

Lợi ích hài hòa cùng phát triển

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã
Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng Lượng
nha.nht@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

- Các công ty cấp nước trong danh sách khuyến nghị của HSC đang bước vào giai đoạn mở rộng HĐKD với nhu cầu vốn lớn. TDM đã chiết khấu khoảng 21,5% giá bán buôn nước sạch cho BWE trong hai tháng qua để hỗ trợ dòng tiền của BWE.
- Phản ánh mức giảm giá bán của TDM vào mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi tăng 7% dự báo tổng lợi nhuận thuần của ngành trong năm 2025 lên 843 tỷ đồng (tăng trưởng 28%), chủ yếu nhờ điều chỉnh tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần của BWE.
- Trong khi TDM đang giao dịch ở mức định giá cao hơn so với bình quân quá khứ, BWE đang giao dịch ở mức sát với bình quân quá khứ. HSC ưa thích cổ phiếu TDM hơn BWE do tỷ lệ nợ/vốn CSH thấp hơn. Điều này mang lại cho TDM nhiều cơ hội hơn để cải thiện lợi nhuận trên vốn CSH (ROE) trong tương lai.

Sự kiện: Chiết khấu từ công ty cùng ngành trong bối cảnh mở rộng HĐKD

TDM, công ty sở hữu 37% cổ phần tại BWE và chỉ bán nước cho BWE, đã giảm khoảng 21,5% giá bán buôn nước sạch tháng thứ 2 liên tiếp. Chúng tôi cho rằng việc giảm giá giúp hỗ trợ tài chính cho BWE để tập trung vào việc mở rộng đầu tư. Tính đến cuối Q1/2025, tổng vốn đầu tư cho các dự án đang triển khai và hoạt động mua cổ phần gần đây của BWE và TDM lần lượt đạt mức 3,4 nghìn tỷ đồng và 974 tỷ đồng.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Phản ánh mức chiết khấu của TDM cho BWE vào mô hình dự báo lợi nhuận, HSC tăng 7% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2025 lên 843 tỷ đồng (tăng trưởng 28%) nhưng giảm lần lượt 3%/2% dự báo tổng lợi nhuận cho năm 2026/2027 xuống 1.101 tỷ đồng (tăng trưởng 2%) và 1.240 tỷ đồng (tăng trưởng 13%), cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.

Khuyến nghị: Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BWE, nâng khuyến nghị lên Mua vào đối với TDM

Đối với BWE, HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng 9% giá mục tiêu lên 60.300đ, sau khi phản ánh mức chiết khấu giá nước bán buôn của TDM vào mô hình dự báo lợi nhuận. Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 19%.

Đối với TDM, chúng tôi nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng 5% giá mục tiêu lên 64.600đ sau khi điều chỉnh tăng định giá của BWE. Sau khi giá cổ phiếu tăng 1% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. P/E trượt dự phóng của chúng tôi sử dụng lợi nhuận thuần sau điều chỉnh 37% cổ phần tại BWE theo phương pháp vốn chủ sở hữu thay cho phương pháp giá vốn. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 21%.

Về cơ bản, HSC ưa thích cả TDM và BWE vì cả hai Công ty đều đang trong quá trình mở rộng công suất sản xuất nước sạch với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 13% đến năm 2030, dựa trên quy hoạch tổng thể cấp tỉnh về cấp nước sạch và tỷ lệ thâm nhập nước máy trong dân cư ở tỉnh Bình Dương và Đồng Nai còn thấp, dưới 60%. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu TDM hơn BWE do có tỷ lệ nợ/vốn CSH thấp hơn. Điều này mang lại cho TDM nhiều cơ hội hơn để cải thiện lợi nhuận trên vốn CSH (ROE) trong tương lai.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/6.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BWE	50,500	Tăng tỷ trọng	-	60,300	9.04	19.4	12.6	12.3	8.42	7.90	2.57	2.57
TDM	53,200	Mua vào	Tăng tỷ trọng	64,600	5.04	21.4	29.7	29.9	21.3	20.1	2.63	2.44

*Giá cổ phiếu tại ngày 30/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Giảm giá bán đóng vai trò tương hỗ	3
Hỗ trợ lẫn nhau qua chiết khấu giá bán	3
Tóm tắt KQKD Q1/2025	3
Cập nhật triển vọng năm 2025 và trung hạn	4
Dự báo lợi nhuận mới	5
Định giá và khuyến nghị	6
Báo cáo thành phần	
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương (BWE)	9
CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM)	17

Giảm giá bán đóng vai trò tương hỗ

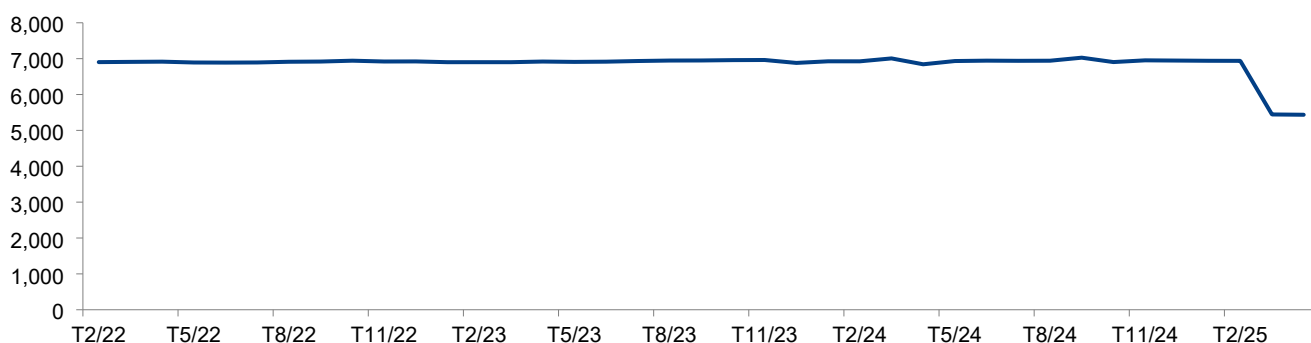
Trong Q1/2025, tổng lợi nhuận thuần của cả BWE và TDM đã tăng 34% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ 107 tỷ đồng cổ tức bằng tiền mặt của BWE. Việc mở rộng HĐKD vẫn đang tiếp tục, với tổng vốn đầu tư cho các dự án đang triển khai đạt 3,4 nghìn tỷ đồng và chi mua cổ phần đạt 974 tỷ đồng vào cuối Q1/2025. Ngoài ra, TDM đã giảm giá bán buôn cho BWE trong tháng thứ hai liên tiếp. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ hỗ trợ dòng tiền đầu tư của BWE. Phản ánh mức chiết khấu giá bán của TDM vào mô hình dự báo lợi nhuận của BWE, tổng lợi nhuận thuần của ngành được kỳ vọng sẽ tăng lần lượt 28%/2%/13% trong năm 2025/2026/2027, tương ứng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 14%.

Hỗ trợ lẫn nhau qua chiết khấu giá bán

TDM, công ty sở hữu 37% cổ phần tại BWE và chỉ bán nước cho BWE, đã giảm 21,5% và 21,7% giá bán (so với giá trong tháng 2/2025) cho BWE trong tháng 3/2025 và tháng 4/2025. Mức chiết khấu này nằm trong kỳ vọng của HSC nhưng có mức độ thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi là 25% cho mỗi tháng từ tháng 3/2025. Chúng tôi kỳ vọng mức chiết khấu này sẽ tạo ra tác động lớn đến Công ty, đóng góp khoảng 109 tỷ đồng vào LNTT và dòng tiền hoạt động trong năm 2025, giúp củng cố vị thế tiền mặt của BWE để thực hiện kế hoạch đầu tư mở rộng.

Biểu đồ 1: Giá nước bán buôn của TDM (đồng/lit)

TDM giảm đáng kể giá bán cho BWE lần đầu trong T3/2025 kể từ T2/2022



Nguồn: HSC ước tính

Tóm tắt KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, tổng lợi nhuận của các công ty cấp nước đạt 291 tỷ đồng (tăng 34% so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ BWE trả cổ tức bằng tiền mặt 107 tỷ đồng cho TDM (so với việc không có cổ tức từ BWE trong năm 2024). Loại trừ tác động của cổ tức từ BWE, tổng lợi nhuận thuần của các công ty cấp nước trong danh sách khuyến nghị đạt 184 tỷ đồng (giảm 15% so với cùng kỳ), chủ yếu do chi phí bán hàng & quản lý tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 169 tỷ đồng và khoản lỗ 9 tỷ đồng (so với lợi nhuận 7 tỷ đồng trong Q1/2024) từ các công ty liên doanh/liên kết. Mặt khác chi phí bán hàng & quản lý của BWE tăng 17% so với cùng kỳ đa phần do chi phí lao động tăng 28% khi tổng số nhân viên tăng 112% so với cùng kỳ vào cuối Q1/2025. Đối với khoản lỗ từ các công ty liên doanh/liên kết, HSC cho rằng đó là do BWE khấu hao khoản đầu tư vào công ty liên kết mới mua lại là CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp và tiếp tục thua lỗ tại Giwaco, một công ty liên kết của cả BWE (sở hữu 34,8%) và TDM (sở hữu 23,8%).

Bảng 2: Tóm tắt KQKD Q1/2025 các công ty ngành Dịch vụ tiện ích – Nước HSC khuyến nghị

Lợi nhuận thuần tổng thể tăng 34% so với cùng kỳ trong Q1/2025

Tỷ đồng	BWE	TDM	Tổng thể
Doanh thu thuần	924	100	1,024
Doanh thu mảng cấp nước	646	100	745
Lợi nhuận gộp	431	51	482
Lợi nhuận gộp mảng cấp nước	366	51	416
<i>Tăng trưởng</i>	<i>2%</i>	<i>-38%</i>	<i>2%</i>
Lợi nhuận HĐ tài chính	(69)	102	33
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh, liên kết (từ năm 2015)	(9)	-	(9)
Chi phí BH&QL	(165)	(4)	(169)
Lợi nhuận thuần	148	144	291
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-18%</i>	<i>283%</i>	<i>34%</i>
Lợi nhuận 'cốt lõi'	148	37	184
<i>Tăng trưởng</i>	<i>-18%</i>	<i>-38%</i>	<i>-15%</i>
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cấp nước	57%	51%	56%
<i>Thay đổi (điểm phần trăm)</i>	<i>-0.6ppt</i>	<i>4.5ppt</i>	<i>0.2ppt</i>
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng khác ngoài mảng cấp nước	40%	73%	44%
<i>Thay đổi (điểm phần trăm)</i>	<i>-9.6ppt</i>	<i>-4.0ppt</i>	<i>-8.9ppt</i>

Nguồn: HSC ước tính

Cập nhật triển vọng năm 2025 và trung hạn

Loại trừ tác động từ cổ tức, HSC nhận thấy Q1/2025 là một quý đầy thách thức đối với các công ty cấp nước trong danh sách khuyến nghị do phát sinh thêm chi phí liên quan đến kế hoạch mở rộng HĐKD. Khi hoạt động mở rộng được tiếp tục triển khai, gánh nặng chi phí của các công ty cấp nước được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức ổn định. Tuy nhiên, TDM đã hỗ trợ BWE bằng cách giảm giá bán. Điều này không chỉ hỗ trợ lợi nhuận mà còn dòng tiền cho việc mở rộng HĐKD của công ty.

Tiếp tục mở rộng HĐKD, cả tự nhiên và M&A

Tính đến cuối Q1/2025, BWE và TDM đang tích cực triển khai mở rộng công suất và đầu tư chiến lược lớn—BWE với ba dự án cơ sở hạ tầng trị giá 2.742 tỷ đồng và mua lại 43% cổ phần tại Tân Hiệp Water trị giá 805 tỷ đồng, trong khi TDM mở rộng nhà máy nước Bầu Bàng trị giá 666 tỷ đồng và mua lại 10% cổ phần tại Phú Mỹ Vinh trị giá 169 tỷ đồng. Các khoản đầu tư trên đã tổng vốn đầu tư của cả 2 công ty lên 3,4 nghìn tỷ đồng và tổng giá trị các thương vụ mua cổ phần ở mức 974 tỷ đồng. Mặc dù việc mở rộng công suất sẽ mang lại lợi ích trong dài hạn, nhưng trong ngắn hạn sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận thuần của BWE, điều này đã được phản ánh qua KQKD Q1/2025.

Bảng 3: Các dự án mở rộng đang triển khai đến cuối quý 1/2025, BWE and TDM

Vốn đầu tư cơ bản cho các dự án đang triển khai của 2 công ty đạt 3,4 nghìn tỷ đồng

Công ty	Dự án	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Ghi chú
BWE	Nhà máy nước Chơn Thành	109	Nâng công suất lên 60.000 m3/ngày (từ 30.000 m3/ngày)
BWE	Nhà máy nước Nhị Thành	1,470	Nâng công suất lên 120.000 m3/ngày (từ 60.000 m3/ngày)
BWE	Lò đốt	1,163	Tăng công suất thêm 500 tấn/ngày, kết hợp với sản lượng điện 12MWh, nâng tổng công suất sản xuất điện lên 17MWh
Tổng, BWE		2,742	
TDM	Nhà máy nước Bầu Bàng	666	Phân kỳ 1 - giai đoạn 1: nâng công suất thêm 50.000 m3/ngày.
Tổng, BWE và TDM		3,408	

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Đầu tư tài chính mới trong Q1/2025, BWE và TDM

DN	Kế hoạch	Quy mô thương vụ (Tỷ đồng)	Ghi chú
BWE	Công ty CP Đầu tư Nước Tân Hiệp	805	805 tỷ đồng cho 43% tổng vốn, tương đương với P/B năm 2023 là 3,9 lần. Tính đến cuối quý 1/2025, chỉ mới có 40,85% đã được chuyển nhượng cho BWE.
TDM	Công ty CP Đầu tư và Xây dựng Phú Mỹ Vinh	169	Cho 10% cổ phần, P/B là 3,6 lần.
	Tổng	974	

Nguồn: HSC ước tính

Việc sáp nhập tỉnh có thể thay đổi môi trường kinh doanh

Cấp nước, xử lý nước thải và xử lý chất thải là những lĩnh vực kinh doanh bị ảnh hưởng từ việc sáp nhập các tỉnh. Cụ thể, giá bán/phí dịch vụ của các lĩnh vực kinh doanh nói trên do UBND các tỉnh phê duyệt. Do đó, việc sáp nhập tỉnh Bình Dương và tỉnh Bà Rịa-Vũng Tàu vào TP.HCM dự kiến sẽ trao quyền quyết định về giá bán nước cho chính quyền TP.HCM.

Cho đến thời điểm hiện tại, HSC chưa nhận được thông tin hướng dẫn từ các cơ quan có thẩm quyền về mức phí đối với các dịch vụ cấp nước, xử lý nước thải và xử lý chất thải tại các tỉnh sau khi sáp nhập. Do đó, chúng tôi đang chờ có thêm thông tin từ các cơ quan chức năng.

Bảng 5: Giá bán nước (trước thuế, phí) tại Bình Dương – TP. Hồ Chí Minh – Vũng Tàu, Tháng 5/2025

Giá bán nước tại tỉnh Bình Dương đang ở mức cao hơn so với TP. Hồ Chí Minh và tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu

	Dân cư – thấp nhất	Dân cư – cao nhất	Hành chính	Sản xuất	Dịch vụ
Bình Dương	10,500	10,500	13,800	13,450	21,000
Đóng góp vào doanh thu theo mảng kinh doanh	49%		1.5%	48%	1.5%
TP. Hồ Chí Minh	6,700	14,400	13,000	12,100	21,300
<i>Chênh lệch so với Bình Dương</i>	57%	-27%	6%	11%	-1%
Vũng Tàu	9,400	13,500	13,100	12,900	20,200
<i>Chênh lệch so với Bình Dương</i>	12%	-22%	5%	4%	4%

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, 2026 và 2027 của BWE đạt 878 tỷ đồng (tăng trưởng 24%), 904 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 992 tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Dự báo lợi nhuận trên dựa trên giả định TDM sẽ giảm bình quân giá bán buôn ở mức 21,5% cho BWE và duy trì mức giá bán này trong thời gian tới. Điều này phần nào bù đắp cho việc điều chỉnh tăng 2% chi phí sản xuất của BWE, liên quan đến việc mở rộng HĐKD và phản ánh mức tăng của giá nước thấp hơn kỳ vọng ở tỉnh Bình Dương cũng như việc ghi nhận doanh thu từ dịch vụ xử lý nước thải.

Đối với TDM, HSC giữ nguyên dự báo vì chúng tôi đã phản ánh mức chiết khấu bán buôn vào mô hình dự báo lợi nhuận trong báo cáo trước đó [‘Giá bán bình quân có thể giảm; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng vẫn còn giá trị đầu tư’](#)..

Bảng 6: Lợi nhuận thuần thực tế và dự báo, Các công ty ngành Nước HSC khuyến nghị

Dự báo tổng lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR 3 năm ở mức 14%

Tỷ đồng	2024A	2025F	Điều ch	Tăng trưởng	2026F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	2027F	Điều chỉnh	Tăng trưởng	CAGR 3 năm
BWE	639	878	9%	37%	904	-4%	3%	992	-2%	10%	16%
TDM	204	198	0%	-3%	197	0%	0%	248	0%	26%	7%
Tổng	843	1,076	7%	28%	1,101	-3%	2%	1,240	-2%	13%	14%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC sử dụng phương pháp SoTP để xác định giá mục tiêu của BWE và TDM, trong đó phương pháp DCF được sử dụng để xác định giá trị mảng kinh doanh cốt lõi của cả hai công ty và áp dụng phương pháp giá thị trường/giá trị sổ sách để định giá các công ty liên kết và liên doanh. Một số giả định DCF chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5% đối với BWE và không đổi đối với TDM so với báo cáo trước đó), phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ của chúng tôi.
- HSC sử dụng hệ số beta là 0,6 lần cho cả BWE và TDM (giảm từ 0,8 lần trước đó) dựa trên hệ số beta được điều chỉnh theo ngày trong 2 năm của Bloomberg để phù hợp với các công ty Năng lượng và Tiện ích khác trong danh sách khuyến nghị.
- Do đó, giả định WACC của BWE và TDM lần lượt ở mức 7,5% (so với 7,8% trước đó) và 8,8% (so với 10% trước đó).
- Đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn, chúng tôi giữ nguyên mức 2% cho cả hai công ty.
- Chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 và sử dụng cùng giai đoạn định giá đến năm 2030 cho cả hai công ty.

Bảng 7: Giá mục tiêu và định giá, Các công ty ngành Nước HSC khuyến nghị

MÃ CK	Khuyến nghị	Thị giá (đồng)	Giá mục tiêu (đồng)	Tiềm năng tăng giá với giá mục tiêu	P/E trượt dự phóng 1 năm (lần)
BWE	Tăng tỷ trọng	50,500	60,300	19%	14.2x
TDM	Mua vào	53,200	64,600	21%	14.4x

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Cả cổ phiếu BWE và TDM diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN30 trong 12 tháng qua, nhờ tâm thị trường cải thiện trước thông tin mở rộng HĐKD của BWE và TDM.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 14,3 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và khu vực, BWE hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn 33%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang thấp hơn lần lượt 18% và 21% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 2,5 và 4,6 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi tin rằng định giá của BWE vẫn hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,9% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và khu vực, TDM hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 cao hơn 23%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang cao hơn lần lượt 194% và 120% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn lần lượt 2,7 và 0,5 điểm phần trăm. Chúng tôi cho rằng định giá của TDM cao hơn là do đã tính đến 37% cổ phần của công ty này tại BWE.

Chúng tôi sử dụng các ước tính nội bộ để so sánh sự khác biệt giữa các công ty cùng ngành trong nước. Ngay cả khi đã điều chỉnh cổ phần của BWE vào dự báo lợi nhuận của TDM, BWE vẫn có định giá hấp dẫn hơn TDM ở hầu hết các chỉ số, đặc biệt là ROE năm 2025/2026.

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu BWE, TDM và VN30

Cổ phiếu WE và TDM khả quan hơn VN30 trong 12 tháng

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
BWE	3.3	12.2	22.2
TDM	0.9	(2.7)	12.0
VN30	9.3	5.5	11.9

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 9: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE hiện giao dịch ở mức chiết khấu cao so với các công ty cùng ngành trong khu vực

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE		
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
BWE	Việt Nam	434	10.0	10.0	11.4	8.9	1.5	1.4	16.7	20.0	
TDM	Việt Nam	228	16.2	16.2	28.3	19.1	2.3	2.3	12.5	16.7	
TTW PCL	Thái Lan	1,077	10.0	10.0	11.6	11.4	2.2	2.1	18.9	19.3	
Manila Water Co Inc	Philippines	1,499	8.0	8.0	6.5	5.9	1.0	0.9	16.2	15.8	
WHA Utilities and Power PCL	Thái Lan	378	24.8	24.8	9.0	8.5	0.9	0.9	9.1	9.9	
Bình quân		723	13.8	13.8	13.4	10.8	1.6	1.5	14.7	16.3	
<i>BWE chiết khấu so với các DN khác</i>			-40%	-28%	-28%	-15%	-18%	-4%	-9%	2.0ppt	3.7ppt
<i>TDM chiết khấu so với các DN khác</i>			-68%	17%	17%	112%	77%	47%	51%	-2.2ppt	0.4ppt
Bình quân, trừ BWE		796	14.8	14.8	13.9	11.2	1.6	1.5	14.2	15.4	
<i>BWE chiết khấu so với các DN khác</i>			-45%	-33%	-33%	-18%	-21%	-5%	-11%	2.5ppt	4.6ppt
Bình quân, trừ TDM		847	13.2	13.2	9.6	8.7	1.4	1.3	15.2	16.2	
<i>TDM chiết khấu so với các DN khác</i>			-73%	23%	23%	194%	120%	66%	73%	-2.7ppt	0.5ppt

Ghi chú: dữ liệu ngày 23/5, Số liệu của TDM không được điều chỉnh đối với cổ phần của công ty tại BWE.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Bảng 10: So sánh 2 DN, BWE and TDM

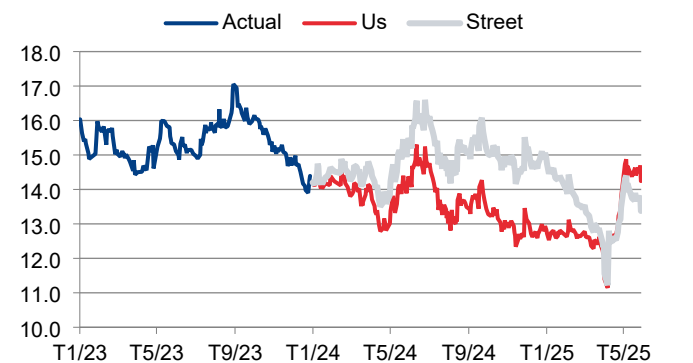
BWE có định giá hấp dẫn hơn so với TDM ở tất cả các tiêu chí

Công ty	EV/EBITDA		P/E điều chỉnh		P/B		ROE	
	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
BWE	8.5	8.0	14.4	14.7	1.9	1.7	15.6%	14.5%
TDM	22.2	21.0	15.2	15.0	2.4	2.3	7.8%	7.5%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 11: P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 12: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BWE

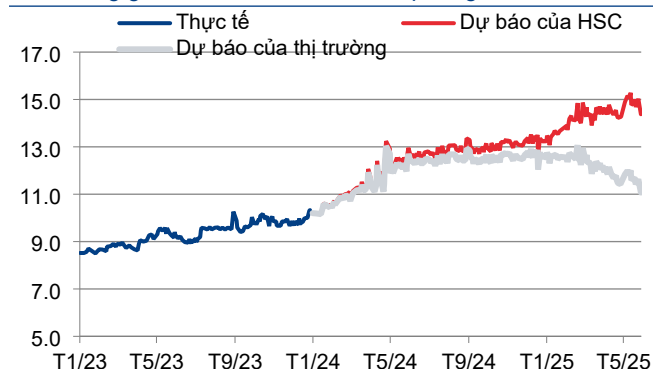
...thấp hơn một chút so với bình quân ở mức 14,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 13: P/E, trượt dự phóng 1 năm, TDM

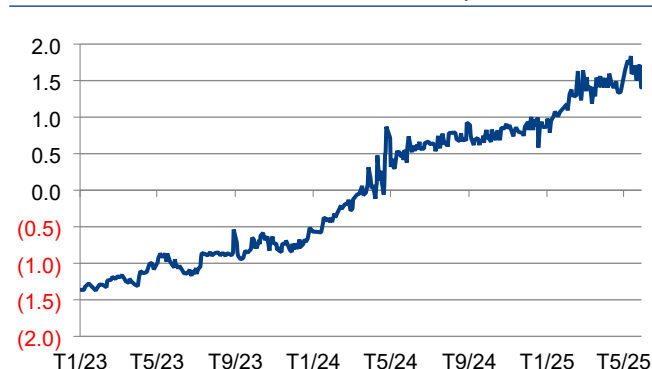
TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với bình quân, TDM

... cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 11,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Những cổ phiếu lựa chọn hàng đầu

HSC đưa ra những động lực tăng trưởng cho giá cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị như sau:

- BWE: Công ty cấp nước lớn nhất tỉnh Bình Dương đang trong giai đoạn mở rộng công suất sản xuất và tích cực mua cổ phần của các công ty khác tại các tỉnh khác cũng như nâng cao công suất sản xuất tại các nhà máy nước đang hoạt động. Cổ phiếu có định giá hấp dẫn và dự kiến sẽ có ROE cao hơn các công ty cùng ngành trên thế giới trong tương lai.
- TDM: Cổ phiếu có cổ tức ổn định, với kế hoạch mở rộng công suất sản xuất trong dài hạn.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu TDM hơn BWE vì TDM có tỷ lệ nợ/vốn CSH thấp hơn nên Công ty có nhiều cơ hội cải thiện ROE trong tương lai.

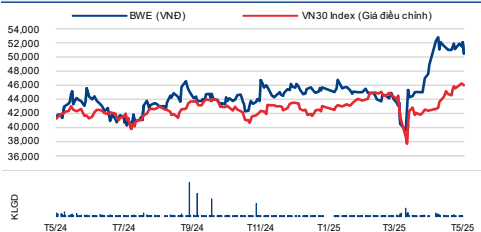
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ60,300 (từ VNĐ55,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 19.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/5/2025)	50,500
Mã Bloomberg	BWE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,600-52,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	51,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,106
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	426
Slg CP lưu hành (tr.đv)	220
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	108
Slg CP NN được mua (tr.đv)	86.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.90%
Tỷ lệ freefloat	30.0%
Cổ đông lớn	Nước Thủ Dầu Một (37.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	3.27	12.2	22.2
So với chỉ số	(4.99)	6.92	9.81
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,570	3,066	16.5
2026F	3,511	4,780	(26.6)
2027F	3,895	7,245	(46.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BWE là công ty cấp nước lớn thứ ba Việt Nam với tổng công suất thiết kế 0,88 triệu m3/ngày với thị trường chính ở Bình Dương. BWE cũng tham gia mảng xử lý rác thải và nước thải và tích cực mua những công ty nước ở tỉnh khác

Chuyên viên phân tích
Nguyễn Hoàng Thanh Nhã

Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng
 nha.nht@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

Được hỗ trợ bởi chiết khấu từ nhà cung cấp; Tăng tỷ trọng

- TDM đã giảm giá nước bán buôn cho BWE trong tháng thứ hai liên tiếp, với mức giảm lần lượt là 21,5% và 21,7% trong tháng 3/2025 và tháng 4/2025.
- HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 lên 878 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) nhờ các khoản chiết khấu giá nước của TDM nhưng giảm lần lượt 4% và 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027 xuống 904 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 992 tỷ đồng (tăng trưởng 10%) do chi phí sản xuất trên mỗi lít nước tăng 2%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá là 19%. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Sự kiện: Nhận được chiết khấu từ nhà cung cấp trong tháng thứ hai liên tiếp

TDM đã chiết khấu giá nước bán buôn cho BWE trong tháng 3/2025 và tháng 4/2025, với mức giảm lần lượt là 21,5% và 21,7% so với mức giá trong tháng 2/2025. Chúng tôi xem đây là sự hỗ trợ tài chính mà TDM dành cho BWE để hỗ trợ dòng tiền, đặc biệt trong giai đoạn mở rộng HĐKD.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025

HSC phản ánh khoản chiết khấu của TDM vào mô hình dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027. Lưu ý, Chính phủ không quy định giá nước bán buôn giữa các công ty mà chỉ quy định giá bán lẻ. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được điều chỉnh tăng 9% lên 878 tỷ đồng (tăng trưởng 37%), do tác động tích cực của việc tăng mức chiết khấu nước sạch từ TDM lớn hơn tác động tiêu cực của việc tăng giá nước (bán lẻ) chậm hơn kỳ vọng tại Bình Dương cũng như việc ghi nhận doanh thu xử lý nước thải chậm hơn dự kiến. Tuy nhiên, chúng tôi giảm lần lượt 4% và 2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026 và 2027 xuống 904 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 992 tỷ đồng (tăng trưởng 10%), chủ yếu do tác động tiêu cực từ mức đóng góp từ các công ty liên doanh dự kiến thấp hơn kỳ vọng cũng như việc điều chỉnh giảm doanh thu từ dịch vụ xử lý nước thải lớn hơn tác động tích cực từ việc TDM giảm giá nước bán buôn. Lợi nhuận thuần được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân quá khứ ở mức 14,3 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 19%.

Với tiềm năng tăng giá 19% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu BWE vì Công ty có kế hoạch mở rộng công suất đầy tham vọng nhằm: (1) giải quyết tình trạng thiếu nước ở tỉnh Long An; (2) nâng cấp cơ sở hạ tầng để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các khu công nghiệp mới; và (3) cung cấp các giải pháp tiên tiến cho các vấn đề môi trường.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,525	1,686	2,060	2,217	2,425
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	639	878 ▲	904	992
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,570 ▲	3,511 ▼	3,895
DPS (đồng)	1,327	43.9	1,300	1,300	1,300
BVPS (đồng)	24,891	24,263	26,956	29,765	32,976
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.52	10.1	8.42	7.90	7.21
P/E ĐC (lần)	17.4	19.4	14.1	14.4	13.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.63	0.09	2.57	2.57	2.57
P/B (lần)	2.03	2.08	1.87	1.70	1.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	37.3	(1.67)	10.9
ROAE (%)	14.5	12.6	15.6	14.5	14.4

Note: Use of ▲ ▼ indicates that the item has changed by at least 5%.
 Source: Bloomberg, HSC Research estimates

Chiết khấu đầu vào hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận & dòng tiền

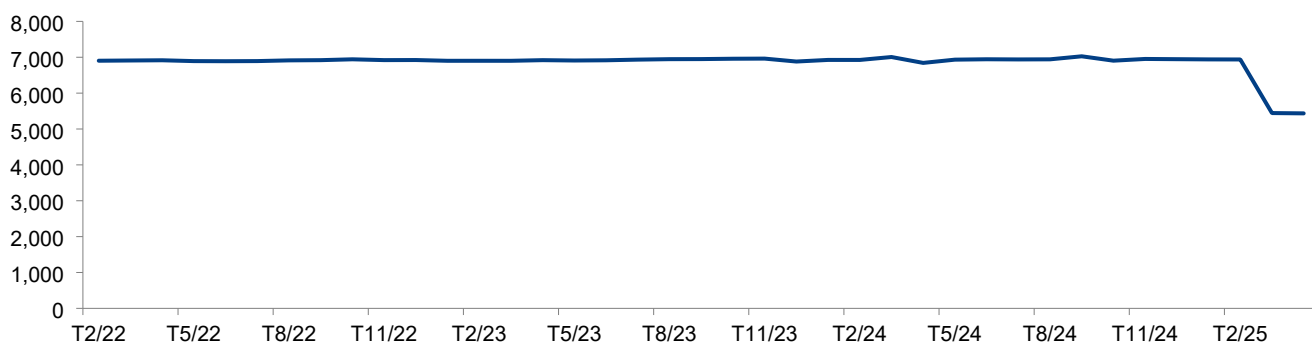
TDM đã chiết khấu hơn 21% giá bán nước cho BWE trong tháng thứ hai liên tiếp. Sau khi phản ánh các khoản chiết khấu và điều chỉnh cho sự chậm hơn kỳ vọng của việc tăng giá nước ở Bình Dương và ghi nhận doanh thu từ dịch vụ xử lý nước thải vào mô hình dự báo lợi nhuận, HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 878 tỷ đồng (tăng trưởng 37%) nhưng giảm lần lượt 4% và 2% dự báo cho năm 2026 và 2027 xuống 904 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 992 tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Duly trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Sự kiện: Được chiết khấu từ nhà cung cấp tháng thứ 2 liên tiếp

Như đã thảo luận trong báo cáo '[Giá bán bình quân có thể giảm; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng vẫn còn giá trị đầu tư](#)' và Báo cáo doanh nghiệp bên dưới, TDM, công ty sở hữu 37% cổ phần của BWE và chỉ bán nước cho BWE, đã chiết khấu giá bán nước cho BWE trong tháng 3/2025 và tháng 4/2025, với mức giảm lần lượt là 21,5% và 21,7% so với giá tháng 2 năm 2025. Mặc dù mức chiết khấu này thấp hơn so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi là 25%, nhưng các khoản chiết khấu này vẫn có tác động đáng kể đến công ty, không chỉ có lợi nhuận mà còn hỗ trợ dòng tiền của công ty.

Biểu đồ 15: Giá nước bán buôn của TDM (đồng/lit)

TDM giảm đáng kể giá bán cho BWE lần đầu trong T3/2025 kể từ T2/2022



Nguồn: HSC ước tính

Triển vọng năm 2025

Cho năm 2025, HSC tin rằng BWE sẽ tiếp tục kế hoạch mở rộng công suất đầy tham vọng của mình, triển khai ba dự án vào cuối Q1/2025 với tổng vốn đầu tư dự kiến là 2,7 nghìn tỷ đồng. Do đó, dự kiến sẽ phát sinh thêm chi phí liên quan đến việc mở rộng HĐKD, chẳng hạn như khấu hao hoặc chi phí nhân công cao hơn. Mức chiết khấu đã đề cập ở phần trên không chỉ giúp bù đắp chi phí liên quan đến việc mở rộng HĐKD mà còn hỗ trợ dòng tiền cho đầu tư hoạt động đầu tư.

Việc mở rộng công suất làm tăng áp lực lên chi phí hoạt động và dòng tiền

Như đã đề cập trong Báo cáo doanh nghiệp '[Giải cơn khát mùa hè: duy trì khuyến nghị Mua vào](#)', trong năm 2025, BWE đang mở rộng công suất tại 2 nhà máy nước và một nhà máy đốt rác kết hợp phát điện, với tổng chi phí vốn dự kiến là 2.742 tỷ đồng (Bảng 16). Công ty tăng công suất cấp nước thêm 90.000 m³/ngày, tương đương với 10% công suất hiện tại của BWE. Trong dài hạn đến năm 2030, BWE có kế hoạch tăng công suất cấp nước với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 13%, dựa trên quy hoạch tổng thể cấp tỉnh về cấp nước sạch.

Ngoài các khoản đầu tư cơ sở hạ tầng, chúng tôi lưu ý rằng BWE cũng đang mở rộng đầu tư vào nguồn nhân lực và đầu tư tài chính. Cụ thể, tổng số nhân viên tại BWE đã tăng đáng kể lên 2.832 người (từ 1.312 người vào đầu năm 2024) để chuẩn bị mở rộng HĐKD sang các tỉnh Long An, Quảng Bình và Cần Thơ, dẫn đến tổng chi phí

nhân công tăng 24% trong Q1/2025. Lưu ý, BWE đã mua 43% cổ phần của CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp (có trụ sở tại TP.HCM) với giá 805 tỷ đồng vào cuối năm 2024.

Việc mở rộng HĐKD gần đây của BWE đã làm tăng áp lực lên cơ cấu chi phí của Công ty, chẳng hạn như chi phí nhân công tăng cao, khấu hao khoản đầu tư mới, dẫn đến nhu cầu vốn đầu tư cao hơn để đáp ứng các kế hoạch mở rộng kinh doanh.

Bảng 16: Các dự án mở rộng đang triển khai đến cuối quý 1/2025, BWE

Vốn đầu tư cơ bản cho các dự án đang triển khai của BWE đến cuối quý 1/2025 là 2,7 nghìn tỷ đồng

Dự án	Vốn đầu tư	Ghi chú
Nhà máy nước Chơn Thành	109	Nâng công suất lên 60.000 m3/ngày (từ 30.000 m3/ngày)
Nhà máy nước Nhị Thành	1,470	Nâng công suất lên 120.000 m3/ngày (từ 60.000 m3/ngày)
Lò đốt rác	1,163	Tăng công suất thêm 500 tấn/ngày, kết hợp với sản lượng điện 12MWh, nâng tổng công suất sản xuất điện lên 17MWh
Tổng	2,742	

Nguồn: HSC ước tính

Chiết khấu từ nhà cung cấp và thoái vốn công ty con hỗ trợ dòng tiền

Dựa trên tình hình tài chính của BWE tại thời điểm cuối Q1/2025, với tỷ lệ nợ chiếm 50% tổng tài sản (trong đó các khoản vay bằng USD chiếm 39% tổng dư nợ) cùng với những biến động tỷ giá bất lợi từ đầu năm, nhiều khả năng BWE sẽ không ưu tiên các công cụ nợ cho hoạt động chi tiêu vốn.

Như đã đề cập ở trên, TDM đã giảm giá bán cho BWE từ tháng 3/2025. Lưu ý, TDM sở hữu 37% cổ phần của BWE và chỉ bán nước cho BWE. Chúng tôi xem đây là hình thức hỗ trợ tài chính từ TDM dành cho BWE, không phát sinh lãi suất, do khoản thuế bổ sung mà BWE phải nộp sẽ được miễn trừ khỏi nghĩa vụ nộp thuế của TDM.

Mặt khác, BWE đã phê duyệt việc bán cổ phần tại CTCP Xây dựng Điện Biwase (tư nhân; gọi tắt là "Biwelco"), có thể bao gồm toàn bộ số cổ phần mà BWE đang nắm giữ (sở hữu 52% cổ phần tại Biwelco). Biwelco hoạt động trong lĩnh vực phát điện và xây dựng, đồng thời chịu trách nhiệm thực hiện các dự án mở rộng nhà máy nước của BWE và TDM. Chúng tôi ước tính Biwelco đóng góp khoảng 21 tỷ đồng vào lợi nhuận thuần hợp nhất năm 2024 của BWE, tương đương 3% lợi nhuận thuần của Công ty. Ngoài ra, BWE đã mua 24,57% cổ phần của CTCP Cấp nước Vĩnh Long (UPCoM: VLW; không nằm trong danh sách khuyến nghị) từ Biwelco, công ty này sở hữu 33,65% cổ phần của VLW trước giao dịch. Có vẻ như thương vụ thoái vốn khỏi Biwelco sẽ sớm hoàn tất để mang lại nguồn thu nhập tài chính cao hơn cho BWE và mang lại dòng tiền cho các khoản đầu tư.

Dự báo mới

HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 lên 878 tỷ đồng (tăng trưởng 37%), đồng thời giảm 7% và 2% dự báo cho năm 2026 và 2027 xuống lần lượt 904 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) và 992 tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Chi tiết như sau:

- Chúng tôi giảm giả định giá bán bình quân xuống 3% (từ 3,6%) do KQKD Q1/2025 cho thấy giá bán bình quân không tăng ở tỉnh Bình Dương, nên giả định mức tăng giá 3% ở tỉnh Bình Dương chỉ tính từ Q2/2025. Ngoài ra, chúng tôi đã phản ánh khoản chiết khấu của TDM cho BWE từ năm 2025 trở đi, với tác động tích cực lớn hơn tác động tiêu cực của giả định chi phí sản xuất nước tăng nhẹ 2% (sau khấu hao) sau khi phản ánh các chi phí tăng thêm liên quan đến việc mở rộng HĐKD của BWE (như đã thảo luận ở phần trên) từ năm 2025 trở đi, kể đến là phần chi phí tăng thêm gần đây trong KQKD Q1/2025 của BWE cũng như việc điều chỉnh phân bổ chi phí khấu hao. Cùng với đó, dựa trên các yếu tố này, chúng tôi tăng lần lượt 5%/0%/0% dự báo lợi nhuận gộp của mảng cấp nước năm 2025/2026/2027.
- Đối với mảng xử lý chất thải, chúng tôi điều chỉnh mức tăng của giá bình quân của dịch vụ xử lý chất thải sinh hoạt xuống 7% từ 10% dịch vụ này đã không tăng giá trong 4 tháng đầu năm 2025. Do đó, dự báo lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ này được điều chỉnh giảm 11% từ năm 2025 trở đi.
- Chúng tôi giảm dự báo doanh thu từ mảng xử lý nước thải năm 2025 do chậm ghi nhận doanh thu trong nửa cuối năm 2023 và năm 2023 và gần như không ghi nhận

doanh thu từ dịch vụ này Q1/2025, dẫn đến doanh thu xử lý nước thải giảm lần lượt 34%/37%/37% trong năm 2025/2026/2027.

- HSC cũng giảm lần lượt 14%/5%/7% dự báo chi phí bán hàng & quản lý cho năm 2025/2026/2027 sau khi điều chỉnh các giả định về chi phí bán hàng & quản lý.

Mô hình dự báo lợi nhuận của chúng tôi phản ánh giả định chiết khấu giá nước sạch của TDM cho BWE từ năm 2025 trở đi và khả năng tăng chi phí sản xuất tại BWE nhưng không phản ánh hoạt động thoái vốn khỏi Biwelco do chưa xác định được thời điểm hoàn tất giao dịch và quy mô giao dịch. Ngoài ra, tác động của việc sáp nhập tỉnh cũng chưa được phản ánh vào mô hình dự báo của chúng tôi.

Bảng 17: Dự báo cũ và dự báo mới, BWE

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của BWE tăng trưởng với CAGR là 16% trong 3 năm tới

Tỷ đồng	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			3 năm CAGR
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu	4,250	4,511	4,898	4,380	4,584	4,977	-3%	-2%	-2%	7%
Lợi nhuận gộp	2,032	2,096	2,252	1,994	2,113	2,271	2%	-1%	-1%	10%
Thu nhập tài chính	182	189	191	182	167	175	0%	13%	9%	13%
Chi phí tài chính	-456	-458	-467	-456	-458	-467	0%	0%	0%	-2%
Lợi nhuận từ LDLK	-10	-10	-10	50	74	74	-120%	-113%	-113%	N/m
Chi phí BH&QL	-703	-741	-784	-813	-779	-846	-14%	-5%	-7%	7%
LNTT	1,050	1,081	1,186	961	1,121	1,211	9%	-4%	-2%	17%
Lợi nhuận thuần	878	904	992	804	938	1,013	9%	-4%	-2%	16%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Dự báo tăng trưởng, BWE

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng cao hơn so với năm 2026-2027

	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	7%	6%	9%	11%	5%	9%
Lợi nhuận gộp	20%	3%	7%	18%	6%	7%
Thu nhập tài chính	38%	4%	1%	38%	-8%	5%
Chi phí tài chính	-8%	1%	2%	-8%	1%	2%
Lợi nhuận từ LDLK	-123%	0%	0%	14%	48%	0%
Chi phí BH&QL	9%	5%	6%	26%	-4%	9%
LNTT	43%	3%	10%	30%	17%	8%
Lợi nhuận thuần	37%	3%	10%	26%	17%	8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 19: Giả định đối với các mảng kinh doanh chính, BWE

HSC nâng 2% dự báo lợi nhuận gộp năm 2025, đã tính đến TDM giảm giá bán nước cho BWE

Tỷ đồng	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			3 năm CAGR
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu	4,250	4,511	4,898	4,380	4,584	4,977	-3%	-2%	-2%	7%
Cấp nước	2,938	3,228	3,545	2,956	3,248	3,567	-1%	-1%	-1%	11%
Xử lý rác thải	735	794	858	747	806	870	-2%	-2%	-1%	9%
Xử lý nước thải	146	59	65	246	100	110	-41%	-41%	-41%	303%
Mảng khác	430	430	430	430	430	430	0%	0%	0%	-14%
Lợi nhuận gộp	2,032	2,096	2,252	1,994	2,113	2,271	2%	-1%	-1%	10%
Cấp nước	1,771	1,862	2,007	1,695	1,855	2,001	5%	0%	0%	10%
Xử lý rác thải	94	101	110	106	114	123	-11%	-11%	-11%	19%
Xử lý nước thải	51	18	20	78	29	32	-34%	-37%	-37%	N/m
Mảng khác	115	115	115	115	115	115	0%	0%	0%	-4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	48%	46%	46%	46%	46%	46%				
Cấp nước	60%	58%	57%	57%	57%	56%				
Xử lý rác thải	13%	13%	13%	14%	14%	14%				
Xử lý nước thải	35%	30%	31%	32%	29%	29%				
Mảng khác	27%	27%	27%	27%	27%	27%				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 20: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp, BWE

Mạng cấp nước và xử lý rác thải được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính

	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	7%	6%	9%	11%	5%	9%
Cấp nước	13%	10%	10%	13%	10%	10%
Xử lý rác thải	11%	8%	8%	13%	8%	8%
Xử lý nước thải	N/m	-59%	10%	N/m	-59%	10%
Mảng khác	-37%	0%	0%	-37%	0%	0%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	20%	3%	7%	18%	6%	7%
Cấp nước	18%	5%	8%	13%	9%	8%
Xử lý rác thải	45%	8%	8%	64%	8%	8%
Xử lý nước thải	N/m	-65%	11%	N/m	-63%	11%
Mảng khác	-10%	0%	0%	-10%	0%	0%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và phương pháp định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với BWE và tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 60.300đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những thay đổi trong dự báo lợi nhuận thuần và các giả định DCF của chúng tôi.

Các giả định DCF đối với HĐKD cốt lõi của BWE bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 8,5%), phù hợp với các giả định nội bộ của chúng tôi. Chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh hàng ngày trong 2 năm của Bloomberg là 0,6 lần (giảm từ 0,8 lần) và mức thuế 11% (không đổi). Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 7,5% (từ mức 7,8% trước đó). Tương tự, đối với chi phí vốn CSH của cả CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp và CPHACO, chúng tôi áp dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 7,5% và hệ số beta 1 lần, nên chi phí vốn CSH của cả 2 công ty là 12,8%. Ngoài ra, chúng tôi chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Bảng 21: Phương pháp định giá SOTP, BWE

Tỷ đồng	Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ lệ nắm giữ của BWE	Đóng góp vào định giá của BWE
HĐKD cốt lõi của BWE	Cấp nước, xử lý rác thải, xử lý nước thải	DCF	10,681	100.0%	10,681
HĐKD khác					2,590
DNW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	3,864	18.8%	728
CTW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	890	24.6%	219
VLW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	812	17.5%	142
LAW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	344	38.1%	131
NQB (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	138	41.0%	57
GIWACO	Cấp nước	Giá trị sổ sách		34.8%	159
CanthoWater2	Cấp nước	Giá trị sổ sách		48.9%	155
CPHACO (Chanh Phu Hoa)	Dịch vụ tang lễ	DDM		43.3%	235
PRT (UPCoM)	Đa ngành	Theo thị trường	2,850	4.0%	114
TLP (UPCoM)	Phân phối xăng dầu	Theo thị trường	1,419	0.5%	7
SNZ (UPCoM)	KCN	Theo thị trường	11,972	0.1%	11
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	Cấp nước	DDM		43.0%	586
Saigon - Can Tho Water	Cấp nước	Giá trị sổ sách		47.0%	47
Giá trị vốn CSH					13,271
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					220
Giá trị/cp (đồng)					60,300
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					60,300

Ghi chú: Giá cổ phiếu các công ty liên kết với BWE trên sàn UPCoM là giá tại ngày 26/5. Nguồn: HSC ước tính

Bảng 22: Định giá DCF cho HĐKD cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận hoạt động	1,329	1,356	1,468	1,573	1,581	1,592
Thuế TNDN 10.0%	(146)	(149)	(161)	(173)	(174)	(175)
Lợi nhuận thuần HĐ	1,183	1,207	1,306	1,400	1,407	1,417
Khấu hao	731	861	957	1,062	1,167	1,272
Thay đổi vốn lưu động	1,045	(267)	(99)	(112)	(71)	(76)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,861)	(1,370)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,400)
Dòng tiền HĐ khác	(13)	0	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng	(93)	(132)	(136)	(149)	(162)	(164)
UFCF	992	299	529	702	841	1,050
Chiết khấu		1.04	1.12	1.20	1.29	1.39
Giá trị hiện tại của UFCF		289	474	585	652	757
Tổng UFCF		2,756				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: Tính toán WACC, BWE

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.60
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.2%
Chi phí nợ trước thuế	6.5%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.8%
Tỷ trọng vốn CSH	51.0%
Tỷ trọng nợ	49.0%
WACC	7.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Định giá HĐ kinh doanh cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	6.7x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,923
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	2,756
Giá trị hiện tại của DN	16,679
Cộng: Tiền	1,536
Trừ: Tổng nợ	(7,534)
Giá trị vốn chủ sở hữu	10,681

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Tính toán chi phí vốn CSH của CPHACO và CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp

	Lãi suất phi rủi ro	Beta	Phần bù rủi ro vốn CSH	Chi phí vốn CSH
CPHACO	4%	1	8.75%	12.8%
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	4%	1	8.75%	12.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Định giá DDM, CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2025, phân bổ cho BWE	60
Tăng trưởng giai đoạn 1	3.0%
Số năm giai đoạn 1	5
Tăng trưởng dài hạn	2%
Chi phí vốn CSH	12.8%
Giá trị doanh nghiệp	586

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Định giá DDM, CPHACO

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2025,	30
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%
Chi phí vốn CSH	12.8%
Giá trị DN	235

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 28: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BWE

Kịch bản cơ sở sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro (%)	Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	55,900	61,600	68,400	76,800	87,100
	3.5%	52,800	58,000	64,200	71,600	80,800
	4.0%	50,000	54,800	60,300	67,000	75,200
	4.5%	47,400	51,700	56,800	62,900	70,200
	5.0%	45,000	49,000	53,600	59,100	65,700

Nguồn: HSC ước tính

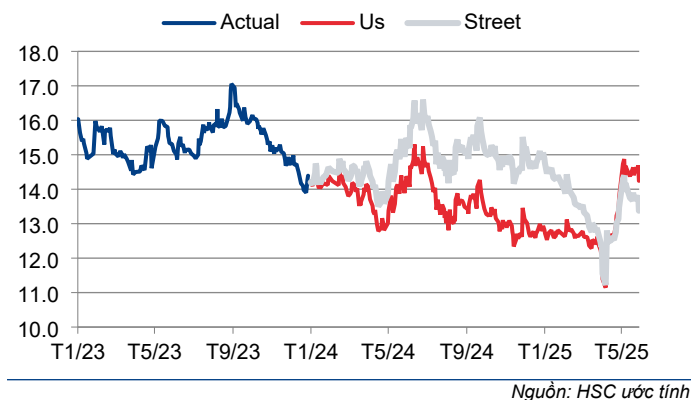
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 3,3% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở

mức 14,3 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và khu vực, BWE hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn 33%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang thấp hơn lần lượt 18% và 21% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 2,5 và 4,6 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi tin rằng định giá của BWE vẫn hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

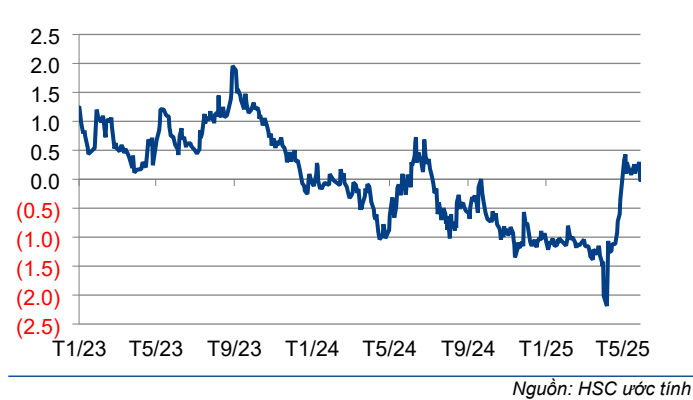
Biểu đồ 29: P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần...



Biểu đồ 30: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BWE

...thấp hơn một chút so với bình quân ở mức 14,3 lần



Bảng 31: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE hiện giao dịch ở mức chiết khấu cao so với các công ty cùng ngành trong khu vực xét theo P/E và EV/EBITDA

	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
BWE	Việt Nam	434	10.0	10.0	11.4	8.9	1.5	1.4	16.7	20.0
TDM	Việt Nam	228	16.2	16.2	28.3	19.1	2.3	2.3	12.5	16.7
TTW PCL	Thái Lan	1,077	10.0	10.0	11.6	11.4	2.2	2.1	18.9	19.3
Manila Water Co Inc	Philippines	1,499	8.0	8.0	6.5	5.9	1.0	0.9	16.2	15.8
WHA Utilities and Power PCL	Thái Lan	378	24.8	24.8	9.0	8.5	0.9	0.9	9.1	9.9
Bình quân		723	13.8	13.8	13.4	10.8	1.6	1.5	14.7	16.3
<i>BWE chiết khấu so với các DN khác</i>			-28%	-28%	-15%	-18%	-4%	-9%	2.0ppt	3.7ppt
Bình quân, trừ BWE		796	14.8	14.8	13.9	11.2	1.6	1.5	14.2	15.4
<i>BWE chiết khấu so với bình quân các DN khác</i>			-33%	-33%	-18%	-21%	-5%	-11%	2.5ppt	4.6ppt

Ghi chú: dữ liệu tính đến 23/5, Số liệu của TDM không được điều chỉnh cho phần vốn góp tại BWE.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro giảm giá:

- Giá bán bình quân của các mảng kinh doanh chính ở Bình Dương, cụ thể là mảng cấp nước, mảng xử lý nước thải, mảng xử lý chất thải tăng ở mức thấp hơn và chậm hơn.
- Kết quả đàm phán bất lợi với Mỹ về thuế 'đối ứng' có thể làm giảm nhu cầu sử dụng nước của khách hàng công nghiệp do hoạt động sản xuất chậm lại.

Tiềm năng tăng giá

- Giá bán bình quân nước sạch và phí dịch vụ xử lý nước thải và chất thải tăng ở mức cao hơn kỳ vọng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo của chúng tôi.
- HSC chưa phản ánh dự án nhà ở xã hội của BWE vào mô hình dự báo lợi nhuận vì hoạt động bàn giao của dự án bị trì hoãn trong nhiều năm. Việc dự án này được bàn giao sẽ mang lại tiềm năng tăng cho các dự báo của HSC.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,526	3,959	4,250	4,511	4,898
Lợi nhuận gộp	1,564	1,694	2,032	2,096	2,252
Chi phí BH&QL	(584)	(644)	(703)	(741)	(784)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	980	1,050	1,329	1,356	1,468
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(274)	(270)	(276)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	43.4	43.7	(9.90)	(9.90)	(9.90)
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.09	4.47	4.47	4.47	4.47
LNTT	762	737	1,050	1,081	1,186
Chi phí thuế TNDN	(79.9)	(76.1)	(116)	(119)	(131)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7.52)	(21.7)	(56.0)	(57.7)	(63.3)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	674	639	878	904	992
Lợi nhuận thuần ĐC	559	537	785	772	857
EBITDA ĐC	1,525	1,686	2,060	2,217	2,425
EPS (đồng)	3,496	3,095	3,992	4,109	4,511
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,570	3,511	3,895
DPS (đồng)	1,327	43.9	1,300	1,300	1,300
Slg CP bình quân (triệu đv)	193	206	220	220	220
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	193	220	220	220	220
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	193	220	220	220	220

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	655	1,007	1,111	1,085	1,278
Đầu tư ngắn hạn	265	405	425	451	490
Phải thu khách hàng	781	1,712	978	1,038	1,127
Hàng tồn kho	923	1,233	1,124	1,182	1,267
Các tài sản ngắn hạn khác	81.8	117	21.3	22.6	24.5
Tổng tài sản ngắn hạn	2,706	4,474	3,659	3,778	4,185
TSCĐ hữu hình	4,538	4,960	6,089	6,598	7,141
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,395	985	985	985	985
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,481	1,663	2,468	2,468	2,468
Tài sản dài hạn khác	2,002	2,118	2,246	2,283	2,351
Tổng tài sản dài hạn	9,416	9,726	11,788	12,335	12,945
Tổng cộng tài sản	12,122	14,200	15,447	16,112	17,131
Nợ ngắn hạn	1,433	2,463	2,878	3,015	3,165
Phả trả người bán	453	363	425	239	260
Nợ ngắn hạn khác	320	272	298	316	343
Tổng nợ ngắn hạn	2,385	3,398	3,919	3,908	4,135
Nợ dài hạn	3,997	4,480	4,480	4,480	4,480
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	11.6	17.5	8.50	9.02	9.80
Nợ dài hạn khác	764	791	935	993	1,078
Tổng nợ dài hạn	4,773	5,289	5,424	5,482	5,567
Tổng nợ phải trả	7,158	8,687	9,342	9,390	9,702
Vốn chủ sở hữu	4,802	5,336	5,928	6,546	7,252
Lợi ích cổ đông thiểu số	162	177	177	177	177
Tổng vốn chủ sở hữu	4,964	5,513	6,105	6,723	7,429
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,122	14,200	15,447	16,112	17,131
BVPS (đ)	24,891	24,263	26,956	29,765	32,976
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,776	5,936	6,246	6,410	6,367

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	980	1,050	1,329	1,356	1,468
Khấu hao	(546)	(636)	(731)	(861)	(957)
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(274)	(270)	(276)
Thuế TNDN đã nộp	(71.3)	(69.6)	(129)	(119)	(130)
Thay đổi vốn lưu động	142	(1,419)	1,045	(267)	(99.4)
Khác	(181)	899	(112)	(82.7)	(88.8)
LCT thuần từ HĐKD	1,070	745	2,469	1,320	1,669
Đầu tư TS dài hạn	(1,862)	(647)	(1,861)	(1,370)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	651	(1,134)	(948)	(63.6)	(106)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,212)	(1,781)	(2,809)	(1,434)	(1,606)
Cổ tức trả cho CSH	(256)	(9.65)	(286)	(286)	(286)
Thu từ phát hành CP	964	86.6	0	0	270
Tăng/giảm nợ	1,413	1,512	415	137	150
Khác	(1,600)	(201)	316	236	(4.18)
LCT thuần từ HĐTC	521	1,387	445	87.4	130
Tiền & tương đương tiền đầu kì	275	655	1,007	1,111	1,085
LCT thuần trong kỳ	380	351	105	(26.6)	193
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	655	1,007	1,111	1,085	1,278
Dòng tiền tự do	(792)	97.6	608	(50.5)	169

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	44.3	42.8	47.8	46.5	46.0
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.3	42.6	48.5	49.1	49.5
Tỷ suất LNT (%)	19.1	16.1	20.7	20.0	20.3
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.5	10.3	11.0	11.0	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.21	12.3	7.35	6.15	8.57
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.10	10.5	22.2	7.62	9.38
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(9.45)	(4.05)	46.3	(1.67)	10.9
Tăng trưởng EPS (%)	(9.21)	(11.5)	29.0	2.94	9.77
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	37.3	(1.67)	10.9
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(96.7)	2,863	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.0	1.42	32.6	31.6	28.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.5	12.6	15.6	14.5	14.4
ROACE (%)	11.0	10.2	11.9	11.4	11.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.32	0.30	0.29	0.29	0.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.09	0.71	1.86	0.97	1.14
Số ngày tồn kho	172	199	185	179	175
Số ngày phải thu	145	276	161	157	155
Số ngày phải trả	84.2	58.4	69.9	36.1	35.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	101	112	106	99.0	88.8
Nợ/tài sản (%)	45.3	49.3	48.0	46.9	45.1
EBIT/lãi vay (lần)	3.65	2.90	4.85	5.03	5.31
Nợ/EBITDA (lần)	3.60	4.15	3.60	3.41	3.18
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.13	1.32	0.93	0.97	1.01
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.12	4.30	4.08	3.88	3.57
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.52	10.1	8.42	7.90	7.21
P/E (lần)	14.4	16.3	12.6	12.3	11.2
P/E ĐC (lần)	17.4	19.4	14.1	14.4	13.0
P/B (lần)	2.03	2.08	1.87	1.70	1.53
Lợi suất cổ tức (%)	2.63	0.09	2.57	2.57	2.57

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

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

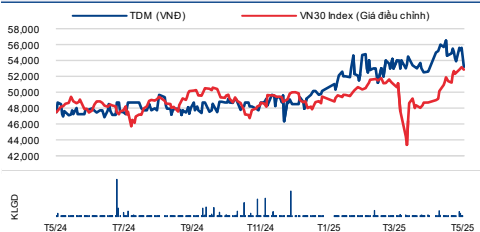
Giá mục tiêu: VNĐ64,600 (từ VNĐ61,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (30/5/2025)	53,200
Mã Bloomberg	TDM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	46,367-56,500
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	55,080
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,852
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	225
Slg CP lưu hành (tr.đv)	110
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	55.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	51.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.11%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	VCI (14.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.95	(2.74)	12.0
So với chỉ số	(7.13)	(7.34)	0.67
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,647	3,832	(4.8)
2026F	3,714	6,113	(39.2)
2027F	4,469	8,427	(47.0)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TDM là công ty nước với công suất đạt 260,000 mét khối nước/ngày. TDM sở hữu 37.42% cổ phần của BWE, công ty nước có công suất lớn thứ 3 tại Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã

Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng
nha.nht@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Tăng giá mục tiêu nhờ định giá của công ty liên kết, nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu lên 64.600đ, do thay đổi các giả định DCF và định giá lại BWE sau khi tính đến các khoản chiết khấu dành cho BWE từ tháng 3/2025.
- TDM công bố lợi nhuận thuần 4 tháng đầu năm 2025 tích cực ở mức 144 tỷ đồng (tăng 172% so với cùng kỳ), hoàn thành 79% KHKD và dự báo của chúng tôi, sát với kỳ vọng. Kết quả trên có được là nhờ lượng cổ tức tiền mặt lớn từ BWE.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,9% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. Giá mục tiêu cho thấy tiềm năng tăng giá là 21%.

Sự kiện: Giảm giá bán cho BWE, phân tích KQKD 4 tháng đầu năm 2025

TDM công bố lợi nhuận thuần 4 tháng đầu năm 2025 vững chắc, đạt 144 tỷ đồng (tăng 172% so với cùng kỳ) và hoàn thành 79% KHKD và dự báo cho cả năm của HSC. Lưu ý rằng, TDM không nhận được cổ tức bằng tiền mặt từ BWE trong năm 2024 và nhận 107 tỷ đồng cổ tức trong tháng 2/2025. Kết quả trên sát với dự báo do cổ tức từ BWE đóng góp 54% dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi. Loại trừ tác động từ khoản cổ tức bằng tiền mặt của BWE, lợi nhuận thuần từ HĐKD 'cốt lõi' 4 tháng đầu năm 2025 giảm 15% so với cùng kỳ. Chúng tôi cho rằng mức giá này đến từ các khoản chiết khấu giá nước sạch dành cho BWE từ tháng 3/2025.

Tác động: Giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi năm 2025/2026/2027

Do KQKD 4 tháng đầu năm 2025 vẫn sát với dự báo, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của TDM. Lưu ý, chúng tôi sử dụng phương pháp vốn CSH để ghi nhận khoản đầu tư của TDM tại BWE. Do đó, sau khi phản ánh các khoản chiết khấu giá bán của TDM dành cho BWE vào mô hình dự báo lợi nhuận, EPS điều chỉnh tăng 5%/giảm 8%/giảm 3% lần lượt cho năm 2025/2026/2027, sau khi điều chỉnh tăng 7%/giảm 10%/giảm 4% dự báo lợi nhuận thuần của BWE cho các năm tương ứng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,9% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. Giá mục tiêu mới theo phương pháp SoTP được điều chỉnh tăng 2,1% lên 64.600đ, phản ánh những thay đổi giả định DCF, việc chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 và định giá của các công ty liên kết của TDM.

Với tiềm năng tăng giá 21% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị Mua vào từ Tăng tỷ trọng. Chúng tôi thích cổ phiếu TDM vì có lợi suất cổ tức ổn định và nhu cầu nước sạch ở Bình Dương tăng trưởng trong dài hạn.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	376	385	287	296	306
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	283	204	198	197	248
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	3,647 ▲	3,714	4,469
DPS (đồng)	1,300	1,273	1,400	1,300	1,300
BVPS (đồng)	20,366	22,893	23,296	23,773	24,707
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	15.5	21.3	20.1	19.0
P/E ĐC (lần)	12.5	13.3	14.6	14.3	11.9
Lợi suất cổ tức (%)	2.44	2.39	2.63	2.44	2.44
P/B (lần)	2.61	2.32	2.28	2.24	2.15
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(8.98)	1.85	20.3
ROAE (%)	13.9	8.98	7.76	7.55	9.22

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

Lợi nhuận 4 tháng đầu năm 2025 sát với kỳ vọng, giữ nguyên dự báo lợi nhuận

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và nâng giá mục tiêu lên 64.600đ, sau khi điều chỉnh giả định DCF và định giá lại các công ty con của TDM, đặc biệt là BWE sau khi phản ánh các khoản chiết khấu giá bán của TDM dành cho BWE vào mô hình dự báo lợi nhuận. Do lợi nhuận thuần 4 tháng đầu năm 2025 của TDM đạt 156 tỷ đồng (tăng 172% so với cùng kỳ) vẫn sát với dự báo, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận và dự báo lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của TDM.

Cập nhật KQKD tháng 4/2025 và triển vọng năm 2025

Lợi nhuận thuần 4 tháng đầu năm 2025 của TDM đạt 156 tỷ đồng (tăng 172% so với cùng kỳ), hoàn thành 79% KHKD cho cả năm của Công ty và dự báo cho cả năm của HSC. Lưu ý, lợi nhuận thuần của TDM tăng mạnh là nhờ ghi nhận 107 tỷ đồng cổ tức tiền mặt từ BWE vào tháng 2/2025, so với mức nền thấp của năm 2024 khi TDM không nhận được cổ tức tiền mặt từ BWE.

Đối với mảng cấp nước cốt lõi, KQKD tháng 4/2025 phản ánh việc TDM chiết khấu giá bán buôn cho BWE thêm một tháng nữa, với mức giảm 21,7% so với giá bán bình quân vào cuối tháng 2/2025. Phân tích KQKD của tháng 3/2025 và tháng 4/2025, HSC nhận thấy mức chiết khấu dành cho BWE lần lượt là 21,5% và 21,7%, thấp hơn một chút so với kỳ vọng ban đầu của chúng tôi ở mức 25% mỗi tháng từ tháng 3/2025. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy việc TDM hoàn thành mục tiêu lợi nhuận thuần vẫn sát với dự báo trước đó của chúng tôi.

Cho năm 2025, chúng tôi vẫn giữ nguyên quan điểm rằng cổ tức từ BWE vẫn là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính. Đối với mảng cấp nước, sản lượng tiêu thụ của TDM sẽ tăng trưởng với cùng tốc CAGR 5 năm là 3%, với mức chiết khấu bình quân dành cho BWE là 21,5%. Trong năm 2025, TDM có kế hoạch hoàn thành dự án mở rộng đường ống D1500 tại nhà máy nước Bàu Bàng với vốn đầu tư là 365 tỷ đồng và dự án mở rộng công suất nhà máy Bàu Bàng lên 110.000 m³/ngày (từ mức 60.000 m³/ngày hiện tại) với vốn dự kiến là 301 tỷ đồng, nâng tổng vốn đầu tư dự kiến cho nhà máy nước này lên 666 tỷ đồng. TDM làm thủ tục vay 12 triệu USD (tương đương 306 tỷ đồng) từ JICA và ADB để tài trợ cho các dự án này.

Bảng 32: KQKD theo tháng của TDM

TDM đã giảm giá bán từ T3/2025, giảm 21,5% vào tháng 3/2025 và giảm 21,7% vào tháng 4/2025 so với tháng 2/2025

Tỷ đồng	T1-25	T2-25	T3-25	AT4pr-25	4T2025
Tổng doanh thu	28.0	38.7	33.4	34.5	135
Doanh thu mảng nước:	27.9	38.7	33.0	34.5	134
Thu nhập tài chính	0.0	107.2	1.1	0.2	109
Lợi nhuận thuần	8.3	125.0	10.4	11.7	156
Tăng trưởng (%)	0%	814%	-33%	-40%	172%
Lợi nhuận thuần, trừ cổ tức của BWE	8.3	18.0	10.4	11.7	48.5
Tăng trưởng (%)	0%	32%	-33%	-40%	-15%
Mảng nước					
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	4.0	5.6	6.1	6.3	22
Tăng trưởng (%)	-3%	7%	3%	0%	2%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	6,940	6,939	5,444	5,436	6,094

Nguồn: TDM, HSC ước tính

Dự báo mới

Do KQKD của TDM vẫn sát với dự báo được đề cập trong báo cáo '[Giá bán bình quân có thể giảm; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng vẫn còn giá trị đầu tư](#)' phát hành vào ngày 15/4/2025, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ mảng kinh cốt lõi của TDM. Tuy nhiên, do chúng tôi sử dụng phương pháp vốn CSH để ghi nhận khoản đầu tư của TDM tại BWE, những thay đổi trong mô hình dự báo lợi nhuận của BWE (được nêu trong Báo cáo doanh nghiệp về BWE được thể hiện trong Báo cáo ngành này) tạo ra những thay đổi trong dự báo lợi nhuận thuần sau điều chỉnh của TDM, chi tiết như sau:

Bảng 33: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần, TDM

Điều chỉnh nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 lên 5% và hạ dự báo năm 2026/2027 lần lượt 8% và 3%

Tỷ đồng	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	198	197	248	198	197	248	-	-	-
Điều chỉnh cho cổ phần tại BWE									
Cổ phần của TDM tại BWE (%)	37%	37%	37%	37%	37%	37%	-	-	-
Cổ tức dự kiến của BWE	107	107	107	107	107	107	-	-	-
Lợi nhuận thuần của BWE	878	904	992	804	938	1,013	9%	-4%	-2%
Lợi nhuận thuần, điều chỉnh theo BWE	420	428	512	392	441	520	7%	-3%	-1%
Lợi nhuận thuần, điều chỉnh theo BWE và quỹ khen thưởng phúc lợi	403	413	497	375	425	504	7%	-3%	-2%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng và tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 64.600đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những thay đổi trong giả định DCF đối với mảng kinh doanh cốt lõi của TDM và định giá các công ty liên kết của Công ty.

Các giả định DCF đối với HỖKD cốt lõi của DCF bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi), phù hợp với các giả định nội bộ của chúng tôi. HSC sử dụng hệ số beta của BWE, được điều chỉnh hằng ngày trong 2 năm của Bloomberg, là 0,6 lần (giảm từ 0,8 lần) làm hệ số beta cho TDM để tránh ảnh hưởng từ thanh khoản thấp của TDM cũng như xét đến sự tương đồng về địa lý và lĩnh vực kinh doanh giữa TDM và BWE. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng mức thuế 10% (không đổi) và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% (từ 0% để phù hợp với các cổ phiếu ngành Tiện ích - Nước trong danh sách khuyến nghị). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 8,7% từ mức 10% trước đó.

Bên cạnh đó, chúng tôi cập nhật giá trị thị trường các công ty liên kết đang giao dịch trên sàn UPCoM của TDM bằng cách áp dụng mức giá đóng cửa tính đến ngày 26/5/2025 và giá trị sổ sách của các công ty liên kết tư nhân khác bằng giá trị sổ sách được ghi nhận theo phương pháp giá gốc tính đến ngày 31/3/2025. Chúng tôi cũng cập nhật định giá của BWE tính theo phương pháp SoTP trong Báo cáo doanh nghiệp của BWE được thể hiện trong Báo cáo ngành này.

Bảng 34: Định giá SOTP, TDM

Tỷ đồng	Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Tỷ lệ nắm giữ của TDM	Đóng góp vào định giá TDM
HĐKD cốt lõi của TDM	Cấp nước	DCF	1,095	100.0%	1,095
Mảng kinh doanh khác					6,009
BWE (HSX)	Cấp nước	Giá mục tiêu theo HSC	13,271	37.4%	4,966
DNW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	3,864	12.1%	466
CMW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	217	24.4%	53
CTW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	890	23.0%	204
GIWACO (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		23.8%	95
WASE (không NY)	VLXD	Giá trị sổ sách		25.0%	5
BWE - Quảng Bình (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		42.3%	34
CTCP Đầu tư và Xây dựng Phú Mỹ Vinh (Chưa niêm yết)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		10.0%	169
Gia Tân - Cẩm Mỹ (không NY)	Cấp nước	Giá mục tiêu HSC		25.0%	15
Vốn CSH					7,104
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					110
Giá trị/cp (đồng)					64,600
Chiết khấu giả định					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					64,600

Ghi chú: Giá của BWE được lấy từ báo cáo BWE của HSC đi kèm với báo cáo này, trong khi các công ty liên kết giao dịch trên UPCoM của TDM được lấy giá tại ngày 26/5.

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 35: Định giá DCF với HĐKD cốt lõi, TDM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận HĐ	127	106	156	209	219	229
Thuế TNDN @ 10.0%	(13)	(11)	(16)	(21)	(22)	(23)
NOPAT	114	96	140	188	197	206
Khấu hao	160	190	150	106	106	106
Thay đổi VLĐ	(1)	70	(6)	(2)	(4)	(4)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(330)	(151)	(100)	(155)	(155)	(155)
Dòng tiền HĐ khác	(39)	(48)	(50)	(51)	(52)	(54)
Quý khen thưởng phúc lợi	(16)	(16)	(16)	(20)	(24)	(25)
Dòng tiền tự do không vốn vay (UFCF)	(112)	141	119	66	68	75
Chiết khấu		1.04	1.13	1.23	1.34	1.46
Giá trị hiện tại của UFCF		135	105	54	51	51
Tổng UFCF		396				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 36: Tính toán WACC, TDM

	Giá trị
lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.6
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.2%
Chi phí nợ trước thuế	6.2%
Thuế TNDN	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.6%
Tỷ trọng vốn CSH	87.0%
Tỷ trọng nợ	13.0%
WACC	8.8%

Nguồn: HSC ước tính

Figure 37: Tính toán giá trị vốn CSH mảng KD cốt lõi, TDM

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	3.0x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	775
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	396
Giá trị hiện tại của DN	1,171
Cộng: tiền	470
Trừ: tổng nợ điều chỉnh	(546)
Giá trị vốn CSH	1,095

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 38: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TDM

Kịch bản cơ sở của HSC giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
	3.0%	64,700	65,300	66,000	66,800	67,800
	3.5%	64,100	64,600	65,200	65,900	66,800
	4.0%	63,600	64,100	64,600	65,200	65,900
	4.5%	63,200	63,600	64,000	64,500	65,100
	5.0%	62,800	63,100	63,500	64,000	64,500

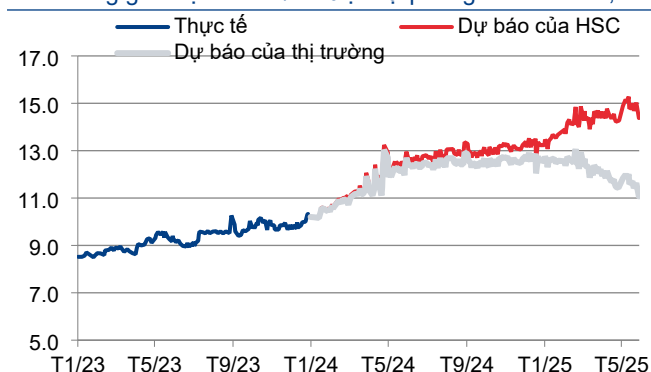
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,9% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,4 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và khu vực TDM hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn 23%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang thấp hơn lần lượt 194% và 120% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 2,5 và 4,6 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi cho rằng định giá của TDM vẫn hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 39: P/E, trượt dự phóng 1 năm, TDM

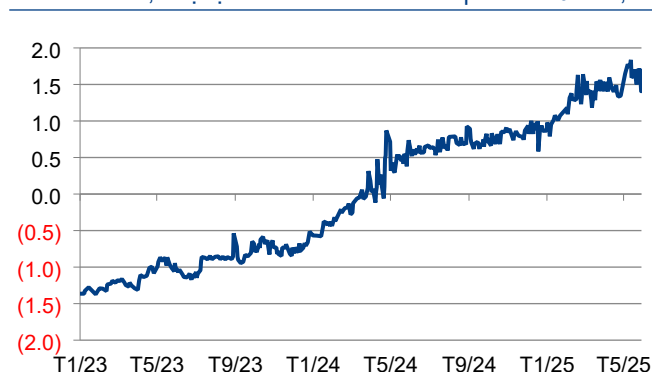
TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với bình quân, TDM

... cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 11,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 41: So sánh định giá của các công ty cùng ngành, TDM

TMD đang giao dịch ở mức giá cao hơn so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực xét theo cả P/E và EV/EBITDA

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE		
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
BWE	Việt Nam	434	10.0	10.0	11.4	8.9	1.5	1.4	16.7	20.0	
TDM	Việt Nam	228	16.2	16.2	28.3	19.1	2.3	2.3	12.5	16.7	
TTW PCL	Thái Lan	1,077	10.0	10.0	11.6	11.4	2.2	2.1	18.9	19.3	
Manila Water Co Inc	Philippines	1,499	8.0	8.0	6.5	5.9	1.0	0.9	16.2	15.8	
WHA Utilities and Power PCL	Thái Lan	378	24.8	24.8	9.0	8.5	0.9	0.9	9.1	9.9	
Bình quân		723	13.8	13.8	13.4	10.8	1.6	1.5	14.7	16.3	
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành			-68%	17%	17%	112%	77%	47%	51%	-2.2ppt	0.4ppt
Bình quân, trừ TDM			847	13.2	13.2	9.6	8.7	1.4	1.3	15.2	16.2
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành			-73%	23%	23%	194%	120%	66%	73%	-2.7ppt	0.5ppt

Ghi chú: Dựa trên dữ liệu giá tại ngày 23/5, số liệu của TDM không được điều chỉnh cho cổ phần của công ty tại BWE. Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro giảm:

- TDM có kế hoạch tăng các khoản vay bằng USD trong cơ cấu vốn đầu tư, nên bất kỳ đợt giảm giá nào của VND (so với USD) đều có thể mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo của chúng tôi.

- Những lo ngại về thuế quan của Mỹ có thể làm trì hoãn kế hoạch sản xuất của các nhà máy FDI ở Bình Dương, dẫn đến sản lượng tiêu thụ nước thấp hơn và doanh thu của TDM giảm.

Rủi ro tăng:

- Do giá nước được đàm phán trực tiếp giữa BWE và TDM, mức chiết khấu giá bán bình quân của TDM cho BWE thấp hơn so với kỳ vọng, nên lợi nhuận và định giá có thể cao hơn dự báo của chúng tôi.
- Bất kỳ đợt tăng giá nước nào trong tương lai cũng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	533	544	398	410	422
Lợi nhuận gộp	241	258	141	120	170
Chi phí BH&QL	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	227	243	127	106	156
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	79.5	99.6	107
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.15	0.07	0	0	0
LNTT	302	225	207	206	262
Chi phí thuế TNDN	(18.7)	(20.9)	(8.53)	(8.45)	(14.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	283	204	198	197	248
Lợi nhuận thuần ĐC	424	421	403	413	497
EBITDA ĐC	376	385	287	296	306
EPS (đồng)	2,834	1,947	1,792	1,777	2,234
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	3,647	3,714	4,469
DPS (đồng)	1,300	1,273	1,400	1,300	1,300
Slg CP bình quân (triệu đv)	100	105	111	111	111
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	100	110	111	111	111
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	100	110	111	111	111

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	110	264	343	605	758
Đầu tư ngắn hạn	40.0	157	127	118	108
Phải thu khách hàng	351	156	137	61.5	63.3
Hàng tồn kho	2.06	77.3	58.4	62.2	66.2
Các tài sản ngắn hạn khác	2.10	2.93	4.13	6.30	8.60
Tổng tài sản ngắn hạn	505	657	669	853	1,004
TSCĐ hữu hình	650	696	716	827	776
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	60.0	7.48	157	7.48	8.48
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,232	1,532	1,532	1,532	1,532
Tài sản dài hạn khác	156	131	147	152	156
Tổng tài sản dài hạn	2,098	2,366	2,553	2,518	2,473
Tổng cộng tài sản	2,603	3,024	3,221	3,371	3,477
Nợ ngắn hạn	215	112	112	112	112
Phả trả người bán	52.4	6.57	6.79	9.04	11.4
Nợ ngắn hạn khác	240	112	78.2	76.4	74.5
Tổng nợ ngắn hạn	515	238	200	200	203
Nợ dài hạn	52.3	267	433	529	529
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	52.3	267	433	529	529
Tổng nợ phải trả	567	505	633	730	732
Vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,588	2,641	2,745
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,588	2,641	2,745
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,603	3,024	3,221	3,371	3,477
BVPS (đ)	20,366	22,893	23,296	23,773	24,707
Nợ thuần*/(tiền mặt)	157	116	203	36.8	(117)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	227	243	127	106	156
Khấu hao	(149)	(142)	(160)	(190)	(150)
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	79.5	99.6	107
Thuế TNDN đã nộp	(18.7)	(20.9)	(8.53)	(8.45)	(14.1)
Thay đổi vốn lưu động	99.9	(55.2)	(0.75)	69.6	(5.97)
Khác	(96.2)	223	(71.9)	(47.7)	(49.5)
LCT thuần từ HKKD	341	523	182	272	198
Đầu tư TS dài hạn	(81.2)	(135)	(330)	(151)	(100)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(64.2)	(497)	13.5	4.59	5.74
LCT thuần từ HĐĐT	(145)	(632)	(316)	(146)	(94.3)
Cổ tức trả cho CSH	(130)	(140)	(156)	(144)	(144)
Thu từ phát hành CP	64.4	0	0	0	300
Tăng/giảm nợ	11.1	112	166	96.0	0
Khác	(64.4)	291	203	185	(106)
LCT thuần từ HĐTC	(119)	263	213	137	49.6
Tiền & tương đương tiền đầu kì	33.5	110	264	343	605
LCT thuần trong kỳ	76.5	154	78.8	262	154
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	110	264	343	605	758
Dòng tiền tự do	260	388	(148)	121	98.3

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.2	47.3	35.5	29.4	40.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	70.5	70.7	72.2	72.3	72.4
Tỷ suất LNT (%)	53.2	37.5	49.8	48.2	58.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.19	9.28	4.13	4.11	5.37
Tăng trưởng doanh thu (%)	11.2	2.22	(26.9)	3.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(2.21)	2.54	(25.4)	3.17	3.16
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(10.1)	(0.84)	(4.17)	2.35	20.3
Tăng trưởng EPS (%)	28.6	(31.3)	(7.97)	(0.83)	25.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(8.98)	1.85	20.3
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(2.10)	10.0	(7.14)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	45.9	65.4	78.1	73.2	58.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.9	8.98	7.76	7.55	9.22
ROACE (%)	10.7	9.99	4.38	3.43	4.83
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.19	0.13	0.12	0.12
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.50	2.15	1.43	2.56	1.27
Số ngày tồn kho	2.57	98.3	83.2	78.5	95.8
Số ngày phải thu	439	199	194	77.5	91.6
Số ngày phải trả	65.6	8.37	9.67	11.4	16.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	8.09	4.86	7.94	1.49	(4.10)
Nợ/tài sản (%)	10.6	12.8	17.0	19.1	18.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	13.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.73	1.00	1.91	2.17	2.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.98	2.76	3.34	4.25	4.96
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	10.3	11.0	15.4	14.5	13.7
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	15.5	21.3	20.1	19.0
P/E (lần)	18.8	27.3	29.7	29.9	23.8
P/E ĐC (lần)	12.5	13.3	14.6	14.3	11.9
P/B (lần)	2.61	2.32	2.28	2.24	2.15
Lợi suất cổ tức (%)	2.44	2.39	2.63	2.44	2.44

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

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

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



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn