

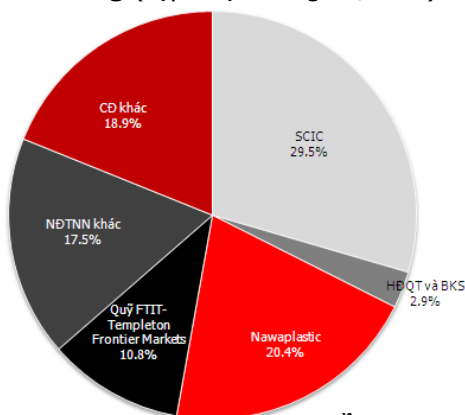
CTCP NHỰA BÌNH MINH (BMP - HOSE)

Khuyến nghị: GIỮ

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

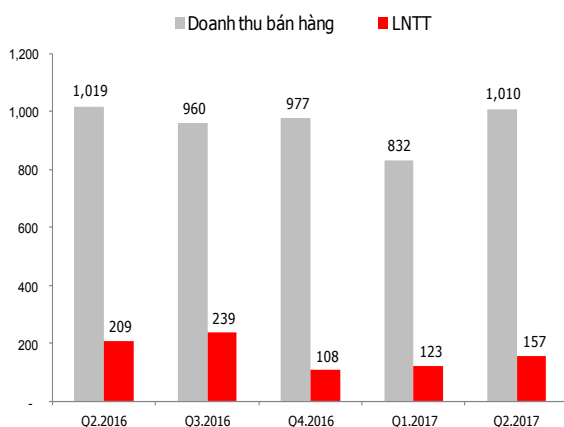
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	81,900
Giá mục tiêu (đồng/cp)	89,710
Tiềm năng tăng/giảm (%)	9.5
Tăng trưởng giá CP - YTD (%)	(21.6)
Tăng trưởng giá CP - 1 năm (%)	2.8
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	(14.7)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	6,704.3
SL CP lưu hành (triệu cp)	81.9
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	7.3
P/E Forward (x)	12.0
P/B (x)	2.7
P/E VN-Index (x)	16.5

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 04/2017)



Nguồn: BMP, MSI

Doanh thu bán hàng và LNTT



KẾT QUẢ KINH DOANH 6 THÁNG ĐẦU NĂM 2017

Tại cuộc họp định kỳ quý 2, Nhựa Bình Minh công bố kết quả hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2017 như sau: tổng doanh thu thuần đạt 1.841 tỷ đồng (tăng 8.6% so với cùng kỳ) và LNTT đạt 280 tỷ đồng (giảm 34% so với cùng kỳ). So với kế hoạch đã đề ra, kết quả nửa đầu 2017 ước tính hoàn thành hoàn thành 45,5% kế hoạch doanh thu cả năm và 40% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Qua trao đổi cụ thể, chúng tôi đánh giá tình hình kinh doanh của Nhựa Bình Minh trong năm 2017 sẽ gặp khó khăn hơn so với cùng kỳ năm 2016 do những nguyên nhân sau:

(1) Giá nguyên liệu đầu vào tăng mạnh 17,15% so với cùng kỳ và cao hơn 9,6% so với mức giá bình quân trong năm 2016. Ước tính, nếu giá nguyên liệu năm 2017 tăng 10% so với mức bình quân 2016 sẽ khiến LNTT của BMP sụt giảm 240 tỷ đồng. Mặc dù diễn biến giá hạt nhựa trong giai đoạn 6 tháng cuối năm được kỳ vọng ở mức tăng nhẹ, khả năng BMP hoàn thành được kế hoạch LNTT của mình được dự báo sẽ rất khó khăn.

(2) Áp lực cạnh tranh ngày càng quyết liệt từ các doanh nghiệp cùng ngành khiến Bình Minh thực hiện tăng tỷ lệ chiết khấu cho đại lý thêm 4% lên mức 15% từ tháng 03/2017. Ước tính tác động của việc tăng tỷ lệ chiết khấu này sẽ làm doanh thu của BMP sụt giảm 160 tỷ đồng.

DỰ PHÓNG KQKD NĂM 2017

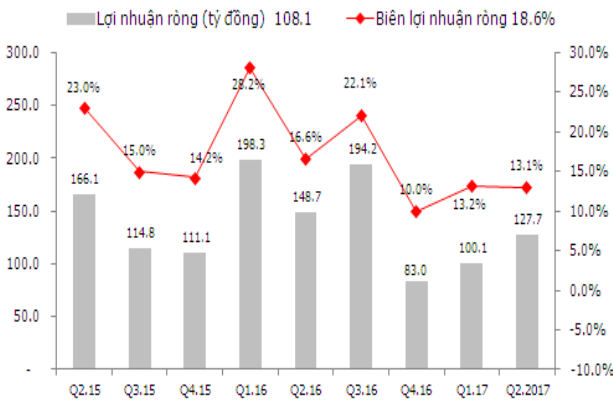
Do những nguyên nhân liên quan đến chi phí nguyên vật liệu và áp lực cạnh tranh gia tăng nêu trên, chúng tôi dự phóng trong năm 2017, KQKD của BMP sẽ tăng trưởng không cao như năm 2016, cụ thể đạt:

- 3.467 tỷ đồng doanh thu thuần (+4,8% yoy)
- 560 tỷ đồng lợi nhuận ròng (-10.6% yoy).
- Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt là 28.8% và 16.2%, suy giảm đôi chút so với kết quả cùng kỳ.

Đặc biệt, KQKD nửa đầu năm 2017 của BMP đã phản ánh rõ rệt những tác động trực tiếp từ việc giá dầu và giá nhựa nguyên liệu tăng. Chúng tôi cho rằng doanh thu bán hàng trong 6 tháng cuối năm 2017 của Bình Minh so với cùng kỳ năm trước sẽ vẫn tăng trưởng khá, nhưng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ sụt giảm khoảng 30-35%.

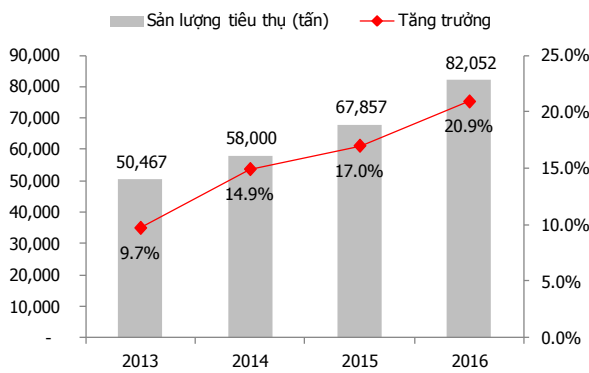
Chuyên viên Phân tích
Lê Ngọc Hân - hanln@msi.com.vn

Lợi nhuận ròng của BMP theo quý



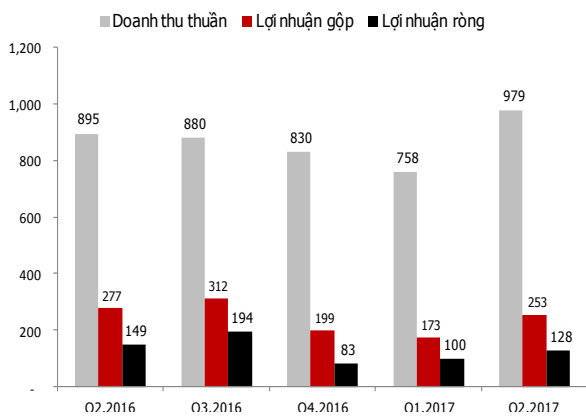
Nguồn: BCTC của BMP, MSI

Sản lượng tiêu thụ 2013-2016 (tấn)



Nguồn: BCTN của BMP, MSI

KQKD của BMP Q2.2016 - Q2.2017 (tỷ đồng)



Nguồn: BCTC của BMP, MSI

TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH NỬA ĐẦU 2017

Sản lượng tiêu thụ tăng 6,57% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm – Trong nửa đầu năm nay, công ty đã tiêu thụ 42.183 tấn ống nhựa (tăng 6,57% so với cùng kỳ), thấp hơn dự báo do cạnh tranh khốc liệt hơn. Để tăng năng lực cạnh tranh, công ty đã nâng mức lãi suất chiết khấu cho đại lý lên 15% và do đó đã làm tỷ suất lợi nhuận giảm. Công ty đã giữ khá ổn định tỷ lệ chiết khấu bán hàng nền trong vài năm qua, là khoảng 11% cho đến Q2 năm nay. Mặc dù tăng chiết khấu, ban quản trị công ty vẫn chủ trương không chạy đua giảm giá mà tập trung vào chất lượng dịch vụ nhằm giữ vững thị phần.

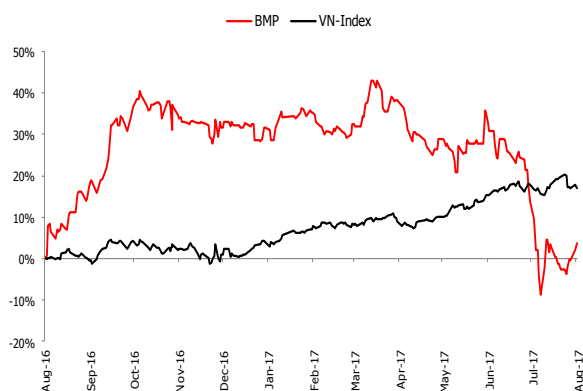
Trên thực tế, sau khi BMP tăng tỷ lệ chiết khấu thêm 4%, các đối thủ cạnh tranh như NTP, HSG cũng có những chính sách tăng mạnh chiết khấu cho đại lý nhằm giành thị phần. Hơn nữa, chúng tôi cũng nhận thấy cạnh tranh mới từ Tân Á Đại Thành và Phúc Hà khi các doanh nghiệp này vừa giới thiệu sản phẩm ống nhựa vào thị trường gần đây. Do đó, cạnh tranh trở nên căng thẳng hơn.

Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh xuống 24.5% từ mức 34,3% trong 6 tháng đầu năm ngoài – Mặc dù tỷ suất lợi nhuận cao đỉnh điểm đạt được trong năm ngoái chúng tôi đánh giá là không bền vững nhưng mức giảm là khá lớn, chủ yếu là do chi phí nguyên liệu đầu vào tăng mạnh 17,15%. Trong điều kiện thị trường cạnh tranh, lợi thế định giá của BMP cũng suy giảm.

Hệ thống phân phối tăng 6% so với đầu năm – Hiện tại, BMP có 1.536 đại lý trên cả nước, tăng 6% so với đầu năm. Công ty có kế hoạch tăng 10-12% số lượng đại lý trong hệ thống phân phối mỗi năm. Chúng tôi đánh giá đây là một lợi thế kinh doanh của BMP mà các doanh nghiệp khác trên thị trường không có được.

Dự án Nhà máy Bình Minh Long An - Giai đoạn 2: Theo chúng tôi được thông tin, đến cuối tháng 6 công ty đã giải ngân khoảng 260 tỷ đồng trên tổng giá trị đầu tư cho giai đoạn 2 là vào khoảng 680 tỷ đồng (chủ yếu là dành cho xây dựng cơ sở hạ tầng và mua thêm các loại khuôn mẫu). Tổng công suất toàn Công ty hiện nay đạt 90.000 tấn sản phẩm/năm, đạt 69,2% công suất thiết kế là 130.000 tấn sản phẩm/năm. Đến tháng 11 năm nay, công ty dự kiến nâng tổng công suất thiết kế lên 150.000 tấn sản phẩm/năm nhờ nâng thêm 20.000 tấn sản phẩm/năm từ Giai đoạn 2 nhà máy Long An.

Tăng trưởng cổ phiếu BMP so với VN-Index (1 năm)



Nguồn: FiinPro, MSI

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU BMP

Định giá

Chúng tôi có sự thay đổi về giá mục tiêu so với mức giá đưa ra trong báo cáo cập nhật ngày 26/05/2016. Chúng tôi vẫn sử dụng phương pháp Chiết khấu dòng tiền Cổ đông (FCFE) để định giá cổ phiếu BMP, chi tiết bao gồm lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ.

Theo đó, sau khi chiết khấu dòng tiền cổ đông, giá trị hợp lý mới của cổ phiếu BMP là 89,710 đồng/cp, 9.5% cao hơn thị giá hiện tại là 81,900 đồng/cp.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **GIỮ** cổ phiếu BMP với giá mục tiêu là **89,710 đồng/cp** cho mục tiêu ngắn hạn. Tuy nhiên trong trung và dài hạn, chúng tôi khuyến nghị mua với lợi thế về thương hiệu, hệ thống phân phối mạnh và khả năng tăng trưởng giá vẫn còn tích cực.

THÁCH THỨC

- Giá nguyên vật liệu biến động tăng trong giai đoạn đầu năm 2017 tác động tiêu cực đến lợi nhuận cả năm của BMP.
- Áp lực cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các đối thủ và đáng chú ý là việc gia nhập thị trường ống nhựa của HSG, một doanh nghiệp có lợi thế sẵn có về hệ thống phân phối rộng khắp cũng như chính sách chiết khấu cao cho đại lý.

LỢI THẾ

- Doanh thu của BMP vẫn tăng trưởng ổn định nhờ vào các chính sách linh hoạt sát với tình hình và nhu cầu của thị trường, quy mô sản xuất lớn và năng suất lao động cao, 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 ... BMP có lịch sử chi trả cổ tức (tiền mặt) rất đều đặn với mức cổ tức và tỷ suất cổ tức cao.
- Giai đoạn 2 của nhà máy Bình Minh Long An được Công ty nỗ lực hoàn thiện trong năm 2017 nhằm đánh dấu kỷ niệm 40 năm thành lập doanh nghiệp, góp phần tăng năng lực sản xuất của Bình Minh, đặc biệt là mảng phụ tùng ống nước, đáp ứng được nhu cầu vẫn còn đang rất cao của thị trường.
- Cơ cấu nợ của BMP hoàn toàn là nợ ngắn hạn, chủ yếu là khoản khách hàng ký quỹ đặt cọc để được mua hàng trả chậm, các khoản dự phòng (nợ xấu, truy thu thuế ...) cũng đã được trích lập đầy đủ. Công ty vẫn tiếp tục khuyến khích khách hàng dùng hình thức chiết khấu thanh toán ngay nhằm giảm thiểu rủi ro thu hồi nợ có thể xảy ra trong tương lai.
- BMP hiện chưa cần dùng nguồn vốn bên ngoài mà có thể tự trang trải cho tất cả các khoản đầu tư ngắn hạn, dài hạn của Công ty, nhờ vào những nguồn sau (tính lũy kế đến hết tháng 06/2017): (1) lượng tiền và tương đương tiền là 352 tỷ đồng, (2) quỹ đầu tư phát triển 1,171 tỷ đồng, và (3) lũy kế LNST chưa phân phối là 307 tỷ đồng. Sở hữu lượng tiền mặt dồi dào nên rủi ro thanh khoản của Công ty gần như không có. Dư địa mở rộng quy mô sản xuất của Công ty vẫn còn rất lớn.
- Hệ thống phân phối lên đến 1,536 đại lý trên cả nước với tiềm năng tăng trưởng vẫn tích cực trong dài hạn được đánh giá là một trong những lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ của BMP.

NHỮNG THÔNG TIN CẦN LƯU Ý

- **Khúc mắc về việc nới room đã được giải quyết:** Ngày 21/07 Bộ Công Thương đã có câu trả lời cho thắc mắc của UBCKNN về hai lĩnh vực thuộc hoạt động kinh doanh chính của công ty. Theo đó cả hai ngành nghề kinh doanh của Công ty mà SSC yêu cầu hỏi ý kiến là không nằm trong diện hạn chế room. Hiện, Công ty cũng đã gửi văn bản trả lời của Bộ Công Thương cho SSC và chờ được thông qua là mở room ngay. Đây là động lực giúp giá cổ phiếu BMP quay trở lại đà tăng sau nhiều phiên giảm sàn.
- **Kế hoạch sáp nhập với CTCP Nhựa Đà Nẵng (DPC):** ĐHCĐ đã nhất trí hủy bỏ việc sáp nhập DPC và BMP theo phương thức hoán đổi cổ phần, ủy quyền cho HĐQT và Ban điều hành xác định hình thức hợp tác phù hợp hơn. Thay vào đó, Ban Lãnh đạo doanh nghiệp sẽ xác định lại một hình thức hợp tác mới phù hợp và tổ chức thực hiện theo đúng quy định của pháp luật và Điều lệ Công ty.
- **Vấn đề truy thu thuế sẽ được xử lý xong trong năm nay** – Trong Q1 năm nay, công ty ghi nhận khoảng 22 tỷ đồng được hoàn lại trong số 71,4 tỷ đồng thuế TNDN. Phần còn lại, qua chia sẻ từ phía Ban lãnh đạo công ty, có thể BMP sẽ không tiếp tục theo đuổi yêu cầu được hoàn lại.
- **Cạnh tranh thị trường ngày càng gia tăng** do sức ép từ trong và ngoài nước, cụ thể như sau:
 (1) Các công ty cùng ngành trong nước như NTP, HSG... đang đẩy mạnh đầu tư xây dựng nhà máy mới trải dài từ Bắc vào Nam và trang bị máy móc thiết bị nhằm tăng quy mô sản xuất và thị phần.
 (2) AEC có hiệu lực và lộ trình các dòng thuế sẽ về 0% theo lộ trình cắt giảm thuế quan của Hiệp định thương mại hàng hóa ASEAN (ATIGA) làm tăng thêm khả năng cạnh tranh từ các doanh nghiệp khác trong khu vực.
- **Biến động thất thường của giá đầu:** dự đoán giá đầu bình quân năm 2017 sẽ cao hơn năm 2016 khiến chi phí nguyên vật liệu đầu vào của Công ty gia tăng, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả sản xuất kinh doanh của Bình Minh.

Các chỉ tiêu tài chính của BMP 2012A-2019F

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ VND)	1,890.7	2,088.1	2,415.6	2,791.6	3,308.7	3,467.9	3,942.8	4,463.6
Tăng trưởng (% y/y)	3.5	10.4	15.7	15.6	18.5	4.8	13.7	13.2
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	360.5	369.9	376.8	518.9	627.4	560.8	626.3	712.3
Tăng trưởng (% y/y)	22.4	2.6	1.9	37.7	20.9	(10.6)	11.7	13.7
Biên lợi nhuận ròng (%)	19.1	17.7	15.6	18.6	19.0	16.2	15.9	16.0
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1,274.1	1,489.1	1,718.3	2,015.3	2,297.4	2,519.5	2,805.8	3,503.8
Tổng tài sản (tỷ đồng)	1,422.7	1,681.3	1,928.5	2,438.3	2,891.1	3,177.7	3,537.7	4,300.8
ROE (%)	28.3	24.8	21.9	25.7	27.3	22.3	22.3	20.3
ROA (%)	25.3	22.0	19.5	21.3	21.7	17.6	17.7	16.6
EPS (VND)	10,306	8,134	8,285	11,410	13,796	6,850	7,650	8,701
BVPS (VND)	36,420	32,742	37,782	44,313	50,516	30,777	34,275	42,802
Cổ tức (VND)	3,000	3,000	3,500	6,000	4,000	4,000	4,000	4,000
P/E (x)	4.3	8.6	8.8	11.5	13.8	12.0	10.7	9.4
P/B (x)	1.2	2.1	1.9	3.0	3.8	2.7	2.4	1.9

Nguồn: BCTC BMP, 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: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 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: (84.28) 3521 4299 - Fax: (84.28) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm
115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (84.24) 3776 5929 - Fax: (84.24) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoandb1@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

Trần Văn Thảo - Chuyên viên

Email: thaotv@msi.com.vn

Lê Ngọc Hân - Chuyên viên

Email: hanln@msi.com.vn

Lê Thị Hải Yến - Chuyên viên

Email: yenth1@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.