

CÔNG TY CỔ PHẦN NHỰA BÌNH MINH (BMP - HOSE)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá cổ phiếu (VND)	137,000
Giá mục tiêu (VND)	180,000
Tiềm năng tăng/giảm (%)	31.4
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	4.6
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	78.6
Tăng trưởng giá so với VNI- (%)	79.3
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	6,238.4
SL CP lưu hành (triệu cp)	45.5
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	2.9
P/E Forward (x)	9.2
P/B (x)	2.5
P/E VN-Index (x)	13.1

Nguồn: HOSE, MSI

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Qua 38 năm hình thành và phát triển, đến nay Nhựa Bình Minh vẫn được người tiêu dùng đánh giá là doanh nghiệp nhựa hàng đầu và uy tín trong ngành nhựa Việt Nam nói chung và ngành nhựa vật liệu xây dựng nói riêng. BMP chuyên cung cấp các loại ống và phụ tùng ống nhựa, các sản phẩm nhựa kỹ thuật cao cho các ngành cấp thoát nước, bưu chính viễn thông, điện lực, xây dựng và dân dụng, các loại bình xịt sử dụng trong ngành công nghiệp... với các dòng sản phẩm chủ yếu như:

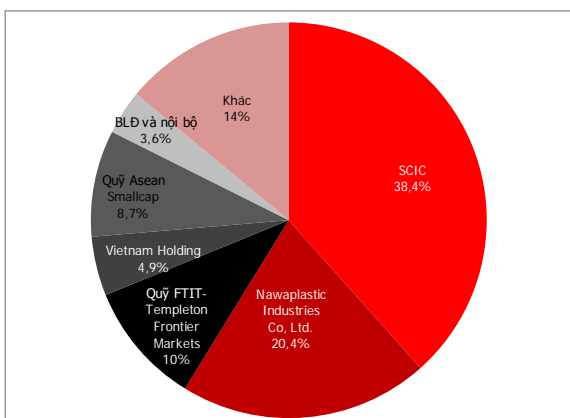
- Ống và phụ tùng uPVC (đường kính: 21-630 mm), dùng trong các ngành cấp thoát nước, điện lực, bưu chính viễn thông, xây dựng và dân dụng.
- Ống và phụ tùng HDPE (đường kính: 16-1.200 mm), dùng trong các ngành cấp thoát nước, điện lực, xây dựng và dân dụng, đặc biệt là cho các vùng nước phèn và nước mặn.
- Ống gân HDPE thành đôi và phụ tùng (đường kính: 110-1500 mm), đặc biệt dùng trong ngành thoát nước hạ tầng, điện lực.
- Ống và phụ tùng PP-R (đường kính: 20-160 mm), dùng cho nước nóng và nước lạnh, chịu áp lực cao.
- Các sản phẩm khác như bình xịt dùng trong công nghiệp (1L, 5L, 10L), nón bảo hộ lao động... với chất lượng cao.

Hiện BMP sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp cả nước với khoảng 100 cửa hàng cấp 1 và 1.300 cửa hàng cấp 2, và hơn 80% cửa hàng kinh doanh ống nhựa trên toàn quốc có kinh doanh sản phẩm của Nhựa Bình Minh.

Theo số liệu thống kê sơ bộ, thị phần nội địa của BMP chiếm khoảng 50% khu vực phía Nam, 5% khu vực phía Bắc và 20-30% các tỉnh thành khác.

Từ tháng 10/2015, nhà máy Nhựa Bình Minh tại Long An đã bắt đầu đi vào hoạt động sau khi giai đoạn 1 của nhà máy này được hoàn thành với công suất là 5.000 tấn/năm (chủ yếu là các sản phẩm phụ tùng ống), nâng tổng công suất của BMP lên 85.000 tấn/năm. Điều này sẽ giúp Nhựa Bình Minh có thể đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ ngày càng cao và mở rộng thị phần của Công ty.

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 03/2016)



Nguồn: BMP, MSI

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

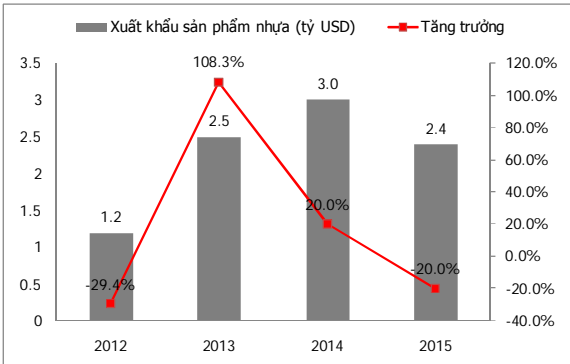
Tính đến hết 16/03/2016, cơ cấu cổ đông của BMP không có sự thay đổi so với trước đây khi SCIC hiện vẫn là cổ đông lớn nhất với tỷ lệ sở hữu là 38,4%. Cổ đông ngoại lớn nhất của BMP - Nawaplastic đang nắm giữ 20,4% cổ phần và muốn nâng tỷ lệ sở hữu tại BMP lên mức tối đa, đặc biệt khi SCIC chuẩn bị thoái vốn khỏi BMP. FTIT-Templeton Frontier Markets hiện vẫn giữ tỷ lệ sở hữu 10%. Quỹ Asean Smallcap hiện đang nắm 8,7% cổ phần. Vietnam Holding và Ban lãnh đạo cùng nội bộ Công ty giữ lần lượt là 4,9% và 3,6% cổ phần. BMP hiện đang là 1 trong những doanh nghiệp được nhà đầu tư nước ngoài quan tâm nhiều nhất khi luôn trong tình trạng kín room cho khối ngoại (49%).

Nhựa Bình Minh sẽ xin ý kiến cổ đông về vấn đề tăng room cho nhà đầu tư nước ngoài trong Đại hội đồng cổ đông thường niên 2016, dự kiến sẽ được tổ chức vào ngày 28/04/2016.

Chuyên viên Phân tích

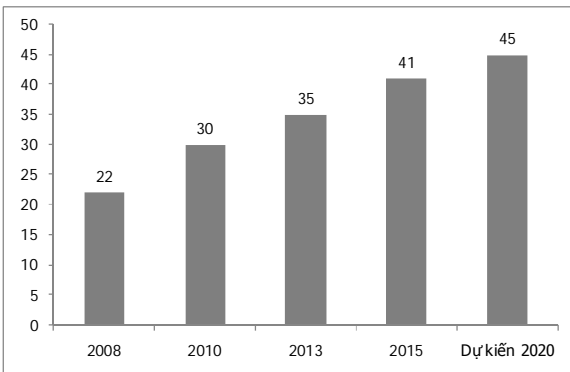
Bùi Ngọc Lan Phương - phuongbnl@msi.com.vn

Giá trị xuất khẩu sản phẩm nhựa của VN 2012-2015



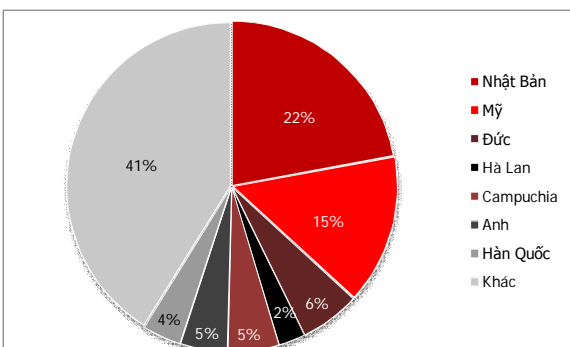
Nguồn: MSI tổng hợp

Mức tiêu thụ nhựa bình quân trên đầu người tại VN qua các năm (kg/người/năm)



Nguồn: MSI tổng hợp

Cơ cấu thị trường XK sản phẩm nhựa 6T.2015



Nguồn: MSI tổng hợp

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Theo Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA), ngành nhựa Việt nam trong giai đoạn 2010-2015 có mức tăng trưởng rất ấn tượng, đạt 15%-18%/năm, chỉ sau ngành viễn thông và dệt may, khiến ngành nhựa được đánh giá là một trong những ngành năng động, mũi nhọn của Việt Nam. Theo đó, Việt Nam có gần 3.000 doanh nghiệp nhựa với doanh thu trung bình vào khoảng 250.000 tỷ đồng/năm. Hiện nay, các sản phẩm nhựa của Việt Nam đang có mặt tại gần 160 nước với kim ngạch xuất khẩu ngành nhựa tăng khá mạnh, đạt 2,4 tỷ USD trong năm 2015, hơn gấp đôi mức 1,2 tỷ USD của năm 2012. Thị trường xuất khẩu truyền thống của các doanh nghiệp nhựa Việt Nam là Nhật Bản, Mỹ, một số nước thuộc khu vực Châu Âu (Đức, Hà Lan,...) và ASEAN (Campuchia, Indonesia, Philippine ...). Gần đây, Hàn Quốc đã trở thành một thị trường xuất khẩu lớn mới của các nhà xuất khẩu nhựa Việt Nam.

Tại Việt Nam, mức tiêu thụ nhựa bình quân trên đầu người tăng nhanh qua các năm, hiện ở mức 41 kg/người/năm và dự kiến sẽ đạt mức 45 kg/người/năm vào năm 2020. Mức tiêu thụ nhựa bình quân ở Việt Nam vẫn thấp hơn mức trung bình thế giới là 47 kg/người/năm. Điều này cho thấy thị trường tiêu thụ nhựa tại Việt Nam vẫn là một mảnh đất màu mỡ cho các doanh nghiệp nhựa khai thác. Bên cạnh đó, các Hiệp định tự do thương mại Việt Nam đã và đang ký kết như TPP, FTAs, và RCEP (hiện đang trong giai đoạn đàm phán cuối cùng) cũng là những yếu tố tích cực giúp cho sản phẩm nhựa Việt Nam tăng khả năng cạnh tranh khi xuất khẩu sang các thị trường khác. Đặc biệt, RCEP sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam mở rộng phạm vi khu vực nguồn nguyên liệu được đảm bảo yêu cầu quy tắc xuất xứ (nếu nguồn nguyên liệu sản xuất của các doanh nghiệp Việt Nam được nhập từ 1 trong 16 nước như Australia, Newzealand, Ấn Độ, Hàn Quốc, Nhật Bản, các nước khu vực Đông Nam Á ... đều đáp ứng quy tắc xuất xứ) để được hưởng ưu đãi giảm thuế xuất khẩu còn từ 0%-5%.

Các sản phẩm nhựa Việt Nam được chia làm 4 nhóm chính: nhựa bao bì, nhựa gia dụng, nhựa vật liệu xây dựng và nhựa kỹ thuật.

- Nhựa bao bì:** Đây là dòng sản phẩm có giá trị gia tăng thấp nhưng lại chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu xuất khẩu sản phẩm nhựa của Việt Nam. Tuy nhiên hiện thị trường xuất khẩu túi, bao bì nilon đang gặp khó khăn do: (1) EU đã thông qua quy định về hạn chế sử dụng túi nhựa và xu hướng chuyển sang dùng các loại túi, bao bì tự phân hủy, (2) Mỹ tiếp tục kéo dài việc áp thuế chống trợ cấp và thuế chống bán phá giá đối với các sản phẩm túi, bao bì nhựa PE nhập khẩu từ Việt Nam. Vì thế nên gần đây, Bộ tài chính đã ban hành TT 16/2016/TT-BTC điều chỉnh thuế nhập khẩu nguyên liệu hóa dầu và hạt nhựa PP (Polypropylen) trong Biểu thuế nhập khẩu ưu đãi (mức thuế mới này được áp dụng từ 06/03/2016). Theo đó, mức thuế suất nhập khẩu hạt nhựa PP sẽ được giảm về mức 1%, giúp giảm nhẹ gánh nặng cho các doanh nghiệp nội địa chuyên sản xuất túi, bao bì nilon bằng hạt nhựa PP.
- Nhựa vật liệu xây dựng và Nhựa kỹ thuật:** Do thị trường bất động sản đang hồi phục và các hoạt động xây dựng đang tăng với nhiều dự án có quy mô lớn và vốn đầu tư cao, đặc

biệt là các dự án về xây dựng nhà xưởng và cơ sở hạ tầng phục vụ công nghiệp, hạ tầng giao thông, nâng cấp đường bộ ... nên thị trường tiêu thụ VLXD được kỳ vọng sẽ được mở rộng mạnh mẽ với tiềm năng cao. Các yếu tố như (1) kích thước công kênh của các sản phẩm nhựa VLXD khiến vận chuyển khó khăn và hiệu quả thấp, (2) thị hiếu tiêu dùng đặc trưng... là những lợi thế giúp các doanh nghiệp sản xuất nhựa VLXD và nhựa kỹ thuật không chịu nhiều cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài. Do đó nhóm nhựa VLXD và nhựa kỹ thuật được dự báo sẽ tăng trưởng tốt. Theo Quy hoạch phát triển ngành nhựa Việt Nam đến năm 2020, tầm nhìn đến năm 2025 của Bộ Công thương, ngành nhựa sẽ chuyển dịch cơ cấu theo hướng giảm dần tỷ trọng các nhóm sản phẩm nhựa bao bì và nhựa gia dụng, tăng dần tỷ trọng nhóm nhựa VLXD và nhựa kỹ thuật có tính chất cơ lý đặc biệt chuyên dùng trong thi công công trình và hoạt động công nghiệp. Hiện nay để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ và nhu cầu cho các sản phẩm chuyên dụng đang tăng cao, các doanh nghiệp nhựa VLXD đang đẩy mạnh hoạt động đầu tư máy móc thiết bị, xây dựng nhà máy, nghiên cứu các sản phẩm mới nhằm gia tăng công suất sản xuất.

- **Nhựa gia dụng:** Trong những năm gần đây, các sản phẩm nhựa gia dụng Việt Nam chiếm tới 90% thị phần nội địa và đứng vững ở phân khúc bình dân. Tuy nhiên các doanh nghiệp trong nước đã đánh giá thấp nhu cầu tiêu dùng hàng cao cấp trong nước và không có kế hoạch phát triển dòng sản phẩm cao cấp. Kết quả là mảng nhựa gia dụng cao cấp bị các doanh nghiệp nước ngoài chiếm lĩnh với những chiến lược bài bản như: hệ thống phân phối hiện đại (hệ thống các cửa hàng bán sản phẩm kết hợp với hợp tác cùng các siêu thị, trung tâm thương mại ...), đầu tư công nghệ để đa dạng hóa sản phẩm nhằm đánh vào tâm lý xem trọng an toàn sức khỏe và phủ kín nhu cầu của người tiêu dùng...

Những khó khăn của ngành nhựa Việt Nam

Tuy ghi nhận sự phát triển khả quan trong những năm qua, nhưng ngành nhựa Việt Nam vẫn còn đang gặp khó khăn:

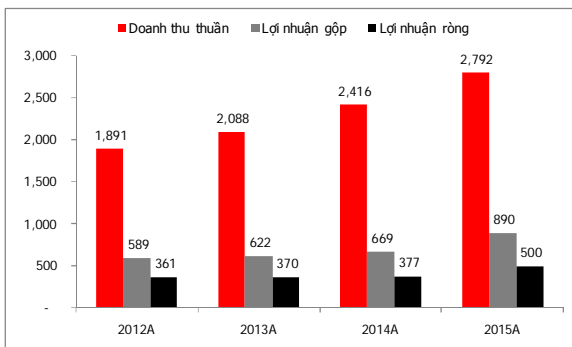
- 75%-80% nguyên liệu và phụ liệu đầu vào phục vụ cho hoạt động sản xuất nhựa phải nhập khẩu do nguồn cung trong nước hiện nay chỉ có thể đáp ứng khoảng 900.000 tấn nguyên phụ liệu (chủ yếu là nhựa PVC, PET và PP), đặc biệt là thiếu nguồn cung nguyên liệu nhựa tái sinh, công nghiệp hỗ trợ ngành nhựa chưa phát triển. Theo Tổng cục Hải quan, trong năm 2015, Việt Nam nhập khẩu 3,92 triệu tấn nhựa nguyên liệu (+13,7% yoy) với giá trị nhập khẩu là 5,96 tỷ USD (-5,7% yoy). Đến năm 2020, doanh nghiệp nhựa nội địa được dự báo sẽ cần tới gần 5 triệu tấn nguyên phụ liệu cho hoạt động sản xuất. Lượng lớn nguyên liệu đầu vào phải nhập khẩu sẽ khiến các doanh nghiệp xuất khẩu sản phẩm nhựa khó tận dụng được ưu đãi thuế do những quy định liên quan đến xuất xứ hàng hóa. Bên cạnh đó, giá nhựa nguyên liệu nhập khẩu thường biến động tương ứng với thay đổi của giá dầu (nhất là thời gian vừa qua khi giá dầu tăng/giảm thất thường và khó đoán), tạo nên những rủi ro về chi phí đầu vào và lỗ do chênh lệch tỷ giá USD/VND, làm ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của các công ty nội địa. Bên cạnh đó, các chính sách hỗ trợ của Chính phủ chỉ mới tập trung vào một số sản phẩm nhựa, chưa có cơ chế và chính sách hỗ trợ riêng cho toàn ngành.
- Sự cạnh tranh của các doanh nghiệp ngoại với tiềm lực tài chính lớn, công nghệ hiện đại, mẫu mã sản phẩm đa dạng, chất lượng tốt và giá cả phù hợp. Tiêu biểu như Srithai Superware PLC - một doanh nghiệp nhựa hàng đầu tại Thái Lan - đã đẩy mạnh đầu tư các nhà máy sản xuất sản phẩm nhựa tại Việt Nam (hiện doanh nghiệp này có 3 nhà máy tại miền nam và đang đầu tư xây dựng thêm nhà máy mới tại miền bắc) với tổng vốn đầu tư hiện tại là 20 triệu USD. Một trong những điểm yếu của ngành nhựa Việt Nam là công nghệ sản xuất lạc hậu. Những đối thủ nặng ký như Thái Lan và Malaysia không ngừng cải tiến công nghệ và đón đầu xu hướng tiêu dùng thế giới (các sản phẩm nhựa sinh học thân thiện với môi trường ...). Trong khi đó, do các sản phẩm nhựa Việt Nam hầu hết nằm ở phân khúc tầm thấp nên các doanh nghiệp quy mô nhỏ và vừa (chiếm hơn 90% trong tổng số 3.000 doanh nghiệp nhựa) thường ít chú trọng đến việc đầu tư công nghệ, máy móc hiện đại. Bên cạnh đó, các doanh nghiệp vừa và nhỏ thường gặp khó khăn trong việc tiếp cận vốn vay do những hạn chế về tài sản đảm bảo, chi phí lãi vay cao... Chỉ có một số rất ít các doanh nghiệp có quy mô sản xuất lớn chịu đầu tư chuyên sâu và có những sản phẩm đáp ứng được nhu cầu và thị hiếu ngày càng cao của người tiêu dùng. Điều này khiến sức cạnh tranh của sản phẩm nhựa Việt Nam trên thị trường không lớn, đặc biệt là những sản phẩm nhựa gia dụng.

- Do tiềm năng tăng trưởng của thị trường nhựa Việt Nam còn rất lớn, cùng với những ưu đãi từ các Hiệp định tự do thương mại mà Việt Nam gia nhập trong thời gian qua đã thu hút nhiều nhà đầu tư lớn từ nước ngoài đổ vốn đầu tư về Việt Nam với mục tiêu là tận dụng các lợi thế này. Kết quả là ngành nhựa Việt Nam hiện đang đứng trước nguy cơ bị thâm tóm bởi làn sóng mua bán - sáp nhập (M&A) cực lớn, đặc biệt là các nhà đầu tư Thái Lan, với mục tiêu thâm tóm rất rõ ràng: các doanh nghiệp nhựa đầu ngành chiếm phần lớn doanh số toàn ngành. Với tiềm lực tài chính mạnh mẽ, các nhà đầu tư Thái Lan còn liên kết chặt chẽ với nhau để khép kín chuỗi sản xuất từ nguyên phụ liệu đầu vào đến đầu ra cho sản phẩm hoàn thiện, gây sức ép nặng lên các doanh nghiệp nội địa. Được biết, hiện nay Tập đoàn SCG của Thái Lan đang nắm giữ một lượng lớn cổ phần của các nhà sản xuất nhựa hàng đầu tại Việt Nam như: BMP và NTP (nhựa xây dựng); CTCP Bao bì nhựa Tín Thành, Liên doanh Việt-Thái Plastchem, Nhựa và hóa chất TPC Vina, Chemtech và Vật liệu nhựa Minh Thái (nhựa bao bì và nhựa gia dụng). Tập đoàn SCG và những doanh nghiệp Thái Lan khác vẫn đang tiếp tục mua gom lượng cổ phần nhà nước thoái vốn tại các công ty nhựa và các doanh nghiệp nhựa khác.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh từ năm 2012 đến năm 2015

Kết quả tài chính 2012-2015 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của BMP, MSI

Năm 2012 được đánh giá là một năm đầy khó khăn đối với các doanh nghiệp sản xuất trong nước. Sự bất ổn của kinh tế thế giới (khủng hoảng tài chính và khủng hoảng nợ công ở Châu Âu, tăng trưởng của các nền kinh tế đầu tàu như Mỹ, Nhật Bản ... đều sụt giảm, giá cả hàng hóa diễn biến phức tạp ...) đã tác động rất mạnh đến hoạt động sản xuất kinh doanh nội địa cũng như thu hẹp thị trường và nhu cầu tiêu thụ. Để vượt qua giai đoạn khó khăn này, BMP đã cố gắng để cân bằng nguồn lực bằng nhiều cách: tăng thêm 30% các cửa hàng trên toàn quốc nhằm giúp các sản phẩm của Công ty đến gần người tiêu dùng hơn; gia tăng tham gia vào các dự án và công trình cấp thoát nước nhằm duy trì doanh số bán hàng trong năm, chính sách dự trữ nguyên liệu thích hợp với

nguồn vốn có sẵn của Công ty nhằm đảm bảo nguồn cung ổn định, hạn chế phế liệu phát sinh... Nhờ đó, kết quả kinh doanh của Nhựa Bình Minh trong năm này đã vượt qua mong đợi. Tuy sản lượng tiêu thụ trong năm 2012 là 45.992 tấn, thấp hơn một chút so với năm 2011, nhưng doanh thu thuần ghi nhận được của BMP lại cao hơn 3,5% yoy, đạt 1.890,7 tỷ đồng. Đặc biệt, lợi nhuận ròng của Công ty lại tăng khá tốt với tỷ lệ tăng trưởng là 22,4% yoy, tương ứng 360,5 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp của BMP đạt một mức khá cao 31,2%, biên lợi nhuận ròng là 19,1%.

Năm 2013, do các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế đã bắt đầu ổn định trở lại khiến sản lượng ngành xây dựng có xu hướng tăng. Tuy nhiên do thị trường bất động sản vẫn chưa thực sự tích cực cùng yếu tố thời tiết thất thường ảnh hưởng đến tốc độ thi công công trình nên sức mua của thị trường vẫn chưa phục hồi rõ ràng. Với những sách lược phù hợp như: phát triển hệ thống phân phối theo chiều sâu, dự trữ nguyên liệu bằng nguồn vốn không chịu lãi suất ngân hàng, khảo sát và đưa ra những giải pháp thị trường hợp lý... Do đó kết thúc năm 2013, sản lượng tiêu thụ của BMP đạt gần 50.500 tấn, vượt 10% so với kế hoạch Công ty và tăng 9,7% so với năm 2012. Nhờ vậy, doanh thu thuần của Nhựa Bình Minh trong năm 2013 cũng tăng 10,4% yoy, đạt 2.088,1 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng chỉ tăng nhẹ 2,6% so với năm trước, ghi nhận 369,9 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp (29,8%) và biên lợi nhuận ròng (17,7%) cũng sụt giảm một ít.

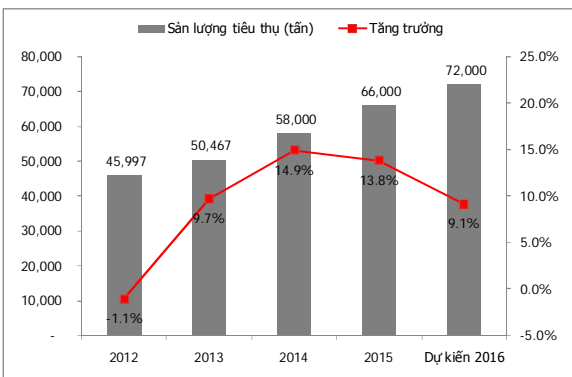
Trong năm 2014, Nhựa Bình Minh ghi nhận mức doanh thu thuần 2.415,6 tỷ đồng, tăng 15,7% so với năm 2013 với sản lượng tiêu thụ đạt 58.000 tấn, 14,9% cao hơn mức 50.500 tấn của năm trước đó. Tuy nhiên, do giá nguyên liệu 10 tháng đầu năm tăng cao đã ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của Công ty khi giá bán sản phẩm chưa thể thay đổi. Bên cạnh đó, máy móc thiết bị đầu tư về trễ hạn do lỗi của nhà cung ứng khiến hàng hóa bị thiếu dài ngày. Cũng trong năm này, việc truy thu thuế kéo dài chưa giải quyết dứt điểm gây ảnh hưởng đến thời gian và nguồn lực của Công ty. Thêm vào đó, việc trích lập 17,5 tỷ đồng dự phòng cho khoản nợ khó đòi của Công ty TNHH Nhựa Đức Thành cũng làm tăng chi phí quản lý của BMP. Do những yếu tố tiêu cực này nên trong năm 2014, BMP chỉ thu được 376,8 tỷ đồng lợi nhuận ròng, chỉ tăng nhẹ 1,9% so với năm trước dù doanh thu thuần của Công ty tăng khá tốt. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của Nhựa Bình Minh đều giảm, lần lượt là 27,7% và 15,6%.

Gần đây, Nhựa Bình Minh đã công bố báo cáo tài chính của Q4.2015. Trong quý này, doanh thu thuần của Công ty là 782,6 tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ tăng trưởng 19,6% yoy. Lợi nhuận ròng của doanh nghiệp cũng tăng 4,6% so với

cùng kỳ năm trước, đạt 111,1 tỷ đồng. Do giá bột nhựa PVC thấp khiến giá vốn bán hàng giảm nên biên lợi nhuận gộp trong Q4.2015 là 31,5%, cao hơn mức 27,9% của Q4.2014. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng của BMP lại sụt giảm so với cùng kỳ năm trước khi chỉ ở mức 14,2%. Nguyên nhân chủ yếu do: (1) Sự khác biệt trong cách ghi nhận chi phí chăm sóc khách hàng giữa BMP và cơ quan thuế khiến BMP phải đóng khoản tiền thuế truy thu và tiền chậm nộp thuế là 7,62 tỷ đồng, làm tăng chi phí khác; (2) Trong Q4.2015, BMP ghi nhận một số tiền thuế TNDN khá lớn 62,3 tỷ đồng, tương ứng với mức thuế 36%, cao hơn mức thuế TNDN 22% của năm 2015. Theo chúng tôi tìm hiểu, BMP có ứng trước một khoản chiết khấu cho đại lý và Công ty muốn ghi nhận khoản này trong phần chi phí bán hàng của Q4.2015. Tuy nhiên, cơ quan thuế không đồng ý cách ghi nhận như vậy với lý do: khoản chiết khấu này vẫn chưa phát sinh doanh thu nên không được tính là chi phí và không được khấu trừ thuế. Đó là nguyên nhân khiến BMP phải trả thêm 1 khoản tiền thuế TNDN. Tuy nhiên, đến Q1.2016, khi doanh thu đã phát sinh, phần chiết khấu này sẽ trở thành chi phí hợp lý và sẽ có sự hoàn nhập trực tiếp vào lợi nhuận của Công ty khoản thuế tính trên chiết khấu mà BMP đã phải đóng thêm trong Q4.2015. Theo tính toán của chúng tôi, phần hoàn nhập này sẽ vào khoảng 24 tỷ đồng.

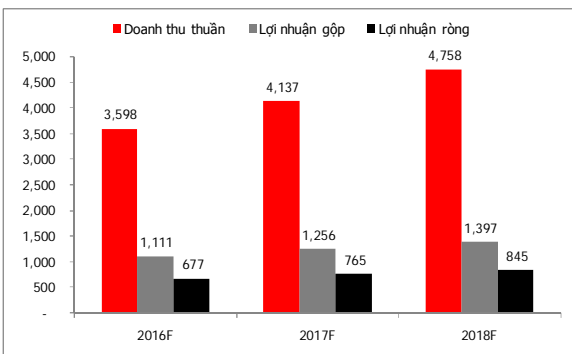
Như vậy, tính lũy kể cả năm 2015, Nhựa Bình Minh ghi nhận 2.791,7 tỷ đồng doanh thu thuần (+15,6% yoy) với sản lượng tiêu thụ là hơn 66.000 tấn (vượt 5,6% so với kế hoạch năm 2015 của Công ty), và 500,1 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+32,7% yoy). Biên lợi nhuận gộp của Công ty cũng tăng từ 27,7% năm 2014 lên 31,9% trong năm 2015 do hưởng lợi từ giá nguyên liệu đầu vào sụt giảm và ổn định trong 9 tháng cuối năm 2015. Biên lợi nhuận ròng năm 2015 của BMP cũng tăng so với năm trước, đạt 17,9%. Theo BMP, mức cổ tức dự kiến của năm 2015 không thấp hơn 40%.

Sản lượng tiêu thụ 2012-2016F



Nguồn: BMP

Triển vọng kinh doanh 2016F-2018F (tỷ đồng)



Nguồn: MSI dự phóng

Triển vọng kinh doanh từ năm 2016 đến năm 2018

BMP dự kiến trong năm 2016, doanh thu của Công ty sẽ đạt khoảng 3.300 tỷ đồng với sản lượng tiêu thụ là 72.000 tấn, lợi nhuận trước thuế là 600 tỷ đồng.

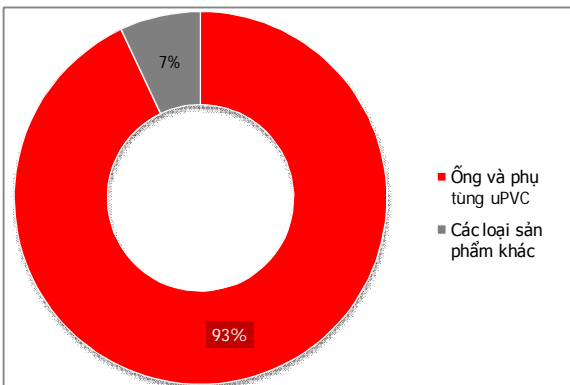
Do nhà máy thứ 4 của Nhựa Bình Minh tại Long An đã hoàn thành giai đoạn 1 và đi vào hoạt động. Nên từ năm 2016, BMP sẽ bắt đầu ghi nhận thêm doanh thu và lợi nhuận được đóng góp từ nhà máy này. Bên cạnh đó, lượng nguyên liệu dự trữ của BMP vẫn đủ để phục vụ cho hoạt động sản xuất của Công ty trong Q1.2016. Do đó, BMP sẽ vẫn được hưởng lợi từ nguồn nguyên liệu giá rẻ Công ty dự trữ từ cuối năm 2015. Tuy từ đầu năm 2016 đến nay, giá dầu thế giới đã từ từ bắt đầu cải thiện nhưng do giá nhựa nguyên liệu của BMP có độ trễ hơn biến động của giá dầu (thời gian dự trữ nguyên liệu của BMP dài) nên trong năm 2016, nguyên phụ liệu của Nhựa Bình Minh vẫn sẽ ở mức giá thấp. Ngoài ra, BMP sẽ tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu cao của ngành xây dựng do thị trường bất động sản được dự đoán sẽ tiếp tục hồi phục.

Vi thế, chúng tôi lạc quan hơn và dự phóng kết quả kinh doanh trong năm 2016 của BMP sẽ vượt kế hoạch dự kiến của Công ty. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của BMP sẽ là 3.597,6 tỷ đồng (+28,9% yoy). Lợi nhuận ròng của Công ty trong 2016 sẽ đạt 676,6 tỷ đồng (+35,3% yoy). Biên lợi nhuận gộp của BMP không thay đổi nhiều so với năm 2015, ở mức 30,9%. Biên lợi nhuận ròng của Công ty có sự tăng nhẹ, đạt 18,8%.

Trong giai đoạn 2017-2018, Nhựa Bình Minh được kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng trưởng doanh thu trung bình 15%/năm. Theo đó, doanh thu thuần Công ty ghi nhận trong 2 năm này sẽ là 4.137,3 tỷ đồng và 4.757,9 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp trong 2 năm này có khả năng sẽ sụt nhẹ, lần lượt là 30,4% và 29,4%, do giá dầu thế giới được dự báo sẽ dần dần hồi phục.

Được biết, BMP sẽ sử dụng nguồn vốn tự có của Công ty để triển khai giai đoạn 2 của nhà máy ở Long An chứ không huy động vốn ngân hàng nên sẽ không phát sinh chi phí lãi vay. Tuy nhiên cũng vì vậy nên chi phí khấu hao tài sản cố định của BMP sẽ gia tăng, khiến tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng của BMP sẽ thấp hơn các năm trước. Lợi nhuận ròng trong 2 năm 2017-2018 được dự phóng lần lượt là 764,6 tỷ đồng (+13% yoy) và 844,9 tỷ đồng (+10,5% yoy).

Cơ cấu sản phẩm của BMP năm 2015



Nguồn: BMP, MSI

CƠ CẤU SẢN PHẨM CỦA BMP

Ống uPVC và phụ tùng ống uPVC

Đây là dòng sản phẩm chủ lực của Nhựa Bình Minh khi đóng góp đến 93% cơ cấu doanh thu của Công ty trong năm 2015. Được biết, ống nhựa uPVC cứng của BMP được sản xuất từ hợp chất nhựa PVC không hóa dẻo với nhiều chủng loại và kích cỡ đa dạng như: Ống uPVC cứng hệ inch (21-220 mm), ống uPVC cứng hệ mét (20-630 mm) và ống uPVC cứng hệ CIOD (100-200 mm). Ống nhựa uPVC thích hợp dùng cho phân phối nước uống, dẫn nước và tưới tiêu trong nông nghiệp, dẫn nước trong công nghiệp, hệ thống thoát nước mưa và nước thải. Bên cạnh đó, Công ty cũng sản xuất phụ tùng cho ống nhựa uPVC gồm phụ tùng uPVC hệ inch, phụ tùng uPVC hệ mét, que hàn nhựa uPVC, gioăng cao su và keo dán dùng cho các sản phẩm uPVC. Ngoài ra, Nhựa Bình Minh còn sản xuất các loại ống uPVC và phụ tùng dùng cho các tuyến cáp ngầm điện lực và cáp ngầm bưu điện.

Ống HDPE và phụ tùng ống HDPE: Sản phẩm ống nhựa HDPE của Nhựa Bình Minh được chia làm 2 loại chính là dạng trơn (16-1.200 mm) và dạng gân thành đôi xẻ rãnh hoặc không xẻ rãnh (110-500 mm). Theo đó, ống và phụ tùng nhựa HDPE được sản xuất từ hợp chất nhựa Polyethylene tỷ trọng cao: PE80 và PE100. Nếu như ống nhựa HDPE trơn được áp dụng trong các lĩnh vực tương tự như ống uPVC, thì ống HDPE gân lại được dùng cho các hệ thống: dẫn nước thoát cho xa lộ và dân dụng, ống bảo vệ cáp ngầm, ống thoát nước thải công nghiệp... Do khả năng chịu áp và độ va đập tốt hơn các loại ống nhựa khác.

Ống PP-R và phụ tùng ống PP-R: Ống PP-R (20-160 mm) và phụ tùng được Công ty sản xuất từ hợp chất nhựa Polypropylene Random Copolymer (PP-R 80). Do có áp suất làm việc cho phép cao, khả năng chịu nhiệt tốt và chịu được nhiều loại dung dịch hóa học khác nhau nên ống PP-R thích hợp cho các hệ thống: ống dẫn và phân phối nước nóng và lạnh với mục đích sử dụng đa dạng, ống vận chuyển dung dịch thực phẩm ở nhiệt độ cao và thấp, ống dẫn hơi và gas trong công nghiệp.

Các loại sản phẩm khác: Ngoài 3 loại sản phẩm trên, BMP còn kinh doanh bình xịt dùng trong nông nghiệp với dung tích đa dạng, và mũ bảo hộ lao động được làm bằng chất dẻo đặc biệt có gân tăng độ cứng nên nhẹ và chắc chắn, phù hợp với tiêu chuẩn quốc gia. Tuy nhiên, mảng kinh doanh này chỉ chiếm tỷ trọng rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của BMP và có xu hướng giảm dần.

Nhìn chung, sản phẩm ống và phụ tùng ống HDPE, ống và phụ tùng ống PP-R và các sản phẩm khác không có nhiều thay đổi về tỷ trọng. Đặc biệt, do các nhà thầu xây dựng vẫn tin dùng và lựa chọn các dòng sản phẩm uPVC do tính năng dễ lắp đặt hơn các dòng sản phẩm còn lại, nên khả năng tỷ trọng của các loại sản phẩm này tăng là không cao.

CÔNG SUẤT SẢN XUẤT CỦA BMP

Hiện Nhựa Bình Minh đang có 4 nhà máy sản xuất với tổng công suất đạt 85.000 tấn ống và phụ tùng/năm. Trong đó công suất hiện tại của nhà máy 1 tại KCN Sóng Thần đạt khoảng 50.000 tấn/năm, nhà máy 2 ở Hưng Yên (miền Bắc) đạt 25.000 tấn/năm, nhà máy 3 ở Hậu Giang, Quận 6 đạt 5.000 tấn/năm, và nhà máy 4 ở KCN Vĩnh Lộc 2, Long An với công suất ở giai đoạn 1 là 5.000 tấn/năm.

Hiện tại nhà máy 3 đã hết không gian để chứa nguyên vật liệu cũng như thành phẩm. Hơn nữa, nhà máy này cũng đang nằm trong diện phải di dời về lâu dài theo kế hoạch của TP.HCM. Do đó, nhà máy 4 sẽ đóng vai trò đảm nhận phần công suất hiện tại của nhà máy 3, giải quyết vấn đề về quá tải công suất của các nhà máy cũ (giúp BMP có thể đáp ứng nhu cầu cao của thị trường miền Nam mà không phải vận chuyển sản phẩm từ nhà máy phía Bắc, qua đó cắt giảm được chi phí vận chuyển), cũng như mở rộng diện tích sản xuất để phát triển những loại sản phẩm mới với kích cỡ lớn hơn nhằm đáp ứng nhu cầu thị trường. Trước đây, Nhựa Bình Minh từng có chủ trương liên doanh với Vietcomreal thành lập Công ty xây dựng Bình Minh Việt nhằm xây dựng một cao ốc văn phòng cho thuê trên diện tích đất (6.600 m²) mà nhà máy 3 đang tọa lạc. Tuy nhiên sau khi đánh giá lại, do phương án này bị vướng kế hoạch mở rộng đường của UBND Quận 6 và mang lại lợi nhuận quá thấp nên bị Công ty loại bỏ. BMP cho biết công ty dự định sẽ cải tạo lại nhà máy 3 thành trụ sở chính, phục vụ cho các hoạt động văn phòng của mình.

Giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An

Do đánh giá nhu cầu tiêu thụ nhựa vật liệu xây dựng sẽ tăng cao vì thị trường bất động sản đang hồi phục tốt, nên BMP quyết định sẽ tiến hành giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An trong 3 năm 2016-2018 với công suất thiết kế sau khi hoàn thiện là 90.000 tấn sản phẩm/năm, nâng tổng công suất của toàn Công ty lên 170.000 tấn sản phẩm/năm. Được biết, Công ty đã thành lập ban quản lý dự án và đang trong giai đoạn lập kế hoạch xây dựng. Theo đó, trong năm 2016, rút kinh nghiệm từ những lần xây dựng nhà máy trước đó, BMP chỉ tập trung vào việc xây dựng cơ sở hạ tầng đồng bộ (nhằm tạo sự thuận tiện cho quá trình sản xuất sản phẩm và vận chuyển) mà không quan tâm nhiều vào việc nâng năng lực sản xuất. Trong 2 năm 2017-2018, Nhựa Bình Minh sẽ lắp đặt các máy móc thiết bị, dây chuyền sản xuất theo khả năng của Công ty và tăng dần công suất cho phù hợp với nhu cầu của thị trường. BMP dự tính trong giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An, mỗi năm Công ty sẽ giải ngân khoảng hơn 300 tỷ đồng.

THỊ TRƯỜNG TIÊU THỤ

Tại thị trường miền Nam, BMP vẫn duy trì vị thế doanh nghiệp dẫn đầu của mình khi chiếm hơn 50% thị phần ống nhựa và phụ tùng tại khu vực này, với mức tăng trưởng khá nhanh và ổn định.

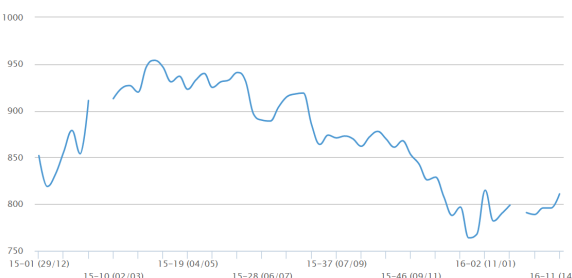
Tuy nhiên tại thị trường miền Bắc, do sự cạnh tranh quyết liệt với CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP) nên công ty con của Nhựa Bình Minh tại phía Bắc vẫn chưa đáp ứng được kỳ vọng mở rộng thị phần và chiếm lĩnh thị trường này. Nguyên nhân chủ yếu là do có sự khác biệt trong thị hiếu tiêu dùng giữa khách hàng miền nam và miền bắc, cùng với việc NTP luôn duy trì chiết khấu rất cao cho các đại lý của mình ở miền bắc nên BMP rất khó để cạnh tranh với NTP. Về căn bản, trong năm 2015, nhà máy Bình Minh miền Bắc đã đạt được mức tăng trưởng 50% và ghi nhận lợi nhuận, tuy nhiên mức lợi nhuận này chỉ chiếm tỷ trọng khiêm tốn 10% trong tổng lợi nhuận của toàn Công ty. Bên cạnh đó, 40% sản lượng của Nhà máy Bình Minh miền Bắc được vận chuyển và tiêu thụ trong miền Nam nhằm đáp ứng cho tình trạng thiếu hàng (đặc biệt là thiếu các loại hàng phụ tùng ống) tại khu vực này. Nhìn chung, tình hình kinh doanh của BMP tại khu vực miền Bắc vẫn chưa có tín hiệu tốt.

Bên cạnh đó, nhằm mở rộng thị phần ở khu vực miền Trung, kế hoạch sáp nhập với CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC) đã được Hội đồng quản trị của BMP thông qua. Tại thời điểm hiện tại, vốn hóa thị trường của DPC là 69,1 tỷ đồng và Nhựa Bình Minh đang là cổ đông lớn nhất của doanh nghiệp này khi đang nắm giữ 29,05% cổ phần. Việc sáp nhập với DPC còn mang đến cơ hội giúp BMP tiếp cận dễ dàng hơn với các công ty cấp thoát nước và các công ty xây dựng tại khu vực miền trung. DPC còn sở hữu một quỹ đất mà BMP có thể đầu tư để mở rộng hoặc xây thêm nhà máy. Hiện Công ty đã thuê đơn vị tư vấn về phương án sáp nhập và sẽ xin ý kiến cổ đông tại ĐHĐCĐ được tổ chức vào tháng 04 sắp tới.

Cũng trong năm 2015, Nhựa Bình Minh đã tổ chức Hội nghị khách hàng tập trung vào đối tượng chính là các công ty xây dựng công trình và liên đoàn cấp thoát nước. Đây là một trong những chiến lược phát triển kinh doanh của BMP nhằm tiếp cận và thu hút thêm nhiều khách hàng mới và nâng cao doanh số tiêu thụ.

GIÁ NGUYÊN VẬT LIỆU

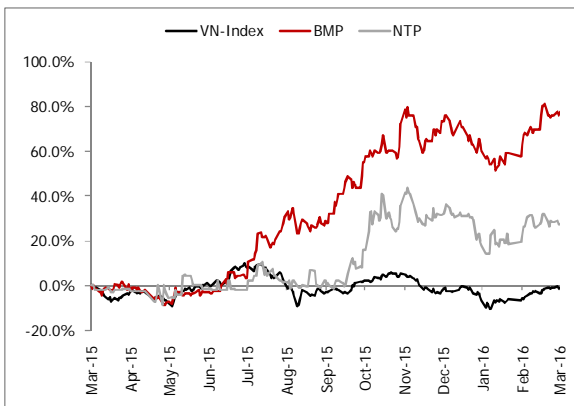
Giá bột nhựa PVC trong thị trường nội địa VN 01/01/2015-14/03/2016 (USD/m³)



Nguồn: ChemOrbis

Hiện các dòng sản phẩm ống và phụ tùng ống uPVC giữ vai trò chủ chốt trong cơ cấu doanh thu của Nhựa Bình Minh (93%), nên giá bột PVC chiếm tới gần 90% chi phí nguyên liệu của Công ty. Do giá dầu thô thế giới sụt giảm mạnh trong năm 2015 nên giá bột PVC trên thế giới cũng như trong nước cũng giảm theo. Nhằm tránh những rủi ro phát sinh bởi sự chênh lệch tỷ giá USD/VND khi thu mua nguyên liệu đầu vào có thể ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động sản xuất và kết quả kinh doanh của Công ty, nên BMP thu mua nguyên vật liệu từ 2 nhà cung cấp nội địa: Công ty TNHH Nhựa và Hóa chất TPC Vina và Công ty TNHH Nhựa và Hóa chất Phú Mỹ. Tính đến ngày 14/03/2016, giá trung bình của bột PVC trong nước là 811 USD/m³, giảm 15% so với mức đỉnh điểm trong năm 2015 là 954 USD/m³. Do BMP thường mua dự trữ nguyên liệu trong thời gian dài bằng vốn không vay ngân hàng, cùng với mặt bằng chung của giá dầu thế giới được dự đoán là vẫn ở mức thấp trong tương lai, nên Công ty sẽ vẫn tiếp tục hưởng lợi từ giá nguyên liệu thấp giúp giảm chi phí sản xuất.

So sánh tăng trưởng cổ phiếu BMP, NTP và VN-Index (1 năm)



Nguồn: FiinPro, MSI

SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH NHỰA

So sánh với công ty cùng ngành trong nước

Hiện nay Nhựa Bình Minh và Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP) là 2 doanh nghiệp nhựa vật liệu xây dựng có thị phần lớn nhất nước. Theo đó, NTP đang chiếm lĩnh hơn 60% thị phần phía bắc và BMP đang chiếm lĩnh 50% thị phần phía nam.

Năm 2015, NTP ghi nhận 3.559,2 tỷ đồng doanh thu thuần (+18,7% yoy) do sản lượng tiêu thụ tăng và nhà máy NTP ở miền Trung được hưởng 0% thuế TNDN trong 4 năm đầu tiên, cao hơn mức 2.791,7 tỷ đồng (+15,6% yoy) của BMP. Tuy nhiên, lợi nhuận ròng của BMP (500,1 tỷ đồng - tăng trưởng 32,7% yoy) lại cao hơn khá nhiều so với NTP (366,5 tỷ đồng - tăng trưởng 12,8% yoy). Theo đó, biên lợi nhuận ròng của BMP là 17,9% và NTP là 10,3%. Về căn bản, chi phí nguyên liệu đầu vào giữa 2 công ty không có sự chênh lệch đáng kể. Nguyên nhân chủ yếu là do:

- Chi phí lãi vay của NTP (49,2 tỷ đồng, tương đương với 1,4% doanh thu thuần) cao hơn rất nhiều so với BMP (4,1 tỷ đồng, tương đương với 0,1% doanh thu thuần).
- Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của NTP thường xuyên ở mức khá cao do doanh nghiệp này duy trì chính sách chiết khấu (ước tính khoảng 200 tỷ trong năm 2015) cao hơn BMP nhằm đạt mục tiêu gia tăng thị phần, ngược lại BMP quản lý chi phí bán hàng khá tốt và chỉ tăng nhẹ gần đây do áp lực cạnh tranh. Theo đó, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp của NTP tương ứng với 19,1% và 4,3% doanh thu của công ty. Trong khi đó, tỷ lệ của BMP chỉ là 4,5% và 3,3%.

Giá thị trường hiện tại của BMP là 137.000 đồng/cp (+73% yoy), còn NTP là 56.700 đồng/cp (+11% yoy). Cả 2 doanh nghiệp đều ghi nhận tỷ lệ tăng trưởng vượt trội của giá trị cổ phiếu, cao hơn rất nhiều so với tăng trưởng của VN-Index.

Nhìn chung, cổ phiếu BMP có sự tăng trưởng tốt hơn cổ phiếu NTP, chủ yếu là nhờ những yếu tố cơ bản tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh của BMP như: biên lợi nhuận ròng cao 17,9%, EPS 2015 là 10.997 đồng/cổ phiếu, hai chỉ số ROE (24,2%) và ROA (20,7%) đều tốt ...

Tóm tắt tài chính của BMP và NTP năm 2015

Mã CP	KLCP	Giá CP 17/03/2016 (đồng/cp)	Tăng trưởng giá CP (yoy)	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu thuần 2015 (tỷ đồng)	Tăng trưởng DTT 2015	LNST 2015 (tỷ đồng)	Tăng trưởng LNST 2015	EPS 2015 (đồng)	P/E 2015 (x)	BVPS (đồng)	P/B (x)	ROE	ROA
BMP	45,478,480	137,000	73.4%	6,230.6	2,791.7	15.6%	500.1	32.7%	10,997	12.5	45,400	3.0	24.2%	20.7%
NTP	61,973,095	56,700	11.2%	3,513.9	3,559.2	18.7%	366.5	12.8%	5,915	9.6	27,748	2.0	21.3%	11.3%

Nguồn: BCTC của BMP và NTP

So sánh với các công ty cùng ngành trong khu vực

Hiện những nhà sản xuất nhựa lớn nhất trong khu vực tập trung chủ yếu ở Trung Quốc, Ấn Độ, Thái Lan, Hàn Quốc... Chúng tôi lựa chọn những công ty cùng ngành trong khu vực có vốn hóa thị trường ngang tầm hoặc cao hơn 1,5-2 lần so với BMP. Có thể thấy, BMP là công ty có hiệu quả kinh doanh trong năm 2015 tốt hơn hẳn khi ghi nhận biên lợi nhuận là 17,92%, cao gấp 1,4 lần so với biên lợi nhuận trung bình 7,36% của các công ty cùng ngành trong khu vực. Bên cạnh đó, mức P/E 2015 của BMP là 11,9x, rẻ hơn rất nhiều so với mức P/E trung bình 26,2x của các doanh nghiệp ngành nhựa trong khu vực. Điều này cho thấy BMP là 1 doanh nghiệp có tiềm năng phát triển rất lớn và xứng đáng với sự quan tâm của các nhà đầu tư trong và ngoài nước.

Công ty trong khu vực	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Biên lợi nhuận ròng 2015	P/E 2015 (x)
WUHU CONCH PROFILES & SCI -A	Trung Quốc	559.69	523.49	2.64%	39.4
JIANGNAN MOULD AND PLASTIC-A	Trung Quốc	1,076.51	496.58	9.69%	22.5
CANGZHOU MINGZHU PLASTIC -A	Trung Quốc	1,490.19	394.42	11.86%	32.4
LG HAUSYS LTD	Hàn Quốc	959.49	2,438.06	3.36%	12.3
SHANDONG MEICHEN SCIENCE -A	Trung Quốc	1,067.96	276.71	11.59%	27.8
HUBEI KAILE SCIENCE & TECH-A	Trung Quốc	1,011.00	507.22	6.38%	30.9
LINGYUN INDUSTRIAL CORP-A	Trung Quốc	794.49	1,105.45	2.15%	26.7
GREEN RIVER HOLDING CO LTD	Thái Lan	167.08	60.96	15.26%	17.8
GRINDWELL NORTON LTD	Ấn Độ	492.61	177.91	8.63%	31.9
JAIN IRRIGATION SYSTEMS LTD	Ấn Độ	383.98	971.71	1.97%	20.7
TRUNG BÌNH		800.30	695.25	7.36%	26.2
BINH MINH PLASTICS JSC	Việt Nam	275.57	146.87	17.92%	11.9

Nguồn: Bloomberg

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Định giá

Phương pháp đánh giá	Tỉ trọng	Giá cổ phiếu (đồng)	Giá thị trường (đồng)	Tiềm năng tăng trưởng
Chiết khấu dòng tiền Cổ đông (FCFE)	100%	179,687		
Tỉ trọng trung bình giá cổ phiếu		180,000	137,000	31.4%

Chúng tôi dùng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Cổ đông - FCFE (Chi tiết bao gồm lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ của Công ty) để định giá giá trị của cổ phiếu BMP, và chia làm 3 giai đoạn tăng trưởng: tăng trưởng mạnh: 2016-2018, tăng trưởng ổn định: 2019-2020 và tăng trưởng vô hạn: từ 2021 trở đi. Trong đó, chúng tôi giả định tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2016-2018 của BMP bình quân đạt 15%/năm. Sau đó, tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần 2%/năm trong giai đoạn 2019-2020. Từ năm 2021 trở đi, BMP sẽ duy trì tăng trưởng vô hạn với tỷ lệ tăng trưởng 4%/năm. Sau khi chiết khấu dòng tiền cổ đông, kết quả đạt được cho thấy giá trị hợp lý của cổ phiếu BMP là 180.000 đồng/cp.

Khuyến nghị

Chúng tôi vẫn giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BMP cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- Nền tảng hoạt động sản xuất kinh doanh vững chắc dựa trên hệ thống 1.400 đại lý phân phối trải dài từ Nam ra Bắc, và đặc biệt là sự uy tín của một thương hiệu lớn đã được xây dựng trong hơn 38 năm hoạt động. Đây là một lợi thế vượt trội mà các Công ty cùng ngành khó có thể đạt được.
- Hoạt động sản xuất và kết quả kinh doanh của BMP tăng trưởng ổn định nhờ vào các chính sách linh hoạt sát với tình hình và nhu cầu của thị trường, doanh số tiêu thụ luôn được đảm bảo tốt, chính sách chiết khấu cho đại lý hợp lý và chế độ chăm sóc khách hàng tốt ... Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng của doanh nghiệp luôn ở mức tương đương hoặc cao hơn những công ty cùng ngành khác.
- Tuy giá dầu đang có dấu hiệu hồi phục nhưng hiện sản lượng khai thác và xuất khẩu của các nhà sản xuất lớn như khối OPEC, Nga, Mỹ ... vẫn chưa được cắt giảm đáng kể, cùng với lượng dầu tồn kho cao, khiến tổng lượng cung vẫn vượt xa nhu cầu tiêu thụ của thế giới. Do đó giá dầu được dự đoán duy trì ở mặt bằng giá thấp và chỉ tăng rất nhẹ trong những năm tới. Đây là một yếu tố tích cực cho BMP khi giá nhựa nguyên liệu cũng sẽ thấp tương ứng với giá dầu, làm giảm chi phí sản xuất của Công ty.

- Nhựa Bình Minh là 1 trong 10 doanh nghiệp nằm trong danh sách SCIC sẽ thoái vốn trong thời gian tới. Một điểm tích cực nữa là ngành nghề kinh doanh chính của BMP (ngành nhựa VLXD) không nằm trong diện kinh doanh có điều kiện (nếu cần thiết BMP có thể xin rút bớt các ngành nghề kinh doanh đã đăng ký mà không cần thiết để phù hợp với quy định mới), nên khả năng khá cao là Công ty sẽ được phép nới room lên mức 100% khi Chính phủ có những hướng dẫn chi tiết hơn về danh sách các ngành nghề được phép nới room lên mức tối đa. Đây là những yếu tố đặc biệt thu hút sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài.
- BMP có lịch sử chi trả cổ tức (tiền mặt) rất đều đặn với mức cổ tức và tỷ suất cổ tức cao.
- BMP không vay nợ dài hạn, chỉ có một lượng nhỏ nợ ngắn hạn với chi phí lãi vay rất thấp, gần như không có ảnh hưởng đến lợi nhuận của Công ty. Bên cạnh đó, Nhựa Bình Minh luôn duy trì lượng tiền mặt dồi dào nên rủi ro thanh khoản gần như không có.
- Sự hồi phục tốt của thị trường bất động sản, cơ sở hạ tầng và số lượng công trình ngày càng cao của ngành xây dựng đã tạo nên một lực cầu rất mạnh cho thị trường tiêu thụ sản phẩm nhựa VLXD. Thêm vào đó, nhà máy Bình Minh Long An sẽ tăng dần công suất qua các năm, làm gia tăng năng lực sản xuất của BMP và đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của thị trường cũng như mở rộng thị phần.
- Hiện nay cổ phiếu BMP đang được giao dịch ở mức giá thấp hơn so với giá trị thực sự với P/E forward 2016F là 9,2x, thấp hơn 42% so với P/E của VN-Index (13,1x).
- Cổ phiếu BMP được định giá bằng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Cổ đông (FCFE) với giá trị hợp lý là 180.000 đồng/cp, so với giá thị trường hiện nay ở mức 137.000 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng của cổ phiếu BMP là 31,4%.

Một số rủi ro của cổ phiếu BMP

- Một đặc trưng của ngành nhựa VLXD là phụ thuộc nhiều vào tình hình của ngành xây dựng và thị trường bất động sản. Do đó nếu thị trường bất động sản bị đóng băng và tình hình của ngành xây dựng xấu đi sẽ làm giảm nhu cầu tiêu thụ nhựa VLXD, gây tác động tiêu cực đến hoạt động sản xuất kinh doanh của BMP nói chung và các doanh nghiệp sản xuất nhựa VLXD nói riêng.
- Trong tương lai, khi các Hiệp định tự do thương mại mà Việt Nam gia nhập trong thời gian qua bắt đầu có hiệu lực, cạnh tranh trong ngành nhựa sẽ gia tăng do (1) rào cản gia nhập ngành không cao, (2) biên lợi nhuận của ngành nhựa thường cao hơn những ngành công nghiệp khác nên thu hút nhiều Công ty muốn gia nhập ngành, (3) các doanh nghiệp nước ngoài sẽ đổ vốn đầu tư về Việt Nam nhằm tận dụng những ưu đãi về thuế với những lợi thế lớn như tài chính mạnh, công nghệ tiên tiến, kinh nghiệm quản trị phong phú, được sự ủng hộ của Chính phủ ...
- Đối với nạn hàng giả, hàng nhái trên thị trường, Công ty đã áp dụng biện pháp kiểm soát mới bằng cách in trực tiếp những chỉ số về ngày, giờ, mã số lô hàng, tiêu chuẩn kỹ thuật ... lên bề mặt sản phẩm để khách hàng có thể phân biệt. Tuy nhiên, hiện nay các kỹ thuật công nghệ làm hàng giả ngày càng tinh vi khiến cho vấn nạn này vẫn gây thiệt hại khoảng 10% doanh thu của BMP.

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	Kế hoạch 2016	2016F	2017F	2018F
Doanh thu (tỷ VND)	1,890.7	2,088.1	2,415.6	2,791.7	3,300.0	3,597.6	4,137.3	4,757.9
Tăng trưởng (% y/y)	3.5	10.4	15.7	15.6	18.2	28.9	15.0	15.0
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	360.5	369.9	376.8	500.1	n/a	676.6	764.6	845.0
Tăng trưởng (% y/y)	22.4	2.6	1.9	32.7	n/a	35.3	13.0	10.5
Biên lợi nhuận ròng (%)	19.1	17.7	15.6	17.9	n/a	18.8	18.5	17.8
Vốn chủ sở hữu	1,274.1	1,489.1	1,718.3	2,064.7	n/a	2,445.2	2,930.8	3,525.9
Tổng tài sản	1,422.7	1,681.3	1,928.5	2,419.8	n/a	2,821.9	3,340.0	3,972.5
ROE (%)	28.3	24.8	21.9	24.2	n/a	27.7	26.1	24.0
ROA (%)	25.3	22.0	19.5	20.7	n/a	24.0	22.9	21.3
EPS (VND)	10,306	8,134	8,285	10,997	n/a	14,877	16,811	18,580
BVPS (VND)	36,420	32,742	37,782	45,400	n/a	53,765	64,444	77,529
Cổ tức (VND)	3,000	3,000	3,500	4,000	3,500	4,000	4,000	4,000
P/E (x)	4.3	8.6	8.8	11.9	n/a	9.2	8.1	7.4
P/B (x)	1.2	2.1	1.9	2.9	n/a	2.5	2.1	1.8

Nguồn: MSI dự phóng

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Nguyễn Ngọc Nam - Chuyên viên Cao cấp

Email: namnn1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Phan Thị Ngọc Mai - Chuyên viên

Email: maiptn1@msi.com.vn

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU – CN. HỒ CHÍ MINH

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phan Nguyễn Hoàn Quân - Giám đốc ICC

Email: quanpnh@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.