

Ngành nhựa

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2021

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá mục tiêu (VND/cp) **61.412**

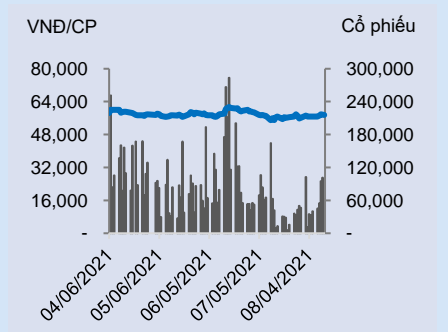
Giá hiện tại (16/08/2021) **57.300**

Lợi nhuận tiềm năng **7,2%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	48.700-63.600
Vốn hóa	4.715 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	81.860.938
KLGD bình quân 10 ngày	57.960
% sở hữu nước ngoài	83%
Room nước ngoài	100%
Giá trị cổ tức/cổ phần	6.320
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	11%
Beta	0,4

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BMP	-4,6%	3,8%	-0,3%	-3,6%
VNIIndex	21,1%	9,1%	4,6%	16,8%

Dự báo KQKD Quý 3/2021 tiếp tục giảm sâu

KQKD Quý 2/2021: thấp hơn nhiều so với kỳ vọng

BMP báo cáo KQKD Quý 2/2021 kém lạc quan, thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi: Doanh thu thuần tăng 16,1% YoY đạt 1.452,3 tỷ, khá sát với ước tính của chúng tôi là 1.485,2 tỷ; trong khi lợi nhuận ròng giảm mạnh 72,9% YoY xuống 41,8 tỷ, thấp hơn ước tính của chúng tôi là 109,4 tỷ (-30,0% YoY) ở báo cáo cập nhật trước của chúng tôi. Điểm nổi bật chính:

Tăng trưởng doanh thu chủ yếu nhờ giá bán bình quân tăng

Sản lượng tiêu thụ Quý 2/2021 của BMP tăng nhẹ 1,6% YoY lên 30.244 tấn (+18,2% QoQ). Sau khi giá bán của BMP tăng do nguyên liệu đầu vào tăng đột biến, giá bán trung bình Quý 2/2021 tăng lên 48,0 triệu/ tấn (+6,5% QoQ; +13,9% YoY).

Cắt giảm OPEX - kích lệ - nhưng không đủ bù đắp BLNG giảm

BLN gộp (BLNG) của BMP giảm mạnh từ 17,9% trong Quý 1/2021 và mức thông thường là 22-23% năm 2018-19 xuống 12,9% trong Quý 2/2021, do giá PVC tăng.

Theo Ban lãnh đạo, giá hạt nhựa PVC tăng bất thường từ cuối năm 2020 lên mức cao nhất kỷ lục ở mức 1.600 USD/ tấn vào Tháng 4/2021, cao hơn 60,0% so với mức thông thường 900-1.000 USD/ tấn. Hàng tồn kho thông thường của Công ty ở mức 1,5-2,0 tháng sản xuất đã không thể giúp kiềm chế ảnh hưởng tiêu cực của giá PVC tăng bất thường; trong khi việc tăng giá bán tương xứng với mức tăng mạnh của PVC cần thời gian.

Đáng chú ý là cho đến nay, BMP đã tăng giá bán hai lần: 7,0% mỗi lần vào Tháng 2 và Tháng 3, hay tổng cộng là 14,5%; thấp hơn mức tăng 16-20% của các đối thủ. Tính trên mỗi tấn, giá vốn hàng bán Quý 2/2021 của BMP tăng lên 41,8 triệu (+13,1% QoQ; +38,4% YoY) và do đó, lợi nhuận gộp Quý 2 của công ty xuống chỉ còn 6,2 triệu (-23,5% QoQ; -48,3% YoY) so với mức bình thường 8,8-9,5 triệu/ tấn. Chúng tôi cho rằng BMP đang tiếp tục những bước đi hướng đến mở rộng thị phần, và chấp nhận hy sinh một phần lợi nhuận trong ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng động thái này sẽ có một số tác động đến việc thúc đẩy hợp nhất ngành.

Về phía chi phí hoạt động (OPEX), BMP đã nỗ lực cắt giảm chi phí SG&A trong nửa đầu năm 2021 xuống 3,6-3,8 triệu/ tấn, thấp hơn mức 4,4-6,0 triệu/ tấn năm 2020 khi BMP chia sẻ lợi ích chi phí thấp với các nhà cung cấp, và tương đối sát với mức thông thường là 3,3-4,2 triệu/ tấn. Cắt giảm OPEX thực sự đáng khích lệ, nhưng không đủ để bù đắp hoàn toàn mức giảm của lợi nhuận gộp. Kết quả là, lợi nhuận hoạt động Quý 2/2021 chỉ đạt 2,4 triệu/ tấn so với 4,5 triệu/ tấn trong Quý 1/2021.

Hình 1: Doanh thu, chi phí và lợi nhuận của BMP trên mỗi tấn:

Unit: VND mn	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21
ASP	42.2	41.0	41.6	40.4	41.9	42.2	42.6	42.7	45.1	48.0
COGS	(32.6)	(31.5)	(31.9)	(31.5)	(31.8)	(30.2)	(29.0)	(33.1)	(37.0)	(41.8)
GP	9.5	9.5	9.7	8.8	10.1	11.9	13.6	9.6	8.1	6.2
OPEX	(3.4)	(3.7)	(3.3)	(4.2)	(4.5)	(5.0)	(6.0)	(4.4)	(3.6)	(3.8)
Selling expenses	(2.6)	(2.3)	(2.9)	(2.5)	(3.6)	(4.2)	(5.4)	(4.3)	(3.0)	(2.7)
G&A expenses	(0.8)	(1.4)	(0.4)	(1.7)	(0.9)	(0.8)	(0.6)	(0.1)	(0.5)	(1.0)
OP	6.1	5.8	6.5	4.6	5.6	6.9	7.6	5.2	4.5	2.4

Nguồn: Dữ liệu Công ty; BVSC ước tính

Dự báo Quý 3/2021 tiếp tục khó khăn

Sản lượng tiêu thụ giảm mạnh trong Tháng 7 và Tháng 8

Tại cuộc họp các chuyên viên phân tích và nhà đầu tư gần đây, Ban lãnh đạo chia sẻ doanh thu Tháng 7 của BMP thấp ở mức 244 tỷ đồng (-38,7% YoY), trong đó sản lượng tiêu thụ giảm 46,2% YoY xuống còn 5.013 tấn, chủ yếu được hỗ trợ bởi hai tuần đầu tiên của Tháng 7, trong khi Chỉ thị 16 (CT16) đã thách thức các quy trình sản xuất và vận chuyển hàng hóa cũng như tiêu thụ cho đến nay.

Chuyên viên phân tích

Trần Đăng Mạnh

(84 28) 3914 6888 ext. 256

trandangmanh@baoviet.com.vn

Chúng tôi ước tính ASP Tháng 7 có cải thiện một chút lên 48,7 triệu/ tấn, so với 48,0 triệu/ tấn trong Quý 2/2021. Môi trường bán hàng kém khả quan không thể giúp BMP tối ưu hóa các chi phí cố định như chi phí khấu hao và thuê nhà xưởng trong kỳ. BMP ghi nhận lỗ ròng 3,7 tỷ.

Trong nửa đầu Tháng 8, sản lượng tiêu thụ của BMP chỉ đạt 664 tấn. Theo Ban lãnh đạo, tiêu thụ trong giai đoạn này chủ yếu được thúc đẩy bởi các dự án đặc thù, chẳng hạn như bệnh viện dã chiến, nơi các quy trình vận chuyển đang được ưu tiên.

Ban lãnh đạo kỳ vọng hoạt động bán hàng sẽ phục hồi trở lại vào nửa sau Tháng 9, với kỳ vọng rằng Chỉ thị 16 sẽ được nới lỏng sau ngày 15/09/2021.

Theo dõi các khoản phải thu ảnh hưởng bởi COVID-19

Theo Ban lãnh đạo, có một số nhà phân phối của họ gặp khó khăn trong việc hoàn thành các khoản thanh toán do môi trường bán hàng chậm. Công ty hiện chia sẻ khó khăn này với các nhà cung cấp bằng cách kéo dài thời hạn thanh toán thêm 15 ngày, đồng thời không áp dụng bất kỳ khoản phạt nào đối với các khoản phải thu quá hạn, để giữ mối quan hệ lâu dài vốn có giữa Công ty và nhà cung cấp.

Chúng tôi cũng lưu ý rằng doanh thu của BMP được phân bổ qua hệ qua mạng lưới nhà phân phối rộng khắp và tỷ trọng khách hàng dự án là rất ít. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ có một số tác động đến bảng cân đối kế toán và dòng tiền hoạt động của công ty trong ngắn hạn, trong khi chúng tôi tin rằng những hỗ trợ như vậy chắc chắn có lợi cho việc khôi phục nhu cầu của BMP sau khi giãn cách được nới lỏng.

Duy trì 15-20% hoạt động sản xuất tại 2 nhà máy trọng điểm

Để tuân thủ CT16, nhà máy của BMP tại TP.HCM đã ngừng sản xuất kể từ giữa Tháng 7, nhà máy này đang tận dụng để tích trữ hàng tồn kho thành phẩm nhằm chuẩn bị cho triển vọng phục hồi tiêu thụ sau khi giãn cách được nới lỏng.

Đến nay, 2 nhà máy chủ chốt của BMP tại tỉnh Bình Dương và Long An, có tổng công suất sản xuất 120 nghìn tấn/ năm, hiện duy trì sản xuất ở mức 15-20% công suất.

Hiện tại, BMP đang duy trì 80 công nhân tiêm đã tiêm vaccine tại Bình Dương chủ yếu phục vụ hoạt động bán hàng và một phần phục vụ sản xuất các sản phẩm có nhu cầu nhưng đã hết hàng tồn kho. Trong khi đó, có 145 nhân viên vẫn đang làm việc tại nhà máy Long An (55% đã được tiêm phòng). Công ty chịu trách nhiệm chi trả phụ cấp cho nhân viên và các chi phí liên quan khác, chẳng hạn như xét nghiệm COVID-19, tổng chi phí ước tính khoảng 2,0 tỷ/ tháng.

Theo Ban lãnh đạo, quỹ lương thông thường của Công ty vào khoảng 20,0 tỷ mỗi tháng. Mức này ước tính giảm xuống 67-68% so với mức bình thường tại Tháng 7.

Tiến độ tiêm chủng vaccine quyết định thời điểm phục hồi của BMP

Kỳ vọng phục hồi QoQ có ý nghĩa trong Quý 4/2021

Cho Tháng 8, Ban lãnh đạo ước tính doanh thu thuần của BMP sẽ suy yếu chỉ còn 70-75 tỷ, khoảng một phần bảy so với Tháng 7. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận Tháng 8 sẽ tiếp tục bị áp lực, và có thể cải thiện đôi chút vào Tháng 9 nếu việc nới lỏng giãn cách vào giữa Tháng 9. Tuy chung, chúng tôi cho rằng Quý 3/2021 là quý bị ảnh hưởng nặng nề nhất của BMP. Chúng tôi kỳ vọng động lực kép: (1) Tiêu thụ phục hồi nhờ nhu cầu dồn nén trước dịch và Quý 4 thường là quý cao điểm; và (2) Giá PVC thuận lợi hơn giúp BMP cải thiện lợi nhuận trong Quý 4/2021.

Cho cả năm 2021, chúng tôi hiện đang điều chỉnh giảm dự báo doanh thu thuần và lợi nhuận ròng cho BMP xuống đáng kể xuống còn 4.627 tỷ (-0,3% YoY) và 213,5 tỷ (-59,1% YoY), phản ánh tác động nặng nề của đợt tái bùng phát COVID-19.

Cụ thể, chúng tôi hiện đang dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2021 của BMP là 100.110 tấn (-9,5% YoY), trong đó chúng tôi giả định sản lượng tiêu thụ trong Quý 3 giảm mạnh 56,3% YoY xuống 11.413 tấn, trong khi kỳ vọng sẽ có sự phục hồi khá trong Quý 4/2021 lên 32.869 tấn (+8,0% YoY). Dự báo BLN gộp năm 2021 là 17,8%. Tỷ lệ SG&A / doanh

thu thuần giảm xuống còn 8,3% so với 8,9% năm 2019 và 11,7% năm 2020. EPS năm 2021 ước đạt 2.681 đồng/ cổ phiếu; theo đó, BVSC điều chỉnh giảm cổ tức tiền mặt năm 2021 xuống 2.500 đồng/ cổ phiếu; suất cổ tức là 4,4%.

Năm 2022: Kỳ vọng phục hồi nhờ xóa bỏ giãn cách, hoạt động kinh doanh và sản xuất trở lại bình thường

Chúng tôi đưa ra dự báo KQKD năm 2022 cho BMP: Doanh thu thuần đạt 5.027,8 tỷ (+8,6% YoY) và lợi nhuận ròng phục hồi từ mức nền thấp đạt 385,1 tỷ (+80,3% YoY).

Các giả định chính: (1) Sản lượng tiêu thụ tăng trở lại đáng kể lên 112.123 tấn (+12,0% YoY); (2) BLN gộp tăng trở lại 21,7%; và (3) Tỷ lệ SG&A/ doanh thu thuần tăng lên 10,2%, kết hợp với sự kiện hội nghị khách hàng vào năm 2022.

EPS năm 2022 ước tính đạt 4.704 đồng/ cổ phiếu; chúng tôi điều chỉnh cổ tức tiền mặt 2022 xuống 4.500 đồng/ cổ phiếu; suất cổ tức tỏ ra hấp dẫn ở mức 7,9%.

Quan điểm đầu tư:

Risk-reward của BMP hiện chưa hấp dẫn: Mặc dù lợi nhuận 6 tháng đầu năm và triển vọng Quý 3/2021 dự báo kém lạc quan nhưng giá cổ phiếu của Công ty gần như không đổi so với đầu năm, chúng tôi tin rằng giá cổ phiếu chủ yếu được hỗ trợ bởi việc cổ đông lớn thứ hai của BMP đã gia tăng tỷ lệ sở hữu từ 5,98% lên hơn 10% hiện tại.

Dựa trên những thông tin mới cập nhật, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với BMP xuống **NEUTRAL** và giảm giả mục tiêu theo Phương pháp Chiết khấu dòng tiền xuống **61.412 đồng/cp** (Upside: 7,2%), định giá BMP ở mức EV/ EBITDA năm 2022 là 5,32x.

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận sụt giảm trong Quý 3/2021 là thông tin không thuận lợi, có thể ảnh hưởng tiêu cực tới giá của cổ phiếu BMP. Khi diễn biến giá về vùng hấp dẫn, chúng tôi sẽ sớm cập nhật và đưa ra khuyến nghị với nhà đầu tư để có thể đón được cơ hội phục hồi của BMP trong năm 2022.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	3,919.6	4,337.3	4,685.6	4,670.4	5,073.9
Giá vốn	-3,047.6	-3,349.3	-3,438.7	-3,841.2	-3,971.8
Lợi nhuận gộp	872.0	988.0	1,247.0	829.2	1,102.1
EBIT	608.4	600.9	698.2	343.5	584.6
LNTT	529.9	528.6	656.5	270.2	481.3
LNST	427.6	422.9	522.6	213.5	385.1

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (Tỷ VND)	2018	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	412.3	313.5	195.7	55.1	-112.1
Các khoản phải thu ngắn hạn	599.4	357.2	322.6	372.2	397.4
Hàng tồn kho	567.3	453.9	396.5	421.0	489.7
Tài sản cố định hữu hình	598.3	621.0	486.6	487.6	488.6
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	67.8	368.7	70.0	70.0	70.0
Tổng tài sản	2,812.2	2,849.9	3,022.7	2,581.3	2,550.1
Nợ ngắn hạn	58.6	55.8	55.3	55.3	55.3
Nợ dài hạn	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn chủ sở hữu	2,453.7	2,469.3	2,471.5	2,181.1	2,052.0
Tổng nguồn vốn	2,812.2	2,849.9	3,022.7	2,581.3	2,550.1

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2018	2019	2020	2021F	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.5%	10.7%	8.0%	-0.3%	8.6%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-8.0%	-1.1%	23.6%	-59.1%	80.3%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	22.2%	22.8%	26.6%	17.8%	21.7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	10.9%	9.7%	11.2%	4.6%	7.6%
ROE (%)	15.0%	14.9%	17.8%	7.6%	15.0%
ROA (%)	17.4%	17.2%	21.2%	9.2%	18.2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
D/A	2.1%	2.0%	1.8%	2.1%	2.2%
D/E	2.4%	2.3%	2.2%	2.5%	2.7%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	5,224	5,166	6,384	2,608	4,704
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29,979	29,414	33,057	34,464	34,465

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

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng

lethanhoa@baoviet.com.vn

Nguyễn Ngọc Quý Đức

Tiện ích công cộng

nguyenngocquyduc@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@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