP so với các công ty cùng ngành	32
Hình 45: Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu của VCSC (đồng/cổ phiếu).....	32

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Thảo Vy, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Nghân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.