

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

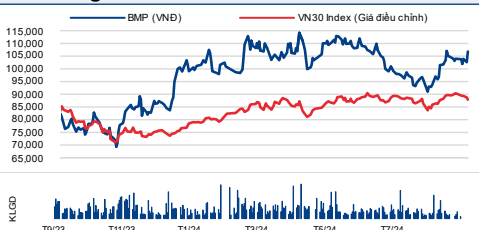
Giá mục tiêu: VNĐ135,700 (từ VNĐ112,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 27.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (10/9/2024)	106,800
Mã Bloomberg	BMP VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	69,438-114,141
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	104,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,743
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	354
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)	13.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	100%
Tỷ lệ sở hữu của NN	83.0%
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	14.0	(1.84)	25.9
So với chỉ số	11.4	(0.55)	21.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	12,840	12,395	3.6
2025F	12,070	11,279	7.0
2026F	12,137	10,721	13.2

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 Cấp Cao, Ngành Công Nghiệp

han.vtn@hsc.com.vn

+84 28 3823 3299 Ext. 314

Chuyển đổi chiến lược để giành lại thị phần; khuyến nghị Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 20% giá mục tiêu lên 135.700đ (tiềm năng tăng giá 27%) để phản ánh bước đi chiến lược của Công ty là tập trung nhiều hơn vào thị phần, giúp giảm bớt lo ngại về việc tiếp tục mất thị phần.
- Chúng tôi tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 do tăng giả định sản lượng tiêu thụ sau khi thay đổi chiến lược giá bán. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo đi ngang so với cùng kỳ cho năm 2024 và giảm 6% cho năm 2025.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ), BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn bình quân 7 năm là 9,3 lần. Chúng tôi cũng nâng giả định cổ tức tiền mặt giai đoạn 2024-2026 lên 11.500-12.500đ, tương đương lợi suất cổ tức hằng năm là 11-12%.

Sự kiện: Động thái chiến lược thúc đẩy sản lượng tiêu thụ tăng trưởng

Sau khi mất thị phần do chiến lược định giá bán cao, BLĐ của BMP đã thành công trong việc thực hiện các thay đổi chiến lược để giành lại thị phần đã mất. Chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi cũng hỗ trợ cho sự thay đổi này, đúng với kỳ vọng của chúng tôi.

Theo khảo sát của chúng tôi với một số chuyên gia trong ngành nhựa, HSC nhận thấy BMP đã khôi phục chương trình khuyến mãi (giảm giá thêm 5%) từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 9. Ngoài ra, BMP cũng triển khai chương trình thí điểm (lần đầu tiên) cho mạng lưới các nhà phân phối cấp 2 bằng cách thêm 1% hoa hồng/chiết khấu cho những nhà phân phối có doanh thu hằng tháng từ 500 triệu đồng trở lên, áp dụng trong tháng 9 và tháng 10/2024.

Phản hồi tích cực từ khách hàng cho thấy chiến lược mới đang phát huy hiệu quả, tạo điều kiện cho BMP phục hồi thị phần.

Tác động: Tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026

Để phản ánh những diễn biến tích cực này, HSC tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026. Theo đó, lợi nhuận thuần cho năm 2024 dự báo đạt 1,05 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1%) và lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 đạt 581 tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ và tăng 24% so với nửa đầu năm).

HSC tăng lần lượt 7% và 13% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026, theo đó lợi nhuận thuần đạt 988 tỷ đồng cho năm 2025 (giảm 6% so với năm 2024), sau đó đạt 994 tỷ đồng cho năm 2026 (chỉ tăng 1% so với năm 2025), chủ yếu nhờ tăng giả định sản lượng tiêu thụ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 14% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) và diễn biến tích cực hơn 10% so với VN Index, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn bình quân 7 năm ở mức 9,3 lần. HSC tăng 20% giá mục tiêu lên 135.700đ (tiềm năng tăng giá 27%), sau khi tăng dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định định giá ít thận trọng hơn. Lưu ý, chúng tôi cũng nâng giả định cổ tức tiền mặt giai đoạn 2024-2026 lên 11.500-12.500đ, tương đương lợi suất cổ tức hằng năm là 10,8-11,7%.

Từ đầu năm đến nay, HSC đã lo ngại về việc BMP mất thị phần. Tuy nhiên, rủi ro này đã giảm bớt, và với định giá hấp dẫn cùng lợi suất cổ tức cao, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 11/9.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,146	1,506	1,538	1,468 ▲	1,496 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	694	1,041	1,051	988 ▲	994 ▲
EPS ĐC (đồng)	8,481	12,717	12,840	12,070 ▲	12,137 ▲
DPS (đồng)	8,400	12,650	12,500	11,500	12,000 ▲
BVPS (đồng)	32,021	32,857	34,047	33,617	34,254 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.52	4.51	4.49	4.72	4.63
P/E ĐC (lần)	12.6	8.40	8.32	8.85	8.80
Lợi suất cổ tức (%)	7.87	11.8	11.7	10.8	11.2
P/B (lần)	3.34	3.25	3.14	3.18	3.12
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	224	49.9	0.97	(6.00)	0.56
ROAE (%)	28.3	39.2	38.4	35.7	35.8

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

Triển vọng tích cực nhờ chiến lược đột phá của BMP

Sau khi mất thị phần do chiến lược định giá bán cao, BLĐ BMP đã thực hiện thành công các thay đổi chiến lược để giành lại thị phần đã mất. Chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi cũng hỗ trợ thêm cho sự thay đổi này. Phản hồi tích cực từ khách hàng cho thấy chiến lược mới đang phát huy hiệu quả, giúp BMP phục hồi thị phần. HSC điều chỉnh tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2026 chủ yếu nhờ tăng giá định sản lượng tiêu thụ sau khi chương trình thí điểm thành công. BMP vẫn được định giá thấp và mang lại lợi suất cổ tức hấp dẫn từ 11-12% mỗi năm. Rủi ro mất thêm thị phần đã giảm bớt. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 135.700đ (tiềm năng tăng giá 27%).

Chương trình thí điểm mới được ra mắt trong tháng này

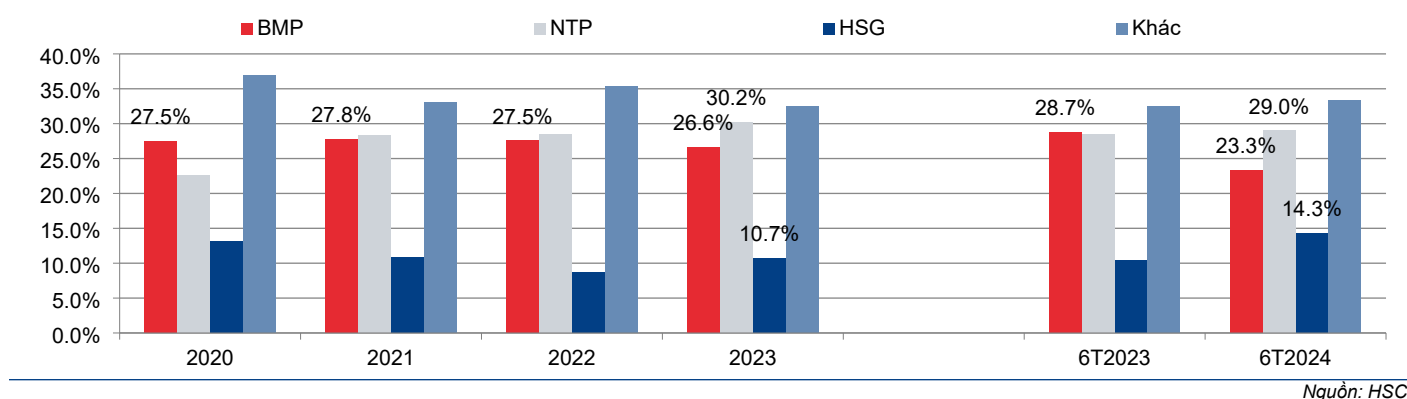
Sự suy giảm thị phần của BMP đã gây lo ngại kể từ cuối năm 2023

Do chiến lược định giá bán cao, thị phần của BMP đã sụt giảm đáng kể, xuống mức thấp kỷ lục 23,3% trong 6 tháng đầu năm 2024 (từ mức 28,7% trong 6 tháng đầu năm 2023 và 26,6% cho cả năm 2023). Đã có giai đoạn khoảng cách giá bán giữa BMP và NTP (CTCP Nhựa Tiền Phong; chưa khuyến nghị) lớn hơn 15%, so với khoảng cách bình quân khoảng 5%.

HSG (Nắm giữ, giá mục tiêu 21.600đ) và NTP là hai công ty hưởng lợi từ việc BMP mất thị phần. Theo đó, NTP vẫn duy trì vị trí dẫn đầu với thị phần 29%, trong khi HSG đứng trong Top 3 với thị phần chiếm 14,3% trong 6 tháng đầu năm 2024.

Biểu đồ 1: Thị phần, ngành Ống nhựa Việt Nam

Thị phần của BMP ở mức thấp kỷ lục trong 6 tháng đầu năm 2024 do chiến lược định giá bán cao



Chiến lược định giá bán cao của BMP tạo ra căng thẳng với mạng lưới phân phối

Các nhà phân phối cấp 1 và cấp 2 đã phải đối mặt với việc lợi nhuận bị giảm sút do sản lượng tiêu thụ suy giảm (hệ quả từ việc BMP mất thị phần), mặc dù BMP đạt lợi nhuận cao kỷ lục trong năm 2023. Những căng thẳng này đã lên đến đỉnh điểm khi một nhà phân phối lớn, đóng góp 20% doanh thu của BMP, bày tỏ sự bất đồng mạnh mẽ với chiến lược của Công ty vào đầu năm nay. Điều này làm dấy lên lo ngại về tính bền vững dài hạn của BMP, vì một mạng lưới phân phối mạnh mẽ là yếu tố then chốt trong ngành ống nhựa.

Hệ thống phân phối của BMP bao gồm hơn 2.000 nhà phân phối, đóng góp khoảng 97% doanh thu. Ngoài ra, BMP cũng bán trực tiếp sản phẩm cho các dự án, đóng góp khoảng 3% doanh thu. Trong số hơn 2.000 nhà phân phối này, HSC ước tính:

- Nhà phân phối cấp 1: Khoảng 22 đại lý. BMP sẽ làm việc trực tiếp với các nhà phân phối cấp 1 này.
- Nhà phân phối cấp 2: Khoảng 1.980 đại lý và làm việc trực tiếp với các nhà phân phối cấp 1.

Theo ước tính của HSC, 8 nhà phân phối lớn nhất trong số 22 đại lý cấp 1 đóng góp khoảng 85% sản lượng tiêu thụ của BMP trong năm 2023. Trong khi đó, 12% sản

lượng tiêu thụ còn lại của BMP được phân phối thông qua các nhà phân phối khác thuộc cấp 1. Phần đóng góp 3% còn lại vào doanh thu là thông qua bán trực tiếp sản phẩm cho các dự án.

Điều này cho thấy 8 nhà phân phối lớn nhất đóng vai trò rất quan trọng đối với BMP trong việc phát triển vị thế trên thị trường, vì các yếu tố như thương hiệu, lòng tin của khách hàng và sự trung thành của nhà phân phối là chìa khóa dẫn đến thành công trong ngành ống nhựa, nơi không có sự khác biệt lớn về chất lượng sản phẩm.

Do đó, HSC đã lo ngại về thị phần của BMP từ đầu năm, và sự sụt giảm thị phần trong 6 tháng đầu năm 2024 đã chứng minh những lo ngại này là chính xác. Dựa trên các quan sát và đánh giá của chúng tôi, BMP có thể cần phải xem xét lại chiến lược bán hàng trong thời gian tới để duy trì lòng trung thành của hệ thống phân phối.

Điều gì xảy ra với những nhà phân phối bất đồng với BMP?

Sau những căng thẳng ban đầu, vị thế của nhà phân phối từng đứng đầu hệ thống phân phối của BMP đã giảm mạnh, từ vị trí số một trong năm 2023 xuống chỉ còn nằm trong top 10 vào tháng 8/2024. Theo ước tính của HSC, đóng góp của nhà phân phối này vào doanh thu của BMP đã giảm xuống mức khoảng 3% tính đến tháng 8/2024, so với mức 20% trong năm 2023.

Tuy nhiên, phần đóng góp của nhà phân phối này đã được một nhà phân phối khác (cũng trong top 10) trong hệ thống hiện tại của BMP tiếp nhận. Theo quan điểm của HSC, nếu nhà phân phối này ngừng phân phối sản phẩm của BMP trong thời gian tới, tác động đến sản lượng tiêu thụ của BMP cũng chỉ ở mức tối thiểu. Trong khi đó, để chuẩn bị cho tình huống này, BLĐ của BMP đã triển khai một chương trình mới nhằm giữ chân các khách hàng hiện tại.

Chương trình mới ra mắt vào tháng 9 để giữ chân khách hàng

Sau khi mất thị phần trong 6 tháng đầu năm 2024 do chiến lược định giá bán cao, BLĐ BMP đã thực hiện thành công các thay đổi chiến lược nhằm giành lại thị phần đã mất. HSC nhận thấy BMP đã áp dụng hai chương trình khác nhau gần đây, bao gồm:

- **Khôi phục chương trình chiết khấu 5% cho mạng lưới phân phối**, bổ sung vào chiết khấu cơ bản hiện ở mức khoảng 22%. Điều này nâng tổng mức hoa hồng cho các nhà phân phối cấp 1 lên 27% từ giữa tháng 8 đến giữa tháng 9. Các nhà phân phối cấp 1 sẽ có quyền quyết định liệu có chuyển mức chiết khấu bổ sung này cho các đại lý cấp 2 của mình hay không, tùy thuộc vào chiến lược kinh doanh riêng của họ. BMP sẽ không can thiệp vào quá trình ra quyết định này.
- **BMP đưa ra chương trình thí điểm mới, thêm 1% chiết khấu cho các nhà phân phối cấp 2, áp dụng trong hai tháng từ tháng 9 đến tháng 10.** Đây là sáng kiến được triển khai lần đầu tiên nhằm khuyến khích các nhà phân phối tiếp cận trực tiếp với người tiêu dùng cuối và thúc đẩy doanh số sản phẩm. Với những thách thức gần đây về thị phần, động thái chiến lược này cho thấy cam kết của BMP trong việc giữ lòng trung thành của khách hàng.

Kể từ khi áp dụng tăng mức chiết khấu thêm 5% và triển khai chương trình thí điểm, HSC nhận thấy nhu cầu đã tăng tích cực, đặc biệt trong nửa cuối tháng 8 và tháng 9. Phản hồi tích cực từ khách hàng cho thấy chiến lược mới đang phát huy hiệu quả, giúp BMP có cơ hội phục hồi thị phần.

Những kết quả này phù hợp với kỳ vọng trước đó của HSC, khi chi phí đầu vào giảm đã cho phép BMP đưa ra mức giá cạnh tranh hơn cho khách hàng và các nhà phân phối. Điều này không chỉ giúp BMP lấy lại thị phần đã mất mà còn củng cố vị thế của Công ty trên thị trường.

Giá hạt nhựa PVC duy trì ở mức thấp, tạo điều kiện cho sự thay đổi chiến lược phát huy tác dụng

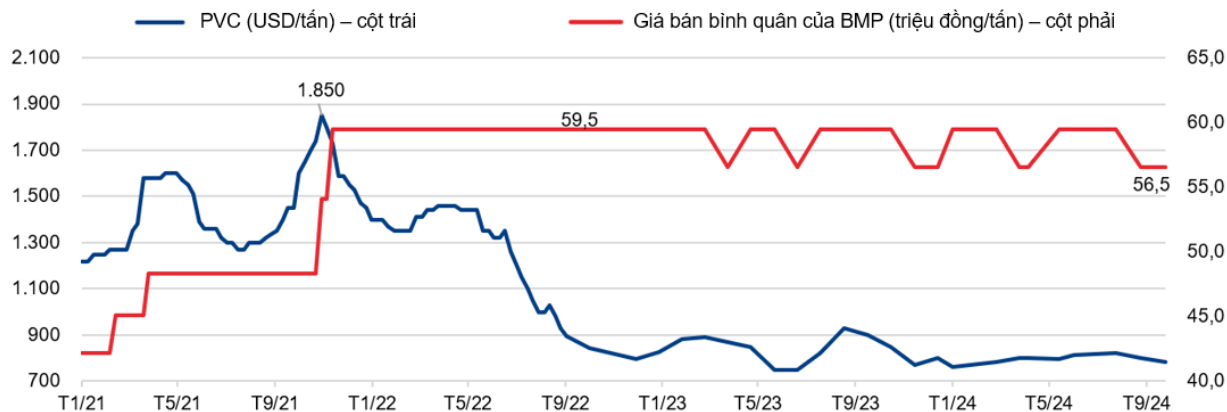
Chi phí nguyên liệu đầu vào thuận lợi là yếu tố giúp hỗ trợ thêm cho BMP

Giá hạt nhựa PVC gần đây dao động trong khoảng 770-790 USD/tấn do nhu cầu suy yếu kéo dài tại thị trường Trung Quốc. HSC ước tính chi phí đầu vào hạt nhựa PVC của BMP trong tháng 9 khoảng 785 USD/tấn, giảm 4% so với cuối Q2/2024 và giảm 13% so với cùng kỳ năm ngoái.

Chi phí đầu vào rẻ hơn sẽ giúp BMP có thêm dư địa để tăng tỷ lệ chiết khấu cho khách hàng, trong khi vẫn duy trì tỷ suất lợi nhuận cao. Theo quan sát của chúng tôi, khi chương trình khuyến mãi được áp dụng, sản lượng tiêu thụ, doanh thu và lợi nhuận đều sẽ tăng. Sản lượng tiêu thụ tăng sẽ bù đắp hoàn toàn cho việc tỷ suất lợi nhuận giảm nhẹ và vẫn đảm bảo tăng trưởng lợi nhuận thuần (tính theo giá trị tuyệt đối).

Biểu đồ 2: Chênh lệch giữa giá bán bình quân của BMP & giá hạt nhựa PVC

BMP có thêm dư địa để tăng tỷ lệ chiết khấu cho các nhà phân phối nhờ xu hướng chi phí đầu vào rẻ



Nguồn: HSC

Dự báo giá hạt nhựa PVC bình quân năm 2024 ở mức 803USD/tấn, giảm 5% so với năm ngoái

HSC hiện dự báo giá hạt nhựa PVC trong năm 2024 sẽ đạt 803 USD/tấn, giảm 5% so với năm ngoái (so với dự báo trước đó của HSC là giảm 3%), do nhu cầu suy yếu kéo dài tại thị trường Trung Quốc.

Cho năm 2025-2026, chúng tôi giả định chi phí đầu vào sẽ tăng 5% mỗi năm, với giả định nhu cầu tại Trung Quốc sẽ phục hồi.

Triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2024

HSC duy trì quan điểm tích cực về triển vọng lợi nhuận của BMP trong 6 tháng cuối năm 2024, nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi khi Công ty giành lại thị phần, cùng với giá hạt nhựa PVC tiếp tục duy trì ở mức thấp.

Dựa trên phản hồi tích cực từ các chương trình khuyến mãi, chúng tôi tăng 2% dự báo sản lượng tiêu thụ năm 2024. Điều này tương đương sản lượng tiêu thụ 6 tháng cuối năm 2024 đạt 47.733 tấn, tăng 19% so với cùng kỳ và tăng 30% so với nửa đầu năm. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2024 dự báo đạt 581 tỷ đồng, tăng 25% so với cùng kỳ và 24% so với nửa đầu năm. Sau bốn quý sản lượng tiêu thụ giảm so với cùng kỳ (Q2/Q3 năm ngoái và Q1/Q2 năm nay) và hai quý liên tiếp trong nửa đầu năm 2024 lợi nhuận thuần giảm, nửa cuối năm 2024 (hoặc Q3/2024) sẽ là bước ngoặt cho BMP với sự tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ cả về sản lượng tiêu thụ lẫn lợi nhuận thuần. Điều này cho thấy sự thay đổi chiến lược trong chính sách bán hàng của BMP đã mang lại hiệu quả rõ rệt.

Dự báo mới cho giai đoạn 2024-2026

Để phản ánh việc triển khai chương trình thí điểm dành cho mạng lưới phân phối cấp 2, HSC tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026, chủ yếu nhờ tăng giả định về sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi tin rằng BMP sẽ dần dần giành lại thị phần nếu chương trình này kéo dài trong thời gian lâu hơn.

Bảng 3: Ước tính lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2024, BMP

HSC ước tính lợi nhuận 6 tháng cuối năm 2024 sẽ tăng so với cùng kỳ sau nhiều quý ghi nhận mức tăng trưởng âm

	6 tháng cuối năm 2023	6 tháng đầu năm 2024	6 tháng cuối năm 2024	% so với cùng kỳ	% so với 6 tháng trước	2024F	Tăng trưởng
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	40,037	36,606	47,733	19.2%	30.4%	84,339	-3.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	59.5	58.9	59.1	-0.6%	0.3%	59.0	-0.5%
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2,381	2,156	2,821	18.5%	30.9%	4,977	-4.3%
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	466	470	581	24.8%	23.6%	1,051	1.0%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.6%	21.8%	20.6%			21.1%	

Nguồn: HSC

Bảng 4: Dự báo cũ và mới, BMP

HSC tăng bình quân 8% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2024-2026 nhờ nâng giả định sản lượng tiêu thụ

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			Tăng trưởng		
	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	4,875	5,118	5,482	4,977	5,375	5,867	2.1%	5.0%	7.0%	-3.5%	8.0%	9.1%
LNTT	1,276	1,161	1,104	1,322	1,243	1,250	3.6%	7.0%	13.2%	1.1%	-6.0%	0.6%
Lợi nhuận thuần	1,015	923	878	1,051	988	994	3.6%	7.0%	13.2%	1.0%	-6.0%	0.6%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định doanh thu, BMP

HSC nâng ước tính sản lượng dựa trên những cập nhật mới nhất về động thái chiến lược của Công ty

	2023	2024F	2025F	2026F
Sản lượng tiêu thụ (tấn)	86,947	84,339	91,086	97,462
Tăng trưởng	-11.1%	-3.0%	8.0%	7.0%
Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn)	59.3	59.0	59.0	60.2
Tăng trưởng	-0.5%	-0.5%	0.0%	2.0%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Giả định tỷ suất lợi nhuận, BMP

Chúng tôi giữ nguyên phần lớn giả định tỷ suất lợi nhuận

	2023	2024F	2025F	2026F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	41.0%	43.7%	39.8%	38.7%
Chi phí BH&QL / Doanh thu	15.2%	16.4%	15.9%	16.4%
Tỷ suất LNTT	25.3%	26.6%	23.1%	21.3%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	20.2%	21.1%	18.4%	16.9%

Nguồn: HSC

Những giả định mới như sau:

- Sản lượng tiêu thụ:** HSC tăng 2% giả định sản lượng tiêu thụ năm 2024 lên 84.339 tấn (giảm 3% so với năm 2023) để phản ánh tác động của hai chương trình khuyến mãi mới được triển khai gần đây. Do nhận thấy sự chuyển hướng tập trung vào việc giữ chân khách hàng, chúng tôi cũng tăng lần lượt 3% và 2% giả định sản lượng tiêu thụ cho năm 2025-2026.
- Giá bán bình quân:** Chúng tôi giữ nguyên các giả định, theo đó giá bán bình quân năm 2024 giảm 0,5% so với năm 2023, không đổi trong năm 2025 và tăng 2% trong năm 2026.
- Các giả định về tỷ suất lợi nhuận gộp:** Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 dự báo đạt mức cao kỷ lục 43,7% so với 41,0% của năm 2023, nhờ chi phí đầu vào rẻ. Do HSC giả định giá hạt nhựa PVC tăng 5%/năm cho năm 2025-2026, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo giảm lần lượt xuống mức 39,8% và 38,7%. Lưu ý, mặc dù tỷ suất lợi nhuận gộp giảm nhưng đây vẫn là mức cao.
- Chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu:** dự báo sẽ dao động trong khoảng 15,9% đến 16,4% cho giai đoạn 2024-2026, phản ánh chi phí khuyến mãi cao hơn cho khách hàng nhằm giành lại thị phần.

Nói chung, HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 của BMP đạt 1.051 tỷ đồng, tăng trưởng 1% và lập kỷ lục mới, và doanh thu thuần đạt 4.977 tỷ đồng, giảm 3,5%. Cho năm 2025-2026, lợi nhuận thuần dự báo đạt lần lượt 988 tỷ đồng (giảm 6%) và 994 tỷ đồng (tăng trưởng 0,6%).

Do nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2026, chúng tôi cũng nâng dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2024-2026 lên 11.500-12.500đ, tương đương lợi suất cổ tức hằng năm là 11-12%. Chúng tôi tin rằng tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ được duy trì ở mức cao trên 95%.

Nâng khuyến nghị lên Mua vào nhờ rủi ro giảm bớt và định giá rẻ

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 20% giá mục tiêu của BMP nhờ (1) tăng dự báo lợi nhuận và (2) giảm giả định hệ số beta xuống 0,86 lần (theo cập nhật mới nhất của Bloomberg) từ giả định trước đó là 1 lần để phản ánh rủi ro mất thị phần do chiến lược định giá bán cao. Khi rủi ro này đã giảm bớt, chúng tôi áp dụng giả định beta thực tế hơn.

Bảng 7: Chính sách cổ tức, BMP

HSC nâng dự báo cổ tức trên mỗi cổ phiếu cho giai đoạn 2024-2026 sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận

	2023	2024F	2025F	2026F
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng)	12,650	12,500	11,500	12,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức	99.5%	97.4%	95.3%	98.9%
Lợi suất cổ tức	11.8%	11.7%	10.8%	11.2%

Nguồn: HSC

Theo đó, giả định WACC giảm xuống mức 11,2% (từ 12,4% trước đó) trong khi vẫn giữ nguyên các giả định khác như lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,5%, và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.

Bảng 8: Tính toán WACC 1, BMP

HSC giảm WACC còn 11,2% và 12,4% do rủi ro giảm

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.5%
Beta	0.86
Chi phí vốn CSH (tỷ suất sinh lời kỳ vọng)	11.3%
Vốn CSH / Tổng nguồn vốn	98%
Nợ / Tổng nguồn vốn	2%
WACC	11.2%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Chi phí nợ, BMP

Chúng tôi duy trì giả định chi phí nợ là 4,8%

Tính toán chi phí nợ	
Lãi suất	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.8%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán dòng tiền tự do của doanh nghiệp, BMP

Dòng tiền tự do hàng năm của doanh nghiệp sẽ ổn định

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Thu nhập thuần	1,051	988	994	1,003	972
+ Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	0	0	0	0	0
+ Khấu hao	175	180	187	197	213
- Thay đổi vốn lưu động	(294)	(27)	(44)	(7)	(4)
- Chi phí đầu tư tài sản cố định	(69)	(111)	(163)	(245)	(270)
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	864	1,029	974	948	912

Nguồn: HSC

Bảng 11: Định giá DCF, BMP

HSC tăng 20% giá mục tiêu lên 135.700đ sau khi nâng dự báo lợi nhuận & hạ giả định WACC

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền tự do của doanh nghiệp	864	1,029	974	948	912
Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)					1%
Giá trị dài hạn					9,028
Dòng tiền tương lai	864	1,029	974	948	9,939
Giá trị hiện tại	864	1,029	876	767	7,229
Giá trị của doanh nghiệp	9,900				
- Tổng nợ	-56				
+ Tiền & các khoản tương đương tiền	1,874				
Giá trị của vốn CSH	11,718				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	81.9				
Giá trị hợp lý của cổ phiếu (tính đến cuối năm 2025)		143,148			
Giá mục tiêu mới (tính đến giữa năm 2025)		135,700			

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu BMP đã tăng 14% kể từ khi HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) vào ngày 14/8/2024, diễn biến tích cực hơn 10% so với VN Index, bất chấp sự biến động của thị trường chung.

Sau khi giá cổ phiếu tăng, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần, thấp hơn bình quân 7 năm ở mức 9,3 lần. Lợi suất cổ tức trong giai đoạn 2024-2026 vẫn ở mức hấp dẫn là 11,7% trong năm 2024 và dao động trong khoảng 10,8-11,2% trong năm 2025-2026. HSC dự báo BMP sẽ thông báo về việc chi trả cổ tức đợt 1 cho năm 2024 trong tháng 10/2024.

Chúng tôi đã lo ngại về việc mất thị phần của BMP trong năm nay. Tuy nhiên, với những động thái gần đây hướng đến việc củng cố mạng lưới phân phối, chúng tôi tin rằng rủi ro mất thị phần đã giảm bớt. Định giá vẫn hấp dẫn và lợi suất cổ tức ở mức cao khoảng 11-12% mỗi năm. Theo đó, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BMP lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới là 135.700đ, tiềm năng tăng giá 27%.

BMP là doanh nghiệp tốt với vị thế dẫn đầu ngành ống nhựa Việt Nam, bảng CĐKT lành mạnh và đội ngũ BLĐ tâm huyết. HSC tin rằng cổ phiếu BMP sẽ phù hợp với những nhà đầu tư giá trị muốn tập trung vào những cổ phiếu bị định giá thấp và mức lợi suất cổ tức cao. Ngoài ra, cổ phiếu BMP sẽ là lựa chọn an toàn trong bối cảnh thị trường biến động mạnh hiện tại.

Biểu đồ 12: P/E trượt dự phóng 1 năm, BMP

BMP giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,7 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân, BMP

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân 7 năm là 9,3 lần



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	5,808	5,157	4,977	5,375	5,867
Lợi nhuận gộp	1,608	2,116	2,177	2,141	2,270
Chi phí BH&QL	(632)	(783)	(816)	(855)	(962)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	975	1,333	1,361	1,287	1,308
Lãi vay thuần	(102)	(27.1)	(42.0)	(47.2)	(61.4)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(4.94)	(2.13)	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	3.26	3.12	3.01	3.25	3.55
LNTT	871	1,307	1,322	1,243	1,250
Chi phí thuế TNDN	(177)	(266)	(271)	(255)	(256)
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	694	1,041	1,051	988	994
Lợi nhuận thuần ĐC	694	1,041	1,051	988	994
EBITDA ĐC	1,146	1,506	1,538	1,468	1,496
EPS (đồng)	8,481	12,717	12,840	12,070	12,137
EPS ĐC (đồng)	8,481	12,717	12,840	12,070	12,137
DPS (đồng)	8,400	12,650	12,500	11,500	12,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	81.9	81.9	81.9	81.9	81.9

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	359	821	747	692	703
Đầu tư ngắn hạn	965	1,190	1,145	1,183	1,173
Phải thu khách hàng	279	174	316	344	377
Hàng tồn kho	577	364	498	538	587
Các tài sản ngắn hạn khác	36.0	44.2	42.7	46.1	50.3
Tổng tài sản ngắn hạn	2,215	2,594	2,748	2,803	2,890
TSCĐ hữu hình	386	292	163	92.0	63.9
TSCĐ vô hình	7.20	5.91	5.79	7.60	10.0
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
Đầu tư vào Cty LD,LK	64.4	62.3	62.3	62.3	62.3
Tài sản dài hạn khác	370	299	348	376	411
Tổng tài sản dài hạn	830	661	582	540	549
Tổng cộng tài sản	3,045	3,255	3,330	3,343	3,439
Nợ ngắn hạn	55.2	55.2	53.3	56.4	58.7
Phải trả người bán	91.4	154	143	168	187
Nợ ngắn hạn khác	188	202	195	210	229
Tổng nợ ngắn hạn	403	546	524	572	616
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	423	565	543	591	635
Vốn chủ sở hữu	2,621	2,690	2,787	2,752	2,804
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,621	2,690	2,787	2,752	2,804
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,045	3,255	3,330	3,343	3,439
BVPS (đ)	32,021	32,857	34,047	33,617	34,254
Nợ thuần/(tiền mặt)	(303)	(766)	(694)	(635)	(644)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	975	1,333	1,361	1,287	1,308
Khấu hao	(170)	(172)	(177)	(181)	(188)
Lãi vay thuần	(102)	(27.1)	(42.0)	(47.2)	(61.4)
Thuế TNDN đã nộp	(131)	(147)	(271)	(255)	(256)
Thay đổi vốn lưu động	(59.9)	461	(249)	(65.4)	(34.6)
Khác	121	54.0	79.0	77.3	85.1
LCT thuần từ HKKD	799	1,623	881	1,000	1,044
Đầu tư TS dài hạn	(70.0)	(77.7)	(68.6)	(111)	(163)
Góp vốn & đầu tư	(922)	(1,715)	(45.2)	37.8	(9.25)
Thanh lý	797	-	15.4	(66.8)	(26.4)
Khác	50.0	106	98.6	105	104
LCT thuần từ HĐĐT	(145)	-	0.14	(35.5)	(93.8)
Cổ tức trả cho CSH	(467)	(966)	(954)	(1,023)	(941)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(2.11)	0.01	(1.91)	3.19	2.23
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(469)	(966)	(956)	(1,020)	(939)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	173	359	821	747	692
LCT thuần trong kỳ	186	-	(74.1)	(55.5)	11.1
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.02	0.01	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	359	-	747	692	703
Dòng tiền tự do	729	1,545	813	889	882

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	27.7	41.0	43.7	39.8	38.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	19.7	29.2	30.9	27.3	25.5
Tỷ suất LNT (%)	12.0	20.2	21.1	18.4	16.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.3	20.4	20.5	20.5	20.5
Tăng trưởng doanh thu (%)	27.6	(11.2)	(3.48)	8.00	9.14
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	118	31.4	2.13	(4.56)	1.92
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	224	49.9	0.97	(6.00)	0.56
Tăng trưởng EPS (%)	224	49.9	0.97	(6.00)	0.56
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	224	49.9	0.97	(6.00)	0.56
Tăng trưởng DPS (%)	223	50.6	(1.19)	(8.00)	4.35
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	99.0	99.5	97.4	95.3	98.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	28.3	39.2	38.4	35.7	35.8
ROACE (%)	39.4	49.8	49.4	46.1	46.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.97	1.64	1.51	1.61	1.73
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.82	1.22	0.65	0.78	0.80
Số ngày tồn kho	50.1	43.7	64.9	60.7	59.5
Số ngày phải thu	24.2	20.9	41.2	38.9	38.3
Số ngày phải trả	7.94	18.5	18.6	19.0	19.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(11.4)	(26.5)	(23.1)	(21.1)	(20.8)
Nợ/tài sản (%)	1.92	3.31	3.12	3.32	3.44
EBIT/lãi vay (lần)	9.53	49.3	32.4	27.3	21.3
Nợ/EBITDA (lần)	0.05	0.07	0.07	0.08	0.08
Chỉ số TT hiện thời (lần)	5.49	4.75	5.24	4.90	4.69
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.29	1.32	1.39	1.29	1.18
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.52	4.51	4.49	4.72	4.63
P/E (lần)	12.6	8.40	8.32	8.85	8.80
P/E ĐC (lần)	12.6	8.40	8.32	8.85	8.80
P/B (lần)	3.34	3.25	3.14	3.18	3.12
Lợi suất cổ tức (%)	7.87	11.8	11.7	10.8	11.2

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