

**Đào Minh Châu, CFA**

[chaudm@ssi.com.vn](mailto:chaudm@ssi.com.vn)

+84-28 3636 3688 ext. 3052

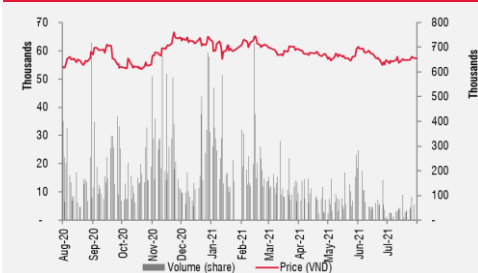
Ngày 17/08/2021

**NGÀNH CÔNG NGHIỆP**

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	205
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	4.691
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	82
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	66,6/51,4
KLGD trung bình 3 tháng	79.109
GTGD trung bình 3T (tr USD)	0,20
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	4,60
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	32,77
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	0
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

#### Biên động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin cơ bản về công ty

Thành lập vào năm 1977, BMP là nhà sản xuất ống nhựa dẫn đầu ở miền Nam Việt Nam với 50% thị phần trong khu vực và 25% trên cả nước. Công ty niêm yết tại HOSE kể từ năm 2006 với vốn điều lệ là 107 tỷ đồng, tăng lên 455 tỷ đồng vào năm 2013 và 819 tỷ đồng vào năm 2017. Công ty chủ yếu hoạt động tại thị trường miền Nam và có chi nhánh tại miền Bắc.

## Hạ khuyến nghị: tác động từ dịch Covid-19 và chi phí đầu vào tăng

Mặc dù doanh thu tăng trưởng tích cực 16% trong Q2/2021, lợi nhuận sau thuế (LNST) của BMP giảm -73% so với cùng kỳ đạt 42 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh, xuất phát từ chi phí đầu vào tăng cao. Kết quả kinh doanh của công ty có thể đạt mức thấp nhất từ trước đến nay trong Q3/2021, với công suất hoạt động giảm xuống khoảng 20% -50% trong giai đoạn từ tháng 7 đến tháng 9 do giãn cách xã hội ở miền Nam. Chúng tôi hạ ước tính sản lượng tiêu thụ năm 2021 của BMP từ 115 nghìn tấn xuống 99 nghìn tấn (-10% so với cùng kỳ) và tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính từ 18,2% xuống 14,0%. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST năm 2021 lần lượt đạt 4,8 nghìn tỷ đồng (+3% so với cùng kỳ) và 202 tỷ đồng (-61% so với cùng kỳ). Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu từ TRUNG LẬP xuống KÉM KHẢ QUAN với giá mục tiêu 1 năm là 51.700 đồng/cổ phiếu (từ giá mục tiêu trước đây là 55.000 đồng/cp), dựa vào hệ số P/E mục tiêu không đổi là 11x và ước tính lợi nhuận năm 2022 (trước đây áp dụng ước tính lợi nhuận năm 2021). Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu có thể giảm trong ngắn hạn và sau đó sẽ ổn định trở lại sau khi KQKD từ Q4/2021 phục hồi. Năm 2022, kết quả kinh doanh của công ty có thể tăng trở lại với lợi nhuận ròng ước tính đạt 391 tỷ đồng (+94% so với mức thấp trong năm 2021), nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 13% và giá hạt nhựa điều chỉnh 5%. Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: chi phí đầu vào thấp hơn ước tính.

(tỷ đồng)	2Q21	2Q20	YoY	1Q20	QoQ	% hoàn thành kế hoạch năm	TSLN			
							2Q21	2Q20	1Q20	2020
Doanh thu thuần	1.452	1.251	16,1%	1.020	42,4%	57%				
Lợi nhuận gộp	187	354	-47,3%	246	-24,0%		12,9%	28,3%	24,1%	26,6%
Thu nhập từ hoạt động kinh doanh	51	194	-73,6%	128	-59,9%		3,5%	15,5%	12,5%	12,3%
EBIT	52	195	-73,2%	128	-59,2%		3,6%	15,6%	12,6%	14,0%
EBITDA	101	248	-59,3%	180	-43,9%		6,9%	19,8%	17,6%	18,5%
Lợi nhuận trước thuế	52	195	-73,2%	128	-59,2%	27%	3,6%	15,6%	12,6%	14,0%
Lợi nhuận ròng	42	156	-73,2%	102	-59,1%	24%	2,9%	12,5%	10,0%	11,2%
Lợi nhuận ròng thuộc về cổ đông	42	156	-73,2%	102	-59,1%		2,9%	12,5%	10,0%	11,2%

Nguồn: Công ty, SSI Research

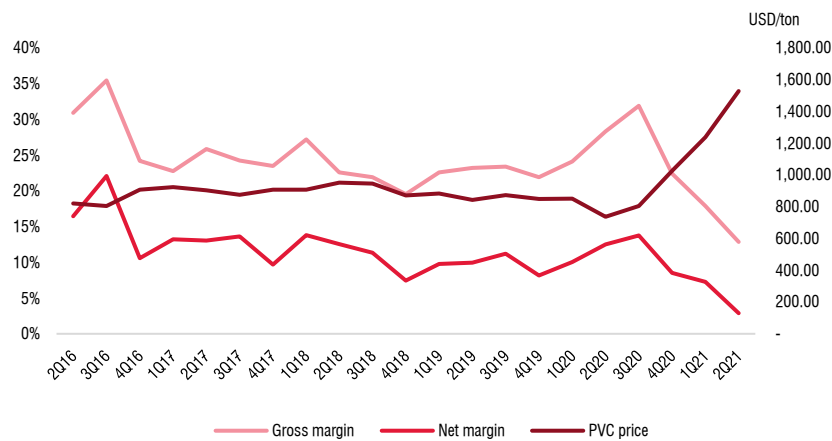
**Mặc dù doanh thu tăng trưởng tích cực đạt 16%, LNST của BMP trong Q2/2021 giảm -73% so với cùng kỳ đạt 42 tỷ đồng do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm mạnh do chi phí đầu vào tăng mạnh.**

**Sản lượng tiêu thụ chậm lại do dịch Covid-19:** Sản lượng tiêu thụ trong Q2/2021 đạt 30,2 nghìn tấn (+2% so với cùng kỳ), thấp hơn mức tăng trưởng 5% trong Q1/2021 do dịch Covid-19 bùng phát trở lại từ cuối tháng 4. Giá bán ống nhựa không đổi trong Q2/2021, sau khi tăng 14% trong Q1/2021.

**Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt mức thấp trong lịch sử:** Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống mức thấp kỷ lục là 13%, so với mức 28% trong Q2/2020 do chi phí đầu vào tăng mạnh. Giá PVC đầu vào trung bình tăng khoảng 107% so với cùng kỳ và 23% so với quý trước trong Q2/2021, cao hơn nhiều so với mức điều chỉnh tăng giá bán. Công ty duy trì mức dự trữ hàng tồn kho ổn định từ 1,5-2 tháng cho hoạt động sản xuất.

**Tiết giảm chi phí cho đại lý phân phối giúp giảm chi phí bán hàng & quản lý (SG&A):** Tỷ lệ SG&A/doanh thu giảm đáng kể xuống 7,8% từ 11,9% trong Q2/2020, chủ yếu do chi phí đại lý phân phối giảm. Hạng mục chi phí này giảm -53% so với cùng kỳ trong Q2/2021 xuống 39 tỷ đồng, tương đương 2,7% doanh thu thuần so với mức 6,6% trong Q2/2020 do công ty chuyển một phần ảnh hưởng của chi phí đầu vào tăng sang hệ thống phân phối.

#### Biểu đồ: Tỷ suất lợi nhuận của BMP và giá PVC



*Nguồn: BMP, Bloomberg, SSI Research*

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2021 doanh thu của BMP tăng 15% đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, nhưng LNST giảm -51,4% đạt 126 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 24% kế hoạch năm.

**Kết quả kinh doanh có thể chậm đậy trong Q3/2021 do chính sách giãn cách xã hội:** Theo ban lãnh đạo, sản lượng tiêu thụ trong tháng 7 là 5.013 tấn, giảm -50% so với cùng kỳ và lỗ -3,7 tỷ đồng trong tháng – đây là khoản lỗ đầu tiên trong lịch sử của công ty. Sản lượng trong hai tuần đầu tháng 8 là 664 tấn, và sản lượng cả tháng ước đạt 1.400 tấn - thấp hơn 80% so với kế hoạch tháng. Vì phần lớn các sản phẩm của BMP được bán ở miền Nam, sản lượng của công ty chịu ảnh hưởng nặng nề bởi chính sách giãn cách xã hội sớm nhất đến giữa tháng 9. Mặt khác, hoạt động đầu tư công đã không mang lại tác động đáng kể đến doanh thu của Công ty.

Do đó, BMP đang hoạt động với công suất khoảng 15% -20%. Trong số các nhà máy ở miền Nam, chỉ có nhà máy Long An đang hoạt động với công suất bình thường, trong khi đó nhà máy tại trụ sở ở TP.HCM đã tạm thời đóng cửa, nhà máy Bình Dương chủ yếu duy trì hoạt động bán hàng. Chỉ 20% nhân viên của công ty tiếp tục làm việc tại chỗ, trong khi khoảng 75% nhân viên của công ty tạm thời không làm việc và nhận mức lương tối thiểu cộng với phụ cấp hỗ trợ.

### Điều chỉnh ước tính lợi nhuận

Do tác động kéo dài của dịch Covid-19 (đặc biệt là trong quý 3), chúng tôi hạ ước tính sản lượng tiêu thụ của BMP năm 2021 từ 115 nghìn tấn xuống 99 nghìn tấn (-10% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng hạ ước tính tỷ suất lợi nhuận gộp từ 18,2% xuống 14,0% do giả định chi phí đầu vào cao hơn. Chúng tôi kỳ vọng giá hạt nhựa bình quân sẽ tăng 46% trong năm 2021, so với mức tăng 14% của giá bán đầu ra. Theo đó, doanh thu và LNST năm 2021 ước đạt lần lượt là 4,8 nghìn tỷ đồng (+3% so với cùng kỳ) và 202 tỷ đồng (-61% so với cùng kỳ).

Chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận có thể đạt mức thấp nhất trong Q3/2021 do công suất hoạt động thấp bất thường. Sau đó, tỷ suất lợi nhuận và lợi nhuận của BMP có khả năng phục hồi từ Q4/2021 do nhu cầu bị dồn nén. Ngoài ra, giá PVC đã điều chỉnh 18% so với mức đỉnh trong tháng 4 và dự kiến sẽ tương đối ổn định trong những tháng tiếp theo.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng LNST năm 2022 sẽ phục hồi đạt 391 tỷ đồng, tăng 94% so với mức thấp trong năm 2021, do sản lượng tiêu thụ tăng 13% và giá hạt nhựa điều chỉnh 5%.

### Định giá và luận điểm đầu tư

Tại mức giá hiện tại, cổ phiếu BMP đang giao dịch với hệ số P/E năm 2021 và 2022 lần lượt là 24x và 12x. Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu từ TRUNG LẬP xuống KÉM KHẢ QUAN với giá mục tiêu 1 năm là 51.700 đồng/cổ phiếu (từ giá mục tiêu trước đây là 55.000 đồng/cp), dựa trên P/E mục tiêu không đổi là 11x và ước tính lợi nhuận năm 2022 (trước đây sử dụng ước tính lợi nhuận năm 2021). Chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu có thể giảm trong ngắn hạn và sau đó sẽ ổn định trở lại sau khi KQKD từ Q4/2021 phục hồi.

*Yếu tố hỗ trợ đối với khuyến nghị: Giá đầu vào thấp hơn dự kiến và sản lượng tiêu thụ phục hồi nhanh hơn dự kiến.*

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	314	196	282	323
+ Đầu tư ngắn hạn	376	1.210	1.210	1.210
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	357	323	314	355
+ Hàng tồn kho	454	396	498	536
+ Tài sản ngắn hạn khác	1	4	4	4
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>1.502</b>	<b>2.129</b>	<b>2.308</b>	<b>2.428</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	640	498	396	296
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	28	15	15	15
+ Đầu tư dài hạn	369	70	68	68
+ Tài sản dài hạn khác	311	311	361	390
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>1.348</b>	<b>894</b>	<b>840</b>	<b>768</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.850</b>	<b>3.023</b>	<b>3.148</b>	<b>3.196</b>
+ Nợ ngắn hạn	358	528	620	667
Trong đó: vay ngắn hạn	56	55	68	74
+ Nợ dài hạn	23	23	23	23
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>381</b>	<b>551</b>	<b>644</b>	<b>691</b>
+ Vốn góp	819	819	819	819
+ Thặng dư vốn cổ phần	2	2	2	2
+ Lợi nhuận chưa phân phối	263	449	482	483
+ Quý khác	1.386	1.202	1.202	1.202
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.469</b>	<b>2.472</b>	<b>2.504</b>	<b>2.505</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.850</b>	<b>3.023</b>	<b>3.148</b>	<b>3.196</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	964	919	335	528
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-691	-558	-98	-100
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-371	-479	-151	-388
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-99</b>	<b>-118</b>	<b>87</b>	<b>40</b>
Tiền đầu kỳ	412	314	196	282
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>314</b>	<b>196</b>	<b>282</b>	<b>323</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	4,2	4,03	3,72	3,64
Hệ số thanh toán nhanh	2,93	3,28	2,91	2,83
Hệ số thanh toán tiền mặt	1,93	2,66	2,41	2,3
Nợ ròng / EBITDA	-0,43	-0,23	-0,39	-0,33
Khả năng thanh toán lãi vay	4.229,32	12.913,72	3.966,36	7.379,69
Ngày phải thu	33,1	23,3	19,7	18,9
Ngày phải trả	13,2	13,8	14,8	15,8
Ngày tồn kho	55,6	45,1	39,3	42,2
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,87	0,82	0,8	0,78
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,13	0,18	0,2	0,22
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,15	0,22	0,26	0,28
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,02	0,03	0,03
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,02	0,03	0,03

Nguồn: BMP, SSI Research

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo kết quả kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.337</b>	<b>4.686</b>	<b>4.824</b>	<b>5.451</b>
Giá vốn hàng bán	-3.349	-3.439	-4.148	-4.465
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>988</b>	<b>1.247</b>	<b>676</b>	<b>987</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	37	78	83	99
Chi phí tài chính	-111	-124	-130	-147
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	-270	-485	-304	-354
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-117	-64	-77	-87
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>529</b>	<b>654</b>	<b>249</b>	<b>499</b>
Thu nhập khác	1	2	0	1
Lợi nhuận trước thuế	529	657	249	500
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>423</b>	<b>523</b>	<b>200</b>	<b>400</b>
<b>Lợi nhuận chia cho cổ đông</b>	<b>423</b>	<b>523</b>	<b>200</b>	<b>400</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	5.164	6.384	2.402	4.810
Giá trị sổ sách (VND)	30.164	30.192	30.593	30.603
Cổ tức (VND)/cổ phiếu	4.000	6.000	2.000	4.800
EBIT	529	657	250	500
EBITDA	717	865	451	700
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	10,7%	8,0%	3,0%	13,0%
EBITDA	2,0%	20,7%	-47,9%	55,2%
EBIT	-0,2%	24,0%	-62,0%	100,2%
Lợi nhuận ròng	-1,1%	23,6%	-61,8%	100,3%
Vốn chủ sở hữu	0,6%	0,1%	1,3%	0,0%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	1,3%	6,1%	4,1%	1,5%
<b>Định giá</b>				
PE	8,8	9,8	23,9	11,9
PB	1,5	2,1	1,9	1,9
Giá/Doanh thu	0,9	1,1	1	0,9
Tỷ suất cổ tức	8,8%	9,6%	3,5%	8,4%
EV/EBITDA	4,3	4,4	8,5	5,5
EV/Doanh thu	0,7	0,8	0,8	0,7
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,8%	26,6%	14,0%	18,1%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	11,4%	12,3%	3,5%	7,3%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,7%	11,2%	4,1%	7,3%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	6,2%	10,4%	6,3%	6,5%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	2,7%	1,4%	1,6%	1,6%
ROE	17,2%	21,2%	8,0%	16,0%
ROA	14,9%	17,8%	6,5%	12,6%
ROIC	16,8%	20,7%	7,8%	15,5%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715