

Ngành Vật liệu xây dựng

Báo cáo cập nhật

3 tháng 10, 2014

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **75.600**

Giá thị trường (3/10/2014) 69.500

Lợi nhuận kỳ vọng +8,7%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	63.060 - 82.940
Vốn hóa	3.161
SL cổ phiếu lưu hành	45.478.480
KLGD bình quân 10 ngày	31.063
% sở hữu nước ngoài	49,0%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,3%
Beta	0,93

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Phi Hùng

(84 4) 3928 8080 ext 607

nguyenphihung@baoviet.com.vn

Triển vọng Q3/2014. Theo chúng tôi, trong quý 3/2014, BMP có thể đạt khoảng 571 tỷ đồng doanh thu (tăng 9% so với cùng kỳ) và 85 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (giảm 2,5% so với cùng kỳ).

- ❑ **Sản lượng tiêu thụ:** Theo chúng tôi ước tính, sản lượng tiêu thụ của BMP trong quý này có thể đạt khoảng 11.700 tấn, tăng khoảng 2% so với cùng kỳ năm trước.
- ❑ **Giá nguyên liệu tăng khoảng 3% so với cùng kỳ.** Giá PVC thế giới trung bình trong quý 3/2014 đạt khoảng 1.041 USD/tấn và giá HDPE đạt khoảng 1.590 USD/tấn. So với cùng kỳ năm 2013, giá PVC tăng khoảng 1,8% và giá HDPE tăng khoảng 8,7%. Tính trung bình, chi phí nguyên liệu của BMP trong quý 3/2014 tăng khoảng 3% so với cùng kỳ năm 2013.
- ❑ **Giá bán đầu ra không thay đổi:** Giá bán của BMP trong quý 3/2014 không thay đổi. Tuy nhiên, do giá nguyên liệu đầu vào tăng, nên biên lợi nhuận gộp của BMP trong quý 3 dự kiến giảm xuống còn khoảng 25,5%, giảm so với mức 29,1% trong cùng kỳ năm 2013.

Dự báo cả năm 2014. Chúng tôi ước tính, BMP có thể tiêu thụ được khoảng 49.600 tấn sản phẩm trong năm 2014, đạt doanh thu khoảng 2.141 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 390 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt khoảng 8.582 đồng. Hoạt động tiêu thụ sản phẩm ống nhựa của BMP trong năm 2014 vẫn tương đối ổn định. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của giá nguyên liệu tăng nên biên lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2014 có thể sẽ giảm xuống còn khoảng 27% (biên gộp năm 2013 là 29,8%). Chúng tôi cũng xin lưu ý là ước tính của chúng tôi về lợi nhuận năm 2014 của BMP chưa tính đến khả năng BMP có thể phải hạch toán khoản truy thu thuế thu nhập doanh nghiệp (75 tỷ đồng) vào kết quả kinh doanh 2014, do những thông tin về cách thức hạch toán khoản truy thu thuế này chưa được xác định rõ ràng.

Khuyến nghị đầu tư. Trong ngắn hạn, tốc độ tăng trưởng của BMP đang ở mức thấp do nền kinh tế phục hồi chậm và ngành xây dựng và bất động sản vẫn còn gặp nhiều khó khăn. Do vậy, chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phần BMP, với mức giá kỳ vọng là **75.600**.

Một số chỉ tiêu tài chính của BMP

Chỉ số tài chính	2012	2013	2014F	Q3/2013	Q3/2014F
Doanh thu (triệu đồng)	1.890.746	2.088.145	2.140.629	523.368	571.424
EBITDA (triệu đồng)	552.973	572.953	583.472	144.305	134.085
EBIT (triệu đồng)	480.240	496.758	500.000	125.257	113.217
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	360.526	370.801	390.297	87.060	84.857
EPS (đồng/cổ phần)	10.306	8.153	8.582	2.489	1.866
P/E (x)	6,65	8,40	7,98	27,53	36,71
P/B (x)	1,88	2,19	2,09	2,19	2,09
ROA (%)	27,8%	24,3%	23,8%	6,1%	5,2%
ROE (%)	31,0%	27,5%	26,8%	6,8%	6,0%

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	29,52%
Sở hữu nước ngoài	49,00%
Sở hữu khác	21,48%

CÓ ĐỒNG LỚN

SCIC	29,52%
Nawaplastic Industry Co,Ltd	15,7%
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	7,69%
Vietnam Holding LTD	5%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Doanh thu	1.826	1.891	2.088	2.141	2.310
Giá vốn	1.356	1.302	1.466	1.562	1.686
Lợi nhuận gộp	471	589	622	579	624
Doanh thu tài chính	15	15	31	23	25
Chi phí tài chính	9	7	18	17	18
Lợi nhuận sau thuế	295	361	371	390	414

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014F	2015F
Tiền & khoản tương đương tiền	89	345	468	478	506
Các khoản phải thu ngắn hạn	352	351	389	401	433
Hàng tồn kho	317	337	372	381	411
Tài sản cố định hữu hình	285	281	277	267	249
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	21	27	28	28	29
Tổng tài sản	1.166	1.423	1.631	1.655	1.736
Nợ ngắn hạn	115	149	216	222	235
Nợ dài hạn	2	0	2	2	2
Vốn chủ sở hữu	1.049	1.274	1.425	1.487	1.514
Tổng nguồn vốn	1.166	1.423	1.631	1.655	1.736

Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014F	2015F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	29%	4%	10%	3%	8%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	7%	22%	3%	5%	6%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	26%	31%	30%	27%	27%
Lợi nhuận thuần biên (%)	16%	19%	18%	18%	18%
ROA (%)	27%	28%	24%	24%	24%
ROE (%)	31%	31%	27%	27%	27%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,7%	0,3%	0,6%	0,6%	0,6%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	0,8%	0,3%	0,6%	0,6%	0,7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	8.419	10.306	8.153	8.582	9.112
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.995	36.420	31.333	32.697	34.229

Triển vọng quý 3/2014

Triển vọng Q3/2014. Theo chúng tôi, trong quý 3/2014, BMP có thể đạt khoảng 571 tỷ đồng doanh thu (tăng 9% so với cùng kỳ) và 85 tỷ đồng LNST (giảm 2,5% so với cùng kỳ). Hoạt động tiêu thụ các sản phẩm ống nhựa của BMP trong quý 3/2014 vẫn diễn ra tương đối ổn định, với sản lượng tiêu thụ ước đạt khoảng 11.700 tấn. Trong quý 3/2014, giá bán trung bình không thay đổi nhiều, nhưng giá nguyên liệu đã tăng khoảng 3% so với cùng kỳ. Do vậy, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp của Công ty trong quý 3/2014 giảm xuống còn khoảng 25,5%, giảm so với mức 29,1% trong cùng kỳ năm 2013.

Ước tính kết quả kinh doanh Q3/2014 của BMP

Chỉ tiêu	Q3/2013	Q3/2014F	% thay đổi	Lũy kế 2013	Lũy kế 2014F	% thay đổi
- Doanh thu (tỷ đồng)	523	571	9%	1.552	1.691	9%
- Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	87	85	-2,5%	283	277	-2%

Nguồn: BMP, BVSC ước tính

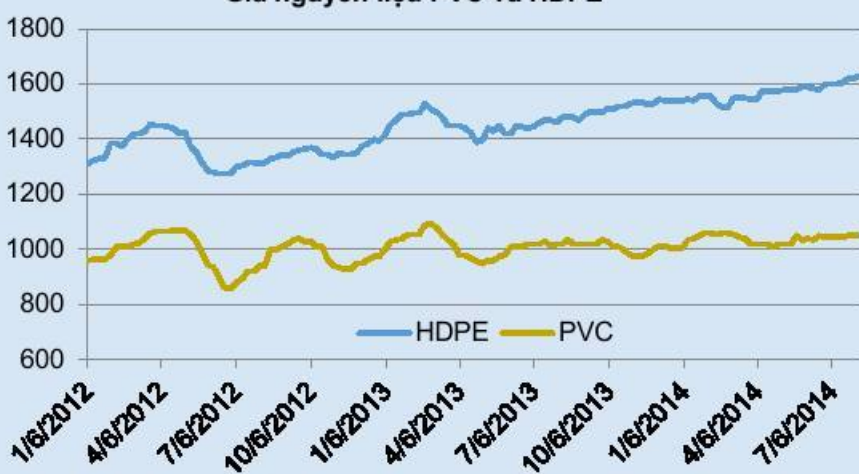
Dự báo KQKD 2014

Theo chúng tôi, năm 2014, BMP có thể tiêu thụ được khoảng 49.600 tấn, đạt doanh thu khoảng 2.141 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt khoảng 390 tỷ đồng, tương đương với EPS đạt khoảng 8.582 đồng. So với năm 2013, doanh thu của Công ty tăng khoảng 3% và lợi nhuận sau thuế tăng khoảng 5%. Hoạt động tiêu thụ sản phẩm ống nhựa của BMP trong 6 tháng cuối năm 2014 vẫn diễn ra tương đối ổn định. Tuy nhiên, do ảnh hưởng của giá nguyên liệu tăng nên biên lợi nhuận gộp của Công ty trong năm 2014 có thể sẽ giảm xuống còn khoảng 27% (trong khi biên gộp năm 2013 là 29,8%).¹

Chúng tôi xin lưu ý, mức dự báo về lợi nhuận của chúng tôi chưa tính đến khả năng BMP có thể bị hạch toán truy thu thuế trong năm 2014. Theo quyết định của Cục thuế TP.HCM trong tháng 7/2014, BMP phải nộp tổng cộng 75 tỷ đồng tiền truy thu thuế thu nhập doanh nghiệp cho giai đoạn 2009-2010 và được miễn 42 tỷ đồng tiền phạt chậm nộp thuế thu nhập doanh nghiệp và phạt vi phạm hành chính đối với số thuế bị truy thu. Hiện nay BMP chưa xác định cách thức hạch toán số tiền truy thu thuế này. Trong trường hợp nếu BMP được hạch toán tiền truy thu thuế trên Bảng cân đối kế toán bằng cách ghi giảm lợi nhuận chưa phân phối hoặc ghi giảm Quỹ đầu tư phát triển thì lợi nhuận sau thuế của BMP năm 2014 sẽ không bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, nếu BMP phải ghi tăng số thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp trong năm 2014 thì lợi nhuận sau thuế sẽ bị giảm tương ứng, và trong trường hợp này, nếu BMP có thể xin hạch toán dần dần số tiền truy thu thuế trong một vài năm thì mức độ ảnh hưởng lên lợi nhuận sau thuế trong năm 2014 sẽ ít hơn.

¹ Trong năm 2014, mặc dù biên lợi nhuận được dự báo giảm, nhưng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế lại cao hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu là do thuế suất thuế TNDN năm 2014 giảm xuống còn 22%.

Dự báo kết quả kinh doanh 2014 của BMP

Chỉ tiêu	2013	2014F	%	Cơ sở dự báo
Doanh thu	2.088	2.141	3%	Sản lượng tiêu thụ năm 2014 ước đạt 49.600 tấn. Giá bán trung bình tăng khoảng 6% so với năm trước.
Giá vốn	1.466	1.562	7%	Giá nguyên liệu đầu vào đang trong xu hướng tăng và hiện đã tăng khoảng 10% so với năm trước. Biên lợi nhuận gộp năm 2014 dự báo ở mức khoảng 27%.
Giá nguyên liệu PVC và HDPE				
				
<i>Nguồn: Bloomberg</i>				
Lợi nhuận gộp	622	579	-7%	
Chi phí tài chính	18	17	-5%	
Chi phí bán hàng	69	92	33%	Chi phí bán hàng trong 6 tháng cuối năm ở mức khoảng 4,3% so với doanh thu, bằng với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu trung bình của 2 quý đầu năm.
Chi phí QLDN	71	53	-26%	Chi phí quản lý doanh nghiệp trong 6 tháng cuối năm ở mức khoảng 2,5% so với doanh thu, bằng với tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu trung bình của 2 quý đầu năm.
LN sau thuế	371	390	5%	Thuế TNDN năm 2014 giảm xuống còn 22%.
EPS	8.153	8.582	5%	

Mở rộng công suất sản xuất

Hiện nay BMP có 3 nhà máy, nhà máy 1 tại trụ sở chính tại 240 Hậu Giang (Q6 TP.HCM), một nhà máy tại khu công nghiệp Sóng Thần (Bình Dương) và một nhà máy tại Hưng Yên (miền Bắc). Tổng công suất thiết kế của 3 nhà máy này, nếu chạy 100% công suất là 80.000 tấn/năm. Công ty khai thác nhà máy 1 vào khoảng 80% sản lượng thiết kế, nhà máy Sóng Thần chạy 74% sản lượng thiết kế còn nhà máy tại miền Bắc chỉ chạy khoảng 25% sản lượng thiết kế do nhà

máy tại Hưng Yên chủ yếu sản xuất ống lớn (1.200mm) và thị trường này rất mới. Như vậy, với thị trường tiêu thụ chính của BMP là khu vực phía nam thì các nhà máy ở khu vực này đang hoạt động ở mức 75%-80% công suất.

Nhằm đáp ứng nhu cầu ống nhựa xây dựng tăng lên trong tương lai và khả năng sẽ phải di dời nhà máy tại Q6, TP.HCM ra khỏi thành phố, BMP hiện đang xây dựng nhà máy thứ 4 ở Long An trong khu đất rộng 16 ha, vừa để mở rộng công suất, vừa để dự phòng khi nhà máy tại TP.HCM sẽ phải di dời. Tổng vốn đầu tư cho toàn dự án dự kiến là 1.200 tỷ đồng trong vòng 5 năm từ 2014-2018, và sẽ làm tăng công suất sản xuất của BMP tăng thêm gấp 3 lần. Tuy nhiên, trong giai đoạn đầu, Công ty dự kiến sẽ xây dựng một nhà xưởng rộng 3 ha với tổng chi phí đầu tư là 160 tỷ đồng. Nhà xưởng này đã được khởi công từ quý 1-2014 và dự kiến sẽ có thể bắt đầu vận hành từ quý 2-2015.

Triển vọng ngành ống nhựa xây dựng Việt Nam

Trong giai đoạn 2006-2011, ngành ống nhựa đạt tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 28%/năm. Tuy nhiên, kể từ năm 2012 đến nay, tốc độ tăng trưởng của ngành ống nhựa đã chững lại, với tốc độ tăng trưởng trung bình giai đoạn 2011-2014 ước ở mức khoảng 4,5%/năm. Các sản phẩm ống nhựa xây dựng chủ yếu được sử dụng trong xây dựng và cải tạo nhà ở. Do vậy, tăng trưởng của ngành ống nhựa xây dựng gắn với sự phát triển của ngành bất động sản.

Xét về dài hạn, ngành bất động sản của Việt Nam trong dài hạn có rất nhiều triển vọng với xu hướng đô thị hoá ngày càng tăng và nhu cầu cải tạo nhà ở cao tại các khu đô thị. Tỷ lệ đô thị hoá của Việt Nam hiện đang ở mức khoảng 33% (theo Bộ xây dựng), và tốc độ đô thị hoá ở Việt Nam đạt 3,4%/năm (theo WB). Thêm vào đó, sự tăng lên nhanh chóng của tầng lớp trung lưu cũng dẫn đến nhu cầu cao về nhà ở mới và nhu cầu cải tạo nhà ở (theo điều tra của Cushman & Wakefield châu Á - Thái Bình Dương, số hộ gia đình thuộc tầng lớp trung lưu đã tăng gấp đôi trong vòng 5 năm qua). Do vậy, triển vọng dài hạn của ngành ống nhựa xây dựng còn rất lớn.

Trong ngắn hạn, mặc dù thị trường bất động sản đã có một số dấu hiệu phục hồi trong 2 năm qua chủ yếu ở phân khúc gắn với nhu cầu thực, nhưng cơ bản thị trường bất động sản đang phải đối mặt với một số khó khăn do tình trạng dư cung, tồn kho bất động sản ở mức cao, nợ xấu của ngân hàng cao và tốc độ tăng trưởng tín dụng thấp. Việc xử lý nợ xấu trong hệ thống ngân hàng sẽ có thể phải mất ít nhất là 3 năm. Do vậy, theo chúng tôi, trong 2 - 3 năm tới, thị trường ống nhựa xây dựng vẫn sẽ có tốc độ tăng trưởng chậm (khoảng 4%-5%/năm). Khi nợ xấu của ngân hàng được xử lý và tín dụng trong nền kinh tế tăng lên thì thị trường bất động sản sẽ có thể hồi phục và kéo theo sự tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ ống nhựa.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phần BMP, với mức giá kỳ vọng là **75.600**, cao hơn 8,7% so với mức giá thị trường hiện tại của cổ phần BMP. BMP hiện là một trong hai công ty sản xuất ống nhựa xây dựng lớn nhất Việt Nam. Trong ngắn hạn, tốc độ tăng trưởng của BMP đang ở mức thấp do nền kinh tế phục hồi chậm và ngành xây dựng và bất động sản vẫn còn gặp nhiều khó khăn dẫn đến nhu cầu tiêu thụ ống nhựa xây dựng chững lại.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999