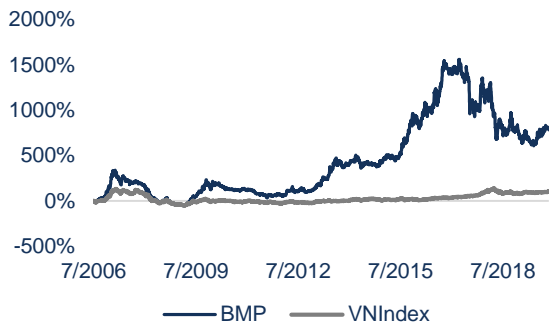


Tạ Việt Phương Chuyên viên phân tích Email: phuongtv@fpts.com.vn Điện thoại: (+84) 24 3773 9058 – Ext: 4312	Giá thị trường (15/11/2019)	52.800	Khuyến nghị THEO DÕI
	Giá mục tiêu	57.400	
	Chênh lệch	9%	

Biến động giá BMP và VNIndex


Thông tin giao dịch	15/11/2019
Giá hiện tại	52.800
Giá cao nhất 52 tuần (VND/CP)	58.500
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/CP)	41.500
Số lượng CP niêm yết (CP)	81.860.938
Số lượng CP lưu hành (CP)	81.860.938
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	161.230
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	79,97%
Vốn hóa (tỷ VND)	4.224
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	5.105
P/E trailing	10,47x

Thông tin doanh nghiệp	
Tên	CTCP Nhựa Bình Minh
Địa chỉ	240 Hậu Giang, phường 9, quận 6, thành phố Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Ống và phụ tùng PVC, HDPE, PPR
Lợi thế cạnh tranh	Thị phần dẫn đầu, tài chính lành mạnh
Rủi ro chính	Biến động giá NVL đầu vào



VỊ THẾ DẪN ĐẦU TẠI THỊ TRƯỜNG MIỀN NAM RỦI RO PHỤ THUỘC VÀO NHÀ CUNG CẤP

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu **BMP** của **Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh**, niêm yết trên sàn HSX bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu BMP với mức giá mục tiêu **57.400 VND/CP** cao hơn **9%** so với mức giá đóng cửa ngày 15/11. Nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu BMP tại mức giá 48.000 cho mục tiêu trung và dài hạn (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 20%) với những luận điểm như sau:

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

- ✓ **Doanh nghiệp có quy mô lớn nhất trong ngành ống nhựa.** BMP hiện đang sở hữu 4 nhà máy với tổng công suất thiết kế 150 nghìn tấn/năm ngang bằng với NTP và hơn 40% so với doanh nghiệp đứng thứ 2 là HSG.
- ✓ **Vị thế dẫn đầu ngành ống nhựa tại thị trường miền Nam.** Với lợi thế thương hiệu truyền thống, sản phẩm đa dạng, BMP hiện tại đang nắm giữ khoảng 43% thị phần ống nhựa miền Nam và 27% thị phần ống nhựa cả nước năm 2018.
- ✓ **Nhu cầu ống nhựa xây dựng vẫn tăng trưởng nhờ tăng trưởng xây dựng.** Giá trị xây dựng dân dụng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 6,7% và giá trị xây dựng hạ tầng nước sẽ tăng trưởng với CAGR = 7% giai đoạn 2019 – 2023.
- ✓ **Tài chính lành mạnh, khả năng sinh lời tốt.** BMP là doanh nghiệp có tỷ lệ nợ vay thấp, dòng tiền lành mạnh và tỷ suất lợi nhuận cũng như ROE cao trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

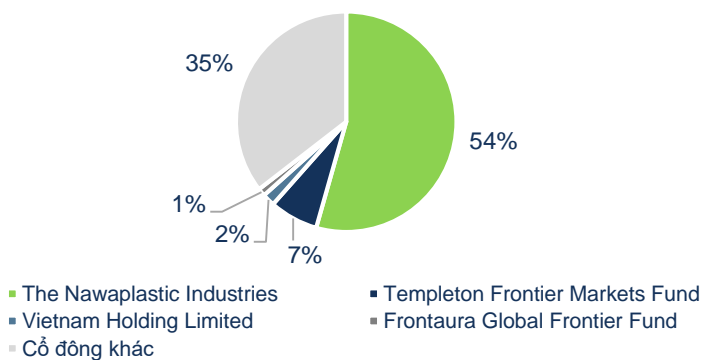
- **Biến động giá nguyên liệu đầu vào.** Nguyên liệu nhựa nguyên sinh chiếm tỷ trọng 60% trong cơ cấu chi phí nên biến động giá nguyên liệu nhựa trên thị trường thế giới sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận của BMP.
- **Rủi ro phụ thuộc vào nhà cung cấp.** BMP và TPC Vina – nhà cung cấp 50% nguyên liệu PVC của BMP đều là thành viên của tập đoàn SCG Thái Lan.
- **Cạnh tranh trong ngành ống nhựa miền Nam.** Giai đoạn 2016 – 2018, thị trường ống nhựa miền Nam có sự tham gia của các đối thủ mới, lớn nhất là HSG. Cạnh tranh trong ngành sẽ ảnh hưởng đến sản lượng và lợi nhuận của BMP.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành

Năm	Sự kiện
1977	Thành lập nhà máy “Công ty hợp doanh Nhựa Bình Minh” tiền thân của CTCP Nhựa Bình Minh.
1994	Chuyển đổi thành doanh nghiệp nhà nước trực thuộc Tổng công ty Nhựa Việt Nam.
2003	Cổ phần hóa.
2006	Tăng vốn điều lệ từ 107 tỷ đồng lên 139 tỷ đồng và niêm yết trên sàn chứng khoán Hồ Chí Minh.
2007	Thành lập công ty Nhựa Bình Minh miền Bắc chính thức gia nhập thị trường ống nhựa tại miền Bắc.
2009	Sản phẩm ống PPR thương hiệu Bình Minh chính thức có mặt trên thị trường.
2010	Đầu tư dây chuyền ống HDPE cỡ lớn DN1200 phục vụ các dự án cấp nước tại khu vực miền Nam.
2015	Khánh thành nhà máy ống nhựa tại Long An, hoàn thành giai đoạn 1 của kế hoạch mở rộng công suất của công ty thêm 50%.

Cơ cấu cổ đông (tại ngày 15/11/2019)



Nguồn: BMP, FPTS Tổng hợp

Cơ cấu cổ đông cô đặc với cổ đông lớn là Nawaplastic. Trong cơ cấu sở hữu của, cổ đông lớn là Nawaplastic chiếm đến 54% và là cổ đông nắm quyền kiểm soát BMP sau nhiều lần nâng sở hữu trong năm 2018. Nawaplastic là một đơn vị thuộc tập đoàn SCG của Thái Lan chuyên đầu tư vào các doanh nghiệp thuộc ngành vật liệu xây dựng tại Việt Nam. Ngoài ra, các quỹ ngoại khác là Templeton Frontier Markets Fund, Vietnam Holding và Frontaura chiếm tổng cộng khoảng 10% trong cơ cấu sở hữu của BMP.

Cơ cấu tổ chức

BMP hiện tại có một công ty con là Nhựa Bình Minh miền Bắc và công ty liên kết là Nhựa Đà Nẵng giúp sản phẩm của BMP thâm nhập thị trường miền Bắc và miền Trung. Công ty liên kết CTCP Đầu tư và Kinh doanh BĐS Bình Minh Việt là công ty được BMP góp vốn thành lập để quản lý dự án BĐS thương mại tại 240 Hậu Giang, phường 9 quận 6 TP. Hồ Chí Minh; tuy nhiên sau khi đánh giá lại hiệu quả BMP đã quyết định hủy dự án và đang trong quá trình thoái vốn tại công ty này.



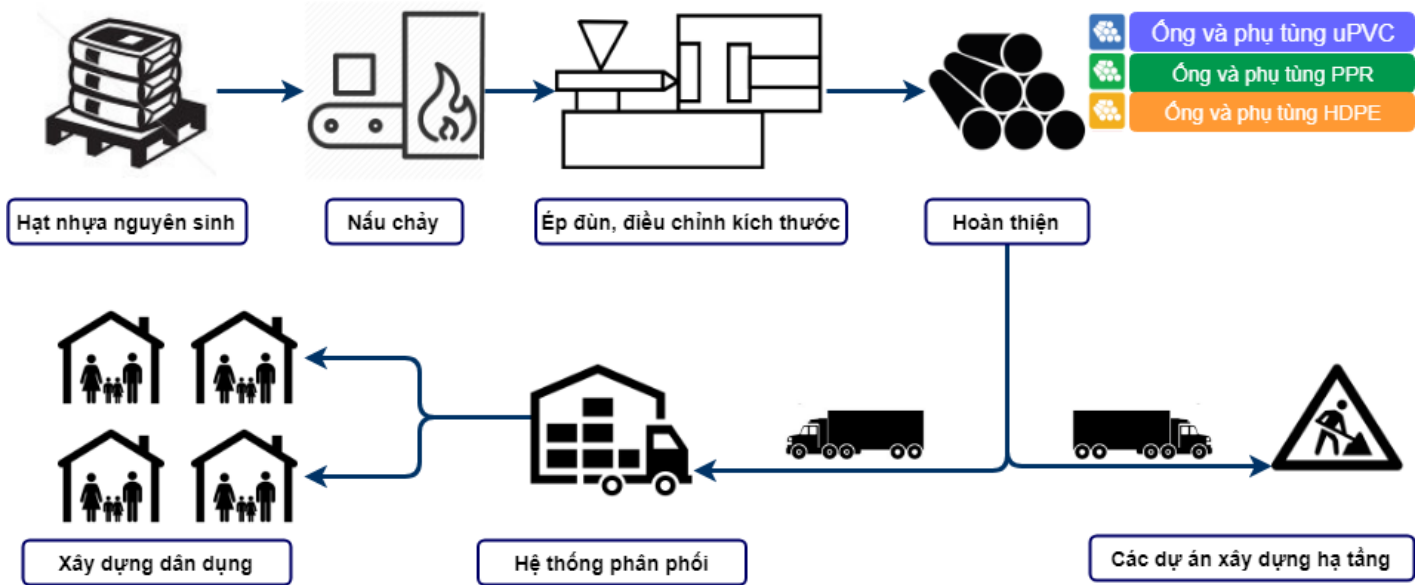
Nguồn: BMP, FPTS Tổng hợp

CHUỖI GIÁ TRỊ CỦA BMP

Hoạt động sản xuất kinh doanh chính

- Sản xuất và kinh doanh các loại ống nhựa xây dựng hạ tầng và xây dựng dân dụng.
- Sản xuất và kinh doanh các loại phụ tùng ống.
- Sản xuất và kinh doanh một số sản phẩm nhựa khác.

Chuỗi giá trị của BMP



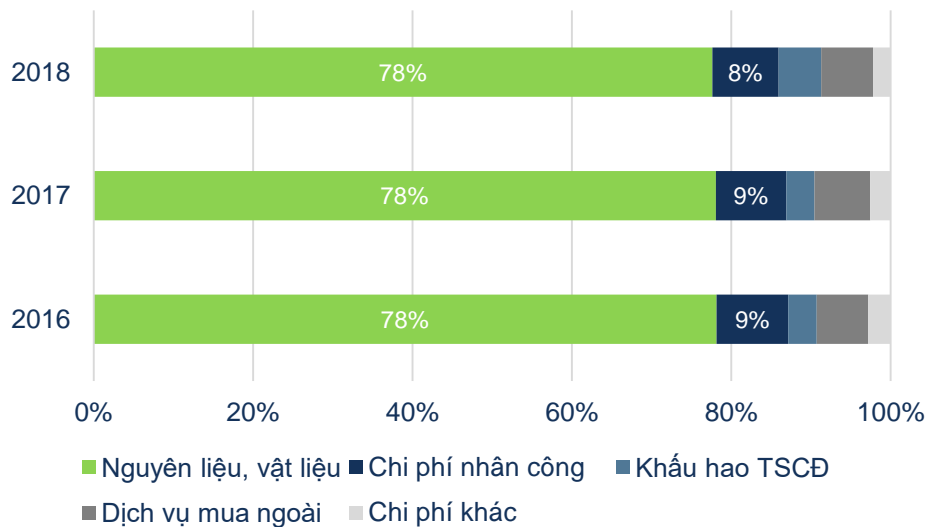
Đặc điểm chuỗi giá trị của nhựa Bình Minh

Nguyên liệu: Hạt nhựa nguyên sinh của BMP bao gồm 3 loại chính là hạt nhựa PVC (PolyVinyl Clorua), hạt nhựa PP (PolyPropylene) và hạt nhựa HDPE (High Density PolyEthylene).

Quy trình sản xuất: Quy trình sản xuất ống nhựa của BMP tương đối đơn giản, chủ yếu là quá trình biến đổi vật lý. Hỗn hợp hạt nhựa và các loại phụ gia sau khi được nung chảy sẽ đưa vào dây chuyền ép đùn tạo hình, điều chỉnh kích thước cho ống và cuối cùng là hoàn thiện.

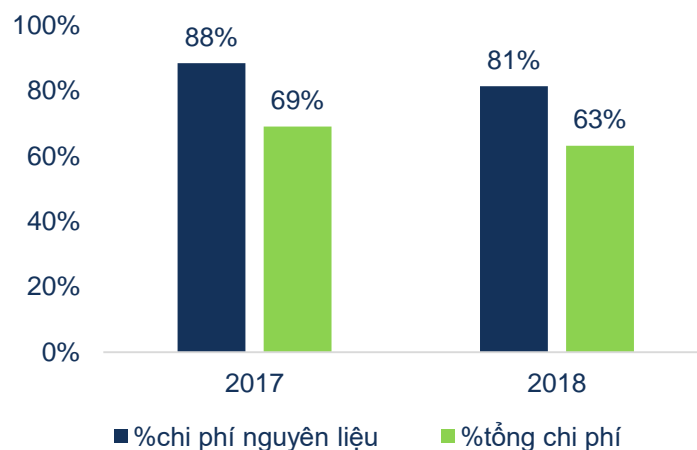
Sản phẩm đầu ra: Sản phẩm của BMP gồm 3 nhóm sản phẩm chính tương ứng với 3 loại nguyên liệu đầu vào khác nhau là ống và phụ tùng PVC, HDPE và PPR.

Tiêu thụ: Sản phẩm đầu ra của BMP được tiêu thụ qua 2 kênh là thông qua hệ thống phân phối và bán trực tiếp cho các công trình, dự án. Dòng sản phẩm ống và phụ tùng PVC và PPR phục vụ nhu cầu xây dựng dân dụng được tiêu thụ chủ yếu qua hệ thống kênh phân phối, còn dòng sản phẩm ống và phụ tùng HDPE chủ yếu được bán trực tiếp cho các dự án xây dựng hạ tầng cấp, thoát nước.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH
I. Nguyên liệu và các yếu tố đầu vào
Cơ cấu chi phí sản xuất 2016 - 2018


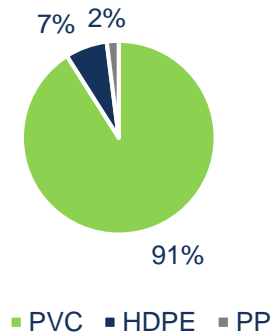
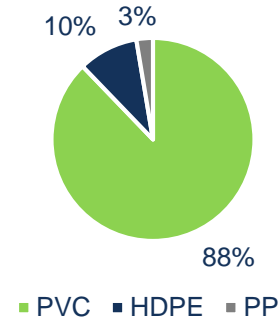
Nguồn: BMP, FPTS Tổng hợp

Chi phí nguyên vật liệu chiếm tỉ trọng lớn trong cơ cấu chi phí là đặc thù của các doanh nghiệp sản xuất các sản phẩm nhựa. Trong cơ cấu chi phí sản xuất của BMP, chi phí nguyên vật liệu chiếm tỉ trọng lớn khoảng 78% trên tổng chi phí giai đoạn 2016 – 2018. Chi phí nhân công là chi phí lớn thứ hai chiếm từ 8 – 9%, còn các chi phí các như chi phí dịch vụ mua ngoài (chủ yếu là chi phí vận tải) và chi phí khấu hao chiếm từ 5 – 7%.

Tỷ trọng chi phí hạt nhựa nguyên sinh


Chi phí nguyên vật liệu của BMP chủ yếu là chi phí hạt nhựa nguyên sinh. Với tỉ lệ chuyển đổi xấp xỉ 1:1 (một tấn hạt nhựa nguyên sinh đầu vào sẽ cho ra xấp xỉ một tấn thành phẩm đầu ra), chi phí hạt nhựa nguyên sinh chiếm đến 81% trong cơ cấu chi phí nguyên vật liệu và 63% trên tổng chi phí.

PVC là nguyên liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cả cơ cấu tiêu thụ và cơ cấu chi phí hạt nhựa của nhựa Bình Minh. Trong cơ cấu tiêu thụ nguyên liệu nhựa của BMP năm 2018, PVC chiếm đến 91% trên tổng khối lượng, hai loại nguyên liệu nhựa khác là HDPE và PP chiếm lần lượt 7% và 2%. Chi phí PVC cũng chiếm tỉ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí nguyên liệu nhựa với 88% trên tổng chi phí.

Nguyên liệu nhựa tiêu thụ theo khối lượng (2018)

Nguyên liệu nhựa tiêu thụ theo giá trị (2018)


Nguồn: BMP, FPTS Tổng hợp

Danh sách một số nhà cung cấp chính của nhựa Bình Minh

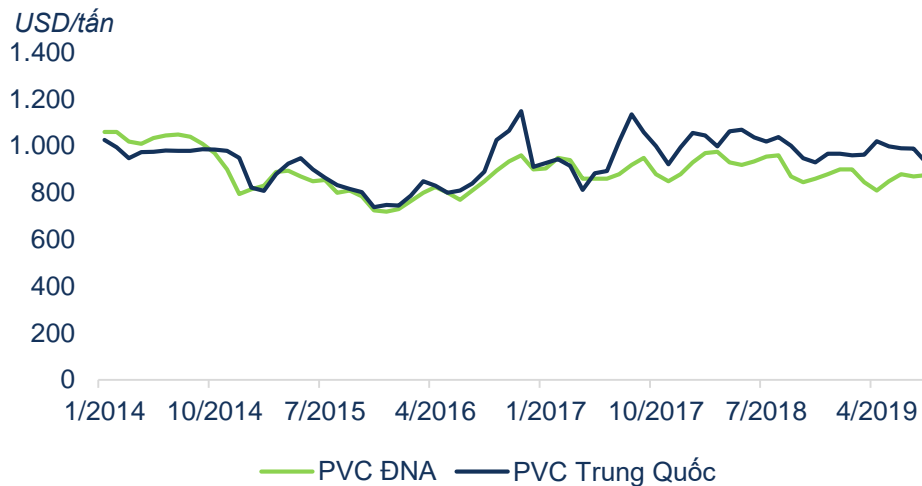
Nguyên liệu	Nhà cung cấp	Quốc gia
PVC	TPC Vina	Việt Nam
	AGC Chemicals	Việt Nam
PP	CCC Chemical Commerce Co., LTD	Thái Lan
	Thai Petrochemical Industry Public Co., LTD	Thái Lan
HDPE	Borouge PTE., LTD	Singapore
	Itochu Plastics PTE., LTD	Singapore
	Daelim Corporation	Hàn Quốc

Nguồn: BMP, FPTS Tổng hợp

Nguyên liệu nhựa nguyên sinh của BMP được cung cấp chủ yếu từ các nhà sản xuất trong nước. Khác với đối thủ NTP phụ thuộc 100% vào nguyên liệu nhập khẩu, BMP có lợi thế tiếp cận với nguồn nguyên liệu trong nước từ các nhà sản xuất tại khu vực miền Nam. Hiện tại nguyên liệu chính của BMP là PVC được cung cấp 50% bởi TPC Vina và 50% còn lại của AGC chemicals.

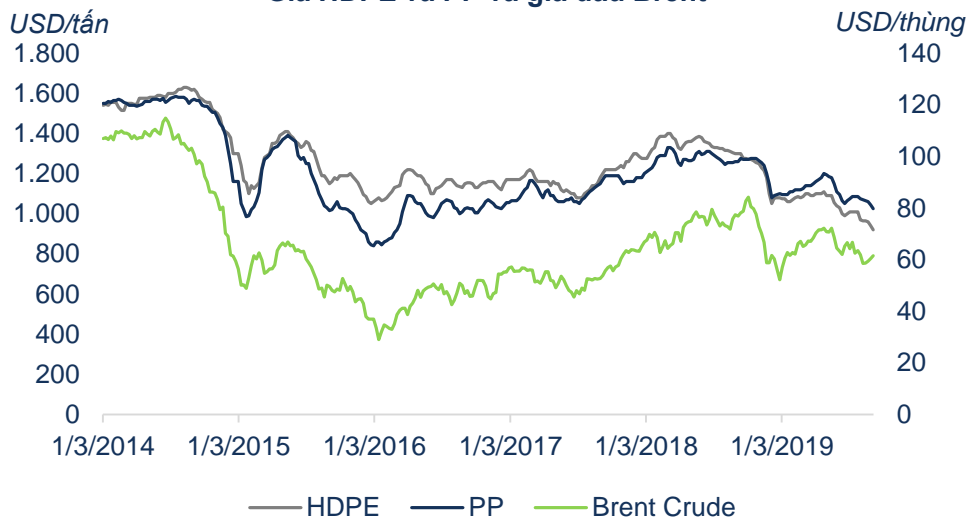
Biến động giá nguyên liệu nhựa trên thị trường thế giới ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp. Nguyên nhân do (1) Chi phí nguyên liệu nhựa chiếm tỷ trọng lớn, khoảng 63% trong cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh (2) Nguyên liệu nhựa của BMP được cung cấp trong nước, tuy nhiên giá sẽ biến động theo giá các loại nguyên liệu trong khu vực. Trong đó nguyên liệu gây ảnh hưởng nhiều nhất là PVC do PVC chiếm tỷ trọng lớn trong cả cơ cấu tiêu thụ và cơ cấu chi phí nguyên liệu nhựa của BMP.

Giá các loại nguyên liệu nhựa PVC đang có xu hướng hồi phục nhẹ trong khi giá HDPE và PP vẫn duy trì xu hướng giảm trong ngắn hạn. Trong nửa đầu năm 2019, nhìn chung giá các loại nguyên liệu nhựa đều có xu hướng giảm so với năm 2018, cụ thể PVC (-8,15% yoy), HDPE (-21,07% yoy) và PP (-11,82% yoy). Trong nửa cuối năm 2019, giá PVC có xu hướng hồi phục nhẹ trong khi giá HDPE và PP vẫn duy trì xu hướng giảm do dư cung.

Giá PVC tại Đông Nam Á và Trung Quốc


Nguồn: Bloomberg, FPTS Tổng hợp

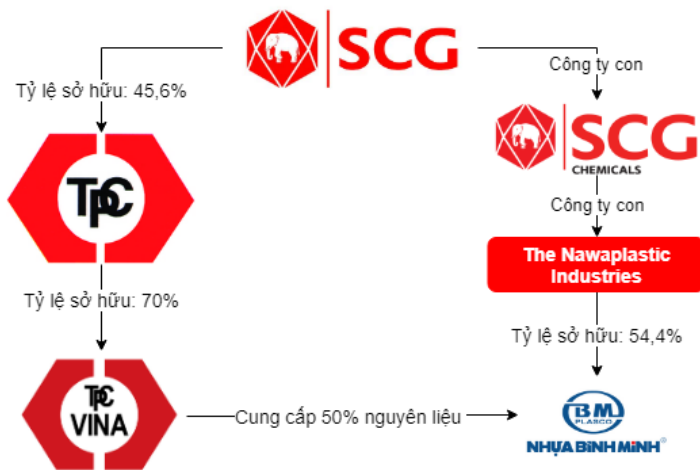
Giá PVC khu vực Đông Nam Á giảm nhẹ trong nửa đầu năm và có xu hướng hồi phục trong quý 3 và quý 4 năm 2019. Trung Quốc là nước có sản lượng sản xuất và tiêu thụ PVC lớn nhất trên thế giới, vì vậy biến động giá PVC tại thị trường Trung Quốc sẽ gây ảnh hưởng lớn đến thị trường PVC thế giới và cụ thể là thị trường PVC Đông Nam Á. Trong nửa đầu năm 2019, giá PVC tại khu vực Đông Nam Á có xu hướng giảm do nhu cầu tăng trưởng tại thị trường Trung Quốc trong quý 1 giảm nhẹ và thị trường Ấn Độ thay đổi chính sách thuế chống bán phá giá gây khó khăn việc xuất khẩu vào thị trường này. Trong quý 3 và quý 4 năm 2019, giá PVC khu vực Đông Nam Á đang có xu hướng hồi phục trở lại chủ yếu do nguồn cung trong ngắn hạn bị thắt chặt do các nhà máy lớn tại Hàn Quốc, Nhật Bản và Trung Quốc bước vào giai đoạn bảo trì trong tháng 10. Tuy nhiên xu hướng phục hồi của giá PVC được kỳ vọng chỉ duy trì trong ngắn hạn do nhu cầu tiêu thụ từ hai thị trường trong khu vực là Trung Quốc và Ấn Độ vẫn tăng trưởng chậm.

Giá HDPE và PP và giá dầu Brent


Nguồn: Bloomberg, FPTS Tổng hợp

Giá HDPE và PP vẫn duy trì xu hướng giảm trong nửa cuối năm 2019. PE và PP là hai loại nguyên liệu nhựa được sản xuất từ dầu thô và khí thiên nhiên nên biến động giá của hai nguyên liệu này trên thị trường thế giới sẽ tương quan thuận chiều với giá dầu Brent. Trong nửa đầu năm 2019, giá HDPE và PP đều có xu hướng hồi phục theo chiều tăng của giá dầu thô Brent tuy nhiên vẫn ở mức thấp, cụ thể HDPE và PP trung bình ở mức 1.071 và 1.129 USD/tấn giảm 21,07% yoy và 11,82% yoy. Trong quý 3 và quý 4 năm 2019, giá HDPE, và PP sẽ duy trì xu hướng giảm do (1) Giá dầu vẫn duy trì ở mức tương đối thấp so với trung bình năm 2018, (2) các dự án hóa dầu trong khu vực Đông Nam Á bắt đầu đi vào hoạt động dẫn đến tình trạng dư thừa công suất trong ngắn hạn.

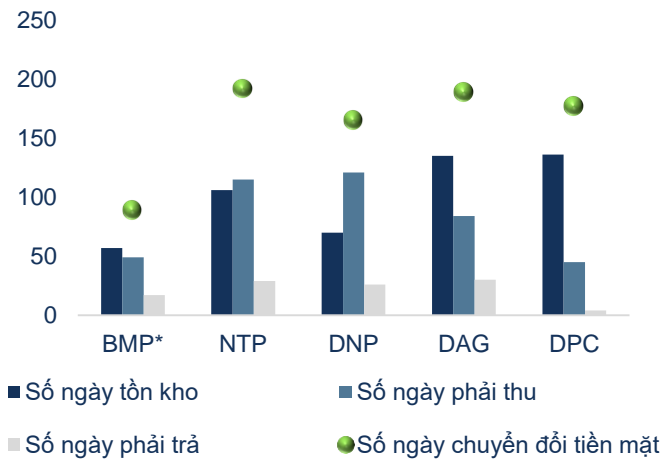
TPC Vina là bên liên quan cung cấp 50% nguyên liệu PVC cho BMP.



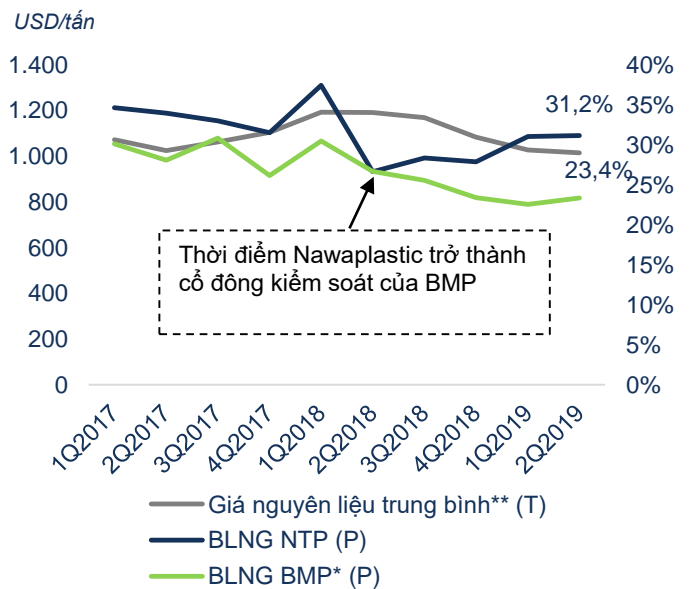
Nguồn: Bloomberg, FPTIS Tổng hợp

PVC là nguyên liệu quan trọng nhất chiếm tỷ trọng lớn nhất trong khối lượng cũng như giá trị nguyên liệu nhựa tiêu thụ của BMP năm 2018. Hiện tại 50% nguyên liệu PVC của BMP được cung cấp bởi TPC Vina một trong những nhà sản xuất PVC lớn nhất chiếm 50% sản lượng PVC của Việt Nam và cũng là bên liên quan với BMP. Sau khi Nawaplastic hoàn tất việc nâng sở hữu tại BMP trong năm 2018, hiện tại cả BMP và TPC Vina đều thuộc sở hữu của tập đoàn SCG của Thái Lan. Việc có bên liên quan là TPC Vina cung cấp 50% nguyên liệu PVC giúp BMP không phải dự trữ nguyên liệu sản xuất như các doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào nhập khẩu khác như NTP hay DAG.

Hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết



Biến động giá NVL và BLNG



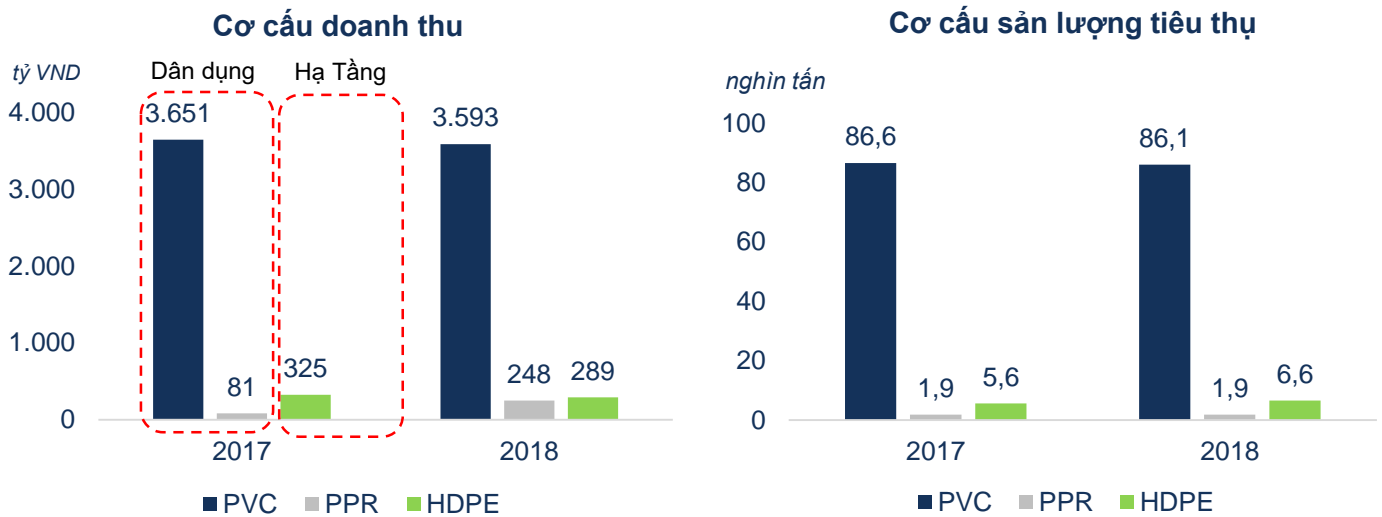
*BLNG của BMP đã điều chỉnh cho phần chiết khấu cho đại lý được BMP hạch toán vào giảm trừ doanh thu

**Giá nguyên liệu trung bình bao gồm giá của 3 loại nguyên liệu: PVC, HDPE và PP

Nguồn: BCTC NTP, BMP, Bloomberg

Việc có nguồn cung cấp nguyên liệu trong nước từ TPC Vina và AGC Chemicals giúp cho BMP không phải tích trữ nguyên liệu sản xuất như đối thủ NTP. Các chỉ tiêu hoạt động của BMP về số ngày tồn kho và chu kỳ chuyển đổi tiền mặt đều tốt hơn NTP và các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết khác như DAG, DNP. Tuy nhiên, việc TPC Vina là bên liên quan cũng là nhà cung cấp nguyên liệu chính cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro. Trong giai đoạn từ quý 2/2018, khi giá các loại nguyên liệu nhựa có xu hướng giảm, biên lợi nhuận gộp của BMP cũng giảm theo thay vì được cải thiện như đối thủ NTP. Nguyên liệu của NTP (chủ yếu là PVC) được nhập khẩu 100% từ nước ngoài trong khi nguyên liệu PVC – nguyên liệu sản xuất chính của BMP được cung cấp 50% bởi TPC Vina.

II. Hoạt động sản xuất kinh doanh



Nguồn: BMP, FPTTS Tổng hợp

Doanh thu chính đến từ mảng ống nhựa dân dụng. Mảng ống và phụ tùng nhựa phục vụ xây dựng dân dụng chiếm trên 90% trong cơ cấu doanh thu của BMP. Trong đó sản phẩm ống và phụ tùng PVC chiếm tỉ trọng khoảng 87% còn sản phẩm ống và phụ tùng PPR chiếm tỉ trọng khoảng 6%. Ống nhựa PVC và PPR đều là hai sản phẩm phục vụ nhu cầu xây dựng dân dụng, tuy nhiên sản phẩm ống PPR là sản phẩm cao cấp hơn sản phẩm ống PVC với độ chịu nhiệt tốt hơn, độ thông thủy tốt hơn và độ bền cao hơn. Mảng ống nhựa hạ tầng chỉ chiếm 7% trong cơ cấu doanh thu của BMP tuy nhiên trước áp lực cạnh tranh lớn trong mảng ống nhựa dân dụng, BMP cũng đang chuyển hướng sang mảng ống nhựa hạ tầng khi sản lượng tiêu thụ sản phẩm HDPE tăng khoảng 18% trong năm 2018.

Mảng ống nhựa dân dụng tăng trưởng hạn chế, tăng trưởng chính đến từ sản phẩm PPR.

Mảng ống nhựa dân dụng là mảng đóng góp chủ yếu trong cơ cấu doanh thu của BMP với tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu lên đến 93% trong đó mảng ống và phụ tùng PVC đóng góp 87% và mảng ống và phụ tùng PPR đóng góp 6%. Doanh thu từ mảng PVC của BMP năm 2018 đạt 3.593 tỷ, giảm 1,59% yoy trong đó (1) sản lượng tiêu thụ mảng PVC năm 2018 ước đạt 86.070 tấn, giảm 0,58% yoy (2) giá bán trung bình năm 2018 giảm 1,02% yoy. Nguyên nhân khiến cả sản lượng tiêu thụ và giá bán mảng PVC của BMP đều giảm trong năm 2018 là do áp lực cạnh tranh trong ngành ống nhựa miền Nam từ các doanh nghiệp mới tham gia như Tân Á Đại Thành và HSG.

Động lực tăng trưởng chính mảng ống nhựa dân dụng của BMP trong năm 2018 là mảng ống và phụ tùng PPR. Sản lượng tiêu thụ các sản phẩm ống và phụ tùng PPR chỉ tăng 0,51% trong năm 2018, tuy nhiên giá bán trung bình sản phẩm PPR tăng 203% yoy khiến cho doanh thu từ mảng PPR trong năm 2018 đạt 248 tỷ, tăng trưởng 206% yoy. Nguyên nhân do trong năm 2018, BMP đẩy mạnh tiêu thụ các sản phẩm phụ tùng PPR mới – sản phẩm mới được BMP đưa ra thị trường năm 2017, với giá bán trung bình trên tấn cao hơn khiến giá bán trung bình trên một tấn các sản phẩm PPR tăng mạnh.

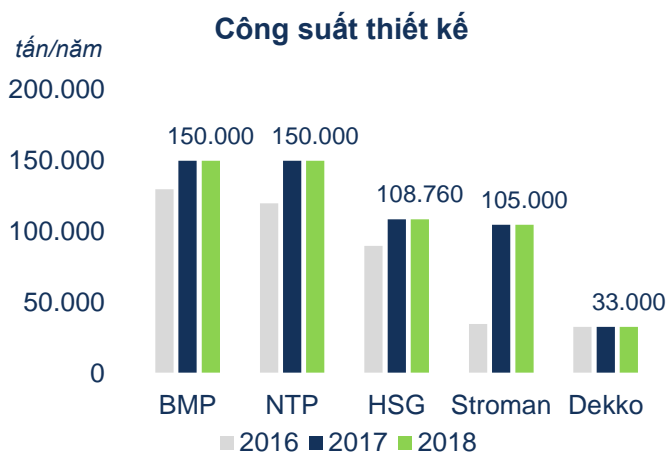
Mảng ống nhựa hạ tầng tăng cường mở rộng thị trường.

Doanh thu từ mảng ống nhựa hạ tầng với các sản phẩm ống và phụ tùng HDPE đạt 289 tỷ, đóng góp 6% trong cơ cấu doanh thu của BMP năm 2018. Sản lượng tiêu thụ mảng HDPE của BMP năm 2018 ước đạt 6.621 tấn, tăng trưởng 17,3% so với năm 2017 tuy nhiên doanh thu từ mảng HDPE của BMP năm 2018 lại giảm 10,9% so với cùng kỳ do giá bán trung bình năm 2018 mảng HDPE giảm 24% yoy. Nguyên nhân giá bán trung bình các sản phẩm HDPE giảm trong năm 2018, do BMP chủ động giảm giá để mở rộng thị trường tiêu thụ mảng ống nhựa hạ tầng của mình trước sức ép cạnh tranh lớn trong mảng ống nhựa dân dụng.

Bảng: Quy mô công suất của các doanh nghiệp ống nhựa (2018)

Nhà máy		BMP	NTP	HSG	Stroman	Dekko
Công suất thiết kế (tấn/năm)		150.000	150.000	108.760	105.000	33.000
Công suất hiện tại (%CSTK)		63%	60%	52%	n/a	n/a
Vị trí nhà máy	Bắc	Hưng Yên	Hải Phòng	Hà Nam	Hưng Yên	Hưng Yên
	Trung	-	Nghệ An	-	-	-
	Nam	TP. HCM Bình Dương Long An	Bình Dương	Bình Định Vũng Tàu	Long An	-

BMP và NTP là hai doanh nghiệp có quy mô lớn nhất ngành ống nhựa. BMP hiện tại đang vận hành ba nhà máy tại khu vực miền Nam và một nhà máy tại khu vực miền Bắc với tổng công suất thiết kế 150.000 tấn/năm. Đối thủ của BMP là NTP hiện tại cũng đã đạt tới mức công suất thiết kế 150 nghìn tấn/năm sau khi nhà máy tại Hải Phòng hoàn thành việc mở rộng công suất. Khác với đối thủ NTP, BMP không đầu tư nhà máy mà thay vào đó BMP đầu tư mua cổ phần và hợp tác với nhựa Đà Nẵng để thâm nhập thị trường miền Trung.



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Công suất thiết kế của các doanh nghiệp ống nhựa gần như không tăng trưởng trong năm 2018. Năm 2017 là năm ngành ống nhựa có thêm nhiều đối thủ cạnh tranh và tổng công suất thiết kế của ngành tăng trưởng trung bình khoảng 68% trong đó HSG và Tân Á Đại Thành (thương hiệu Stroman) là hai doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng công suất lớn nhất với 48,5% và 200%. Tuy nhiên sau giai đoạn mở rộng nóng năm 2017, các đối thủ mới ra nhập ngành như HSG đều không có kế hoạch mở rộng năng lực sản xuất thêm do thị trường ống nhựa hiện tại đang trong tình trạng dư cung và các doanh nghiệp trong thị trường đều đang phải cạnh tranh bằng giá và chiết khấu để giữ thị phần.

Bảng: Sản phẩm của các doanh nghiệp ống nhựa

Sản phẩm/Quy cách		BMP	NTP	HSG	Stroman	Đệ Nhất
uPVC	Đường kính	φ21 – φ630	φ20 – φ800	φ21 – φ630	φ21 – φ400	φ21 – φ630
	Áp lực tối đa	PN 16	PN 25	PN 16	PN 16	PN 22
PPR	Đường kính	φ20 – φ200	φ20 – φ200	φ20 – φ160	φ20 – φ160	φ20 – φ200
	Áp lực tối đa	PN 20	PN 25	PN 25	PN 20	PN 20
HDPE	Đường kính	φ20 – φ1200	φ20 – φ2000	φ20 – φ630	φ20 – φ315	φ20 – φ1200
	Áp lực tối đa	PN 20	PN 20	PN 20	PN 16	PN 20

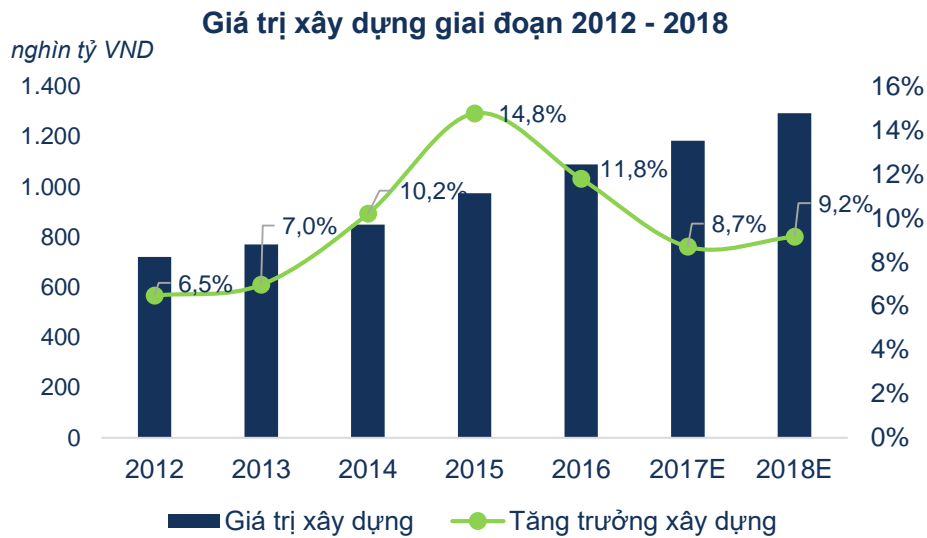
*(φ : ký hiệu đường kính, đơn vị mm/ PN: ký hiệu áp suất tối đa, đơn vị bar)

Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Cơ cấu sản phẩm đa dạng so với các đối thủ cạnh tranh chính tại thị trường miền Nam. Nhựa Bình Minh là doanh nghiệp có cơ cấu sản phẩm đa dạng nhất trong các doanh nghiệp ống nhựa tại thị trường miền Nam với khoảng 332 loại sản phẩm ống khác nhau đa dạng hơn danh mục sản phẩm của các doanh nghiệp khác trong ngành nhựa, HSG (275) hay Stroman (173). Cuối năm 2017, nhà máy Long An của BMP cũng đã cho ra thị trường các sản phẩm phụ tùng PPR đồng bộ với các sản phẩm ống giúp đa dạng thêm danh mục sản phẩm của mình.

III. Thị trường đầu ra

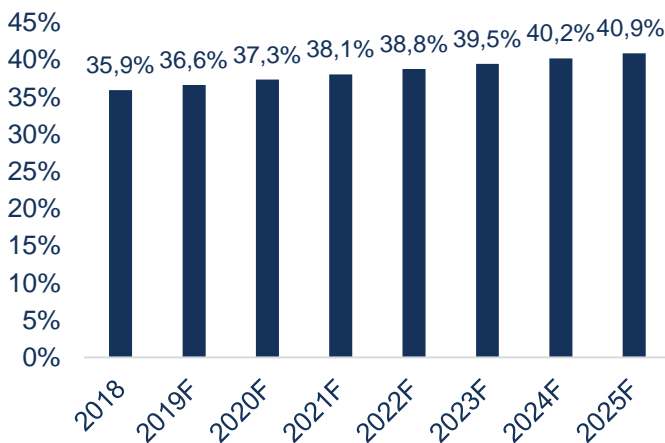
1. Triển vọng tăng trưởng nhờ nhu cầu của ngành xây dựng



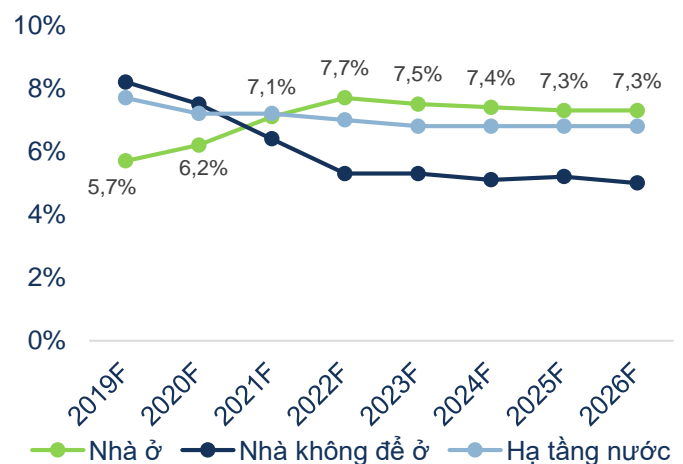
Nguồn: Tổng cục thống kê, Bộ xây dựng, FPTS Tổng hợp

Ngành xây dựng vẫn duy trì tăng trưởng tốt tạo động lực tăng trưởng cho thị trường ống nhựa. Sản phẩm đầu ra của ngành ống nhựa chủ yếu phục vụ cho nhu cầu xây dựng hoàn thiện, chỉ có một phần nhỏ (khoảng 1%) phục vụ cho ngành nông nghiệp. Vì vậy nên tăng trưởng sản phẩm tiêu thụ đầu ra của ngành ống nhựa sẽ phụ thuộc vào tăng trưởng của ngành xây dựng. Sau năm 2017 là năm tăng trưởng chậm lại, đà tăng trưởng của ngành xây dựng đã trở lại với tổng giá trị xây dựng cả nước ước đạt 1.293 nghìn tỉ đồng tăng trưởng 9,2% yoy, tốc độ tăng trưởng bình quân hàng năm từ 2012 – 2018 (CAGR) cũng đạt 10,24%. Trong giai đoạn 2019 – 2022, ngành xây dựng của Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 6,8%. Đây sẽ là động lực giúp ngành ống nhựa Việt Nam tiếp tục tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đầu ra.

Tỷ lệ đô thị hóa dự báo 2019 - 2025



Tốc độ tăng trưởng xây dựng kỳ vọng 2019 - 2026



Nguồn: World Bank, BMI, FPTS Tổng hợp

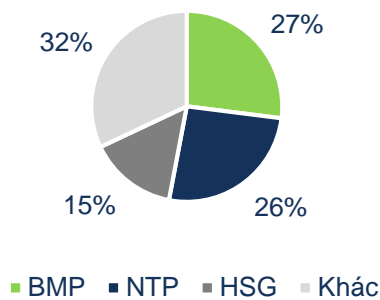
Tỷ lệ đô thị hóa tăng kéo theo nhu cầu về xây dựng dân dụng. Tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam năm 2018 ở mức 35,9% vẫn thấp hơn rất nhiều so với các nước trong khu vực như Philippines (46,9%), Thái Lan (49,9%) hay Indonesia (55,3%). Trong giai đoạn 2019 – 2025, tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng trung bình 0,7%/năm và đạt 40,9% vào năm 2025. Tỷ lệ đô thị hóa tăng sẽ kéo theo nhu cầu về nhà ở và hạ tầng, tạo động lực thúc đẩy xây dựng đặc biệt là xây dựng dân dụng.

Mảng ống nhựa dân dụng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ nhu cầu xây dựng dân dụng (nhà ở và nhà không để ở). Tăng trưởng mảng xây dựng nhà ở sẽ là động lực chính cho tăng trưởng của mảng ống nhựa dân dụng và của cả ngành ống nhựa. Mảng ống nhựa dân dụng cũng là mảng sản phẩm chính chiếm đến 93% cơ cấu doanh thu của BMP. Theo dự báo của BMI, tốc độ tăng trưởng giá trị xây dựng nhà ở và nhà không để ở của Việt Nam sẽ ở mức trung bình lần lượt 7,03% và 6,00% giai đoạn 2019 – 2026. Đây sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận chính của BMP trong tương lai.

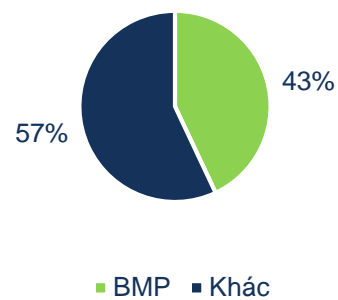
Mảng ống nhựa hạ tầng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng nhờ nhu cầu xây dựng hạ tầng, đặc biệt là hạ tầng nước. Theo báo cáo của bộ xây dựng, nhu cầu đầu tư cho ngành cấp thoát nước tại Việt Nam giai đoạn 2017 – 2022 đạt 10,3 tỷ USD trong đó ngành cấp nước là 3,3 tỷ USD. Tốc độ tăng trưởng giá trị xây dựng hạ tầng nước tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ đạt trung bình 7,04% giai đoạn 2019 – 2026 (BMI research). Hiện tại mảng ống nhựa hạ tầng chỉ chiếm 7% trong cơ cấu doanh thu của BMP, tuy nhiên trước áp cạnh tranh BMP cũng đang có xu hướng đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ sang mảng ống nhựa hạ tầng trong tương lai.

2. Thị phần đứng đầu ngành ống nhựa

Thị phần ống nhựa cả nước (2018)



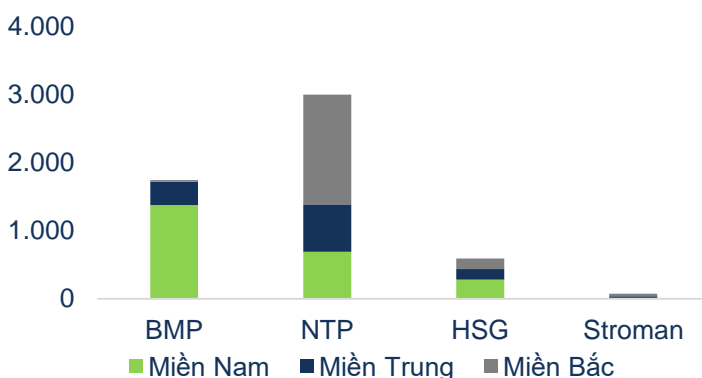
Thị phần ống nhựa miền Nam (2018)



Nguồn: NTP, BMP, FPTTS Tổng hợp

Nhựa Bình Minh là doanh nghiệp dẫn đầu thị phần ống nhựa miền Nam và cả nước năm 2018. Nhựa Bình Minh và nhựa Tiền Phong là hai doanh nghiệp lớn với lịch sử phát triển lâu đời nhất ngành ống nhựa Việt Nam và hiện cũng đang là hai doanh nghiệp chiếm lĩnh phần lớn thị trường ống nhựa với khoảng 53% thị phần ngành ống nhựa xây dựng của Việt Nam. Trong năm 2018, BMP vẫn duy trì vị trí dẫn đầu tại khu vực miền Nam với 43% thị phần. Thị phần cả nước của BMP trong năm 2018 giảm 1% so với năm 2017 tuy nhiên vẫn ở vị trí đứng đầu với 27%. Thị phần và vị thế của BMP tại thị trường miền Nam và cả nước có được bởi hai yếu tố đó là (1) hệ thống phân phối lớn và (2) thương hiệu truyền thống.

Số lượng cửa hàng phân phối, đại lý



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Nhựa BMP hiện tại đang có hệ thống phân phối lớn nhất tại thị trường miền Nam.

Các doanh nghiệp trong ngành ống nhựa cạnh tranh với nhau chủ yếu thông qua hệ thống đại lý và chính sách bán hàng. BMP là doanh nghiệp ống nhựa đầu tiên tại thị trường miền Nam và đây cũng là thị trường tập trung 79% số lượng cửa hàng phân phối của BMP. Tại thị trường miền Nam, hiện tại BMP đang có khoảng gần 1.400 đại lý, cửa hàng phân phối, lớn hơn nhiều so với các đối thủ khác như NTP (692) hay HSG (153). Đây là nguyên nhân chính giúp BMP có thể có được thị phần vượt trội so với các đối thủ tại thị trường này.

Bảng: So sánh giá niêm yết một số loại sản phẩm của các doanh nghiệp ngành ống nhựa (2018)
Đơn vị: VND/m (giá chưa bao gồm 10% VAT)

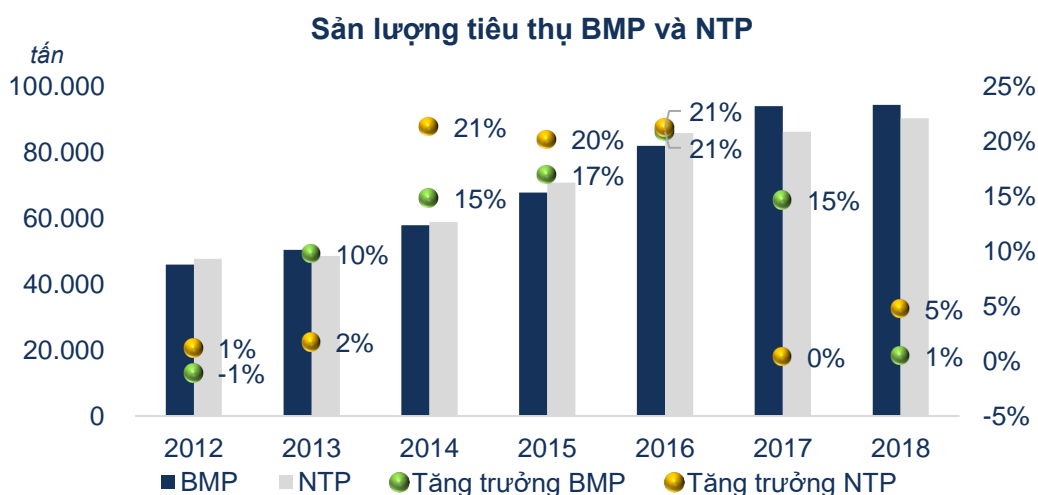
Sản phẩm	Miền Nam			Miền Bắc		
	PVC	PPR	HDPE	PVC	PPR	HDPE
	21mm, 15bar	20mm, 20bar	20mm, 16bar	21mm, 15bar	20mm, 20bar	20mm, 16bar
BMP	6.200	26.700	7.800	8.600	26.700	7.800
NTP	6.150	26.273	7.727	8.636	26.273	9.091
HSG	6.180	26.300	8.100	8.180	26.300	7.730
Stroman	6.200	26.364	7.727	6.200	26.364	7.727
Dekko	6.150	26.273	8.300	8.636	26.273	7.545
Đệ Nhất	6.200	26.200	8.100	8.500	26.200	8.100

Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Giá niêm yết của các doanh nghiệp trong ngành không có sự chênh lệch đáng kể. Thị trường ống nhựa đang ở trong giai đoạn dư cung sau khi có thêm các doanh nghiệp mới tham gia trong năm 2017. Các sản phẩm ống nhựa trên thị trường khá tương đồng về chất lượng khi các doanh nghiệp lớn trong ngành như BMP, NTP, HSG đều sử dụng công nghệ dây chuyền của Đức và Ý do vậy nên giá niêm yết của các sản phẩm ống nhựa tại cả hai thị trường trong năm 2018 đều không có sự chênh lệch đáng kể chỉ từ 1 – 5%. Tuy nhiên đây chỉ là giá niêm yết, đối với mỗi sản phẩm ống khác nhau các doanh nghiệp sẽ áp dụng một tỷ lệ phần trăm chiết khấu cho hệ thống phân phối của mình để cạnh tranh với các đối thủ.

Lợi thế về nhận diện thương hiệu tại thị trường miền Nam. Nhựa Bình Minh là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đầu tiên của tại thị trường miền Nam. Với 42 năm hoạt động trong ngành ống nhựa, Bình Minh đã tạo dựng cho mình được một thương hiệu truyền thống và có sức ảnh hưởng tại thị trường ống nhựa xây dựng miền Nam đặc biệt là trong mảng ống nhựa dân dụng.

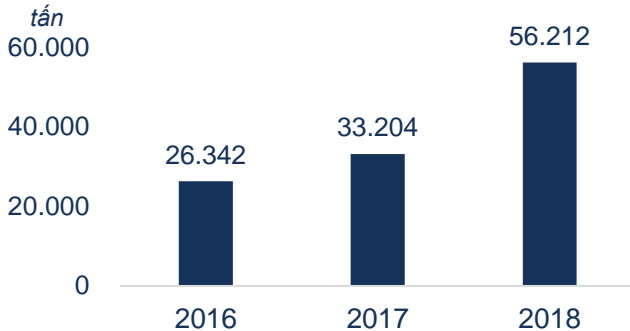
3. Cạnh tranh trong ngành tăng nhanh trong giai đoạn 2017 – 2018 và chững lại trong năm 2019


Nguồn: BMP, NTP, FPTTS Tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ của BMP tăng trưởng chậm lại trong năm 2017 – 2018 do áp lực cạnh tranh từ các đối thủ mới gia nhập ngành. Giai đoạn 2014 – 2016 là giai đoạn thị trường xây dựng và bất động sản hồi phục và sản lượng tiêu thụ của BMP trong giai đoạn này cũng tăng đều, trung bình 18%/năm. Giai đoạn 2017 – 2018 là giai đoạn thị trường ống nhựa chứng kiến sự cạnh tranh mạnh mẽ của các doanh nghiệp mới như HSG, hay Tân Á Đại Thành. Tăng trưởng sản lượng của BMP trong giai đoạn này sụt giảm đáng kể chỉ còn 15% năm 2017 và chưa đến 1% trong năm 2018. Cạnh tranh từ các đối thủ mới gia nhập ngành cũng khiến cho đối thủ đứng đầu thị trường miền Bắc của BMP là NTP chỉ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trung bình 2,5%/năm trong cùng giai đoạn.

Cạnh tranh trong ngành ống nhựa chủ yếu tập trung vào mảng ống nhựa dân dụng. Các đối thủ mới gia nhập ngành ống nhựa như HSG hay Tân Á Đại Thành (Stroman) đều tập trung vào mảng ống nhựa dân dụng với các sản phẩm ống uPVC và PPR và cạnh tranh với các doanh nghiệp lớn khác trong ngành như BMP hay NTP thông qua chính sách chiết khấu cho đại lý. Mảng ống nhựa hạ tầng HDPE, tiêu thụ chủ yếu qua kênh bán trực tiếp cho dự án và chi phí đầu tư dây chuyền sản xuất lớn nên cạnh tranh ít hơn so với mảng ống nhựa dân dụng.

Sản lượng tiêu thụ HSG

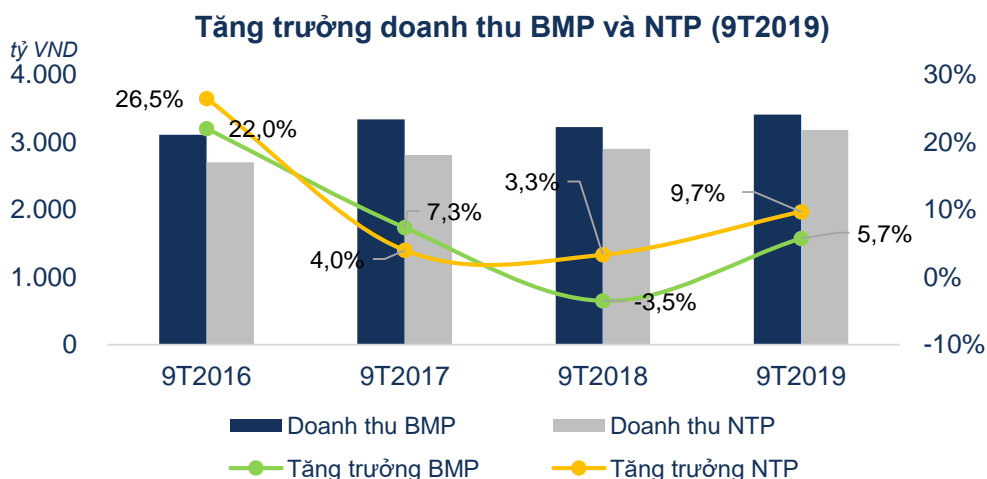


Tỷ lệ chiết khấu	BMP	NTP	HSG
uPVC	15 – 18%	14 – 18%	35 – 40%
PPR	45 – 50%	50 – 55%	67 – 69%

Nguồn: BMP, NTP, HSG, FPTTS tổng hợp

Chính sách chiết khấu cao khiến cho sản lượng tiêu thụ của HSG tăng trưởng mạnh và khiến cho tăng trưởng sản lượng của BMP chững lại. Năm 2017, ngành ống nhựa xây dựng vẫn được hưởng lợi từ tăng trưởng xây dựng và BĐS, tuy nhiên tốc độ tăng trưởng sản lượng ống tiêu thụ của cả BMP và NTP đều sụt giảm đáng kể. Chiến lược cạnh tranh của HSG chủ yếu dựa vào tỷ lệ chiết khấu cao cho nhà phân phối. Cụ thể với sản phẩm ống uPVC – sản phẩm ống nhựa phổ thông nhất, HSG áp dụng tỷ lệ chiết khấu cho đại lý từ 35 – 40% trong khi tỷ lệ này của BMP và NTP chỉ là khoảng 14 – 18%. Với sản phẩm ống nhựa dân dụng cao cấp PPR, tỷ lệ chiết khấu của HSG cho đại lý là từ 67 – 69% so với tỷ lệ chiết khấu của NTP và BMP là từ 50 – 55%. Ngoài chính sách chiết khấu cao, HSG còn duy trì chính sách công nợ nới lỏng cho đại lý. Do vậy, sản lượng tiêu thụ của HSG liên tục tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2017 – 2018. Sản lượng tiêu thụ của HSG trong năm 2018 đạt 56.212 tấn, tăng trưởng 69% so với năm 2017. Thị phần của HSG cũng đã tăng từ 10% năm 2017 lên 15% trong năm 2018 đứng thứ ba trong các doanh nghiệp ngành ống nhựa.

Cạnh tranh trong ngành có dấu hiệu hạ nhiệt trong 9 tháng đầu năm 2019

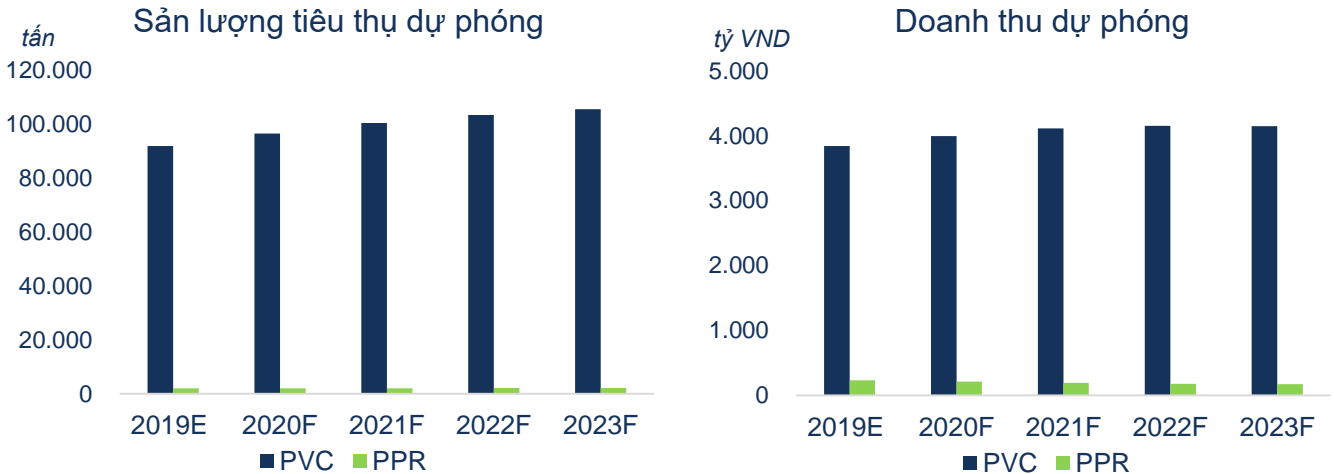


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Giai đoạn 9 tháng đầu năm 2019, nhu cầu tiêu thụ đầu ra tăng trưởng tốt nhờ tăng trưởng xây dựng dân dụng trong khi các doanh nghiệp mới trong ngành như HSG cũng không tiếp tục tăng chiết khấu hoặc giảm giá bán khiến cho cạnh tranh trong ngành ống nhựa có dấu hiệu hạ nhiệt. Doanh thu 9 tháng đầu năm 2019 của BMP và NTP tăng trưởng lần lượt 9,7% và 5,7% cao hơn so với giai đoạn cạnh tranh khốc liệt trong năm 2017 – 2018. Tuy nhiên, thị trường ống nhựa hiện tại vẫn đang trong trạng thái dư cung và các doanh nghiệp mới ra nhập ngành cũng vẫn có kế hoạch mở rộng thêm quy mô nên cạnh tranh trong ngành vẫn duy trì ở mức cao trong tương lai.

IV. Triển vọng kinh doanh

1. Màng ống nhựa dân dụng

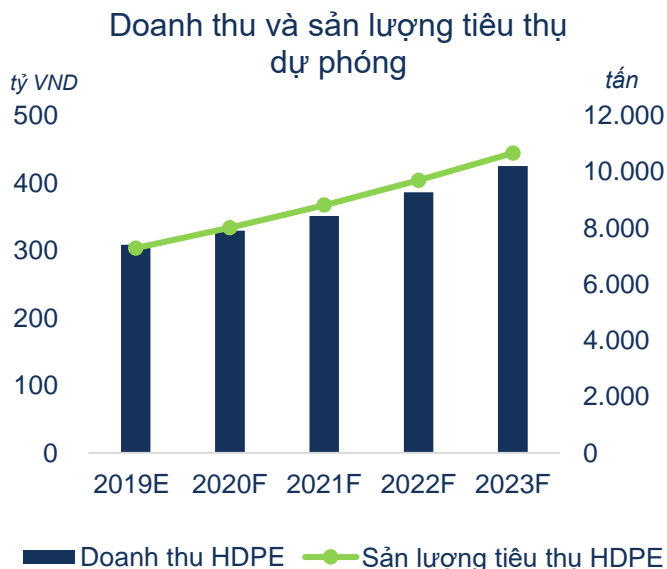


Tổng sản lượng tiêu thụ màng ống nhựa dân dụng của BMP được kỳ vọng sẽ tăng trưởng với CAGR = 5% giai đoạn 2019 – 2023 dựa vào hai nguyên nhân (1) nhu cầu ống nhựa vẫn tăng trưởng nhờ tốc độ tăng trưởng xây dựng dân dụng trung bình khoảng 6,7% giai đoạn 2020 – 2023 (BMI Research), (2) duy trì vị thế dẫn đầu thị phần tại thị trường miền Nam nhờ thương hiệu sản phẩm truyền thống và hệ thống phân phối lớn.

Doanh thu và sản lượng dòng sản phẩm PVC sẽ chững lại. Doanh thu và sản lượng tiêu thụ ống uPVC truyền thống dự báo chỉ tăng trưởng trung bình 3%/năm giai đoạn 2019 – 2023 nguyên nhân do áp lực cạnh tranh lớn trong mảng ống nhựa dân dụng từ các đối thủ mới tham gia vào ngành cùng với đó là xu hướng chuyển đổi sang các sản phẩm PPR ưu việt hơn.

Doanh thu và sản lượng mảng sản phẩm mới PPR tăng trưởng chậm. Sản phẩm ống PPR là sản phẩm mới ưu việt hơn so với ống uPVC truyền thống tuy nhiên đây cũng là sản phẩm chịu sự cạnh tranh lớn nhất từ các đối thủ của BMP tại thị trường miền Nam với tỷ lệ chiết khấu cao nhất. Doanh thu và sản lượng tiêu thụ ống PPR dự phóng tăng trưởng trung bình lần lượt 1% và 2% giai đoạn 2019 – 2023.

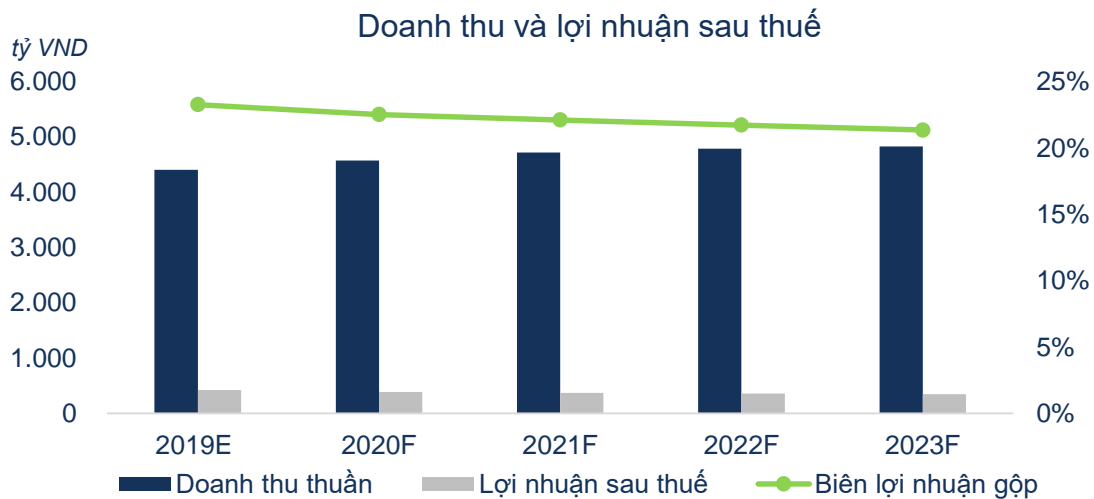
2. Màng ống nhựa hạ tầng



Nhu cầu xây dựng hạ tầng nước tăng trưởng với tốc độ trung bình khoảng 7,2% giai đoạn 2019 – 2023. Việt Nam là một nước với tốc độ đô thị hóa cao, ước tính đến năm 2030 khoảng 50% dân số Việt Nam là dân thành thị nên nhu cầu hạ tầng nước là rất lớn đặc biệt là các khu vực đô thị hay các khu công nghiệp như TP. Hồ Chí Minh, Bình Dương hay Đồng Nai.

Động lực tăng trưởng doanh thu chính đến từ màng ống nhựa hạ tầng. Doanh thu và sản lượng tiêu thụ sản phẩm HDPE được kỳ vọng tăng trưởng với CAGR lần lượt 8% và 10% giai đoạn 2019 – 2023 dựa vào hai nguyên nhân (1) Nhu cầu xây dựng hạ tầng nước tăng trưởng với tốc độ trung bình 7% (2) BMP là doanh nghiệp có khả năng sản xuất các loại ống hạ tầng với đường kính lớn lên đến 1200mm so với DNP (1000mm), HSG (630mm), Stroman (315mm).

3. Triển vọng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận



Doanh thu của nhựa Bình Minh được kỳ vọng sẽ tăng trưởng trung bình 2,3% trong giai đoạn 2019 – 2023.

Doanh thu năm 2019 của BMP ước đạt 4.406 tỷ, tăng trưởng 6,7% yoy. Chúng tôi đánh giá triển vọng doanh thu và sản lượng tiêu thụ của BMP dựa trên các yếu tố sau:

- **Sản phẩm chất lượng tốt, đa dạng cùng với thương hiệu truyền thống tại thị trường miền Nam.** BMP là doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đầu tiên tại miền Nam, với 42 năm phát triển ống nhựa Bình Minh đã trở thành một thương hiệu có sức ảnh hưởng tại khu vực miền Nam. Các sản phẩm của BMP đa dạng về chủng loại và kích thước hơn so với các đối thủ cạnh tranh chính tại thị trường miền Nam.
- **Thị trường ống nhựa tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng và bất động sản.** Theo dự báo của BMI Research, xây dựng dân dụng của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình khoảng 6,7% giai đoạn 2019 – 2023. Đây sẽ là động lực giúp ngành ống nhựa Việt Nam tăng trưởng sản lượng tiêu thụ đều ra.
- **Cạnh tranh trong ngành tăng làm giảm khả năng mở rộng thị phần và giảm tỷ suất lợi nhuận.** Sự xuất hiện của hai doanh nghiệp mới tham gia là HSG và Stroman đã đẩy cạnh tranh tại thị trường ống nhựa miền Nam lên cao. Cạnh tranh trong ngành chủ yếu thông qua chính sách chiết khấu cho đại lý và giảm giá bán khiến tỷ suất lợi nhuận của BMP giảm.

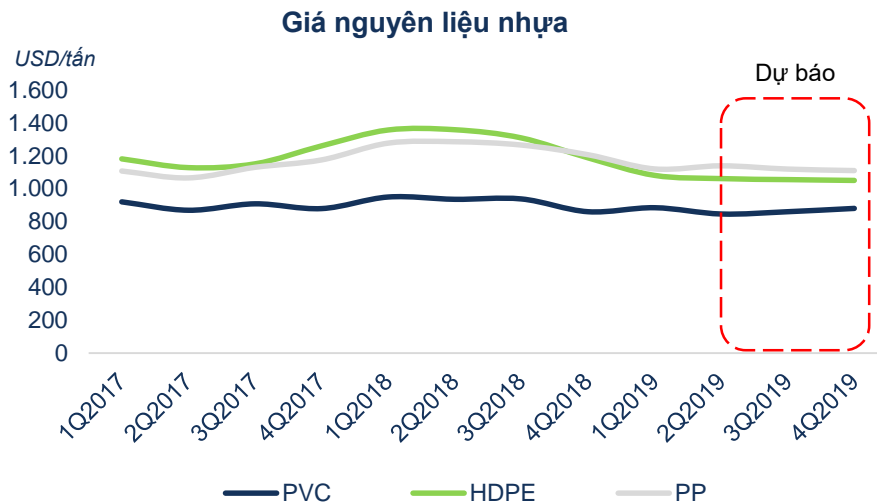
Lợi nhuận sau thuế của BMP được dự báo có xu hướng giảm trong giai đoạn 2019 – 2023. Lợi nhuận sau thuế của BMP năm 2019 ước đạt 428 tỷ đồng tăng nhẹ 0,13% so với năm 2018. Triển vọng về lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2018 – 2022 được đánh giá dựa trên các yếu tố sau:

- **Biến động giá nguyên vật liệu.** Chi phí cho nguyên liệu nhựa nguyên sinh chiếm tỉ trọng lớn trong chi phí sản xuất khiến cho biến động giá nguyên liệu đầu vào sẽ ảnh hưởng rất lớn đến biên lợi nhuận gộp của BMP. Trước tình hình cạnh tranh trong ngành tăng và áp lực giá bán từ các đối thủ cạnh tranh, BLNG sẽ trở nên nhạy cảm hơn với các biến động của giá hạt nhựa.
- **Áp lực cạnh tranh từ các doanh nghiệp mới gia nhập ngành.** Để giữ được vị thế của mình, và cạnh tranh với các doanh nghiệp mới tại thị trường miền Nam, BMP sẽ phải duy trì mức giá bán và tăng tỷ lệ chiết khấu hoặc các chi phí thưởng gây ảnh hưởng đến lợi nhuận sau thuế.

CÁC YẾU TỐ CẦN THEO DÕI

Biến động giá nguyên liệu nhựa nguyên sinh đầu vào

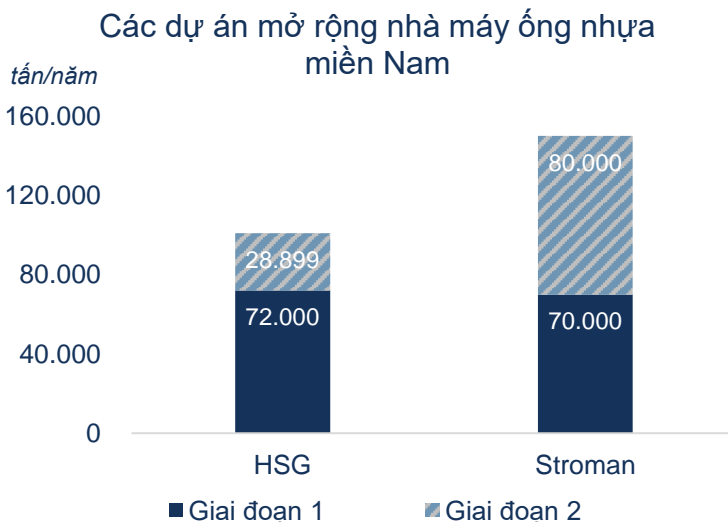
Trong ngắn hạn, hai loại nguyên liệu là HDPE, và PP sẽ duy trì xu hướng giảm nhẹ do (1) Giá dầu vẫn duy trì ở mức tương đối thấp so với trung bình năm 2018, (2) các dự án hóa dầu trong khu vực Đông Nam Á bắt đầu đi vào hoạt động dẫn đến tình trạng dư thừa công suất trong ngắn hạn. Đối với PVC, giá bán tại khu vực Đông Nam Á đang có xu hướng giảm trong quý 2 năm 2019 do nhu cầu tăng trưởng tại thị trường Trung Quốc giảm nhẹ và thị trường Ấn Độ thay đổi chính sách thuế chống bán phá giá gây khó khăn việc xuất khẩu vào thị trường này. Tuy nhiên trong nửa cuối năm 2019, giá PVC được kỳ vọng sẽ ở mức 870 USD/tấn, tăng nhẹ 0,5% so với đầu năm và giảm 3,2% so với cùng kỳ do nhu cầu xây dựng tại Trung Quốc sẽ tăng trở lại trong giai đoạn cuối năm. Trong trung và dài hạn, các biến động giá dầu trên thị trường thế giới rất khó dự đoán và phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khác nhau gây ảnh hưởng đến giá nguyên liệu nhựa nên cần theo dõi thêm trong tương lai.



Rủi ro phụ thuộc vào nhà cung cấp

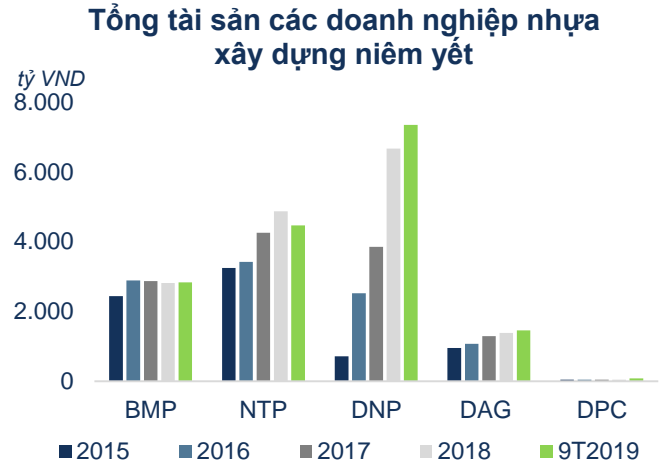
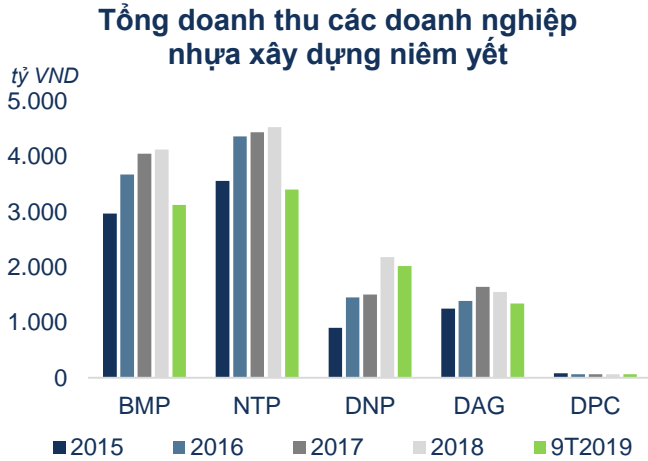
Hiện tại cả BMP và TPC Vina – nhà cung cấp 50% nguyên liệu PVC của BMP đều là thành viên của tập đoàn SCG Thái Lan. Chúng tôi cho rằng việc phụ thuộc vào nhà cung cấp là bên liên quan như TPC Vina có thể tiềm ẩn nhiều rủi ro.

Cạnh tranh trong ngành ống nhựa xây dựng tại miền Nam



Nguồn: FPTTS Tổng hợp

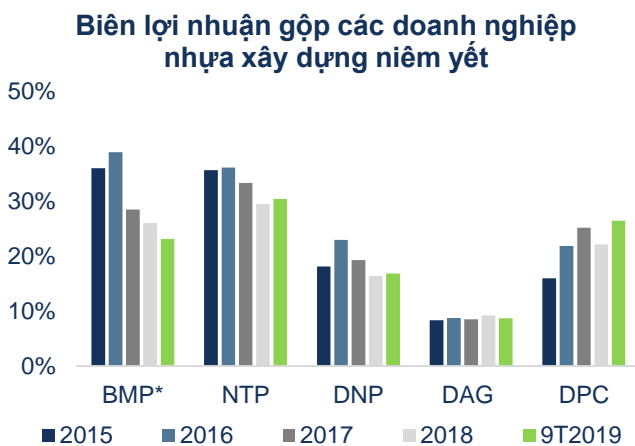
Cạnh tranh trong ngành ống nhựa xây dựng tại miền Nam trong giai đoạn 2016 – 2018 tăng nhanh sau khi một số doanh nghiệp mới gia nhập ngành như HSG hoặc Stroman hoàn thành xây dựng nhà máy và cho ra sản phẩm. Các dự án của các doanh nghiệp đều mới ở giai đoạn 1 và có khả năng mở rộng công suất thiết kế. Trong giai đoạn hiện tại với tình trạng dư cung của thị trường ống nhựa, các dự án mở rộng giai đoạn 2 chủ yếu vẫn dừng lại ở mức độ kế hoạch tuy nhiên vẫn cần phải theo dõi trong tương lai

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH
1. Quy mô doanh thu và tổng tài sản


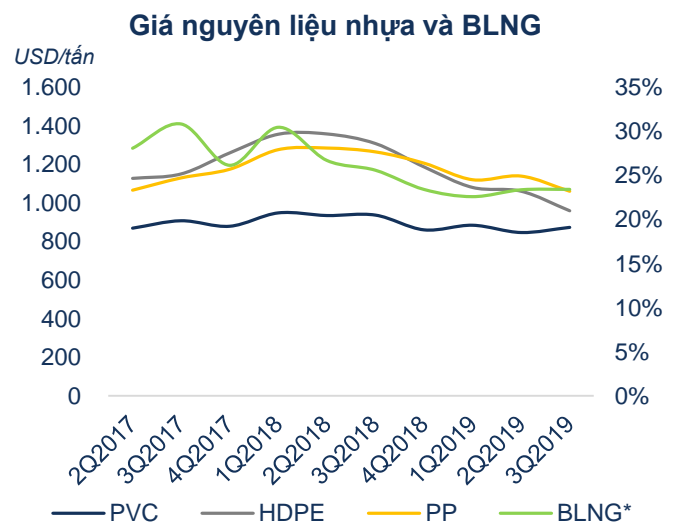
Nguồn: FPTIS Tổng hợp

Quy mô doanh thu của BMP đứng thứ hai trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết và đang có xu hướng tăng trưởng chậm lại. Tổng doanh thu năm 2018 của BMP đạt 4.130 tỷ đồng đứng thứ hai trong các doanh nghiệp nhựa niêm yết sau nhựa Tiền Phong (4.535 tỷ) và lớn hơn nhiều so với nhựa Đồng Nai (DNP), nhựa Đông Á (DAG) và nhựa Đà Nẵng (DPC). Giai đoạn 2015 – 2017 là giai đoạn tăng trưởng nhanh của BMP với tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình 18%/năm. Trong năm 2017, ngành ống nhựa xuất hiện thêm nhiều đối thủ cạnh tranh mới như Stroman hay HSG khiến tăng trưởng doanh thu của BMP suy giảm nhưng vẫn duy trì ở mức 10,3%, tương đối cao so với chỉ 1,7% của NTP. Tuy nhiên, áp lực cạnh tranh từ các đối thủ mới đã khiến cho doanh thu của cả BMP và NTP tiếp tục tăng trưởng chậm với chỉ lần lượt 1,8% và 2,0% trong năm 2018.

Quy mô tổng tài sản của BMP ở mức trung bình trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết. Nhựa Bình Minh hiện tại đang sở hữu 4 nhà máy sản xuất với tổng công suất thiết kế lên đến 150.000 tấn/năm lớn nhất trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng ngang bằng với NTP. Tuy nhiên tổng tài sản của BMP thấp hơn nhiều với NTP nguyên nhân do (1) BMP tập trung chủ yếu vào mảng ống nhựa dân dụng với chi phí đầu tư dây chuyền máy móc nhỏ hơn so với mảng ống nhựa hạ tầng (2) NTP đầu tư cho mảng ống nhựa hạ tầng bằng các dây chuyền ống nhựa đường kính lớn (DN 1200 – 2000) với chi phí đầu tư rất lớn.

2. Hiệu quả hoạt động kinh doanh


*Điều chỉnh cho khoản chi phí chiết khấu cho đại lý được BMP hạch toán vào khoản giảm trừ doanh thu

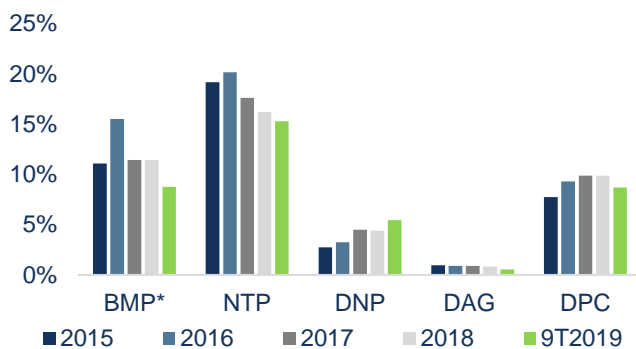


Nguồn: Bloomberg, FPTIS Tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp của BMP có xu hướng giảm. Biên lợi nhuận gộp của BMP giảm mạnh trong năm 2018 do (1) giá trung bình các loại nguyên liệu nhựa nguyên sinh của BMP đều tăng (PVC: +2,97% yoy; HDPE: +10,39% yoy; PP: +12,18% yoy). Trong cơ cấu chi phí sản xuất của BMP chi phí hạt nhựa nguyên sinh chiếm tỷ trọng lớn nên việc giá các loại nguyên liệu tăng đã làm giảm biên lợi nhuận gộp của BMP (2) Thị trường miền Nam đang bị đe dọa bởi các đối thủ mới đặc biệt là HSG với chính sách chiết khấu cao. Áp lực cạnh tranh khiến BMP đã phải điều chỉnh giá bán để có thể duy trì thị phần của mình vì thế gây tác động tiêu cực đến biên lợi nhuận gộp. Biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp cùng ngành khác cũng chứng kiến sự sụt giảm tương tự trong cùng giai đoạn, NTP giảm 7%, DNP giảm 7%. Trong 9 tháng đầu năm 2019, biên lợi nhuận gộp của BMP tiếp tục giảm xuống ở mức 23% trong khi biên gộp của NTP được cải thiện lên mức 30%.

Biên lợi nhuận gộp của BMP ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Biên lợi nhuận của BMP 9 tháng đầu năm 2019 ở mức 23%, thấp hơn 7 điểm phần trăm so với đối thủ NTP và ở cao thứ hai trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết.

Chi phí bán hàng/Doanh thu

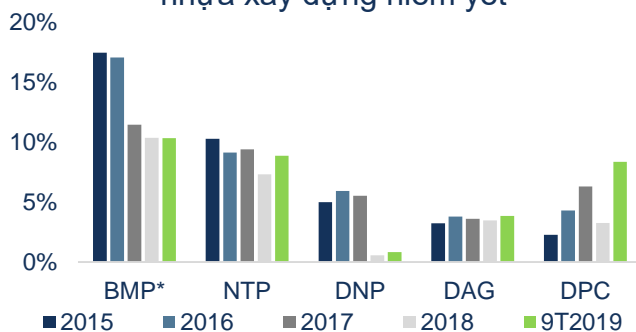


*Điều chỉnh cho khoản chi phí chiết khấu cho đại lý được BMP hạch toán vào khoản giảm trừ doanh thu và chi phí tài chính

Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Tỷ trọng chi phí bán hàng của BMP ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của BMP trung bình ở mức 11% trong giai đoạn 2017 – 2018, thấp hơn so với mức 17% của NTP. Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của BMP giảm mạnh trong năm 2017 mặc dù BMP có điều chỉnh tăng tỷ lệ chiết khấu do năm 2017 là năm kết thúc chương trình bán sản phẩm ưu đãi cho đại lý và nhà phân phối của BMP. Chi phí bán hàng của BMP trong 9 tháng đầu năm 2019 giảm còn khoảng 9% doanh thu do BMP đã thực hiện khoản chi phí vận chuyển (2%) và cơ cấu lại hệ thống phân phối của mình. Chi phí bán hàng hạch toán của BMP 9T2019 khoảng 198 tỷ tăng 96% yoy do BMP thay đổi chính sách hạch toán chi phí chiết khấu vào chi phí bán hàng trong nửa đầu năm 2019.

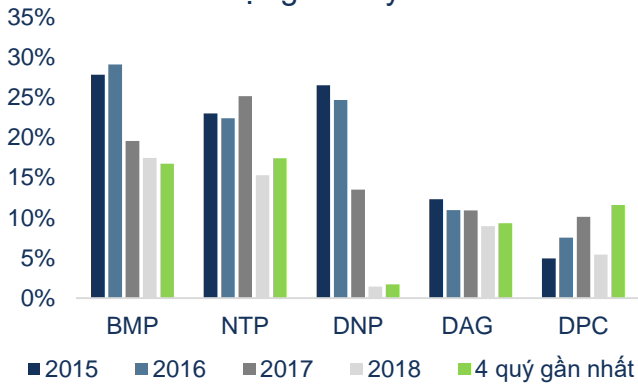
Tỷ suất LNST các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết



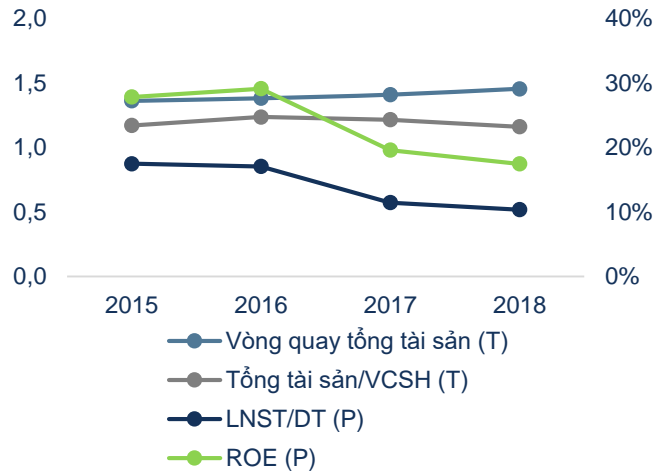
*Điều chỉnh cho khoản chi phí chiết khấu cho đại lý được BMP hạch toán vào khoản giảm trừ doanh thu

Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận sau thuế của BMP cao nhất trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết. Tỷ suất lợi nhuận sau thuế năm 2018 của BMP đạt 10% đứng đầu hơn 3 điểm phần trăm so với đối thủ là NTP. BMP có BLNG thấp hơn so với NTP tuy nhiên tỷ suất lợi nhuận sau thuế của BMP tốt hơn NTP do tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu của NTP lớn hơn so với BMP nguyên nhân do (1) NTP hiện tại đang duy trì hệ thống đại lý lớn hơn so với BMP, (2) ngoài tỷ lệ chiết khấu, NTP cũng áp dụng thêm chính sách thưởng cho đại lý (cụ thể: thưởng theo sản lượng bán hàng của đại lý từ 3 – 5%, thưởng cho đại lý độc quyền 3%, thưởng hàng năm từ 2 – 3%).

ROE các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết


(4 quý gần nhất, cập nhật đến quý 3/2019)

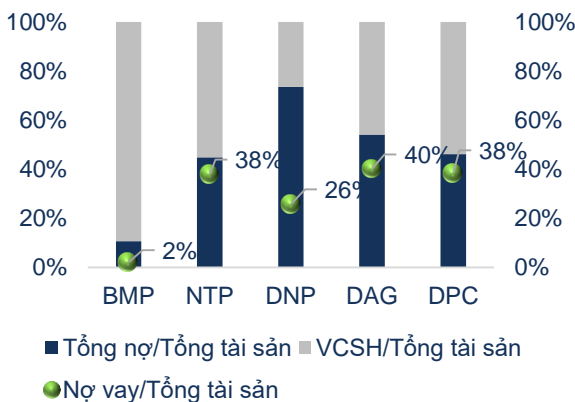
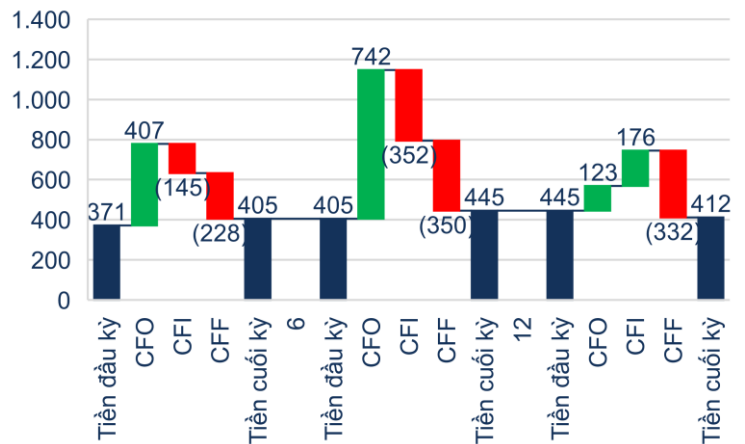
Phân tích Dupont


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

ROE của BMP ở mức cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Trong giai đoạn 2015 - 2016, ROE của BMP trung bình ở mức 29% mức cao nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành. Giai đoạn 2017 – 2018, biên lợi nhuận gộp của BMP giảm mạnh kéo theo ROE cũng giảm sâu chỉ còn ở mức từ 17 – 20%. ROE 4 quý gần nhất của BMP đạt 16,7%, cao thứ hai trong các doanh nghiệp nhựa xây dựng niêm yết đứng sau NTP (17,4%).

ROE giảm trong năm 2017 – 2018 do biên lợi nhuận gộp có xu hướng giảm. Vòng quay tổng tài sản và tổng tài sản/vốn chủ trong giai đoạn 2015 – 2018 không biến động nhiều, nguyên nhân chính khiến ROE của BMP giảm mạnh trong giai đoạn này là do biên lợi nhuận gộp giảm dẫn đến tỷ suất lợi nhuận sau thuế cũng giảm mạnh.

3. Cơ cấu nguồn vốn và dòng tiền

Cơ cấu vốn các doanh nghiệp nhựa xây dựng (9T2019)

Dòng tiền BMP giai đoạn 2016 - 2018


Nguồn: FPTTS Tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn của BMP thể hiện mức độ rủi ro thấp với tỷ lệ nợ vay trên tổng tài sản tính đến quý 3/2019 chỉ ở mức 2% thấp hơn nhiều so với trung bình của các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản của BMP tính đến quý 3/2019 là 2%, trong đó hoàn toàn là nợ ngắn hạn. Các dự án mở rộng như dự án mở rộng nhà máy tại Long An cũng sử dụng nguồn vốn tự có và không sử dụng nợ dài hạn. Chúng tôi đánh giá tình hình tài chính của BMP hiện tại rất an toàn với tỷ lệ nợ rất nhỏ trong cơ cấu vốn.

Dòng tiền ổn định. Dòng tiền của BMP tương đối lành mạnh với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giai đoạn 2016 - 2018 đều dương. Dòng tiền đầu tư trong năm 2017 của BMP tăng đột biến lên mức 352 tỷ do công ty hoàn thiện nhà máy Long An.

TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu mã BMP sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh với trọng số **80%:20%**. Giá trị cổ phiếu BMP theo 2 phương pháp có mức bình quân là **57.400 VNĐ/cp** cao hơn 9% so với mức giá đóng cửa ngày 15/11/2019. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu BMP, nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu BMP tại mức giá 48.000 cho mục tiêu trung hạn và dài hạn (tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 20%).

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Phương pháp chiết khấu dòng tiền		80%
	Dòng tiền tự do chủ sở hữu	59.117	
	Dòng tiền tự do doanh nghiệp	59.230	
2	Phương pháp so sánh		20%
	So sánh P/E	50.617	
	Bình quân giá các phương pháp (VNĐ/cp)	57.462	

CÁC GIÁ ĐỊNH THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
WACC 2019	13,44%	Phần bù rủi ro	10,37%
Chi phí sử dụng nợ	5,69%	Hệ số Beta	0.88
Chi phí sử dụng VCSH	13,66%	Tăng trưởng dài hạn	1,5%
Lãi suất phi rủi ro kỳ hạn 10 năm	4,3%	Thời gian dự phóng	10 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
Lãi suất chiết khấu	13,44%
Dự đoán tốc độ tăng trưởng dòng tiền dài hạn	1,5%
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (triệu VNĐ)	4.494.921
(+) Tiền và tiền gửi ngân hàng (triệu VNĐ)	412.303
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (triệu VNĐ)	58.625
Giá trị vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	4.848.599
Số cổ phiếu lưu hành	81.860.938
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	59.230
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (triệu VNĐ)	4.839.389
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	59.117

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ THEO PHƯƠNG PHÁP SO SÁNH

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E với một số doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đang niêm yết ngày (15/11/2019):

Doanh nghiệp	Thị trường	Vốn hóa (tỷ.VND)	Doanh thu LTM (tỷ.VND)	LNST LTM (tỷ.VND)	P/E*
Công ty cổ phần Nhựa Thiếu niên Tiền Phong	Việt Nam	3.171	4.938	401	7,91x
Công ty cổ phần Tập đoàn Nhựa Đông Á	Việt Nam	350	1.607	56	6,26x
Công ty cổ phần Nhựa Đà Nẵng	Việt Nam	29	79	3	8,37x
Ningxia Qinglong Pipes Industry Co LTD	Trung Quốc	8.396	5.378	309	13,04x
Zhejiang Weixing New Building Materials Co LTD	Trung Quốc	63.392	15.432	3.357	9,07x
China Lesso Group Holdings LTD	Hồng Kông	80.298	82.802	9.204	13,49x
Trung bình					9,69x
Công ty cổ phần Nhựa Bình Minh	Việt Nam	4.322	4.406	413	10,47x

*P/E điều chỉnh về thị trường Việt Nam

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH
Đơn vị: Triệu đồng

HĐKD	2018	2019E	2020F	2021F
Doanh thu thuần	3.919.637	4.405.739	4.578.167	4.718.413
- Giá vốn hàng bán	3.047.591	3.380.034	3.546.528	3.674.490
Lợi nhuận gộp	872.047	1.025.706	1.031.638	1.043.923
- Chi phí bán hàng	165.854	298.700	337.859	348.209
- Chi phí quản lí DN	97.833	117.582	122.184	125.927
Lợi nhuận thuần HĐKD	608.360	609.424	571.596	569.787
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(80.378)	(95.437)	(100.457)	(104.418)
- Lợi nhuận khác	867	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay	528.849	513.987	471.139	465.370
- Chi phí lãi vay	292	3.518	3.901	4.093
Lợi nhuận trước thuế	529.921	513.987	471.139	465.370
- Thuế TNDN	89.704	87.378	80.094	93.074
LNST	427.610	427.680	392.117	373.367
EPS (đ)	5.224	4.702	4.311	4.105

Lưu chuyển tiền tệ	2018	2019E	2020F	2021F
Tiền đầu năm	445.326	412.303	669.808	881.673
Lợi nhuận sau thuế	529.921	427.680	392.117	373.367
+ Khấu hao	172.420	179.909	186.468	193.227
+ Điều chỉnh	(1.028.906)	(33.622)	(43.563)	(39.858)
+ Thay đổi vốn lưu động	434.985	(39.680)	(43.077)	(37.118)
Tiền từ hoạt động KD	122.928	534.287	491.945	489.619
+ Thanh lý tài sản cố định	337	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(97.992)	(73.878)	(74.368)	(76.647)
+ Tăng (giảm) đầu tư	250.437	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	22.799	-	-	-
Tiền từ hđ đầu tư	175.582	(73.878)	(74.368)	(76.647)
+ Cổ tức đã trả	(327.444)	(204.652)	(204.652)	(204.652)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	6.395	3.203	2.462
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	-
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	(331.691)	(202.905)	(205.711)	(206.248)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	(33.181)	257.505	211.866	206.724
Tiền cuối năm	412.303	669.808	881.673	1.088.397

CĐKT	2018	2019E	2020F	2021F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương tiền	412.303	669.808	881.673	1.088.397
+ Đầu tư TC ngắn hạn	200.000	200.000	200.000	200.000
+ Các khoản phải thu	599.424	685.794	712.246	733.761
+ Hàng tồn kho	567.339	595.169	624.486	647.017
+ Tài sản ngắn hạn khác	27.622	29.863	30.658	31.305
Tổng tài sản ngắn hạn	1.806.688	2.180.633	2.449.063	2.700.480
+ Nguyên giá tài sản CDHH	1.549.748	1.634.175	1.708.543	1.785.190
+ Khấu hao lũy kế	(951.456)	(1.121.326)	(1.297.754)	(1.480.942)
+ Giá trị còn lại tài sản CDHH	598.292	512.849	410.789	304.248
+ Đầu tư tài chính dài hạn	67.831	67.831	67.831	67.831
+ Tài sản dài hạn khác	67.155	67.155	67.155	67.155
+ Xây dựng cơ bản dở dang	13.367	-	-	-
Tổng tài sản dài hạn	1.005.510	899.478	787.379	670.798
Tổng tài sản	2.812.199	3.080.112	3.236.442	3.371.278

Nợ & Vốn chủ sở hữu	2018	2019E	2020F	2021F
+ Phải trả người bán	132.013	167.554	175.807	182.151
+ Vay và nợ ngắn hạn	58.625	65.020	68.223	70.685
+ Nợ ngắn hạn khác	167.908	218.273	219.155	217.866
Nợ ngắn hạn	358.546	450.847	463.186	470.701
+ Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Tổng nợ	358.546	450.847	463.186	470.701
+ Vốn điều lệ	818.609	818.609	818.609	818.609
+ LN chưa phân phối	308.800	377.493	423.455	457.434
Vốn chủ sở hữu	2.453.653	2.629.265	2.773.256	2.900.577
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	2.812.199	3.080.112	3.236.442	3.371.278

Chỉ số hiệu quả vận hành	2018	2019E	2020F	2021F
Số ngày phải thu	37	41	41	41
Số ngày tồn kho	57	64	64	64
Số ngày phải trả	16	18	18	18
Thời gian luân chuyển tiền	78	88	88	88
COGS / Hàng tồn kho	5	6	6	6

Chỉ số khả năng sinh lời	2018	2019E	2020F	2021F	Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2018	2019E	2020F	2021F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,2%	23,3%	22,5%	22,1%	CS thanh toán hiện hành	5,04	4,84	5,29	5,74
Tỷ suất LNST	10,9%	9,7%	8,6%	7,9%	CS thanh toán nhanh	3,46	3,52	3,94	4,36
ROE DuPont	17,4%	16,8%	14,5%	13,2%	CS thanh toán tiền mặt	1,71	1,93	2,34	2,74
ROA DuPont	15,0%	14,5%	12,4%	11,3%	Nợ / Tài sản	0,02	0,02	0,02	0,02
Tỷ suất EBIT/doanh thu	13,5%	11,7%	10,3%	9,9%	Nợ / Vốn CSH	0,02	0,02	0,02	0,02
LNST/LNTT	80,7%	83,2%	83,2%	80,2%	Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,02	0,02	0,02	0,02
LNTT/EBIT	100,2%	100,0%	100,0%	100,0%	Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Vòng quay tổng tài sản	137,9%	149,5%	145,0%	142,8%	Khả năng TT lãi vay	1.808,48	146,12	120,77	113,69
Đòn bẩy tài chính	115,9%	115,9%	116,9%	116,5%					

PHỤ LỤC**Thông tin về Nawaplastic**

Tên	NAWAPLASTIC INDUSTRIES SARABURI CO Ltd	
Quốc gia	Thái Lan	
Hoạt động kinh doanh	Sản xuất các loại ống nhựa và phụ tùng ống	
Cơ cấu cổ đông	100% sở hữu bởi SCG Chemical	
Công ty con	Sở hữu 54,4% BMP	
Quy mô năm 2018 (tỷ USD)	Vốn hóa:	16,1
	Doanh thu:	14,8
	Tổng tài sản:	18,2

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 35 cổ phiếu BMP và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu BMP nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,

Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times

Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,

Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100, Quang Trung, Phường Thạch

Thang, Quận Hải Châu, TP. Đà

Nẵng, Việt Nam.

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888