

## Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ134,300 (từ VNĐ134,900)

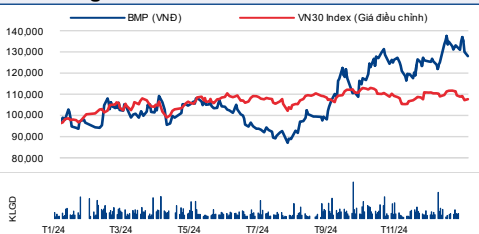
Tiềm năng tăng/giảm: 4.9%

### Giá cổ phiếu (đồng) (13/1/2025) 128,000

|                               |                      |
|-------------------------------|----------------------|
| Mã Bloomberg                  | BMP VN               |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)      | 87,060-137,500       |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)      | 131,000              |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)     | 10,478               |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)   | 413                  |
| 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)    | 12.8                 |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN      | 100%                 |
| Tỷ lệ sở hữu của NN           | 84.4%                |
| 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  | 1.91   | 8.86   | 32.7    |
| So với chỉ số    | 4.52   | 14.2   | 18.9    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

### HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC    | Thị trường | % ch. lệch |
|---------------|--------|------------|------------|
| 2024F         | 12,124 | 12,538     | (3.3)      |
| 2025F         | 12,110 | 12,391     | (2.3)      |
| 2026F         | 11,571 | 12,794     | (9.6)      |

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

## Q4/2024: Dự báo lợi nhuận kém tích cực do thị phần giảm mạnh

- HSC hạ khuyến nghị đối với BMP xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) đa phần do định giá, đồng thời giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 134.300đ (tiềm năng tăng giá: 4,9%).
- Chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 lên 991 tỷ đồng (không đổi so với cùng kỳ) và 947 tỷ đồng (giảm 4% so với cùng kỳ) dựa trên giả định giá hạt nhựa PVC tăng 3% mỗi năm. Trong khi đó, chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024 xuống 992 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ), cho thấy lợi nhuận thuần Q4/2024 kém khả quan ở mức 233 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 20% so với quý trước).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 8 năm ở mức 10,9 lần. Lợi suất cổ tức hằng năm của BMP vẫn vững chắc ở mức 9%.

### Sự kiện: Dự báo lợi nhuận Q4/2024

Do không triển khai các chương trình khuyến mãi trong Q4/2024, sản lượng tiêu thụ giảm mạnh, thấp hơn dự báo trước đó. Do đó, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q4/2024 của BMP giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 24% so với quý trước xuống chỉ còn 17.908 tấn ống nhựa, cho thấy thị phần trong Q4/2024 sẽ xuống mức thấp kỷ lục 19%.

Với kết quả trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ kém tích cực, giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 20% so với quý trước xuống chỉ còn 233 tỷ đồng do doanh thu thuần kém khả quan mặc dù tỷ suất lợi nhuận thuần vẫn tiếp tục cải thiện (nhờ chi phí đầu vào thấp trong thời gian dài).

### Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 nhưng giảm dự báo năm 2024

Nhằm phản ánh KQKD Q4/2024 thấp hơn so với kỳ vọng, HSC giảm 3% dự báo lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2024, lần lượt xuống 992 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) và 4.677 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, với giả định giá nguyên liệu đầu vào tiếp tục được giao dịch ở mức thấp vào khoảng 770-780 USD/tấn, chúng tôi điều chỉnh dự báo giá hạt nhựa PVC cho năm 2025/2026 chỉ tăng 3%/năm thay vì tăng 5% theo dự báo trước đó. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi tăng bình quân 2% dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026, cho thấy lợi nhuận thuần năm 2025 ở mức 991 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ) và năm 2026 ở mức 947 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ).

Dự báo EPS mới cho năm 2024-2025 của chúng tôi thấp hơn một chút so với bình quân dự báo thị trường và thấp hơn 10% so với thị trường trong năm 2026.

### Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 8 năm ở mức 10,9 lần. Lợi suất cổ tức vẫn hấp dẫn, kỳ vọng ở mức bình quân 9% trong 3 năm tới.

HSC hạ khuyến nghị đối với BMP xuống Nắm giữ (từ Tăng tỷ trọng) – đa phần do định giá, nhưng cũng phản ánh triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn hơn trong bối cảnh thị phần của Công ty dường như giảm mạnh. Giá mục tiêu được điều chỉnh giảm nhẹ xuống 134.300đ (tiềm năng tăng giá: 4,9%).

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/1

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 1,146  | 1,506  | 1,512  | 1,520  | 1,487  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 694    | 1,041  | 992    | 991    | 947    |
| EPS ĐC (đồng)             | 8,481  | 12,717 | 12,124 | 12,110 | 11,571 |
| DPS (đồng)                | 8,400  | 12,650 | 12,000 | 12,000 | 11,500 |
| BVPS (đồng)               | 32,021 | 32,857 | 33,331 | 33,441 | 33,012 |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 8.04   | 5.66   | 5.72   | 5.67   | 5.85   |
| P/E ĐC (lần)              | 15.1   | 10.1   | 10.6   | 10.6   | 11.1   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 6.56   | 9.88   | 9.38   | 9.38   | 8.98   |
| P/B (lần)                 | 4.00   | 3.90   | 3.84   | 3.83   | 3.88   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 224    | 49.9   | (4.66) | (0.11) | (4.45) |
| ROAE (%)                  | 28.3   | 39.2   | 36.6   | 36.3   | 34.8   |

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

## Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá và triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn

HSC hạ khuyến nghị đối với BMP xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) do những lo ngại về định giá cùng với thị phần giảm mạnh xuống mức thấp kỷ lục. Chúng tôi giảm 3% dự báo lợi nhuận năm 2024 trên cơ sở sản lượng tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng, do Công ty không triển khai các chương trình khuyến mãi trong Q4/2024. Trái lại, dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 được điều chỉnh tăng bình quân 2% dựa trên giả định giá hạt nhựa PVC giảm và giá mục tiêu của BMP hầu như được giữ nguyên ở mức 134.300đ (tiềm năng tăng giá 4,9%). Cổ phiếu đang được giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, thấp hơn một chút so với bình quân 8 năm ở mức 10,9 lần, sát với giá trị hợp lý. Đáng lưu ý, chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức vẫn ở mức hấp dẫn khoảng 9%/năm trong 3 năm tới.

### Dự báo lợi nhuận Q4/2024

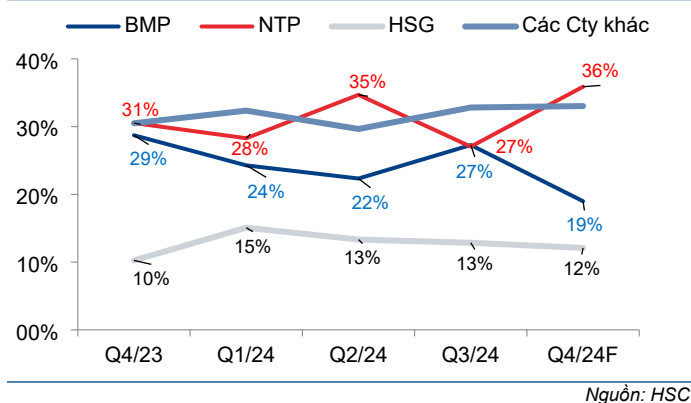
#### Thị phần giảm xuống mức thấp kỷ lục

Do không triển khai các chương trình khuyến mãi trong Q4/2024, sản lượng tiêu thụ giảm mạnh, thấp hơn dự báo trước đó. Do đó, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ Q4/2024 của BMP giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 24% so với quý trước xuống chỉ còn 17.908 tấn ống nhựa, cho thấy thị phần Q4/2024 giảm xuống mức thấp kỷ lục là 19%. Với kết quả trên, thị phần năm 2024 của BMP có thể đạt 23,1%, thấp hơn so với mức 26,6% trong năm 2023.

Theo tính toán của HSC, tổng sản lượng ống nhựa của toàn ngành trong Q4/2024 ước tính tăng 11% so với cùng kỳ lên 94.313 tấn. Trong đó, sản lượng ống nhựa của NTP (chưa khuyến nghị) và HSG (Tăng tỷ trọng; giá mục tiêu 21.500đ) cũng tăng trưởng vững chắc 30% so với cùng kỳ (mỗi công ty), nhờ không ngừng triển khai các chương trình khuyến mãi và đà tăng trưởng tự nhiên của ngành. Một lần nữa, kết quả trên cho thấy BMP đang đối mặt với những khó khăn tiềm ẩn trong việc giữ vững thị phần nếu tiếp tục áp dụng các chiến lược kinh doanh hiện tại. Xét về sản lượng tiêu thụ hằng năm của các loại ống nhựa thông thường, NTP duy trì vị trí dẫn đầu với 31,8% thị phần trong năm 2024, tăng so với mức 30,2% trong năm 2023. Trong khi đó, thị phần năm 2024 của HSG cũng cải thiện lên 13,2%, so với mức 10,7% trong năm 2023.

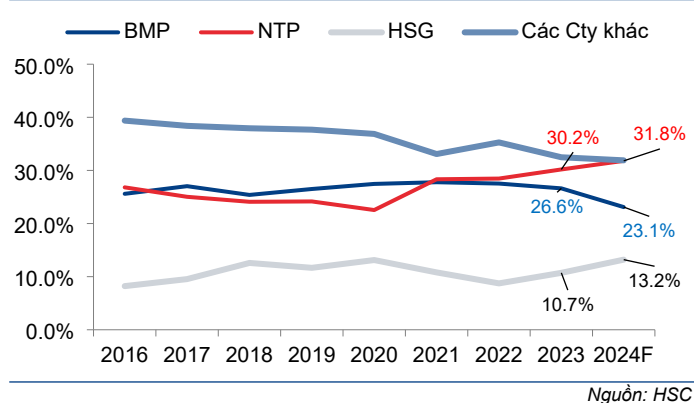
#### Biểu đồ 1: Thị phần qua các quý, ngành ống nhựa

Chúng tôi ước tính thị phần Q4/2024 của BMP sẽ ghi nhận mức thấp kỷ lục



#### Biểu đồ 2: Thị phần qua các năm, ngành ống nhựa

...khiến thị phần năm 2024 giảm xuống 23,3%



### Dự báo lợi nhuận Q4/2024: KQKD có vẻ kém tích cực

HSC dự báo doanh thu thuần Q4/2024 đạt 1.114 tỷ đồng, giảm 23% so với cùng kỳ và giảm 21% so với quý trước. Với ước tính trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần Q4/2024 sẽ kém tích cực, giảm 9% so với cùng kỳ và giảm 20% so với quý trước xuống chỉ còn 233 tỷ đồng do doanh thu thuần kém khả quan mặc dù tỷ suất lợi nhuận thuần không ngừng cải thiện (nhờ chi phí đầu vào thấp trong thời gian dài). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận thuần Q4/2024 được dự báo đạt 20,9%, cao hơn so với mức 17,7% trong Q4/2023 và 20,6% trong Q3/2024.

Kết quả trên cho thấy lợi nhuận thuần và doanh thu thuần năm 2024 dự kiến đạt lần lượt 992 tỷ đồng (giảm 4,7% so với cùng kỳ) và 4.677 tỷ đồng (giảm 9,3% so với cùng kỳ). Dựa trên mục tiêu doanh thu thuần và lợi nhuận thuần năm 2024 ở mức 5.540 tỷ đồng và 1.030 tỷ đồng, doanh thu và lợi nhuận thực tế của BMP thấp hơn kế hoạch kinh doanh lần lượt 16% và 4%.

### Bảng 3: Ước tính lợi nhuận Q4/2024, BMP

HSC ước tính KQKD Q4/2024 sẽ kém tích cực, do thiếu các chương trình khuyến mãi khiến thị phần giảm xuống mức thấp kỷ lục

| Chỉ tiêu                           | Q4/23  | Q3/24  | Q4/24F | So với cùng kỳ | So với quý trước | 2023   | 2024F  | So với cùng kỳ |
|------------------------------------|--------|--------|--------|----------------|------------------|--------|--------|----------------|
| Sản lượng tiêu thụ (tấn)           | 24,521 | 23,564 | 17,908 | -27.0%         | -24.0%           | 86,947 | 78,078 | -10.2%         |
| Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn) | 59.3   | 59.7   | 62.2   | 4.9%           | 4.2%             | 59.3   | 59.9   | 1.0%           |
| Doanh thu thuần (tỷ đồng)          | 1,454  | 1,407  | 1,114  | -23.4%         | -20.8%           | 5,157  | 4,677  | -9.3%          |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)          | 257    | 290    | 233    | -9.4%          | -19.7%           | 1,041  | 992    | -4.7%          |
| Tỷ suất lợi nhuận thuần            | 17.7%  | 20.6%  | 20.9%  |                |                  | 20.2%  | 21.2%  |                |

Nguồn: HSC

### Dự báo lợi nhuận mới

Do KQKD năm 2024 kém tích cực, HSC cho rằng BMP sẽ cần một chiến lược mới để giành lại thị phần trong năm 2025-2026, phản ánh tiềm năng hồi phục sản lượng tiêu thụ từ mức nền thấp của năm 2024. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm giả định giá hạt nhựa PVC nhằm phản ánh chi phí đầu vào thấp trong thời gian dài, cho thấy mức tăng 3% trong năm 2025 so với giả định trước đó là tăng 5%. Các giả định này dẫn đến việc điều chỉnh tăng 2% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026. Chi tiết về các giả định chính như sau.

**Sản lượng tiêu thụ:** HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trở lại trong năm 2025-2026, sau khi sụt giảm 2 năm liên tiếp. Theo đó, sản lượng tiêu thụ được dự báo tăng lần lượt 8% và 7% trong năm 2025 và 2026. Chúng tôi kỳ vọng việc tăng cường giải ngân đầu tư công và sự phục hồi của thị trường BĐS nhà ở sẽ mang lại nền tảng vững chắc cho sự phục hồi đối với sản lượng tiêu thụ của BMP.

Trong khi đó, giả định giá bán bình quân vẫn được giữ nguyên, cho thấy giá bán bình quân không đổi trong năm 2025 và tăng nhẹ 1% trong năm 2026.

**Tỷ suất lợi nhuận:** HSC cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2024 cao bất thường, nhờ chi phí đầu vào thấp (giảm 5% so với cùng kỳ) trong khi Công ty giảm chi phí cho hoạt động khuyến mãi trong cả năm. Cho năm 2025-2026, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận sẽ chịu áp lực do giá hạt nhựa PVC sẽ phục hồi (giả định tăng khoảng 3%/năm trong năm 2025-2026). Với các giả định trên, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2025-2026 sẽ đạt lần lượt 41% và 39%. Mặc dù giảm nhưng tỷ suất lợi nhuận vẫn cao hơn mức bình quân dài hạn kể từ khi niêm yết ở mức 26%.

**Tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu:** HSC giả định tỷ lệ chi phí bán hàng & quản lý/doanh thu ở mức 14,5% trong năm 2025 trước khi tăng lên 15,5% trong năm 2026 so với 15,7% trong năm 2024, năm BMP tổ chức 2 sự kiện lớn cho các nhà phân phối: Chuyển tham quan cho toàn bộ 2.000 nhà phân phối và một chuyến tham quan khác đặc biệt dành riêng cho các nhà phân phối cấp 1. Trong quá khứ, chương trình này được tổ chức mỗi 2 năm 1 lần, nên chúng tôi dự báo hoạt động này sẽ lặp lại trong năm 2026.

### Bảng 4: Lợi nhuận theo dự báo cũ và dự báo mới, BMP

Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2026, do giả định chi phí đầu vào giảm

| 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 | 4,792     | 5,127 | 5,541 | 4,677      | 5,051 | 5,459 | -2.4%      | -1.5% | -1.5% | -9.3%       | 8.0%  | 8.1%  |
| LNTT            | 1,290     | 1,222 | 1,172 | 1,248      | 1,247 | 1,191 | -3.2%      | 2.0%  | 1.7%  | -4.5%       | -0.1% | -4.5% |
| Lợi nhuận thuần | 1,026     | 971   | 932   | 992        | 991   | 947   | -3.3%      | 2.1%  | 1.6%  | -4.7%       | -0.1% | -4.5% |

Nguồn: HSC

**Bảng 5: Các giả định doanh thu, BMP**

HSC giả định sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trở lại trong giai đoạn 2025-2026 sau 2 năm giảm liên tiếp

|                                    | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sản lượng tiêu thụ (tấn)           | 86,947 | 78,078 | 84,325 | 90,227 |
| Tăng trưởng                        | -11.1% | -10.2% | 8.0%   | 7.0%   |
| Giá bán bình quân (triệu đồng/tấn) | 59.3   | 59.9   | 59.9   | 60.5   |
| Tăng trưởng                        | -0.5%  | 1.0%   | 0.0%   | 1.0%   |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 6: Giả định tỷ suất lợi nhuận, BMP**

Tỷ suất lợi nhuận giai đoạn 2025-2026 được dự báo sẽ thu hẹp từ mức đỉnh trong năm 2024

|                         | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| TS lợi nhuận gộp        | 41.0% | 44.2% | 41.0% | 39.3% |
| Chi phí BH&QL/doanh thu | 15.2% | 15.7% | 14.5% | 15.5% |
| Tỷ suất LNTT            | 25.3% | 26.7% | 24.7% | 21.8% |
| TS lợi nhuận thuần      | 20.2% | 21.2% | 19.6% | 17.4% |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 7: Chính sách cổ tức, BMP**

Chúng tôi dự báo lợi suất cổ tức trong 3 năm tới sẽ duy trì ở mức bình quân 9%/năm

|                             | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Cổ tức bằng tiền mặt (đồng) | 12,650 | 12,000 | 12,000 | 11,500 |
| Tỷ lệ lợi nhuận chi trả     | 99.5%  | 99.0%  | 99.1%  | 99.4%  |
| Lợi suất cổ tức             | 9.7%   | 9.2%   | 9.2%   | 8.8%   |

*Nguồn: HSC*

Nhìn chung, chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ đạt 991 tỷ đồng, đi ngang so với cùng kỳ, trên doanh thu thuần 5.051 tỷ đồng, tăng trưởng 8%. Cho năm 2026, lợi nhuận thuần được dự báo giảm 5% so với cùng kỳ xuống 947 tỷ đồng, trên doanh thu thuần 5.459 tỷ đồng, tăng trưởng 8%, do chi phí bán hàng & quản lý và chi phí đầu vào tăng cao.

Chúng tôi giả định số lượng cổ phiếu đang lưu hành không đổi và EPS năm 2025-2026 đạt lần lượt 12.110đ và 11.571đ (so với ước tính cho năm 2024 ở mức 12.124đ). Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức sẽ duy trì trong khoảng 99-99,4%, cho thấy lợi suất cổ tức hằng năm là 12.000đ cho năm 2024-2025 và 11.500đ cho năm 2026. Với các giả định trên, lợi suất cổ tức hằng năm sẽ ở mức 9,2%-8,8% trong 3 năm tới.

### Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

HSC giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 134.300đ (tiềm năng tăng giá: 4,9%), thấp hơn giá mục tiêu trước đó ở mức 134.900đ do tác động tích cực từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho năm 2025-2026 được bù trừ hoàn toàn từ việc điều chỉnh tăng nhẹ hệ số beta (cập nhật theo dữ liệu của Bloomberg). Chi tiết như sau:

- Điều chỉnh tăng 2% dự báo lợi nhuận năm 2025-2026.
- WACC được điều chỉnh tăng lên 10,9% từ 10,7% sau khi chúng tôi cập nhật hệ số beta theo Bloomberg lên 0,93 lần từ 0,91 lần trước đó. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên các giả định khác như lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.

**Bảng 8: Tính toán WACC, BMP**

WACC không đổi ở mức 10,7%

|                                                    |              |
|----------------------------------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro                                | 4.0%         |
| Phần bù rủi ro vốn CSH                             | 7.5%         |
| Hệ số beta                                         | 0.93         |
| <b>Chi phí vốn CSH (tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng)</b> | <b>11.1%</b> |
| Vốn CSH / Tổng nguồn vốn                           | 98%          |
| Nợ / Tổng nguồn vốn                                | 2%           |
| <b>WACC</b>                                        | <b>10.9%</b> |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 9: Chi phí nợ, BMP**

Không đổi ở mức 4,8%

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Chi phí nợ                 | 6.0%        |
| Thuế suất                  | 20.0%       |
| <b>Chi phí nợ sau thuế</b> | <b>4.8%</b> |

*Nguồn: HSC*

**Bảng 10: Tính toán FCFF, BMP**

BMP sẽ duy trì dòng tiền mạnh trong các năm tới

| Tỷ đồng                              | 2024F      | 2025F        | 2026F      | 2027F      | 2028F      |
|--------------------------------------|------------|--------------|------------|------------|------------|
| Lợi nhuận thuần                      | 992        | 991          | 947        | 979        | 954        |
| + Chi phí lãi vay * (1 – thuế suất)  | 0          | 0            | 0          | 0          | 0          |
| + Khấu hao                           | 175        | 180          | 187        | 197        | 213        |
| - Thay đổi vốn lưu động              | (266)      | (27)         | (35)       | (36)       | (105)      |
| - Chi phí đầu tư TSCĐ                | (66)       | (111)        | (162)      | (245)      | (269)      |
| <b>Dòng tiền tự do cho DN (FCFF)</b> | <b>836</b> | <b>1,033</b> | <b>937</b> | <b>895</b> | <b>793</b> |

*Nguồn: HSC*
**Bảng 11: Định giá DCF, BMP**

Giá mục tiêu theo mô hình định giá của chúng tôi gần như không thay đổi ở mức 134.300đ (tiềm năng tăng giá 5%)

| Tỷ đồng                                           | 2024F      | 2025F        | 2026F          | 2027F      | 2028F        |
|---------------------------------------------------|------------|--------------|----------------|------------|--------------|
| Dòng tiền tự do doanh nghiệp                      | 836        | 1,033        | 937            | 895        | 793          |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g)                    |            |              |                |            | 1%           |
| Giá trị dài hạn                                   |            |              |                |            | 8,109        |
| Dòng tiền tương lai                               | 836        | 1,033        | 937            | 895        | 8,902        |
| <b>Giá trị hiện tại</b>                           | <b>836</b> | <b>1,033</b> | <b>845</b>     | <b>728</b> | <b>6,530</b> |
| Giá trị doanh nghiệp                              |            |              | 9,136          |            |              |
| - Tổng nợ                                         |            |              | -53            |            |              |
| + Tiền & tương đương tiền                         |            |              | 1,910          |            |              |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>                            |            |              | <b>10,993</b>  |            |              |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)           |            |              | 81.9           |            |              |
| <b>Giá trị hợp lý/cp (tính đến cuối năm 2025)</b> |            |              | <b>134,300</b> |            |              |

*Nguồn: HSC*

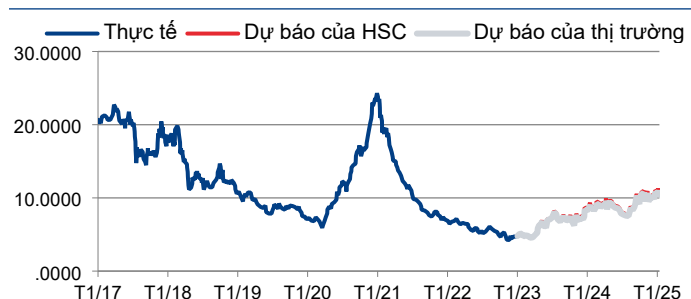
### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 9% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, BMP đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần, nhỏ hơn một chút so bình quân 8 năm ở mức 10,9 lần. Lợi suất cổ tức giai đoạn 2024-2026 vẫn hấp dẫn ở mức 9,2% trong 12 tháng tới và sẽ dao động trong mức 9,2% đến 8,8% trong năm 2025-2026.

Là đơn vị sản xuất ống nhựa hàng đầu trên thị trường, BMP có bảng CĐKT lành mạnh và BLĐ dày dặn kinh nghiệm. Tuy nhiên, triển vọng lợi nhuận kém khả quan và thị phần giảm mạnh (do ngừng triển khai các chương trình khuyến mãi) mang lại nhiều thách thức cho Công ty. Bất chấp lợi suất cổ tức cao và chiến lược tập trung vào thị trường trong nước (giảm thiểu rủi ro từ hoạt động xuất nhập khẩu) mang lại sự ổn định, HSC vẫn hạ khuyến nghị đối với BMP xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng).

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

BMP hiện giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,7 lần ...


*Nguồn: HSC*
**Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với giá trị trung bình, BMP**

...giao dịch ở mức hợp lý, sát với bình quân 8 năm ở mức 10,9 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        | 4,677        | 5,051        | 5,459        |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,608        | 2,116        | 2,067        | 2,072        | 2,145        |
| Chi phí BH&QL                       | (632)        | (783)        | (732)        | (732)        | (846)        |
| Thu nhập khác                       | -            | -            | -            | -            | -            |
| Chi phí khác                        | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>975</b>   | <b>1,333</b> | <b>1,335</b> | <b>1,339</b> | <b>1,299</b> |
| Lãi vay thuần                       | (102)        | (27.1)       | (89.4)       | (95.3)       | (111)        |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | (4.94)       | (2.13)       | 0            | 0            | 0            |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 3.26         | 3.12         | 2.83         | 3.06         | 3.30         |
| <b>LNTT</b>                         | <b>871</b>   | <b>1,307</b> | <b>1,248</b> | <b>1,247</b> | <b>1,191</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (177)        | (266)        | (256)        | (256)        | (244)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | -            | -            | -            | -            | -            |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>694</b>   | <b>1,041</b> | <b>992</b>   | <b>991</b>   | <b>947</b>   |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>694</b>   | <b>1,041</b> | <b>992</b>   | <b>991</b>   | <b>947</b>   |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>1,146</b> | <b>1,506</b> | <b>1,512</b> | <b>1,520</b> | <b>1,487</b> |
| EPS (đồng)                          | 8,481        | 12,717       | 12,124       | 12,110       | 11,571       |
| EPS ĐC (đồng)                       | 8,481        | 12,717       | 12,124       | 12,110       | 11,571       |
| DPS (đồng)                          | 8,400        | 12,650       | 12,000       | 12,000       | 11,500       |
| 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          | 806          | 799          | 747          |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 965          | 1,190        | 1,076        | 1,111        | 1,092        |
| Phải thu khách hàng             | 279          | 174          | 296          | 323          | 350          |
| Hàng tồn kho                    | 577          | 364          | 468          | 505          | 546          |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 36.0         | 44.2         | 40.1         | 43.3         | 46.8         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>2,215</b> | <b>2,594</b> | <b>2,686</b> | <b>2,781</b> | <b>2,782</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 386          | 292          | 163          | 92.0         | 64.1         |
| TSCĐ vô hình                    | 7.20         | 5.91         | 3.44         | 5.13         | 6.99         |
| 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          | 327          | 354          | 382          |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>830</b>   | <b>661</b>   | <b>559</b>   | <b>515</b>   | <b>517</b>   |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>3,045</b> | <b>3,255</b> | <b>3,244</b> | <b>3,296</b> | <b>3,299</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 55.2         | 55.2         | 50.0         | 53.0         | 54.6         |
| Phải trả người bán              | 91.4         | 154          | 133          | 155          | 172          |
| Nợ ngắn hạn khác                | 188          | 202          | 184          | 198          | 213          |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>403</b>   | <b>546</b>   | <b>497</b>   | <b>539</b>   | <b>578</b>   |
| 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            |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>423</b>   | <b>565</b>   | <b>516</b>   | <b>559</b>   | <b>597</b>   |
| Vốn chủ sở hữu                  | 2,621        | 2,690        | 2,729        | 2,738        | 2,702        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>2,621</b> | <b>2,690</b> | <b>2,729</b> | <b>2,738</b> | <b>2,702</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>3,045</b> | <b>3,255</b> | <b>3,244</b> | <b>3,296</b> | <b>3,299</b> |
| BVPS (đ)                        | 32,021       | 32,857       | 33,331       | 33,441       | 33,012       |
| Nợ thuần*/(tiền mặt)            | (303)        | (766)        | (756)        | (746)        | (693)        |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-22A       | 12-23A       | 12-24F        | 12-25F        | 12-26F        |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT                                       | 975          | 1,333        | 1,335         | 1,339         | 1,299         |
| Khấu hao                                   | (170)        | (172)        | (177)         | (181)         | (188)         |
| Lãi vay thuần                              | (102)        | (27.1)       | (89.4)        | (95.3)        | (111)         |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (131)        | (147)        | (256)         | (256)         | (244)         |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (59.9)       | 461          | (61.6)        | (58.8)        | 0.56          |
| Khác                                       | 121          | 54.0         | 98.7          | 95.5          | 104           |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>799</b>   | <b>1,623</b> | <b>1,030</b>  | <b>1,028</b>  | <b>1,052</b>  |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (70.0)       | (77.7)       | (66.2)        | (111)         | (162)         |
| Góp vốn & đầu tư                           | (922)        | (1,715)      | (114)         | 35.5          | (19.5)        |
| Thanh lý                                   | 797          | -            | 15.4          | (66.8)        | (26.4)        |
| Khác                                       | 50.0         | 106          | 78.8          | 86.4          | 85.5          |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(145)</b> | <b>-</b>     | <b>(86.2)</b> | <b>(56.0)</b> | <b>(122)</b>  |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (467)        | (966)        | (954)         | (982)         | (982)         |
| Thu từ phát hành CP                        | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Tăng/giảm nợ                               | (2.11)       | 0.01         | (5.12)        | 2.99          | 1.55          |
| Khác                                       | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(469)</b> | <b>(966)</b> | <b>(959)</b>  | <b>(979)</b>  | <b>(981)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 173          | 359          | 821           | 806           | 799           |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>186</b>   | <b>-</b>     | <b>(15.4)</b> | <b>(7.27)</b> | <b>(51.6)</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | 0.02         | 0.01         | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>359</b>   | <b>-</b>     | <b>806</b>    | <b>799</b>    | <b>747</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>729</b>   | <b>1,545</b> | <b>963</b>    | <b>917</b>    | <b>890</b>    |

| Các chỉ số tài chính      | 12-22A | 12-23A | 12-24F | 12-25F | 12-26F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 27.7   | 41.0   | 44.2   | 41.0   | 39.3   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 19.7   | 29.2   | 32.3   | 30.1   | 27.2   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 12.0   | 20.2   | 21.2   | 19.6   | 17.4   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 20.3   | 20.4   | 20.5   | 20.5   | 20.5   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 27.6   | (11.2) | (9.30) | 8.00   | 8.07   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 118    | 31.4   | 0.39   | 0.57   | (2.17) |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 224    | 49.9   | (4.66) | (0.11) | (4.45) |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 224    | 49.9   | (4.66) | (0.11) | (4.45) |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 224    | 49.9   | (4.66) | (0.11) | (4.45) |
| Tăng trưởng DPS (%)       | 223    | 50.6   | (5.14) | 0      | (4.17) |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | 99.0   | 99.5   | 99.0   | 99.1   | 99.4   |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 28.3   | 39.2   | 36.6   | 36.3   | 34.8   |
| ROACE (%)                 | 39.4   | 49.8   | 48.9   | 48.7   | 47.4   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 1.97   | 1.64   | 1.44   | 1.54   | 1.66   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 0.82   | 1.22   | 0.77   | 0.77   | 0.81   |
| Số ngày tồn kho           | 50.1   | 43.7   | 65.4   | 61.9   | 60.1   |
| Số ngày phải thu          | 24.2   | 20.9   | 41.4   | 39.5   | 38.6   |
| Số ngày phải trả          | 7.94   | 18.5   | 18.6   | 19.0   | 19.0   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | (11.4) | (26.5) | (26.0) | (25.4) | (23.6) |
| Nợ/tài sản (%)            | 1.92   | 3.31   | 3.01   | 3.17   | 3.34   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 9.53   | 49.3   | 14.9   | 14.0   | 11.7   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 0.05   | 0.07   | 0.06   | 0.07   | 0.07   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 5.49   | 4.75   | 5.41   | 5.15   | 4.81   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.59   | 1.65   | 1.85   | 1.71   | 1.59   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 8.04   | 5.66   | 5.72   | 5.67   | 5.85   |
| P/E (lần)                 | 15.1   | 10.1   | 10.6   | 10.6   | 11.1   |
| P/E ĐC (lần)              | 15.1   | 10.1   | 10.6   | 10.6   | 11.1   |
| P/B (lần)                 | 4.00   | 3.90   | 3.84   | 3.83   | 3.88   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | 6.56   | 9.88   | 9.38   | 9.38   | 8.98   |

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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)