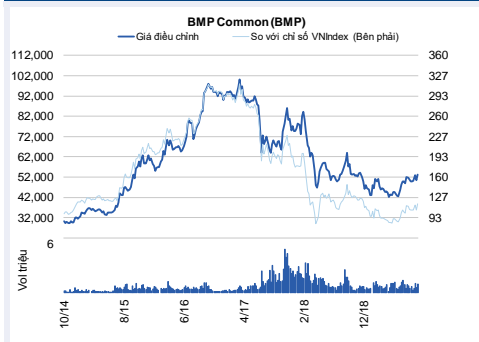
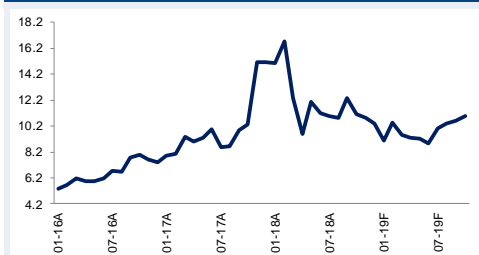


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 4/10/2019

Giá cổ phiếu (đồng)	53,200
Số lượng CP niêm yết hiện tại (triệu cp)	81.9
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)	81.9
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	63,037
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	41,500
Thay đổi giá trong 3 tháng	18.1%
Thay đổi giá trong 6 tháng	14.6%
Thay đổi giá trong 12 tháng	-13.4%
Khối lượng CP giao dịch tự do	0
GTGD (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày giao dịch gần nhất)	0.000
GT Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	4,355,002
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	188
Số lượng được phép sở hữu	81.9
Số lượng còn được phép mua	17.7
% sở hữu nước ngoài	78.4%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	100.0%

Biểu đồ P/E


Trường bộ phận Ngành công nghiệp
 Võ Thị Ngọc Hân, CFA
 han.vtn@hsc.com.vn

Tổng quan tài chính

	12-17A	12-18A	12-19F	12-20F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	3,825	3,920	4,355	4,706
Tăng trưởng doanh thu thuần	15.6%	2.5%	11.1%	8.1%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	923	872	1,023	1,120
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	(13.0%)	(5.5%)	17.3%	9.5%
EBITDA (tỷ đồng)	762	781	811	860
Tăng trưởng EBITDA	(12.0%)	2.5%	3.9%	6.0%
LNST (tỷ đồng)	465	428	441	474
Tăng trưởng LNST	(25.9%)	(8.0%)	3.1%	7.6%
LNST của cổ đồng cty mẹ (tỷ đồng)	465	428	441	474
Tăng trưởng LNST của cổ đồng cty mẹ	(25.9%)	(8.0%)	3.1%	7.6%
EPS (đồng)	5,109	4,802	4,846	5,216
EPS pha loãng (đồng)	5,109	4,802	4,846	5,216
Tăng trưởng EPS	(59.3%)	(6.0%)	0.9%	7.6%
P/E (lần)	10.4	11.1	11.0	10.2
P/E pha loãng (lần)	10.4	11.1	11.0	10.2
EV/EBITDA (lần)	5.21	5.12	4.79	4.52
P/B (lần)	1.78	1.77	1.73	1.69

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Ước tính KQKD 9 tháng – Doanh thu tăng trưởng nhưng tỷ suất lợi nhuận giảm

- HSC ước tính doanh thu thuần 9 tháng đầu năm đạt 3.180 tỷ đồng (tăng 9,6% so với cùng kỳ), LNTT đạt 408,6 tỷ đồng (giảm 2,7% so với cùng kỳ).
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 9,6% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 15,3%, trong khi giá bán bình quân giảm 4,9% nhờ tăng mức chiết khấu để đẩy mạnh doanh thu.
- HSC ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 27,4% trong 9 tháng đầu năm ngoài xuống còn 23,8% do giá bán bình quân giảm, chi phí sản xuất tăng từ việc nâng cấp quy trình sản xuất. Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp giảm giúp duy trì lợi nhuận.
- Trong Q3, chúng tôi ước tính doanh thu thuần ổn định, đạt 1.068 tỷ đồng với LNTT tăng 4,2% đạt 142 tỷ đồng.
- Tỷ suất lợi nhuận giảm so với năm trước, nhưng có dấu hiệu tích cực so với quý trước do tỷ suất lợi nhuận đã cải thiện trong ngắn hạn.
- Cho năm 2019, HSC điều chỉnh giảm 2,5% dự báo LNTT xuống còn 550,9 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) từ 565,2 tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%) trong dự báo trước đây, trong khi đó chúng tôi duy trì dự báo doanh thu thuần đạt 4.335 tỷ đồng (tăng trưởng 11,1%).
- Cho năm 2020, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 4.706 tỷ đồng (tăng 8,1%) và LNTT là 593 tỷ đồng (tăng 7,6%). Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu thuần, trong khi điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận 3,8% với giá định mức chiết khấu tăng.
- HSC tăng giá mục tiêu cho BMP là 61.356đ/cp (tăng 12,1% từ giá mục tiêu trước đó là 54.731đ/cp) dựa trên phương pháp định giá EV/EBITDA.
- Với tiềm năng tăng giá là 15,3%, chúng tôi giữ khuyến nghị Khả quan đối với BMP.

Ước tính KQKD**HSC ước tính lợi nhuận 9 tháng đầu năm của BMP giảm 2,7%**

BMP (Khả quan) sẽ công bố KQKD 9 tháng đầu năm ngay vào cuối tháng 10 và HSC ước tính doanh thu thuần 9 tháng đầu năm đạt 3.180 tỷ đồng (tăng 9,6% so với cùng kỳ), LNTT đạt 408,6 tỷ đồng (giảm 2,7% so với cùng kỳ).

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu tăng 9,6% so với cùng kỳ chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 15,3% trong khi giá bán bình quân giảm 4,9%. Điều này là do tỷ trọng đóng góp cao hơn từ kênh bán hàng qua dự án xây dựng, thường có mức chiết khấu cao hơn.

Trong khi đó, lợi nhuận dự kiến giảm 2,7% so với cùng kỳ do: (1) tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do giá bán bình quân giảm và chi phí nguyên liệu đầu vào tăng nhanh hơn, và (2) trích lập chi phí dự phòng phải thu quá hạn trong Q2 năm nay. Dựa trên ước tính trên, Công ty sẽ hoàn thành được 74% kế hoạch doanh thu và 75,7% kế hoạch lợi nhuận đề ra cho cả năm.

Bảng 1: KQKD 9 tháng đầu năm

KQKD 9 tháng (triệu VNĐ)	3QFY18	3QFY19e	% y/y	9MFY18	9MFY19e	% y/y	Kế hoạch 2019	% hoàn thành
Doanh thu	1,069,869	1,068,385	-0.1%	2,900,595	3,180,000	9.6%	4,300,000	74.0%
LNTT	142,009	148,000	4.2%	420,185	408,638	-2.7%	540,000	75.7%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC ước tính

Trong Q3, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 1.068 tỷ đồng (không thay đổi so với cùng kỳ) với LNTT tăng 4,2% đạt 148 tỷ đồng – Theo đó tỷ suất lợi nhuận cải thiện một chút trong Q3 năm nay. Chúng tôi thấy có những tín hiệu trái chiều trong hoạt động kinh doanh như đề cập dưới đây.

Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng chậm lại theo từng quý. Trong Q3, HSC ước tính tổng sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 5% so với cùng kỳ, thấp hơn mức tăng 35,1% so với cùng kỳ trong Q1 và 13,2% so với cùng kỳ trong Q2 do nhu cầu Q3 kém hơn so với trước đó. Sau khi trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết chỉ có một số ít dự án được khởi công trong Q3 năm nay. Chúng tôi thấy xu hướng này cũng diễn ra ở các sản phẩm vật liệu xây dựng khác như thép xây dựng.

Tuy nhiên, chúng tôi thấy tỷ suất LNTT trong Q3 cải thiện, tăng lên 13,9% từ 12,2% trong Q1 và 12,5% trong Q2 năm nay. Điều này chủ yếu là nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp dần hồi phục trong các quý. Chẳng hạn, tỷ suất lợi nhuận gộp trong Q1, Q2 và Q3 cải thiện dần từ 22,6% lên 23,4% rồi lên 25,7%. Bên cạnh đó, việc không còn các khoản trích lập dự phòng phải thu quá hạn trong Q3 cũng giúp nâng cao tỷ suất LNTT.

Kết luận nhanh

Duy trì đánh giá Khả quan. Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho cổ phiếu BMP từ 54.731đ trước đây lên 61.356đ, tương đương cao hơn 15,3% so với thị giá.

Điều này chủ yếu là do chúng tôi đã cập nhật định giá theo EV/EBITDA cho năm 2020 thay vì sử dụng cơ sở định giá trong năm 2019 như trước đây. Tại giá mục tiêu, BMP có EV/EBITDA dự phóng năm 2020 là 5 lần và P/E là 11,8 lần.

Cho năm 2019, HSC duy trì dự báo doanh thu thuần đạt 4.335 tỷ đồng (tăng trưởng 11,1%) trong khi điều chỉnh giảm 2,5% dự báo LNTT xuống còn 550,9 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) từ 565,2 tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%) trong dự báo trước đây. EPS năm 2019 đạt 4.846đ; tương đương P/E dự phóng là 11 lần. Cho năm 2020 chúng tôi dự báo doanh thu thuần đạt 4.706 tỷ đồng (tăng trưởng 7,6%) và LNTT đạt 615,7 tỷ đồng (tăng trưởng 8,1%). EPS năm 2020 dự báo đạt 5.216đ; tương đương P/E dự phóng là 10,2 lần. Tỷ lệ cổ tức/giá có vẻ hấp dẫn và ổn định ở 7,5%.

BMP đang củng cố vị thế đứng đầu của mình bằng việc áp dụng các quy trình sản xuất mới thân thiện với môi trường và đã thành công chuyển đổi hệ phụ gia không chì từ năm 2018. BMP là doanh nghiệp đi tiên phong trong ngành nhựa tại Việt Nam trong việc thực hiện các sáng kiến này.

Đến nay, BMP đã hoàn toàn áp dụng thành công những tiêu chuẩn mới cho sản phẩm của mình đối với toàn bộ quy trình sản xuất. Chúng tôi thấy việc áp dụng những tiêu chuẩn mới là tín hiệu rất tốt từ phía Công ty, cho thấy BMP đang nỗ lực áp dụng các tiêu chuẩn quốc tế trong khi không buộc phải làm điều này. Ngoài ra, Công ty cũng đã tái cơ cấu thành công mạng lưới phân phối, chương trình chiết khấu và các phân khúc khách hàng.

Nhờ những nỗ lực này từ phía BMP cùng với việc giảm cạnh tranh về giá của các đối thủ mới trong ngành, từ đầu năm đến nay BMP đã giành lại được một phần thị phần đã đánh mất. Chúng tôi thấy triển vọng tăng trưởng của Công ty là vừa phải dựa trên nhu cầu đầu tư vào cơ sở hạ tầng vẫn còn nhiều tiềm năng trong tương lai, và BMP vẫn là công ty tập trung mạnh vào hoạt động kinh doanh chính và được quản trị tốt.

Lưu ý: - Đối với phần phân tích về KQKD 9 tháng, nhằm mục đích so sánh, chúng tôi sử dụng KQKD 9 tháng đầu năm 2018 đã điều chỉnh cho phù hợp với cách hạch toán mới đối với khoản mục chiết khấu do BMP đã thay đổi cách thức hạch toán số tiền chiết khấu cho khách hàng. Trước đây BMP hạch toán các khoản chiết khấu vào các khoản giảm trừ doanh thu nhưng hiện nay các khoản chiết khấu này được hạch toán vào chi phí bán hàng.

Bảng 2: Sản lượng tiêu thụ

Sản lượng tiêu thụ & giá bán bình quân	3QFY18	3QFY19e	% y/y	9MFY18	9MFY19e	% y/y
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	24,364	25,589	5.0%	66,253	76,400	15.3%
Giá bán bình quân (triệu VNĐ/tấn)	43.9	41.8	-4.9%	43.8	41.6	-4.9%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC ước tính

Ước tính KQKD 9 tháng

Sản lượng tiêu thụ 9 tháng đầu năm tăng tốt so với cùng kỳ, tăng 15,3% - Trong kỳ, chúng tôi ước tính Công ty đã tiêu thụ được 76.400 tấn ống nhựa (tăng 15,3% so với cùng kỳ). BMP đã và đang giành lại thị phần, chủ yếu do các đối thủ cạnh tranh chính đang từ bỏ chiến lược giá thấp, chẳng hạn như HSG. Giá bán bình quân ước tính đạt 41,8 triệu đồng/tấn (giảm 4,9% so với cùng kỳ) do BMP tăng tỷ lệ chiết khấu, chủ yếu để hỗ trợ nhà phân phối cấp 1 tiếp cận các khách hàng tại các dự án xây dựng. Ngoài ra, việc thay đổi chính sách bán hàng liên quan đến các vấn đề về logistic như đề cập trong báo cáo trước đây, cũng khiến tỷ lệ chiết khấu tăng một chút. Tóm lại, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 3.180 tỷ đồng (tăng 9,6% so với cùng kỳ).

Sản lượng tiêu thụ của BMP tăng tốt so với ngành. Sản lượng tiêu thụ của ngành tăng 7-8% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ chính sách bán hàng mới, bao gồm:

1. BMP đã thay đổi chính sách bán hàng, trong đó áp dụng thêm mức chiết khấu 2% trên giá bán bình quân cho khách hàng. Đổi lại, khách hàng sẽ chịu chi phí vận chuyển sản phẩm từ cổng nhà máy của BMP. Trước đây, chi phí vận chuyển thường chiếm khoảng 1,62% doanh thu thuần. Do vậy, theo chính sách mới, Công ty có vẻ đã nâng tỷ lệ hoa hồng cho khách hàng bình quân thêm khoảng 0,38%.
2. Chúng tôi được biết doanh thu theo kênh bán lẻ hiện chiếm tới 95-97% tổng doanh thu thuần trong khi kênh dự án xây dựng chỉ chiếm 3-5%. Trước đây, tỷ trọng doanh thu qua mạng lưới phân phối là khoảng 90% và qua kênh bán hàng trực tiếp cho dự án là 10%. Công ty sẽ giảm doanh thu bán trực tiếp cho các dự án xây dựng. Phương thức bán hàng mới nhằm chuyển những khách hàng mua theo dự án lớn sang mua ở kênh bán lẻ, qua nhà phân phối. BMP sẽ hỗ trợ các nhà phân phối trong việc cung cấp dịch vụ cho các dự án thông qua các chính sách đặc biệt (nếu cần thiết). Tuy nhiên theo phương thức bán hàng mới, nhà phân phối sẽ có thể cung cấp dịch vụ vượt trội chẳng hạn như phát triển và duy trì quan hệ với khách hàng.
3. Chương trình tái cơ cấu mạng lưới phân phối bằng việc tăng thêm một số điều kiện đối với nhà phân phối cấp 1 cũng được ban lãnh đạo cho thấy tín hiệu tích cực hơn vì đã có sự cạnh tranh không công bằng trong nội bộ mạng lưới phân phối của BMP. Chẳng hạn, trước đây, khi các nhà phân phối cấp 1 muốn đẩy mạnh tiêu thụ để nhận được chiết khấu cao hơn từ BMP, các nhà phân phối này có thể áp dụng giá bán rất thấp đối với sản phẩm của BMP.

Trong tình hình như vậy, đã có những hiệu ứng phụ không tốt từ sự cạnh tranh không công bằng, dẫn đến việc bán chéo trong nội bộ mạng lưới phân phối của BMP. Sau khi đưa ra chương trình mới với những điều kiện cao hơn về mục tiêu doanh thu/tháng và các chế tài phạt để tránh những hành động sai trái của các nhà phân phối, tất cả mọi vấn đề đã dần được giải quyết.

HSC ước tính lợi nhuận gộp sẽ giảm 4,7% so với cùng kỳ còn 756,4 tỷ đồng; tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 27,4% trong 9 tháng đầu năm ngoái xuống còn 23,8% - Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do:

- Giá bán bình quân giảm sau khi Công ty hỗ trợ thêm phí logistic và vận chuyển cho khách hàng như đề cập trên đây.
- Nâng cấp hoạt động sản xuất để tạo ra sản phẩm ống nhựa thân thiện với môi trường, từ đó làm tăng chi phí. Việc thay đổi hệ phụ gia không chỉ đã được BMP bắt đầu áp dụng từ đầu năm 2018 và hiện tại, tiêu chuẩn sản xuất mới đã được áp dụng hoàn toàn trên toàn hệ thống nhà máy. BMP là doanh nghiệp tiên phong trong ngành nhựa Việt Nam áp dụng những tiêu chuẩn này. Chúng tôi hy vọng với những nỗ lực đem đến chất lượng sản phẩm vượt trội cho thị trường, sản phẩm của BMP được đưa lên một tầm cao mới. BMP hiện sử dụng phụ gia không có kim loại nặng (chì) để sản xuất ống nhựa. Tuy nhiên trong giai đoạn chuyển tiếp khi áp dụng các tiêu chuẩn mới, chi phí sản xuất đã tăng thêm do chất lượng nguyên liệu đầu vào cao hơn trước đây. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng chi phí này là sẽ giảm dần trong tương lai do hiện tại BMP đang ở giai đoạn chuyển tiếp.
- Chúng tôi được biết BMP đã tăng thêm tỷ lệ chiết khấu cho một số khách hàng lớn (qua các dự án xây dựng) để đẩy mạnh sản lượng tiêu thụ.
- Tuy nhiên, giá hạt nhựa PVC trong 9 tháng đầu năm nay đã giảm nhẹ 2% so với cùng kỳ trong khi giá hạt nhựa HDPE giảm khoảng 24% so với cùng kỳ, với chi phí nguyên liệu đầu vào thường chiếm khoảng 70% chi phí sản xuất sản phẩm nhựa.

HSC ước tính chi phí bán hàng & quản lý giảm 12,2% so với cùng kỳ còn 274,4 tỷ đồng trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu thuần giảm từ 10,8% trong 9 tháng đầu năm ngoái xuống còn 8,6%.

- Chi phí bán hàng dự kiến giảm 23% so với cùng kỳ xuống còn 193,8 tỷ đồng. Điều này chủ yếu là nhờ không còn 7-10 tỷ đồng chi phí dành cho sự kiện marketing tổ chức 2 năm 1 lần vào Q3 năm ngoái. Ngoài ra, như đã đề cập, sự thay đổi trong chính sách bán hàng liên quan đến hoạt động vận chuyển cũng làm giảm chi phí bán hàng trong tương lai.
- Chúng tôi thấy chính sách bán hàng mới tập trung vào khuyến khích nhà phân phối bằng cách (i) cho phép nhà phân phối linh hoạt hơn về phương thức vận chuyển, (ii) đưa ra cơ cấu chiết khấu thanh toán (3% doanh thu nếu khách hàng trả tiền trước), và (iii) đưa ra chương trình thưởng hấp dẫn cho nhà phân phối nếu vượt các chỉ tiêu về doanh số. Những điều này có thể làm phát sinh thêm chi phí so với trước đây nhưng sẽ hỗ trợ Công ty giành lại thị phần trong một thị trường với mức độ cạnh tranh rất cao.
- Chi phí quản lý tăng dự kiến tăng 32,3% so với cùng kỳ lên 80,6 tỷ đồng do Công ty hạch toán chi phí dự phòng các khoản phải thu quá hạn với giá trị là 19,3 tỷ đồng trong Q2 năm nay. Về vấn đề phải thu quá hạn, chúng tôi thấy hầu hết các khoản phải thu quá hạn là từ các dự án xây dựng. Đặc điểm thường thấy ở các khách hàng dự án là thời gian thanh toán rất dài (tới 20-24 tháng) nên để tuân thủ quy định hạch toán kế toán, Công ty sẽ trích lập dự phòng cho các khoản phải thu này. Tuy nhiên khi khách hàng thanh toán tiền trong tương lai, Công ty sẽ hoàn nhập dự phòng.
- Chúng tôi thấy rằng vào tháng 6 năm nay, Công ty đã trích lập tổng cộng 19,3 tỷ đồng dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn. Tại thời điểm cuối tháng 6 năm nay, tổng các khoản phải thu quá hạn là 172,5 tỷ đồng (tăng 54,1% so với đầu năm) và Công ty đã trích lập tổng cộng 100,7 tỷ đồng. Chúng tôi được biết khả năng cao là Công ty sẽ hoàn nhập dự phòng

trong những tháng tới khi khách hàng thanh toán hoặc BMP thanh lý tài sản đảm bảo.

Tóm lại, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm đã phần nào được bù đắp từ sự tăng trưởng doanh thu, và LNTT ước tính giảm 2,7% so với cùng kỳ xuống còn 408,6 tỷ đồng – Chúng tôi cũng ước tính LNST đạt 326,5 tỷ đồng (giảm 4,1% so với cùng kỳ).

Bảng 3: KQKD theo quý

Các mục trong báo cáo lãi/lỗ (triệu VNĐ)	1Q FY18	2Q FY18	3Q FY18	4Q FY18	1Q FY19	2Q FY19	3Q FY19e
Doanh thu điều chỉnh	663,288	1,167,438	1,069,869	1,229,378	931,857	1,179,759	1,068,385
Lợi nhuận gộp điều chỉnh	207,445	312,375	274,237	288,325	210,870	275,739	274,784
Chi phí bán hàng & quản lý điều chỉnh	92,002	112,664	107,939	159,764	75,251	110,040	94,145
LNTT	105,202	172,974	142,009	110,328	113,852	146,786	148,000
LNST	86,579	138,569	115,401	87,535	91,082	117,118	118,316
Tỷ suất lợi nhuận							
Tỷ suất lợi nhuận gộp	31.3%	26.8%	25.6%	23.5%	22.6%	23.4%	25.7%
Chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu	13.9%	9.7%	10.1%	13.0%	8.1%	9.3%	8.8%
Tỷ suất LNTT	15.9%	14.8%	13.3%	9.0%	12.2%	12.4%	13.9%
Tỷ suất LNST	13.1%	11.9%	10.8%	7.1%	9.8%	9.9%	11.1%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC ước tính

Ước tính KQKD Q3

Trong Q3, chúng tôi ước tính doanh thu thuần đạt 1.068 tỷ đồng (không thay đổi so với cùng kỳ) với LNTT tăng 4,2% đạt 142 tỷ đồng – Theo đó tỷ suất lợi nhuận cải thiện một chút trong Q3 năm nay. Chúng tôi thấy có những tín hiệu trái chiều trong hoạt động kinh doanh như đề cập dưới đây.

- Sản lượng tiêu thụ tăng trưởng chậm lại theo từng quý. Trong Q3, HSC ước tính tổng sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 5% so với cùng kỳ đạt 25.789 tấn ống nhựa, thấp hơn mức tăng 35,1% so với cùng kỳ trong Q1 và 13,2% so với cùng kỳ trong Q2 do nhu cầu Q3 kém hơn so với trước đó. Sau khi trao đổi với Công ty, chúng tôi được biết chỉ có một số ít dự án được khởi công trong Q3 năm nay. Chúng tôi thấy xu hướng này cũng diễn ra ở các sản phẩm vật liệu xây dựng khác như thép xây dựng.
- Giá bán bình quân Q3 ước đạt 41,8 triệu đồng/tấn (giảm 4,9% so với cùng kỳ). Tác động tích cực từ sản lượng tiêu thụ tăng bị triệt tiêu hết do giá bán bình quân giảm. Doanh thu thuần giữ nguyên ở 1.608 tỷ đồng.
- Tuy nhiên, chúng tôi thấy tỷ suất LNTT trong Q3 cải thiện, tăng lên 13,9% từ 12,2% trong Q1 và 12,5% trong Q2 năm nay. Điều này chủ yếu là nhờ hiệu quả của hệ thống phân phối và chính sách bán hàng như đề cập trên đây, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp được cải thiện và nhờ dự phòng phải thu quá hạn đã ghi nhận trong Q2 không còn trong Q3 năm nay.

Dự báo cho năm 2019

Cho năm 2019, HSC duy trì dự báo doanh thu thuần đạt 4.355 tỷ đồng (tăng trưởng 11,1%) và điều chỉnh giảm 2,5% dự báo LNTT từ 565,2 tỷ đồng (tăng trưởng 6,7%) xuống còn 550,9 tỷ đồng (tăng trưởng 4%), dựa trên những giả định sau.

- Sản lượng tiêu thụ đạt 103.987 tấn (tăng 10%), trong khi giá bán bình quân ước tính là 41,9 triệu đồng/ tấn (tăng 1%).
- Lợi nhuận gộp đạt 1.023 tỷ đồng (tăng 17,3%), tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp là 23,5% so với mức 22,2% trong năm 2018. Điều này chủ yếu là do sự thay đổi trong chính sách hạch toán kế toán như đề cập trên đây. Nếu điều chỉnh số liệu năm 2018 theo chính sách hạch toán mới, lợi nhuận gộp năm 2018 sẽ đạt 1.082 tỷ đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp là 26,2%. Lợi nhuận gộp năm 2019 theo đó giảm 5,5% so với cùng kỳ trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm do giá bán bình quân giảm và cơ cấu doanh thu kém hiệu quả hơn.
- Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tăng lên 383,6 tỷ đồng (tăng 45,5%) do Công ty sẽ hạch toán các khoản chiết khấu vào chi phí bán hàng thay vì các khoản giảm trừ doanh thu như trước đây. Theo đó, chi phí bán hàng & quản lý tương đương khoảng 8,8% doanh thu

thuần (năm 2018 là 6,7%). Nếu điều chỉnh theo chính sách kế toán mới, chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp năm 2018 là 474 tỷ đồng; bằng 11,5% doanh thu thuần. Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp năm nay dự kiến giảm 19,1% do năm ngoái Công ty chi khoảng 35 tỷ đồng chi phí marketing để tổ chức sự kiện dành cho các đại lý (2 năm 1 lần).

- Lỗ tài chính sẽ tăng lên 88,8 tỷ đồng từ 80,4 tỷ đồng trong năm 2018 với chi phí tài chính tăng 12,1%.
- LNNT và LNST lần lượt đạt 550,9 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và 440,7 tỷ đồng (tăng trưởng 3,1%).

Giá định số lượng cổ phiếu lưu hành không thay đổi, EPS dự phóng năm 2019 là 4.846đ và P/E dự phóng là 11 lần.

Bảng 4: Phân tích kịch bản

Mục (tỷ đồng)	Kịch bản tiêu cực	Kịch bản cơ bản	Kịch bản tích cực
Ghi chú	Ghi nhận trích lập dự phòng 22 tỷ đồng cho bảo hiểm thất nghiệp	Không ghi nhận trích lập dự phòng cho bảo hiểm thất nghiệp hay hoàn nhập dự phòng cho các khoản phải thu quá hạn	Ghi nhận hoàn nhập dự phòng 21 tỷ đồng cho Thanh Tuyết
LNNT năm 2019	528,927	550,927	571,927
<i>% tăng trưởng</i>	<i>-0.2%</i>	<i>4.0%</i>	<i>7.9%</i>
LNST năm 2019	423,142	440,742	457,542
<i>% tăng trưởng</i>	<i>-1.0%</i>	<i>3.1%</i>	<i>7.0%</i>
EPS 2019	4,652	4,846	5,030
P/E 2019	11.4	11.0	10.6

Nguồn: HSC dự báo

Rủi ro đối với dự báo cho năm 2019

Rủi ro kết quả thực hiện thấp hơn và cao hơn so với dự báo năm 2019 – Chúng tôi đã liệt kê những rủi ro có thể làm ảnh hưởng tới kết quả thực hiện so với dự báo năm 2019 như dưới đây

Rủi ro kết quả thực hiện thấp hơn so với dự báo

- 1) BMP có thể trích lập toàn bộ dự phòng bảo hiểm thất nghiệp cho toàn bộ nhân viên có hợp đồng lao động trước ngày 1/1/2009. Tổng chi phí dự phòng bảo hiểm thất nghiệp ước tính là 22 tỷ đồng, là khoản dự phòng không thường xuyên. BMP sẽ xin ý kiến HĐQT về việc hạch toán khoản chi phí không thường xuyên này. Nếu được thông qua, thì chi phí bán hàng & quản lý thực tế năm 2019 sẽ cao hơn so với dự báo của chúng tôi; và LNNT & LNST thực hiện sẽ thấp hơn dự báo của chúng tôi.
- 2) Ngoài ra, thông thường, tỷ lệ trích quỹ khen thưởng phúc lợi từ LNST theo như nghị quyết ĐHCĐTN là 9%. Hiện tại, chúng tôi được biết Công ty đang xem xét phân bổ thưởng ngay trong kỳ cho toàn bộ nhân viên theo khuyến nghị của đơn vị kiểm toán. Tuy nhiên chúng tôi hiểu rằng quỹ khen thưởng phúc lợi chỉ được phép chi trả theo nghị quyết ĐHCĐTN. Công ty có thể xin kiến ĐHCĐ về vấn đề này sau thay vì hạch toán ngay trong năm tài chính 2019. HSC ước tính số tiền này là 38 tỷ đồng, tương đương 9% LNST theo kế hoạch đề ra.

Những chi phí tiềm ẩn này là 60 tỷ đồng, có thể khiến kết quả thực hiện năm 2019 thấp hơn so với dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi không muốn đưa những chi phí này vào mô hình dự báo trước khi nhận được thông báo chính thức từ phía Công ty.

Rủi ro kết quả thực hiện cao hơn so với dự báo

Như đề cập trên đây, có khả năng BMP sẽ hoàn nhập các khoản dự phòng phải thu quá hạn đã được trích lập trước đây. HSC được biết các khoản phải thu quá hạn của khách hàng Thanh Tuyết với giá trị 21 tỷ đồng đã được trích lập 100%. Hiện tại, BMP đã nhận được phán quyết của

tòa án cho phép thanh lý tài sản đảm bảo. Trong kịch bản tích cực nhất, BMP có thể thanh lý tài sản thế chấp trong Q4 năm nay, sau đó hoàn nhập 21 tỷ đồng dự phòng đã trích lập, từ đó giúp giảm chi phí quản lý. Theo đó LNTT và LNST thực hiện có thể cao hơn dự báo. Hiện tại, HSC chưa đưa khoản hoàn nhập dự phòng này vào mô hình dự báo cho năm 2019.

Dự báo năm 2020

Cho năm 2020, HSC dự báo doanh thu thuần đạt 4.706 tỷ đồng (tăng 8,1%) và LNTT là 615,7 tỷ đồng (tăng 8,9%), với những giả định sau.

- HSC giả định sản lượng tiêu thụ tăng 7% đạt 111.266 tấn ống nhựa.
- Giá bán bình quân dự kiến tăng nhẹ 1% do sự thay đổi trong chính sách bán hàng sẽ không còn ảnh hưởng đến tỷ lệ chiết khấu so với năm ngoái.
- HSC cũng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện từ 23,9% trong năm nay lên 24,6% trong năm sau. Chúng tôi lưu ý rằng năm 2019 là năm được ghi nhận toàn bộ chi phí gia tăng từ việc nâng cấp hệ thống sản xuất thân thiện với môi trường cho cả năm. Với mức tăng trưởng cao trong năm 2019, chi phí sản xuất trên mỗi đơn vị dự báo chỉ tăng trưởng ở mức 0,7% do chúng tôi giả định giá hạt nhựa không thay đổi trong năm 2020.
- Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp là 1.158 tỷ đồng (tăng 11,1%).
- Chi phí bán hàng & quản lý tăng trưởng 11,4% lên 428,3 tỷ đồng, tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 9,1% so với năm 2019 là 8,8%. Theo đó, chi phí bán hàng dự báo đạt 305,9 tỷ đồng (tăng 14,8%), do Công ty sẽ tiếp tục chiến dịch tiếp thị hai năm một lần để tăng cường mạng lưới phân phối chung. Trong khi đó, chúng tôi dự báo chi phí quản lý sẽ tăng nhẹ 3,7% lên 122,4 tỷ đồng, với dự báo trích lập dự phòng năm 2019 đối với các khoản phải thu quá hạn trị giá 19,3 tỷ đồng sẽ giảm trong năm 2020.
- Cuối cùng, tỷ suất lợi nhuận cải thiện sẽ giúp lợi nhuận tăng trưởng. Theo đó, HSC dự báo LNTT năm 2020 đạt 615,7 tỷ đồng (tăng 8,9%) và LNST năm 2020 đạt 492,5 tỷ đồng (tăng 8,9%).
- Giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành bình quân không thay đổi, EPS năm 2020 sẽ là 5.415đ, tương đương P/E dự phóng là 9,5 lần.

Bảng 5: Chính sách chi trả cổ tức

Chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt	FY16A	FY17A	FY18A	FY19F	FY20F
Trả cổ tức bằng tiền mặt (VNĐ/cổ phiếu)	4,000	4,000	4,000	4,000	4,500
Tỷ lệ cổ tức/giá (%)	4.4%	6.9%	7.9%	7.5%	8.5%
Lợi nhuận trả cổ tức (%)	29.0%	70.5%	76.6%	74.3%	77.7%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC dự báo

Chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt

Chính sách trả cổ tức bằng tiền mặt hấp dẫn - BMP đưa ra kế hoạch chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt thận trọng trong cuộc họp ĐHCĐTN gần đây nhất, mức trả cổ tức tối thiểu là 2.000đ/cp, tương đương với tỷ lệ cổ tức/giá là 3,9%. Tuy nhiên, trên thực tế BMP đã duy trì mức cổ tức là 4.000đ/cp cho 3 năm liên tiếp từ năm 2016-2018.

Cho năm 2019, HSC dự báo Công ty sẽ duy trì trả cổ tức 4.000đ/cp. Theo đó, tỷ lệ cổ tức/giá ở mức hấp dẫn 7,5%, và chúng tôi cho rằng chính sách cổ tức của BMP có khả năng vượt kỳ vọng của chúng tôi. Giả định Công ty trả cổ tức ở mức 4.000đ/cp, theo đó tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức là 72,4% so với mức 70,5% - 76,6% trong giai đoạn năm 2017-2018. Trong khi đó, nhu cầu vốn khá thấp và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu duy trì ở mức rất thấp chỉ 0.03 lần.

Định giá

Chúng tôi đã áp dụng phương pháp so sánh EV/EBITDA để ước tính giá trị mục tiêu đối với BMP. Lưu ý rằng chúng tôi sử dụng EV/EBITDA đã điều chỉnh cho các khoản đầu tư ngắn hạn (tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn) để tính EV, vì chúng tôi cho rằng tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn dưới 12 tháng tương đương với tiền mặt. Công ty có lượng tiền thuần mạnh và khấu hao cao. HSC cho rằng EV/EBITDA là phương pháp định giá phù hợp nhất để ước tính giá trị hợp lý

của BMP so với các phương pháp so sánh khác như P/E hoặc P/B.

Chúng tôi chọn ra 15 doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực tại Trung Quốc, Thái Lan, Hàn Quốc và Nhật Bản để so sánh với BMP. Chúng tôi áp dụng trung vị của các doanh nghiệp cùng ngành dựa trên EV/EBITDA năm 2020 là 5 lần để ước tính giá trị hợp lý của BMP. Dựa trên EV/EBITDA mục tiêu, chúng tôi giá trị hợp lý của BMP là 61.356 đ/cp, theo đó tiềm năng tăng giá là 15,3% so với thị giá hiện tại ở mức 53.200đ. Tại giá trị hợp lý, BMP giao dịch với P/E năm 2020 là 11,8 lần.

Chúng tôi đã tăng giá mục tiêu cho BMP từ mức 54.731đ trước đó vì chúng tôi áp dụng tỷ lệ mục tiêu vào năm 2020 thay cho năm 2019 như dự báo trước đó.

Bảng 6: Định giá

Mã công ty	Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Giá mới nhất (USD)	FY19 P/E	FY20 P/E	FY19 EV/EBITDA	FY20 EV/EBITDA	Tỷ lệ cổ tức/giá (hàng năm) (%)	P/B	ROE (%)
VNT TB Equity	VINYTHAI PUBLIC CO LIMITED	969	0.8	9.3	8.1	4.6	4.1	5.2	1.5	15.0
011170 KS Equity	LOTTE CHEMICAL CORP	6,669	194.6	7.3	6.3	4.6	4.2	4.5	0.6	7.8
4202 JP Equity	DAICEL CORP	2,803	8.4	12.1	11.5	4.7	4.6	3.6	0.8	7.2
4114 JP Equity	NIPPON SHOKUBAI CO LTD	2,330	57.1	14.1	11.9	5.4	4.9	3.0	0.8	6.7
4205 JP Equity	ZEON CORP	2,849	12.0	11.2	10.1	5.6	5.0	1.6	1.1	9.4
IVL TB Equity	INDORAMA VENTURES PCL	5,759	1.0	9.8	7.7	8.0	6.7	1.1	1.3	11.3
3405 JP Equity	KURARAY CO LTD	4,288	12.1	12.2	10.4	5.0	4.6	3.3	0.8	6.1
011780 KS Equity	KUMHO PETROCHEMICAL CO LTD	1,794	58.9	6.0	6.5	4.5	4.8	1.9	0.7	15.7
120110 KS Equity	KOLON INDUSTRIES INC	934	34.6	10.8	7.4	7.7	7.2	2.2	0.5	5.2
4061 JP Equity	DENKA CO LTD	2,380	26.9	9.4	8.4	5.9	5.4	4.3	1.0	10.4
009830 KS Equity	HANWHA CHEMICAL CORP	2,346	14.5	7.9	6.0	8.5	7.5	1.1	0.5	2.1
4183 JP Equity	mitsui chemicals inc	4,554	22.3	7.3	6.7	6.6	6.3	4.2	0.8	11.9
4042 JP Equity	TOSOH CORP	4,278	13.2	7.5	7.1	4.1	3.9	4.0	0.8	13.1
600688 CH Equity	SINOPEC SHANGHAI PETROCHE- /	5,273	0.6	15.5	15.2	5.9	6.1	6.0	1.6	9.7
600426 CH Equity	SHANDONG HUALU HENGSHENG-	3,739	2.3	10.0	9.3	6.3	5.8	1.2	2.0	22.1
Peers weighted average				10.0	9.0	5.8	5.4	3.3	1.0	10.3
Median				9.6	7.9	5.5	5.0	3.1	0.8	9.6

Mã công ty	Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Giá mới nhất (VND)	FY19 P/E	FY20 P/E	FY19 EV/EBITDA	FY20 EV/EBITDA	Tỷ lệ cổ tức/giá (hàng năm) (%)	P/B	ROE (%)
BMP VN Equity	CTCP Nhựa Bình Minh - tại thị giá	190.5	53,200	11.0	10.2	4.5	4.2	7.5	1.7	17.7
BMP VN Equity	CTCP Nhựa Bình Minh - tại giá trị hợp lý		61,356	12.7	11.8	5.4	5.0	6.3	2.0	17.7
Tiềm năng tăng giá					15.3%					

Nguồn: Bloomberg, (F): HSC dự báo

Bảng 7: Phương pháp định giá EV/EBITDA điều chỉnh
Chúng tôi lưu ý rằng trong mục tiền và các khoản tương đương tiền của BMP, chúng tôi đã bao gồm tiền gửi ngân hàng có kỳ hạn dưới 12 tháng.

FY20 EV/EBITDA	5.0x
EBITDA	859,767
Giá trị doanh nghiệp	4,256,988
- Tổng nợ	(94,123)
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	859,820
Giá trị vốn chủ sở hữu	5,022,686
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	81,861,264
Giá trị hợp lý của cổ phiếu	61,356

Nguồn: HSC dự báo

Bảng 8: Tính toán tỷ lệ chiết khấu bình quân gia quyền

	Năm 1-5
Mô hình định giá tài sản vốn (CAPM)	
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Thu nhập thị trường	10.7%
Phân bù rủi ro thị trường	6.2%
Beta	1.00
Chi phí vốn chủ sở hữu	10.7%
Chi phí nợ	
Chi phí nợ tăng thêm	4.5%
Chi phí nợ sau thuế	9.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	7.2%
Vốn chủ sở hữu / Tổng vốn	97%
Nợ / Tổng vốn	3%
Tỷ lệ chiết khấu bình quân gia quyền	10.6%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC dự báo

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) - Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền chỉ mang tính tham khảo, do định giá chiết khấu dòng tiền có thể rất chủ quan, với những thay đổi nhỏ trong các mục đầu vào sẽ dẫn đến thay đổi lớn đối với giá trị của công ty. Các giả định chính của chúng tôi theo phương pháp chiết khấu dòng tiền như sau.

- Tỷ lệ chiết khấu bình quân gia quyền là 10,6%.
- Tốc độ tăng trưởng gộp hàng năm của LNST là 7,2%.
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn của lợi nhuận là 1%.
- Theo đó, giá trị hợp lý của BMP, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền là 72.346đ/cp.

Bảng 9: Tính toán dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)

triệu VND	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23
Thu nhập thuần	440,742	474,390	517,034	539,085	604,551
+ Chi phí tiền gửi * (1 - Thuế suất)	1,166	1,450	1,563	1,682	1,805
+ Khấu hao	171,760	172,454	171,066	173,309	177,492
- Thay đổi vốn lưu động	(174,982)	(178,318)	(183,103)	(193,540)	(195,953)
- Vốn đầu tư	193,448	(40,473)	(28,395)	(23,192)	(66,599)
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)	632,134	429,503	478,164	497,344	521,297

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC dự báo

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)

Năm	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24 trở đi
FCFF	632,134	429,503	478,164	497,344	521,297	
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)						1.00%
Giá trị dài hạn					5,497,133	
Dòng tiền tương lai	632,134	429,503	478,164	497,344	6,018,430	
Giá trị hiện tại	5,249,556	571,664	351,261	353,649	3,640,336	
Giá trị doanh nghiệp	5,249,556					
- Tổng nợ					(87,094)	
+ Tiền & các khoản tương đương tiền					759,893	
Giá trị vốn chủ sở hữu	5,922,355					
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	81,861,264					

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC dự báo

Kết luận đầu tư

Tiếp tục đánh giá Khả quan.

Giá cổ phiếu đã hồi phục 28,2% kể từ ngày 5/6/2019 từ mức đáy 41.500đ. Nhờ đó, thị giá BMP đã tăng 6,8% so với đầu năm. Mặc dù dự báo Công ty sẽ tăng trưởng ở mức một con số trong năm 2019, chúng tôi tin rằng BMP sẽ vẫn là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ (1) nhu cầu đầu tư cơ sở hạ tầng tăng lên trong dài hạn tại Việt Nam, (2) lợi thế kinh tế theo quy mô cộng với đội ngũ lãnh đạo đầy năng lực và (3) sự tái cơ cấu ngành.

Những thay đổi trong thời gian gần đây trong việc nâng cấp dây chuyền sản xuất và mạng lưới phân phối sẽ là động lực tăng trưởng chính cho BMP trong dài hạn. Chúng tôi hy vọng BMP sẽ bảo đảm và mở rộng thị phần nhờ vào vị thế dẫn đầu thị trường về cả chất lượng sản phẩm và khả năng thực hiện quản lý. Trong khi đó, hiệu quả hoạt động dự kiến sẽ dần được cải thiện trong vài năm tới nhờ những thay đổi về chính sách bán hàng trong thời gian gần đây. Tỷ suất lợi nhuận dự báo sẽ duy trì ổn định trong năm tới sau tổng cộng 3 năm chịu áp lực về nhu cầu bảo vệ thị phần.

Ngoài ra, ống nhựa là sản phẩm công kênh nên rủi ro cạnh tranh từ hàng nhập khẩu là ít. Trong khi đó BMP vẫn là doanh nghiệp có chi phí sản xuất thấp nhất ngành. Tỷ lệ cổ tức/giá dự báo duy trì ổn định (ở mức 7,5%) sẽ giúp củng cố lợi nhuận vững chắc cho các nhà đầu tư giá trị trong dài hạn.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

BÁO CÁO CẬP NHẬT

Thứ Tư, ngày 9 tháng 10 năm 2019

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-18A	12-19F	12-20F
Doanh thu thuần	3,920	4,355	4,706
Giá vốn hàng bán	(3,048)	(3,332)	(3,586)
Lợi nhuận gộp	872	1,023	1,120
Thu nhập tài chính thuần	(80)	(89)	(95)
Chi phí quản lý & bán hàng	(264)	(384)	(433)
Lợi nhuận từ HKKD	529	550	593
EBITDA	781	811	860
LNTT	530	551	593
LNST	428	441	474
LNST của cổ đông cty mẹ	428	441	474

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-18A	12-19F	12-20F
Tài sản			
Tổng tài sản ngắn hạn	1,807	2,061	2,274
Tiền & tương đương tiền	412	560	560
Đầu tư ngắn hạn	200	200	300
Khoản phải thu ngắn hạn	599	639	698
Hàng tồn kho	567	631	682
Các tài sản ngắn hạn khác	28	31	33
Tài sản dài hạn	1,006	900	780
Phải thu dài hạn	0	0	0
Tài sản cố định	871	505	373
Đầu tư vào BĐS	0	0	0
Đầu tư dài hạn	68	68	68
Tài sản dài hạn khác	67	327	339
Lợi thế thương mại	0	0	0
Tổng tài sản	2,812	2,961	3,054
Nguồn vốn			
Tổng nợ	359	438	472
Tổng nợ ngắn hạn	359	438	472
Tổng nợ dài hạn	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2,454	2,523	2,581
Vốn cổ phần	819	819	819
Lợi nhuận giữ lại	309	321	327
Nguồn vốn và quỹ khác	1,326	1,383	1,436
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn CSH	2,812	2,961	3,054

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-18A	12-19F	12-20F
LC tiền từ HKKD	123	466	478
LC tiền từ HĐĐT	176	71	(31)
LC tiền từ HĐTC	(332)	(390)	(447)
LC tiền thuần trong năm	(33)	148	(0)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	445	412	560
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	412	560	560

Các chỉ số cơ bản	12-18A	12-19F	12-20F
Định giá			
EPS (đồng)	4,802	4,846	5,216
EPS pha loãng (đồng)	4,802	4,846	5,216
EBITDA (tỷ đồng)	781	811	860
BVPS (đồng)	29,973	30,819	31,534
DPS (đồng)	4,000	4,000	4,500
P/E (lần)	11.1	11.0	10.2
P/E pha loãng (lần)	11.1	11.0	10.2
EV/EBITDA (lần)	5.12	4.79	4.52
P/B (lần)	1.77	1.73	1.69
Lợi suất cổ tức (%)	7.5%	7.5%	8.5%
Chỉ số lợi nhuận			
Biên lợi nhuận gộp	22.2%	23.5%	23.8%
Biên EBITDA	19.9%	18.6%	18.3%
Biên LNTT	13.5%	12.7%	12.6%
Biên LNST	10.9%	10.1%	10.1%
Tỷ trọng chi phí quản lý & bán hàng/ doanh thu	6.7%	8.8%	9.2%
ROAE	17.4%	17.7%	18.6%
ROAA	15.0%	15.3%	15.8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	5.04	4.71	4.82
Khả năng thanh toán nhanh	3.46	3.26	3.37
Cơ cấu vốn			
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu	2.4%	3.5%	3.6%
Tổng nợ/ Tổng tài sản	12.7%	14.8%	15.5%
Hệ số chi trả lãi vay	2,080	439	379
Thanh khoản			
Số ngày phải thu	51.6	51.9	52.0
Số ngày tồn kho	57.0	65.7	67.0
Số ngày phải trả	18.1	15.4	15.9
Chu kì kinh doanh (ngày)	91	102	103

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các 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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC 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 sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC 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 mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC 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. Báo cáo này 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. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy 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 HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

- MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
- KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
- GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
- KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
- BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn