

Ngành ống nhựa: An toàn trước biến động

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

- Nhu cầu ống nhựa được dự báo sẽ tăng trưởng nhẹ 5% trong năm 2023 do thị trường BĐS gặp khó khăn bù trừ tác động tích cực từ kế hoạch đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ.
- Các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa đang đưa ra các chương trình ưu đãi và nâng mức chiết khấu để thúc đẩy nhu cầu đang ở mức thấp. Tuy nhiên, tốc độ giảm giá bán bình quân vẫn chậm hơn so với chi phí đầu vào và giúp các doanh nghiệp này cải thiện tỷ suất lợi nhuận.
- BMP là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi và là doanh nghiệp được hưởng lợi chính nhờ kế hoạch đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ. Ngoài ra, theo dự báo của chúng tôi, BMP sẽ chi trả mức cổ tức bằng tiền mặt rất cao trong giai đoạn dự báo, tương đương lợi suất cổ tức khoảng 12,8%-13,6%.

Nhu cầu thấp do tình hình thị trường BĐS khó khăn

Thị trường BĐS nhà ở thường chiếm 75-80% tổng nhu cầu ống nhựa, trong khi 20-25% còn lại thường là các dự án đầu tư công. Do đó, thị trường BĐS nhà ở suy yếu sẽ tác động tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ ống nhựa. Tuy nhiên, ngành ống nhựa sẽ hưởng lợi từ kế hoạch tăng cường giải ngân vốn đầu tư công của Chính phủ lên 707 nghìn tỷ đồng trong năm 2023 (năm 2022 là 539 nghìn tỷ) – và từ đó hỗ trợ nhu cầu chung phục hồi.

Trong năm 2023, chúng tôi dự báo tổng sản lượng ống nhựa sẽ tăng trưởng 5% đạt khoảng 372.750 tấn, sau đó sẽ tăng trưởng 8% trong năm 2024 đạt 402.570 tấn nhờ tình hình thị trường BĐS cải thiện và mặt bằng lãi suất giảm.

Điều kiện kinh doanh trong ngành khó khăn sẽ có lợi cho các doanh nghiệp đầu ngành

BMP và CTCP Nhựa Thiếu niên Tiền Phong (NTP; Không xếp hạng) là những công ty đầu ngành ống nhựa của Việt Nam, nắm giữ tổng cộng 55,9% thị phần cả nước (so với 50,4% trong năm 2019). Tập đoàn Hoa Sen (HSG; Nắm giữ, giá mục tiêu là 15.200đ), mặc dù hoạt động kinh doanh chính là sản xuất thép, nhưng vẫn có thị phần lớn thứ 3 trên thị trường ống nhựa (8,7% trong năm 2022).

Nhờ bảng CĐKT và thương hiệu mạnh, cả NTP và BMP đều có thể gia tăng thị phần trước những đối thủ nhỏ hơn. Theo đó, NTP chiếm hơn 63% thị phần phía Bắc, trong khi BMP chiếm 50% thị phần phía Nam.

Lưu ý, trái ngược với các doanh nghiệp sản xuất vật liệu xây dựng khác, như các doanh nghiệp sản xuất thép, các công ty sản xuất ống nhựa không phải đối mặt với rủi ro nhập khẩu do đây là sản phẩm có kích thước cồng kềnh và không kinh tế khi vận chuyển đường dài. Ngoài ra, vốn đầu tư cho mỗi dự án ống nhựa thường khá nhỏ, dưới 5% tổng vốn đầu tư của dự án; do đó, tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp đầu ngành vẫn có thể cải thiện ngay cả khi nhu cầu thấp bằng cách giữ nguyên giá bán bình quân hoặc nâng mức chiết khấu với tốc độ chậm hơn so với tốc độ giảm của chi phí nguyên liệu đầu vào.

BMP là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi nhờ vị thế ngày càng lớn trên thị trường và lợi suất cổ tức cao

HSC nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng giá mục tiêu lên 75.500đ (tiềm năng tăng giá là 20,4%), sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận trong giai đoạn 2023-2025 nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Chúng tôi đánh giá cao cổ phiếu BMP nhờ vị thế trên thị trường ngày càng lớn, bảng CĐKT lành mạnh và triển vọng lợi nhuận vững chắc bất chấp tình hình kinh tế vĩ mô khó khăn; định giá cổ phiếu cũng không đắt, với lợi suất cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn dự báo dao động trong khoảng 12,8%-13,6%.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
BMP	62,700	Mua vào	Tăng tỷ trọng	75,500	8.32	20.4	7.59	7.33	3.55	3.49	12.8	13.6

Giá cổ phiếu tại ngày 7/4/2023.

KQKD tích cực với rủi ro nhập khẩu thấp. Trái ngược với các ngành vật liệu xây dựng khác (như thép), các công ty ống nhựa ổn định hơn do ít phải đối mặt với rủi ro nhập khẩu tác động lên giá bán bình quân. Các công ty lớn trong nước, với vị thế thống trị, có thể xác định giá bán trên thị trường và không cần phải chia sẻ lợi nhuận (khi chi phí đầu vào giảm) với khách hàng. Nhờ đó, trong giai đoạn nhu cầu thấp như hiện nay, các công ty ống nhựa có thể duy trì được tỷ suất lợi nhuận. Lựa chọn hàng đầu của chúng tôi là BMP; chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 75.500đ (tiềm năng tăng giá là 20,4%), nhờ vị thế trên thị trường ngày càng lớn, bằng ĐDKT lành mạnh và định giá hấp dẫn (với lợi suất cổ tức cao).

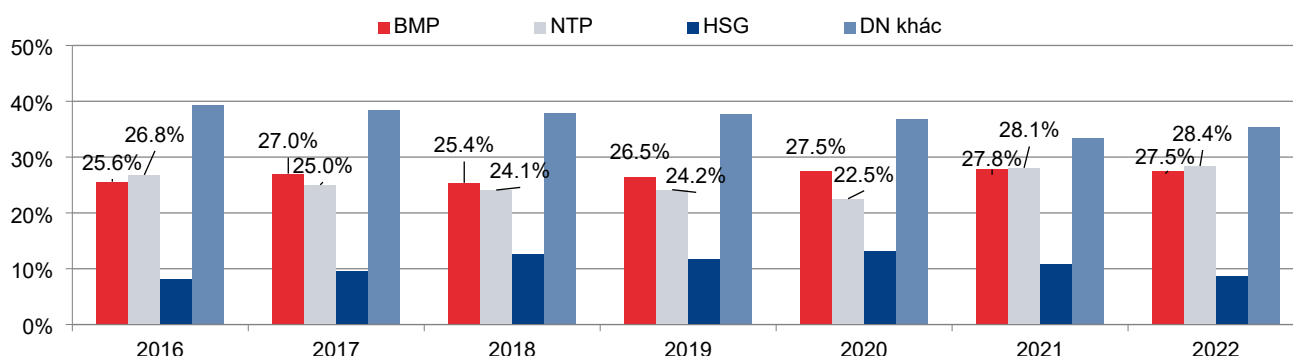
Tổng quan ngành ống nhựa

2 doanh nghiệp lớn thống trị thị trường

NTP và BMP là những công ty lớn nhất trong ngành này, với tổng thị phần trên cả nước đạt 55,9% trong năm 2022, so với 50,4% trong năm 2019. Trong giai đoạn COVID-19, xu hướng tái cơ cấu ngành đã hỗ trợ NTP và BMP tiếp tục gia tăng thị phần nhờ thương hiệu mạnh, mạng lưới phân phối và vị thế tài chính vững chắc. NTP thống trị miền Bắc với 63% thị phần, trong khi BMP chiếm hơn 50% thị phần tại miền Nam.

Biểu đồ 1: Thị phần ống nhựa của một số doanh nghiệp trong ngành

Tổng thị phần của NTP và BMP chiếm 55,9% trong năm 2022, từ mức 50,4% trong năm 2019



Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

BMP là công ty lớn nhất trong giai đoạn 2017-2020 nhờ thương hiệu mạnh và mạng lưới phân phối rộng khắp (Bảng 1). Tuy nhiên, trong năm 2021, BMP đã đánh mất vị trí dẫn đầu vào tay NTP do các biện pháp phong tỏa nghiêm ngặt trong năm 2021 tại miền Nam Việt Nam, địa bàn kinh doanh chính của công ty. Tuy nhiên, BMP vẫn nỗ lực gia tăng thị phần lên 27,8% trong năm 2021, từ mức 27,5% trong năm 2020.

Thị phần của NTP đã tăng mạnh lên 28,1% trong năm 2021, so với chỉ 22,5% trong năm 2020 và tiếp tục tăng lên 28,4% trong năm 2022. Trong năm 2022, BMP giữ nguyên giá bán dù các đối thủ cạnh tranh như NTP, HSG đưa ra nhiều chiến dịch khuyến mãi.

Chúng tôi hiểu rằng trong năm 2022, trọng tâm chính của BMP là tập trung vào lợi nhuận và chấp nhận hi sinh một phần nhỏ thị phần. Chiến lược này dường như đã được cho thấy sự hiệu quả khi sản lượng tiêu thụ trong năm 2022 của NTP (100.813 tấn) và BMP (97.721 tấn) khá sát nhau, nhưng lợi nhuận thuần của BMP đạt 696 tỷ đồng (tăng trưởng 225%) trong khi lợi nhuận thuần của NTP chỉ là 480 tỷ đồng (tăng trưởng 2,5%).

Trong khi đó, HSG đứng thứ 3 về sản lượng tiêu thụ, với 8,7% thị phần trong năm 2022, giảm từ lần lượt 10,8% và 13,1% trong năm 2021 và 2020. Chúng tôi được biết kể từ năm 2020, HSG đã ngừng cạnh tranh theo chính sách giảm giá sâu, và kết quả là thị phần của HSG đã giảm trở lại.

Đối với những công ty còn lại, chúng tôi cho rằng các công ty nhỏ, không có năng lực tài chính mạnh, đang gặp khó khăn do nhu cầu thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng quá trình tái cơ cấu ngành ống nhựa sẽ tiếp tục diễn ra trong những năm tới.

Mặc dù hiệu suất hoạt động thấp, tỷ suất lợi nhuận toàn ngành vẫn khả quan

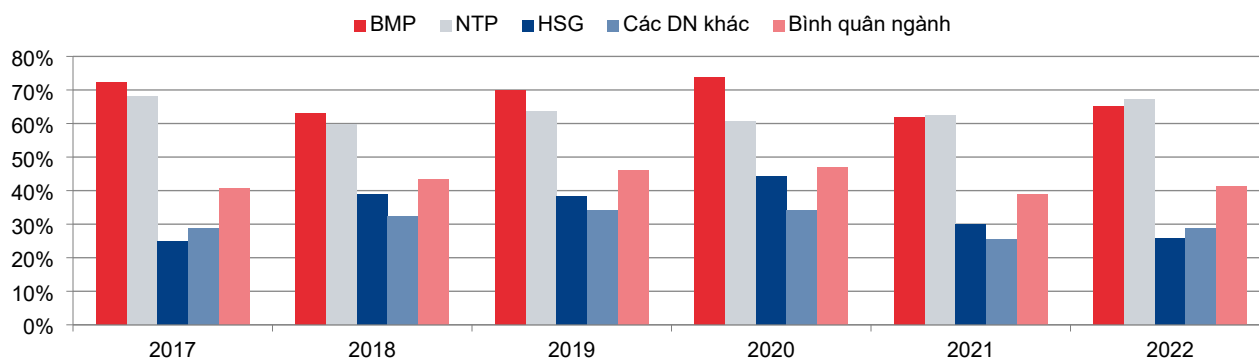
Như đã đề cập, sản phẩm ống nhựa không phải đối mặt với rủi ro nhập khẩu do là hàng rời và không kinh tế khi vận chuyển trên toàn cầu, bên cạnh việc tiêu chuẩn sản phẩm giữa các quốc gia là khác nhau. Do đó, chỉ có các doanh nghiệp trong nước thống trị ngành này và giá bán do các doanh nghiệp đầu ngành quyết định. Nhờ đó, lợi nhuận của ống nhựa thường cao hơn so với các vật liệu xây dựng khác, như thép, thường chịu ảnh hưởng bởi giá bán trên toàn cầu và gặp nhiều rủi ro nhập khẩu hơn.

Do rào cản gia nhập ngành thấp đối với các công ty mới và khả năng sinh lời cao với tỷ suất lợi nhuận thuần dao động trong khoảng 10-20%, mức hấp dẫn so với các vật liệu sản xuất khác (thường có tỷ suất lợi nhuận thuần dưới 10%), một số công ty mới đã tham gia vào ngành này trong năm 2015, bao gồm Tân Á Đại Thành và HSG. Điều này khiến mức độ cạnh tranh trở nên khốc liệt và công suất dư thừa trong suốt giai đoạn 2015-2018, nhưng đại dịch COVID-19 đã thúc đẩy quá trình tái cơ cấu ngành và làm hạ nhiệt cuộc chiến giành thị phần.

Hiệu suất hoạt động bình quân của toàn ngành ở mức thấp, chỉ 41,4%, so với 38,9% trong năm 2021 (Bảng 2) và mức đỉnh là 47% trong năm 2019. Trong số các công ty cùng ngành, hiệu suất hoạt động của NTP và BMP là cao nhất lần lượt khoảng 67,2% và 65,1% trong năm 2022. Hiệu suất hoạt động của BMP đạt đỉnh trong năm 2022 ở mức 73,9%.

Biểu đồ 2: Hiệu suất hoạt động, một số doanh nghiệp trong ngành

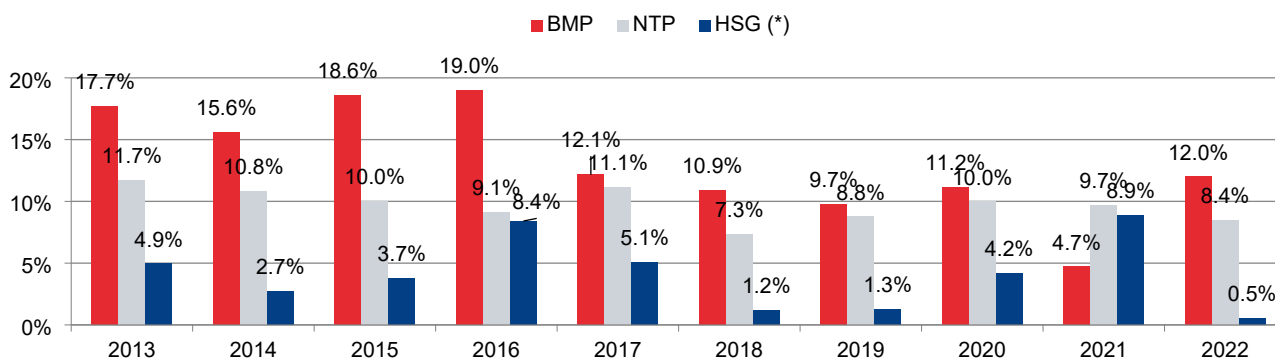
Hiệu suất hoạt động của NTP và BMP cao nhất trong ngành



Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Biểu đồ 3: Tỷ suất lợi nhuận thuần, một số doanh nghiệp trong ngành

BMP và NTP có tỷ suất lợi nhuận thuần vượt trội hơn so với HSG trong giai đoạn 2013-2022



Ghi chú: (*) : In chủ yếu đến từ măng thép.
Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Do dư thừa công suất và hiệu suất hoạt động thấp, các công ty trong ngành không có kế hoạch mở rộng hoặc xây dựng cơ sở mới trong 5 năm vừa qua. Một số công ty sau khi giành được một mức thị phần nhất định đã quyết định từ bỏ chiến lược

cạnh tranh về giá. Một trong số đó là HSG, công ty đã tập trung vào lợi nhuận kể từ năm 2019 (với mục tiêu thực hiện IPO CTCP Nhựa Hoa Sen trên sàn HSX vào năm 2026). Được biết đến là một doanh nghiệp sản xuất thép, mảng kinh doanh ống nhựa của HSG hiện chỉ đóng góp khoảng 1.500 tỷ đồng vào doanh thu thuần và chỉ tương đương 3% doanh thu thuần trong năm 2022.

Đối với tỷ suất lợi nhuận, trước năm 2016, tỷ suất lợi nhuận thuần của ngành ở mức cao, dao động trong khoảng 10-20% tùy thuộc vào quy mô của công ty. Tuy nhiên, do xuất hiện thêm các công ty mới tham gia thị trường, tỷ suất lợi nhuận thuần đã giảm xuống khoảng 7-12% trong giai đoạn 2017-2022 (Bảng 3) và chạm mức thấp kỷ lục dưới 5% trong năm 2021 do đại dịch COVID-19. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận thuần của ngành ống nhựa vẫn khá tích cực so với các vật liệu xây dựng khác, như tôn mạ, với tỷ suất lợi nhuận thuần dưới 5% trong giai đoạn 2017-2022 (ngoại trừ mức cao kỷ lục trong năm 2021 là 8,9%).

BMP có tỷ suất lợi nhuận cao nhất so với các công ty cùng ngành nhờ kiểm soát chi phí hoạt động tốt và ưu tiên lợi nhuận hơn thị phần trong giai đoạn gần đây. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận thuần của BMP trong năm 2022 là 12%, so với 8,4% của NTP và chỉ 0,5% của HSG (do tỷ suất lợi nhuận mảng thép thấp). Chúng tôi ước tính tỷ suất lợi nhuận mảng ống nhựa của HSG vào khoảng 3,5% trong năm 2022, nhỏ hơn đáng kể so với NTP và BMP.

Triển vọng: Đầu tư công sẽ bù đắp những khó khăn trên thị trường BĐS nhà ở

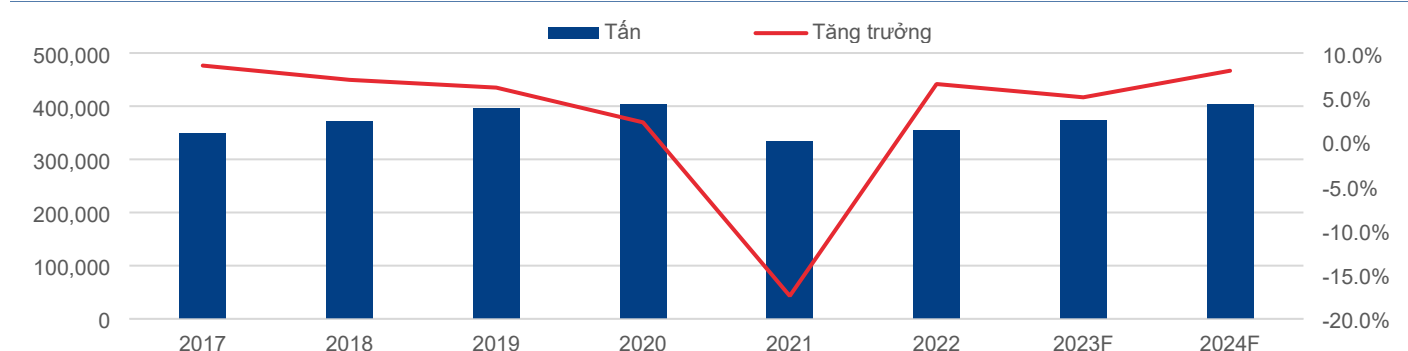
Theo số liệu của chúng tôi, nhu cầu ống nhựa từ thị trường BĐS nhà ở chiếm 70-75% tổng nhu cầu ống nhựa của Việt Nam trong khi 20-25% còn lại thường là các dự án đầu tư công.

Trong năm 2023, do tình hình thị trường BĐS khó khăn, nhu cầu ống nhựa cũng sẽ chịu ảnh hưởng. Tuy nhiên, kế hoạch đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công lên 707 nghìn tỷ đồng sẽ bù đắp một phần sự sụt giảm. Mục tiêu hoàn thành đường cao tốc Bắc-Nam trong năm 2025, cùng với một số dự án cơ sở hạ tầng khác, sẽ là động lực chính thúc đẩy nhu cầu.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa sẽ tăng trưởng 5% trong năm 2023 đạt 372.750 tấn, nhờ Chính phủ đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công. Trong năm 2024, chúng tôi dự báo nhu cầu ống nhựa sẽ cải thiện do thị trường BĐS nhà ở hồi phục. Theo đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng tiêu thụ ống nhựa sẽ tăng trưởng 8% đạt 402.570 tấn.

Biểu đồ 4: Sản lượng tiêu thụ ống nhựa tại Việt Nam

Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ ống nhựa tại Việt Nam sẽ tăng trưởng lần lượt 5% và 8% trong năm 2023 và 2024



Nguồn: HSC

Các doanh nghiệp lớn đặt kế hoạch khả quan trong năm 2023

Cả 3 công ty lớn nhất trong ngành ống nhựa đều đã công bố kế hoạch kinh doanh trong năm 2023 (Bảng 5-6). Lưu ý, NTP và BMP đều đặt kế hoạch sản lượng tiêu thụ đạt 106.000 tấn trong năm 2023, tương đương sản lượng tiêu thụ tăng trưởng lần lượt 4,9% và 8,5%. Trong khi đó, HSG đặt kế hoạch tham vọng hơn với sản lượng tiêu thụ đạt 40.000 tấn trong năm 2023, tương đương tăng trưởng 33,3%.

Bảng 5: Kế hoạch ngành ống nhựa năm 2023 của một số doanh nghiệp trong ngành

BMP và NTP đặt kế hoạch lợi nhuận thuần đi ngang/giảm nhẹ, trong khi HSG đặt kế hoạch đầy tham vọng

Tỷ đồng	Sản lượng tiêu thụ (tấn)	Doanh thu	Lợi nhuận thuần
BMP	106,000	6,357	651
NTP	106,000	5,875	479
HSG	40,000	2,000	100

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Bảng 6: Tăng trưởng ngành ống nhựa năm 2023 của một số doanh nghiệp trong ngành

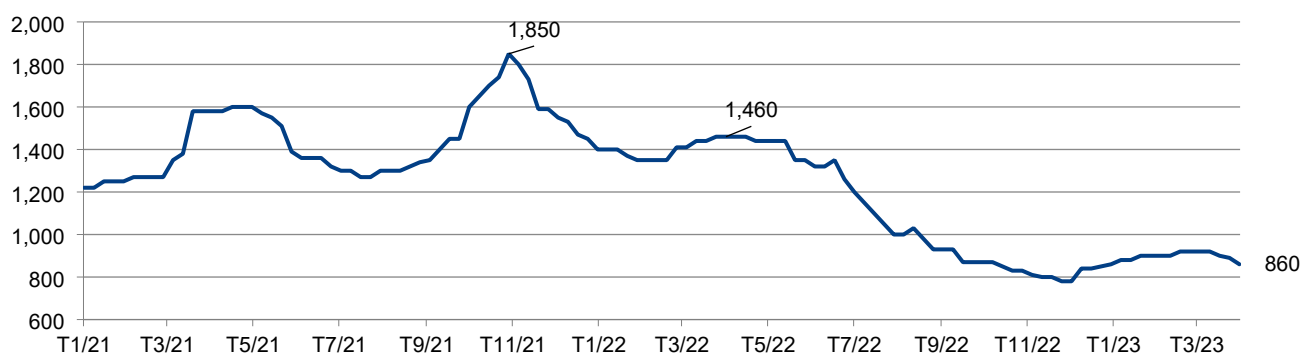
Chúng tôi tin rằng những mục tiêu này dường như khả quan trong bối cảnh thị trường BĐS khó khăn hiện nay

	Sản lượng tiêu thụ	Doanh thu	Lợi nhuận thuần
BMP	8.5%	9.1%	-6.5%
NTP	4.9%	4.6%	0.0%
HSG	29.0%	33.3%	88.7%

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Biểu đồ 7: Giá hạt nhựa PVC, USD/tấn

Giá hạt nhựa PVC ổn định từ đầu năm nhưng đã giảm mạnh 41% so với cùng kỳ, điều này đã hỗ trợ đáng kể lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa do giá bán bình quân gần như đi ngang so với cùng kỳ



Nguồn: Bloomberg, HSC

Với kế hoạch sản lượng tiêu thụ bằng nhau trong năm 2023, BMP đặt kế hoạch doanh thu đạt 6.357 tỷ đồng, tăng trưởng 9,1% và cao hơn 8,2% so với kế hoạch doanh thu thuần của NTP là 5.875 tỷ đồng. Theo đó, BMP giả định giá bán bình quân cao hơn 8,2% so với NTP. Từ đó, chúng tôi cho rằng BMP sẽ tiếp tục duy trì chiến lược giữ nguyên giá bán ở mức cao hơn bình quân ngành và ưu tiên tỷ suất lợi nhuận và lợi nhuận thuần.

Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng BMP sẽ xem xét đẩy mạnh các chương trình khuyến mãi để thúc đẩy doanh thu và bảo vệ thị phần trong một số thời điểm nhất định trong năm. Mặc dù các chính sách này có thể chỉ mang tính chất ngắn hạn, nhưng sẽ cho thấy sự linh hoạt đối với khách hàng và đối thủ cạnh tranh trong một thị trường năng động.

Trong số các kế hoạch này, chúng tôi cho rằng kế hoạch của NTP thực tế hơn và chúng tôi cho rằng mục tiêu tăng trưởng 5% trong doanh thu khả thi hơn. Đối với kế hoạch của HSG, chúng tôi lo ngại về mức tăng trưởng mạnh trong giai đoạn thị trường BĐS không thuận lợi. Do mảng ống nhựa đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận của HSG, do đó, kế hoạch của HSG đối với mảng ống nhựa trong năm 2023 có thể sẽ bị ảnh hưởng bởi KQKD mảng thép.

Cuối cùng, BMP đặt kế hoạch lợi nhuận thuần giảm 6,5% so với cùng kỳ xuống 651 tỷ đồng trong khi NTP đặt kế hoạch lợi nhuận thuần đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2023 ở mức 479 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch này là hợp lý đối với cả 2 công ty do lợi nhuận thuần trong năm 2022 của BMP đạt mức cao kỷ lục. Theo chúng tôi, lợi nhuận thuần giảm nhẹ do mức nền cao là hợp lý.

Giá hạt nhựa PVC, nguyên liệu đầu vào chính để sản xuất ống nhựa, ổn định từ đầu năm trong khoảng 860-900 USD/tấn, nhưng đã giảm mạnh 41% so với cùng kỳ. Điều này đã hỗ trợ đáng kể tỷ suất lợi nhuận của các doanh nghiệp sản xuất ống nhựa trong 6 tháng đầu năm 2023, do giá bán bình quân gần như đi ngang so với cùng kỳ. Một số chính sách chiết khấu đã được tăng lên, nhưng vẫn chậm hơn tốc độ giảm của chi phí đầu vào. Do đó, lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2023 của các công ty ống nhựa được kỳ vọng sẽ duy trì tốt nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Theo đó, HSG cũng đặt kế hoạch lợi nhuận thuần rất tham vọng đạt 100 tỷ đồng (tăng trưởng 88,7%) đối với ống nhựa, tương đương tỷ suất lợi nhuận thuần là 5% (so với dự báo của chúng tôi là 3,5%) và đóng góp một phần ba tổng kế hoạch lợi nhuận thuần của HSC trong năm 2023. Do thông tin về hoạt động kinh doanh ống nhựa của HSG hạn chế, chúng tôi không thể phân tích sâu hơn đối với kế hoạch lợi nhuận thuần của công ty; tuy nhiên, chúng tôi cho rằng HSG sẽ gặp nhiều thách thức để hoàn thành kế hoạch này.

Trên thực tế, lợi nhuận mảng thép cải thiện sẽ dễ dàng bù đắp sự sụt giảm của mảng ống nhựa (so với kế hoạch đề ra trong năm 2023) và giúp HSG hoàn thành kế hoạch lợi nhuận thuần hợp nhất trong năm 2023 là 300 tỷ đồng (tăng trưởng 19,5%). Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của HSG trong năm 2023 đạt 513,2 tỷ đồng (tăng trưởng 104,4%).

Bảng 8: Dự báo lợi nhuận cũ và mới, BMP

Chúng tôi nâng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 của BMP nhờ chi phí nguyên liệu đầu vào giảm

Tỷ đồng	Thực tế 2022	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh		Tăng trưởng		
		2023F	2024F	2023F	2024F	2025F	2023F	2024F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	5,808	5,626	6,076	5,726	6,184	6,802	1.8%	1.8%	-1.4%	8.0%	10.0%
LNTT	873	742	782	845	875	937	13.9%	11.9%	-3.1%	3.6%	7.0%
Lợi nhuận thuần	696	594	626	676	700	749	13.8%	11.9%	-2.9%	3.6%	7.0%

Nguồn: HSC

Kể từ đầu năm, giá nguyên liệu đầu vào biến động trong biên độ thấp hơn so với dự báo của chúng tôi, chúng tôi đã hạ dự báo giá hạt nhựa PVC xuống 1.000 USD/tấn (giảm 15% so với cùng kỳ) từ 1.062 USD/tấn trước đó. Do đó, chúng tôi nâng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 của BMP đạt lần lượt 676 tỷ đồng (giảm 2,9% so với cùng kỳ) và 700 tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%), do tỷ suất lợi nhuận vượt dự báo.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), với giá mục tiêu mới là 75.500đ (tiềm năng tăng giá là 20,4%). BMP là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành ống nhựa với tỷ suất lợi nhuận thuần vượt trội so với các công ty cùng ngành nhờ một số lợi thế.

Trước đó, lo ngại lớn nhất của chúng tôi đối với BMP là nguy cơ đánh mất thị phần do công ty thực hiện nhất quán chiến lược ưu tiên lợi nhuận bằng cách giữ nguyên giá bán. Trên thực tế, BMP chỉ đánh mất một phần nhỏ thị phần trong năm 2022 với chiến lược này.

Tuy nhiên, trong tháng 3/2023, BMP đã cho khách hàng và đối thủ cạnh tranh thấy sự linh hoạt bằng cách đưa ra mức chiết khấu 5% để thăm dò nhu cầu thị trường. Theo đó, sản lượng tiêu thụ tháng 3/2023 đã tăng lên mức cao kỷ lục 13.500-14.000 tấn ống nhựa, so với mức bình quân trong tháng 3 trong những năm gần đây là 10.000-11.000 tấn. Sản lượng tiêu thụ cũng tăng gần gấp đôi so với tháng trước. Chương trình khuyến mãi này đã kết thúc vào tháng 3/2023, nhưng chúng tôi đánh giá cao sự linh hoạt về mặt chiến lược để hoàn thành kế hoạch lợi nhuận thuần, đồng thời bảo vệ thị phần.

Sau khi giao dịch âm ảm đạm so với chỉ số trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, BMP đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 7,6 lần và 7,3 lần, tương đương P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,5 lần; thấp hơn 25,7% (0,7 lần độ lệch chuẩn) so với mức bình quân trong 6 năm qua là 10,1 lần. Theo dự báo của chúng tôi, lợi suất cổ tức của BMP trong 3 năm tới sẽ dao động trong mức cao là 12,8-13,6%.

Trong năm 2022, với mức lợi nhuận kỷ lục, BMP quyết định chi trả cổ tức bằng tiền mặt là 8.400đ/cp, tương đương lợi suất cổ tức là 13,3%. Do BMP đã thanh toán đợt cổ tức đầu tiên là 3.100đ/cp trong năm 2022, 5.300đ/cp còn lại sẽ được thanh toán sau ĐHCĐ được tổ chức vào ngày 28/4/2023.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

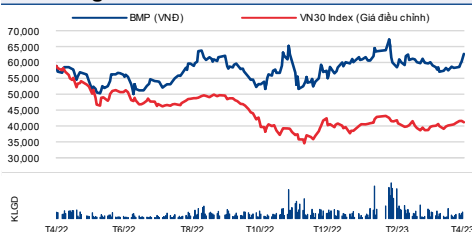
Giá mục tiêu: VNĐ75,500 (từ VNĐ69,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (7/4/2023)	62,700
Mã Bloomberg	BMP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,091-67,200
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	60,380
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,133
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	219
Slg CP lưu hành (tr.đv)	81.9
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	81.9
Slg CP NN được mua (tr.đv)	11.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	86.2%
Tỷ lệ freefloat	33.1%
Cổ đông lớn	Nawa Plastic (55.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.50	2.79	6.46
So với chỉ số	(0.51)	0.74	52.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2023F	8,259	7,509	10.0
2024F	8,555	7,715	10.9
2025F	9,155	9,187	(0.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Nhựa Bình Minh là công ty sản xuất ống nhựa hàng đầu Việt Nam nhờ vào chất lượng sản phẩm vượt trội và thương hiệu hàng đầu cả nước.

Chuyên viên phân tích

Võ Thị Ngọc Hân, CFA
Giám Đốc, Ngành Công Nghiệp
han.vtn@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 314

Nâng khuyến nghị lên Mua vào dựa trên triển vọng giá hạt nhựa PVC

- HSC nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng 8,3% giá mục tiêu lên 75.500đ sau khi điều chỉnh tăng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận năm 2023-2024, nhờ chi phí đầu vào giảm và chiến lược điều chỉnh giá bán.
- Chúng tôi nâng lần lượt 13,8% và 11,9% dự báo EPS năm 2023-2024, tương đương giảm 2,9% so với cùng kỳ trong năm 2023 và tăng trưởng 3,6% trong năm 2024. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo EPS lần đầu cho năm 2025 với mức tăng trưởng là 7%.
- BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,5 lần, so với mức bình quân trong 6 năm qua là 10,1 lần; lợi suất cổ tức trong 3 năm tới được kỳ vọng sẽ ở mức cao, dao động trong khoảng 12,8%-13,6%. BMP là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi và là lựa chọn an toàn trong giai đoạn biến động hiện tại.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2023

Trước đó, HSC đã dự báo giá hạt nhựa PVC, nguyên liệu đầu vào quan trọng, sẽ tăng sau khi Trung Quốc mở cửa trở lại, điều này sẽ tác động tiêu cực đến tỷ suất lợi nhuận của BMP. Trên thực tế, giá hạt nhựa PVC đã ổn định kể từ đầu năm ở mức khoảng 860-900 USD/tấn (giảm 41% so với cùng kỳ), tạo thêm dư địa giúp BMP cải thiện tỷ suất lợi nhuận, ít nhất là đến giữa năm 2023. Q1/2023, HSC dự báo lợi nhuận thuần của BMP sẽ đạt mức cao kỷ lục là 260 tỷ đồng (tăng 104% so với cùng kỳ), doanh thu thuần đạt 1.450 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ).

Tác động: HSC nâng bình quân 12,9% dự báo EPS 2023-2024

HSC hạ dự báo giá hạt nhựa PVC trong năm 2023 xuống 1.000 USD/tấn (giảm 15% so với cùng kỳ), từ 1.062 USD/tấn trước đó. Cùng với một số chiến lược về giá trong Q1/2023, chúng tôi nâng bq 12,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024 lên lần lượt 676 tỷ đồng (giảm 2,9% so với cùng kỳ) và 700 tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%), mặc dù chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo doanh thu thuần. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với doanh thu thuần đạt 6.802 tỷ đồng (tăng trưởng 10,0%) và lợi nhuận thuần đạt 749 tỷ đồng (tăng trưởng 7%). Dự báo lợi nhuận của chúng tôi trong năm 2023-2024 cao hơn 10,0-10,9% so với dự báo của thị trường trong khi dự báo năm 2025 của chúng tôi tương đương với dự báo của thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giao dịch ảm đạm trong 1 tháng và 3 tháng vừa qua, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,5 lần, thấp hơn đáng kể so với mức bình quân trong 6 năm qua là 10,1 lần; ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng lợi suất cổ tức trong 3 năm tới sẽ dao động ở mức cao là 12,8-13,6%. HSC nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Nắm giữ) và nâng 8,3% giá mục tiêu lên 75.500đ (tiềm năng tăng giá là 20,4%). Chi phí nguyên liệu đầu vào thấp hơn kỳ vọng rất có lợi cho Công ty (và khiến chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận). Trong khi đó, chúng tôi đánh giá cao sự linh hoạt trong chiến lược về giá bán trong thời gian gần đây của BMP. Chiến lược này sẽ giúp Công ty ưu tiên thị phần hơn và ít tập trung hơn vào lợi nhuận ngắn hạn. Cuối cùng, BMP sẽ là một trong những doanh nghiệp hưởng lợi chính từ kế hoạch đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công trong năm 2023.

Cuối năm: Tháng 12	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	526	1,146	1,098	1,163	1,260
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	214	696	676 ▲	700 ▲	749
EPS ĐC (đồng)	2,619	8,505	8,259 ▲	8,555 ▲	9,155
DPS (đồng)	2,600	8,400	8,000 ▲	8,500 ▲	8,500
BVPS (đồng)	28,017	32,046	31,344	31,215	31,138
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.99	3.37	3.55	3.49	3.37
P/E ĐC (lần)	23.9	7.37	7.59	7.33	6.85
Lợi suất cổ tức (%)	4.15	13.4	12.8	13.6	13.6
P/B (lần)	2.24	1.96	2.00	2.01	2.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(59.0)	225	(2.89)	3.58	7.01
ROAE (%)	9.00	28.3	26.1	27.4	29.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tiềm năng tăng giá hơn 20% dựa trên giá mục tiêu mới

Lợi nhuận Q1/2023 của BMP được dự báo sẽ tiếp tục đạt mức cao kỷ lục, bất chấp thị trường BĐS nhà ở gặp nhiều khó khăn, nhờ (i) chi phí đầu vào giảm, hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận và (ii) chiến lược về giá bán hiệu quả hơn, giúp sản lượng tiêu thụ đạt mức cao kỷ lục trong bối cảnh nhu cầu của ngành vật liệu xây dựng đang ở mức thấp. Lưu ý, việc điều chỉnh giá bán cho thấy sự thay đổi chiến lược kinh doanh của BMP và diễn ra đúng thời điểm, đồng thời chiến lược này cũng giảm bớt lo ngại về việc BMP sẽ đánh mất thị phần. Từ đó, HSC nâng bình quân 13% dự báo EPS trong năm 2023-2024; chúng tôi cũng nâng giá mục tiêu lên 75.500đ (tiềm năng tăng giá là 20,4%). Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng), nhờ định giá rẻ với lợi suất cổ tức cao trong giai đoạn dự báo (12,8%-13,6%).

Ước tính KQKD Q1/2023

BMP đã giữ nguyên giá bán và chính sách chiết khấu trong hơn một năm, bất chấp các đối thủ cạnh tranh liên tục đưa ra các chương trình khuyến mãi kể từ nửa cuối năm 2022. Trước năm 2022, chênh lệch giá bán giữa BMP và các công ty cùng ngành là khoảng 5-15%, nhưng kể từ đầu năm 2022 đến tháng 2/2023, chênh lệch đã tăng lên 10-20%. Với chính sách nghiêm ngặt này, chúng tôi lo ngại BMP sẽ đánh mất thị phần, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu ống nhựa gặp nhiều thách thức.

Tuy nhiên, trong tháng 3/2023, BMP đã đưa ra chương trình khuyến mại nâng 5% mức chiết khấu để thăm dò nhu cầu thị trường. Theo khảo sát của chúng tôi, phản hồi từ thị trường rất ấn tượng và chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ tháng 3/2023 đạt mức cao kỷ lục khoảng 13.500-14.000 tấn.

Lưu ý, tháng 3 thường là một trong những tháng cao điểm tiêu thụ vật liệu xây dựng. Trước đó, mức kỷ lục sản lượng tiêu thụ hàng tháng chỉ khoảng 10.000-11.000 tấn. Do đó, trong bối cảnh thị trường BĐS đang gặp nhiều khó khăn, sản lượng tiêu thụ tháng 3/2023 đạt mức cao kỷ lục là rất tích cực. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ tháng 3/2023 đã tăng gấp đôi so với tháng trước.

Bảng 9: Ước tính KQKD Q1/2023, BMP

Lợi nhuận thuần Q1/2023 được dự báo sẽ đạt mức cao kỷ lục nhờ tỷ suất lợi nhuận liên tục được mở rộng và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh

	Q1/2022	Q4/2022	Q1/2023F	% so với cùng kỳ	% so với quý trước	2023F	% thực hiện dự báo HSC
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	22,635	23,677	25,475	12.5%	7.6%	103,614	24.6%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	59.8	59.8	56.9	-4.8%	-4.7%	55.3	
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	1,353	1,415	1,450	7.2%	2.5%	5,726	25.3%
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	127	248	260	104.0%	4.7%	676	38.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	9.4%	17.6%	17.9%				

Ghi chú: F = HSC dự báo.
Nguồn: HSC

Với sản lượng tiêu thụ rất ấn tượng trong tháng 3/2023, chúng tôi hiện dự báo sản lượng tiêu thụ trong Q1/2023 sẽ tăng 12,5% so với cùng kỳ và đem lại doanh thu thuần đạt 1.450 tỷ đồng (tăng 7,2% so với cùng kỳ). Nếu thực hiện được, BMP sẽ đem lại một bất ngờ tích cực cho thị trường trong bối cảnh thị trường BĐS đang rất yếu trong Q1/2023. Chúng tôi cũng cho rằng BMP đã giành lại thị phần với chương trình khuyến mại vừa qua. Chúng tôi ước tính thị phần của BMP trong Q1/2023 tăng lên 27,5%, so với ước tính 26,8% trong năm 2022.

Ngoài ra, giá nguyên liệu đầu vào, hạt nhựa PVC, cũng giảm mạnh 41% so với cùng kỳ xuống khoảng 900 USD/tấn trong Q1/2023. Điều này tạo dư địa đáng kể giúp BMP cải thiện tỷ suất lợi nhuận. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận thuần Q1/2023 sẽ đạt 17,9%, tăng mạnh so với mức 9,4% trong Q1/2022. Từ đó, chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận Q1/2023 sẽ tăng gấp đôi so với cùng kỳ đạt 260 tỷ đồng, mức cao kỷ lục theo quý.

So với quý trước, lợi nhuận thuần vẫn tăng 4,7% nhờ doanh thu thuần tăng 2,5%. Lưu ý, Q4 thường là quý cao điểm nhất trong năm. Nếu lợi nhuận thuần vượt mức

cao kỷ lục trong Q4/2022, theo như chúng tôi dự báo, là một cột mốc quan trọng đối với Công ty sau những biến động mạnh trên thị trường.

Theo ước tính, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần Q1/2023 của BMP sẽ đạt lần lượt 25,3% và 38,5% dự báo cả năm 2023 của chúng tôi.

Dự báo mới

Như đã đề cập, chúng tôi hạ dự báo giá hạt nhựa PVC xuống 1.000 USD/tấn (giảm 15% so với cùng kỳ) từ 1.062 USD/tấn trước đó trong năm 2023-2024. Ngoài ra, chúng tôi cũng nâng dự báo giá bán bình quân trong năm 2023 (giảm 7% so với cùng kỳ) so với giá định trước đó là giảm 10% so với cùng kỳ, sau đó sẽ đi ngang so với cùng kỳ trong năm 2024. Do đó, chúng tôi nâng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024. Cụ thể như sau.

Bảng 10: Dự báo mới và dự báo cũ, BMP

Chúng tôi nâng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023-2024, để phản ánh tỷ suất lợi nhuận cao hơn dự báo

Tỷ đồng	Actual 2022	Old dự báo 2023F	Old dự báo 2024F	New dự báo 2023F	New dự báo 2024F	New dự báo 2025F	Revisions 2023F	Revisions 2024F	Growth y/y 2023F	Growth y/y 2024F	Growth y/y 2025F
Doanh thu thuần	5,808	5,626	6,076	5,726	6,184	6,802	1.8%	1.8%	-1.4%	8.0%	10.0%
LNTT	873	742	782	845	875	937	13.9%	11.9%	-3.1%	3.6%	7.0%
Lợi nhuận thuần	696	594	626	676	700	749	13.8%	11.9%	-2.9%	3.6%	7.0%

Nguồn: HSC

Bảng 11: Các giả định chủ chốt, BMP

Dự báo giá bán bình quân sẽ tăng lên, thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận tăng trong giai đoạn 2023-2024

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	92,565	97,749	103,614	111,903	123,093
Tăng trưởng	-16.5%	5.6%	6.0%	8.0%	10.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	49.2	59.4	55.3	55.3	55.3
Tăng trưởng	16.3%	20.8%	-7.0%	0.0%	0.0%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	4,553	5,808	5,726	6,184	6,802
Tăng trưởng	-2.8%	27.6%	-1.4%	8.0%	10.0%
Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	214.4	696.3	676.1	700.3	749.4
Tăng trưởng	-59.0%	224.8%	-2.9%	3.6%	7.0%

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận năm 2023

Trong năm 2023, chúng tôi nâng dự báo doanh thu thuần lên 5.726 tỷ đồng (tăng trưởng 1,8%), và nâng dự báo giá bán bình quân lên 55,3 triệu đồng/tấn (giảm 7% so với cùng kỳ), từ 53,5 triệu đồng/tấn trước đó. Chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ đạt 103.614 tấn ống nhựa, tăng trưởng 6%, cao hơn một chút so với mức tăng trưởng toàn ngành là 5%.

HSC hiện dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2023 là 27,3%, giảm nhẹ so với 27,7% trong năm 2022 do nguyên liệu đầu vào giá rẻ (như trong nửa cuối năm 2022) giảm. Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2023 vẫn ổn định so với 5 năm qua, trong giai đoạn 2017-2021.

Tiếp theo, chúng tôi dự báo chi phí bán hàng & quản lý trong năm 2023 là 641,3 tỷ đồng (tăng 1,4% so với cùng kỳ), tương đương tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu là 11,2%. Ngoài ra, chúng tôi dự báo lỗ tài chính thuần sẽ giảm xuống 78 tỷ đồng, so với 102 tỷ đồng trong năm 2022 nhờ thu nhập tài chính tăng với lượng tiền mặt dồi dào.

Nhìn chung, chúng tôi nâng 13,8% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023 lên 676 tỷ đồng (giảm 2,9% so với cùng kỳ), với giả định tỷ suất lợi nhuận thuần là 11,8%. Giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không thay đổi, EPS dự phóng 2023 sẽ là 8.259đ/cp.

Sau khi điều chỉnh dự báo trong năm 2023, dự báo doanh thu thuần của chúng tôi (5.808 tỷ đồng) thấp hơn 8,6% so với kế hoạch của BMP (6.357 tỷ đồng), do sản lượng tiêu thụ thấp hơn. Đối với lợi nhuận thuần, dự báo của chúng tôi (676 tỷ đồng) cao hơn 3,8% so với kế hoạch của Công ty (651 tỷ đồng).

Dự báo lợi nhuận năm 2024-2025

Trong năm 2024, chúng tôi hiện dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ đạt 111.903 tấn (tăng trưởng 8%) với giá bán bình quân không đổi ở mức 55,3 triệu đồng/tấn, tương đương doanh thu thuần năm 2024 đạt 6.184 tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp trong năm 2024 sẽ ổn định ở mức 27,4% nhờ hiệu suất hoạt động cải thiện, bù đắp cho chi phí hoạt động tăng, như chi phí lao động,...

Chi phí bán hàng & quản lý được dự báo sẽ tăng lên 724 tỷ đồng (tăng 12,8% so với cùng kỳ) trong năm 2024, sản lượng tiêu thụ được dự báo sẽ tăng nhanh hơn do BMP sẽ tổ chức sự kiện 2 năm một lần cho mạng lưới phân phối. Chúng tôi dự báo lỗ tài chính thuần sẽ tăng lên 99.294 tỷ đồng trong năm 2024, do mức chiết khấu thanh toán cho khách hàng tăng cùng với sản lượng tiêu thụ tăng.

Cuối cùng, chúng tôi nâng 11,9% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2024 lên 700 tỷ đồng (tăng trưởng 3,6%). Giá định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không thay đổi, chúng tôi dự báo EPS năm 2024 đạt 8.555đ.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025 với doanh thu thuần đạt 6.802 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) và lợi nhuận thuần đạt 749 tỷ đồng (tăng trưởng 7%), tương đương EPS dự phóng 2025 đạt 9.155đ.

Bảng 12: Dự báo tỷ suất lợi nhuận, BMP

Chúng tôi nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận nhờ chi phí đầu vào giảm

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.5%	27.7%	27.3%	27.4%	26.7%
Chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu	8.1%	10.9%	11.2%	11.7%	11.2%
Tỷ suất LNTT	5.9%	15.0%	14.8%	14.2%	13.8%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.7%	12.0%	11.8%	11.3%	11.0%

Nguồn: HSC

Bảng 13: Chính sách cổ tức tiền mặt, BMP

Lợi suất cổ tức năm 2022 ở mức cao đạt 13,4%, chúng tôi dự báo Công ty có thể duy trì cổ tức tiền mặt ở mức cao trong vòng 3 năm tới

Đồng	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Cổ tức tiền mặt (đồng)	2,600	8,400	8,000	8,500	8,500
Lợi suất cổ tức (%)	4.2%	13.4%	12.8%	13.6%	13.6%
Tỷ lệ lợi nhuận trả cổ tức (%)	99.3%	98.8%	96.9%	99.4%	92.8%

Nguồn: HSC

Chính sách cổ tức bằng tiền mặt

Trong năm 2022, BMP đề xuất tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức là 98,8%, tương đương tổng mức cổ tức bằng tiền mặt là 8.400đ/cp và lợi suất cổ tức là 13,4%. BMP đã ứng trước 3.100đ/cp cổ tức bằng tiền mặt năm 2022 trong năm 2022. Do đó, 5.300đ/cp còn lại sẽ được thanh toán sau ĐHCĐ. Do đó, thời gian thanh toán cổ tức có thể sẽ vào tháng 5/2023.

Do BMP duy trì tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức trên 95% trong 4 năm qua, chúng tôi cho rằng tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức trong giai đoạn 2023-2025 sẽ vẫn ở mức cao như trước đó. Do đó, chúng tôi dự báo cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn 2023-2025 sẽ dao động trong khoảng 8.000-8.500đ/cp, tương đương lợi suất cổ tức là 12,8%-13,6% (Bảng 13).

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và nâng 8,3% giá mục tiêu**Kết luận và phương pháp**

HSC nâng 8,3% giá mục tiêu lên 75.500đ (từ 69.700đ), tiềm năng tăng giá là 20,4% và P/E dự phóng 2023 là 9,2 lần, sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận năm 2023-2024 nhờ tỷ suất lợi nhuận cải thiện.

Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào nhờ định giá rẻ. Chúng tôi cho rằng cổ phiếu BMP là lựa chọn an toàn trong bối cảnh thị trường biến động nhờ vị thế dẫn đầu ngành, bằng CDKT lành mạnh và hưởng lợi từ kế hoạch đẩy mạnh

giải ngân vốn đầu tư công. Ngoài ra, chúng tôi ước tính lợi suất cổ tức trong giai đoạn 2023-2025 sẽ dao động trong khoảng 12,8%-13,6%.

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để xác định giá mục tiêu của BMP; các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi nâng bình quân 12,9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023-2024
- Chúng tôi giữ nguyên giả định WACC là 16% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% để xác định giá mục tiêu mới.

Bảng 14: Tính toán FCFF, BMP

Chúng tôi dự báo dòng tiền giai đoạn 2023-2025 tiếp tục duy trì ở mức bền vững

Triệu đồng	2022	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận thuần	696,261	676,124	700,334	749,433
+ Lãi vay * (1- thuế suất)	22	21	20	20
+ Khấu hao	165,943	176,198	189,769	204,674
- Thay đổi vốn lưu động	10,602	83,503	(77,750)	(98,240)
- Vốn đầu tư cơ bản	(158,055)	(210,752)	(227,231)	(250,641)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	714,773	725,095	585,142	605,246

Nguồn: HSC

Bảng 15: Mô hình định giá CAPM- dựa trên tính toán WACC, BMP

Chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ COE và WACC là 16,2% và 16,0%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	5.0%
Tỷ suất sinh lời của thị trường	13.0%
Phân bổ rủi ro của thị trường	8.0%
Beta	1.40
Chi phí vốn CSH (tỷ suất sinh lời kỳ vọng)	16.2%
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	98%
Nợ / Tổng nguồn vốn	2%
WACC	16.0%

Nguồn: HSC

Bảng 16: Tính toán chi phí nợ, BMP

Chúng tôi giữ nguyên tỷ lệ chi phí nợ là 5,6%

	Giá trị
Chi phí tín dụng	2.0%
Chi phí nợ	7.0%
Thuế suất TNDN	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.6%

Nguồn: HSC

Bảng 17: Định giá DCF, BMP

Nâng giá mục tiêu lên 75.500đ, tiềm năng tăng giá 20,4% từ mức thị giá hiện tại

	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF)	725,095	585,142	605,246
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g) (%)			2%
Giá trị dài hạn			4,403,300
Dòng tiền tương lai	725,095	585,142	5,008,546
Giá trị hiện tại	725,095	504,345	3,720,871
Giá trị của doanh nghiệp	4,950,311		
- Tổng nợ	(51,533)		
+ Tiền/tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn	1,282,942		
Giá trị vốn CSH	6,181,721		
Số cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	81.9		
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (đồng/cp) (cuối năm 2023)	75,500		

Nguồn: HSC

Bảng 18: Phân tích độ nhạy đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, BMP

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	Lãi suất phi rủi ro					
		4.0%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%
	1.0%	75,900	74,100	72,500	70,900	69,500
	1.5%	77,600	75,700	73,900	72,300	70,800
	2.0%	79,400	77,400	75,500	73,800	72,100
	2.5%	81,400	79,200	77,200	75,300	73,600
	3.0%	83,500	81,200	79,000	77,000	75,100

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

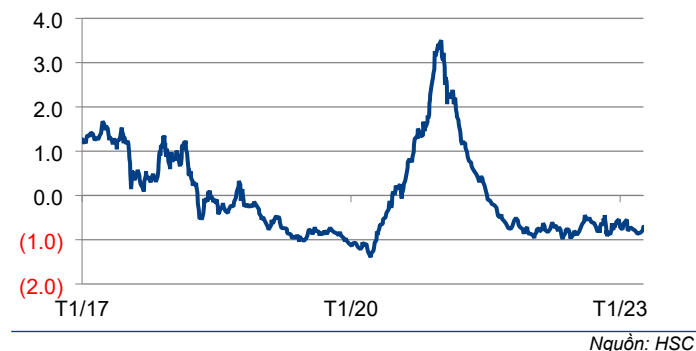
BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,5 lần, thấp hơn 0,7 lần độ lệch chuẩn (25,7%) so với mức bình quân trong quá khứ là 10,1 lần (tính từ tháng 1/2017).

Bảng 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, BMP

BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 7,5 lần ...

**Bảng 20: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BMP**

... thấp hơn 0,7 lần độ lệch chuẩn (25,7%) so với mức bình quân trong quá khứ là 10,1 lần



BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Doanh thu	4,553	5,808	5,726	6,184	6,802
Lợi nhuận gộp	704	1,608	1,562	1,695	1,815
Chi phí BH&QL	(369)	(632)	(641)	(724)	(762)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	335	975	920	971	1,053
Lãi vay thuần	(65.4)	(102)	(78.3)	(99.3)	(120)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	2.31	(3.76)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(3.61)	3.26	3.21	3.47	3.82
LNTT	268	873	845	875	937
Chi phí thuế TNDN	(53.8)	(176)	(169)	(175)	(187)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	214	696	676	700	749
Lợi nhuận thuần ĐC	214	696	676	700	749
EBITDA ĐC	526	1,146	1,098	1,163	1,260
EPS (đồng)	2,619	8,505	8,259	8,555	9,155
EPS ĐC (đồng)	2,619	8,505	8,259	8,555	9,155
DPS (đồng)	2,600	8,400	8,000	8,500	8,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Tiền & tương đương tiền	173	327	424	383	258
Đầu tư ngắn hạn	815	997	859	742	680
Phải thu khách hàng	370	279	314	343	384
Hàng tồn kho	619	571	573	649	748
Các tài sản ngắn hạn khác	31.5	36.0	35.5	38.3	42.2
Tổng tài sản ngắn hạn	2,008	2,209	2,205	2,156	2,113
TSCĐ hữu hình	393	386	413	447	488
TSCĐ vô hình	9.33	7.20	12.5	14.1	16.7
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	42.0	2.00	2.00	2.00	2.00
Đầu tư vào Cty LD,LK	69.7	65.6	65.6	65.6	65.6
Tài sản dài hạn khác	316	370	401	433	476
Tổng tài sản dài hạn	830	831	894	961	1,048
Tổng cộng tài sản	2,838	3,040	3,099	3,118	3,161
Nợ ngắn hạn	57.3	55.2	51.5	49.5	54.4
Phải trả người bán	200	85.2	208	224	249
Nợ ngắn hạn khác	232	188	186	200	220
Tổng nợ ngắn hạn	523	396	513	542	592
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	545	416	513	562	612
Vốn chủ sở hữu	2,293	2,623	2,566	2,555	2,549
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,293	2,623	2,566	2,555	2,549
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,838	3,040	3,099	3,118	3,161
BVPS (đ)	28,017	32,046	31,344	31,215	31,138
Nợ thuần/(tiền mặt)	(116)	(272)	(373)	(334)	(204)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
EBIT	335	975	920	971	1,053
Khấu hao	(191)	(170)	(178)	(192)	(207)
Lãi vay thuần	(65.4)	(102)	(78.3)	(99.3)	(120)
Thuế TNDN đã nộp	(55.2)	(131)	(169)	(175)	(187)
Thay đổi vốn lưu động	(369)	30.7	211	14.4	(125)
Khác	130	121	178	192	207
LCT thuần từ HKKD	(30.7)	889	1,066	907	831
Đầu tư TS dài hạn	(159)	(161)	(211)	(227)	(251)
Góp vốn & đầu tư	(1,390)	(974)	(138)	(117)	(61.8)
Thanh lý	1,750	817	0	0	0
Khác	90.2	51.2	63.0	53.3	47.6
LCT thuần từ HĐĐT	291	(266)	(285)	(291)	(265)
Cổ tức trả cho CSH	(285)	(467)	(679)	(655)	(696)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1.96	(2.11)	(3.63)	(2.06)	4.95
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(283)	(469)	(683)	(657)	(691)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	196	173	327	424	383
LCT thuần trong kỳ	(22.8)	154	97.1	(41.0)	(125)
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.02)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	173	327	424	383	258
Dòng tiền tự do	(190)	728	855	679	580

Các chỉ số tài chính	12-21A	12-22A	12-23F	12-24F	12-25F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	15.5	27.7	27.3	27.4	26.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	11.6	19.7	19.2	18.8	18.5
Tỷ suất LNT (%)	4.71	12.0	11.8	11.3	11.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	20.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.84)	27.6	(1.42)	8.00	10.0
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(42.0)	118	(4.12)	5.90	8.34
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(59.0)	225	(2.89)	3.58	7.01
Tăng trưởng EPS (%)	(59.0)	225	(2.89)	3.58	7.01
Tăng trưởng DPS (%)	(58.9)	223	(4.76)	6.25	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	99.3	98.8	96.9	99.4	92.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	9.00	28.3	26.1	27.4	29.4
ROACE (%)	13.9	39.3	35.2	37.6	40.9
Vòng quay tài sản (lần)	1.55	1.98	1.87	1.99	2.17
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(0.09)	0.91	1.16	0.93	0.79
Số ngày tồn kho	58.7	49.6	50.2	52.8	54.8
Số ngày phải thu	35.1	24.2	27.5	27.9	28.1
Số ngày phải trả	18.9	7.40	18.3	18.3	18.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(4.46)	(10.2)	(14.4)	(12.9)	(7.84)
Nợ/tài sản (%)	2.49	1.93	1.77	1.70	1.85
EBIT/lãi vay (lần)	5.12	9.53	11.8	9.78	8.76
Nợ/EBITDA (lần)	0.13	0.05	0.05	0.05	0.05
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.84	5.57	4.30	3.98	3.57
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.92	0.67	0.68	0.66	0.62
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.99	3.37	3.55	3.49	3.37
P/E (lần)	23.9	7.37	7.59	7.33	6.85
P/E ĐC (lần)	23.9	7.37	7.59	7.33	6.85
P/B (lần)	2.24	1.96	2.00	2.01	2.01
Lợi suất cổ tức (%)	4.15	13.4	12.8	13.6	13.6

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. 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 có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. 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 tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

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 có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. 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.

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. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính 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.

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 hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. 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 Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



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