Trung lập

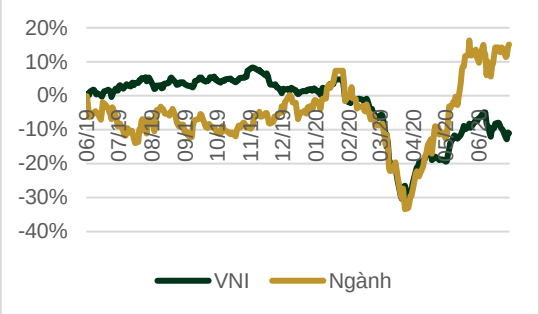
Ngày cập nhật: 07/07/2020

PHS
(+84-28) 5413 5479 – support@phs.vn

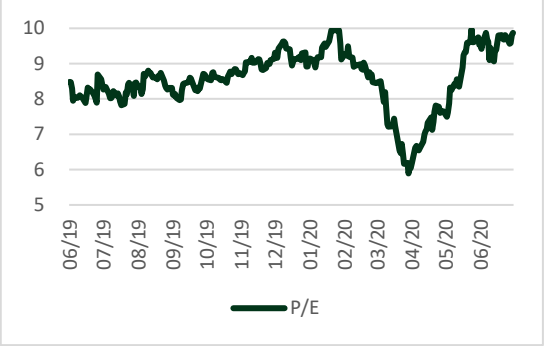
Danh sách cổ phiếu

Mã	Sàn	Giá CP (07/07)	Vốn hóa (tỷ đồng)
HPG	HOSE	28,350	76,206
HSG	HOSE	11,800	5,289
NKG	HOSE	7,450	1,259
BMP	HOSE	54,200	4,437
HT1	HOSE	13,850	5,208
KSB	HOSE	24,100	1,269

Biến động ngành so với Index



Lịch sử định giá ngành



Nguồn: PHFM

Đánh giá tác động của đầu tư công.

Cập nhật ngành vật liệu xây dựng:

Trong bối cảnh thị trường ảm đạm do dịch bệnh, kết quả kinh doanh của các công ty trong ngành vật liệu xây dựng cũng không thực sự khả quan.

Trong **ngành thép**, HPG nổi trội lên với doanh thu và LNST tăng trưởng (+29% YoY và +27% YoY), các doanh nghiệp còn lại đối mặt với một năm khó khăn khi doanh thu và LNST đều giảm sâu so với cùng kỳ. Riêng HSG dù doanh thu giảm (-16% YoY) nhưng LNST tăng mạnh (+261% YoY) do được hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu giảm.

Ngành nhựa cũng tương tự với ngành thép khi các doanh nghiệp cũng phải đối mặt với sự sụt giảm của nhu cầu tiêu thụ. Tuy nhiên, BMP đã duy trì được đà tăng trưởng của mình nhờ vào theo đuổi chiến lược bán hàng mạnh mẽ hơn, khi tập trung bán ở kênh phân phối hơn là bán trực tiếp cho các nhà thầu xây dựng.

Ngành xi măng vẫn tiếp tục đối mặt với tình trạng thừa cung và phụ thuộc lớn vào doanh thu xuất khẩu. Tuy nhiên, hạn chế giao thương của các quốc gia đã ảnh hưởng lớn khả năng xuất khẩu của các doanh nghiệp. Điều này làm cho cạnh tranh trong nước dần trở nên khốc liệt hơn. 2 doanh nghiệp tiêu biểu của ngành là HT1 và BCC đều ghi nhận LNST giảm lần lượt là -1% YoY và -23% YoY. Để đối phó với tình hình dịch bệnh, các doanh nghiệp đã thực hiện những chiến lược khác nhau để tồn tại. Trong khi doanh thu của HT1 giảm -13.3% YoY do suy giảm sản lượng bán ra thì BCC đạt được tăng trưởng +13.8% YoY nhờ chiến lược giảm giá hàng bán để duy trì thị phần.

Ngành đá xây dựng cũng ghi nhận mức giảm chung cho doanh thu toàn ngành (trừ C32). Nhu cầu tiêu thụ từ các dự án bất động sản suy giảm đã làm doanh thu lẫn LNST của các doanh nghiệp sụt giảm mạnh. Doanh nghiệp tiêu biểu trong ngành là KSB đã ghi nhận doanh thu quý 1 không tăng trưởng so với cùng kỳ, sụt giảm nhẹ -0.1% YoY; trong khi LNST giảm -9.6% YoY.

Điểm nhấn của ngành:

- Tại cuộc họp vào tháng 6, Bộ Chính trị đã nêu rõ chủ trương đẩy mạnh sản xuất, kinh doanh, phát triển kinh tế - xã hội. Đẩy mạnh giải ngân nguồn vốn đầu tư công được coi là một trong những giải pháp quan trọng để Việt Nam thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Các ngành vật liệu xây dựng được kỳ vọng sẽ được hưởng lợi từ chủ trương này.
- Khi thị trường trở nên khó khăn là lúc các doanh nghiệp có nền tảng vững chắc chuẩn bị để giành lấy thị phần của những đối thủ không thể vượt qua được giai đoạn khó khăn. Các doanh nghiệp đầu ngành như HPG và BMP là những ví dụ tiêu biểu.

Định giá và khuyến nghị:

Thị trường đã có những kỳ vọng tác động tích cực từ chính sách đầu tư công, nên giá cổ phiếu trong các nhóm ngành đã tăng tốt trong thời gian vừa qua. Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP trong ngắn hạn khi giá cổ phiếu các doanh nghiệp đã phản ánh phần nào giá trị của doanh nghiệp.

Tuy nhiên, về dài hạn chúng tôi đánh giá tích cực đối với các doanh nghiệp đầu ngành. Ngành vật liệu xây dựng phụ thuộc nhiều vào chu kỳ ngành bất động sản. Khi mặt bằng lãi suất về mức thấp và các thủ tục pháp lý được gỡ rối, chúng tôi kỳ vọng vào sự phát triển mạnh ở khu vực hạ tầng và sự hồi phục của thị trường bất động sản.

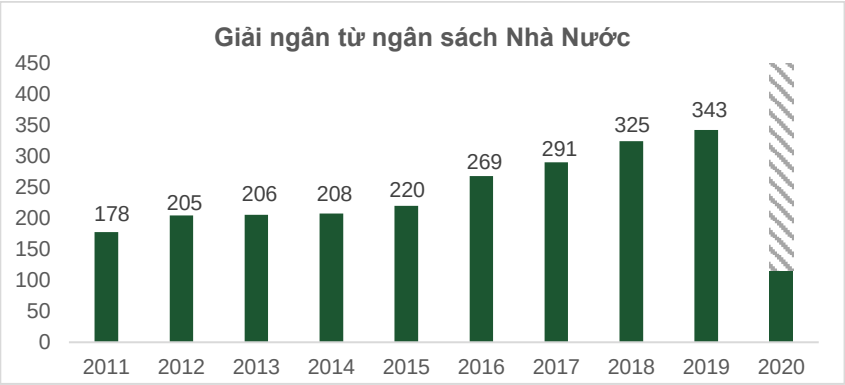
Mã CK	Kết quả 2019				Dự báo 2020				Định giá				
	Doanh thu thuần		LNST		Doanh thu thuần		LNST		Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá tại ngày 07/07 (VND/CP)	P/E mục tiêu	P/B mục tiêu	Khuyến nghị
	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)	Giá trị (tỷ VND)	Yoy (%)					
HPG	63,658	14%	7,578	-12%	81,947	29%	8,088	7%	28,700	28,350	11.76	1.66	NẮM GIỮ
HSG	28,035	-18%	361	165%	27,363	-2%	532	47%	11,900	11,800	9.5	0.9	NẮM GIỮ
BMP	4,337	11%	423	-1%	4,475	3%	437	3%	57,000	54,200	10.67	1.8	NẮM GIỮ

Đầu tư công

Chính trương và Ngân sách

Tại cuộc họp vào tháng 6 năm 2020, Bộ Chính trị đã nêu rõ chủ trương đẩy mạnh sản xuất, kinh doanh, phát triển kinh tế - xã hội. Đẩy mạnh giải ngân nguồn vốn đầu tư công được coi là một trong những giải pháp quan trọng để Việt Nam thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

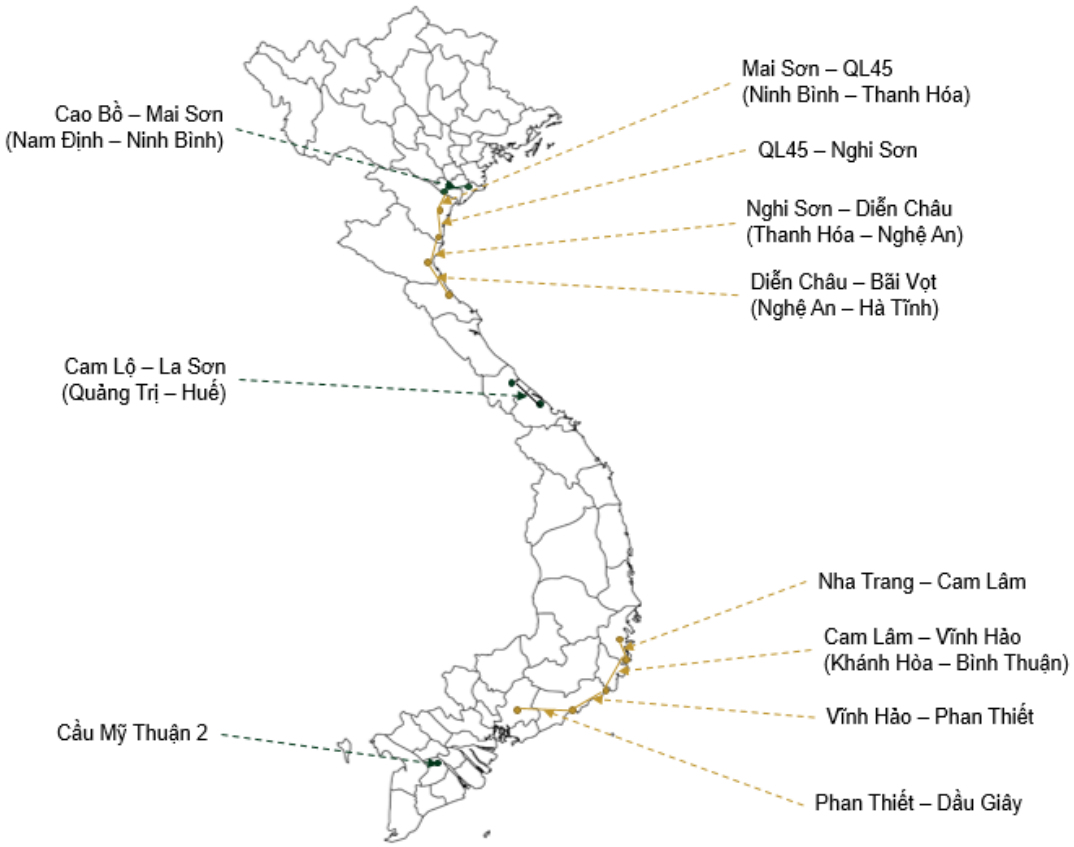
Vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà Nước tháng 5/2020 ước tính đạt 31.1 nghìn tỷ đồng, tăng 17.5% so với cùng kỳ năm trước. Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách Nhà Nước chỉ cho năm 2020 theo kế hoạch sẽ đạt gần 470 nghìn tỷ VND, tăng 24.9% so với năm trước. Tính đến tháng 6, vốn đầu tư chỉ mới thực hiện được 33% kế hoạch của năm, chúng tôi kỳ vọng tốc độ giải ngân sẽ được thực hiện nhanh hơn vào 6 tháng cuối năm.



(Nguồn: GSO, PHFM tổng hợp)

Theo dự toán ngân sách, Bộ Giao Thông Vận Tải với các công trình hạ tầng trọng điểm cùng với Bộ Nông Nghiệp và Phát Triển Nông Thôn được tập trung ngân sách đầu tư. Các công trình hạ tầng trọng điểm như sân bay Long Thành cùng các tuyến đường trọng điểm của cao tốc Bắc Nam được đặc biệt chú ý đến vì có thể nâng cao lợi thế cạnh tranh của quốc gia để có thể thu hút dòng vốn FDI.

Các tuyến đường trọng điểm của cao tốc Bắc Nam



(Nguồn: PHFM tổng hợp)

Trong các dự án trọng điểm trong năm 2020 thuộc cao tốc Bắc Nam có 11 dự án, trong đó 3 dự án thuộc đầu tư công và 8 dự án được chuyển đổi sang phương thức đầu tư theo đối tác công tư (PPP). Tuy nhiên, chỉ 7 trong 8 dự án cao tốc Bắc – Nam trọng điểm có các liên danh đủ điều kiện dự thầu, riêng dự án Vĩnh Hảo – Phan Thiết không có đơn vị đủ điều kiện để tiến đến vòng đấu thầu.

Luật PPP chính thức được thông qua

Đầu tư theo phương thức đối tác công tư (PPP) là phương thức đầu tư trên cơ sở hợp tác có thời hạn giữa Nhà nước và tư nhân thông qua việc ký kết và thực hiện hợp đồng dự án PPP nhằm thu hút nhà đầu tư tư nhân tham gia đầu tư xây dựng công trình, hệ thống cơ sở hạ tầng, cung cấp sản phẩm, dịch vụ công mà Nhà nước có trách nhiệm cung cấp.

Ngày 18/6/2020, Quốc hội chính thức thông qua Luật Đầu tư theo phương thức đối tác công tư. Có 5 lĩnh vực được đầu tư theo phương thức PPP bao gồm: (1) Giao thông; (2) Lưới điện, nhà máy điện; (3) Thủy lợi, cung cấp nước sạch, thoát nước, xử lý nước thải, chất thải; (4) Y tế, giáo dục - đào tạo và (5) Hạ tầng công nghệ thông tin. Trong đó, quy mô tổng mức đầu tư tối thiểu của dự án PPP đối với từng lĩnh vực hạ tầng không thấp hơn 200 tỷ đồng, trừ các dự án thuộc Y tế và Giáo Dục Đào Tạo. Một số điểm nổi bật của luật PPP:

- **Hình thức lựa chọn nhà đầu tư:** Có 2 hình thức lựa chọn nhà đầu tư được áp dụng trong đầu tư theo phương thức PPP. Phương thức đầu tiên là đấu thầu rộng rãi, là hình thức lựa chọn nhà đầu tư trong đó không hạn chế số lượng nhà đầu tư tham dự và áp dụng cho tất cả dự án PPP, trừ các trường hợp phải được lựa chọn theo hình thức đặc biệt. Phương thức thứ 2 là đàm phán cạnh tranh, là hình thức lựa chọn nhà đầu tư trong đó chỉ có một số nhà đầu tư đáp ứng yêu cầu thực hiện dự án được mời tham dự và áp dụng trong trường hợp dự án ứng dụng công nghệ cao thuộc danh mục công nghệ cao được ưu tiên đầu tư phát triển theo quy định của pháp luật về công nghệ cao hoặc dự án có yêu cầu công nghệ mới.

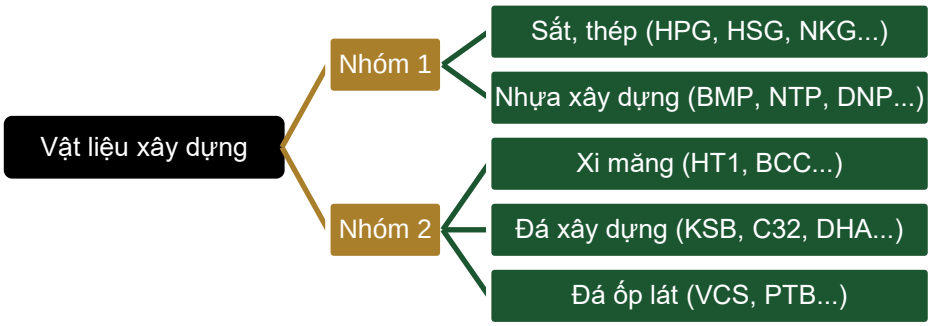
- **Mô hình công ty:** Sau khi có quyết định phê duyệt kết quả lựa chọn nhà đầu tư, nhà đầu tư chỉ được thành lập doanh nghiệp dự án PPP theo mô hình công ty trách nhiệm hữu hạn hoặc công ty cổ phần (không được là công ty đại chúng) và có mục đích duy nhất để ký kết, thực hiện hợp đồng dự án PPP. Doanh nghiệp được phát hành, mua lại trái phiếu riêng lẻ do mình đã phát hành, chứng khoán để huy động vốn thực hiện dự án PPP; không được phát hành trái phiếu riêng lẻ chuyển đổi và trái phiếu riêng lẻ kèm chứng quyền.

- **Cơ chế chia sẻ doanh thu:** Khi doanh thu thực tế đạt cao hơn 125% mức doanh thu trong phương án tài chính tại hợp đồng dự án PPP, Nhà đầu tư, doanh nghiệp dự án PPP chia sẻ với Nhà nước 50% phần tăng thu giữa doanh thu thực tế đó và doanh thu đạt ở mức 125% doanh thu trong phương án tài chính. Nhà nước chia sẻ với nhà đầu tư, doanh nghiệp dự án PPP 50% phần giảm thu giữa doanh thu thực tế và doanh thu cam kết tại hợp đồng đối với dự án PPP đáp ứng được một số điều kiện nhất định.

Chính vì một số điểm đặc biệt của luật PPP, các công ty có năng lực tài chính mạnh niêm yết trên sàn chứng khoán liên doanh với các công ty tư nhân khác để tham gia các dự án PPP. Các tập đoàn lớn quen thuộc xuất hiện trong các liên doanh như VCG, Trung Nam, Licogi, FCN, NVL, SCR…

Đánh giá chung về ảnh hưởng của đầu tư công lên nhóm VLXD

Chúng tôi chia nhóm VLXD thành 2 nhóm chính dựa vào sự mức độ công nghệ tham gia để tạo ra sản phẩm từ tài nguyên khai thác để đánh giá tác động của đầu tư công. Nhóm đầu tiên là nhóm Sắt thép và Nhựa xây dựng với quy mô sản xuất lớn, chi phí đầu tư vào nhà máy lớn với quy trình sản xuất phức tạp, mức độ tham gia của công nghệ vào quy trình sản xuất lớn. Nhóm thứ 2 là nhóm Xi măng và Đá xây dựng, những ngành sử dụng tài nguyên trực tiếp và quy trình sản xuất ít phức tạp hơn.



Vì tiêu thụ đá ốp lát gắn liền với xây dựng dân dụng nhiều hơn các công trình hạ tầng nên chúng tôi sẽ không đánh giá tác động của đá ốp lát trong bài viết này. Chúng tôi đánh giá các ngành trong nhóm 1 sẽ có nhiều cơ hội được hưởng lợi hơn nhóm ngành 2 do công nghệ sản xuất và hệ thống phân phối không phải gắn liền với các mỏ tài nguyên, tạo lợi thế cạnh tranh rõ ràng hơn. Tuy nhiên, dù nhóm ngành có thể được hưởng lợi lớn từ đầu tư công nhưng chỉ những công ty chuyên cung cấp nguyên vật liệu cho các công trình lớn mới có thể được hưởng lợi. Các công ty có tệp khách hàng thuộc khu vực xây dựng dân dụng cũng sẽ không được hưởng lợi. Bảng tóm tắt đánh giá tác động của ngành và các cổ phiếu được liệt kê bên dưới.

Bảng: Đánh giá tác động của đầu tư công lên các ngành

Ngành	Tác động lên ngành	Tác động lên cổ phiếu trong ngành
Thép	***	***
Nhựa	***	**
Xi măng	**	*
Đá xây dựng	*	*

(*** = Tiềm năng, ** = Ít tiềm năng, * = Không tiềm năng hoặc tiềm năng không rõ ràng)

Ngành Thép

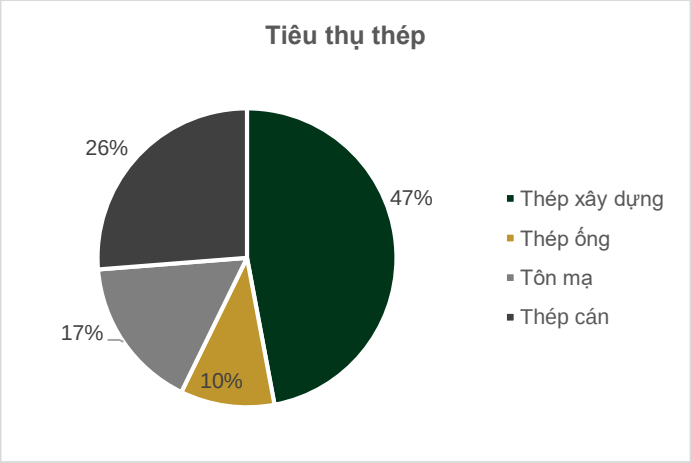
Chúng tôi đánh giá ngành thép có những cơ hội lớn để hưởng lợi từ chính sách đầu tư công. Trong nhóm ngành, chúng tôi đánh giá cao HPG với lợi thế cạnh tranh từ năng lực sản xuất của mình. Dù HSG và NKG cũng sẽ được hưởng lợi phần nào do sự kỳ vọng về các công trình dân dụng xây dựng từ những công trình gần các khu hạ tầng phát triển nhưng rủi ro đi kèm với các hoạt động kinh doanh trong quá khứ khiến cho cổ phiếu không thực sự hấp dẫn như HPG.

Sản lượng tiêu thụ thép

Trong bối cảnh thị trường ảm đạm do dịch bệnh, sản xuất và bán hàng các sản phẩm thép trong nước lần lượt giảm 8.5% và 11.6% so với cùng kỳ 2019. Tuy nhiên, tháng 5 cũng đã cho thấy sự hồi phục phần nào so với tháng 4 khi có lệnh cách ly xã hội, khi sản xuất thép và tiêu thụ tăng lần lượt là 12.6% và 9.7%.

Trong 5 tháng đầu năm 2020, thép xây dựng vẫn là sản phẩm được tiêu thụ nhiều nhất với tỷ trọng 47% trong tổng cơ cấu, tiếp đến vẫn là thép cán khi được sử dụng làm nguyên liệu đầu vô cho một số sản phẩm tôn khác với tỷ trọng chiếm 26%.

Tỷ trọng tiêu thụ của thép xây dựng trong 5 tháng đầu năm 2020 tăng lên 2% so với toàn năm 2019 (45% trong tổng cơ cấu) cho thấy nhu cầu sử dụng để xây dựng các công trình đã bắt đầu tăng nhanh.



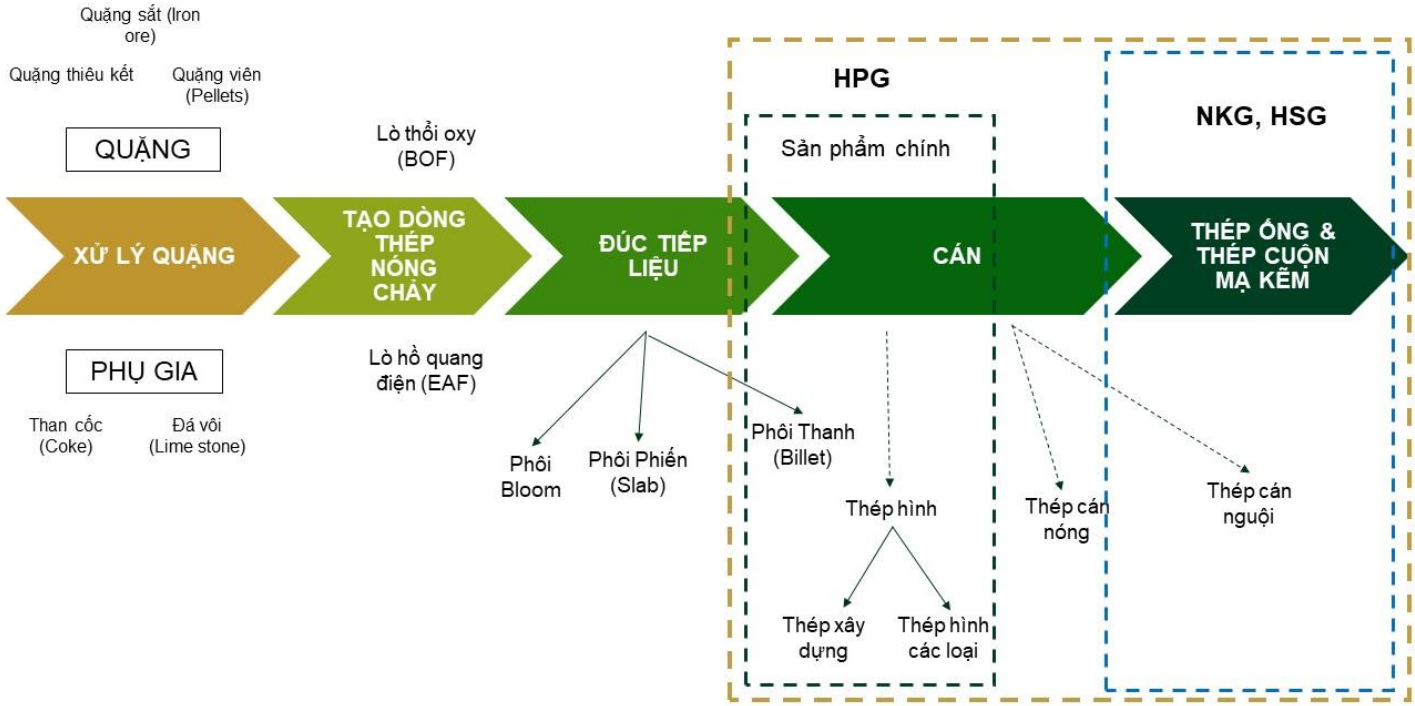
(Nguồn: VSA, PHFM tổng hợp)

Công nghệ sản xuất & phân khúc sản phẩm

Công nghệ sản xuất

Trong nhóm các công ty sản xuất thép xây dựng trên thị trường, HPG là công ty có công nghệ sản xuất khá hiện đại với 2 lò thổi oxy (BOF) với công suất sản xuất lên đến gần 4 triệu tấn thép/ năm. Đa phần các công ty ở Việt Nam đều sử dụng lò hồ quang điện (EAF) (HPG cũng có 1 lò) để sản xuất thép. Lò BOF sử dụng nguyên liệu đầu vào quặng sắt và các phụ gia rồi nung để tạo dòng thép nóng chảy; trong khi, lò EAF dùng nguyên liệu đầu vào là thép tái chế và phế liệu rồi nung chảy bằng điện để loại bỏ tạp chất. Chính vì thế chi phí để sản xuất của lò EAF đắt hơn BOF do sử dụng lượng điện năng lớn. Việc sở hữu được công nghệ tiên tiến giúp cho HPG có thể giảm giá thành nhưng vẫn giữ được chất lượng sản phẩm của mình.

Quy trình sản xuất & phân khúc sản phẩm



Nguồn: PHFM tổng hợp

Phân khúc sản phẩm

Chúng tôi dựa vào công đoạn sản xuất thép để phân chia các phân khúc sản phẩm. Có 3 nhóm sản phẩm chính tạo ra từ 3 giai đoạn – Đúc tiếp liệu, Cán và Mạ Kẽm. Trong giai đoạn đúc tiếp liệu, bằng việc nung chảy và loại bỏ tạp chất, dòng thép sẽ được đưa vào lò đúc phôi và tạo ra 3 loại phôi.

- Phôi thanh – Billet: dùng để sản xuất thép xây dựng và thép thành vằn
- Phôi phiến – Slab: dùng để sản xuất thép cán hoặc thép hình
- Phôi Bloom: được sử dụng thay thế cho phôi thanh và phôi phiến

Phôi thép là sản phẩm cơ bản đầu tiên và là nguyên liệu đầu vào để sản xuất các loại sản phẩm thép khác. Theo số liệu của Tổng cục Hải quan, sắt thép xuất sang Trung Quốc trong 5 tháng đầu năm 2020 của Việt Nam tăng hơn 763% về lượng, hơn 585% về giá trị so với cùng kì trong nước. Đóng góp chính cho sự tăng trưởng này là phôi thép và không bất ngờ khi doanh nghiệp có lượng xuất khẩu phôi thép lớn nhất là HPG. Trong năm 2020, HPG đã ký hợp đồng xuất khẩu phôi thép sang Trung Quốc với Tập đoàn CIEC Hàng Châu với sản lượng 120,000 tấn thép tương đương với giá trị 1,000 tỷ VND.

Sau khi tạo ra phôi, phôi được đưa vào các nhà máy cán ra các sản phẩm thép như là thép thanh xây dựng, thép hình, thép ray, thép cán nóng - nguội... Thép cán nguội là thành phẩm cuối cùng sau công đoạn cán. Thép cán sẽ được mạ kẽm để hoàn thiện bề mặt để tăng tuổi thọ sản phẩm. Thép cuộn mạ kẽm là nguyên liệu để sản xuất thép ống. Còn thép cán nguội cũng là nguyên liệu đầu vào để sản xuất tôn mạ.

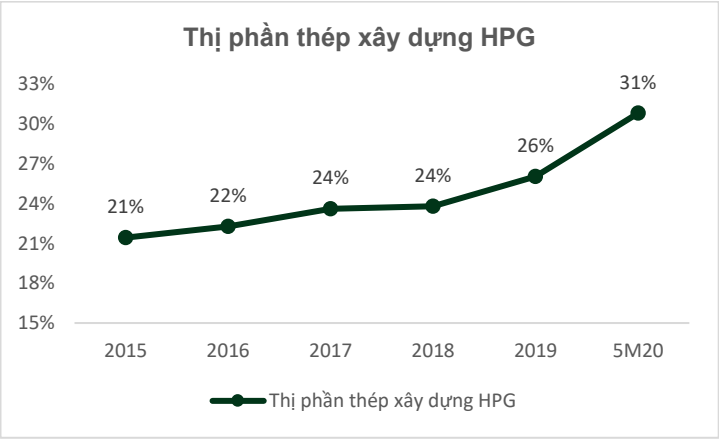
Trong phân khúc thép xây dựng, cạnh tranh trực tiếp với HPG là POM, VCA, Việt Nam Kyoei... Tuy nhiên, các doanh nghiệp này không có được năng lực sản xuất lớn như HPG. Trước năm 2017, thép xây dựng và ống thép các loại là sản phẩm chủ lực của HPG. Khi tổ hợp Dung Quất xây dựng xong, HPG sẽ bắt đầu mở rộng sang thị trường thép cán nóng (vốn chỉ có Formosa Hà Tĩnh là nhà sản xuất duy nhất ở Việt Nam) và đẩy mạnh sản xuất các sản phẩm tôn mạ.

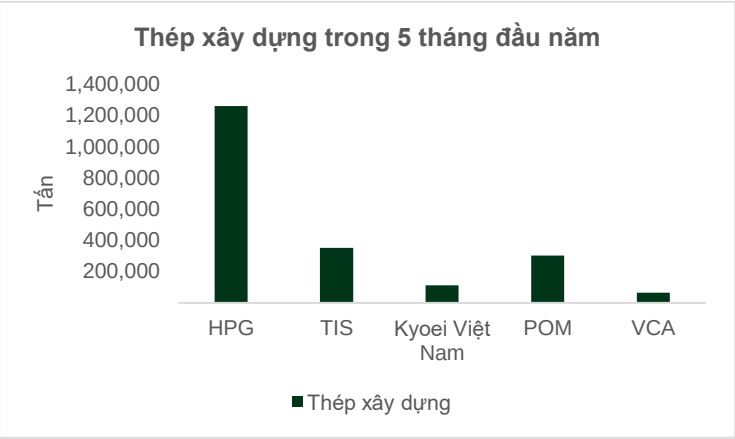
Thị trường tôn mạ hiện tại là HSG và NKG là 2 nhà sản xuất lớn nhất với tổng thị phần hơn 40% toàn thị trường. Nguyên liệu đầu vào chính của tôn mạ là thép cán. Tuy nhiên, Việt Nam cần phải nhập khẩu để đáp ứng đủ nhu cầu trong nước. Chính vì vậy, khi HPG đã tự chủ được nguồn cung thép cán, những doanh nghiệp của HSG và NKG cũng sẽ được hưởng lợi nhờ giá thành sản xuất nội địa có thể thấp hơn so với thép nhập khẩu.

Thép xây dựng

Trong ngành thép, HPG được xem là ứng cử viên sáng giá nhất trong việc hưởng lợi từ đầu tư công với sản phẩm chủ lực của công ty là thép xây dựng và thép ống. Sở hữu công nghệ tiên tiến, HPG chuyên cung cấp về các sản phẩm có thể thi công cho các công trình cao tầng và hạ tầng lớn.

Thị phần thép xây dựng của HPG trong 5 tháng đầu năm chiếm 31% tổng sản lượng tiêu thụ của thị trường, tăng 5% so với năm 2019. Trong khi toàn thị trường sản lượng thép bán ra giảm 11.6% so với cùng kỳ năm ngoái, HPG đã tận dụng cơ hội của mình để tăng thị phần và hướng đến tăng trưởng. Có thể nói, dịch Covid-19 có thể ảnh hưởng đến toàn ngành nói chung nhưng tạo ra cơ hội để công ty đứng đầu chiếm lấy thị phần của các công ty yếu hơn. Sản lượng thép xây dựng tiêu thụ của HPG hoàn toàn bỏ xa các công ty trong ngành.

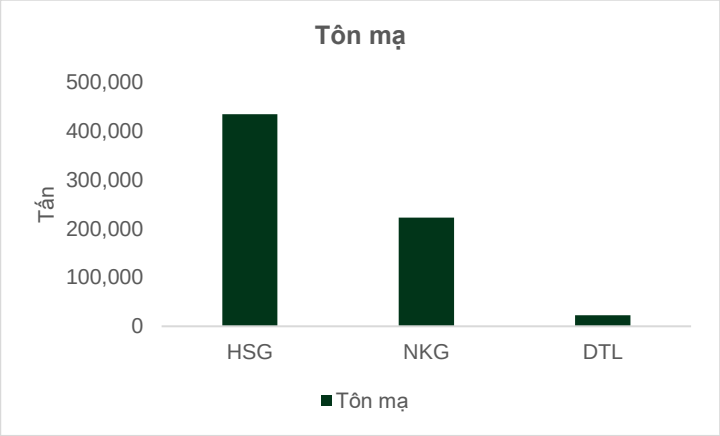


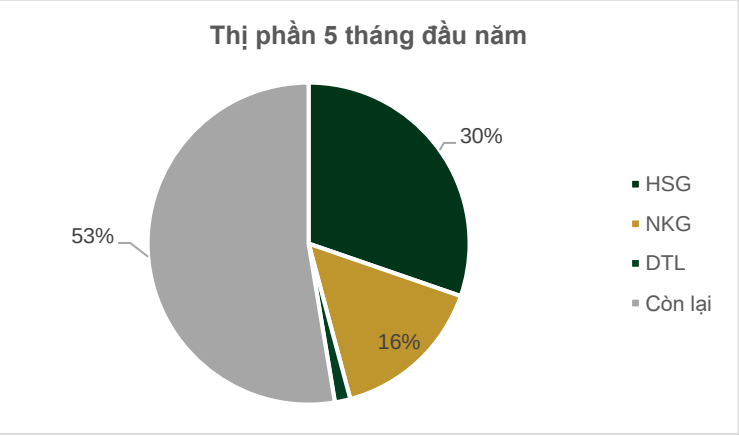


(Nguồn: VSA, HPG, Fiinpro, PHFM tổng hợp)

Tôn, mạ

Dù được kỳ vọng ít hơn khi không tham gia trực tiếp vào cung ứng nguyên liệu cho các công trình hạ tầng, tôn mạ vẫn được kỳ vọng về nhu cầu tiêu thụ ở việc xây các nhà máy, khu công nghiệp ở các thành phố vệ tinh cũng như trục đường xương sống.





(Nguồn: VSA, Fiinpro, PHFM tổng hợp)

HSG và NKG là những doanh nghiệp hàng đầu cung cấp sản phẩm tôn mạ với thị phần lớn trên thị trường. Bên cạnh tôn mạ, HSG cũng tham gia vào thị trường ống nhựa xây dựng và cạnh tranh trực tiếp thị phần với BMP và NTP. Tổng thị phần tôn mạ HSG và NKG trong 5 tháng đầu năm chiếm gần 46% thị trường. HSG đứng đầu với thị phần đạt 30% và NKG đứng sau với thị phần đạt 16%.

Tổng quan kết quả kinh doanh

Do ảnh hưởng của dịch Covid-19, kết quả kinh doanh quý 1 của tất cả công ty, trừ HPG, đều sụt giảm trong doanh thu. Mảng thép của HPG doanh thu vẫn đạt tăng trưởng hơn 30% YoY do chiến lược tăng thị phần miền Nam cùng với công suất sản xuất tăng thêm ở khu tổ hợp Dung Quất.

Hiệu quả hoạt động của HPG là tốt nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành do có mảng nông nghiệp hỗ trợ. Quý 1 là khoảng thời gian tăng trưởng đột biến của các đơn vị kinh doanh trong ngành nông nghiệp, đặc biệt là chăn nuôi thịt lợn khi giá thịt lợn tăng mạnh do thiếu nguồn cung. Biên lợi nhuận gộp của HPG đứng đầu với 19.6%, đứng sau là HSG là 18.6%. Tuy nhiên nếu so sánh EBITDA/Doanh thu thuần, có thể thấy HPG, với 22% so với NKG đứng thứ 2 là 8.9%, bỏ rất xa các đối thủ cùng ngành do khả năng tự chủ nguồn cung và quy trình sản xuất khép kín. Chi phí lớn mà HPG phải gánh chịu là khấu hao và lãi từ vốn vay xây dựng nhà máy Dung Quất.

Bảng: Tổng hợp KQKD quý 1 năm 2020

Mã CK	Doanh thu thuần	YoY	LNST	YoY	Biên LN gộp	Tổng tài sản	Tổng nợ/VCSH	EBITDA/DTT
HPG	19,233	28.5%	2,305	27.3%	19.60%	107,109	0.80	22.0%
HSG (*)	5,779	-16.4%	201	277.8%	18.60%	16,983	1.5	7.4%
NKG (**)	2,452	-16.7%	41	n/a	8.60%	7,958	0.60	8.9%
POM	2,519	-19.3%	(56)	33.4%	3.50%	11,470	0.70	3.8%
TIS	2,158	-23.2%	5	-42.1%	4.80%	9,883	0.80	3.2%
DTL	401	-38.1%	(95)	-269.0%	-11.60%	2,685	0.70	2.2%
VCA	471	-32.3%	8	-18.7%	5.80%	495	0.50	4.1%

Nguồn: PHFM tổng hợp

(*) Năm tài chính kết thúc của HSG là 30 tháng 09 hàng năm, số liệu so sánh được dùng là trong 3 tháng 1, 2 và 3
(**) Quý 1 năm 2019, NKG có kết quả kinh doanh lỗ

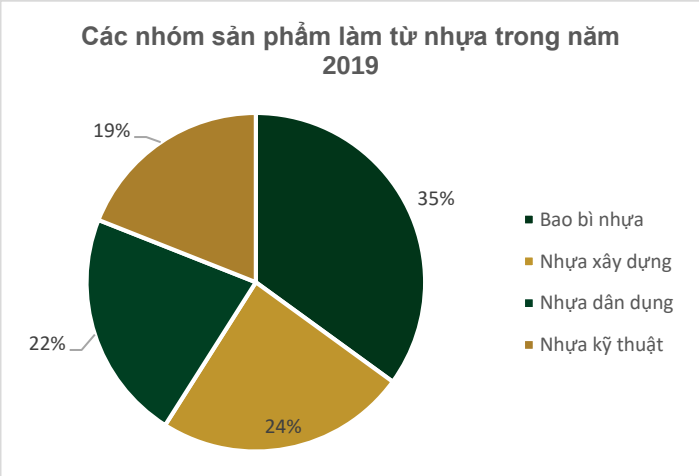
Nhờ thêm kinh doanh các sản phẩm ống nhựa xây dựng, HSG cũng có được biên lợi nhuận tương đối tốt do tận dụng hệ thống phân phối sẵn có rộng lớn và giá nguyên vật liệu đầu vào thấp do giá dầu. Đối với tất cả công ty còn lại trong ngành, giai đoạn hiện tại thực sự khó khăn khi tất cả phải cố gắng duy trì biên lợi nhuận ở mức thấp để có thể cạnh tranh bán được hàng, duy trì thị phần. Điều này gây sức ép rất lớn đến lợi nhuận sau thuế của các công ty. POM và DTL đã có kết quả kinh doanh hoàn toàn không khả quan khi lỗ sau thuế quý 1 lần lượt là 56 tỷ VND và 95 tỷ VND.

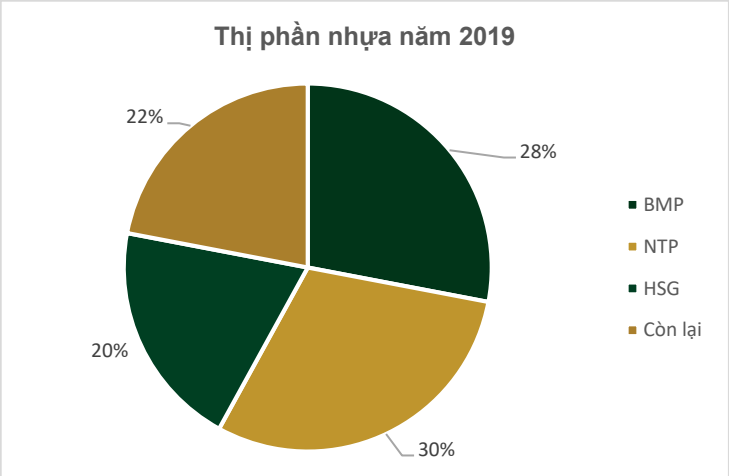
Ngành Nhựa xây dựng

Thị trường nhựa

Sản phẩm được làm từ nhựa được chia thành 4 nhóm chính: Bao bì, Dân dụng, Xây dựng và Kỹ thuật. Một cách khái quát, phân loại sản phẩm được chia theo công dụng của chúng. Nhựa dân dụng là các sản phẩm dân dụng được dùng trong sinh hoạt hàng ngày. Trong khi, nhựa xây dựng được phục vụ riêng cho các công trình xây dựng còn nhựa kỹ thuật thì được dùng làm linh kiện để sản xuất các thiết bị khác. Trong phạm vi bài viết, chúng tôi sẽ chỉ đề cập đến nhựa xây dựng.

Các công ty lớn niêm yết trên sàn chứng khoán cung cấp nhựa xây dựng là BMP, DPC, DNP, NTP, HSG. Trong đó, BMP, NTP và HSG là 3 nhà cung cấp nhựa xây dựng lớn nhất. NTP chiếm lĩnh thị trường miền Bắc với thị phần 60% và BMP chiếm lĩnh thị trường miền Nam với thị phần 43%. Tuy nhiên sự tham gia của HSG từ năm 2017 gây lên sức ép lớn lên BMP và NTP. Cả 3 công ty liên tục thực hiện các mức chiết khấu lớn để có thể duy trì thị phần của mình.





(Nguồn: VPA, Báo cáo thường niên các công ty, PHFM tổng hợp và ước tính)

Ống nhựa là sản phẩm chính mà các công ty sản xuất nhựa dùng để cung cấp cho các dự án xây dựng, tuy nhiên các công ty cũng cạnh tranh ở những phân khúc khác nhau. Trong khi, BMP, NTP và HSG tập trung vào cung cấp ống nhựa uPVC hay PPR cho xây dựng dân dụng thì DNP chọn phân khúc ống nhựa cho các công trình hạ tầng lớn. Sản phẩm của DNP tập trung vào sản xuất các ống HDPE có độ bền cơ học cao hơn so với ống uPVC nên phù hợp với các công trình hạ tầng. (tên gọi của các sản phẩm ống nhựa được bắt nguồn từ tên hóa học nguyên liệu tạo thành – uPVC được làm từ Polivinyl Clorua, PPR được làm từ Polypropylene, còn HDPE được làm từ Polythylene).

Cập nhật kết quả kinh doanh

BMP là công ty duy trì tăng trưởng lẫn cả ở doanh thu và LNST trong quý 1 năm 2020. Sản lượng ống nhựa BMP bán được trong quý 1 tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái nhờ các đơn đặt hàng lớn. Ngoài ra giá vốn đầu vào thấp do sự sụt giảm trong giá dầu đã giúp biên lợi nhuận được cải thiện. Các công ty còn lại trong ngành gặp những khó khăn nhất định trong quý 1 khi phải chứng kiến sự sụt giảm trong doanh thu hay LNST.

Bảng: Tổng hợp KQKD quý 1 năm 2020

Mã CK	Doanh thu thuần	YoY	LNST	YoY	Biên LN gộp	Tổng tài sản	Tổng nợ/VCSH	EBITDA/DTT
BMP	1,020	9.5%	102	12.4%	24%	2,949	0.02	17.6%
NTP	960	-4.2%	76	5.6%	32%	4,223	0.52	15.4%
DNP	937	73.6%	3	-61.0%	16%	7,928	2.25	13.2%
DPC	18	-7.4%	1	-36.7%	31%	78	0.70	7.4%

Nguồn: PHFM tổng hợp, HSG đã được tóm tắt trong nhóm sắt thép

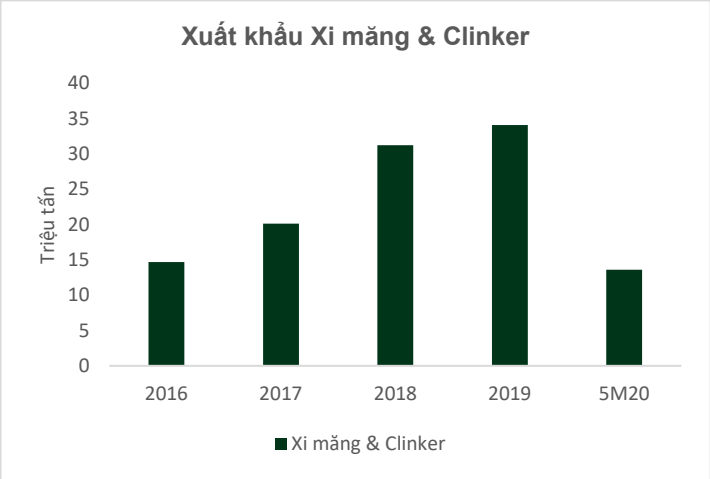
Biên lãi gộp của NTP là cao nhất trong nhóm chúng tôi theo dõi. Tuy nhiên, biên lãi gộp cao của NTP do phương pháp hạch toán chiết khấu bán hàng khác với BMP. BMP ghi nhận chiết khấu bán hàng trong các khoản giảm trừ doanh thu thì NTP ghi nhận chiết khấu trong chi phí bán hàng. DNP dù tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong quý 1 năm 2020 nhưng biên lợi nhuận không cao. Nguyên nhân giá nguyên liệu đầu vào cho sản phẩm chủ lực là ống HDPE cao và giá bán cho các công trình với số lượng lớn không được tốt như 2 doanh nghiệp BMP và NTP. Ngoài ra, DNP cũng thực hiện gia công các sản phẩm nhựa cho các đơn đặt hàng riêng nên biên lợi nhuận khá thấp, chỉ đạt 2% - 3%. Các khách hàng chính của DNP là Tổng Công ty Đầu tư và Xây dựng Cấp Thoát Nước và Môi Trường Việt Nam, WASECO, Vinaconex 17…

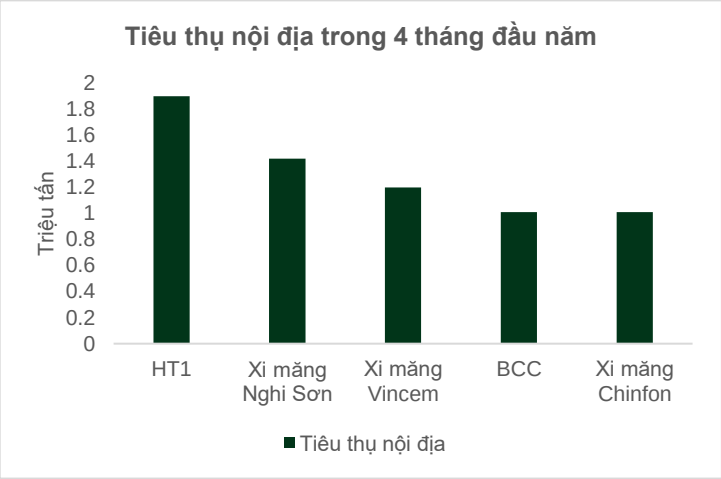
Với chủ trương đẩy mạnh đầu tư công của Chính Phủ, DNP có tiềm năng lớn được hưởng lợi. Tuy nhiên, tỷ lệ nợ cao của DNP làm cho công ty không hấp dẫn so với các công ty trong ngành dù tỷ lệ tăng trưởng của công ty luôn duy trì ở mức cao. Biên lợi nhuận thấp cũng gây sức ép lớn LNST của doanh nghiệp. Với kế hoạch sản xuất trong năm 2020, DNP đặt kế hoạch lợi nhuận trong năm 2020 khá thận trọng chỉ với 5 tỷ VND lợi nhuận trước thuế, giảm 87% so với cùng kỳ.

Ngành Sản xuất Xi Măng

Tình trạng thừa cung ở thị trường sản xuất xi măng

Theo Vụ Vật liệu xây dựng (Bộ Xây dựng), trong năm 2020 dự kiến sẽ có 2 dây chuyền sản xuất xi măng đi vào vận hành, đưa tổng số dây chuyền sản xuất xi măng của cả nước lên con số 86 với tổng công suất đạt 106 triệu tấn. Nếu dự kiến xuất khẩu sẽ đạt 34 triệu tấn bằng với năm 2019 thì tiêu thụ nội địa sẽ phải đạt 72 triệu tấn, tăng 7% so với cùng kỳ năm ngoái. Với tình hình dịch bệnh hiện tại, rất khó để tiêu thụ nội địa có thể hấp thụ được nguồn cung từ sản xuất.





(Nguồn: VNCA, GSO, Fiinpro, PHFM tổng hợp)

Tình hình xuất khẩu sang các thị trường cũng gặp khó khăn. 3 thị trường xuất khẩu xi măng lớn nhất của Việt Nam là Trung Quốc, Phillipines và Bangladesh. Trong 5 tháng đầu năm, sản lượng xuất khẩu xi măng qua Trung Quốc tăng 26% so với cùng kỳ, chiếm 52% tỷ trọng xuất khẩu. Trong khi đó, xuất khẩu sang thị trường Phillipines và Bangladesh giảm lần lượt là 29% và 10% so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng xuất khẩu 5 tháng giảm 1.35% so với năm 2019. Dù sản lượng xuất sang Trung

Quốc tăng mạnh so với cùng kỳ nhưng giá trị xuất khẩu chỉ tăng 7%. Giá bán xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc chỉ đạt trung bình 33.4 USD/tấn, thấp hơn 30% so với giá trung bình xuất sang các nước Đông Nam Á là 48.2 USD/tấn.

Chúng tôi đánh giá việc xuất khẩu sang thị trường Trung Quốc sẽ không tác động tích cực dài hạn khi giá thành thấp như vậy. Các doanh nghiệp phụ thuộc vào xuất khẩu sẽ gặp khó khăn trong thời gian sắp tới khi dịch bệnh vẫn chưa được kiểm soát hoàn toàn ở phạm vi toàn cầu. Tiêu thụ nội địa sẽ phải là điều mà các doanh nghiệp trong nước hướng đến.

Tổng quan kết quả kinh doanh quý 1

Sản xuất xi măng trong quý I/2020 đạt sản lượng 19.55 triệu tấn, giảm 11.4 % so với mức 22.06 triệu tấn của cùng kỳ năm 2019. Cùng đó, sản lượng tiêu thụ cũng chỉ ở mức 17.85 triệu tấn, giảm 20.9%. Do tiêu thụ chậm, lượng tồn kho bình quân toàn ngành sản xuất xi măng đã tăng lên 4.8 triệu tấn, tăng 135.3% và gấp 2.35 lần so với cùng kỳ năm 2019 là 2.04 triệu tấn. Lượng xi măng xuất khẩu cũng ở chỉ mức 6.6 triệu tấn, giảm 21.4%.

Bảng: Tổng hợp KQKD quý 1 năm 2020

Mã CK	Doanh thu thuần	YoY	LNST	YoY	Biên LN gộp	Tổng tài sản	Tổng nợ/VCSH	EBITDA/DTT
HT1	1,732	-13.3%	105	-1%	17.0%	9,752	0.56	21.2%
BCC	1,051	13.8%	19	-23%	12.3%	4,689	0.68	11.6%
BTS	689	-4.6%	11	-47%	13.0%	3,565	0.92	13.0%
CLH	152	1.0%	6	-3%	11.5%	327	0.32	14.2%
HOM	404	4.4%	0	-90%	10.1%	1,751	0.33	9.7%
TXM	34	-39.4%	-1	-53%	17.8%	132	0.00	-3.9%
TBX	4	-70.5%	-1	-2114%	1.1%	33	0.16	-14.6%
VCX	189	3.1%	-1	82%	5.7%	718	2.50	10.1%

Nguồn: PHFM tổng hợp

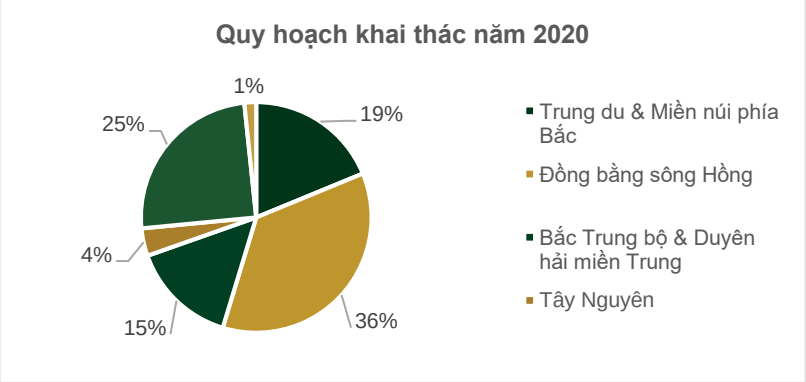
LNST của các doanh nghiệp sản xuất xi măng niêm yết đều giảm so với cùng kỳ năm ngoái. Các doanh nghiệp phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu đều có kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh so với cùng kỳ. HT1 là doanh nghiệp duy trì được LNST trong giai đoạn khó khăn nhờ kiểm soát tốt chi phí dù doanh thu sụt giảm 13.3%. HT1 cũng có chiến lược định giá sản phẩm khá linh hoạt khi tăng giá bán ở các khu vực có nhu cầu mạnh từ nửa cuối năm 2019, điều này giúp cho HT1 duy trì được biên lợi nhuận khá cao trong ngành.

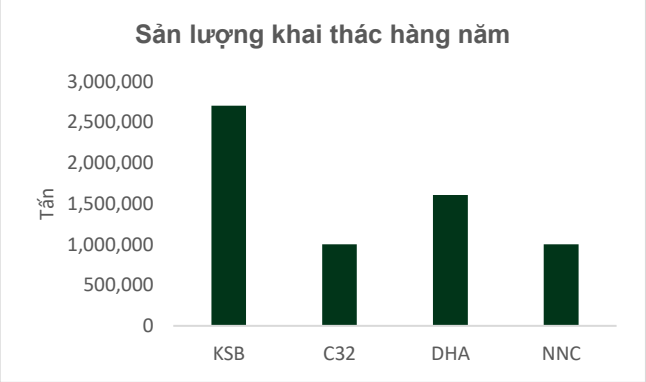
Để đối phó với tình hình dịch bệnh, các doanh nghiệp đã thực hiện những chiến lược khác nhau để tồn tại. Trong khi doanh thu của HT1 giảm -13.3% YoY do suy giảm sản lượng bán ra thì BCC đạt được tăng trưởng +13.8% YoY nhờ chiến lược giảm giá hàng bán để duy trì thị phần. HT1 tập trung vào quản lý chi phí giúp cho LNST của công ty đạt mức giảm thấp so với toàn ngành.

Ngành Đá

Các mỏ đá của Việt Nam

Việt Nam có tổng tài nguyên đá xây dựng trên 53 tỷ m3, phân bố hầu hết ở các vùng, đủ khả năng khai thác phục vụ cho nhu cầu xây dựng trong nước trong thời gian dài. Theo quyết định số 1469/QĐ-TTg, nhu cầu sử dụng đá theo quy hoạch trong năm 2020 sẽ đạt 181 triệu m3, trong đó nhu cầu tiêu thụ đá xây dựng ở khu vực Đồng Bằng Sông Hồng là lớn nhất với sản lượng đạt 36% toàn quốc.





(Nguồn: Quyết định số 1469/QD-TTg, Báo cáo thường niên các công ty, PHFM tổng hợp)

Tuy nhiên, các doanh nghiệp niêm yết trên sàn tập trung khai thác các mỏ đá ở khu vực Đông Nam Bộ, tập trung ở các tỉnh Đồng Nai, Bình Phước và Bình Dương. Trong đó, KSB là doanh nghiệp sở hữu nhiều mỏ đá nhất với 5 mỏ đá lớn còn thời gian khai thác với sản lượng khai thác hàng năm khoảng 2.7 triệu m3.

Bảng: Tổng hợp các mỏ đá & công ty ở khu vực Đông Nam Bộ

Công ty	Vị trí mỏ đá	Tỉnh
CTI, DND, DHA, VLB	Tân Cang, Biên Hòa	ĐỒNG NAI
CTI, KSB, DND, DHA, VLB	Thiện Tân, Vĩnh Cửu	
VLB	Soklu, Thống Nhất	
NNC	Núi Nhỏ, Dĩ An	BÌNH DƯƠNG
KSB	Phước Vĩnh, Phú Giáo	
BMJ	An Bình, Phú Giáo	
KSB	Tân Mỹ, Bắc Tân Uyên	
DHA	Núi Gió, Hớn Quản	BÌNH PHƯỚC

Nguồn: PHFM tổng hợp

Bộ GTVT đã gửi công văn xuống UBND các tỉnh có các tuyến đường cao tốc trên địa bàn tỉnh hỗ trợ cung cấp nguyên vật liệu phục vụ thi công dự án. Ngoại trừ dự án sân bay Long Thành – Đồng Nai ở khu vực gần các mỏ đá khai thác của các công ty khai thác thì các khu vực khác đều có những công ty tư nhân khác cung ứng cho các cao tốc, vậy nên chúng tôi đánh giá không cao về tiềm năng tác động của đầu tư công lên hoạt động kết quả kinh doanh của các công ty khai thác đá xây dựng.

Tổng quan kết quả kinh doanh

Vì sản lượng khai thác hàng năm của các công ty không thể vượt qua sản lượng được cấp phép nên doanh thu của các công ty khai thác đá khá ổn định trong quý 1 năm 2020 khi mức sụt giảm không đáng kể trừ NNC. C32 có doanh thu tăng ấn tượng nhờ có thêm mảng thầu xây dựng và có dự án năm 2019 vẫn tiếp tục được hoạt động. Đặc điểm chung của các doanh nghiệp khai thác đá là biên lợi nhuận gộp khá cao. Các doanh nghiệp hoạt động đa ngành như C32 và CTI thì có biên lợi nhuận thấp hơn so với các công ty trong ngành.

Bảng: Tổng hợp KQKD quý 1 năm 2020

Mã CK	Doanh thu thuần	YoY	LNST	YoY	Biên LN gộp	Tổng tài sản	Tổng nợ/VCSH	EBITDA/DTT
KSB	296	-0.1%	51	-9.6%	42.7%	3,995	0.70	29.3%
C32	163	25.7%	19	163.0%	22.5%	922	0.56	21.3%
DHA	71	-2.7%	16	-1.5%	34.5%	433	0.00	31.4%
NNC	98	-11.2%	21	-19.4%	29.7%	394	0.00	28.3%
DND	153	-20.0%	18	-28.7%	49.1%	4,615	1.75	59.1%
CTI	218	-1.2%	24	-7.4%	21.3%	824	0.00	17.4%
VLB	296	-0.1%	51	-9.6%	42.7%	3,995	0.70	29.3%

Nguồn: PHFM tổng hợp

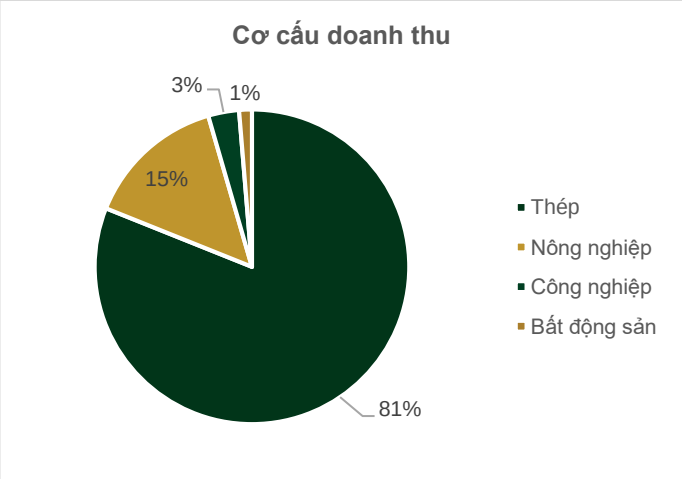
Trong các doanh nghiệp ngành khai thác đá, KSB là doanh nghiệp sở hữu nhiều mỏ đá sản lượng khai thác đá lớn và có chất lượng tốt hơn so với các công ty cùng ngành. Tình hình tài chính của KSB, tại thời điểm 1Q20, khá tốt với cơ cấu tài sản khá an toàn khi Tổng nợ/VCSH đạt 0.7 và Tỷ số thanh toán nhanh đạt 1.36. Tuy nhiên, chúng tôi không đánh giá cao KSB vì khoản đầu tư ủy thác 1,311 nghìn tỷ VND trên báo cáo tài chính. Khoản đầu tư này không được chi tiết trong báo cáo quý và báo cáo kiểm toán cuối năm, điều này làm e ngại rủi ro khoản mục này chưa được ghi nhận theo giá trị thực tế tại thời điểm lập báo cáo tài chính. Chúng tôi đánh giá cao chất lượng tài sản của C32 và DHA trong ngành đá với tỷ lệ nợ thấp, lượng tiền mặt cao. Tuy nhiên, thanh khoản giao dịch của các cổ phiếu này không thực sự hấp dẫn.

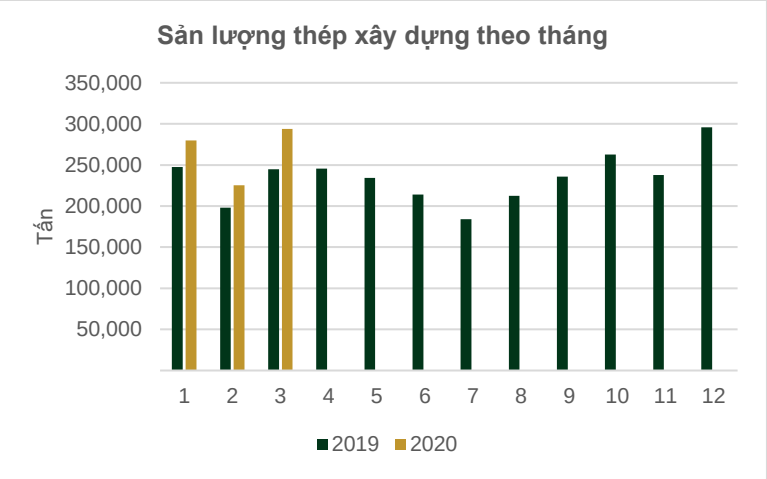
Các cổ phiếu tiêu biểu

HPG - Công ty cổ phần Tập đoàn Hòa Phát (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1:

Doanh thu quý 1 đạt 19.2 nghìn tỷ VND (+29% YoY) và LNST đạt 2.3 nghìn tỷ VND (+27% YoY). Sự tăng trưởng trong kết quả kinh doanh được đóng góp lớn cho sự tăng trưởng của mảng thép và mảng nông nghiệp. Thép tiêu thụ (không bao gồm sản lượng phôi thép) trong quý 1 đạt 732,000 tấn (+5% YoY) với sự tăng trưởng của xuất khẩu thép với sản lượng xuất khẩu đạt 135,000 tấn (+75% YoY). Tổng sản lượng thép xây dựng tăng 16%, tuy nhiên sản lượng ống thép tiêu thụ của HPG giảm 21% so với cùng kỳ năm ngoái và vẫn duy trì được hơn 30% thị phần ống thép. Biên lợi nhuận của mảng thép bị thu hẹp do bắt đầu ghi nhận khấu hao của tổ hợp Dung Quất, tỷ suất lợi nhuận hoạt động giảm từ 16% từ quý 1 năm ngoái xuống còn 12%. LNST được đóng góp lớn từ mảng nông nghiệp do giá thịt lợn trong quý 1 tăng hơn 50%, tỷ suất lợi nhuật hoạt động của mảng nông nghiệp tăng từ 6% trong quý 1 năm ngoái lên 50% trong năm 2020.





(Nguồn: HPG, Fiinpro, PHFM tổng hợp)

Triển vọng doanh nghiệp

- Với công nghệ sản xuất được các sản phẩm thép xây dựng đặc thù cho các công trình hạ tầng lớn, HPG được kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ chính sách đầu tư công
- Tham gia vào thị trường HRC sẽ là bước đệm cho HPG lấn sang thị trường tôn mạ, đồng thời cũng là nhà cung cấp nguyên liệu cho các công ty sản xuất tôn mạ như HSG, NKG
- Cơ cấu tài chính mạnh cùng với việc kinh doanh các ngành hoạt động hỗ trợ hiệu quả (nông nghiệp, bất động sản khu công nghiệp) tạo nền tảng vững chắc cho công ty tiếp tục hoạt động trong thời điểm khó khăn

Định giá và khuyến nghị:

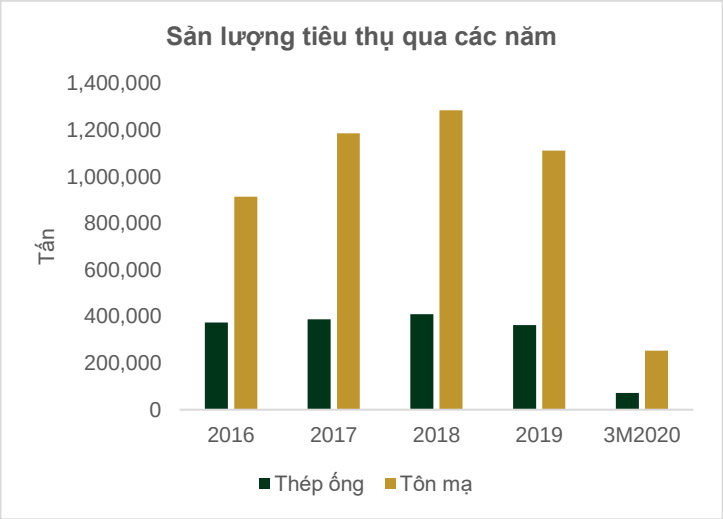
Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	27,453	33,283	46,162	55,836	63,658	81,947
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	3,485	6,602	8,007	8,501	7,578	8,088
EPS (VND)	4,755	7,833	5,278	4,003	2,720	2,441
Tăng trưởng EPS (%)	-27%	65%	-33%	-24%	-33%	-10%
Giá trị sổ sách (VND)	19,706	23,425	21,282	19,127	17,210	17,307
Cổ tức tiền mặt (VND)	10%	15%	N/A	N/A	N/A	5%

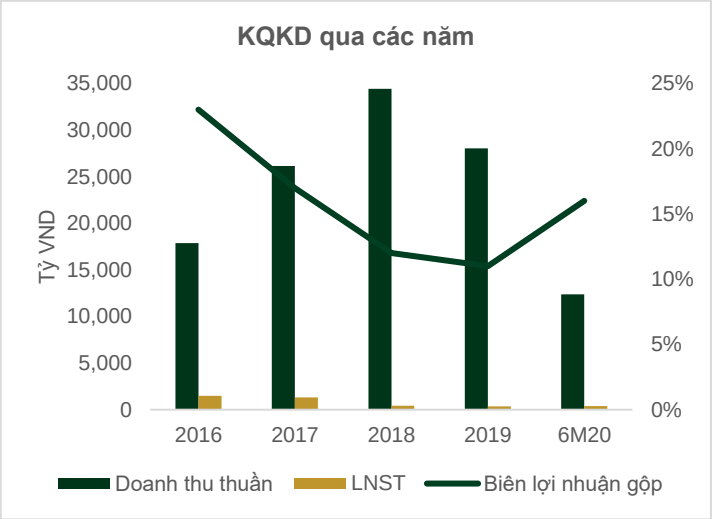
Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ đạt 81,947 tỷ VND (+29% YoY) và LNST đạt 8,088 tỷ VND (+7% YoY) cho cả năm 2020. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E với mục tiêu là 10x; chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu HPG là 28,700 VNĐ/CP, khuyến nghị : NẮM GIỮ đối với cổ phiếu HPG.

HSG - Công ty Cổ phần Tập đoàn Hoa Sen (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1 (quý 2 theo năm tài chính của HSG):

Doanh thu đạt 5.8 nghìn tỷ VND (-16% YoY) và LNST đạt 201 tỷ VND (+261% YoY). Sự tăng trưởng mạnh ở LNST trong khi sản lượng bán hàng giảm do giá thép HRC đầu vào giảm mạnh giúp cho biên lợi nhuận tăng từ 10% lên 16% trong 2 quý năm 2020. Sản lượng tôn bán trong 2 quý giảm 5% so với cùng kỳ năm ngoái, trong đó tiêu thụ nội địa tăng 6% và xuất khẩu giảm 13%. Sản lượng ống thép bán ra cũng giảm 13% so với cùng kỳ năm ngoái. Dù vậy, HSG vẫn duy trì được thị phần của mình trong thị phần ống thép và tôn với hơn 20% tổng thị phần. Chi phí lãi vay giảm 19% tương ứng với tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu giảm từ 1.7 xuống còn 1.4. Điều này cũng góp phần giúp cho LNST của HSG tăng trưởng tốt.





(Nguồn: HSG, Fiinpro, PHFM tổng hợp)

Triển vọng & rủi ro doanh nghiệp

Với thị trường tôn mạ đứng nhất Việt Nam và tham gia thêm vào thị trường cung cấp ống nhựa, HSG được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì thị phần của mình trong thời điểm khó khăn của nền kinh tế. Khi chu kỳ đi xuống kết thúc và thị trường bất động sản khởi sắc trở lại, HSG được kỳ vọng sẽ trở lại thời kỳ hiệu quả của mình.

Tuy nhiên, hiệu quả hoạt động của HSG phụ thuộc nhiều vào giá nguyên liệu đầu vào được cung cấp bởi các công ty liên quan của người đứng đầu. Chúng tôi cho rằng đó là một rủi ro nhà đầu tư cần cân nhắc khi đầu tư vào HSG.

Định giá & khuyến nghị

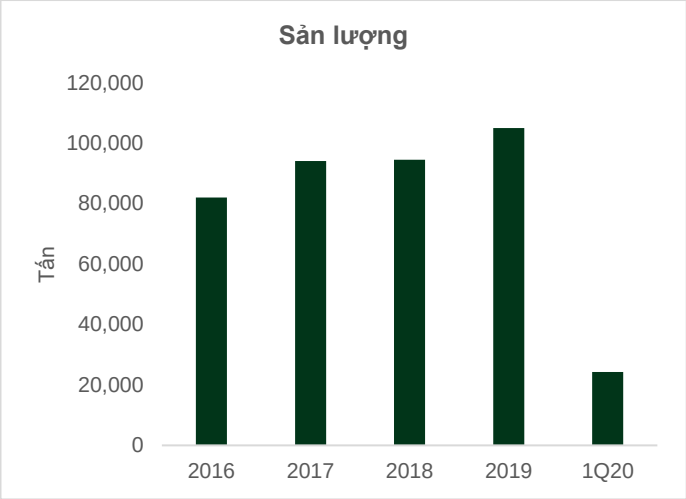
Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	16,945	19,739	28,269	34,100	28,035	27,363
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	715	1,754	1,225	136	361	532
EPS (VND)	3,309	4,226	3,672	928	820	1,256
Tăng trưởng EPS (%)	3%	28%	-13%	-75%	-12%	2%
Giá trị sổ sách (VND)	26,622	18,769	14,217	13,665	12,724	13,799
Cổ tức tiền mặt (VND)	15%	20%	105	5%	n/a	n/a

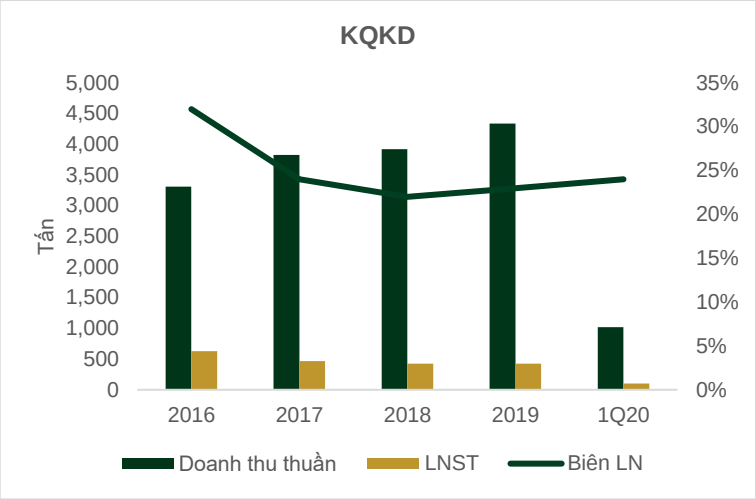
Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ đạt 27,363 tỷ VND (-2% YoY) và LNST đạt 532 tỷ VND (+47% YoY) cho cả năm 2020. Sử dụng phương pháp định giá DCF và P/E với mục tiêu là 7x; chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu HSG là 11,900 VNĐ/CP, khuyến nghị : NẮM GIỮ đối với cổ phiếu HSG.

BMP - Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh (HOSE)

Kết quả kinh doanh quý 1:

Doanh thu đạt 1,020 tỷ VND (+12% YoY) và LNST đạt 102 tỷ VND (+10% YoY). Biên lợi nhuận tăng từ 22.6% lên 24.1% trong năm 2020 do giá nguyên vật liệu đầu vào giảm theo giá dầu. Nhờ chiến lược chú trọng vào đẩy mạnh doanh số bán thông qua đại lý thay vì trực tiếp bán cho các công trình, doanh thu tăng cùng với sản lượng ống nhựa đạt 24,330 tấn trong quý 1, tăng 10% so với cùng kỳ năm ngoái. Dù doanh thu tăng nhưng chi phí bán hàng và chi phí quản lý cũng tăng mạnh hơn, tăng 46% so với cùng kỳ năm ngoái. LNST đạt được kết quả khả quan do có được từ doanh thu tài chính từ các khoản tiền gửi. Doanh thu tài chính tái 1Q20 đạt 18 tỷ trong khi cùng kỳ năm ngoái chỉ đạt 500 triệu VND. Tiền mặt dồi dào và ít nợ vay là một thế mạnh tài chính của BMP so với các doanh nghiệp cùng ngành.





Triển vọng & rủi ro doanh nghiệp

BMP là doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất trong nhóm ngành nhựa xây dựng với cơ cấu tài chính lành mạnh – nợ vay thấp và tiền mặt dồi dào. BMP cũng thường xuyên chia cổ tức ở mức cao. Với tình hình tài chính lành mạnh, BMP dễ dàng chiếm lĩnh thị phần và vượt qua được giai đoạn khó khăn của nền kinh tế hiện tại.

Giá dầu liên tục ở mức thấp giúp cho nguyên liệu đầu vào của BMP được cải thiện. Kỳ vọng biên lợi nhuận của BMP sẽ tiếp tục được duy trì ở mức gần 25% trong các năm tới.

Định giá & khuyến nghị

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	2,792	3,309	3,825	3,920	4,337	4,475
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	519	627	465	428	423	437
EPS (VND)	11,410	13,796	5,677	5,224	5,164	5,338
Tăng trưởng EPS (%)	38%	21%	-59%	-8%	-1%	3%
Giá trị sổ sách (VND)	37,782	44,313	50,516	29,918	29,973	30,164
Cổ tức tiền mặt (VND)	40%	65%	35%	40%	45%	30%

Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ đạt 4,475 tỷ VND (3% YoY) và LNST đạt 437 tỷ VND (+3% YoY) cho cả năm 2020. Sử dụng phương pháp định giá DCF chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu BMP là 57,000 VNĐ/CP, khuyến nghị: NẮM GIỮ đối với cổ phiếu BMP.

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%
Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%
Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.
Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).
Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479 Fax: (+84-28) 5 413 5472
Customer Service: (+84-28) 5 411 8855 Call Center: (+84-28) 5 413 5488
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng
Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478
Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3
Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi Nhánh Thanh Xuân
Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Phone: (84-24) 6 250 9999
Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình
Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi Nhánh Hà Nội
Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đống Mác, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
Phone: (84-24) 3 933 4566
Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng
Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng
Phone: (+84-225) 384 1810
Fax: (+84-225) 384 1801