

DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ (04.2020)



Ngành nào ngược sóng?

TRIỂN VỌNG NGÀNH & DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ (04.2020)

NHÓM CỔ PHIẾU PHÒNG THỦ & ỔN ĐỊNH

- ❑ Việc thế giới suy thoái do tác động của dịch Covid – 19 đã thúc đẩy việc giảm mạnh giá nhiều nguyên liệu sản xuất như dầu mỏ, khí tự nhiên, kim loại, ... Điều này đã vô tình giúp một số ngành được hưởng lợi nhờ giảm chi phí sản xuất như nhựa & phân bón. Trong số này, nhóm các doanh nghiệp có đầu ra ổn định, ít hoặc không bị ảnh hưởng lớn trong hoạt động kỳ vọng sẽ thu hút dòng tiền thị trường hơn khi thị trường giảm mạnh làm cổ phiếu trở nên hấp dẫn.
- ❑ Ngoài ra, nhóm nhiệt điện & dược phẩm là những nhóm ngành kỳ vọng kết quả khả quan trong năm 2020 khi vẫn kỳ vọng có sự tăng trưởng nhất định về doanh thu và lợi nhuận.
- ❑ Mặc dù, VN-Index có phục hồi ngắn hạn nhưng **chúng tôi vẫn đánh giá thị trường chung tiềm ẩn rủi ro cao với biến động mạnh trước áp lực suy thoái toàn cầu** sẽ tác động tiêu cực lên nền kinh tế thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng trong ít nhất quý 1 và 2. Báo cáo kết quả kinh doanh chung của hầu hết các doanh nghiệp niêm yết trong quý 1 và đặc biệt là quý 2 dự báo sẽ không tích cực.

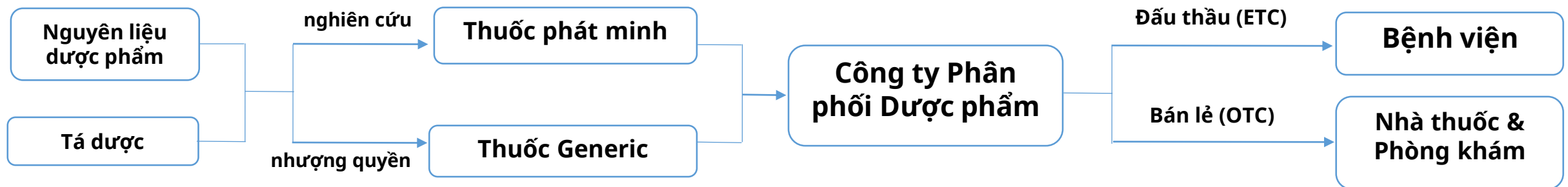
TRIỂN VỌNG NGÀNH & DANH MỤC KHUYẾN NGHỊ

Mã	Ngành	Giá đóng cửa (10/04//2020)	KLGD trung bình 20 ngày	Vốn hóa	EPS forward 2020	P/E forward 2020	P/BV	ROE 2019	Mức độ biến động giá
IMP	Dược phẩm	48,800	82,406	2,642	3,933	12.4	1.6	9.3%	Thấp
PME	Dược phẩm	57,000	16,647	3,976	5,619	10.1	2.2	18.0%	Thấp
HND	Nhiệt điện	15,800	105,399	8,350	2,416	6.5	1.2	7.8%	Thấp
POW	Nhiệt điện	8,530	4,233,103	23,208	1,175	7.3	0.7	7.8%	Trung bình
NT2	Nhiệt điện	18,400	434,587	5,916	2,241	8.2	1.3	19.1%	Thấp
DPM	Phân bón	13,700	1,097,249	4,598	1,687	8.1	0.7	3.7%	Trung bình
DCM	Phân bón	6,400	766,914	3,071	680	9.4	0.6	5.5%	Thấp
BMP	Nhựa xây dựng	39,600	197,216	3,397	5,412	7.3	1.3	16.5%	Trung bình
AAA	Bao bì nhựa	10,650	1,693,222	2,097	2,079	5.1	0.7	17.1%	Thấp

ĐIỂM NHẤN NGÀNH DƯỢC PHẨM

- ✓ Ngành dược phẩm là một ngành kỳ vọng vẫn duy trì sức tăng trưởng trong năm 2020 nói riêng, cũng như các năm tới: 1) ngành thiết yếu của cuộc sống không thể thay thế, đặc biệt trong mùa dịch; 2) chi tiêu thuốc đầu người kỳ vọng duy trì mức tăng trưởng trung bình 8,8%/năm trong giai đoạn 2018 – 2028; 3) dự kiến các doanh nghiệp đang và sẽ tham gia đấu thầu thuốc nhóm 1&2 nhờ đạt chuẩn công nghệ EU-GMP hoặc PIC/s sẽ có nhiều cơ hội tăng trưởng. Điều này sẽ kéo theo sự phân hóa tăng trưởng rõ nét trong ngành; 4) nhóm dược cơ cấu tài chính ổn định, khả năng vượt khủng hoảng cao.
- ✓ Cổ phiếu khuyến nghị: **IMP, PME**

Lưu đồ tổng quan sản xuất thuốc

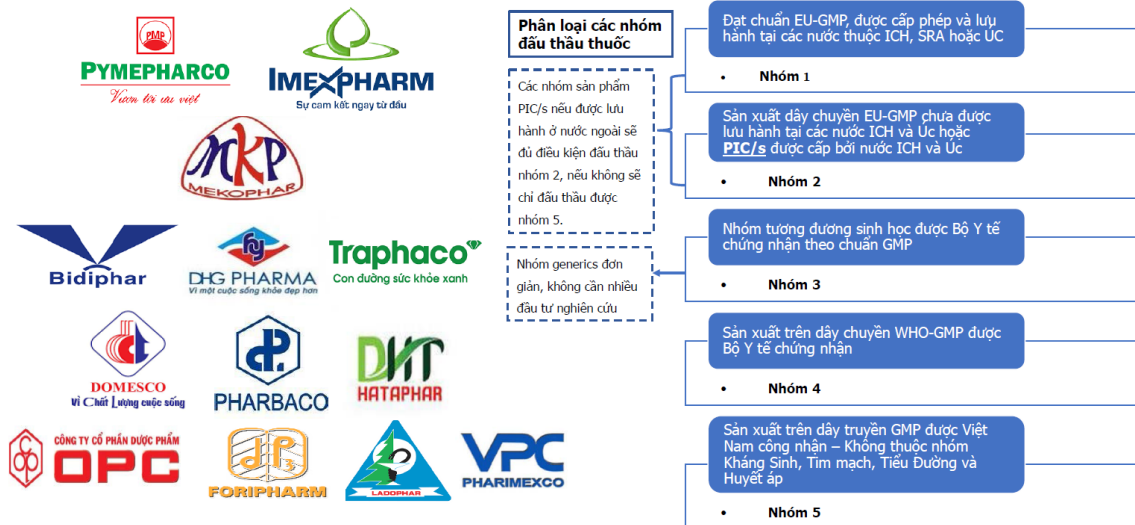


Source: Mirae Asset Vietnam

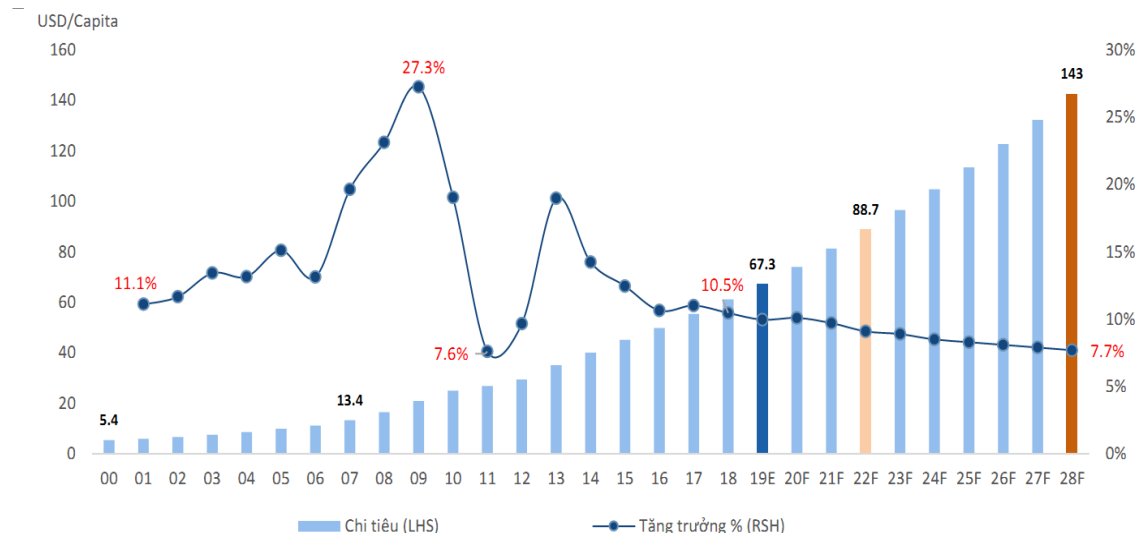
ĐIỂM NHẤN NGÀNH DƯỢC PHẨM

- Tăng trưởng chi tiêu Dược phẩm trong giai đoạn 2018 - 2028F dự phóng đạt tốc độ tăng trưởng CAGR 8.8%/năm. Chúng tôi dự phóng mức chi tiêu cho Dược phẩm trong năm 2019 và 2020F vẫn duy trì ở quanh mức 10%, lần lượt đạt 67,3 USD/người (+10% yoy) và 74,1 USD/người (+9.7% yoy). Tuy nhiên, từ năm 2021 chi tiêu cho Dược phẩm có sự tăng trưởng chậm dần do tỷ lệ BHYT đã phủ trên 88% dân số, và đạt mức 79,8 USD/người (+7.7% yoy).
- Thông tư 15/2019/TT-BYT ưu tiên các dòng thuốc EU-GMP và PIC/s. Chúng tôi đánh giá việc thay đổi chính sách đấu thầu, bắt nguồn từ dự thảo thông tư 02/2016/TT-BYT đã thay đổi cơ bản khả năng đấu thầu của các công ty Dược nội địa. Với chính sách đấu thầu mới, các công ty có nhà máy EU-GMP và PIC/s đã được đưa lên nhóm 1 & 2 với giá đầu thầu cao hơn các nhóm 3,4 và 5 từ 20%-100%. Trong đó, chúng tôi nhận thấy chỉ có ba công ty có khả năng cạnh tranh với các công ty Dược nước ngoài khác, bao gồm Pymepharco (Hose: PME), Imexpharm (Hose: IMP) và Mekophar (Upcom: MKP).

Phân loại nhóm đầu thầu thuốc



Dự phóng chi tiêu cho thuốc trên đầu người Việt Nam (USD/người)



Công ty Cổ phần Dược phẩm IMEXPHARM (IMP)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



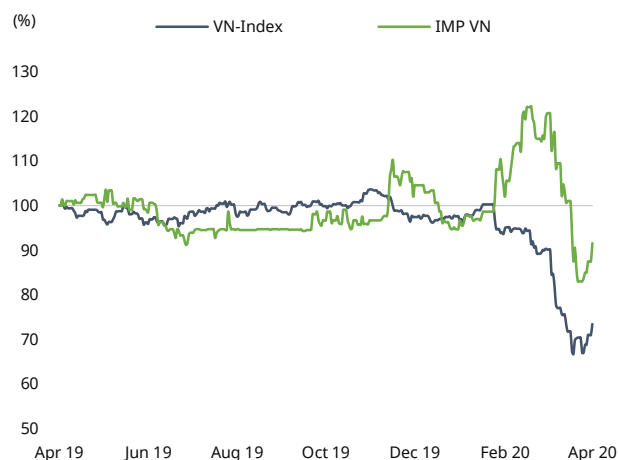
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	194
P/B	1.6
Tăng trưởng EPS (20F, %)	36.0
P/E (20F, x)	12.4

Vốn hoá (tỷ đồng)	2,292
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	49
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	47.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	49.0
Beta (12M)	0.5
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	39,150
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	64,900

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-24.2	-7.2	-8.5
Tương đối	-5.6	19.3	18.1

Điểm nhấn đầu tư

- Hai nhà máy EU-GMP sản xuất biệt Dược và thuốc đặc trị đưa vào thử nghiệm nửa đầu năm 2019, qua đó nâng tổng số nhà máy EU-GMP lên 3 nhà máy với 5 dây chuyền. Chúng tôi ước tính tổng công suất thuốc thiết kế của 5 nhà máy IMP vào năm 2021 đạt 2.5 tỷ viên nang và 70 triệu đơn vị thuốc đặc trị.
- Đưa vào sử dụng hai nhà máy EU-GMP vào nửa đầu năm 2020: toàn bộ dây chuyền EU-GMP ở hai nhà máy Vĩnh Lộc và Bình Dương sẽ bắt đầu quá trình chạy thử và đăng ký xét duyệt. Các sản phẩm chất lượng cao của IMP đã được xếp vào nhóm 2 khi đấu thầu, hiện tại đã có một sản phẩm đủ chuẩn đấu thầu nhóm 1 và dự kiến số lượng sản phẩm nhóm 1 sẽ tăng lên thành 3 đến 4 sản phẩm trong năm 2022. Việc triển khai thêm các dây chuyền mới sẽ tạo động lực đa dạng hóa sản phẩm thuốc kháng sinh và nội tạng của IMP. Qua đó, chúng tôi dự đoán doanh thu của Imexpharm sẽ tăng trưởng từ 18% trong giai đoạn 2021-2023, và đạt mức tăng trưởng 15%/y-o-y trong các năm sau. Trong đó hai nhà máy EU-GMP mới dự kiến đóng góp 30% tổng doanh thu và 27% LNST của doanh nghiệp vào năm 2022, tương ứng lần lượt là 772 tỷ đồng và 51.7 tỷ đồng.
- Chiến lược phát triển khác biệt. Imexpharm chọn con đường phát triển thuốc kháng sinh và đặc trị với chất lượng cao nhất. Hiện tại, các đối thủ cùng ngành trừ Pympharco đều sử dụng các nhà máy với tiêu chuẩn WHO-GMP, và chịu sự cạnh tranh gay gắt từ các doanh nghiệp dòng thuốc giá rẻ khác. Với định hướng nhắm đến xuất khẩu và các sản phẩm chất lượng cao, mang lại lợi nhuận lớn, Imexpharm đã chọn con đường sản xuất tiêu chuẩn EU-GMP ngay từ những năm 2012 - 2013. Ước tính lợi thế về công nghệ và quy mô sẽ duy trì trong ít nhất nửa thập kỷ tới, với tổng công suất dự phóng đạt 2.5 tỷ viên nang và 70 triệu đơn vị thuốc đặc trị (Dự kiến đứng thứ 4 về quy mô thuốc nhóm 1 & 2 tại Việt Nam).
- Thị trường ETC có nhiều cơ hội: Nhờ TT 10/2016/TT-BYT, số lượng thuốc trúng thầu đã mở lên 640 loại. Nếu tính cả 2 dây chuyền EU-GMP đang chuyển đổi, chúng tôi ước tính IMP hoàn toàn có khả năng sản xuất thêm 500 triệu viên nang và 50 triệu đơn vị thuốc đặc trị để bổ sung vào danh sách đấu thầu. Chúng tôi cho rằng với hai nhà máy mới, tỷ trọng doanh thu ETC/OTC của IMP là 40/60, tương ứng 644 tỷ đồng/967 tỷ đồng vào năm 2022.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH CỰC** đối với cổ phiếu IMP. Lợi nhuận của công ty ước tính tăng trưởng mạnh từ năm 2020 dựa trên: (i) Động lực từ hai nhà máy EU-GMP, giúp đa dạng hơn về sản phẩm và tăng công suất; (ii) Chiến lược sản xuất khác biệt, tạo vị thế riêng; (iii) Tình hình tài chính vững mạnh, kênh bán hàng ETC.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	964	1,010	1,165	1,185	1,402	1,555
LNHĐKD	117	130	141	169	203	230
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	12.2	12.9	12.1	14.3	14.5	14.9
Lãi ròng	93	101	117	139	162	194
EPS (VND)	2,057	2,299	2,091	2,524	2,892	3,933
ROE (%)	9.3	9.7	8.9	8.6	9.3	10.2
P/E (x)	22.7	20.4	22.2	18.4	16.1	12.4
P/B (x)	2	2.4	1.6	1.5	1.5	1.5
Cổ tức/thị giá (%)	4.8	3.4	0.8	0.7	4.2	3.1

Nguồn: Bloomberg

Mirae Asset Vietnam Research

Công ty Cổ phần Pymepharco (PME)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



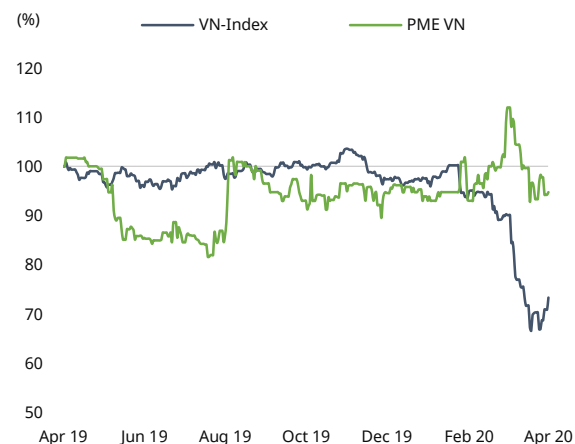
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	422
P/B	2.2
Tăng trưởng EPS (20F, %)	32.1
P/E (20F, x)	10.1

Vốn hoá (tỷ đồng)	4,051
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	75
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	25.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	62.1
Beta (12M)	0.4
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	44,700
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	64,400

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-15.4	2.3	-5.3
Tương đối	3.2	28.8	21.4

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu và lợi nhuận của PME trong năm FY19 đã tăng trưởng, lần lượt đạt 1,847 tỷ đồng (+10.3% YoY) và 321 tỷ đồng (+3.7% YoY). Chúng tôi cho rằng đây là KQKD rất tích cực trong bối cảnh các sản phẩm kháng sinh nhóm Betalactam và Cephalosporin của PME đang chịu cạnh tranh gay gắt. Chúng tôi ước tính doanh thu mảng thuốc tương đương sinh học tăng trưởng mạnh nhất, đạt 462 tỷ đồng (+23.6% YoY)
- Nhà máy Hoàng Văn Thụ hoạt động từ quý 2/2020. Đây là nhà máy thứ hai của PME, công suất 1.2 tỷ viên/năm. Đây là nhà máy chuyên về các dòng sản phẩm Non-Betalactam, qua đó giúp PME hoàn thiện chuỗi giá trị của mình. Chúng tôi dự phóng doanh thu PME năm 2020 và 2021 lần lượt đạt 2,224 tỷ đồng (+20.4% YoY) và 2,502 tỷ đồng (+12.5% YoY). Trong đó, doanh thu đóng góp của nhà máy Hoàng Văn Thụ tương đương 266.6 tỷ đồng (11.8% Doanh thu 2020) và 471 tỷ đồng (+76% YoY; 18.5% Doanh thu 2021).
- Stada tiếp tục chuyển giao các dòng thuốc kháng sinh cho PME. Từ năm 2021, Stada sẽ rút khỏi liên doanh Việt Nam. Hiện nay, Stada đang dự kiến chuyển giao thêm 12-15 dòng sản phẩm cho nhà máy Hoàng Văn Thụ và nhà máy thuốc tiêm. Qua đó, chúng tôi dự phóng doanh thu dòng sản phẩm tương đương sinh học trong năm 2020 và 2021 lần lượt đạt 580 tỷ đồng (+25.7% YoY) và 668 tỷ đồng (+15.4% YoY). Đồng thời, chúng tôi nâng cao dự phóng tỷ trọng dòng thuốc ETC/Doanh thu năm 2020 và 2021 lần lượt đạt 55% và 58% so với mức 53% năm 2019.
- Chúng tôi dự phóng doanh thu và lãi ròng năm 2020 của PME ước đạt 2.224 tỷ và 421,5 tỷ đồng, lần lượt tăng 20,4% và 31,3% cùng kỳ: 1) dòng thuốc kháng sinh và tương đương sinh học được đưa vào đấu thầu ETC nhóm 1 & 2; 2) mảng sản phẩm tương đương sinh học kỳ vọng tăng 25,7%YoY, đạt 580 tỷ đồng nhờ Stada chuyển giao thêm 12-15 dòng sản phẩm cho nhà máy Hoàng Văn Thụ và nhà máy thuốc tiêm. EPS forward 2020 ước đạt 5619 đ/cp, tương ứng P/E forward 2020 đạt 10,1 lần. Đây là mức P/E hấp dẫn so với ngành cũng như là mức thấp nhất kể từ khi chào sàn của PME.
- Chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị TÍCH CỰC cho cổ phiếu PME dựa trên các luận điểm: (i) Nhà máy dược Hoàng Văn Thụ sẽ hoàn tất giai đoạn thử nghiệm và vận hành chính thức từ FY20 (ii) Dòng tiền HĐKD được cải thiện mạnh nhờ tiết giảm chi phí khoản phải thu (iii) Các dòng thuốc kháng sinh Non-betalactam EU-GMP sẽ được đưa vào sản xuất.

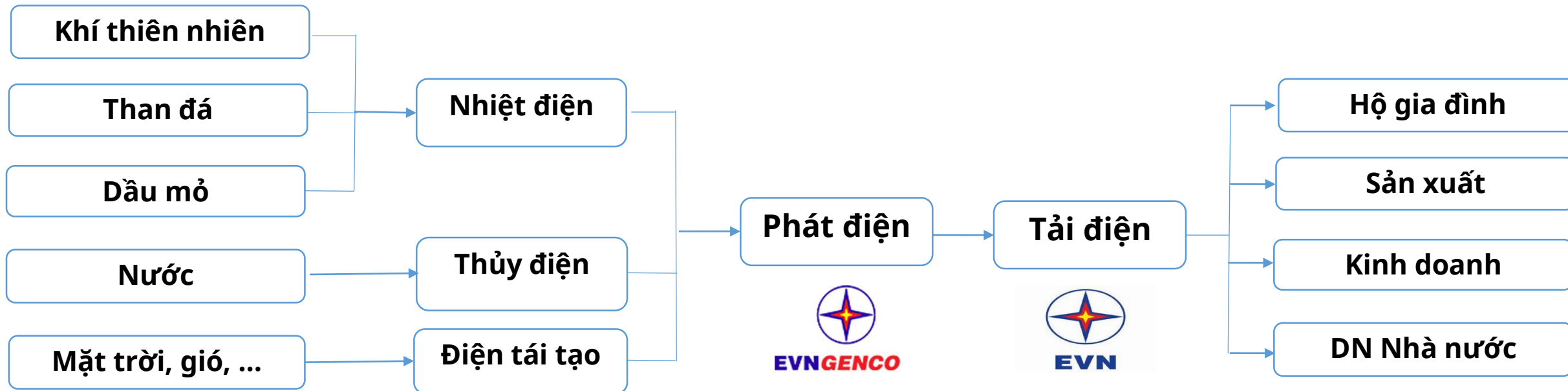


(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	1,309	1,508	1,622	1,675	1,847	2,224
LNHĐKD	234	284	330	360	400	523
Tỷ lệ LNHHĐKD (%)	17.8	18.8	20.3	21.5	21.6	23.5
Lãi ròng	184	239	286	309	321	422
EPS (VND)	4,939	4,466	4,334	4,084	4,252	5,619
ROE (%)	20.0	19.7	19.3	18	17.1	18.9
P/E (x)	10.9	12.1	12.5	13.2	12.7	10.1
P/B (x)	2.3	2.3	2.5	2.3	2.1	2.1
Cổ tức/thị giá (%)	#N/A	#N/A	#N/A	1.4	3.7	3.5

ĐIỂM NHẤN NGÀNH NHIỆT ĐIỆN

- ✓ Ngành nhiệt điện kỳ vọng vẫn là một ngành duy trì được nhịp tăng trưởng, ngay cả trong giai đoạn khó khăn của mùa dịch nhờ: 1) sản lượng điện 3 năm mới kỳ vọng đạt mức tăng trưởng 9,7%/năm; 2) hiện tượng El Nino tạo áp lực khiến nhiệt điện phải tăng cường công suất để hỗ trợ; 3) giá bán điện bình quân vẫn tiếp tục duy trì mức tăng liên tiếp trong 10 năm trở lại đây; 4) năm 2020 kỳ vọng ngành điện vẫn tăng trưởng sản lượng điện dương bất chấp dịch bệnh.
- ✓ Cổ phiếu khuyến nghị: **HND**, **POW**, & **NT2**

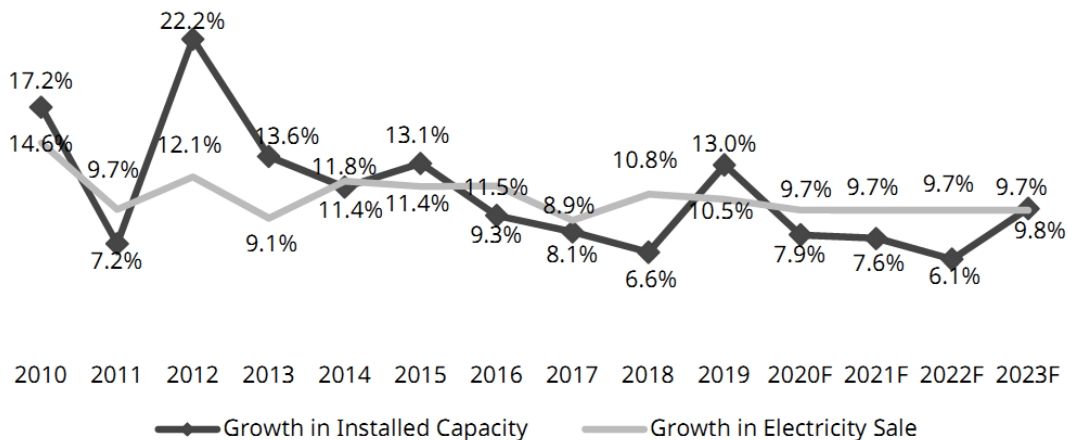
Lưu đồ tổng quan sản xuất một số sản phẩm nhựa



ĐIỂM NHẤN NGÀNH NHIỆT ĐIỆN

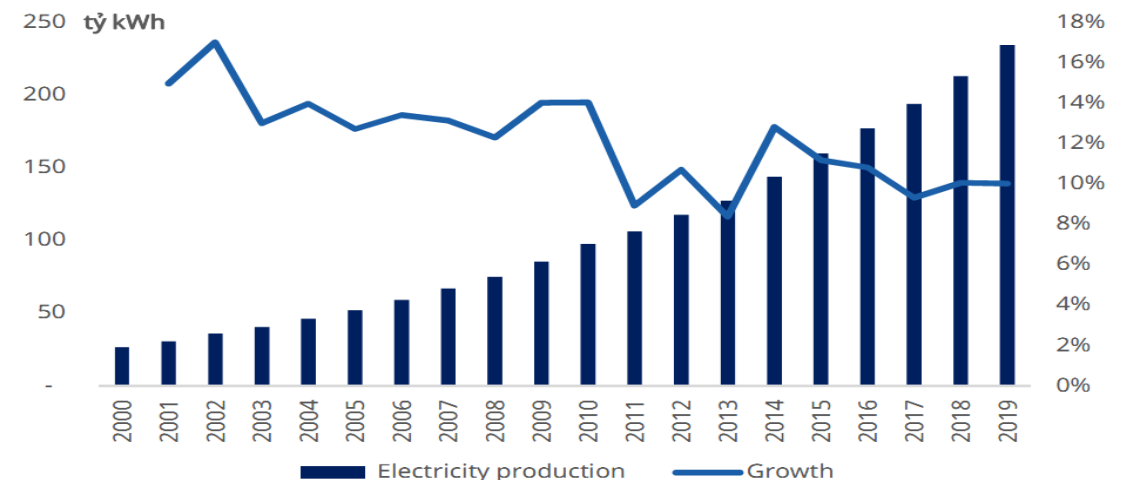
- Ngành sản xuất điện được đánh giá là ngành tương đối an toàn và ổn định. Trong 20 năm trở lại đây, sản lượng điện của Việt Nam chưa bao giờ tăng trưởng dưới 8%/năm, ngay cả trong hai cuộc khủng hoảng (bong bóng dotcom và khủng hoảng tài chính).
- Chúng tôi dự phóng nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng trung bình 9.7%/năm trong vòng 3 năm tới, trong khi tăng trưởng công suất lắp đặt chỉ đạt trung bình 6.9%/năm. Điều này dẫn tới khả năng thiếu hụt nguồn cung trong những năm tới đang ngày một rõ ràng hơn.
- Hiện tượng El Nino trong năm 2019 khiến các hồ thủy điện trên toàn quốc không tích trữ đủ nước vào cuối năm 2019, dẫn đến sang nửa đầu 2020, các nhà máy thủy điện không có đủ lượng nước để phát điện. Tuy nhiên, sự sụt giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện, thay vì có thể giúp các nhà máy nhiệt điện tăng sản lượng, có thể sẽ chỉ giúp bù đắp phần nhu cầu sụt giảm do đại dịch COVID-19.

Tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện và tăng trưởng công suất lắp đặt



Nguồn: MoIT, EVN, MAS Vietnam Research

Sản lượng điện sản xuất của Việt Nam



Nguồn: EVN, MAS Vietnam Research

CTCP Nhiệt điện Hải Phòng (HND)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



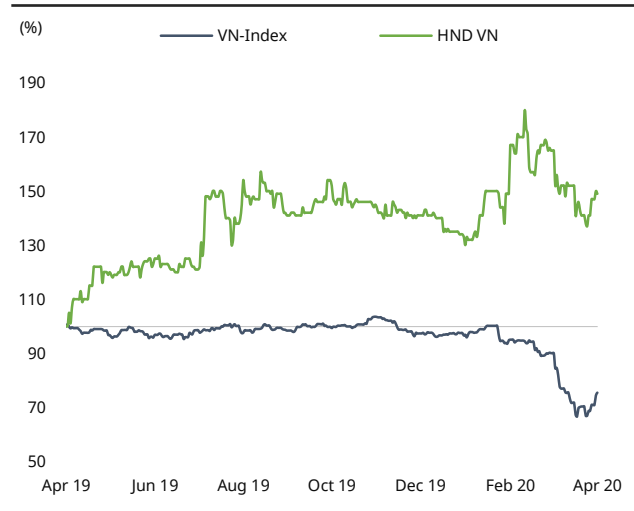
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	1,343
P/B	1.3
Tăng trưởng EPS (20F, %)	30.2
P/E (20F, x)	5.7

Vốn hoá (tỷ đồng)	7,450
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	500
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	100.0
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	0.0
Beta (12M)	0.5
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	10,000
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	18,000

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-9.7	2.8	49.0
Tương đối	6.5	27.1	74.1

Điểm nhấn đầu tư

- HND hiện đang vận hành hai nhà máy nhiệt điện than, với tổng công suất lắp đặt 1,200MW, đặt tại Hải Phòng. Hai nhà máy điện được đưa vào hoạt động từ năm 2011 và 2014, với tổng mức đầu tư 24 nghìn tỷ VND, và đặt mục tiêu mỗi năm sẽ sản xuất 7.2 tỷ kWh cung cấp cho lưới điện quốc gia.
- Theo dự phóng của chúng tôi, thiếu hụt nguồn cung trong ngành điện sẽ kéo dài trong ít nhất 3 năm tới. Đây sẽ là yếu tố hỗ trợ chính cho các công ty phát điện như HND trong trung hạn.
- HND có dòng tiền ổn định, và tình hình tài chính lành mạnh. Đây là kết quả của quá trình giảm đòn bẩy mất nhiều năm liền của công ty. Cùng với đặc điểm an toàn/phòng thủ của ngành điện, khiến công ty đặc biệt hấp dẫn trong giai đoạn kinh tế đầy bất ổn như hiện nay
- Các hồ thủy điện trên toàn quốc dự kiến sẽ tiếp tục thiếu nước cho đến hết nửa đầu 2020. Sự sụt giảm sản lượng điện của các nhà máy thủy điện trong thời gian trên, thay vì giúp các nhà máy nhiệt điện như HND tăng sản lượng, có thể chỉ đủ để bù đắp lượng nhu cầu giảm sút do đại dịch COVID-19
- Năm 2020, dự báo doanh thu và lãi ròng lần lượt 11.995 tỷ và 1.343 tỷ đồng, lần lượt tăng 6% và 14% cùng kỳ nhờ: 1) biên lợi nhuận cải thiện từ mức 15,5% lên 17,0% nhờ chi phí nguyên liệu giảm giá; 2) dư nợ vay giảm từ 5.398 tỷ xuống 3.655 tỷ, giúp cải thiện chi phí lãi vay.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	9,111	9,157	9,095	9,527	11,301	11,995
LNHĐKD	1,485	1,251	1,548	1,423	1,603	1,851
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	16.3	13.7	17.0	14.9	14.2	15.0
Lãi ròng	392	287	396	425	1,173	1,343
EPS (VND)	783	575	791	850	2,345	2,416
ROE (%)	7.5	6.0	8.0	7.8	19.7	19.0
P/E (x)	19.0	25.9	18.8	17.5	6.4	5.7
P/B (x)	1.5	1.6	1.4	1.3	1.2	1.2
Cổ tức/thị giá (%)	#N/A	2.1	5.3	1.7	3.7	5.4

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



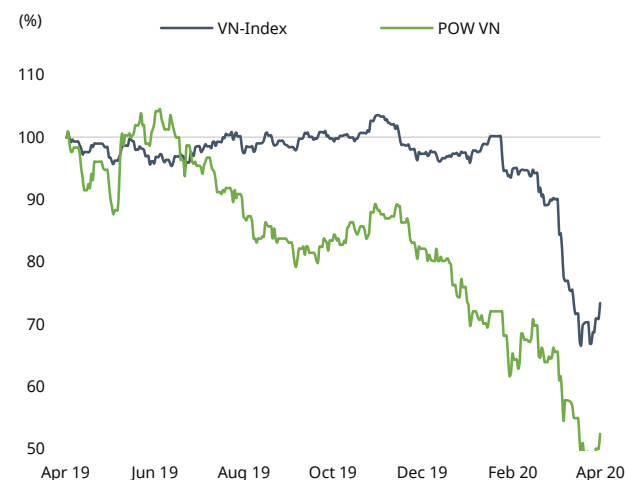
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	2,752
P/B	0.7
Tăng trưởng EPS (20F, %)	14.3
P/E (20F, x)	7.4

Vốn hoá (tỷ đồng)	18,899
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	2,342
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	87.9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	12.3
Beta (12M)	0.9
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	6,850
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	16,400

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-20.1	-37.2	-47.6
Tương đối	-1.6	-10.7	-21.0

Điểm nhấn đầu tư

- POW hiện sở hữu 09 nhà máy điện, trong đó 08 nhà máy dưới hình thức công ty con và 01 nhà máy sở hữu thông qua công ty liên kết. Tổng công suất thiết kế của các nhà máy này đạt 4.208 MW, chiếm 9,4% tổng công suất phát điện của Việt Nam.
- Năm 2019, doanh thu thuần và lãi ròng công ty thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 35.374 tỷ và 2.510 tỷ đồng, lần lượt tăng 8,3% và 63,6% so với cùng kỳ nhờ: 1) sản lượng điện đạt 22,45 tỷ kw, tăng 3,9%YoY; 2) biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 13,0% lên mức 14,5% nhờ giá bán điện tốt hơn trong điều kiện thiếu hụt điện ở Việt Nam cũng như giá khí và than giảm.
- Việc các nhà máy thủy điện gặp nhiều khó khăn do ảnh hưởng của tác động El Nino là nhân tố hỗ trợ hoạt động của các doanh nghiệp nhiệt điện trong năm 2020 mặc dù dịch bệnh Corona có thể tác động làm tổng nhu cầu điện chung trong nền kinh tế tăng trưởng kém hơn mức tăng trưởng quanh 9% - 10% trong nhiều năm gần đây. 2 tháng đầu năm 2020, tiêu thụ điện toàn quốc đạt 36,2 tỷ kw, tăng 7,5% cùng kỳ.
- Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu điều chỉnh giảm liên tục từ mức 133% năm 2014 về còn 59% năm 2019. Tổng giá trị vay ngắn và dài hạn vào cuối năm 2019 ở mức 17.551 tỷ, trong đó hơn một nửa với giá trị vay bằng USD ở mức 8.537 tỷ đồng và 769 tỷ vay bằng EUR. Tỷ lệ nợ vay/vốn chủ sở hữu năm 2020 kỳ vọng giảm về 44%, tương ứng tổng giá trị nợ vay chỉ còn khoảng 13.300 tỷ. Chúng tôi dự báo chi phí lãi vay năm 2020 ở mức 913 tỷ, giảm 20,8% cùng kỳ. Tuy nhiên, dự báo lỗ chênh lệch tỷ giá có thể tăng thêm 63 tỷ so với giá trị cùng kỳ khi tỷ giá dự kiến biến động tăng trong năm 2020.
- Năm 2020, dự báo doanh thu và lợi nhuận ròng công ty mẹ lần lượt đạt 34.914 tỷ và 2.752 tỷ đồng, lần lượt giảm 1,3% và tăng 9,7% so với cùng kỳ: 1) sản lượng điện chỉ đạt 22,1 tỷ kw, giảm 1,6% cùng kỳ; 2) biên lợi nhuận cải thiện nhẹ từ 14,5% lên 14,8% nhờ sự tích cực về giá bán và giá khí đầu vào; 3) phần doanh thu tài chính tăng 5% cùng kỳ đạt 476 tỷ đồng, bên cạnh chi phí tài chính tài chính chung giảm 22,8% cùng kỳ; 4) thuế thu nhập doanh nghiệp POW vẫn đang được ưu đãi chủ yếu ở mức 10% cho dự án Vũng Áng 1, Nhơn Trạch 2, và Thủy điện Hủa Na.
- EPS forward 2020 ước đạt 1.176 tỷ đồng, tương ứng P/E forward 2020 ở mức 7 lần, thấp nhất kể từ khi chào sàn. Chúng tôi đánh TÍCH CỰC cho triển vọng POW. Tuy nhiên, áp lực rút ròng mạnh của khối ngoại tại POW từ khi chào sàn và đặc biệt trong 6 tháng gần đây đã ít nhiều ảnh hưởng khiến POW chịu áp lực giảm nhanh và hiện đang ở vùng giá thấp nhất kể từ khi chào sàn. Xu hướng ngắn hạn của cổ phiếu POW đang là giảm điểm.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	23,230	28,212	29,710	32,662	35,374	34,914
LNHĐKD	4,220	3,027	4,107	3,683	3,934	4,015
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	18.2	10.7	13.8	11.3	11.1	11.5
Lãi ròng	2,169	1,075	2,233	1,921	2,510	2,752
EPS (VND)	996	494	1,026	820	1,028	1,175
ROE (%)	11.6	4.5	9.1	7.8	9.4	9.9
P/E (x)	#N/A	16.3	7.9	10	7.9	7.4
P/B (x)	#N/A	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
Cổ tức/thị giá (%)	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	3.4

Nguồn: Bloomberg

Mirae Asset Vietnam Research

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



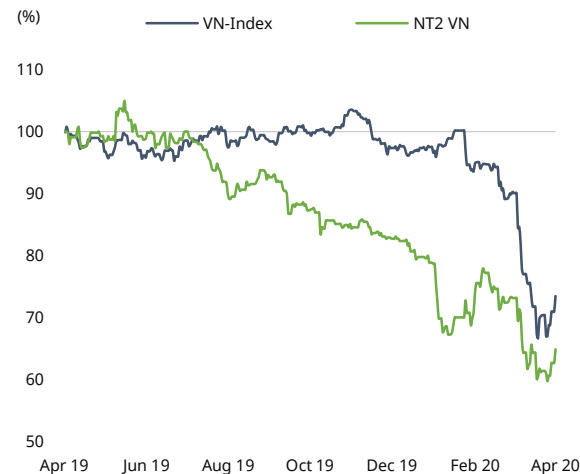
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	645
P/B	1.3
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-11.8
P/E (20F, x)	8.2

Vốn hoá (tỷ đồng)	5,081
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	288
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.3
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	17.5
Beta (12M)	0.7
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	16,000
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	28,950

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-2.9	5.6	14.7
Tương đối	-2.0	13.6	13.1

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu quý 4 giảm 6% YoY đạt 1,893 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế giảm 17% YoY đạt 210 tỷ đồng. Lũy kế cả năm 2019 doanh thu giảm 1% YoY đạt 7,653 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế giảm 3% YoY: 1) Giá vốn hàng bán tăng nguyên nhân đến từ giá dầu DO tăng mạnh trong năm vừa qua; 2) Chi phí lãi vay giảm mạnh (-17%) so với cùng kỳ; 3) Doanh nghiệp giảm các khoản mục nợ phải thu của khách hàng ngắn hạn xuống còn 1,354 tỷ (-45% YoY).
- NT2 sở hữu nhà máy điện Tuabin khí Chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 - công suất 750MW, có khả năng cung cấp lên lưới điện quốc gia 4,5 tỷ kWh/năm. Hoạt động sản xuất hằng năm của NT2 thường duy trì công suất trên 95%. Ngoài ra, NT2 cũng đã ký hợp đồng bán điện cho EVN trong vòng 10 năm.
- Rủi ro đến từ việc thiếu nguồn cung cấp khí sẽ ảnh hưởng tới hoạt động sản xuất kinh doanh của NT2 khi mà nguồn khí từ mỏ Bạch Hổ giảm và doanh nghiệp đang bổ sung khí từ mỏ Phong Lan Đại từ nửa cuối tháng 2/2019. Trong năm 2020, doanh nghiệp sẽ bổ sung thêm nguồn khí từ Sao Vàng- Đại Nguyệt, tuy nhiên nguồn khí này có giá cao hơn 30% so với nguồn khí hiện tại sẽ khiến cho biên lợi nhuận của doanh nghiệp có phần suy giảm.
- Giá bán điện khí cho EVN của NT2 quanh mức 1,600 đ/kWh cao hơn mức khoảng 1,400 đ/kWh của nhiệt điện và 1,000 đ/kWh của thủy điện. Vì vậy, EVN sẽ ưu tiên huy động nguồn điện có giá thành thấp như Thủy điện và nhiệt điện. Điện khí sẽ phụ thuộc nhiều vào điều kiện thủy văn và giá thành của những đơn vị phát điện khác.
- Hiện tại, NT2 không có kế hoạch đầu tư dự án mới hay tham gia góp vốn vào các dự án điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 và chỉ có kế hoạch trả nợ dài hạn và chi trả cổ tức cho nhà đầu tư. Vì vậy, sản lượng sản xuất của NT2 sẽ không có sự tăng trưởng trong tương lai và phụ thuộc nhiều vào giá điện theo hợp đồng đối với EVN. Còn đối với thị trường phát điện cạnh tranh thì hiện tại NT2 không tham gia được vì giá bán cao hơn mức trần quy định của nhà nước. Bên cạnh đó, kế hoạch trùng tu trong quý 1/2020, chúng tôi dự kiến có thể chuyển sang quý 2.
- Năm 2020, doanh thu và lãi ròng lần lượt đạt 7.262 tỷ và 645 tỷ đồng, giảm 5,1% và 14,5% so với cùng kỳ: 1) sản lượng điện dự kiến chỉ đạt khoảng 4.68 tỷ kw, giảm 5,4% cùng kỳ do dự kiến đại tu một tháng cũng như ưu tiên EVN sẽ tập trung mảng điện sản xuất giá thấp thay vì điện khí; 2) giá bán điện dự kiến gần tương đương năm 2019 đạt quanh 1.543 đ/Kw; 3) giá điện khí đầu vào năm 2020 kỳ vọng giảm năm 2019 sau khi đã tăng 3% chi phí năm 2019 khi giá dầu giảm mạnh sẽ đẩy nhanh tiến độ thương lượng giá đầu vào. EPS 2020 ước đạt 2.240 đ/cp, tương đương P/E quanh mức 8,2 lần, thấp hơn trung bình 5 năm gần đây. Cổ tức bằng tiền duy trì ở mức cao trên 20% bằng tiền, tương ứng cổ tức/thị giá đạt mức 11,2% trở lên. Chúng tôi đánh giá NT2 là cổ phiếu TÍCH CỰC mang tính phòng thủ cao, tuy nhiên rủi ro thị trường vẫn hiện hữu và NT2 vẫn suy giảm theo thị trường mặc dù mức độ giảm nhẹ hơn.

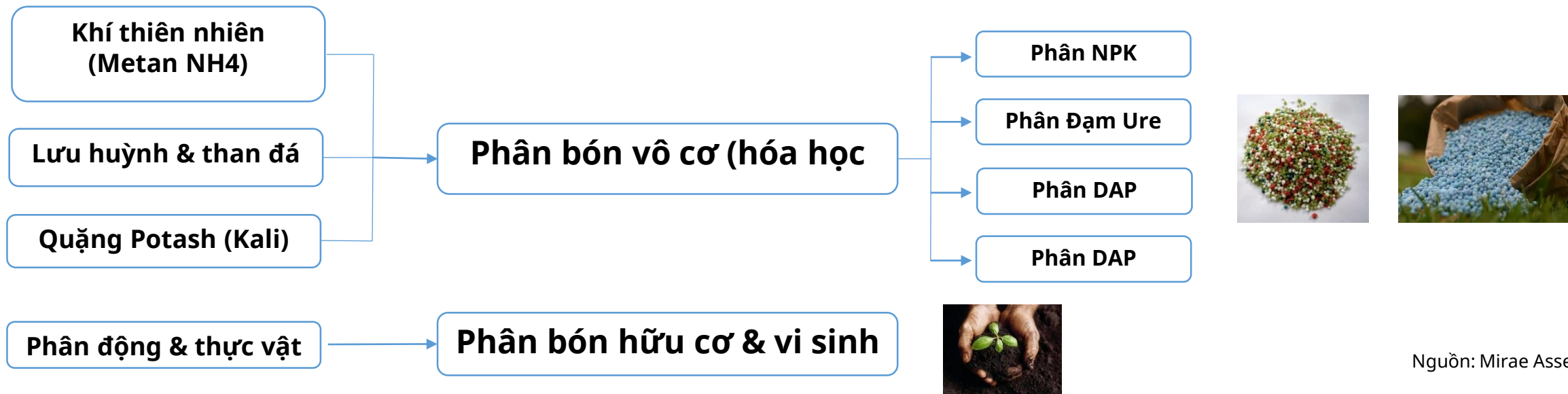


(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	6,729	7,983	6,761	7,670	7,654	7,262
LNHĐKD	1,495	1,295	1,279	914	888	813
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	22.2	16.2	18.9	11.9	11.6	11.2
Lãi ròng	1,142	1,086	810	782	754	645
EPS (VND)	3,937	3,740	2,768	2,618	2,540	2,241
ROE (%)	24.9	22.0	16.1	17.4	18.7	16.0
P/E (x)	4.5	7.1	11.9	9.1	8.3	8.2
P/B (x)	1.1	1	1	1.4	1.2	1.2
Cổ tức/thị giá (%)	3.4	1.8	3	3.7	4.6	5.4

ĐIỂM NHẤN NGÀNH PHÂN BÓN

- ✓ Ngành phân bón mặc dù vẫn còn khó khăn nhưng kỳ vọng vẫn có những câu chuyện riêng tích cực: 1) giá cổ phiếu đã điều chỉnh giảm mạnh khoảng 20% trong 6 tháng trở lại đây tạo nên vùng giá hấp dẫn hơn; 2) ngành phân bón thuộc chiến lược an ninh lương thực quốc gia nên sẽ đảm bảo được dư địa ổn định tương lai, đặc biệt trong giai đoạn dịch bệnh khi nhu cầu sản xuất lúa gạo, lương thực cần thiết khi thế giới đang thiếu lương thực; 3) ngành phân bón nhìn chung có tỷ lệ nợ vay rất thấp cùng cơ cấu tiền và tương đương tiền dồi dào tạo nền tảng vững chắc vượt qua khủng hoảng.
- ✓ Cổ phiếu khuyến nghị: **DPM** & **DCM**

Lưu đồ sản xuất ngành phân bón



Nguồn: Mirae Asset

ĐIỂM NHẤN NGÀNH PHÂN BÓN

- Ngành phân bón Việt Nam đang trong giai đoạn bão hòa khi tốc độ tăng trưởng tiêu thụ giai đoạn 2001 – 2015 chỉ đạt khoảng 2,5% - 3,9%/năm và giảm còn khoảng quanh 2% giai đoạn 2016 – 2019.
- Theo Bộ Công Thương, tiêu thụ phân bón năm 2019 đạt khoảng 11 triệu tấn, trong đó nhập khẩu hơn 3,7 triệu tấn chiếm 34% tổng tiêu thụ, trị giá 1.035 triệu USD. Trong các thị trường nhập khẩu, Trung Quốc chiếm tỷ trọng cao nhất với hơn 1,5 triệu tấn, trị giá 381 triệu USD, chiếm 40% về lượng và 36,8% về giá trị.
- Việc giá khí tự nhiên nói riêng cũng như các nguyên liệu khác giảm mạnh sẽ giúp biên lợi nhuận chung của ngành phân bón được cải thiện tích cực sau giai đoạn khó khăn.
- Tỷ lệ cổ tức/thị giá của nhóm ngành phân bón duy trì tích cực quanh mức 8% - 10% nhờ cơ cấu nợ thấp cũng như lượng tiền mặt dồi dào.

Biểu đồ giá tự nhiên Gasoline RBOB



Biểu đồ giá Potassium Chloride (KCL - Potash)



CTCP TCT Phân bón và Hóa chất Dầu khí (DPM)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	660
P/B	0.7
Tăng trưởng EPS (20F, %)	78.1
P/E (20F, x)	8.1

Vốn hoá (tỷ đồng)	4,931
-------------------	-------

SLCP đang lưu hành (triệu cp)	391
-------------------------------	-----

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	36.7
----------------------------------	------

Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	18.1
----------------------------	------

Beta (12M)	0.7
------------	-----

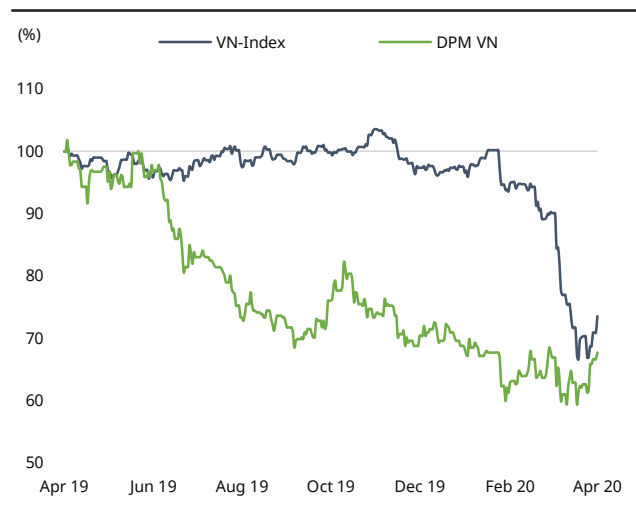
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	10,400
-----------------------------	--------

Giá cao nhất 52 tuần (VND)	19,100
----------------------------	--------

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	1.2	-14.6	-32.3
Tương đối	19.5	11.7	-5.8

Điểm nhấn đầu tư

- Năm 2019, doanh thu thuần và lãi ròng đạt 6.833 tỷ và 370 tỷ đồng, giảm lần lượt 26,1% và 47,1% so với cùng kỳ: 1) sản lượng Ure tiêu thụ chỉ đạt 691.000 tấn, giảm 14% cùng kỳ do việc bảo trì nhà máy mất hơn 2 tháng; 2) biên lợi nhuận gộp giảm mạnh từ 20,4% xuống 16,9% do chi phí gián vốn cao, thị trường có phần không thuận lợi.
- DPM đang sở hữu công suất thiết kế 540.000 tấn NH₃/năm; 800.000 tấn phân đạm/năm, và 250.000 tấn phân NPK/năm. Thị phần DPM đang chiếm khoảng 40% nhu cầu phân đạm trên toàn quốc năm 2019.
- Cổ tức DPM năm 2020 kỳ vọng đạt 10% bằng tiền, đây là mức cổ tức khả quan tương ứng cổ tức/thị giá ước đạt hơn 7%. DPM là doanh nghiệp có nền tảng tiền mặt dồi dào, cơ cấu nợ vay thấp.
- Năm 2020, nhà máy Ure của DPM dự kiến sẽ hoạt động đầy đủ công suất sau giai đoạn bảo dưỡng sửa chữa mất 72 ngày vào nửa đầu năm 2019. Đây là nhân tố kỳ vọng đột biến hơn trong sản lượng sản xuất trong năm 2020.
- Dự báo doanh thu và lãi ròng năm 2020 đạt 9.122 tỷ đồng và 660 tỷ đồng, lần lượt tăng 33,5% và 78,1% so với cùng kỳ: 1) sản lượng phân ure tiêu thụ ước đạt 801 ngàn tấn, tăng 13,1% cùng kỳ; 2) biên lợi nhuận cải thiện từ 16,9% lên 17,9% nhờ chi phí giá khí đầu vào giảm; 3) chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp dự kiến tăng 7%YoY ở mức 832 tỷ đồng do việc đẩy mạnh trở lại lượng hàng bán.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	9,765	7,925	7,996	9,297	7,684	9,122
LNHĐKD	1,804	1,161	670	801	432	584
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	18.5	14.7	8.4	8.6	5.6	6.4
Lãi ròng	1,488	1,141	694	700	378	660
EPS (VND)	3,295	2,452	1,532	1,551	947	1,687
ROE (%)	14.6	11.6	7.5	7.6	4.2	7.0
P/E (x)	3.9	5.1	8.2	8.1	14.6	8.1
P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Cổ tức/thị giá (%)	13.7	15.7	9.3	9.0	7.7	7.3

Công ty Cổ phần Phân bón Dầu khí Cà Mau (DCM)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	360
P/B	0.6
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-15.6
P/E (20F, x)	9.3

Vốn hoá (tỷ đồng)	3,039
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	529
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	24.4
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	1.8
Beta (12M)	0.7
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	5,090
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	9,150

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-6.1	-22.5	-37.0
Tương đối	12.3	3.8	-10.6

Điểm nhấn đầu tư

- Doanh thu năm 2019 tăng 5,3% so với năm 2018, lên 7.042 tỷ đồng, trong khi lợi nhuận sau thuế giảm đến 35% còn 429 tỷ đồng: 1) Doanh thu Ure chiếm tỷ trọng lớn (78%) tổng doanh thu, doanh thu còn lại đến từ phân bón kinh doanh, bao bì, ... ; 2) Giá khí chiếm 60% tổng giá thành sản phẩm điều này khiến cho chi phí giá vốn tăng mạnh khi giá dầu ở mức cao trong năm 2019 cũng như áp lực cạnh tranh vẫn cao làm cho biên lợi nhuận gộp của Đạm Cà Mau cũng giảm từ 21,5% năm 2018 xuống còn 13,6% năm 2019.
- Doanh thu quý 1/2020, DCM ước đạt 1,306 tỷ đồng (-12.5%) QoQ và lợi nhuận trước thuế ước đạt 64,69 tỷ đồng (-68% QoQ) tỷ đồng, hoàn thành lần lượt 22% và 118% theo kế hoạch năm 2020; 1) Sản lượng sản xuất ure đạt 230,49 nghìn tấn (+4.5%) QoQ; 2) biên lợi nhuận gộp quý 1/2019 lên đến 19,1% nhờ sự tích cực của chi phí giá vốn cũng như áp lực cạnh tranh.
- Những rủi ro của DCM trong giai đoạn 2020: 1) Hiện tượng ngập mặn diễn ra sớm hơn mọi năm và nồng độ nhiều hơn trước, thống kê trong 2 tháng đầu năm 2020 có khoảng 300,000 ha bị ảnh hưởng ngập mặn tại khu vực Đồng bằng Sông Cửu Long. Tác động ngập mặn ảnh hưởng tới nhu cầu sử dụng phân bón của người nông dân; 2) Trung Quốc là thị trường xuất khẩu nông sản lớn của Việt Nam, nhưng với diễn biến của dịch bệnh khiến việc xuất khẩu gặp khó khăn khiến cho cầu tiêu thụ phân bón có thể bị ảnh hưởng.
- Năm 2020 chúng tôi dự báo doanh thu DCM đạt 6,395 tỷ (-9,2%) YoY và lợi nhuận sau thuế đạt 360 tỷ (-15.5%); 1) Sản lượng sản xuất phân URE ước đạt 736 nghìn tấn (-6% YoY) và nhà máy phân NPK ước đạt sản xuất khoảng 100 nghìn tấn phân NPK do thời gian đưa vào vận hành sẽ trễ hơn so với dự kiến; 2) Giá khí giảm giúp cho biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 13,6% năm 2019 cải thiện nhẹ lên 14,2% trong năm 2020; 3) Chi phí tài chính ở mức 76,6 tỷ đồng, giảm 25,4% cùng kỳ. Hiện nay, giá của DCM ở quanh vùng giá thấp nhất kể từ khi niêm yết và đã giảm 40% từ vùng giá cao nhất năm 2019 theo đà giảm chung của thị trường. Chúng tôi kỳ vọng vào triển vọng trong dài hạn của DCM khi thị trường hồi phục.

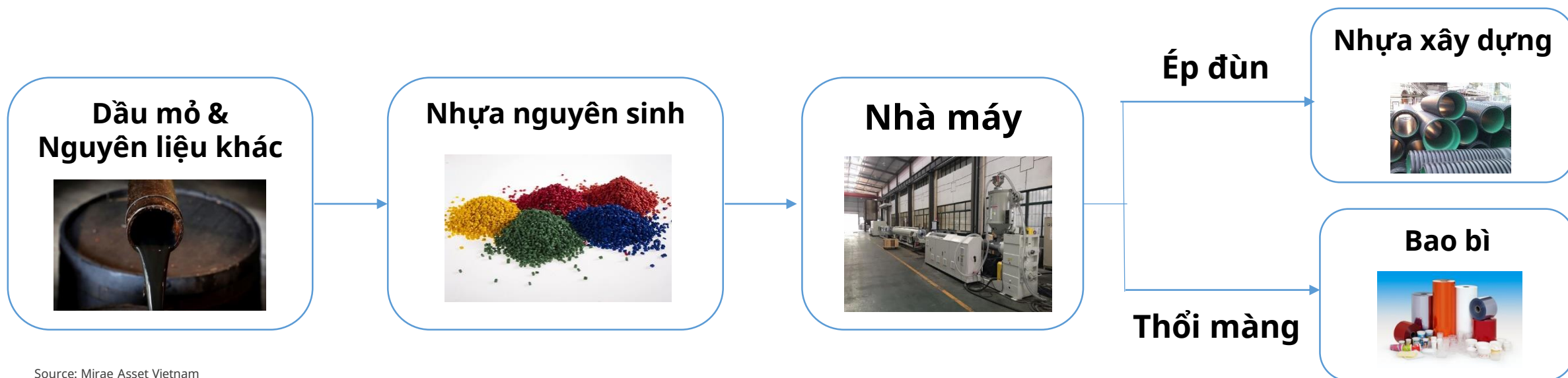


(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	6,002	4,910	5,748	6,689	7,043	6,395
LNHĐKD	915	784	710	781	394	377
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	15.2	16.0	12.4	11.7	5.6	5.9
Lãi ròng	856	620	638	656	426	360
EPS (VND)	1,608	1,011	1,074	1,114	805	680
ROE (%)	14.5	8.9	9.5	9.5	6.9	5.8
P/E (x)	5.9	5.7	5.3	5.2	10.7	9.3
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Cổ tức/thị giá (%)	n/a	3.9	7.4	17.5	12.3	9.5

ĐIỂM NHẤN NGÀNH NHỰA

- ✓ Ngành nhựa (sản phẩm nhựa) kỳ vọng là một ngành có nhiều triển vọng trong giai đoạn hiện nay sau một giai đoạn đã giảm chung theo đà giảm của thị trường nhờ: 1) các dòng sản phẩm khá thiết yếu cho cuộc sống nên mức độ ảnh hưởng sản lượng tiêu thụ sẽ thấp; 2) thời gian tồn kho sản phẩm nhựa lâu dài; 3) giá dầu giảm mạnh sẽ giúp giảm nhanh giá nguyên liệu đầu vào trong khi giá đầu ra dự kiến giảm chậm hơn vì vậy giúp cải thiện biên lợi nhuận; 4) Việt Nam đang dần chủ động gia tăng sản xuất nguyên liệu nhựa nguyên sinh, giảm dần phụ thuộc nhập khẩu.
- ✓ Cổ phiếu khuyến nghị: Nhựa xây dựng: **BMP** & Bao bì: **AAA**

Lưu đồ tổng quan sản xuất một số sản phẩm nhựa



Source: Mirae Asset Vietnam

ĐIỂM NHẤN NGÀNH NHỰA

- Việt Nam phụ thuộc vào nguồn nguyên liệu nhập khẩu nhựa nguyên sinh. Trong giai đoạn tới, nguồn nguyên liệu trong nước sẽ được cải thiện, dự kiến có thể tự chủ trên 35% nguồn nguyên liệu vào năm 2021 khi các dự án hóa dầu đang dần đi vào hoạt động. Bộ Tài chính cũng đã chủ trương hỗ trợ để đảm bảo nguồn cung nguyên liệu đạt khoảng 50% trong năm 2022.
- Theo Business Monitor International (BMI), kỳ vọng tăng trưởng giai đoạn 2019 – 2023 đạt mức 6,5%/năm nhờ các yếu tố tăng trưởng thu nhập hộ gia đình đạt 7,1% trong đó riêng mảng nhựa bao bì thực phẩm và đồ uống không còn kỳ vọng đạt 11,8%. Ngoài ra, mảng xây dựng nhà ở và xây dựng hạ tầng lần lượt kỳ vọng tăng trưởng 6,7% và 7,3% trong giai đoạn này.
- Giá nguyên liệu nhựa nguyên sinh kỳ vọng vẫn duy trì ở mức thấp trong nhiều năm trở lại đây do tương quan lớn với mức giá dầu do ảnh hưởng nhất định từ suy thoái kinh tế toàn cầu. Điều này sẽ hỗ trợ gia tăng biên lợi nhuận gộp nhóm ngành nhựa

Biểu đồ giá nguyên liệu HDPE SE ASIA



Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh (BMP)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC



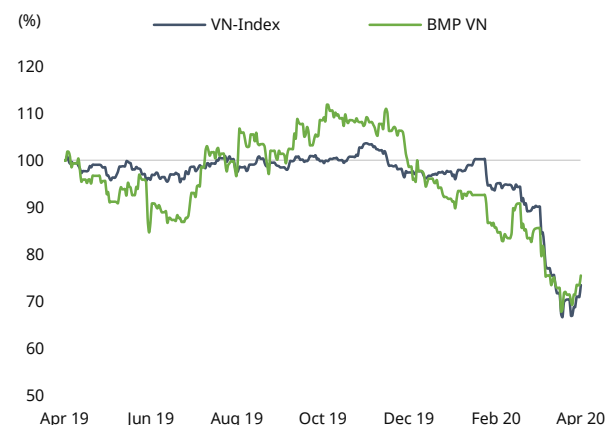
Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	443
P/B	1.3
Tăng trưởng EPS (20F, %)	4.8
P/E (20F, x)	7.5

Vốn hoá (tỷ đồng)	3,012
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	82
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	44.2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	79.5
Beta (12M)	0.9
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	33,000
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	55,500

(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-12.0	-32.7	-24.7
Tương đối	7.2	-5.5	2.6

Điểm nhấn đầu tư

- Sản phẩm chính là các sản phẩm nhựa PVC, HDPE. Trong đó, Nhựa Bình Minh (BMP) và Tiền Phong (NTP) dẫn đầu ngành ống nhựa cả nước ước khoảng thị phần 27% năm 2019. Trong đó, BMP dẫn đầu khu vực phía Nam với thị phần khoảng 43% thông qua hệ thống hơn 1.800 cửa hàng phân phối khắp cả nước.
- Năm 2019, doanh thu và lãi ròng đạt 4.343 tỷ và 423 tỷ đồng, lần lượt tăng 5% và giảm 1% so với cùng kỳ: 1) biên lợi nhuận tăng từ 22,3% lên mức 22,8% do việc thay đổi cách hạch toán chiết khấu thương mại thay làm giảm trừ doanh thu sẽ chuyển sang chi phí bán hàng; 2) chi phí bán hàng tăng lên mức 270 tỷ đồng, tăng 63% cùng kỳ; 3) sản lượng tiêu thụ ước tăng 11,2% cùng kỳ.
- Công ty mẹ - The Nawaplastic Industries đang sở hữu hơn 54% sẽ hỗ trợ hoàn thiện chuỗi giá trị khi công mẹ của Nawaplastic Industries đang sở hữu dự án hóa dầu Long Sơn góp phần giúp BMP chủ động nguồn nguyên liệu. Chiến lược chính của BMP đang theo hướng đẩy mạnh tăng sản lượng bán hàng thông qua việc gia tăng nhẹ phần chi phí hoa hồng cho khách hàng, đặc biệt trong giai đoạn ngành bất động sản đang có phần khó khăn như hiện nay.
- Giá dầu đang có xu hướng duy trì ở mức thấp trong nửa cuối năm 2019 đến nay. Điều này tương quan làm giá nguyên liệu hạt nhựa nguyên sinh, HDPE cũng có xu hướng giảm trong cùng giai đoạn, qua đó sẽ cải thiện một phần biên lợi nhuận gộp trong năm 2020 của BMP. BMP đang duy trì chính sách cổ tức bằng tiền quanh 40%, tương ứng cổ tức/thị giá hấp dẫn quanh 9% - 10%.
- Năm 2020, doanh thu và lãi ròng kỳ vọng đạt 4.465 tỷ và 443 tỷ đồng, tăng 3% và 5% so với cùng kỳ: 1) biên lợi nhuận gộp tăng nhẹ lên mức 23,1% từ mức 22,8% năm 2019 nhờ giá nguyên liệu duy trì ở mức thấp; 2) sự khó khăn chung ngành bất động sản có thể tác động làm sản lượng chỉ tăng nhẹ khoảng 3%; 4) chi phí bán hàng vẫn kỳ vọng duy trì tăng trưởng khoảng 5% khi hoạt động đẩy mạnh bán hàng vẫn được duy trì. Chúng tôi đánh giá TÍCH CỰC BMP nhờ: 1) P/E quanh vùng thấp nhất trong 6 năm gần đây; 2) Sau giai đoạn khó khăn trước áp lực cạnh tranh mạnh của ngành thì phần áp lực cạnh tranh đã có phần giảm bớt từ năm 2019.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	2,792	3,309	3,825	3,920	4,337	4,465
LNHĐKD	668	778	663	608	601	630
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	23.9	23.5	17.3	15.5	13.9	14.1
Lãi ròng	519	627	465	428	423	443
EPS (VND)	6,339	7,664	5,677	5,224	5,164	5,412
ROE (%)	27.8	29.1	19.8	17.6	17.2	17.7
P/E (x)	10.0	13.8	11.4	10.1	8.8	7.5
P/B (x)	4.0	3.8	2.9	1.8	1.5	1.3
Cổ tức/thị giá (%)	2.3	2.1	3.5	5.7	8.8	6.1

CTCP Nhựa An Phát Xanh (AAA)

Khuyến nghị

TÍCH CỰC

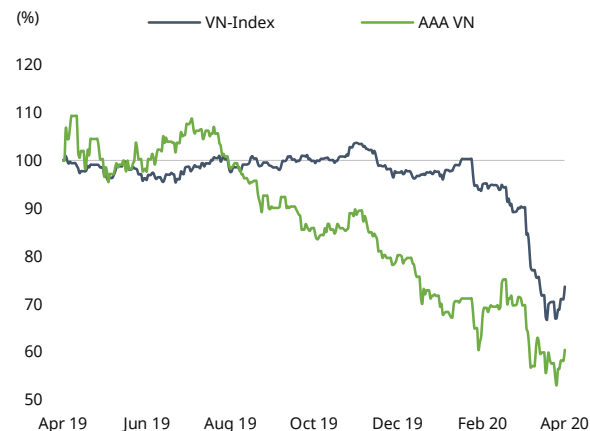


Lãi ròng (20F, tỷ đồng)	356
P/B	0.7
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-22.7
P/E (20F, x)	5.2

Vốn hoá (tỷ đồng)	1,832		
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	171		
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	47.1		
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	2.4		
Beta (12M)	0.9		
Giá thấp nhất 52 tuần (VND)	9,200		
Giá cao nhất 52 tuần (VND)	19,500		
(%)	1 M	3M	12M
Tuyệt đối	-13.4	-27.7	-39.5
Tương đối	5.0	-1.4	-13.1

Điểm nhấn đầu tư

- Năm 2019, AAA doanh thu đạt 9,239 tỷ (15,3% YoY) và lãi ròng đạt 501 tỷ tăng 2,4 lần so với cùng kỳ; 1) Sản lượng bao bì cả năm đạt 94,110 tấn (+9% YoY); 2) chi phí tài chính lên đến 268 tỷ đồng, tăng 28% cùng kỳ trong đó chi phí lãi vay lên đến 225 tỷ, tăng 79% cùng kỳ vì chi phí lãi vay bình quân tăng từ 3,3% lên 6,0%/năm do các khoản nợ tập trung vào vay nợ từ trái phiếu với lãi suất trên 6%/năm. Tuy nhiên, AAA lại tăng khoản thu tiền gửi tiền cho vay giúp doanh thu tài chính đạt 119 tỷ, tăng 210% YoY; 3) Mảng cho thuê khu công nghiệp và nhà xưởng đóng góp 706 tỷ đồng từ dự án An Phát Complex cho thuê được 60% trên tổng diện tích 46ha của dự án với biên lợi nhuận gộp đạt 43,7%, qua đó giúp biên lợi nhuận gộp chung của AAA tăng từ 8,4% lên 11,3%; 4) mảng sản xuất và phân phối nguyên vật liệu ngành nhựa (bột đá CaCo3, hạt phụ gia PE – PP,...) đạt 4.492 tỷ đồng doanh thu, tăng 8%YoY với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 2,6%.
- Nguyên vật liệu chính là nhựa nguyên sinh (HDPE và LDPE) chiếm khoảng 80% cơ cấu giá thành sản xuất. Nhựa nguyên sinh sản xuất từ dầu mỏ và khí thiên nhiên nên biến động của giá dầu thường tương quan cùng chiều. Năm 2019, giá dầu giảm giúp biên lợi nhuận gộp mảng túi nhựa cải thiện từ 13,3% lên 14,7%.
- AAA dẫn đầu doanh thu xuất khẩu túi nhựa tại Việt Nam với giá trị đạt 144 triệu USD (3.334 tỷ đồng), tăng nhẹ 0,4%YoY: 1) Châu Âu chiếm khoảng 50% giá trị xuất khẩu, tuy nhiên khu vực này có sự sụt giảm 10% do quy định cấm đồ nhựa sử dụng một lần, đã được áp dụng tại một số nước Châu Âu; 2) Điểm tích cực là AAA đã đẩy mạnh thành công việc xuất khẩu sang các thị trường Mỹ và Nhật với mức tăng trưởng giá trị đạt 12% và 36%. Hiệp định EVFTA kỳ vọng được áp dụng chính thức từ quý 3/2020 khi đó thuế xuất khẩu của AAA sẽ được giảm từ 3% về 0% giúp tăng năng lực cạnh tranh, trong điều kiện các sản phẩm Trung Quốc chịu thuế 6,5%.
- AAA có 7 nhà máy với tổng công suất thiết kế đạt 96,000 tấn/năm; đứng đầu ngành sản xuất bao bì nhựa về công suất hoạt động ở khu vực Đông Nam Á. Với kế hoạch tăng tỷ trọng sản phẩm tự hủy lên 50% trong 3-5 năm tới và đồng thời nhằm kiểm soát tốt chất lượng nguyên liệu nên công ty sẽ xây dựng một nhà máy sản xuất nguyên vật liệu sinh học tự hủy với công suất 20 nghìn tấn/ năm và chi phí đầu tư đạt 70 triệu USD. Chúng tôi cho rằng việc huy động giai đoạn 1 với mức giá khởi điểm 25.000 đ/cp với khối lượng đầu giá công khai 4,3 triệu cp là khó thành hiện thực khi thị giá của AAA chỉ còn quanh mức 10.000 – 11.000 đ/cp.
- Năm 2020, chúng tôi ước tính doanh thu và lãi ròng lần lượt đạt 8.682 tỷ đồng và 356 tỷ đồng, lần lượt giảm 6,2% và 22,8% so với cùng kỳ: 1) việc giá dầu giảm mạnh năm 2020 sẽ làm doanh thu mảng túi nhựa giảm nhưng kỳ vọng sẽ giúp gia tăng biên lợi nhuận gộp mảng túi nhựa từ mức 14,7% lên 15,7%, tuy nhiên chúng tôi cho rằng sản lượng túi nhựa chỉ đạt mức tương đương năm 2019 do những vấn đề liên quan đến thông quan hàng hóa toàn cầu đang gặp khó khăn, mặc dù lượng cung sản phẩm cạnh tranh từ Trung Quốc đang bị hạn chế. ;2) mảng khu công nghiệp dự báo khó khăn hơn với doanh thu ước đạt 470 tỷ, giảm 33% so với năm 2019 với giá cho thuê giảm 15% cùng kỳ; 3) mảng thương mại kỳ vọng giảm nhẹ doanh thu 2% với biên lợi nhuận gộp duy trì 2,6%.



(Tỷ đồng)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu	1,615	2,144	4,070	8,012	9,258	8,682
LNHĐKD	73	188	365	393	678	530
Tỷ lệ LNHĐKD (%)	4.5	8.7	9.0	4.9	7.3	6.1
Lãi ròng	40	142	223	180	460	356
EPS (VND)	495	2,011	2,639	1,002	2,690	2,079
ROE (%)	4.0	15.3	17.7	7.7	16.7	12.5
P/E (x)	21.6	7.9	4.1	10.7	4.3	5.2
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
Cổ tức/thị giá (%)	5.7	4.3	4.5	7.9	3.9	13.8

Disclaimer

This report is published by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo.

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding