

## Ngành Nhựa

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2020

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VNĐ/cp) **63.300**

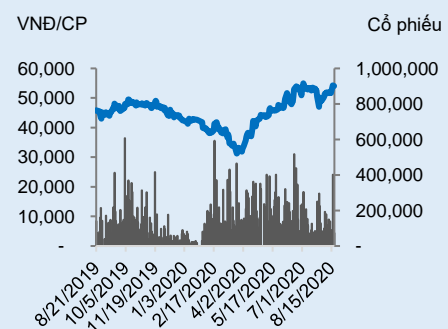
Thị giá (19/8/2020) 54.100

Lợi nhuận tiềm năng **26,2%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	31.240-54.960
Vốn hóa	4.429 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	81.860.938
KLGD bình quân 10 ngày	164.709
% sở hữu nước ngoài	82,73%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	5.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	9,2%
Beta	0,9

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BMP	27,5%	3,0%	15,3%	42,2%
VNIndex	-11,9%	-0,6%	-1,2%	-3,8%

## KQKD Quý 2 vượt trội nhờ sản lượng quý đạt mức kỷ lục và giá nguyên vật liệu thuận lợi; Mặt bằng giá PVC thấp tiếp tục hỗ trợ mở rộng BLN góp trong những tháng tới

- Bất chấp đại dịch Covid-19, BMP tiếp tục ghi nhận KQKD 2Q20 ở mức cao: Doanh thu thuần tăng trưởng 6,3% YoY đạt 1.521 tỷ, trong khi đó LNST sau CĐTS tăng vọt 32,0% YoY đạt 154,6 tỷ – khá sát với ước tính của chúng tôi là 161 tỷ. Động lực tăng trưởng chính: (1) Sản lượng quý đạt mức kỷ lục; (2) BLN góp mở rộng mạnh mẽ nhờ vào giá PVC thấp và giá bán bình quân tăng; và (3) Sụt giảm chi phí tài chính ròng.
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, BMP ghi nhận doanh thu đạt 2.271 tỷ (+7,6% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 257 tỷ (+23,4% YoY); theo đó, hoàn thành 48,4%/ 53,3% dự phóng doanh thu/ lợi nhuận ròng cả năm 2020 của chúng tôi ở báo cáo cập nhật lần trước.
- Nền tảng cơ bản vững chắc – Tính đến cuối 2Q20, tổng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của BMP là 1.163,6 tỷ (38,7% tổng tài sản), trong khi đó hầu như không sử dụng đòn bẩy với một ít nợ ngắn hạn là 55,3 tỷ (tỷ lệ D/E ở mức thấp là 0,02x). Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh duy trì mạnh mẽ, với chu kỳ chuyển đổi tiền mặt là 66 ngày, thấp hơn nhiều so với mức trung bình giai đoạn 2015-19 là 83 ngày.
- Theo Bloomberg, giá PVC gần đây đã phục hồi từ mức thấp kỷ lục là 630 đô/tấn vào Tháng 4, và đi ngang ở mức 790 đô/tấn trong năm tuần gần đây; tuy nhiên, vẫn thấp hơn so với mức giá trung bình năm ngoài là 860 đô/tấn. Tại lần gặp gần đây nhất, BMP chia sẻ đã tích cực tích trữ nguyên vật liệu giá rẻ nhiều hơn so với mức bình thường là 1,5-2,0 tháng. Với mặt bằng giá PVC thấp hiện tại, cùng với lượng hàng tồn kho giá thấp đã tích trữ, khả năng sẽ tiếp tục hỗ trợ mở rộng BLN góp trong 2H20. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan với triển vọng kinh doanh 3Q20 của Công ty; và kỳ vọng mặt bằng giá PVC duy trì thuận lợi trong môi trường giá dầu thấp sẽ hỗ trợ KQKD 4Q20.
- Điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng KQKD năm 2020 – Dự báo doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của BMP đạt 4.615 tỷ (+6,4% YoY) và 493 tỷ (+16,5% YoY).
- BVSC lần đầu đưa ra dự phóng KQKD năm 2021 với doanh thu đạt 4.980 tỷ (+7,9% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 529 tỷ (+7,5% YoY), với kỳ vọng sản lượng tiếp tục gia tăng trong bối cảnh hợp nhất ngành và đẩy mạnh đầu tư công từ phía Chính phủ, cũng như triển vọng sáng hơn từ ngành xây dựng và bất động sản trong năm tới.

**Khuyến nghị:** BMP đóng cửa tại mức giá 54.100 đồng vào ngày 19.8.2020, theo đó giao dịch tại mức P/E và EV/EBITDA năm 2020 lần lượt là 9,0x và 4,3x; và mức P/E và EV/EBITDA năm 2021 lần lượt là 8,4x và 4,1x; hấp dẫn so với mức trung bình ngành hiện tại là 11,7x và 5,2x. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **63.300 đồng/cổ phần** (26,2% upside bao gồm suất cổ tức hấp dẫn 9,2%; mức P/E hợp lý năm 2020 là 10,5x).

BVSC duy trì quan điểm BMP ở vị thế cạnh tranh để hưởng lợi từ xu hướng gia tăng hợp nhất của ngành và đẩy mạnh đầu tư công trong giai đoạn tới, nhờ những lợi thế cạnh tranh riêng biệt: 1) Tài sản thương hiệu lâu đời, chất lượng sản phẩm vượt trội và hệ thống phân phối trên cả nước được tái cấu trúc tốt; 2) Bảng cân đối kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ và lợi nhuận tốt nhất ngành là những điều kiện tiên quyết, khả năng giúp BMP outperform với những công ty cùng ngành, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn từ Covid-19; 3) Chuỗi sản xuất vượt trội khi nguyên vật liệu được mua gần như hoàn toàn trong nước; và 4) Ban lãnh đạo tâm huyết.

Chuyên viên phân tích

**Trần Đăng Mạnh**

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

## KQKD Q2 2020 xuất sắc nhờ sản lượng quý đạt mức kỷ lục và giá nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi

Bất chấp những khó khăn từ đại dịch Covid-19, BMP gần đây đã công bố KQKD 2Q20 tích cực – Doanh thu thuần tăng 6,3% YoY đạt 1.520,9 tỷ, trong khi đó LNST sau CĐTTS tăng mạnh 32,0% YoY lên mức 154,6 tỷ - khá sát với ước tính của chúng tôi là 161 tỷ. Động lực tăng trưởng chính: (1) Sản lượng bán hàng đạt mức kỷ lục; (2) BLN gộp mở rộng mạnh mẽ nhờ giá PVC giảm mạnh và giá bán trung bình (ASP) tăng; và (3) Sụt giảm chi phí tài chính ròng. Bên dưới là những điểm nhấn chính của KQKD 2Q20 của BMP:

Hình 1: Những số liệu chính của BMP trong 2Q20:

	Sản lượng (tấn)	Doanh thu thuần (Tỷ VND)	ASP (Triệu VND/tấn)	LN gộp (Tỷ VND)	LN gộp/t (Triệu VND/t)	BLN gộp %	LN ròng (Tỷ VND)	LN ròng/t (Triệu VND/t)	BLN ròng %
<b>2Q19</b>	28.700	1.177,3	41,0	273,3	9,5	23,2%	117,1	4,1	9,9%
<b>2Q20</b>	29.670	1.250,9	42,2	353,1	11,9	28,2%	154,6	5,2	12,4%
<b>Y-o-Y %</b>	3,4%	6,2%	2,8%	29,2%	25,0%	500 bps	32,0%	27,7%	250 bps

Nguồn: BMP; BVSC

- **Sản lượng bán hàng 2Q20 tăng đáng khích lệ đạt 29,760 tấn (+3,0% YoY)**, là mức sản lượng tiêu thụ theo quý kỷ lục của BMP. Chúng tôi tin rằng sự gia tăng hợp nhất ngành đã được đẩy nhanh từ đầu năm đến nay, khi những khó khăn từ dịch Covid-19 gia tăng áp lực lên các nhà sản xuất nhỏ lẻ vốn có tình hình tài chính và lợi nhuận kém hơn BMP. Theo Ban lãnh đạo, BMP tiếp tục duy trì đà lấy lại thị phần trong 2Q20, theo sau mức mở rộng 1-2% trong 1Q20. Tổng sản lượng bán hàng 1H20 đạt 54.000 tấn (+6,3% YoY), trong đó sản lượng ống PVC chiếm khoảng 92%.
- **Giá bán trung bình tăng 2,8% YoY đạt mức 42,2 triệu/tấn**, chủ yếu nhờ cơ cấu sản phẩm bán hàng tốt hơn.
- **BLN gộp tăng mạnh lên mức 28,2% so với mức 23,2% cùng kỳ**, nhờ vào giá hạt nhựa PVC sụt giảm mạnh, giá bán trung bình tăng, và lợi thế kinh tế theo quy mô.
- **Chi phí hoạt động tăng mạnh nhằm thúc đẩy tăng trưởng sản lượng bán hàng.** Cụ thể, chi phí hoạt động tăng lên mức 11,9% doanh thu thuần trong 2Q20 so với mức 9,1% cùng kỳ. Trong khi, chúng tôi hiểu rằng BMP đã chia sẻ lợi ích giá nguyên vật liệu đầu vào thấp với hệ thống phân phối thông qua chiết khấu cao hơn để thúc đẩy tăng trưởng sản lượng; Ban lãnh đạo cho biết với KQKD tích cực trong 2Q20, BMP đã trích trước một phần chi phí chiết khấu để nâng cao vị thế cạnh tranh của Công ty trong các tháng sắp tới. Vì thế, chi phí hoạt động trong những quý tới có thể kỳ vọng ở mức thấp hơn so với mặt bằng 2Q20.
- **Sụt giảm chi phí tài chính ròng.** Chi phí tài chính ròng của BMP sụt giảm mạnh 35% yoy xuống mức 12,7 tỷ, nhờ vào thu nhập từ lãi tăng mạnh 90% YoY lên mức 20,6 tỷ, bù đắp cho việc gia tăng chi phí tài chính trong kỳ lên mức 33,3 tỷ (+9,2% YoY).
- **Nền tảng cơ bản vững chắc.** Tính đến cuối 2Q20, vị thế tiền mặt và tiền gửi ngân hàng của BMP là 1.163,6 tỷ (38,7% tổng tài sản), trong khi đó gần như không sử dụng đòn bẩy với một ít nợ vay ngắn hạn là 55,3 tỷ (hay mức D/E thấp là 0,02x). Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh

duy trì mạnh mẽ, minh chứng bằng chu kỳ chuyển đổi tiền mặt ở mức thấp là 66 ngày so với mức trung bình giai đoạn 2015-19 là 83 ngày.

Tựu chung lại, doanh thu thuần và LNST sau CĐTS của BMP lũy kế 6 tháng đầu năm lần lượt là 2.271 tỷ (+7,6% YoY) và 257 tỷ (+23,4% YoY); theo đó, hoàn thành 48,4%/ 53,3% dự phóng doanh thu/ lợi nhuận ròng của chúng tôi trong báo cáo cập nhật trước.

## Triển vọng tiêu thụ ống nhựa có khả năng sẽ sụt giảm trong các quý còn lại...

Ảnh hưởng trực tiếp của đại dịch Covid-19 lên hoạt động kinh doanh của BMP dường như vẫn chưa nhiều, khi Công ty vẫn có thể duy trì tăng trưởng sản lượng tiêu thụ trong 1H20. Chúng tôi hiểu rằng hoạt động kinh doanh bền vững của BMP là nhờ những động lực chính như sau:

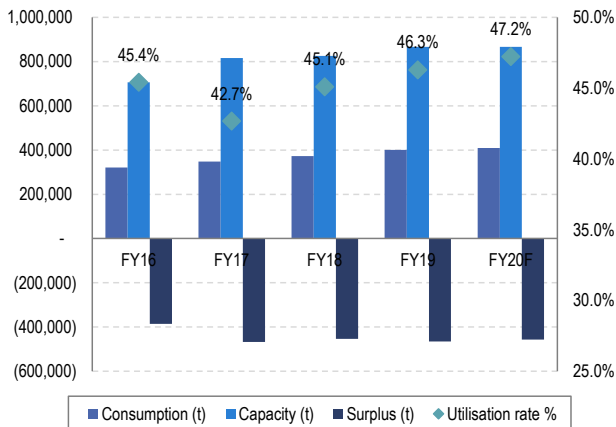
- **Việc gia tăng hợp nhất ngành được đẩy mạnh trong bối cảnh khó khăn từ Covid-19 –** Với tính dễ bị tổn thương ngày càng tăng của các nhà sản xuất nhỏ hơn trong bối cảnh Covid-19, chúng tôi tin rằng việc hợp nhất ngành đã tăng tốc trong giai đoạn vừa qua, mở đường cho BMP tiếp tục giành lại thị phần. Ban lãnh đạo đã xác nhận rằng BMP thực sự đã duy trì đà mở rộng thêm thị phần trong 2Q20, sau mức tăng 1-2% được báo cáo trong 1Q20. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng các công ty có sự tiếp xúc lớn với thị trường nội địa ở vị thế tốt hơn và outperform so với các công ty phụ thuộc vào hoạt động xuất khẩu trong bối cảnh bất định từ đại dịch Covid-19.
- **Bảng cân đối tài chính mạnh và hưởng lợi từ giá nguyên vật liệu đầu vào tạo nhiều dư địa hơn nữa đối với BMP để có lợi thế so với các nhà sản xuất khác, đặc biệt là trong bối cảnh khó khăn từ Covid-19.** Tại lần gặp gần nhất, Ban lãnh đạo của BMP đã tái khẳng định trọng tâm chiến lược hàng đầu của họ là mở rộng thị phần dựa vào chất lượng và đa dạng hóa sản phẩm và cung cấp dịch vụ cạnh tranh đối với mạng lưới nhà phân phối. Theo đó, BMP không có thay đổi chính sách chiết khấu trong dài hạn, mặc dù điều này có thể linh hoạt trong ngắn hạn khi mà BMP phải chuyển một phần lợi ích chi phí thấp cho các nhà phân phối của họ.

## ... nhưng sản lượng tiêu thụ của BMP có thể được bù đắp bởi việc gia tăng thị phần

- Với mức biên lợi nhuận gộp cao và gần như ít chịu rủi ro từ hàng nhập khẩu do tính chất công kênh của các sản phẩm ống nhựa. Bên cạnh đó, ngành ống nhựa Việt Nam đã thu hút nhiều nhà sản xuất mới trong giai đoạn 2015-18, với những cái tên đáng chú ý là HSG, Tân Á Đại Thành và Phúc Hà. Hậu quả là tình trạng dư cung và theo đó, cuộc chiến về giá đã diễn ra dai dẳng trong suốt giai đoạn 2015-18, khi các nhà sản xuất mới áp dụng chính sách chiết khấu quyết liệt để đổi lấy thị phần. Đáng khích lệ, BMP và NTP, được biết đến là hai nhà sản xuất lớn nhất ngành, đã cho thấy dấu hiệu lấy lại thị phần trong năm 2019, khi các đối thủ từ bỏ chính sách chiết khấu quyết liệt sau nhiều năm.

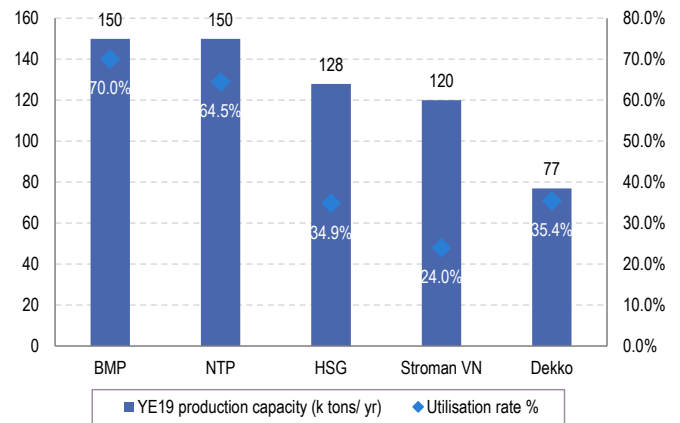
- Chúng tôi tin rằng BMP được trang bị cạnh tranh với nền tảng tài chính tốt – Vị thế tiền mặt dồi dào cùng với việc gần như không sử dụng nợ vay trong cơ cấu tài chính, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ tạo dư địa hơn nữa, trong trường hợp cần thiết, cho việc gia tăng chiết khấu để đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ trong môi trường bán hàng chậm đi. BMP hiện đang không chịu gánh nặng chi phí lãi vay, trong khi đó dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ và vị thế tiền mặt dồi dào đang tạo ra một nguồn thu nhập từ lãi đáng khích lệ.

**Hình 2: Tổng quan ngành ống nhựa tại Việt Nam – Tình hình cung – cầu ngành giai đoạn FY16-20F**



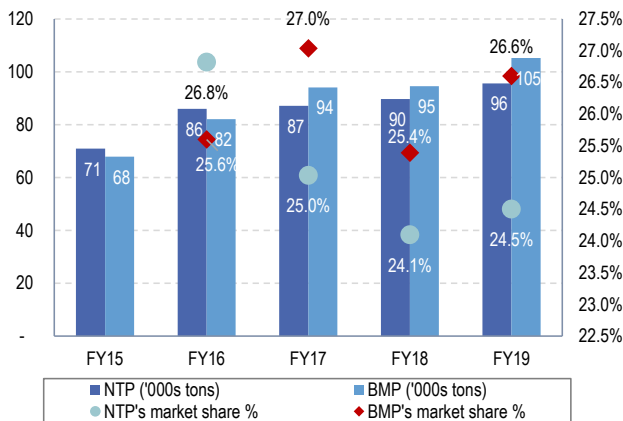
Nguồn: BVSC thu thập, ước tính

**Hình 3: BMP sở hữu tỷ lệ huy động cao nhất ngành**



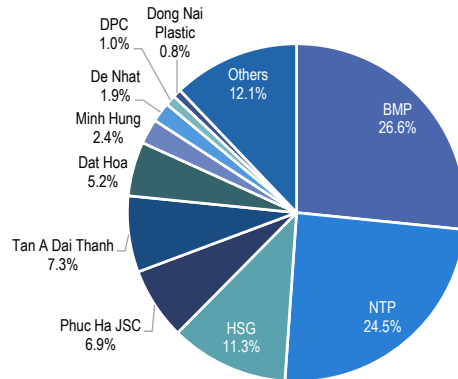
Nguồn: BMP; NTP; BVSC thu thập

**Hình 4: BMP và NTP cho thấy dấu hiệu lấy lại thị phần trong năm 2019 sau giai đoạn chiến tranh giá cả dai dẳng giai đoạn 2015-18**



Nguồn: BMP; NTP; BVSC tính toán

**Hình 5: Môi trường cạnh tranh ngành ống nhựa tại Việt Nam – Xu hướng hợp nhất duy trì là chủ đề chính**



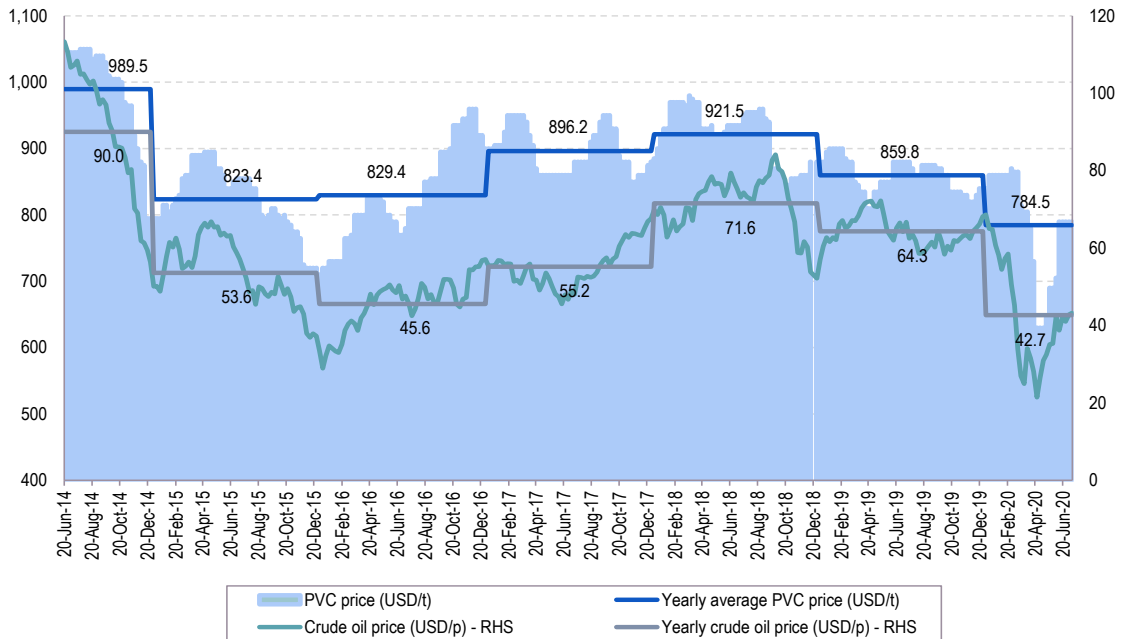
Nguồn: BVSC thu thập, ước tính

Với làn sóng Covid-19 mới không mong đợi đã trở lại Việt Nam, chúng tôi tin rằng là hợp lý khi giả định nhu cầu cho vật liệu xây dựng nói chung (bao gồm: ống nhựa) khả năng sẽ giảm tốc trong thời gian tới. Tuy nhiên, điều này không nhất thiết có nghĩa sản lượng tiêu thụ của BMP sẽ tăng trưởng âm trong các quý còn lại. Bất chấp việc chiến dịch giãn cách xã hội do Covid-19 trong ba tuần đầu tháng 4, BMP vẫn duy trì được tăng trưởng sản lượng tiêu thụ so với cùng kỳ. Chúng tôi kỳ vọng xu hướng chính của ngành – gia tăng hợp nhất tiếp tục được đẩy mạnh – duy trì hỗ trợ triển vọng của BMP trong thời gian tới. Bên cạnh đó, những lợi thế cạnh tranh riêng biệt của BMP cũng hỗ trợ hoạt động kinh doanh của Công ty, đặc biệt là trong bối cảnh Covid-19, bao gồm: (1)

Tài sản thương hiệu lâu đời, cùng với chất lượng sản phẩm tốt và hệ thống phân phối được tái cấu trúc tốt; (2) Chuỗi sản xuất với 97-98% nguyên vật liệu đầu vào được mua trong nước; và (3) Đội ngũ ban lãnh đạo tâm huyết.

## Mặt bằng giá PVC thấp kỳ vọng tiếp tục hỗ trợ mở rộng BLN gộp

**Hình 6: Giá PVC phục hồi từ mức thấp kỷ lục ở tháng 4, nhưng vẫn thấp hơn với giá trung bình năm 2019**



Nguồn: Bloomberg; BVSC

Theo kiểm tra hiện tại của chúng tôi trên Bloomberg, giá PVC hiện tại đã tăng trở lại từ mức thấp 630 đô/ tấn trong tháng 4, đi ngang ở mức 790 đô/tấn trong 5 tuần qua - tuy nhiên, vẫn thấp hơn so với mức trung bình năm ngoái là 860 đô/tấn. Tại lần gặp gần nhất, BMP chia sẻ đã chủ động tích lũy hàng tồn kho chi phí thấp vào tháng 4 khi giá nhựa nhựa PVC chạm mức thấp nhất 7 năm ở mức 630 USD/tấn. Mặt bằng giá PVC thấp, cùng với hàng tồn kho chi phí thấp, sẽ hỗ trợ cho việc mở rộng BLN gộp trong 2H20. Do đó, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về triển vọng kinh doanh của BMP trong 3Q20; và kỳ vọng giá PVC sẽ duy trì thuận lợi trong môi trường giá dầu thô thấp tiếp tục hỗ trợ KQKD 4Q20.

## BVSC điều chỉnh tăng nhẹ dự phóng LNST sau CĐTS năm 2020

**Chúng tôi điều chỉnh nhẹ dự báo KQKD năm 2020 của BMP, dự phóng doanh thu thuần đạt 4.615,2 tỷ (+6,4% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 492,7 tỷ (+16,5% YoY).** Dự báo của chúng tôi hiện dựa trên các giả định trọng yếu sau: (1) Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 4,8% YoY đạt 110,031 tấn, giảm nhẹ so với dự phóng trước đây là 113,246 tấn (+7,8% YoY) để phản ánh tác động tiêu cực từ làn sóng Covid-19 mới; (2) BLN gộp năm 2020 mở rộng lên mức 25,9% so với mức 22,8% năm 2019; (3) Chi phí hoạt động (bán hàng và quản lý doanh nghiệp) tăng lên mức 11,7% doanh thu thuần năm 2020 so với mức 8,9% năm 2019, chủ yếu do BMP chia sẻ lợi ích với các nhà phân phối nhờ giá nguyên vật liệu đầu vào thuận lợi, trong đó chúng tôi lưu ý đã bao gồm chi phí tổ



chức hội nghị khách hàng với chi phí ước tính khoảng 30 tỷ; (4) Chi phí tài chính ròng giảm 45.9% YoY xuống mức 40,0 tỷ. Tựu chung lại, EPS năm 2020 ước tính đạt 6.018 đồng/cổ phần. Theo đó, BMP đang giao dịch tại mức P/E năm 2020 là 9,0 lần và EV/EBITDA là 4,3 lần.

## Triển vọng KQKD năm 2021: Xu hướng hợp nhất ngành và đẩy mạnh đầu tư công thúc đẩy sản lượng tiêu thụ; LNST sau CĐTS dự phóng tăng trưởng ở mức một chữ số cao

Chúng tôi lần đầu đưa ra dự phóng KQKD năm 2021 đối với BMP, dự báo doanh thu thuần đạt 4.979,6 tỷ (+7,9% YoY) và LNST sau CĐTS đạt 529,4 tỷ (+7,5% YoY). Dự báo KQKD của chúng tôi dựa vào các giả định trọng yếu sau: (1) Sản lượng tiêu thụ tăng 7,0% lên mức 117,733 tấn, thúc đẩy bởi xu hướng gia tăng hợp nhất ngành và đẩy mạnh đầu tư công từ Chính phủ, cũng như kỳ vọng thị trường xây dựng và bất động sản sáng sủa; (2) BLN gộp trở lại mức bình thường là 23,0% với giả định chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng 3,0%; và (3) Chi phí hoạt động cũng trở lại mức thông thường là 9,0%, hỗ trợ bởi thiếu vắng chi phí tổ chức sự kiện marketing hai năm một lần và sự giảm cạnh tranh trong bối cảnh gia tăng hợp nhất ngành. Tựu chung lại, EPS năm 2021 dự kiến đạt 6.468 đồng/ cổ phần. Tại mức giá hiện tại, BMP đang giao dịch tại mức P/E và EV/EBITDA năm 2021 lần lượt là 8,4 lần và 4,1 lần.

Hình 7: Tóm tắt dự phóng KQKD năm 2020-21F:

Tỷ VND	FY19	FY20F	Y-o-Y %	FY21F	Y-o-Y %
<b>Doanh thu thuần</b>	4.337,3	4.615,2	6,4%	4.979,6	7,9%
<b>LNST sau CĐTS</b>	422,9	492,7	16,5%	529,4	7,5%

Nguồn: BVSC dự phóng

## Chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn

Hình 8: Chính sách cổ tức tiền mặt của BMP trong quá khứ và dự phóng:

	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
DPS (VND/ share)	4.000	4.000	4.000	5.000	5.000	5.500	6.000
EPS (VND/ share)	13.796	5.677	5.224	5.166	6.018	6.468	6.876
Payout ratio %	29,0%	70,5%	76,6%	96,8%	83,1%	85,0%	87,3%
Dividend yield %	4,40%	6,90%	7,90%	11,1%	9,2%	10,2%	11,1%

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC dự phóng

Với triển vọng kết quả kinh doanh tốt, kế hoạch đầu tư vốn lưu động thấp (195 tỷ, tương ứng khoảng 4% doanh thu năm 2020), và vị thế tài chính vượt trội (vị thế tiền mặt dồi dào chiếm 40% tổng tài sản, và tỷ lệ đòn bẩy thấp D/E là 0,02x), kịch bản cơ sở của chúng tôi dự báo mức cổ tức tiền mặt cho năm 2020 là 5.000 đồng/ cổ phần, tương đương với mức cổ tức năm 2019, ứng với tỷ lệ payout là 83,0% và suất cổ tức hấp dẫn là 10,0%. Chúng tôi duy trì dự báo BMP duy trì chính sách cổ tức tiền mặt nhất quán cho giai đoạn 2020-22 ở mức 5.000-6.000 đồng/cổ phần, tương ứng suất cổ tức hấp dẫn là 9,2-11,0%.

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng kết hợp phương pháp EV/EBITDA (50% tỷ trọng) và phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF, 50% tỷ trọng) để xác định giá mục tiêu cho BMP. Phương pháp DCF được sử dụng nhằm để phản ánh tiềm năng tăng trưởng KQKD của Công ty về dài hạn, việc kết hợp thêm phương pháp EV/EBITDA vào mô hình định giá chủ yếu là do

- EBITDA mang đến bức tranh hiệu quả hoạt động của Công ty rõ ràng hơn, giúp loại bỏ chi phí nợ vay và sự khác biệt trong phương pháp kế toán; và
- EV/EBITDA cho phép chúng tôi kết hợp giữa tình hình tài chính mạnh mẽ của BMP (Vị thế tiền mặt dồi dào và việc không sử dụng đòn bẩy trong cơ cấu vốn) và chi phí khấu hao lớn. Chúng tôi cũng có lập luận rằng lượng tiền gửi của BMP có tính thanh khoản cao, được xem như tiền mặt; theo đó, chúng tôi điều chỉnh EBITDA bằng cách thêm vào các khoản đầu tư ngắn hạn của công ty (chủ yếu là tiền gửi NH).

Tựu chung lại, giá mục tiêu 1 năm của chúng tôi đối với BMP là 63.300 đồng, tương ứng với (1) Mức lợi nhuận kỳ vọng là 26,2% (bao gồm suất cổ tức 9,2%); (2) Mức P/E hợp lý năm 2020 là 10,5 lần; và (3) EV/EBITDA hợp lý là 5,2 lần.

Hình 9: Tóm tắt định giá BMP:

Phương pháp	Giá hợp lý	Tỷ trọng	Kết quả
DCF	63.549	50,0%	31.775
EV/EBITDA	62.984	50,0%	31.492
<b>Giá mục tiêu 1 năm (VND/ cổ phần)</b>			<b>63.300</b>
<b>Tiềm năng tăng giá</b>			<b>16,9%</b>
<b>Mức 2020F EV/EBITDA hợp lý</b>			5,2x
<b>Mức 2020F P/E hợp lý</b>			10,5x

Nguồn: BVSC

## Khuyến nghị:

BMP đóng cửa tại mức giá 54.100 đồng vào ngày 19.8.2020, theo đó giao dịch tại mức P/E và EV/EBITDA năm 2020 lần lượt là 9,0x và 4,3x; và mức P/E và EV/EBITDA năm 2021 lần lượt là 8,4x và 4,1x; hấp dẫn so với mức trung bình ngành hiện tại là 11,7x và 5,2x. Duy trì khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu 1 năm là **63.300 đồng/cổ phần** (26,2% upside bao gồm suất cổ tức hấp dẫn 9,2%; mức P/E hợp lý năm 2020 là 10,5x). BVSC duy trì quan điểm **BMP ở vị thế cạnh tranh để hưởng lợi từ xu hướng gia tăng hợp nhất của ngành và đẩy mạnh đầu tư công trong giai đoạn tới**, nhờ những lợi thế cạnh tranh riêng biệt: 1) Tài sản thương hiệu lâu đời, chất lượng sản phẩm vượt trội và hệ thống phân phối trên cả nước được tái cấu trúc tốt; 2) Bảng cân đối kế toán và dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ và lợi nhuận tốt nhất ngành là những điều kiện tiên quyết, khả năng giúp BMP outperform với những công ty cùng ngành, đặc biệt là trong giai đoạn khó khăn từ Covid-19; 3) Chuỗi sản xuất ít bị ảnh hưởng với tác động của dịch Covid-19; và 4) Ban lãnh đạo tâm huyết.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu thuần	3.920	4.337	4.615	4.980
Giá vốn	(3.048)	(3.349)	(3.419)	(3.833)
Lợi nhuận gộp	872	988	1.196	1.146
Doanh thu tài chính	25	37	79	83
Chi phí tài chính	(105)	(111)	(119)	(121)
Lợi nhuận sau thuế	428	423	493	529

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	412	314	233	290
Các khoản phải thu ngắn hạn	599	357	380	396
Hàng tồn kho	599	357	380	396
Tài sản cố định hữu hình	598	621	606	515
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	68	369	369	369
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.812</b>	<b>2.850</b>	<b>3.031</b>	<b>3.167</b>
Nợ ngắn hạn	59	56	59	59
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.454	2.408	2.706	2.821
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.812</b>	<b>2.850</b>	<b>3.031</b>	<b>3.167</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	2,5%	10,7%	6,4%	7,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-8,0%	-1,1%	16,5%	7,5%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	22,2%	22,8%	25,9%	23,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10,4%	9,7%	10,7%	10,6%
ROA (%)	15,0%	14,9%	16,8%	17,1%
ROE (%)	17,4%	17,4%	19,3%	19,2%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,4%	2,3%	2,2%	2,1%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	5.224	5.166	6.018	6.468
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.979	29.414	33.057	34.464



## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Trần Đăng Mạnh**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

##### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

##### Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

##### Trần Thu Nga

Bán lẻ, Thép, Ngân hàng

tranthithunga@baoviet.com.vn

##### Đỗ Long Khánh

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

##### Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

##### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

##### Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

##### Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

##### Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

##### Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

##### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

##### Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

##### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888