

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Cát Tiên

tien.nc@shs.com.vn

Khuyến nghị: TĂNG TỶ TRỌNG

Giá hiện tại (26/05/2026): 139.900 VND

Giá mục tiêu: **175.000 VND**

% tăng/giảm giá: 25,1%

Thông số cơ bản:

Giá 52T cao/thấp (VND) 114.600-178.500

KLGD bình quân 52 tuần (CP) 171.060

Vốn hóa (Tỷ.đ) 11.452

SLCPLH (Tr.cp) 81,86

Tỷ lệ sở hữu NN 85,20%

Beta 0,82

P/E 9,3

P/B 3,9

Cổ đông lớn Nawaplastic (54,99%)

Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: SHS Research, Bloomberg

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2024	2025	2026F
Doanh thu thuần	4.616	5.510	6.182
Lợi nhuận gộp	1.989	2.540	2.499
Lợi nhuận sau thuế	991	1.229	1.200
Biên lợi nhuận gộp	43,1%	46,1%	40,4%
EPS (đồng)	12.103	15.010	14.661
BVPS (đồng)	33.004	35.151	37.358
ROE	36,7%	42,7%	39,4%
DPS (đồng)	11.840	12.750	12.461

DẪN ĐẦU MIỀN NAM, BỨT PHÁ TỪ CHU KỲ MỚI

Công ty Cổ phần Nhựa Bình Minh (BMP) là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường ống nhựa xây dựng khu vực miền Nam, với thương hiệu gần 50 năm, mạng lưới hơn 2.300 nhà phân phối và năng lực sản xuất 150.000 tấn/năm. Là thành viên của tập đoàn SCG (Thái Lan), BMP nổi bật với khả năng sinh lời cao, cơ cấu tài chính gần như không nợ vay và chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn.

Luận điểm đầu tư:

- BMP khép lại năm 2025 với kết quả kinh doanh kỷ lục: doanh thu thuần đạt 5.510 tỷ đồng (+19,4% YoY) và lợi nhuận sau thuế 1.229 tỷ đồng (+24% YoY). Biên lợi nhuận gộp đạt mức cao kỷ lục 46,1% nhờ giá hạt nhựa PVC duy trì ở vùng đáy 10 năm, đưa ROE lên 42,7%, cao gần gấp đôi đối thủ trực tiếp Nhựa Tiền Phong.
- Năm 2026 là năm chuyển tiếp về biên lợi nhuận. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế đạt 1.200 tỷ đồng (-2,3% YoY): doanh thu tiếp tục tăng +12,2% nhờ chu kỳ phục hồi xây dựng và việc BMP chủ động điều chỉnh giá bán, song biên lợi nhuận gộp điều chỉnh từ vùng đỉnh 46,1% về 40,4% khi giá PVC đầu vào tăng ~18% sau cú sốc dầu Trung Đông. Từ năm 2027 trở đi, lợi nhuận sau thuế phục hồi mạnh và tăng trưởng bình quân khoảng 13%/năm.
- Hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ phục hồi xây dựng và đầu tư công: với khoảng 90% doanh thu đến từ xây dựng dân dụng, BMP là doanh nghiệp hưởng lợi sớm nhất từ chu kỳ phục hồi bất động sản nhà ở. Sản lượng ống nhựa toàn ngành tăng khoảng 24% trong 9 tháng đầu năm 2025, trong khi kế hoạch đầu tư công 320 tỷ USD giai đoạn 2026-2030 mở thêm dư địa cầu cho phân khúc ống HDPE hạ tầng.
- Lợi thế cung ứng nguyên liệu và cơ cấu tài chính phòng thủ: BMP có kênh cung ứng hạt PVC nội bộ từ TPC Vina cùng tập đoàn SCG, là lớp đệm quan trọng trong bối cảnh ngành phụ thuộc khoảng 70% nguyên liệu nhập khẩu. Công ty gần như không vay nợ, vốn chủ sở hữu chiếm 85% tổng tài sản, cùng dư địa công suất 25-30% chưa khai thác, hỗ trợ dòng tiền tự do dồi dào và cổ tức tiền mặt bền vững.

Định giá và khuyến nghị:

- Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) và so sánh hệ số P/E để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu BMP là 175.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng upside +25,1% so với giá hiện tại, kết hợp lợi suất cổ tức kỳ vọng khoảng 8,9%. Trên cơ sở mức sinh lời kỳ vọng hấp dẫn này (tổng mức sinh lời ~35,8% trong 12 tháng tới), chúng tôi đưa ra khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG đối với cổ phiếu BMP. Nhà đầu tư cần tiếp tục theo dõi các yếu tố rủi ro ngoại sinh có thể tạo áp lực lên biên lợi nhuận: cú sốc dầu Trung Đông và biến động giá hạt nhựa PVC, áp lực tỷ giá VND/USD, cùng tốc độ phục hồi thực tế của thị trường bất động sản nhà ở.

Rủi ro:

- Rủi ro chi phí đầu vào: Hạt nhựa PVC chiếm 65-70% chi phí sản xuất. Cú sốc dầu Trung Đông từ tháng 3/2026 đang đẩy giá PVC và tỷ giá VND/USD tăng, gây áp lực lên biên lợi nhuận gộp; rủi ro sẽ gia tăng nếu giá nguyên liệu tiếp tục leo thang vượt mức dự phóng cơ sở. Mỗi 1 điểm phần trăm biến động biên lợi nhuận gộp tương ứng khoảng 49 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.
- Rủi ro chu kỳ bất động sản: Khoảng 90% doanh thu gắn với xây dựng dân dụng, nên thị trường nhà ở phục hồi chậm hơn kỳ vọng sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến sản lượng và lợi nhuận.
- Rủi ro cạnh tranh và pháp lý: Áp lực từ Nhựa Tiền Phong và ống nhựa Trung Quốc nhập khẩu giá rẻ có thể buộc BMP tăng chiết khấu; chi phí tuân thủ quy định môi trường (EPR) gia tăng có thể truyền vào giá đầu vào.

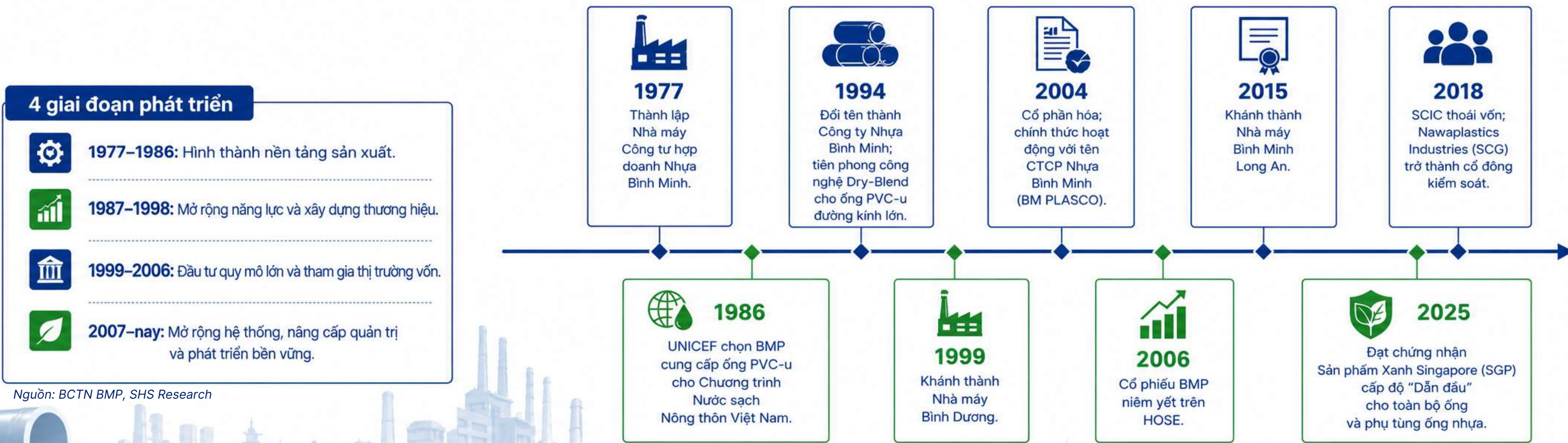
I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

Được thành lập từ năm 1977, **BMP là một trong những doanh nghiệp tiên phong của ngành ống nhựa Việt Nam**, phát triển từ một nhà sản xuất nhựa tại TP.HCM thành thương hiệu dẫn đầu tại khu vực miền Nam. Điểm đáng chú ý trong lịch sử BMP không chỉ là quá trình mở rộng quy mô, mà là khả năng duy trì uy tín **thương hiệu và niềm tin thị trường** trong một ngành có cạnh tranh cao, sản phẩm dễ bị xem là hàng hóa cơ bản.

Các cột mốc như mở rộng nhà máy, cổ phần hóa và niêm yết trên HOSE cho thấy BMP từng bước chuyển từ mô hình sản xuất truyền thống sang **doanh nghiệp đại chúng có quản trị minh bạch hơn và kỷ luật vốn rõ ràng hơn**. Sau khi Nawaplastic/SCG trở thành cổ đông kiểm soát, BMP bước vào giai đoạn mới với trọng tâm là **hiệu quả vận hành, chuẩn hóa quản trị và tối ưu dòng tiền**, thay vì chỉ theo đuổi tăng trưởng bằng công suất.

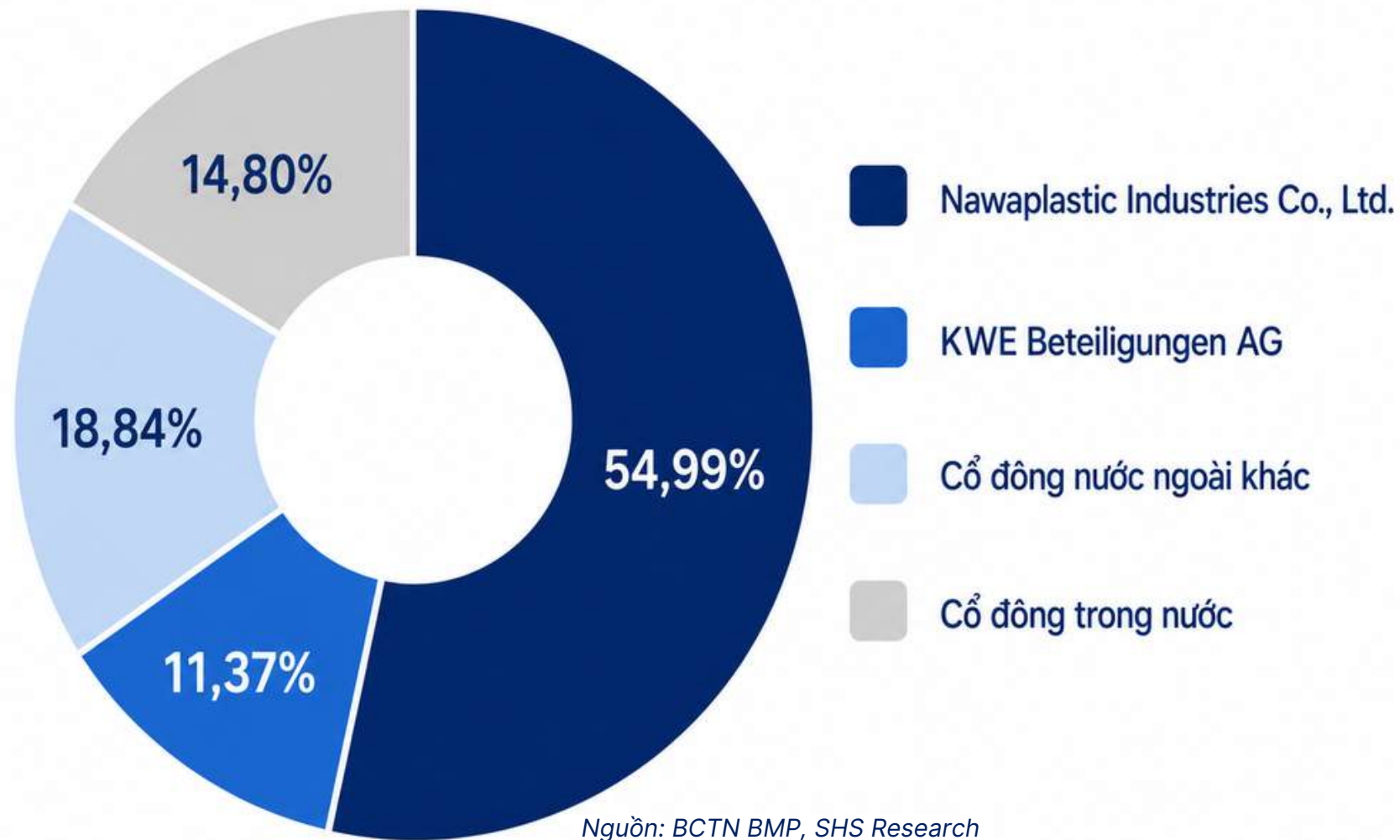
Nhìn lại lịch sử phát triển, lợi thế của BMP được tích lũy qua ba lớp chính: **chất lượng sản phẩm, độ phủ thị trường và kỷ luật tài chính**. Đây là nền tảng giúp công ty duy trì vị thế đầu ngành, khả năng sinh lời tương đối bền vững và chính sách cổ tức hấp dẫn ngay cả khi ngành xây dựng và giá nguyên liệu biến động.



Nguồn: BCTN BMP, SHS Research

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu cổ đông



Cổ đông / Nhóm cổ đông	Quốc gia / Nhóm	Số cổ phần	Tỷ lệ
Nawaplastic Industries Co., Ltd.	Thái Lan	45.015.911	54,99%
KWE Beteiligungen AG	Thụy Sĩ	9.305.008	11,37%
Cổ đông nước ngoài khác	Nước ngoài	15.425.214	18,84%
Cổ đông trong nước	Việt Nam	12.114.805	14,80%
TỔNG SỞ HỮU NƯỚC NGOÀI		69.746.133	85,20%
TỔNG SỐ CỔ PHẦN		81.860.938	100,00%

Tính đến cuối năm 2025, cơ cấu cổ đông của BMP có mức độ tập trung cao, với **Nawaplastic Industries Co., Ltd.** – thành viên thuộc hệ sinh thái SCG Thái Lan – nắm **54,99% vốn điều lệ** và giữ vai trò cổ đông chi phối. Bên cạnh đó, **KWE Beteiligungen AG** nắm **11,37%**, trong khi tổng sở hữu nước ngoài tại BMP đạt **85,2%**, cho thấy cổ phiếu BMP vẫn có mức độ hiện diện rất lớn của nhóm nhà đầu tư ngoại.

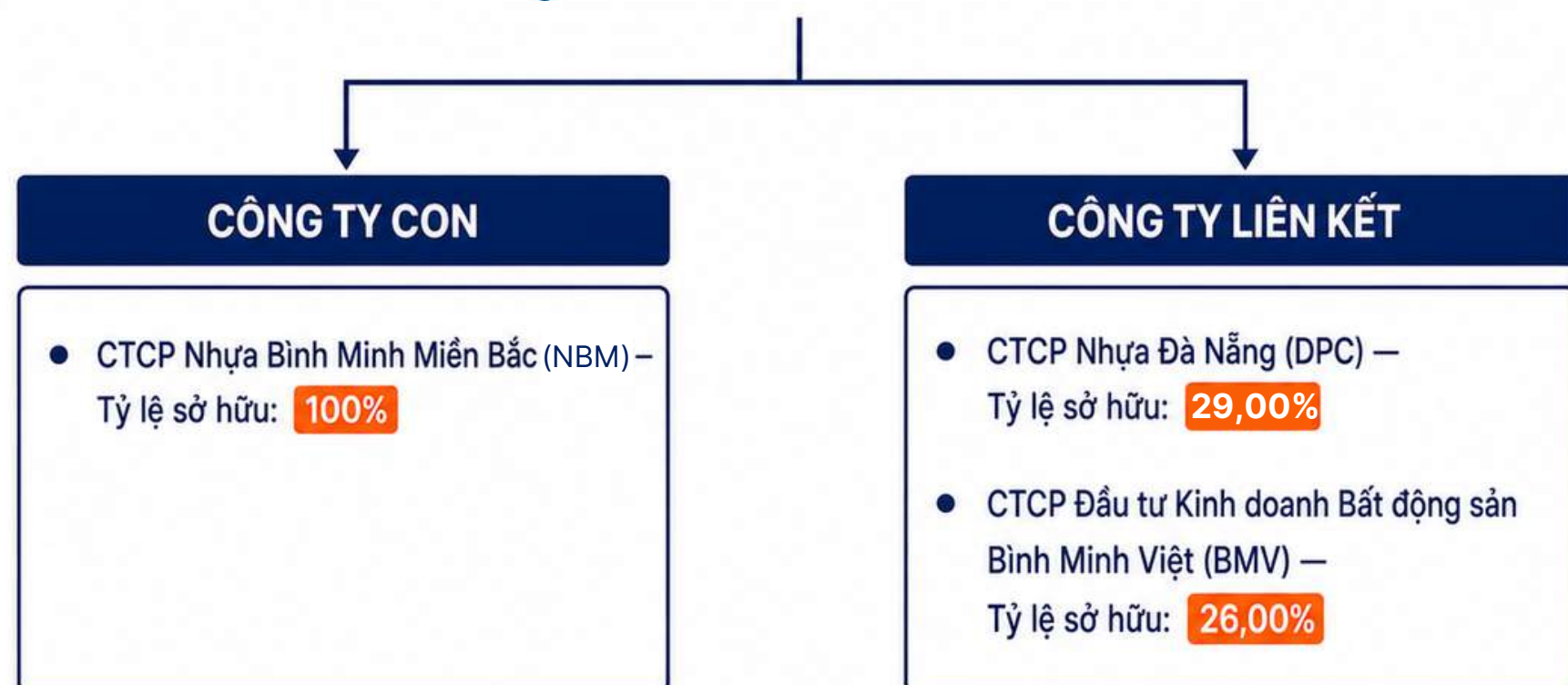
Điểm đáng chú ý là BMP đã chuyển từ mô hình có yếu tố Nhà nước sang mô hình được kiểm soát bởi cổ đông chiến lược nước ngoài sau giai đoạn SCIC thoái vốn. Với phần lớn cổ phần nằm trong tay **Nawaplastic/SCG và các cổ đông tổ chức**, cơ cấu sở hữu của BMP khá **“cô đặc”**: quyền kiểm soát tập trung rõ ràng, trong khi lượng cổ phiếu thực sự tự do giao dịch trên thị trường không quá lớn. Điều này củng cố câu chuyện đầu tư của BMP theo hướng **quản trị chặt chẽ, kỷ luật vốn cao và ưu tiên dòng tiền/cổ tức tiền mặt cho cổ đông**.

I. TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Cơ cấu tổ chức và các đơn vị thành viên



NHỰA BÌNH MINH®



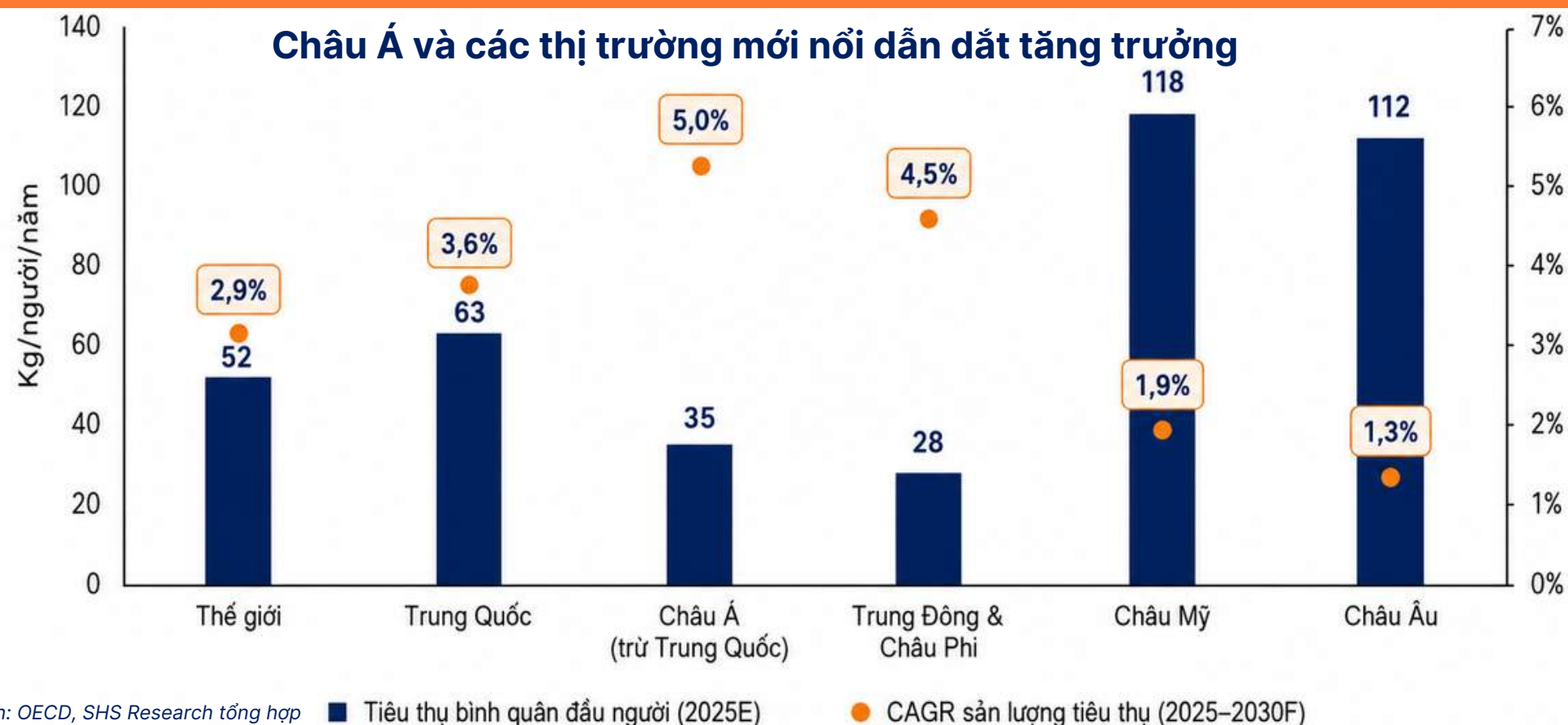
Nguồn: BCTN BMP, SHS Research

Cơ cấu tổ chức của **BMP tương đối đơn giản** so với các tập đoàn đa ngành, với trọng tâm vẫn nằm ở sản xuất và phân phối ống nhựa. Các đơn vị thành viên không tạo thành mảng kinh doanh độc lập lớn, mà chủ yếu đóng vai trò **mở rộng năng lực sản xuất, hỗ trợ hiện diện vùng miền** và xử lý các khoản đầu tư ngoài cốt lõi. Điều quan trọng do đó không phải số lượng công ty thành viên, mà là mức độ đóng góp của từng đơn vị vào thương hiệu, mạng lưới phân phối và vị thế cạnh tranh.

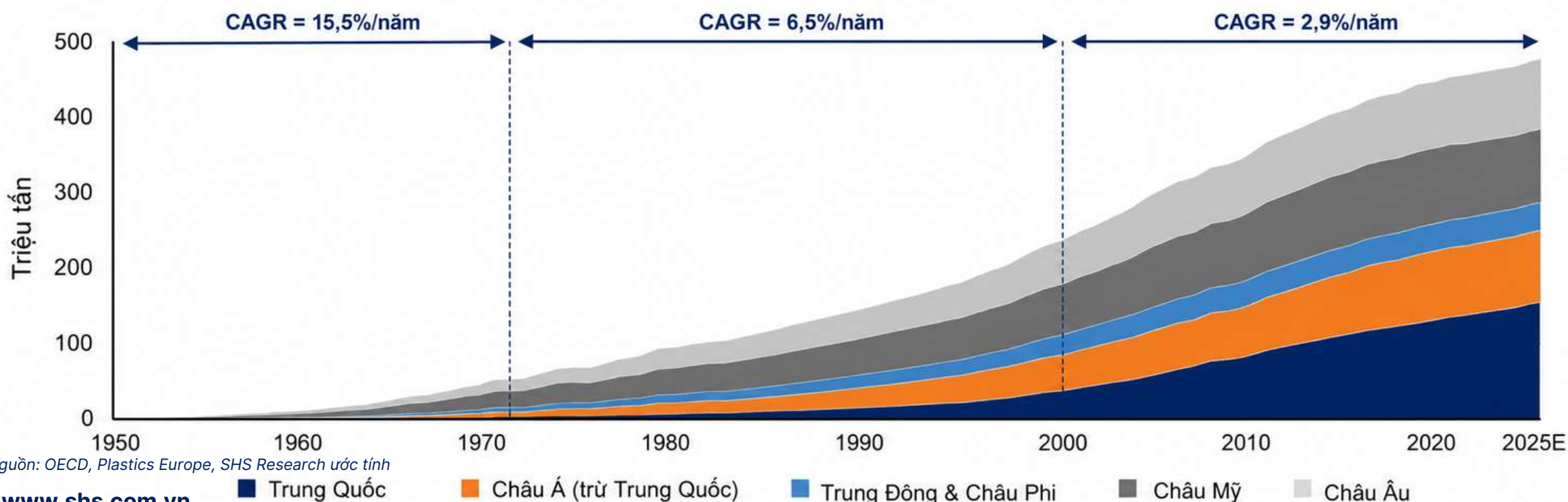
- **NBM** là nền tảng sản xuất và hiện diện thương hiệu của BMP tại phía Bắc. Nhà máy Hưng Yên giúp BMP **rút ngắn khoảng cách địa lý với thị trường miền Bắc** — nơi Nhựa Tiền Phong chiếm ưu thế — đồng thời duy trì nguyên tắc "một thương hiệu, một chất lượng" và giảm phụ thuộc vào cụm sản xuất phía Nam. Dù chưa phải khu vực tạo lợi thế lớn nhất, NBM vẫn có ý nghĩa chiến lược và hoạt động ổn định trong năm 2025.
- **DPC** giúp BMP duy trì hiện diện tại miền Trung – Tây Nguyên mà không cần tự đầu tư hệ thống sản xuất riêng. Công ty có lịch sử lâu đời trong ngành nhựa, hoạt động ở mảng bao bì và ống nước phục vụ công nghiệp, nông nghiệp và xây dựng. Với BMP, vai trò thực tế của DPC nghiêng về **hỗ trợ phân phối và trung chuyển** hơn là một động lực lợi nhuận độc lập.
- **BMV** khác với NBM và DPC do không trực tiếp gắn với sản xuất ống nhựa. Vai trò ban đầu liên quan đến chuyển đổi công năng khu đất 240 Hậu Giang sau khi BMP di dời Nhà máy 1. Theo BCTN 2025, **BMV đang làm thủ tục chấm dứt hoạt động**, nên được xem là khoản đầu tư không còn trọng yếu.

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Tổng quan ngành nhựa toàn cầu



Ngành nhựa đã bước vào giai đoạn trưởng thành — tăng trưởng tiêu thụ nhựa nguyên sinh toàn cầu đã chậm lại còn ~2,9%/năm trong giai đoạn gần đây



Ngành nhựa toàn cầu đã bước vào **giai đoạn trưởng thành**: tăng trưởng tiêu thụ nhựa nguyên sinh **đã chậm lại rõ rệt kể từ năm 2000**. Động lực hiện chủ yếu đến từ **Trung Quốc và các nền kinh tế châu Á mới nổi**, trong khi các thị trường phát triển (NAFTA, EU, Nhật Bản) đã bão hòa. Theo **OECD**, tiêu thụ nhựa nguyên sinh toàn cầu chỉ tăng nhẹ đến năm 2030, với châu Á tiếp tục là động lực chính.

Sự **phân hóa giữa các khu vực** ngày càng rõ nét. Các thị trường phát triển như Mỹ và châu Âu có mức tiêu thụ nhựa bình quân đầu người cao (**trên 110 kg/người/năm**) nhưng tốc độ tăng trưởng đã giảm về **1–2%/năm**. Ngược lại, châu Á (ngoài Trung Quốc) và Trung Đông – châu Phi có mức tiêu thụ đầu người thấp hơn nhiều nhưng duy trì tốc độ tăng trưởng **4–5%/năm** — trở thành **động lực chính** cho nhu cầu nhựa toàn cầu giai đoạn tới.

Bức tranh này cho thấy **du địa tăng trưởng dài hạn** của ngành nhựa đã dịch chuyển về **các nền kinh tế đang phát triển**. Là một thị trường châu Á mới nổi với mức tiêu thụ đầu người còn thấp, **Việt Nam nằm trong nhóm hưởng lợi rõ rệt nhất** từ xu hướng này.

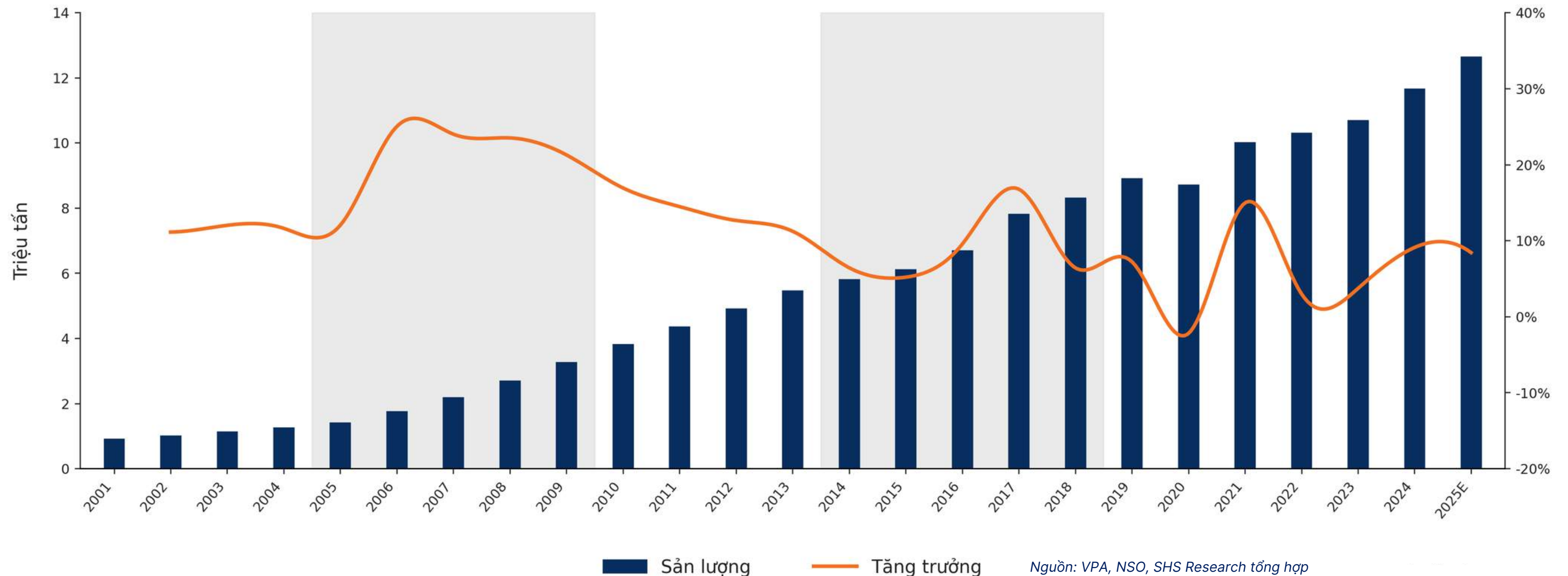
II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Tổng quan ngành nhựa Việt Nam

Trái ngược với xu hướng chững lại của thị trường thế giới, ngành nhựa Việt Nam vẫn **tăng trưởng nhanh hơn đáng kể** so với mặt bằng chung và vượt tốc độ tăng GDP danh nghĩa. Theo **Hiệp hội Nhựa Việt Nam (VPA)**, tổng doanh thu ngành đạt **31,5 tỷ USD năm 2024**, tương ứng sản lượng **11,65 triệu tấn**. Sau giai đoạn chững lại 2020–2023 do COVID-19 và cầu nội địa yếu, sản lượng đã **phục hồi mạnh trong năm 2024** nhờ tiêu thụ nội địa khởi sắc và xuất khẩu tích cực.

Tiêu thụ nhựa bình quân đầu người của Việt Nam **vẫn thấp hơn nhiều** so với mức trung bình thế giới và các nền kinh tế phát triển. Khoảng cách này cho thấy **địa tăng trưởng còn lớn** trong trung – dài hạn, khi quá trình **đô thị hóa** tiếp diễn và **tầng lớp trung lưu mở rộng**. Riêng phân khúc **nhựa xây dựng — lĩnh vực cốt lõi của BMP — được hưởng lợi trực tiếp** từ chu kỳ phục hồi đầu tư hạ tầng và xây dựng dân dụng.

Sản lượng nhựa Việt Nam phục hồi mạnh trong năm 2024 sau giai đoạn chững lại 2020–2023



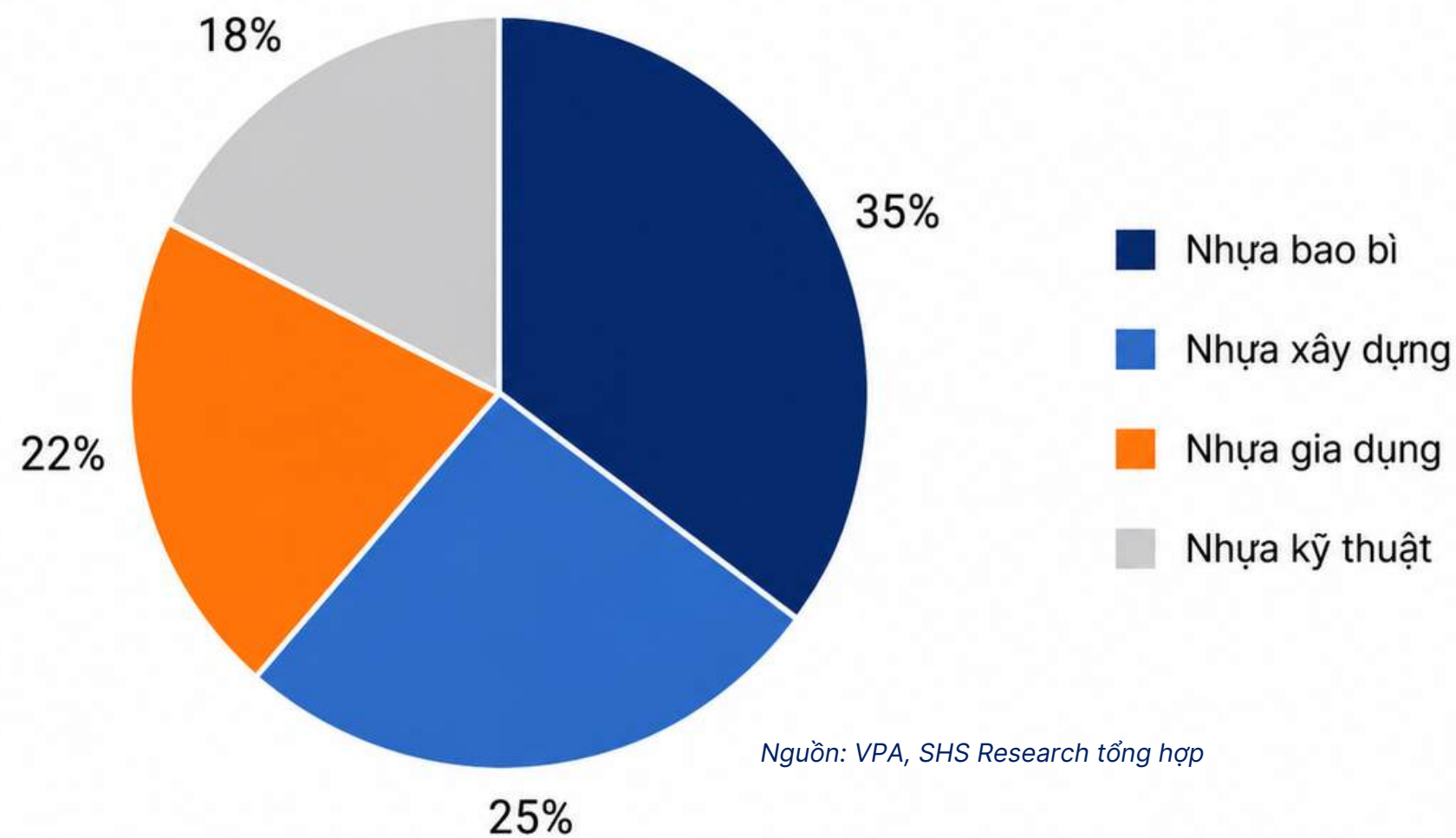
Nguồn: VPA, NSO, SHS Research tổng hợp

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

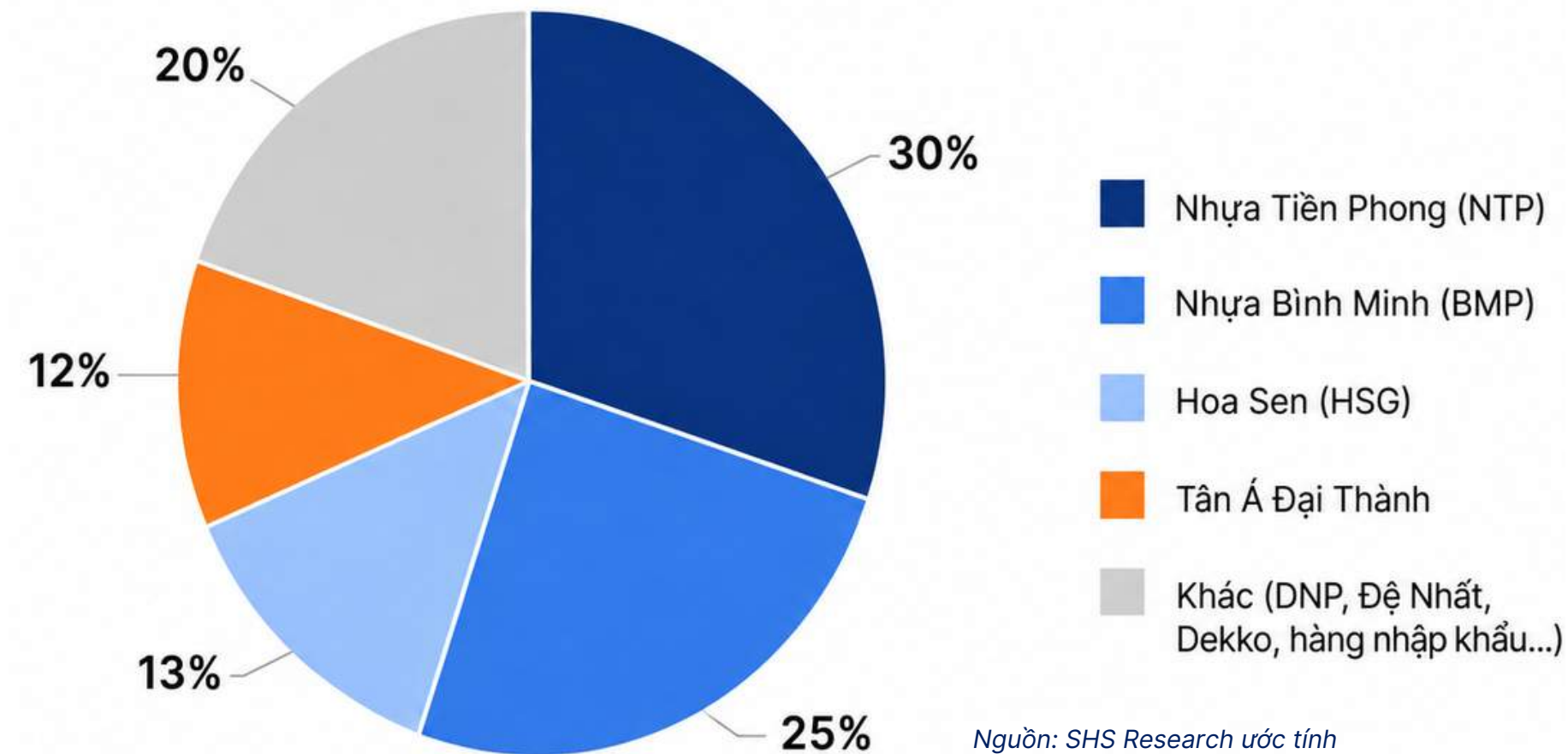
Cơ cấu sản phẩm và phân khúc ngành nhựa

Ngành nhựa Việt Nam được phân thành bốn nhóm sản phẩm chính: (i) **nhựa bao bì**, chiếm khoảng **35%** sản lượng toàn ngành; (ii) **nhựa xây dựng**, chiếm **25%**; (iii) nhựa gia dụng; và (iv) nhựa kỹ thuật. Trong đó, hai phân khúc bao bì và xây dựng chiếm tỷ trọng áp đảo và tập trung phần lớn các doanh nghiệp niêm yết của ngành. **BMP hoạt động trong phân khúc nhựa xây dựng**, cụ thể là **ống nhựa và phụ kiện** cho công trình xây dựng dân dụng.

Nhựa bao bì và nhựa xây dựng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu sản lượng ngành nhựa (2025)



Thị phần ống nhựa Việt Nam có mức độ tập trung cao (2025E)



Trong phân khúc nhựa xây dựng, sản phẩm được chia thành hai nhóm: (i) **ống nhựa và phụ kiện**, phục vụ chủ yếu thị trường nội địa do đặc thù sản phẩm công kênh và chi phí vận chuyển cao; (ii) các **vật liệu xây dựng nhựa khác** như sàn nhựa SPC, khung cửa, tấm lợp, hiện là nhóm **xuất khẩu chủ lực** của ngành nhựa Việt Nam. Do hạn chế vận chuyển, thị trường ống nhựa Việt Nam có tính **địa phương rõ rệt và mức độ tập trung cao**. Hai doanh nghiệp dẫn đầu là **NTP** (Nhựa Tiền Phong) chiếm ưu thế tại **miền Bắc** và **BMP** chiếm ưu thế tại **miền Nam**, theo sau là HSG, DNP và các doanh nghiệp nhỏ hơn.

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Đặc điểm kinh tế ngành: Phụ thuộc hạt nhựa và biến động giá dầu

Đặc trưng kinh tế lớn nhất của ngành nhựa là **sự phụ thuộc gần như tuyệt đối vào giá hạt nhựa nguyên sinh**. Khâu chuyển đổi nhựa chủ yếu là biến đổi vật lý nên giá trị gia tăng thấp, và nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng chi phí lớn nhất — trong đó hạt nhựa là cấu phần đơn lẻ lớn nhất. Các doanh nghiệp, bao gồm BMP, chủ yếu là bên chấp nhận giá, nên biên lợi nhuận gộp phụ thuộc trực tiếp vào giá hạt nhựa và khả năng chuyển chi phí đầu vào sang giá bán.

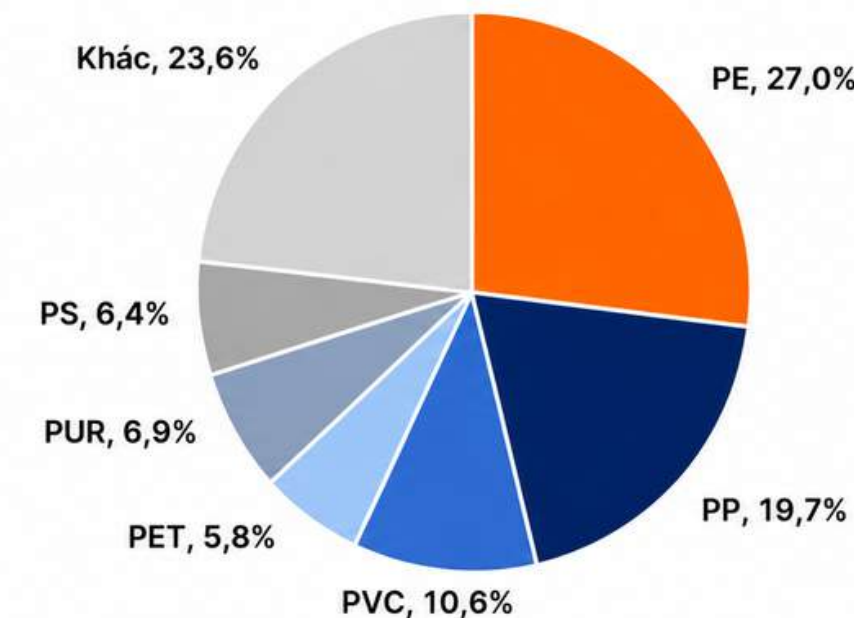
Ba loại hạt nhựa chính — PE, PP và PVC — chiếm phần lớn nhu cầu nhựa nguyên sinh tại Việt Nam, tương đồng với cơ cấu toàn cầu. **PVC là nguyên liệu đầu vào chính của BMP**, dùng để sản xuất ống uPVC — nhóm sản phẩm chủ lực của Công ty. Do cấu trúc tiêu thụ trong nước tương đồng toàn cầu, giá hạt nhựa tại Việt Nam được niêm yết theo chuẩn quốc tế, không có sự bảo hộ về giá.

Hạt nhựa nguyên sinh là sản phẩm hóa dầu, được sản xuất từ dầu thô và khí tự nhiên. Trong dài hạn, **giá hạt nhựa biến động cùng chiều với giá dầu Brent và khí tự nhiên** — mối tương quan duy trì gần hai thập kỷ, dù có giai đoạn lệch pha ngắn hạn do cung cầu khu vực (điển hình là 2021–2022). Vì vậy, biên lợi nhuận của BMP nhạy cảm trực tiếp với chu kỳ giá dầu toàn cầu.

Đặc điểm kinh tế thứ hai là **mức độ phụ thuộc nhập khẩu cao**. Theo Bộ Công Thương, nguồn cung trong nước chỉ đáp ứng khoảng 15–35% nhu cầu hạt nhựa nguyên sinh, phần còn lại được nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản và ASEAN. Điều này khiến biên lợi nhuận của doanh nghiệp chuyển đổi nhựa chịu tác động kép từ biến động giá hạt nhựa toàn cầu và rủi ro tỷ giá VND/USD.

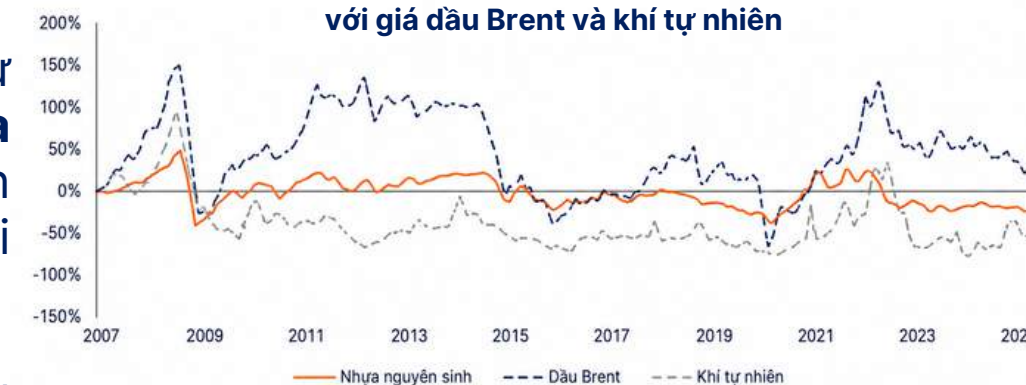
Riêng đối với BMP, quan hệ cung ứng với **TPC Vina** — nhà sản xuất hạt PVC cùng tập đoàn mẹ SCG, đặt tại KCN Gò Dầu (Đồng Nai) — giúp giảm một phần rủi ro logistics nhập khẩu và cải thiện tầm nhìn về giá nguyên liệu. Tuy vậy, giá tham chiếu vẫn theo chuẩn quốc tế, nên lợi thế này không loại bỏ hoàn toàn rủi ro giá đầu vào.

Cơ cấu sản lượng nhựa nguyên sinh theo chủng loại



Nguồn: Plastics Europe 2025, SHS Research

Giá nhựa nguyên sinh* có xu hướng biến động cùng chiều với giá dầu Brent và khí tự nhiên



Nguồn: Bloomberg, EIA, SHS Research

*Giá nhựa nguyên sinh được tính bằng trung bình giá của HDPE, LDPE, LLDPE, PP và nhựa PVC

Nguồn: Bloomberg, EIA, SHS Research

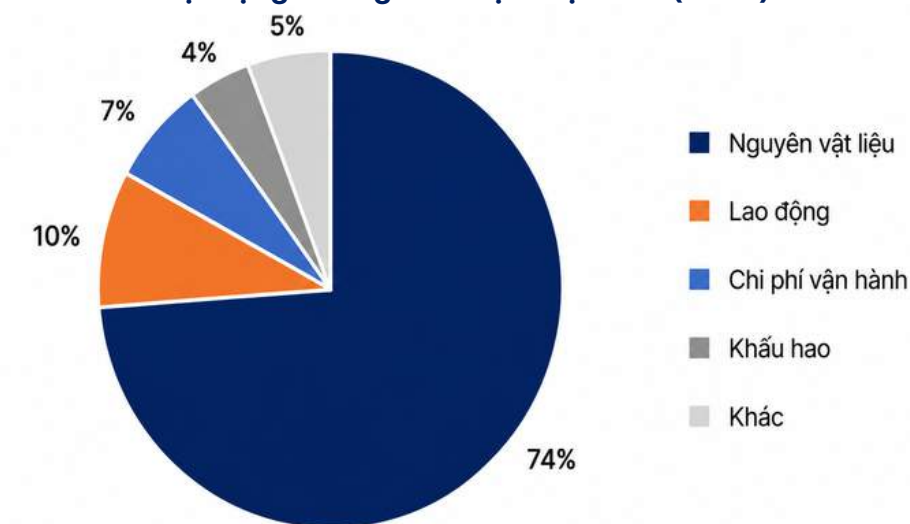
Số liệu nhập khẩu các loại nhựa chính, năm 2023

Loại nhựa	Nhập khẩu (tấn/năm)
PET	1.430.194
PP	1.862.351
PE	1.269.248

Chú thích: HS = Hệ thống hài hòa về danh mục thuế quan; PE = polyetylen; PET = polyetylen terephthalate; PP = polypropylen.

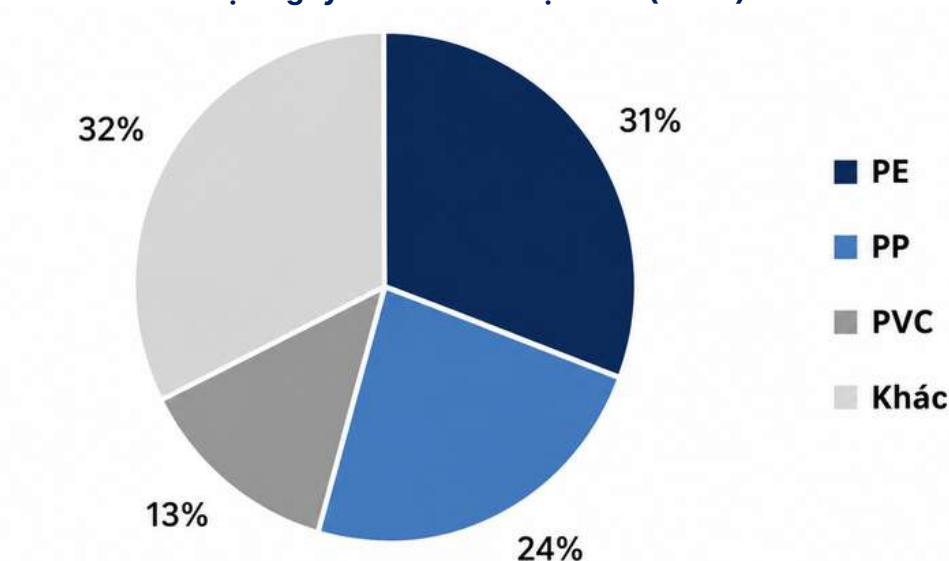
Nguồn: Trung tâm Thương mại Quốc tế, Trade Map, Trade Statistics for International Business Development, SHS tổng hợp

Nguyên vật liệu chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí hoạt động của ngành nhựa Việt Nam (2025)



Nguồn: BCTC DN niêm yết, SHS Research ước tính

PE, PP, và PVC chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tiêu thụ nhựa nguyên sinh của Việt Nam (2025)

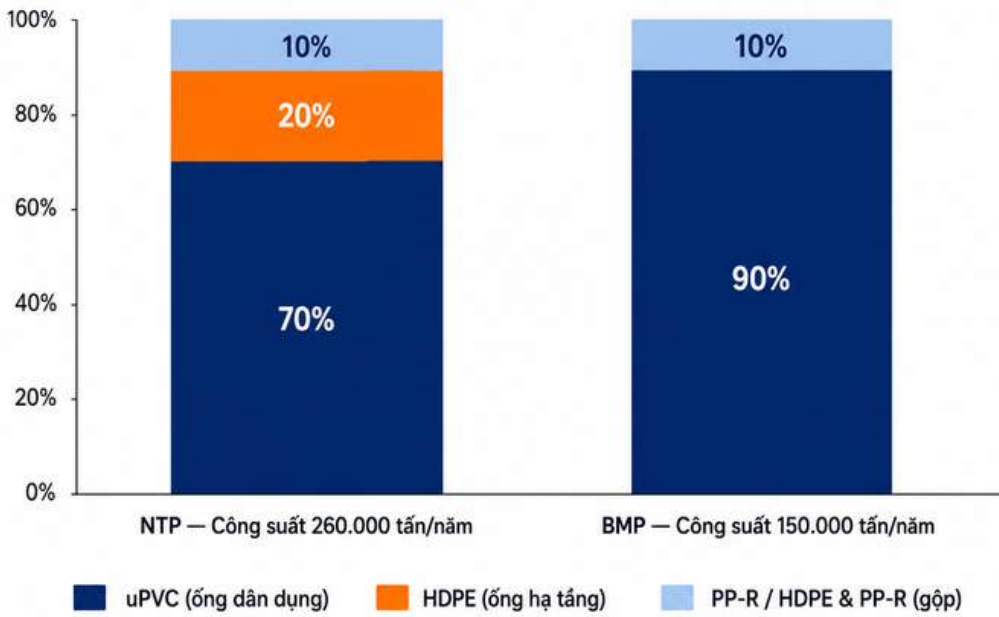


Nguồn: Plastics Europe 2025, SHS Research

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

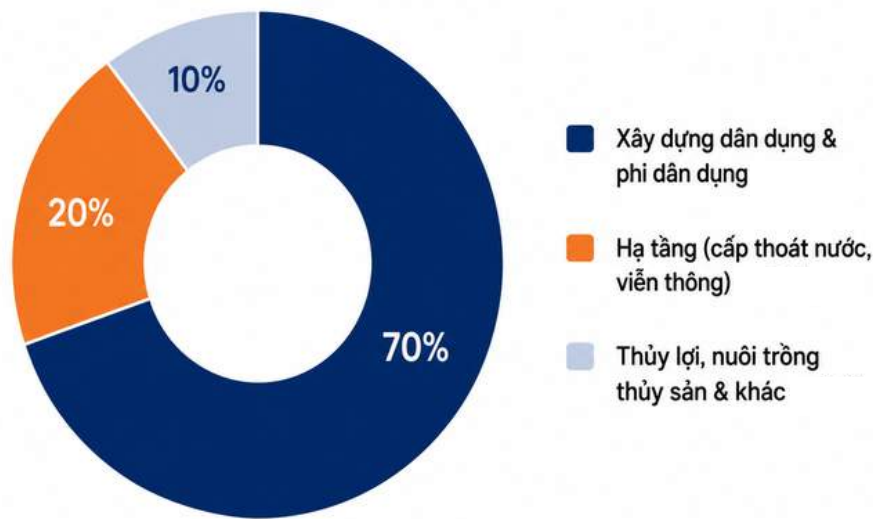
Phân khúc nhựa xây dựng và thị trường ống nhựa

BMP tập trung gần như toàn bộ vào ống uPVC dân dụng; NTP đa dạng hơn nhờ ~20% ống HDPE hạ tầng



Nguồn: BCTN BMP, BCTN NTP; SHS Research ước tính

Khoảng 70% nhu cầu ống nhựa đến từ xây dựng dân dụng — gắn chặt với chu kỳ bất động sản nhà ở



Nguồn: SHS Research tổng hợp

Phân khúc nhựa xây dựng gồm hai nhóm: (i) **ống nhựa và phụ kiện** — chủ yếu tiêu thụ nội địa do sản phẩm công kênh, chi phí vận chuyển cao; và (ii) **vật liệu xây dựng nhựa khác** (sàn SPC, khung cửa, tấm lợp) — nhóm xuất khẩu chủ lực. Sàn nhựa SPC đã trở thành mặt hàng xuất khẩu trọng điểm, đạt 1,5 tỷ USD sang Mỹ năm 2024 nhờ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng khỏi Trung Quốc. Đối với BMP, thị trường liên quan là **ống nhựa nội địa**.

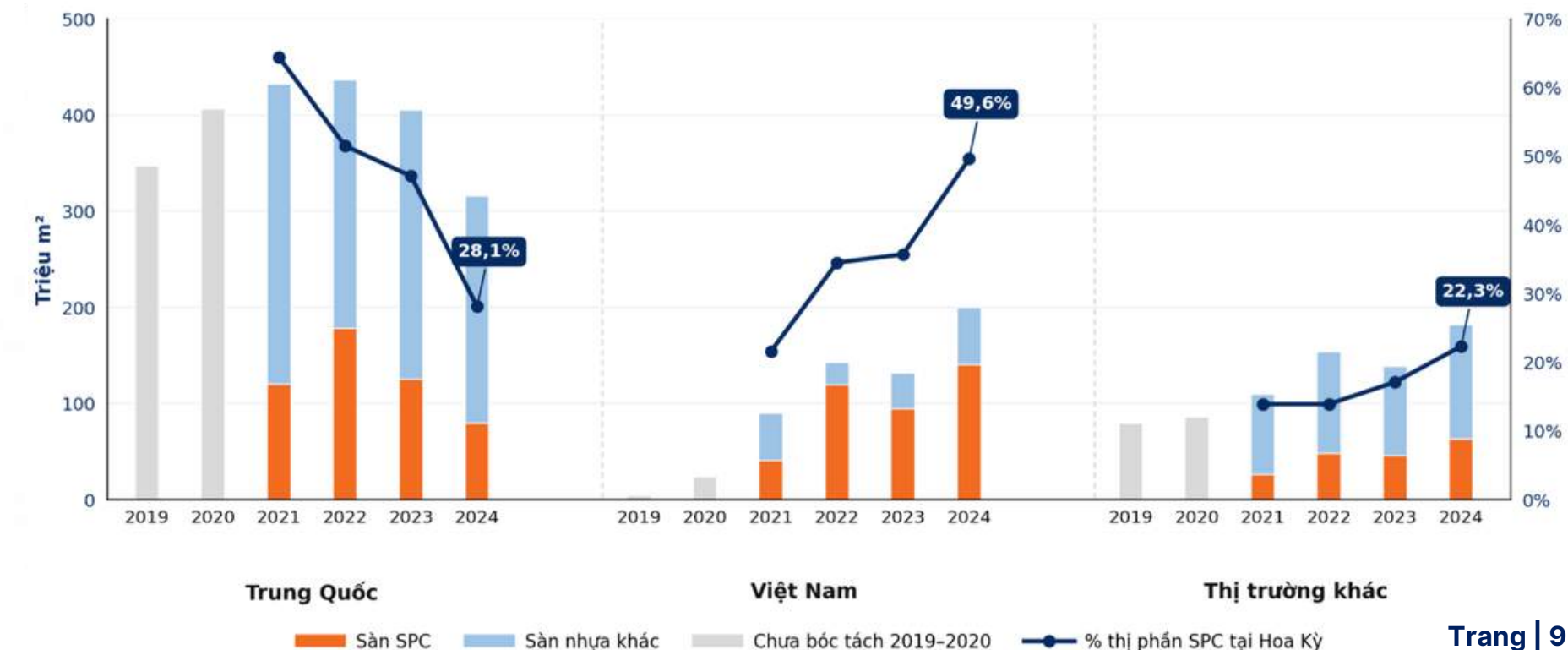
Thị trường ống nhựa Việt Nam có tính địa phương rõ rệt và mức độ tập trung cao: do giá trị trên khối lượng thấp, các nhà sản xuất phục vụ khu vực lân cận nhà máy. Thị trường chia theo hai trục Bắc – Nam — **NTP chiếm ưu thế miền Bắc, BMP chiếm ưu thế miền Nam** — và hai doanh nghiệp nắm phần lớn thị phần toàn quốc, theo sau là HSG, Tân Á Đại Thành và các đối thủ nhỏ hơn.

Cạnh tranh trong ngành phân hóa rõ giữa hai nhóm khách hàng. **Phân khúc dân dụng & phi dân dụng** ưu tiên chất lượng và thương hiệu hơn giá, bán qua hệ thống đại lý — rào cản gia nhập cao nhờ uy tín thương hiệu và mạng lưới phân phối lâu năm. **Phân khúc hạ tầng** (cấp thoát nước, dự án công) cạnh tranh giá gay gắt hơn do bán qua đấu thầu, biên lợi nhuận thấp hơn nhưng ổn định nhờ gắn với giải ngân đầu tư công.

Sự phân hóa này tạo nên chiến lược khác biệt giữa hai doanh nghiệp dẫn đầu. **NTP đa dạng hơn** — khoảng 20% doanh thu từ hạ tầng nhờ tỷ trọng ống HDPE cao, giảm rủi ro tập trung khi bất động sản nhà ở chậm lại. **BMP tập trung gần như toàn bộ vào ống uPVC dân dụng**, đánh đổi đa dạng hóa để bảo vệ biên lợi nhuận gộp cao hơn. Hai cấu trúc rủi ro – lợi nhuận này là cơ sở quan trọng cho định giá so sánh NTP và BMP.

Sàn SPC của Việt Nam đang nhanh chóng gia tăng thị phần tại Hòa Kỳ

Nguồn: U.S ITC, SHS Research



II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

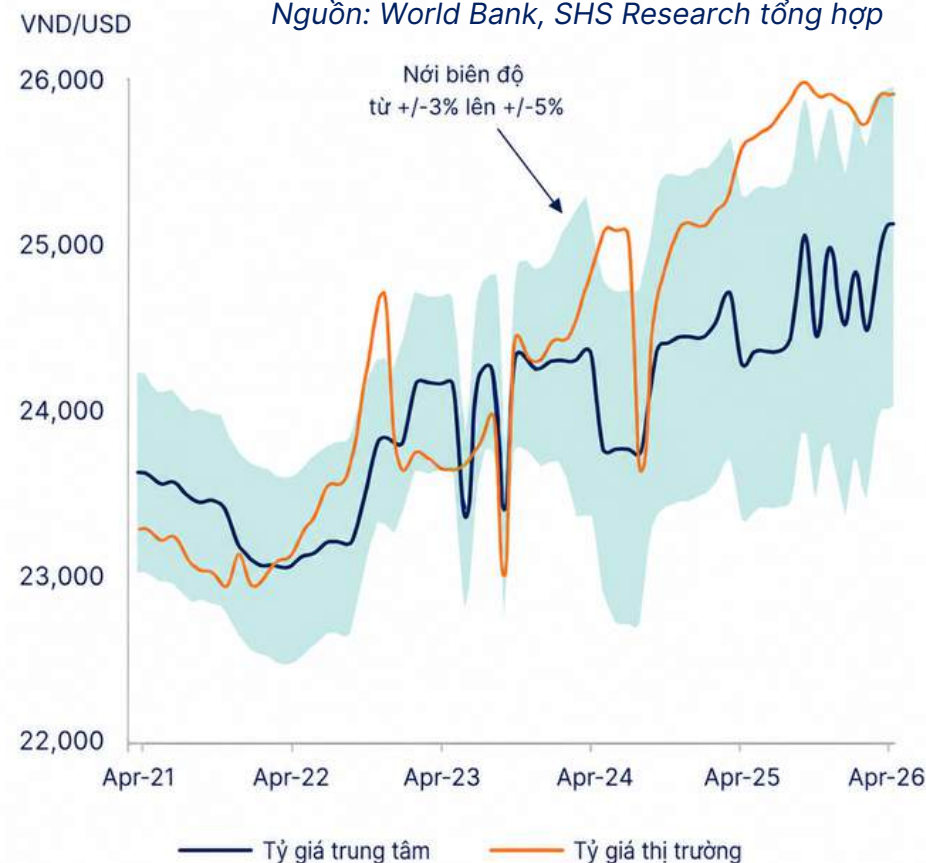
Mặc dù nhu cầu ngành nhựa xây dựng tích cực, ngành đang đối mặt áp lực chi phí đầu vào từ **cú sốc dầu Trung Đông kể từ tháng 3/2026**. Theo World Bank, giá năng lượng toàn cầu đã tăng hơn 50% YoY đến cuối tháng 4/2026; giá dầu Brent dự báo bình quân 86 USD/thùng năm 2026 (so với 69 USD/thùng năm 2025), và có thể lên 115 USD/thùng nếu gián đoạn nguồn cung kéo dài.

Việt Nam đặc biệt dễ tổn thương trước cú sốc: khoảng 2/3 dầu thô nhập khẩu đến từ Trung Đông và dự trữ chỉ tương đương ~25 ngày tiêu thụ — thấp hơn nhiều chuẩn 90 ngày của IEA. Cú sốc lan truyền vào nền kinh tế qua nhiều kênh truyền dẫn, được tóm tắt trong sơ đồ bên phải.

Đối với ngành nhựa, **kênh trọng yếu nhất là giá hạt nhựa nguyên sinh nhập khẩu**, vốn được định giá theo chuẩn naphtha và dầu thô toàn cầu. Riêng BMP — PVC chiếm **65-70% chi phí sản xuất** — biến động giá dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp và đáng kể đến biên lợi nhuận gộp trong các quý tới.

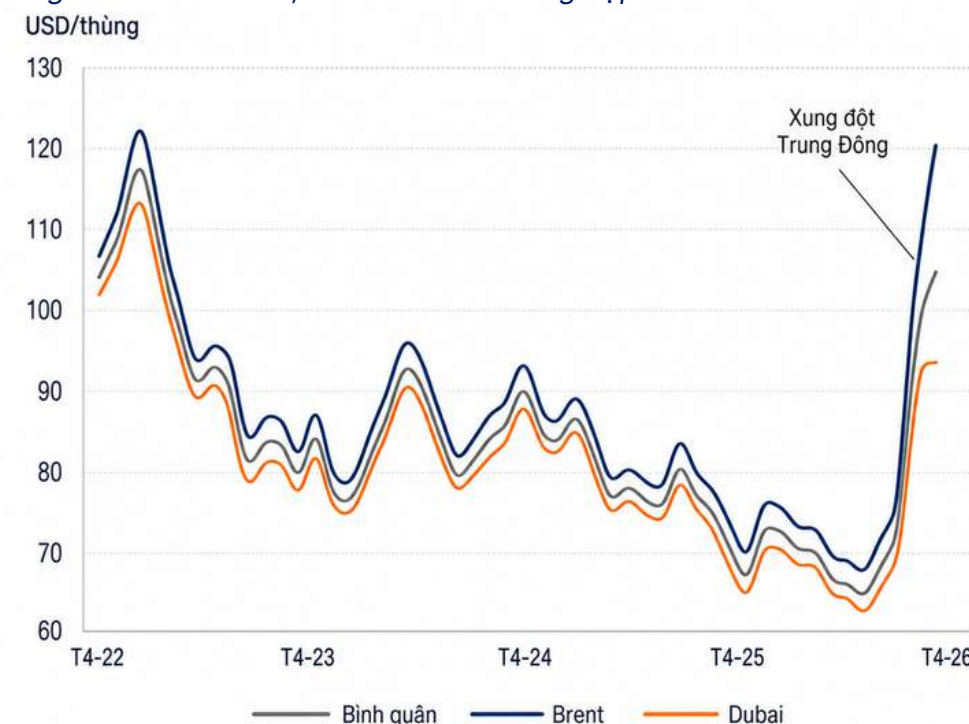
Áp lực tỷ giá là kênh thứ hai. **VND đã mất giá hơn 3% so với USD từ đầu năm 2026**, trong khi dự trữ ngoại hối chỉ tương đương ~2 tháng nhập khẩu — hạn chế dư địa can thiệp của NHNN. Do nguyên liệu PVC nhập khẩu hoặc định giá bằng USD còn doanh thu thu bằng VND, mất giá VND tạo **áp lực kép** lên biên lợi nhuận của BMP. Quan hệ cung ứng với TPC Vina (cùng tập đoàn SCG) giảm rủi ro logistics nhập khẩu nhưng không loại bỏ rủi ro giá nguyên liệu và tỷ giá.

VND đã mất giá hơn 3% so với USD từ đầu năm 2026
Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp

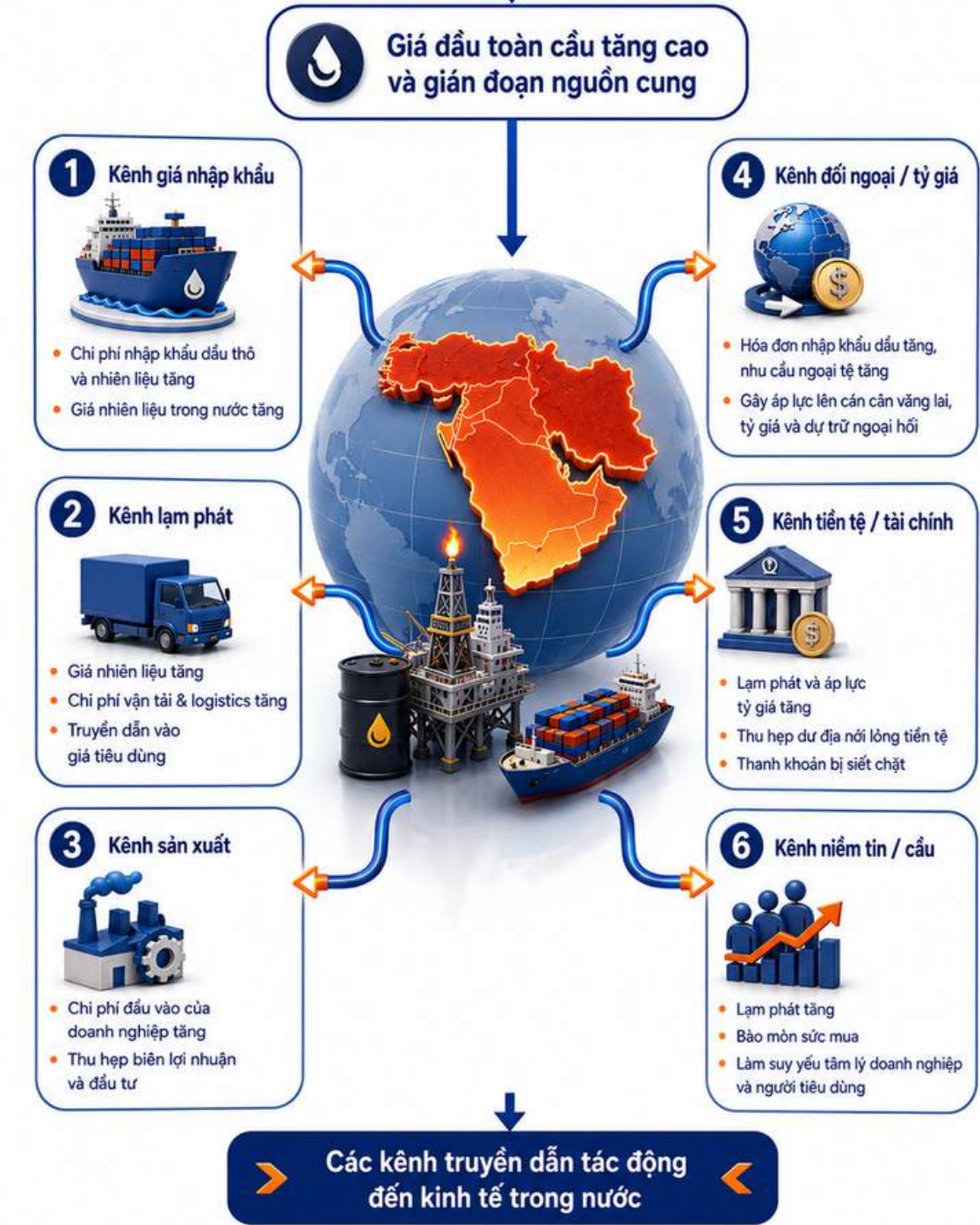


Giá dầu bật tăng mạnh sau khi xung đột Trung Đông nổ ra từ tháng 3/2026

Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp



Xung đột Trung Đông

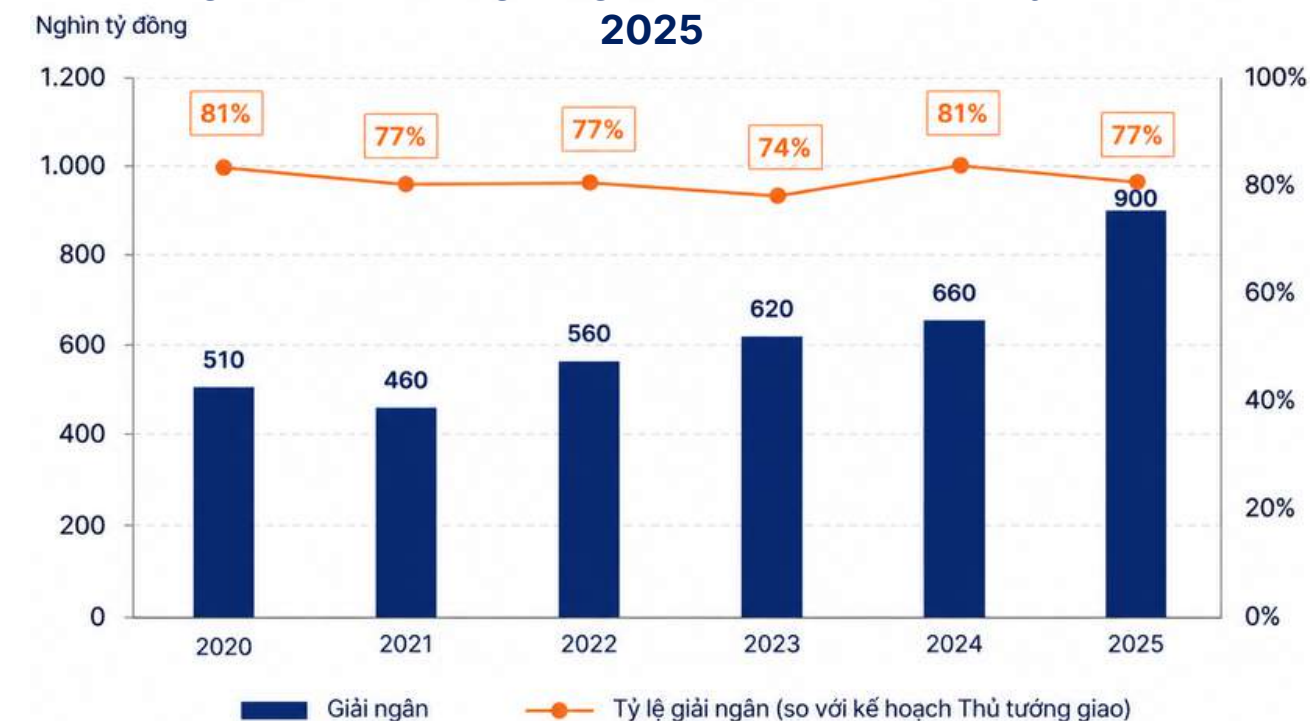


Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Động lực nhu cầu: Phục hồi xây dựng và đầu tư công

Giải ngân đầu tư công tăng mạnh, đạt mức cao kỷ lục năm 2025



Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp

Sản lượng ống nhựa nội địa được dự báo tăng trưởng tích cực đến năm 2030
CAGR = 5,7%/năm



Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp

Nhu cầu ống nhựa nội địa đang phục hồi mạnh sau giai đoạn trầm lắng 2022–2024: sản lượng tiêu thụ ống nhựa Việt Nam ước tăng khoảng **24% YoY trong 9 tháng đầu 2025** — mức cao nhất nhiều năm — và được kỳ vọng duy trì tăng trưởng hai con số trong 2025–2026F trước khi ổn định ở mức một con số.

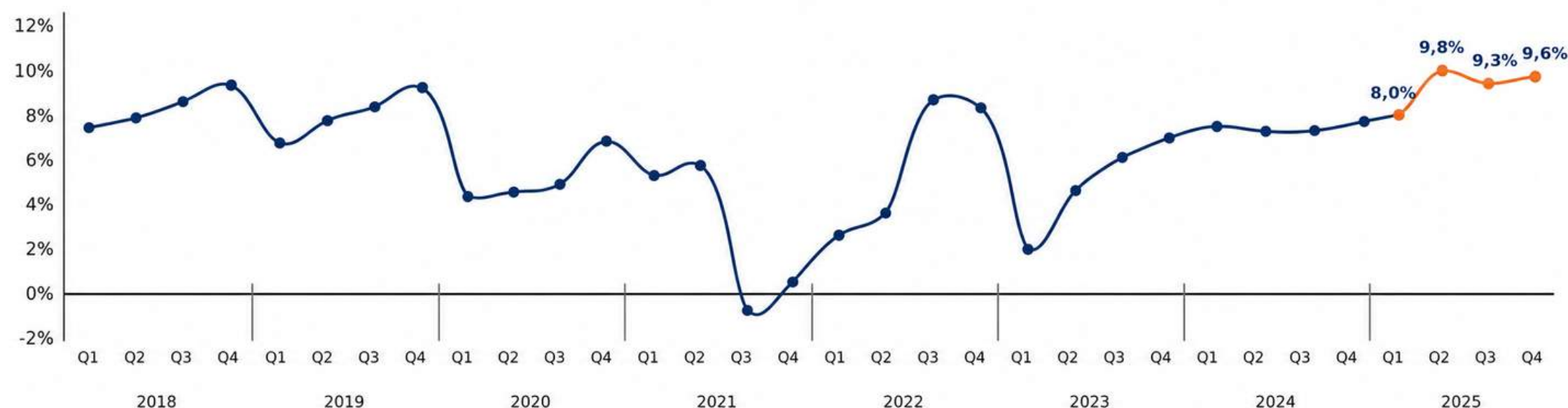
Động lực ngắn hạn đến từ **chu kỳ phục hồi của thị trường xây dựng nội địa**: tăng trưởng giá trị thực ngành xây dựng đã chuyển từ vùng âm (2022–2023) lên mức cao nhất nhiều năm, nhờ bất động sản nhà ở phục hồi, đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và mặt bằng lãi suất thấp.

Trong trung – dài hạn, **BMI dự báo** ngành xây dựng Việt Nam tăng trưởng bình quân **6,8–6,9%/năm giai đoạn 2024–2030F**, với cả ba phân khúc nhà ở, thương mại và hạ tầng nước đều tích cực — nền tảng là cơ cấu dân số vàng, đô thị hóa còn thấp và tầng lớp trung lưu mở rộng.

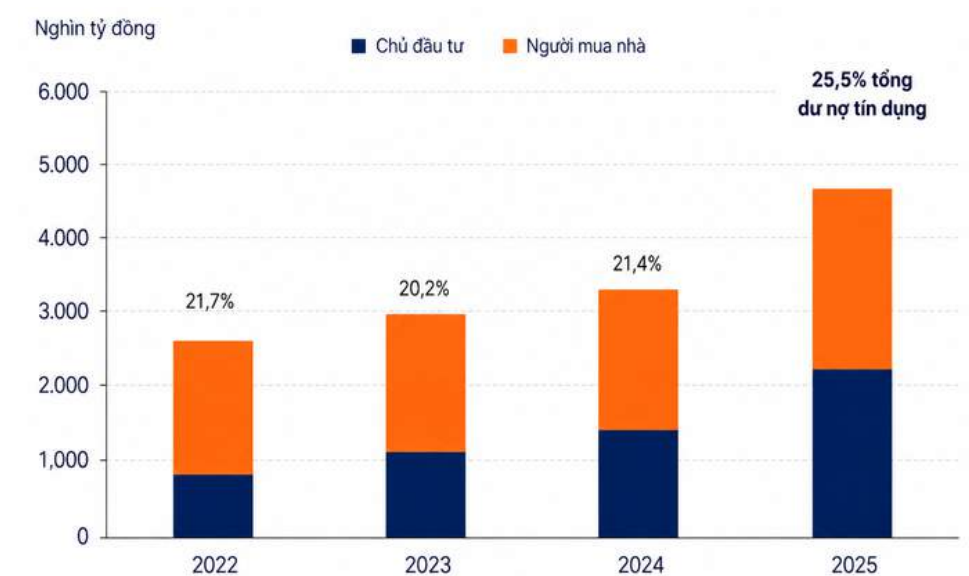
Kế hoạch **đầu tư công trung hạn 2026–2030 quy mô 320 tỷ USD** (~65% GDP 2025) là động lực dài hạn quan trọng; giải ngân đã tăng 45% trong năm 2025 (theo World Bank). Các dự án hạ tầng lớn (vành đai Hà Nội/TP.HCM, sân bay Long Thành, đường sắt, cao tốc Bắc–Nam) tạo nhu cầu cao cho **ống HDPE** — phân khúc bổ sung cho ống uPVC dân dụng của BMP và là cơ hội mở rộng thị phần trung hạn.

Ngành xây dựng phục hồi, tăng trưởng giá trị thực đạt mức cao nhất nhiều năm

Nguồn: GSO, SHS Research tổng hợp



Tín dụng bất động sản tăng tốc trở lại, đạt 25,5% tổng dư nợ năm 2025



Nguồn: World Bank, SHS Research tổng hợp

II. NGÀNH NHỰA VIỆT NAM

Khung pháp lý và môi trường kinh doanh

Khung pháp lý môi trường tác động đến ngành nhựa Việt Nam xoay quanh **Luật Bảo vệ Môi trường 2020 và Nghị định 08/2022/NĐ-CP** (cơ chế EPR), cùng lộ trình hạn chế nhựa dùng một lần đến năm 2031. Tuy nhiên, các quy định này chủ yếu nhằm vào **bao bì và nhựa dùng một lần** — ống nhựa xây dựng của BMP không thuộc diện điều chỉnh, nên **tác động trực tiếp đến BMP là trung lập**. Rủi ro duy nhất mang tính gián tiếp: nhà cung cấp hạt PVC (gồm TPC Vina) phải tuân thủ quy định môi trường chặt hơn, có thể truyền một phần chi phí vào giá đầu vào. Trên bình diện so sánh, BMP ở **vị thế thuận lợi hơn** các doanh nghiệp bao bì niêm yết (như AAA) trước xu hướng siết chặt quy định môi trường.

Các văn bản pháp lý môi trường hiện hành đều có tác động trung lập đến BMP

Năm ban hành	Văn bản	Nội dung chính	Tác động đến BMP
2010	Luật Thuế Bảo vệ Môi trường (Luật 57/2010/QH12)	Áp thuế môi trường khoảng 50.000 VND/kg đối với túi nilon mỏng HDPE, LDPE, LLDPE; không áp dụng cho ống nhựa xây dựng và các sản phẩm bền vững khác	Trung lập, không áp dụng cho sản phẩm BMP
2020	Luật Bảo vệ Môi trường (Luật 72/2020/QH14)	Khung pháp lý cao nhất về môi trường; lần đầu đưa cơ chế Trách nhiệm Mở rộng của Nhà sản xuất (EPR) vào luật; định hướng kinh tế tuần hoàn; lộ trình cấm sản phẩm nhựa dùng một lần đến 2030	Trung lập, sản phẩm ống nhựa xây dựng không thuộc danh mục bị hạn chế
12/2020	Quyết định 1746/QĐ-TTg	Kế hoạch hành động quản lý rác thải nhựa đại dương; mục tiêu giảm 75% rác thải nhựa biển đến 2030; loại bỏ nhựa dùng một lần tại các khu vực ven biển và du lịch	Trung lập, tập trung vào bao bì và nhựa dùng một lần
01/2022	Nghị định 08/2022/NĐ-CP	Triển khai chi tiết Luật BVMT 2020 và cơ chế EPR; tỷ lệ tái chế bắt buộc cho bao bì từ 2024 (PVC cứng 10%, PET cứng 22%); cấm sản xuất và nhập khẩu túi nilon không phân hủy sinh học từ 2026; mức phạt hành chính tối đa 2 tỷ đồng	Trung lập tích cực, ống PVC của BMP không thuộc danh mục bao bì bị áp dụng EPR; có thể chịu chi phí gián tiếp qua nhà cung cấp hạt PVC khi các đơn vị này phải tuân thủ quy định môi trường chặt chẽ hơn
06/2022	Quyết định 687/QĐ-TTg	Đề án phát triển kinh tế tuần hoàn tại Việt Nam; mục tiêu tái chế 85% rác thải nhựa và giảm 50% rác thải nhựa biển đến 2025; thu gom và xử lý 50% rác thải đô thị đến 2030; giảm phát thải khí nhà kính tối thiểu 15% đến 2030	Trung lập, không áp dụng trực tiếp cho phân khúc nhựa xây dựng
07/2022	Nghị định 45/2022/NĐ-CP	Chế tài xử phạt vi phạm hành chính trong lĩnh vực bảo vệ môi trường, bao gồm cảnh cáo, phạt tiền, biện pháp khắc phục đối với hành vi phân loại, thu gom, xử lý rác thải	Tác động hạn chế, chủ yếu áp dụng cho khâu xử lý sau tiêu dùng
2026-2031	Lộ trình thực thi cấm nhựa dùng một lần	Cấm túi nilon không phân hủy sinh học có kích thước dưới 50cm x 50cm và độ dày dưới 50 micron từ 1/2026; giảm dần các sản phẩm nhựa dùng một lần khác; cấm hoàn toàn từ 2031 (theo Luật BVMT 2020)	Trung lập tích cực, không áp dụng cho ống nhựa; làm giảm áp lực cạnh tranh nguồn lực ngành từ phân khúc bao

Nguồn: Bộ Tài nguyên và Môi trường, Cổng thông tin điện tử Chính phủ, SHS tổng hợp

III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA BMP

Hoạt động kinh doanh của BMP được tổ chức quanh **một chuỗi giá trị tập trung và kỷ luật** — từ khâu đầu vào hạt nhựa, qua sản xuất tại hệ thống nhà máy, đến phân phối qua mạng lưới đại lý phủ khắp cả nước. Khả năng sinh lời vượt trội của BMP không đến từ một lợi thế đơn lẻ, mà từ việc kiểm soát và tối ưu tốt **từng mắt xích** của chuỗi. Phần phân tích chuỗi giá trị ngay sau đây sẽ làm rõ lợi thế của BMP ở mỗi khâu.

Trên nền chuỗi giá trị đó, danh mục sản phẩm của BMP được cấu trúc thành **bốn nhóm với vai trò chiến lược khác biệt**. **Ống uPVC** là trụ cột — đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận, giữ vai trò "cash cow" của doanh nghiệp. **Ống HDPE** quy mô nhỏ hơn nhưng mang tính "quyền chọn tăng trưởng", gắn với làn sóng đầu tư hạ tầng. **Ống PPR** là dòng ngách cao cấp giúp củng cố định vị thương hiệu, trong khi **phụ kiện ống nhựa** là mảng bổ trợ tạo hiệu ứng "khóa chân" khách hàng. Mỗi nhóm có động lực tăng trưởng, biên lợi nhuận và mức độ rủi ro riêng.

Các phần tiếp theo phân tích lần lượt từng nhóm sản phẩm. Xuyên suốt, một đặc điểm nhất quán cần lưu ý: BMP luôn **ưu tiên bảo vệ biên lợi nhuận và chất lượng lợi nhuận** thay vì chạy theo tăng trưởng sản lượng đơn thuần. Chính lựa chọn chiến lược này định hình triển vọng, rủi ro và sức hấp dẫn đầu tư của từng mảng kinh doanh.

Ba dòng ống nhựa của BMP — đặc tính và công dụng

Tiêu chí	Ống uPVC	Ống HDPE	Ống PPR
Đặc tính nổi bật	Cứng, chi phí thấp	Đẻo, chịu áp lực & va đập cao	Chịu nhiệt độ cao
Công dụng chính	Cấp thoát nước (nước lạnh) trong nhà ở, công trình dân dụng	Hạ tầng: cấp thoát nước đô thị, bảo vệ cáp ngầm, công nghiệp, cao tốc	Dẫn nước nóng – lạnh trong tòa nhà, chung cư cao cấp
Đường kính & lắp đặt	Nhỏ–trung bình; nối keo dán/gioăng	Lớn (đến D1200 mm); hàn nóng chảy	Nhỏ–trung bình; hàn nhiệt
Vai trò với BMP	Trụ cột — "cash cow" (>93% mảng ống)	"Quyền chọn tăng trưởng" hạ tầng	Ngách cao cấp, biên lợi nhuận cao



III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Chuỗi giá trị

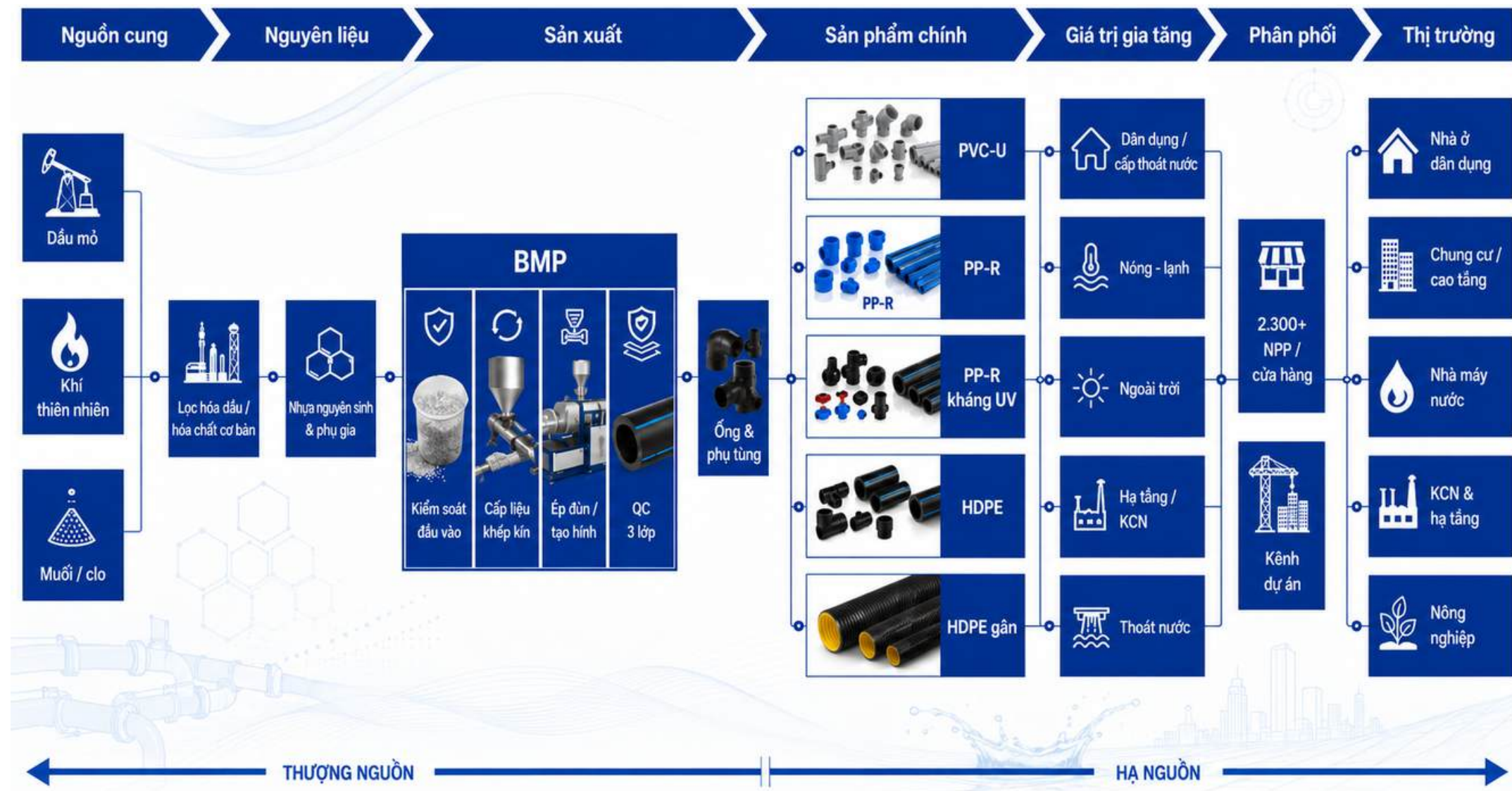
Chuỗi giá trị của BMP gồm ba khâu — đầu vào, sản xuất và phân phối — và Công ty củng cố lợi thế cạnh tranh ở từng khâu.

Đầu vào: Nguyên liệu chính là hạt PVC (chiếm 65–70% chi phí sản xuất), cùng HDPE và PP-R, phần lớn nhập khẩu. Lợi thế riêng của BMP là mối liên kết với TPC Vina — nhà máy hạt PVC công suất 200.000 tấn/năm tại Đồng Nai, cùng tập đoàn mẹ SCG — giúp giảm rủi ro logistics, rủi ro tỷ giá và mang lại tầm nhìn sớm về giá nguyên liệu.

Sản xuất: BMP vận hành **3 nhà máy** (TP.HCM, Tây Ninh, Hưng Yên), tổng công suất 150.000 tấn/năm; hệ số huy động năm 2025 chỉ ~62%, để lại dư địa tăng sản lượng 25–30% mà không cần đầu tư lớn. Công nghệ hiện đại (DryBlend, hàn nóng chảy HDPE, phụ gia không kim loại nặng) tạo rào cản kỹ thuật so với các nhà sản xuất nhỏ. Nhờ dư địa công suất này, nhu cầu đầu tư của BMP chủ yếu mang tính duy trì: CapEx dự phóng khoảng **140–160 tỷ đồng/năm**, tập trung vào bảo trì và đầu tư chọn lọc cho dây chuyền ống HDPE — giúp Công ty duy trì dòng tiền tự do dồi dào và chính sách cổ tức tiền mặt cao.

Phân phối: BMP sở hữu mạng lưới **hơn 2.300 nhà phân phối** toàn quốc — sâu rộng nhất ngành. Khoảng 85% doanh thu đi qua kênh phân phối hai cấp, phần còn lại qua kênh dự án trực tiếp. Kênh hai cấp mang lại vòng quay thu tiền cực ngắn (DSO 6,4 ngày năm 2025), kỷ luật giá bán và tầm nhìn sớm về xu hướng tiêu thụ theo vùng/tỉnh.

Khách hàng cuối: Cơ cấu doanh thu của BMP nghiêng mạnh về **xây dựng dân dụng (~90% doanh thu)**, giúp Công ty hưởng lợi trực tiếp nhất từ chu kỳ phục hồi bất động sản nhà ở giai đoạn 2025–2026.



III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ống uPVC và PVC

Ống nhựa cứng, chi phí thấp — sản phẩm cấp thoát nước phổ thông và là trụ cột doanh thu của BMP

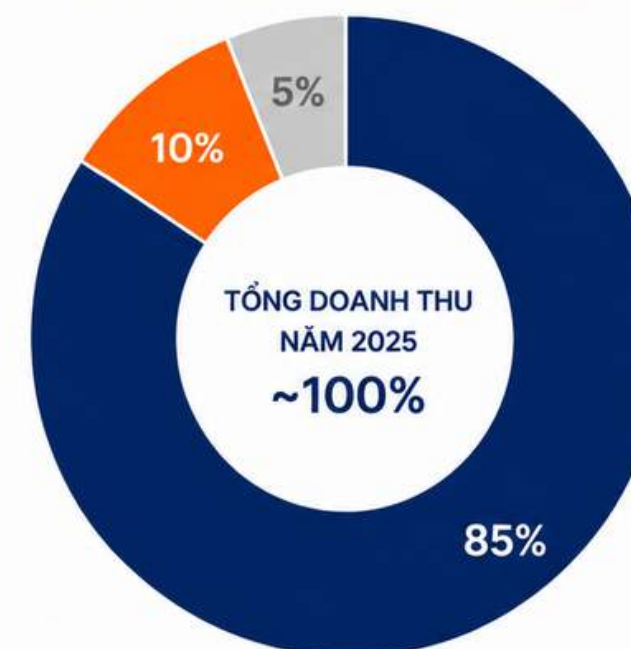
Ống uPVC/PVC là **trụ cột kinh doanh** của Nhựa Bình Minh. Năm 2025, nhóm ống nhựa chiếm khoảng **85% tổng doanh thu**, riêng uPVC đóng góp trên 93% doanh thu mảng ống nhựa — tương đương khoảng **80% doanh thu toàn công ty**. Do đó, sản lượng tiêu thụ, giá bán và biên lợi nhuận của uPVC/PVC là **biến số trung tâm trong mô hình định giá BMP**.

Ống uPVC/PVC chủ yếu phục vụ cấp thoát nước dân dụng, thoát sần, ống luồn dây điện và tưới tiêu — nhóm sản phẩm gắn chặt với **chu kỳ xây dựng dân dụng**, đặc biệt tại **miền Nam**, địa bàn mạnh nhất của BMP. Sự phục hồi của bất động sản nhà ở, tiến trình đô thị hóa và nhu cầu mở rộng hạ tầng cấp thoát nước là các động lực chính hỗ trợ sản lượng tiêu thụ giai đoạn 2025–2026.

BMP có lợi thế cạnh tranh rõ rệt nhờ quy mô lớn, thương hiệu lâu năm và mạng lưới phân phối sâu rộng. Công ty vận hành 3 nhà máy với tổng công suất khoảng **150.000 tấn/năm** (125.000 tấn/năm cho uPVC), trong đó ~73% năng lực đặt tại miền Nam. BMP nắm khoảng **50% thị phần miền Nam** và đứng thứ hai cả nước với khoảng 25% thị phần, sau Nhựa Tiền Phong.

Điểm cần lưu ý là biên lợi nhuận phụ thuộc lớn vào **giá hạt nhựa PVC** — chiếm 65–70% chi phí sản xuất; do sản phẩm có tính đồng nhất cao, khả năng chuyển chi phí sang khách hàng bị hạn chế. Năm 2025, giá PVC ở vùng đáy mười năm đã đưa **biên lợi nhuận gộp lên mức kỷ lục 46,1%**; sang 2026, giá phục hồi có thể kéo biên về vùng cân bằng 40–44%. uPVC/PVC vì vậy vẫn là **"cash cow"** tạo dòng tiền ổn định và củng cố vị thế dẫn đầu miền Nam, song cũng là **biến số rủi ro chính** — sản lượng tiếp tục được hỗ trợ bởi xây dựng dân dụng, trong khi lợi nhuận chịu áp lực từ giá nguyên liệu và cạnh tranh.

CƠ CẤU DOANH THU BMP NĂM 2025



Ống nhựa các loại	~85%
Phụ kiện ống nhựa	~10%
Sản phẩm nhựa khác	~5%

CƠ CẤU MẢNG ỐNG NHỰA



uPVC	>93%
HDPE	~5%
PPR	~2%

Nguồn: BCTN BMP 2025, SHS Research ước tính



III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ống HDPE

Thị trường ống HDPE toàn cầu tăng trưởng ổn định ~5,4%/năm, dẫn dắt bởi hạ tầng cấp thoát nước

Quy mô thị trường ống HDPE toàn cầu (USD tỷ)



Cấp & thoát nước chiếm ~45% nhu cầu ống HDPE toàn cầu (2024) - tương đương ~ USD 9,2 tỷ/USD 20,3 tỷ. Đây là cầu nối trực tiếp tới BMP, phản ánh dự địa tăng trưởng hạ tầng cấp thoát nước đô thị.

Market Research Future, Strategic Market Research, SHS tổng hợp

Ống nhựa dẻo, chịu áp lực cao — phục vụ hạ tầng kỹ thuật và cấp thoát nước đô thị quy mô lớn

Ống HDPE là mảng quy mô nhỏ nhưng có **vai trò chiến lược**, giúp BMP tiếp cận các dự án hạ tầng kỹ thuật. Khác với ống dân dụng, HDPE phục vụ công trình yêu cầu **áp lực cao, đường kính lớn và độ bền cơ học** — cấp thoát nước đô thị, bảo vệ cáp ngầm, hạ tầng công nghiệp và cao tốc.

BMP cung cấp ống HDPE đường kính **D20–D1200 mm**, vật liệu PE80/PE100, đạt chuẩn ISO 4427/TCVN 7305:2008. Công suất HDPE & PPR khoảng **25.000 tấn/năm** — **17% tổng công suất thiết kế**, chủ yếu sản xuất **theo đơn đặt hàng** và bán trực tiếp cho chủ đầu tư.

Động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2025–2026 là làn sóng **đầu tư công và hạ tầng cấp nước sạch**: kế hoạch giải ngân đầu tư công 2025 đạt khoảng **875 nghìn tỷ đồng** — cao nhất lịch sử — kéo theo nhu cầu HDPE cho thoát nước, cấp nước và bảo vệ cáp.

Tuy nhiên, HDPE chưa phải lợi thế cấu trúc mạnh nhất của BMP: đường kính tối đa **1.200 mm** thấp hơn mức **2.000 mm** của Nhựa Tiền Phong, và BMP chủ động thận trọng trong đấu thầu để bảo vệ biên lợi nhuận. Vì vậy, HDPE nên được xem là "**quyền chọn tăng trưởng**" hơn là động lực doanh thu chính. Hai biến số cần theo dõi: **tiến độ giải ngân đầu tư công và khả năng BMP mở rộng danh mục HDPE đường kính lớn/PE100-RC.**



III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Ống PPR và phụ kiện ống nhựa

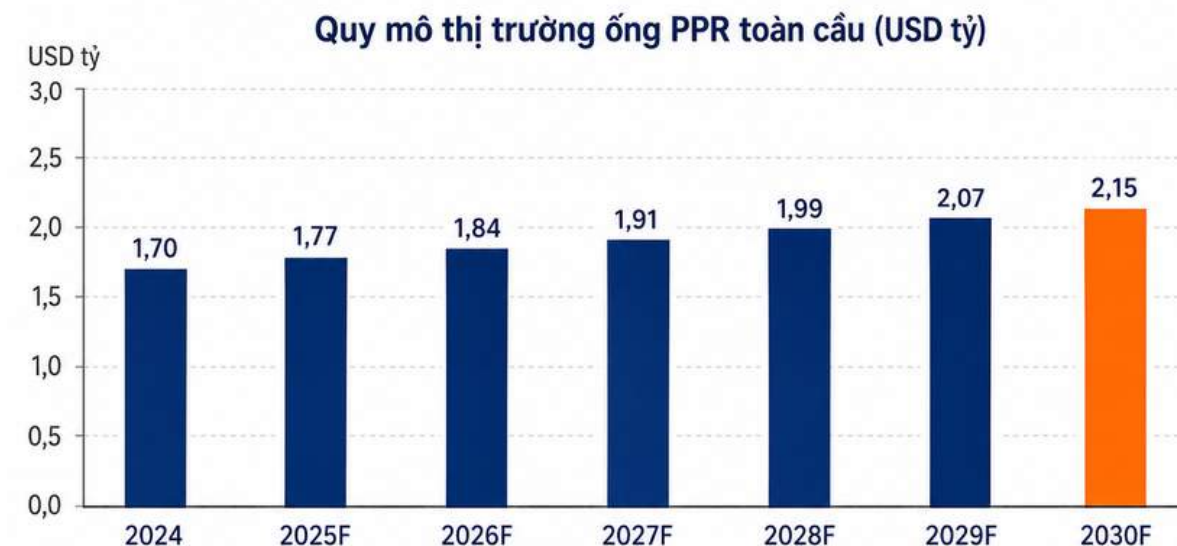
Hai mảng bổ trợ: ống PPR chịu nhiệt cho hệ thống nước nóng, và phụ kiện hoàn thiện hệ thống đường ống

Ống PPR và phụ kiện không phải động lực sản lượng của BMP, nhưng là hai mảng giúp Công ty hoàn thiện hệ sinh thái sản phẩm và nâng **chất lượng lợi nhuận** — không qua tăng trưởng doanh thu tuyệt đối, mà qua định vị thương hiệu, giá trị đơn hàng và biên lợi nhuận.

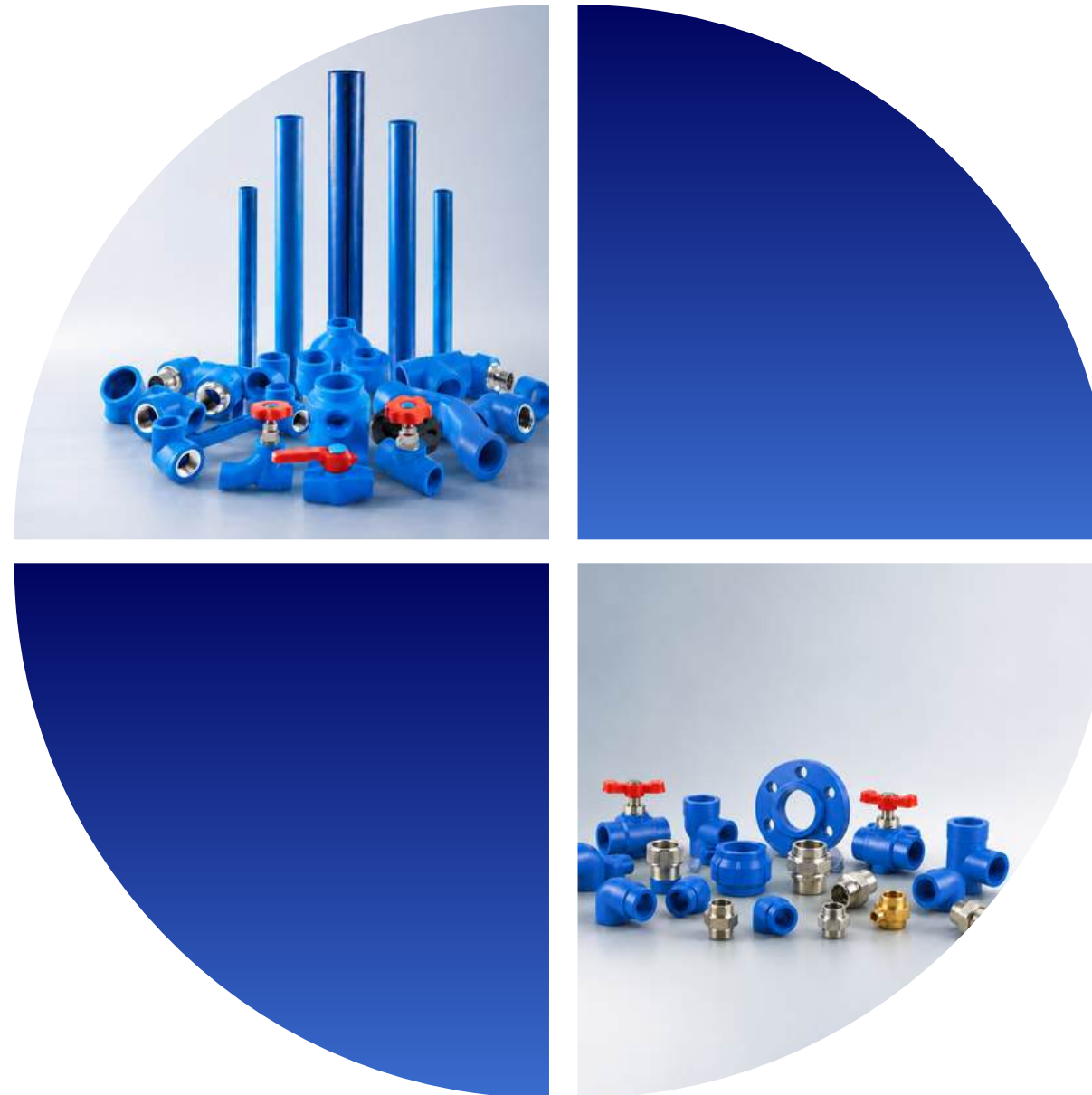
PPR

PPR là dòng sản phẩm ngách cao cấp, phục vụ chung cư trung – cao cấp, khách sạn, bệnh viện và hệ thống cấp nước nóng – lạnh. Sản phẩm vận hành liên tục ở 70°C (chịu đỉnh nhiệt tới 95°C), đạt chuẩn TCVN 10097/ISO 15874 và lắp đặt bằng hàn nhiệt — tạo mối nối kín, đồng bộ hơn kết nối cơ học. Dù tỷ trọng nhỏ, PPR có **giá trị gia tăng và biên lợi nhuận cao**, giúp BMP giữ hiện diện ở phân khúc công trình tiêu chuẩn kỹ thuật cao.

Thị trường ống PPR toàn cầu tăng trưởng ổn định ~4%/năm — phân khúc ngách, biên lợi nhuận cao



Nguồn: Global Industry Analysts, Research and Markets, SHS tổng hợp



Phụ kiện ống nhựa

Phụ kiện ống nhựa — cút, tê, măng-sông, côn thu, van — là sản phẩm bán kèm gần như bắt buộc để hoàn chỉnh hệ thống đường ống. Do phải tương thích quy cách ống, khách hàng mua ống BMP có xu hướng mua kèm phụ kiện BMP, tạo hiệu ứng **"khóa chân"** và tăng giá trị đơn hàng. Mảng này có rào cản gia nhập cao nhờ yêu cầu khuôn mẫu, danh mục SKU rộng và công nghệ ép phun riêng biệt.

Thị trường phụ kiện ống nhựa toàn cầu hướng tới ~54 tỷ USD năm 2030, CAGR ~5,3%

Quy mô thị trường phụ kiện ống nhựa toàn cầu (USD tỷ)



Nguồn: Maximize Market Research, Verified Market Reports; SHS tổng hợp

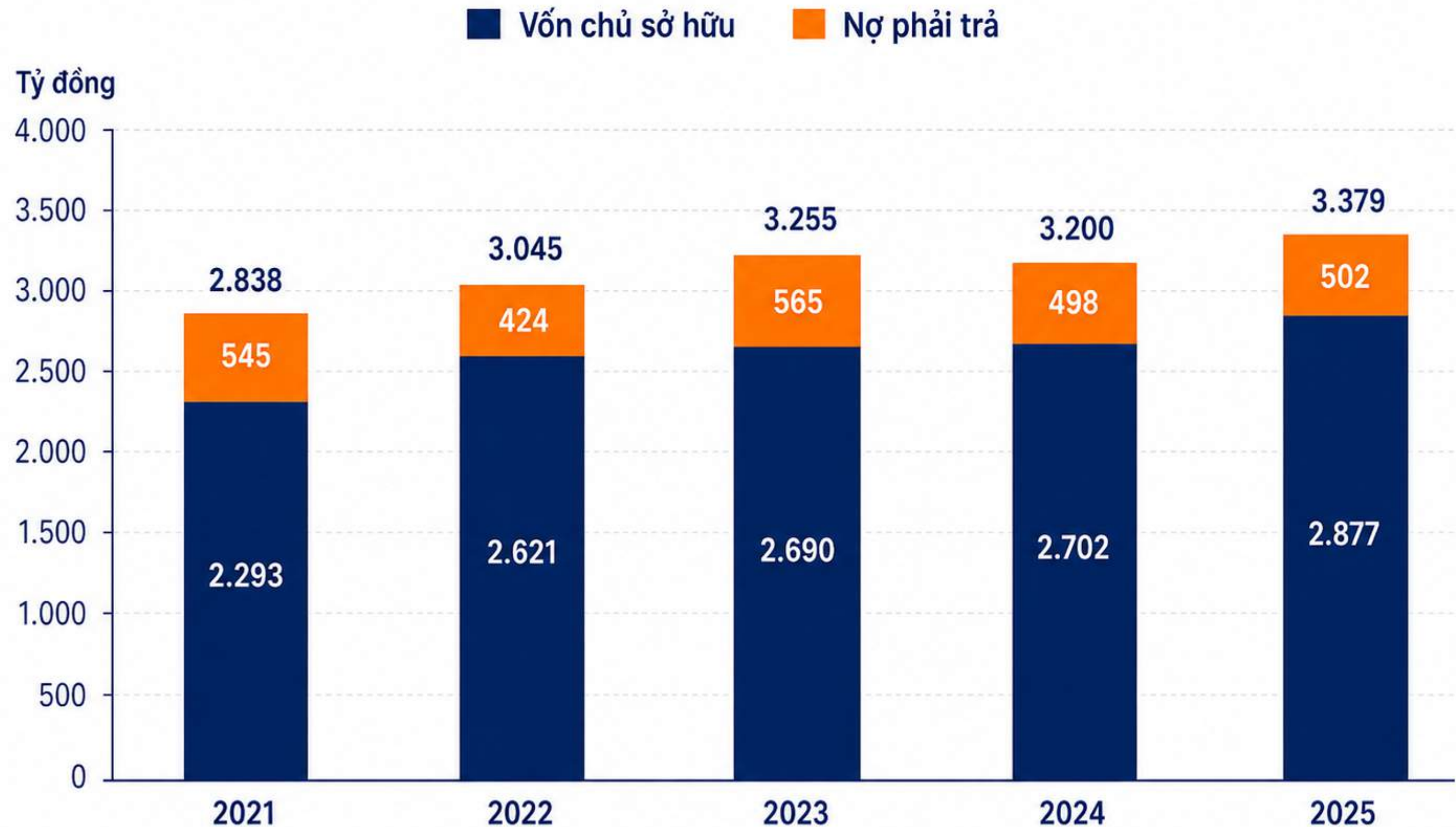
IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA BMP

Cấu trúc tài sản và nguồn vốn lành mạnh

BMP duy trì bảng cân đối kế toán đặc biệt lành mạnh, với tổng tài sản đạt **3.379 tỷ đồng** cuối năm 2025, tăng nhẹ 5,6% so với năm 2024. Cơ cấu tài sản nghiêng mạnh về **tài sản ngắn hạn — 82% tổng tài sản (2.758 tỷ đồng)** — phần lớn là tiền và tương đương tiền, các khoản tiền gửi ngân hàng kỳ hạn ngắn, và phải thu khách hàng chất lượng cao. Tài sản dài hạn chỉ chiếm **18% (620 tỷ đồng)**, phản ánh đặc thù của BMP: doanh nghiệp đã hoàn thành chu kỳ đầu tư lớn và đang trong giai đoạn khai thác hệ thống nhà máy hiện có.

Về phía nguồn vốn, **vốn chủ sở hữu đạt 2.877 tỷ đồng — 85% tổng tài sản**, trong khi nợ phải trả chỉ chiếm 15% và hầu như không bao gồm nợ vay tài chính (chủ yếu là phải trả người bán và nợ thuế). Cơ cấu gần như không vay nợ này tạo dư địa lớn để Công ty duy trì chính sách cổ tức tiền mặt cao mà không cần huy động vốn bên ngoài.

Bảng cân đối lành mạnh — vốn chủ sở hữu tài trợ ~85% tổng nguồn vốn, gần như không vay nợ.



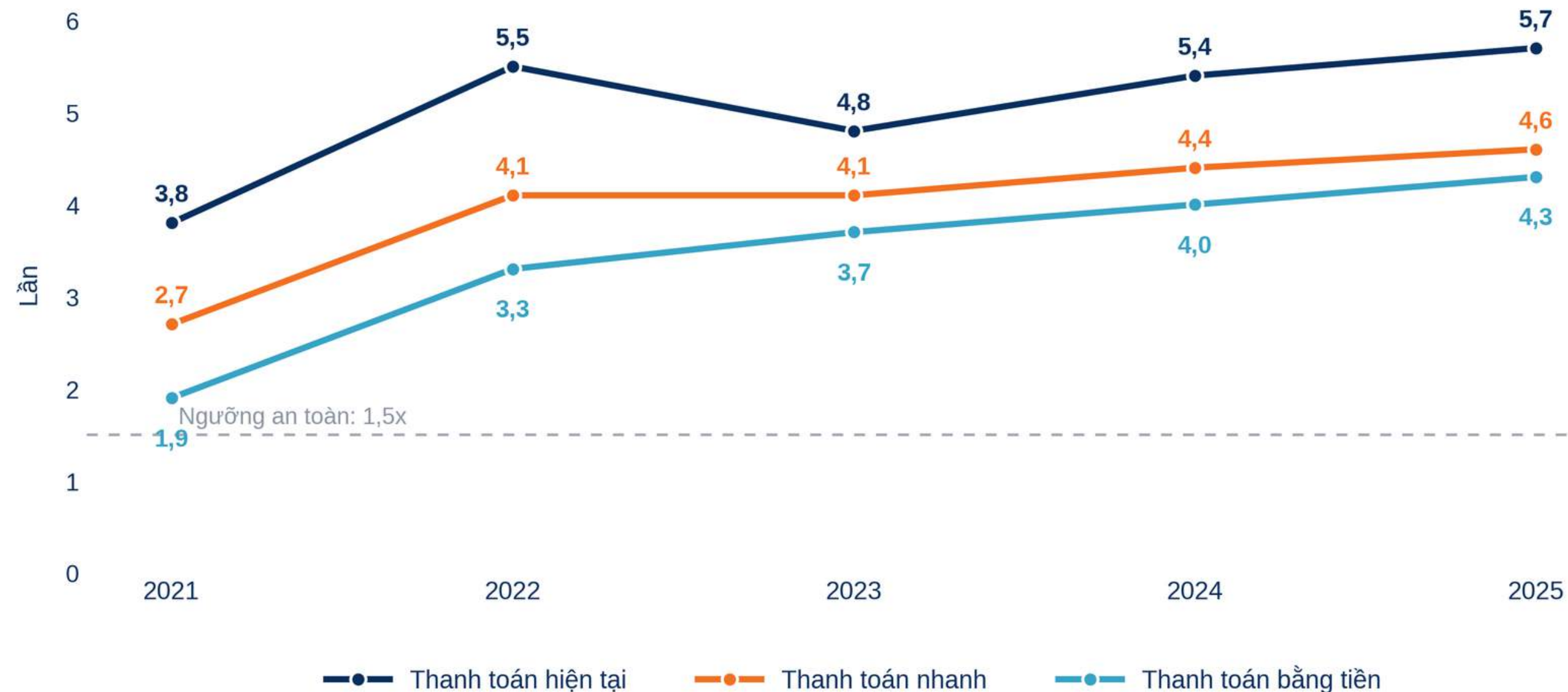
Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA BMP

Khả năng thanh toán đặc biệt mạnh

Khả năng thanh toán BMP 2021-2025

Các chỉ tiêu thanh khoản đều duy trì cao hơn đáng kể so với ngưỡng an toàn 1,5x



BMP duy trì các chỉ số thanh toán ở mức rất cao và ổn định qua các năm. Tại cuối năm 2025, hệ số thanh toán hiện tại đạt **5,7 lần**, hệ số thanh toán nhanh **4,6 lần** và hệ số thanh toán bằng tiền **4,3 lần** — tất cả đều cao gấp khoảng **3-4 lần ngưỡng an toàn thông thường (1,5 lần)**. Đáng chú ý, hệ số thanh toán bằng tiền tăng liên tục từ 1,9 lần (2021) lên 4,3 lần (2025), phản ánh dòng tiền tích lũy mạnh từ hoạt động kinh doanh sau giai đoạn phục hồi biên lợi nhuận 2022-2025.

Bên cạnh đó, BMP có **DSO chỉ 6,4 ngày** (theo dữ liệu nội bộ cuối năm 2025) — chỉ số quản lý vốn lưu động xuất sắc trong ngành B2B nhựa xây dựng, tạo dòng tiền hoạt động ổn định và hỗ trợ chính sách cổ tức cao.

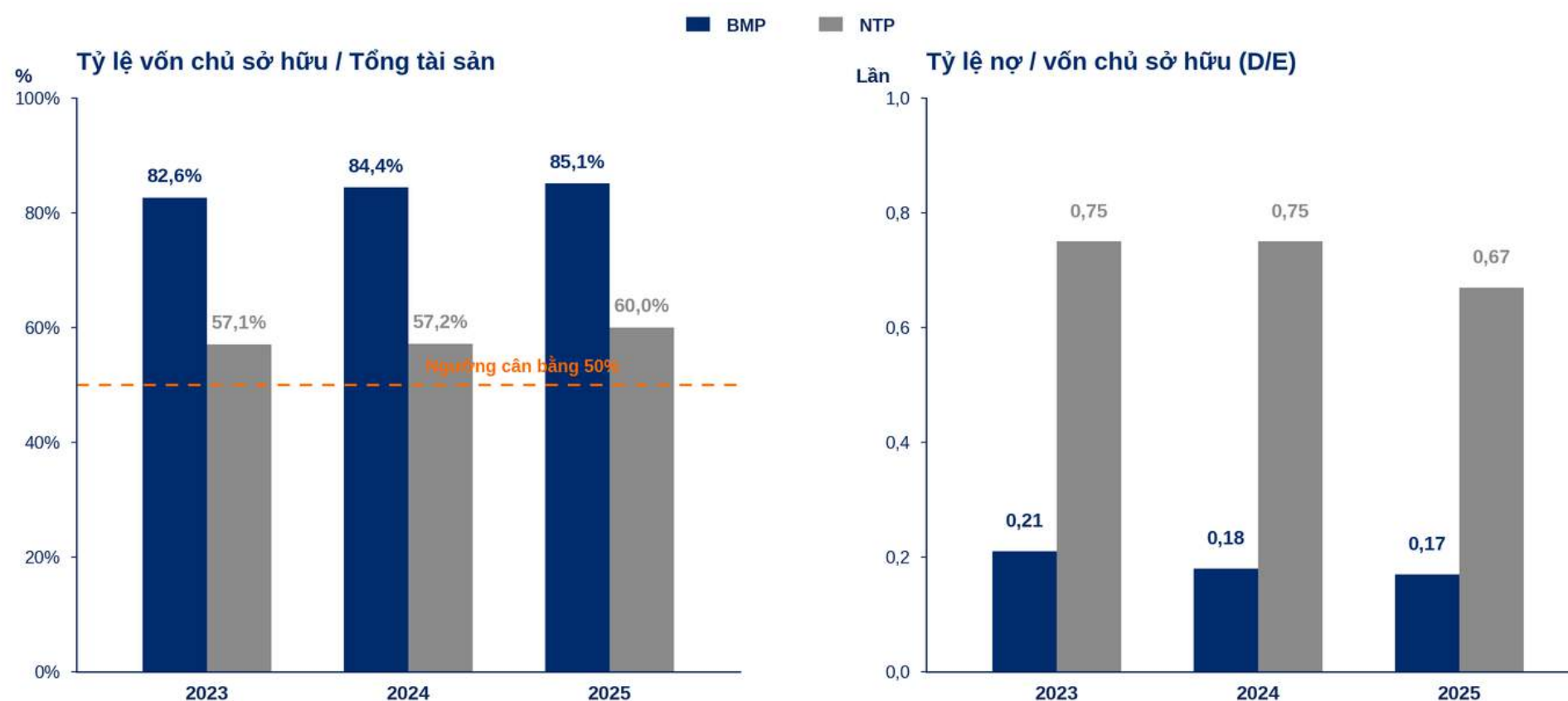
Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp

IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA BMP

Hầu như không vay nợ và không có chi phí lãi vay

Cơ cấu vốn của BMP là điểm khác biệt rõ rệt so với mặt bằng ngành công nghiệp Việt Nam. Cuối năm 2025, tỷ lệ nợ phải trả trên vốn chủ sở hữu (D/E) của BMP chỉ 0,17 lần — và trong đó **gần như không có nợ vay tài chính** (riêng nợ vay trên vốn chủ sở hữu dưới 0,03 lần); nợ phải trả chủ yếu là phải trả người bán và các khoản phải nộp ngắn hạn. Khoản lỗ thuần từ hoạt động tài chính năm 2025 (129 tỷ đồng — doanh thu tài chính 102 tỷ trừ chi phí tài chính 231 tỷ) chủ yếu phản ánh chênh lệch tỷ giá và chi phí phòng vệ rủi ro nguyên liệu, **không phải chi phí lãi vay** — chi phí lãi vay cả năm chỉ 13,86 triệu đồng. Trong bối cảnh ngành nhựa Việt Nam chịu áp lực tỷ giá VND/USD và lãi suất tăng do cú sốc dầu Trung Đông, cơ cấu gần như không nợ vay của BMP là một lớp đệm quan trọng giúp Công ty bảo vệ biên lợi nhuận và duy trì khả năng chi trả cổ tức.

So sánh cấu trúc vốn BMP và NTP giai đoạn 2023-2025



Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2023-2025, SHS tổng hợp

Chỉ tiêu	BMP	NTP	Chênh lệch
Equity Ratio (VCSH/TTS)	85,1%	60,0%	BMP cao hơn 25 pp
D/A (Nợ/TTS)	14,9%	39,9%	BMP thấp hơn 25 pp
D/E (Nợ/VCSH)	0,17x	0,67x	BMP thấp hơn ~4 lần
ROE	42,7%	23,5%	BMP cao hơn 19,5 pp
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5.510	6.751	NTP lớn hơn 1,22x
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.215	10.300	BMP lớn hơn 1,1x

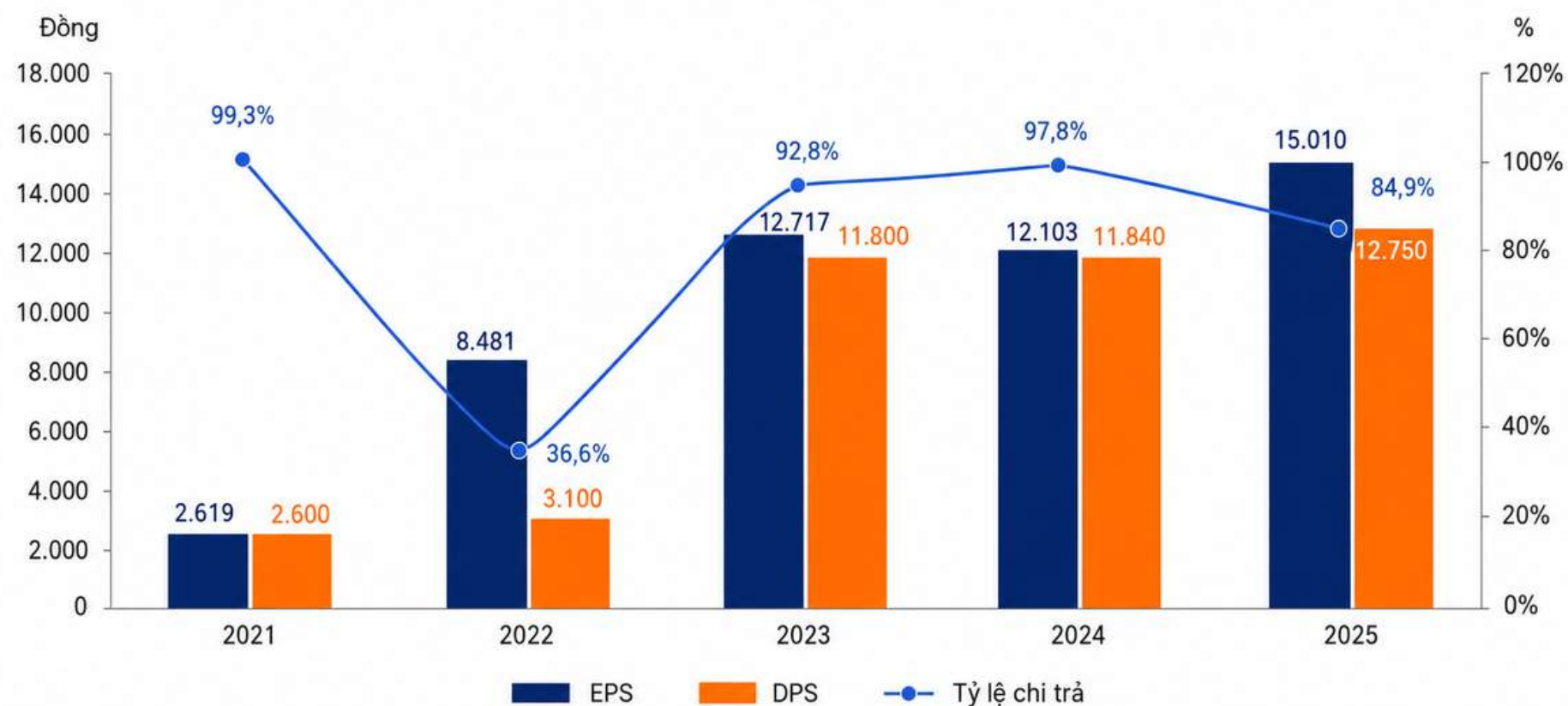
IV. TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA BMP

Biên lợi nhuận mở rộng kỷ lục và chính sách cổ tức hấp dẫn

Câu chuyện tài chính nổi bật nhất của BMP trong 5 năm qua là sự mở rộng mạnh mẽ của biên lợi nhuận gộp, từ 16% năm 2021 lên **46,1% năm 2025** — gấp gần 3 lần. Hai động lực chính: (i) giá hạt PVC nhập khẩu giảm mạnh từ đỉnh 2022 và duy trì ở vùng thấp nhờ dư cung toàn cầu, đặc biệt từ Trung Quốc; (ii) BMP duy trì kỷ luật giá bán, không chạy đua chiết khấu để giữ thị phần. Biên lợi nhuận ròng (ROS) đạt **22% năm 2025** — mức cao kỷ lục trong lịch sử Công ty, cao hơn đáng kể trung bình ngành nhựa châu Á. Hiệu quả sinh lời cũng đạt đỉnh: **ROA 36,4%, ROE 42,7%** năm 2025, thuộc nhóm dẫn đầu các doanh nghiệp niêm yết trên HOSE.

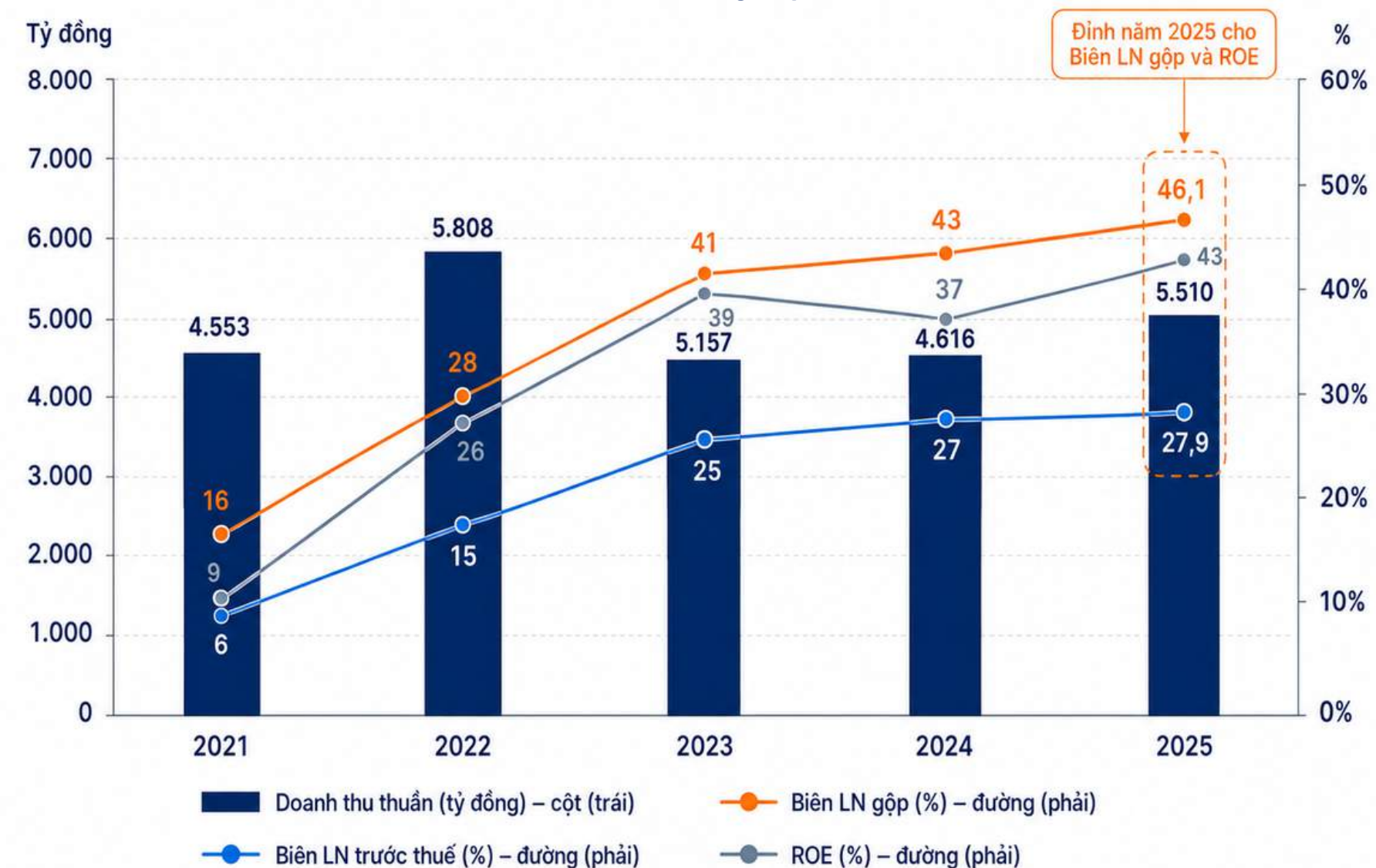
Trên nền dòng tiền hoạt động mạnh và cơ cấu không nợ vay, BMP đã chi trả cổ tức tiền mặt kỷ lục **1.044 tỷ đồng** cho năm 2025 (tương đương 12.750 đồng/cp, tỷ lệ chi trả ~85% lợi nhuận sau thuế). Tại mức giá tham chiếu **139.900 đồng/cp**, lợi suất cổ tức của BMP đạt **khoảng 9,1%** — mức rất hấp dẫn so với mặt bằng cổ phiếu blue chip Việt Nam.

EPS và cổ tức tiền mặt của BMP tăng mạnh cùng đà phục hồi lợi nhuận, 2021-2025



Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp và hiệu quả sinh lời của BMP đạt đỉnh năm 2025



Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp

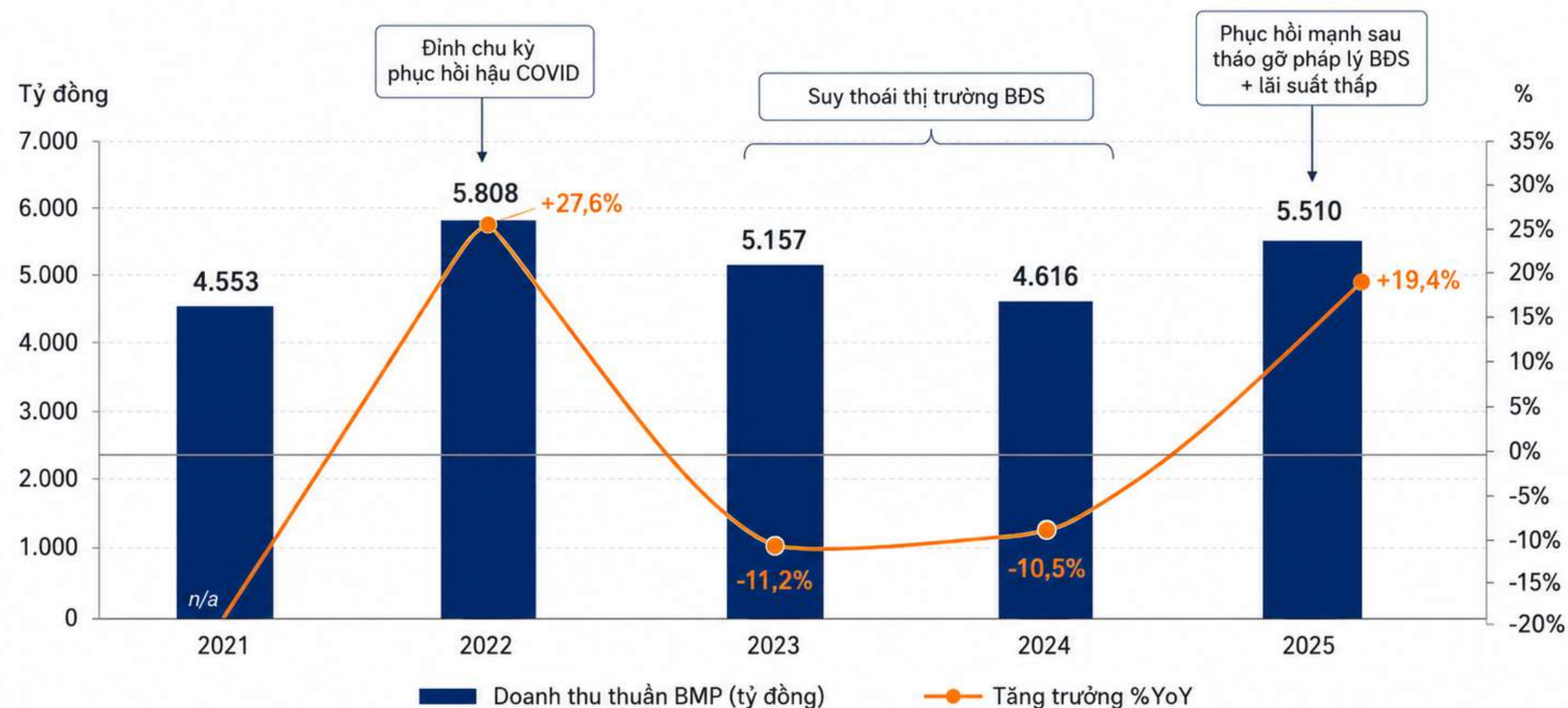
V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

BMP hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ phục hồi xây dựng dân dụng và đầu tư công 2025-2026

Cấu trúc cầu của BMP — với khoảng **90% doanh thu đến từ xây dựng nhà ở** — khiến Công ty là **đối tượng hưởng lợi** trực tiếp và sớm nhất của chu kỳ phục hồi xây dựng đang diễn ra. BMP đã hiện thực hóa xu hướng này ngay trong năm 2025: doanh thu thuần đạt **5.510 tỷ đồng (+19,4% YoY)** và lợi nhuận ròng **1.229 tỷ đồng (+24% YoY)** — đảo chiều mạnh sau hai năm doanh thu suy giảm cùng thị trường bất động sản. Trong trung hạn, ngành xây dựng Việt Nam được dự báo tăng trưởng **CAGR 6,8–6,9%/năm** giai đoạn 2024–2030F (BMI), nhờ đô thị hóa, cơ cấu dân số vàng và mở rộng tầng lớp trung lưu.

Bên cạnh đó, kế hoạch **đầu tư công 320 tỷ USD giai đoạn 2026–2030** (tương đương ~65% GDP 2025) sẽ tạo nguồn cầu bổ sung cho phân khúc ống HDPE — cấp thoát nước đô thị, ống luồn cáp viễn thông và điện. Dù hiện tập trung vào phân khúc dân dụng, BMP có dư địa mở rộng tỷ trọng ống HDPE nếu chu kỳ đầu tư công kéo dài, mở ra cơ hội tăng trưởng trung hạn vượt kỳ vọng.

Doanh thu BMP và tăng trưởng %YoY giai đoạn 2021-2025



Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp

V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Vị thế dẫn đầu thị trường miền Nam với rào cản gia nhập cao và sức mạnh định giá

Bảng so sánh hoàn chỉnh BMP vs NTP 2025

Chỉ tiêu	BMP 2025	NTP 2025	Chênh lệch
Doanh thu thuần (tỷ VND)	5.510	6.751	NTP lớn hơn 22,5%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	2.540	2.093	BMP lớn hơn 21,4%
Biên lợi nhuận gộp	46,1%	31,0%	BMP cao hơn 15,1 pp
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1.229	993	BMP lớn hơn 23,8%
ROS (LNST/DTT)	22,3%	14,7%	BMP cao hơn 7,6 pp
ROE	42,7%	23,5%	BMP cao hơn 19,5 pp
ROA	36,4%	14,1%	BMP cao hơn 22,3 pp
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	11.215	~10.300	BMP lớn hơn ~9%

Nguồn: BCTN BMP 2025, BCTN NTP 2025, SHS tổng hợp

BMP là doanh nghiệp **dẫn đầu thị trường ống nhựa miền Nam** với thương hiệu **gần 50 năm**, hệ thống phân phối hơn **2.300 đại lý** phủ toàn quốc và năng lực sản xuất **150.000 tấn/năm tại ba nhà máy**. Trong phân khúc xây dựng dân dụng — vốn ưu tiên chất lượng và thương hiệu hơn là giá — **rào cản gia nhập** đối với các đối thủ mới là rất đáng kể. Điều này thể hiện qua sức mạnh định giá vượt trội của BMP: biên lợi nhuận gộp đạt **46,1% năm 2025**, cao kỷ lục trong lịch sử Công ty và cao hơn đáng kể mặt bằng ngành nhựa.

So với NTP — đối thủ trực tiếp duy nhất ở quy mô tương đương — BMP duy trì **ROE 42,7% năm 2025**, cao **gần gấp đôi** mức **23,5% của NTP**, phản ánh kết hợp giữa biên lợi nhuận cao hơn và cơ cấu vốn hiệu quả hơn. Sự khác biệt này xuất phát từ chiến lược **tập trung vào phân khúc dân dụng có biên lợi nhuận cao** và tránh phân khúc hạ tầng có cạnh tranh giá khốc liệt.

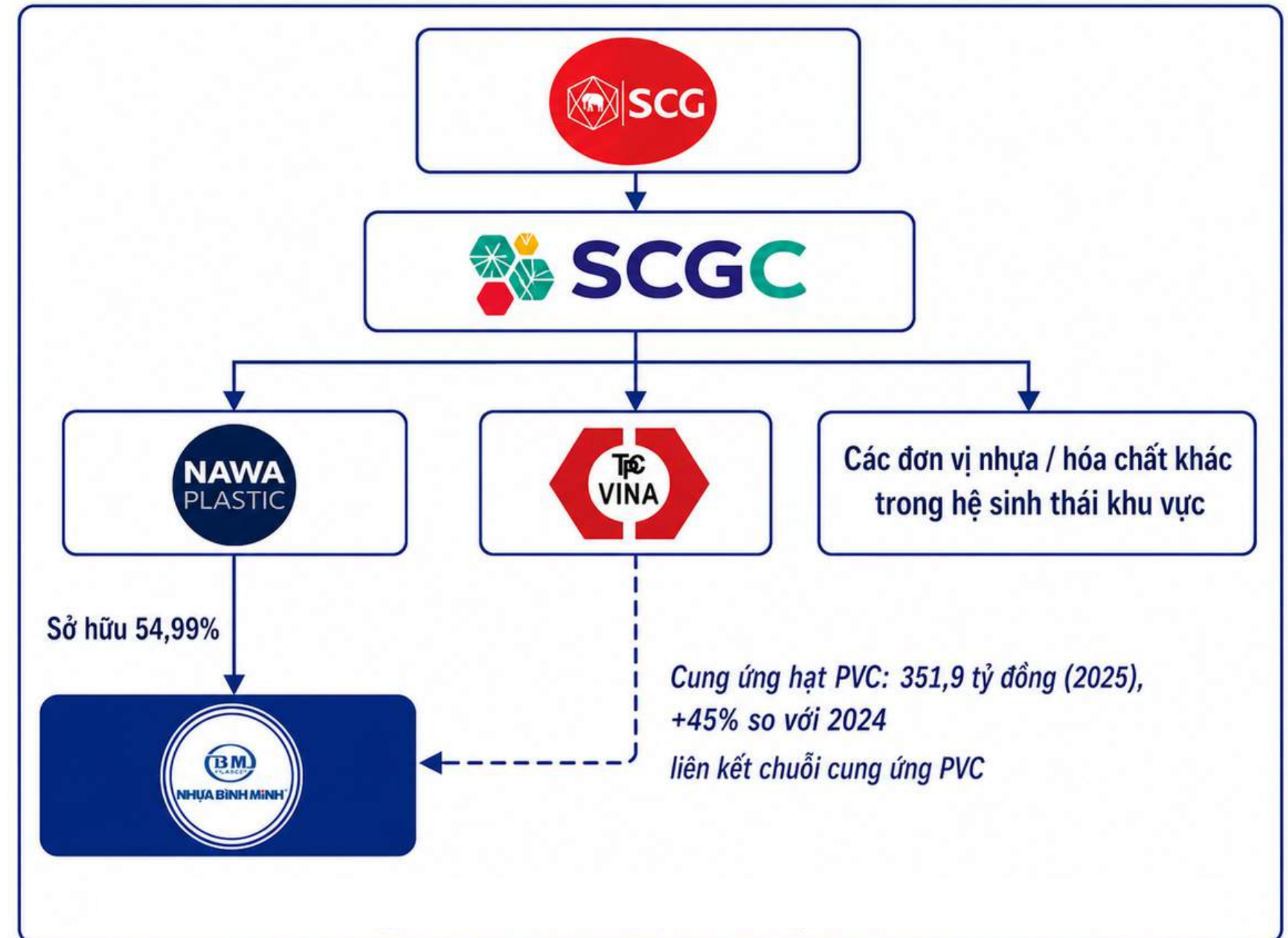
V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Lợi thế cung ứng PVC từ TPC Vina - lớp đệm chiến lược trong bối cảnh cú sốc dầu Trung Đông

Trong ngành nhựa Việt Nam phụ thuộc khoảng **70% nguyên liệu nhập khẩu**, BMP có lợi thế cung ứng độc đáo từ **TPC Vina** — nhà máy sản xuất hạt PVC công suất **200.000 tấn/năm** tại KCN Gò Dầu, Đồng Nai, cùng thuộc tập đoàn SCG (Siam Cement Group, Thái Lan). SCG chi phối BMP thông qua công ty con **Nawaplastic Industries** với tỷ lệ sở hữu **54,99%**, tạo nên **mối liên kết dọc** giữa nhà cung cấp nguyên liệu và doanh nghiệp chuyển đổi. Mối quan hệ này mang lại ba lợi ích cụ thể: (i) **giảm chi phí logistics nhập khẩu** so với đối thủ phải nhập từ Trung Quốc, Hàn Quốc, ASEAN; (ii) **đảm bảo nguồn cung ổn định** trong các giai đoạn gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu; (iii) **cơ chế tái định giá hàng tháng** theo chuẩn tham chiếu khu vực, giúp BMP chia sẻ và quản lý rủi ro giá nguyên liệu với nhà cung cấp.

Trong bối cảnh **cú sốc dầu Trung Đông** kể từ tháng 3/2026 đang đẩy giá dầu Brent lên dự báo bình quân **86 USD/thùng** năm 2026 (kịch bản xấu **115 USD/thùng**), lợi thế này trở nên đặc biệt quan trọng. Đa phần các đối thủ trong ngành sẽ chịu **áp lực kép** từ giá hạt nhập khẩu tăng và **VND mất giá** (đã giảm hơn 3% so với USD từ đầu năm 2026), trong khi BMP có khả năng tốt hơn **để bảo vệ biên lợi nhuận** thông qua **kênh cung ứng nội bộ tập đoàn**.

Vị thế của BMP trong hệ sinh thái tập đoàn SCG



Nguồn: BCTN BMP 2025, SHS tổng hợp

V. LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

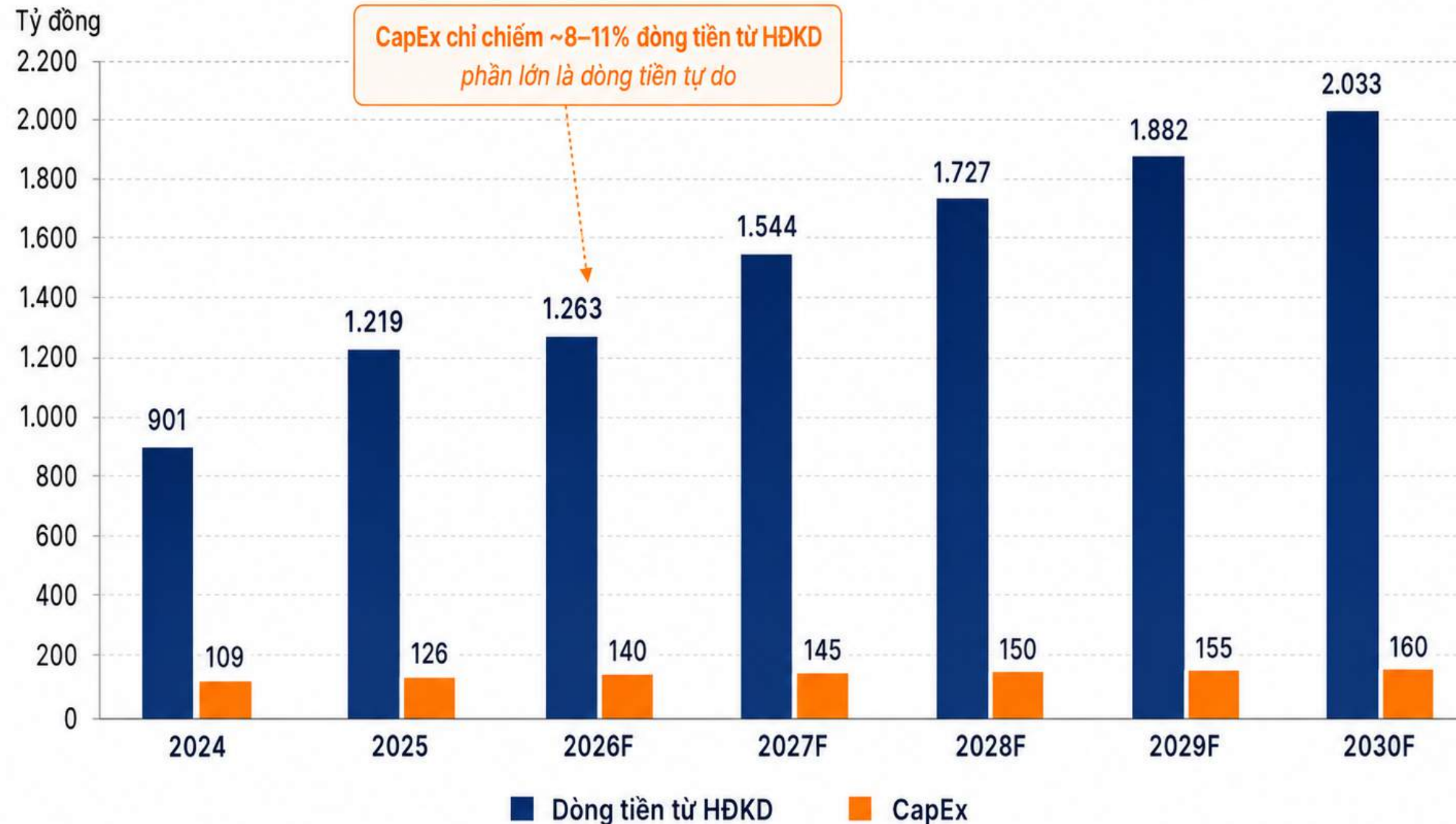
Dư địa tăng sản lượng 25-30% không cần capex, hỗ trợ dòng tiền tự do cao và cổ tức bền vững

Một trong những điểm hấp dẫn quan trọng nhất của BMP là **cấu trúc capex nhẹ** kết hợp với **dư địa công suất chưa khai thác**. Theo dữ liệu của Công ty, hệ số huy động công suất năm 2025 chỉ đạt khoảng **62%**, tương đương **25-30% dư địa tăng sản lượng** mà không cần đầu tư mở rộng nhà máy. Đây là nền tảng tạo nên hai hệ quả tài chính quan trọng.

Thứ nhất, BMP có thể đáp ứng nhu cầu tăng trưởng trong **chu kỳ phục hồi xây dựng 2025-2027** mà không tạo gánh nặng capex lên dòng tiền. Chi phí đầu tư tài sản cố định dự kiến duy trì ở mức **140-160 tỷ đồng/năm**, chủ yếu cho bảo trì và đầu tư chọn lọc; chi phí khấu hao cũng **duy trì ở mức thấp**. Phần lớn tăng trưởng sản lượng sẽ chuyển hóa trực tiếp thành lợi nhuận và dòng tiền, thay vì bị hấp thụ bởi nhu cầu đầu tư mở rộng.

Thứ hai, nhờ capex chỉ chiếm khoảng **8-11% dòng tiền từ hoạt động kinh doanh**, BMP duy trì **dòng tiền tự do dồi dào và ổn định** qua các năm. Chính nền tảng này cho phép Công ty duy trì chính sách **cổ tức tiền mặt cao và bền vững**; khác với nhiều doanh nghiệp phải đánh đổi giữa tăng trưởng và chi trả cổ tức, BMP có dư địa đạt được đồng thời cả hai.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vượt xa nhu cầu CapEx của BMP, 2024-2030F



Nguồn: BCTN BMP 2024-2025, SHS Research tổng hợp

VI. DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Dự phóng kết quả kinh doanh BMP 2026-2030F

Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần năm 2026F đạt 6.182 tỷ đồng (+12,2% YoY), với tăng trưởng giảm dần từ ~12% xuống ~7%/năm và đạt 8.564 tỷ đồng vào cuối giai đoạn dự phóng (CAGR doanh thu 2025A–2030F ~9,2%). Tăng trưởng đến từ hai động lực kết hợp: sản lượng tiêu thụ phục hồi ~10% năm 2026 nhờ chu kỳ xây dựng dân dụng và đầu tư công (sau đó giảm dần về 5%/năm); và giá bán bình quân (ASP) tăng có độ trễ sau cú sốc dầu Trung Đông — BMP đã chủ động điều chỉnh giá bán từ giữa năm 2026, và Chủ tịch BMP xác nhận tại ĐHCĐ 28/4/2026 rằng mặt bằng giá bán mới khó quay về mức trước xung đột trong 1–2 năm.

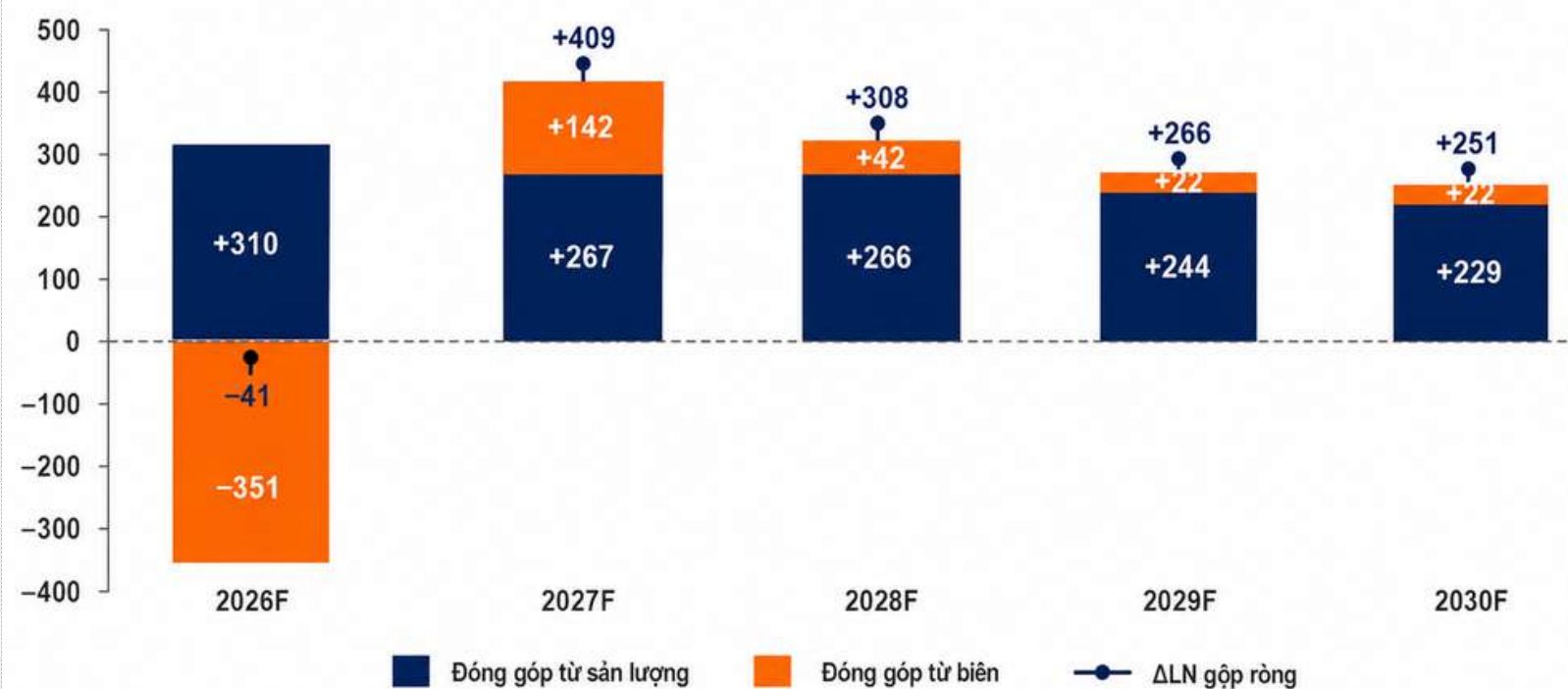
Biên lợi nhuận gộp thu hẹp mạnh từ kỷ lục 46,1% (2025A) xuống 40,4% năm 2026F khi giá PVC đầu vào tăng ~18% (~847 USD/tấn) trong khi ASP chỉ kịp tăng ~2% trong năm đầu — đây là độ trễ tự nhiên giữa biến động giá đầu vào và việc điều chỉnh giá bán. Từ 2027F, khi BMP chuyển chi phí sang giá bán hiệu quả hơn, biên hồi phục về 42,5% và ổn định quanh 43–44% đến 2030F (thấp hơn đỉnh 2025 do mặt bằng PVC đã chuyển sang cao hơn). Lợi nhuận sau thuế năm 2026F giảm nhẹ -2,3% (1.200 tỷ đồng) do cú lệch pha; từ 2027F phục hồi mạnh +22,7% YoY khi ASP bắt kịp, và tiếp tục tăng trưởng 8–13%/năm đến 2030F, đưa CAGR lợi nhuận giai đoạn 2025A–2030F lên ~9,7%. Trả lời câu hỏi liệu cú sốc PVC có làm lợi nhuận BMP suy giảm bền vững không: không — giá đầu vào tăng đã được bù đắp đáng kể bởi giá đầu ra tăng (có trễ ~1 năm), kết hợp với sản lượng tiêu thụ tiếp tục mở rộng; năm 2026 là năm chuyển tiếp duy nhất chịu áp lực rõ rệt.

Mô hình dự phóng lợi nhuận BMP, 2025A–2030F

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2025A	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Ghi chú
Doanh thu thuần	5.510	6.182	6.844	7.469	8.036	8.564	Sản lượng +10% năm 2026, giá bán +2% (BMP đã chủ động tăng giá theo cú sốc dầu Trung Đông); tăng trưởng doanh thu giảm dần từ 12% xuống 7%/năm theo chu kỳ phục hồi xây dựng và đầu tư công
Tăng trưởng doanh thu	+19,4%	+12,2%	+10,7%	+9,1%	+7,6%	+6,6%	
Giá vốn hàng bán	2.970	3.683	3.936	4.253	4.554	4.831	
Lợi nhuận gộp	2.540	2.499	2.908	3.216	3.482	3.733	
Biên lợi nhuận gộp	46,1%	40,4%	42,5%	43,1%	43,3%	43,6%	Thu hẹp năm 2026 do giá PVC đầu vào tăng ~18% (~847 USD/tấn) sau cú sốc dầu Trung Đông — bình quân Q1 chưa ảnh hưởng (+9%) và Q2–Q4 ảnh hưởng (+21%); phục hồi dần về 43,6% năm 2030
Chi phí bán hàng & QLDN	877	996	1.065	1.140	1.218	1.295	Tăng theo chu kỳ chi phí và mở rộng kênh phân phối
EBITDA	1.663	1.503	1.843	2.076	2.264	2.438	
Khấu hao & phân bổ	93	95	100	105	110	115	Dự phóng theo CapEx ~140–160 tỷ/năm
EBIT	1.570	1.408	1.743	1.971	2.154	2.323	
Lãi tiền gửi ngân hàng (ròng)	—	92	97	102	110	118	Lãi suất tiền gửi 4,5%/năm trên số dư tiền mặt
Lợi nhuận trước thuế	1.539	1.500	1.840	2.073	2.264	2.441	
Thuế TNDN	310	300	368	415	453	488	Thuế suất TNDN 20%
Lợi nhuận sau thuế	1.229	1.200	1.472	1.660	1.811	1.953	
Tăng trưởng LNST	+24,0%	-2,3%	+22,7%	+12,7%	+9,2%	+7,8%	
EPS (đồng)	15.010	14.661	17.984	20.272	22.128	23.858	81.860.938 cổ phiếu lưu hành
DPS dự kiến (đồng)	12.750	12.461	15.286	17.231	18.809	20.279	Tỷ lệ chi trả 85% lợi nhuận sau thuế

Tăng trưởng lợi nhuận đến từ sản lượng, không phải giá bán

Thay đổi lợi nhuận gộp ròng (tỷ đồng)



Nguồn: BMP, SHS Research ước tính

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Các giả định định giá

Để xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu BMP, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF), kết hợp kiểm tra chéo bằng phương pháp so sánh hệ số P/E. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu BMP là **175.000 đồng/cổ phiếu**, tương ứng upside **+25,1%** so với giá thị trường tham chiếu **139.900 đồng/cổ phiếu (ngày 26/5/2026)**.

Chúng tôi chiết khấu dòng tiền tự do giai đoạn 2026–2030F về hiện tại bằng chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC), với giá trị cuối kỳ tính theo mô hình tăng trưởng Gordon.

Các tham số định giá: chi phí vốn (WACC) và tăng trưởng dài hạn

Chỉ tiêu	Giá trị	Ghi chú
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4,5%	Lãi suất trái phiếu Chính phủ Việt Nam kỳ hạn 10 năm
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (ERP)	8,0%	Phù hợp mặt bằng thị trường Việt Nam
Hệ số Beta	1,2	Phản ánh độ nhạy cao của lợi nhuận BMP với giá hạt nhựa PVC và chu kỳ bất động sản; cao hơn beta quan sát trên thị trường (0,82) do thanh khoản và free-float thấp
Chi phí vốn cổ phần (Ke)	14,1%	$Ke = Rf + Beta \times ERP = 4,5\% + 1,2 \times 8,0\%$
WACC	14,1%	BMP gần như không có nợ vay nên WACC xấp xỉ Ke
Tăng trưởng dài hạn (g)	1,9%	Giả định thận trọng, thấp hơn lạm phát mục tiêu dài hạn (~4%) của Việt Nam

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự phóng dòng tiền tự do (FCFF)

Nhờ hệ thống nhà máy còn nhiều dư địa công suất, nhu cầu đầu tư của BMP duy trì ở mức thấp (~140–160 tỷ đồng/năm), giúp phần lớn lợi nhuận hoạt động chuyển hóa thành dòng tiền tự do. FCFF dự phóng tăng từ 1.065 tỷ đồng (2026) lên 1.775 tỷ đồng (2030); chiết khấu theo WACC 14,1%, tổng giá trị hiện tại của dòng tiền giai đoạn 2026–2030F đạt 5.156 tỷ đồng.

Dòng tiền tự do của doanh nghiệp (FCFF) và giá trị hiện tại, 2026–2030F

Khoản mục (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1.408	1.743	1.971	2.154	2.323
NOPAT = EBIT × (1 – 20%)	1.126	1.395	1.577	1.723	1.859
(+) Khấu hao & phân bổ	95	100	105	110	115
(–) Đầu tư tài sản cố định (CapEx)	140	145	150	155	160
(+/-) Thay đổi vốn lưu động ròng	-16	-40	-44	-44	-39
Dòng tiền tự do FCFF	1.065	1.310	1.488	1.635	1.775
Giá trị hiện tại của FCFF (WACC 14,1%)	997	1.075	1.071	1.031	982

Mô hình dự phóng, SHS Research

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Kết quả định giá

Phương pháp FCFF cho giá trị nội tại 187.935 đồng/cổ phiếu, cao hơn 34,3% so với giá thị trường tham chiếu — phản ánh dòng tiền tự do dồi dào và cơ cấu tài chính gần như không vay nợ của BMP. Giá trị nội tại theo DCF này được kết hợp với định giá so sánh P/E để xác định giá mục tiêu cuối cùng.

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF)

Khoản mục	Giá trị
Tổng PV của FCFF 2026–2030F (tỷ đồng)	5.156
PV của giá trị cuối kỳ (tỷ đồng)	8.226
Giá trị doanh nghiệp – EV (tỷ đồng)	13.382
(–) Nợ vay (tỷ đồng)	55
(+) Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn (tỷ đồng)	2.057
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	15.384
Số cổ phiếu lưu hành (triệu CP)	81,86
Giá trị nội tại mỗi cổ phiếu (đồng)	187.935
Giá thị trường tham chiếu (đồng)	139.900
Upside	+34,3%

Mô hình dự phóng, SHS Research

VII. ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Phân tích độ nhạy và giá mục tiêu

Giá trị nội tại của BMP nhạy cảm với hai giả định then chốt là WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn. Bảng dưới đây trình bày giá trị nội tại mỗi cổ phiếu (đồng) theo các kịch bản WACC và tăng trưởng khác nhau.

Độ nhạy giá trị nội tại theo WACC và tăng trưởng dài hạn (g)

g \ WACC	12,1%	13,1%	14,1%	15,1%	16,1%
0,40%	202.107	187.789	175.586	165.064	155.901
1,15%	210.684	194.804	181.402	169.943	160.035
1,90%	220.527	202.762	187.935	175.377	164.606
2,65%	231.939	211.866	195.327	181.468	169.689
3,40%	245.326	222.383	203.759	188.343	175.374

Mô hình dự phóng, SHS Research

Ô được tô đậm là kịch bản cơ sở (WACC 14,1%, g 1,9% → 187.935 đồng). Giá trị nội tại dao động từ khoảng 156.000 đến 245.000 đồng/cổ phiếu tùy kịch bản; ngay cả ở kịch bản thận trọng nhất, giá trị nội tại vẫn cao hơn giá thị trường tham chiếu 139.900 đồng.

Kiểm tra chéo bằng phương pháp so sánh P/E

Để đối chiếu, chúng tôi áp dụng hệ số P/E mục tiêu 11,0 lần cho EPS dự phóng năm 2026F (14.661 đồng), cho ra giá trị hợp lý khoảng 161.271 đồng/cổ phiếu. Mức P/E 11,0 lần phù hợp với vùng định giá lịch sử của BMP và tương đương đối thủ trực tiếp NTP. Phương pháp P/E cho kết quả thận trọng hơn DCF, phản ánh rủi ro biến động giá nguyên liệu và chu kỳ bất động sản.

Giá mục tiêu

Giá mục tiêu 12 tháng cho cổ phiếu BMP là 175.000 đồng/cổ phiếu — bình quân (làm tròn) của định giá DCF (187.935 đồng) và định giá so sánh P/E (161.271 đồng) — tương ứng upside +25,1% so với giá thị trường tham chiếu 139.900 đồng. Kết hợp lợi suất cổ tức kỳ vọng khoảng 9,1% (DPS 2026F dự kiến 12.461 đồng), tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 12 tháng tới đạt khoảng 34%.

VIII. RỦI RO ĐẦU TƯ

Các rủi ro đầu tư chính

Rủi ro	Mức độ ảnh hưởng	Yếu tố chính
Giá nguyên liệu PVC / giá dầu	Cao	1pp biên gộp ≈ 48 tỷ LNST
Tỷ giá VND/USD	Trung bình	Hạt PVC định giá theo USD
Chu kỳ bất động sản nhà ở	Cao	~90% doanh thu từ xây dựng dân dụng
Cạnh tranh	Trung bình	NTP, hàng giá rẻ, ống Trung Quốc
Pháp lý & môi trường (EPR)	Thấp	BMP không chịu hạn ngạch tái chế trực tiếp

Rủi ro giá nguyên liệu PVC và cú sốc dầu Trung Đông: Hạt nhựa PVC chiếm 65–70% chi phí sản xuất của BMP, khiến biên lợi nhuận đặc biệt nhạy cảm với giá nguyên liệu. Giá PVC bám sát diễn biến giá dầu thô và khí tự nhiên toàn cầu. Cú sốc dầu Trung Đông từ tháng 3/2026 đang đẩy giá dầu thô và giá PVC tăng — diễn biến này đã ép biên lợi nhuận gộp 2026F xuống 40,4% (so với 46,1% năm 2025). Mô hình dự phóng cơ sở giả định giá PVC bình quân năm 2026 tăng ~+18% YoY (lên ~847 USD/tấn) — phản ánh bình quân của 1 quý chưa ảnh hưởng (Q1, +9%) và 3 quý ảnh hưởng (Q2–Q4, +21%); rủi ro nằm ở kịch bản giá tiếp tục leo thang vượt giả định này — nếu giá dầu Brent lên mức 115 USD/thùng và xung đột kéo dài, biên lợi nhuận gộp có thể thu hẹp đáng kể so với dự phóng. Theo ước tính, mỗi 1 điểm phần trăm biến động biên lợi nhuận gộp tương ứng khoảng 49 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (≈600 đồng EPS).

Rủi ro tỷ giá VND/USD: Phần lớn hạt nhựa PVC được nhập khẩu hoặc định giá theo USD, trong khi doanh thu của BMP thu bằng VND. VND đã mất giá hơn 3% so với USD từ đầu năm 2026 do đồng USD mạnh lên và áp lực từ cú sốc dầu. Diễn biến này làm tăng chi phí nguyên liệu quy đổi và có thể phát sinh thêm lỗ chênh lệch tỷ giá, ảnh hưởng đến lợi nhuận tài chính.

Rủi ro chu kỳ bất động sản nhà ở: Khoảng 90% doanh thu của BMP đến từ phân khúc xây dựng dân dụng, khiến công ty phụ thuộc lớn vào chu kỳ thị trường bất động sản nhà ở. Giai đoạn 2022-2024 cho thấy rõ mức độ nhạy cảm này khi doanh thu BMP giảm hai năm liên tiếp trong thời kỳ thị trường bất động sản suy thoái. Nếu đà phục hồi của thị trường nhà ở chậm hơn kỳ vọng, sản lượng tiêu thụ ống nhựa và kết quả kinh doanh của BMP sẽ bị ảnh hưởng trực tiếp.

Rủi ro cạnh tranh: Thị trường ống nhựa Việt Nam có mức độ cạnh tranh cao. BMP có thể chịu áp lực từ việc NTP mở rộng hiện diện xuống thị trường miền Nam, từ các doanh nghiệp nhỏ cạnh tranh bằng giá, và từ ống nhựa Trung Quốc nhập khẩu giá rẻ. Áp lực cạnh tranh có thể buộc BMP gia tăng chính sách chiết khấu, ảnh hưởng đến biên lợi nhuận và thị phần.

Rủi ro pháp lý và môi trường: Khung pháp lý môi trường ngày càng siết chặt với cơ chế Trách nhiệm Mở rộng của Nhà sản xuất (EPR) và lộ trình hạn chế nhựa dùng một lần. Mặc dù sản phẩm ống nhựa của BMP không thuộc diện chịu tỷ lệ tái chế bắt buộc trực tiếp, công ty có thể chịu chi phí gián tiếp khi các nhà cung cấp hạt PVC phải tuân thủ quy định môi trường chặt chẽ hơn, làm tăng giá nguyên liệu đầu vào.

IX. PHỤ LỤC

Phụ lục A: Phân tích DuPont

Phân tích DuPont phân tách ROE thành ba cấu phần để xác định nguồn gốc khả năng sinh lời của BMP: biên lợi nhuận ròng, vòng quay tài sản và đòn bẩy tài chính. Công thức: $ROE = \text{Biên lợi nhuận ròng} \times \text{Vòng quay tài sản} \times \text{Đòn bẩy tài chính}$

Năm	Biên LN ròng	Vòng quay tài sản	Đòn bẩy tài chính	ROE
2021	4,7%	1,60x	1,24x	9,3%
2022	12,0%	1,91x	1,16x	26,5%
2023	20,2%	1,58x	1,21x	38,7%
2024	21,5%	1,44x	1,18x	36,7%
2025	22,3%	1,63x	1,17x	42,7%

Nguồn: BCTC hợp nhất BMP 2021-2025, SHS tổng hợp. Các chỉ số tính trên doanh thu thuần và số dư cuối kỳ, do đó có thể chênh lệch nhẹ so với ROE/ROA công bố trong báo cáo thường niên (vốn dùng số dư bình quân).

ROE của BMP đã tăng vọt từ 9,3% năm 2021 lên 42,7% năm 2025. Phân tách DuPont cho thấy ba đặc điểm quan trọng. Thứ nhất, biên lợi nhuận ròng là động lực gần như duy nhất của sự cải thiện ROE, tăng từ 4,7% lên 22,3% trong 5 năm, đây là kết quả của việc giá hạt PVC đầu vào giảm mạnh từ đỉnh 2022 kết hợp với kỷ luật giá bán của BMP. Thứ hai, vòng quay tài sản dao động trong khoảng 1,4 đến 1,9 lần theo chu kỳ doanh thu, giảm xuống 1,44 lần năm 2024 khi doanh thu suy yếu và phục hồi lên 1,63 lần năm 2025, không phải là động lực chính của ROE. Thứ ba, đòn bẩy tài chính duy trì ở mức thấp và ổn định quanh 1,2 lần trong suốt giai đoạn, khẳng định BMP đạt được ROE cao mà không sử dụng đòn bẩy nợ. ROE của BMP là ROE chất lượng cao, đến từ hiệu quả hoạt động cốt lõi chứ không phải từ vay nợ, do đó bền vững hơn và ít rủi ro hơn.

IX. PHỤ LỤC

Phụ lục B: Ngành hạt nhựa PVC và chuỗi giá trị hóa dầu

Chuỗi giá trị ống nhựa PVC – từ nguyên liệu đến BMP



1. BMP ở đâu trong chuỗi giá trị

BMP nằm ở khâu hạ nguồn của chuỗi giá trị: Công ty mua hạt nhựa PVC và gia công (ép đùn) thành ống và phụ tùng — BMP không sản xuất PVC. Hạt nhựa PVC được tạo ra từ ethylene (gốc dầu thô, khí tự nhiên) kết hợp với clo, và chiếm **khoảng 65-70% giá vốn** hàng bán của BMP. Vì vậy, lợi nhuận của BMP về bản chất là chênh lệch giữa giá hạt nhựa đầu vào và giá ống bán ra. Theo cam kết phát triển bền vững, BMP chỉ sử dụng hạt nhựa PVC theo công nghệ ethylene, không dùng PVC có nguồn gốc từ than.



2. Giá hạt nhựa do thị trường khu vực quyết định

Hạt nhựa PVC là hàng hóa cơ bản, giao dịch theo giá khu vực. Trung Quốc chiếm khoảng một nửa công suất PVC toàn cầu và đang dư cung kéo dài — ngành PVC nước này đã lỗ nhiều năm liên tiếp do nhu cầu bất động sản yếu. Tình trạng này từng giữ giá PVC khu vực ở mặt bằng thấp (~672 USD/tấn tháng 9/2025), nhưng cú sốc dầu Trung Đông từ tháng 3/2026 đã đẩy giá lên mặt bằng mới — theo Chủ tịch BMP (ĐHĐCĐ 28/4/2026), giá sẽ khó quay về mức trước xung đột trong 1-2 năm.



3. Nhà đầu tư cần theo dõi gì

Để dự báo biên lợi nhuận của BMP, cần theo dõi ba yếu tố. Thứ nhất, giá hạt nhựa PVC nhập khẩu (CFR Đông Nam Á) — chỉ phí đầu vào trực tiếp; báo cáo giá định bình quân **~847 USD/tấn năm 2026, tăng ~18% so với 2025**. Thứ hai, giá bán ống của BMP và khả năng chuyển phần tăng chi phí đầu vào sang khách hàng. Thứ ba, nhu cầu xây dựng tại Việt Nam — yếu tố quyết định sản lượng tiêu thụ. Khi giá hạt nhựa tăng, BMP chủ động điều chỉnh giá bán nhưng thường có độ trễ — biên co lại tạm thời (năm 2026 là năm chuyển tiếp) rồi phục hồi khi giá bán bắt kịp, kết hợp với sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng.

IX. PHỤ LỤC

Phụ lục C: Báo cáo tài chính dự phóng 2026-2030F

Bảng cân đối kế toán dự phóng (tỷ đồng)

Khoản mục (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	2.150	2.288	2.444	2.622	2.825
Phải thu khách hàng	169	187	204	220	235
Hàng tồn kho	555	593	639	686	728
Tài sản ngắn hạn khác	123	133	143	153	163
Tổng tài sản ngắn hạn	2.997	3.201	3.430	3.680	3.950
Tài sản cố định	311	356	401	446	491
Tài sản dài hạn khác	369	384	399	414	429
Tổng tài sản dài hạn	680	740	800	860	920
TỔNG TÀI SẢN	<u>3.677</u>	<u>3.941</u>	<u>4.230</u>	<u>4.541</u>	<u>4.870</u>
Phải trả người bán	231	247	265	285	302
Thuế phải nộp	75	92	104	113	122
Phải trả ngắn hạn khác	237	242	247	252	257
Tổng nợ ngắn hạn	542	580	615	649	681
Vay và nợ thuê tài chính	55	55	55	55	55
Phải trả dài hạn khác	23	28	33	38	43
Tổng nợ dài hạn	78	83	88	93	98
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ	<u>620</u>	<u>663</u>	<u>703</u>	<u>742</u>	<u>778</u>
VỐN CHỦ SỞ HỮU	<u>3.057</u>	<u>3.278</u>	<u>3.527</u>	<u>3.799</u>	<u>4.092</u>
TỔNG NGUỒN VỐN	<u>3.677</u>	<u>3.941</u>	<u>4.230</u>	<u>4.541</u>	<u>4.870</u>

IX. PHỤ LỤC

Phụ lục C: Báo cáo tài chính dự phóng 2026-2030F

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ dự phóng (tỷ đồng)

Khoản mục (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lưu chuyển tiền từ HĐKD	1.263	1.544	1.727	1.882	2.033
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	-155	-160	-165	-170	-175
Lưu chuyển tiền từ HĐ tài chính	-1.015	-1.246	-1.406	-1.535	-1.655
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	+93	+138	+157	+177	+203
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	2.150	2.288	2.444	2.622	2.825

Nguồn: Mô hình dự phóng, SHS Research

Ghi chú:

Mô hình giả định cổ tức được chi trả ngay trong năm công bố, bằng 85% lợi nhuận sau thuế, phù hợp với thực tế BMP thường chia cổ tức nhiều đợt trong năm. Nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh vượt nhu cầu chi trả cổ tức và đầu tư, tiền và tương đương tiền cuối kỳ tăng dần qua các năm dự phóng — phản ánh năng lực tạo tiền mặt dồi dào của BMP ngay cả khi duy trì chính sách cổ tức cao.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Khả quan: Kỳ vọng tăng giá từ 10% - 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Năm giữ: Kỳ vọng tăng giá đến 10% trong khoảng thời gian 12 tháng

Kém khả quan: Kỳ vọng giảm giá đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng

Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá 20% trở lên trong khoảng thời gian 12 tháng

Cần lưu ý: Đây là những mã cổ phiếu có những thông tin bất thường hay có giao dịch bất thường... có ảnh hưởng trọng yếu đến doanh nghiệp. (Mục tiêu cung cấp thông tin cho nhà đầu tư)

Không khuyến nghị: Bộ phận nghiên cứu đang hoặc sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các qui định của luật và/hoặc chính sách công ty trong các trường hợp nhất định tránh các xung đột lợi ích, ví dụ như SHS đang thực hiện tư vấn chiến lược, IPO...

Chưa khuyến nghị: Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu không được đưa ra do chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không có hiệu lực đối với cổ phiếu này.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo nghiên cứu này đã được xem xét cẩn trọng, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội (SHS) không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Các quan điểm, nhận định và đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích mà không đại diện cho quan điểm của SHS.

Báo cáo này chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất cứ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Người đọc chỉ nên sử dụng báo cáo nghiên cứu này như là một nguồn thông tin tham khảo. SHS không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức.

Dữ liệu tài chính được cung cấp bởi Bloomberg và FiinGroup.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tòa nhà SHS, Số 43 Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 1-5, Tòa nhà Unimex Hà Nội, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Thành phố Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng



Tầng 2, Tòa nhà SHB Đà Nẵng, số 06 Nguyễn Văn Linh, phường Hải Châu, Thành phố Đà Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 1900 63 8588
-  Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn