CTCP Nước - Môi trường Bình Dương (BWE - HSX)

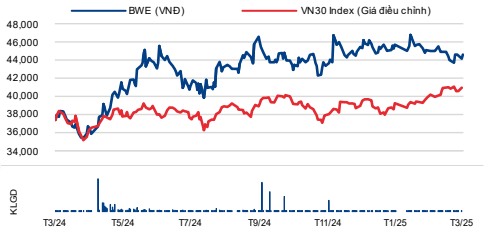
Báo cáo doanh nghiệp Ngày 09/4/2025

Mua vào *(giữ nguyên)*
Giá mục tiêu: VNĐ55,300 *(từ VNĐ56,000)*
Tiềm năng tăng/giảm: 24.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (25/3/2025)	44,600
Mã Bloomberg	BWE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	35,395-46,768
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	44,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,809
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	383
Slg CP lưu hành (tr.đv)	220
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	108
Slg CP NN được mua (tr.đv)	82.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	11.5%
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	(0.89)	(1.57)	19.3
So với chỉ số	(2.90)	(4.85)	9.05
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,232	2,984	8.3
2026F	3,716	3,219	15.4
2027F	3,966	4,348	(8.8)

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 mét khối/ngày với thị trường chính ở Bình Dương. BWE cũng tham gia kinh doanh mảng xử lý rác thải và nước thải và tích cực trong việc 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

Giải cơn khát mùa hè; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với BWE nhưng điều chỉnh giảm 1,3% giá mục tiêu xuống 55.300đ do thay đổi trong giả định DCF và phương pháp định giá các công ty liên kết.
- BWE đặt kế hoạch LNST cho năm 2025 ở mức 640 tỷ đồng, giảm 4%, HSC đánh giá đây là một kế hoạch HĐKD thận trọng. Dựa trên kế hoạch này, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 18% và 16% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống lần lượt 804 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và 938 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) – chủ yếu do tăng giả định chi phí khấu hao.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,3 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 14,8 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24%.

Sự kiện: Tài liệu ĐHCĐ và kế hoạch HĐKD năm 2025

BWE đã công bố kế hoạch HĐKD cho năm 2025 với mục tiêu LNST đạt 640 tỷ đồng, giảm 4%, mặc dù sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng tích cực 10% và công suất tăng lên 979.000 m³/ngày (từ 822.000 m³/ngày, tăng trưởng 19%). HSC đánh giá đây là một kế hoạch HĐKD thận trọng. Chúng tôi cho rằng kế hoạch thận trọng này đến từ chi phí khấu hao cao hơn liên quan đến việc mở rộng công suất và thương vụ M&A đã thực hiện trong năm 2024. Về kế hoạch mở rộng mới, BWE đang đề xuất xây dựng một nhà máy nước có công suất 180.000 m³/ngày mang tên Nha Bích tại tỉnh Bình Phước.

Giảm nhẹ dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026, đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 18% và 16% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 xuống 804 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và 938 tỷ đồng (tăng trưởng 17%) do giả định chi phí khấu hao tăng lần lượt 14% và 28%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%).

HSC tin rằng rằng BWE sẽ tăng trưởng mạnh từ mảng kinh doanh cốt lõi trong năm 2025 – cao hơn đáng kể so với kế hoạch mà BLĐ Công ty đề ra – nhờ các yếu tố sau: (1) giá bán nước sạch bình quân dự kiến tăng 3,6%, (2) sản lượng nước cung cấp tăng 9,3%, (3) ghi nhận 146 tỷ đồng doanh thu xử lý nước thải chưa hạch toán giai đoạn nửa cuối năm 2023–năm 2024, (4) đơn giá xử lý rác thải sinh hoạt tại tỉnh Bình Dương tăng 10%, và (5) cổ tức tăng từ các công ty liên kết mới mua lại. Chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí tài chính sẽ giảm 7,7% trong năm 2025 nhờ việc BWE sử dụng các hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo cho một phần khoản vay bằng USD.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,3 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 14,8 lần. Giá mục tiêu mới theo phương pháp tổng hợp từng phần (SoTP) của chúng tôi giảm 1,3% xuống 55.300đ (từ 56.000đ), chủ yếu do các điều chỉnh kỹ thuật trong giả định DCF và phương pháp định giá đối với các công ty liên kết của BWE.

Với tiềm năng tăng giá 24% tại giá mục tiêu mới, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu BWE. Chúng tôi ưa thích BWE nhờ chiến lược mở rộng công suất mạnh mẽ nhằm: (1) giải quyết tình trạng thiếu nước tại tỉnh Long An; (2) nâng cấp hạ tầng nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ các khu công nghiệp (KCN) mới; và (3) cung cấp các giải pháp công nghệ hiện đại 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	2,005	2,280	2,458
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	639	804 ▼	938 ▼	1,013 ▼
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,232 ▼	3,716 ▼	3,966 ▼
DPS (đồng)	1,327	43.9	1,300	1,300	1,300
BVPS (đồng)	24,891	24,263	26,617 ▼	29,581 ▼	32,887 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.77	9.34	8.33	7.31	6.71
P/E ĐC (lần)	15.4	17.1	13.8	12.0	11.2
Lợi suất cổ tức (%)	2.98	0.10	2.91	2.91	2.91
P/B (lần)	1.79	1.84	1.68	1.51	1.36
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	24.3	15.0	6.72
ROAE (%)	14.5	12.6	14.4	15.2	14.7

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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Mảng kinh doanh cốt lõi kỳ vọng tăng trưởng mạnh; duy trì khuyến nghị Mua vào

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào nhưng giảm 1,3% giá mục tiêu xuống 55.300đ do các thay đổi kỹ thuật trong phương pháp định giá. Chủ yếu do kỳ vọng chi phí khấu hao tăng cao, chúng tôi giảm lần lượt 18% và 16% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026; tuy vậy, các ước tính mới vẫn cho thấy mức tăng trưởng lần lượt là 26% (vượt đáng kể kế hoạch mà BLĐ Công ty đề ra) và 10%. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%), các dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là 17%. Đáng chú ý, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ tháng 1/2023.

Kế hoạch HĐKD thận trọng cho năm 2025 và mở rộng công suất mới

BWE đã đề ra kế hoạch HĐKD cho năm 2025 mà HSC cho là khá thận trọng với LNST đạt 640 tỷ đồng (giảm 4%) và doanh thu (bao gồm cả doanh thu nội bộ) đạt 4.760 tỷ đồng (tăng trưởng 8,5%).

BWE đặt kế hoạch sản lượng nước tiêu thụ đạt 220 triệu m³ cho năm 2025, tương đương mức tăng trưởng 10%. Chúng tôi cho rằng mức tăng này đến từ việc mở rộng mạng lưới đường ống mới tại tỉnh Long An và việc mở rộng công suất. Đáng chú ý, BWE đặt mục tiêu công suất cấp nước đạt 979.000 m³/ngày trong năm nay, tăng từ mức 882.000 m³/ngày tại thời điểm cuối năm 2024. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc nâng cấp Nhà máy nước Nhị Thành (tỉnh Long An) thêm 60.000 m³/ngày và Nhà máy nước Chơn Thành (tỉnh Bình Phước) thêm 30.000 m³/ngày.

Trong dài hạn, BWE đang đề xuất xây dựng nhà máy nước Nha Bích mới tại tỉnh Bình Phước với công suất thiết kế 180.000 m³/ngày. Về các dự án chuyển tiếp từ những năm trước, BWE vẫn duy trì kế hoạch xây dựng lò đốt rác với công suất 500 tấn/ngày, kết hợp với bổ sung công suất phát điện mới 12 MW, nâng tổng công suất của nhà máy điện rác lên 17 MW.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2025, BWE

BWE đặt kế hoạch LNST hợp nhất thận trọng

Tỷ đồng	Kế hoạch kinh doanh 2025	Tăng trưởng
Công suất cấp nước (m³/ngày), bao gồm các công ty con	979,000	19.1%
Sản lượng nước cung cấp (triệu m³)	220	10.0%
Doanh thu (Bao gồm doanh thu nội bộ)	4,760	8.5%
LNST, hợp nhất	**640**	**-3.6%**
Cổ tức tiền mặt (đồng/cp)	1,200-1,300	-7.7% to 0%

Nguồn: BWE, HSC ước tính

HSC cho rằng kế hoạch lợi nhuận thuần của BWE là khá thận trọng nếu xét đến mức tăng trưởng 10% về sản lượng tiêu thụ và 19% về độ mở rộng công suất cấp nước. Chúng tôi cho rằng kế hoạch thấp của BWE cho năm nay chủ yếu là do chi phí HĐKD tăng cao, bao gồm chi phí khấu hao cho công suất mới và chi phí phân bổ tài sản vô hình liên quan đến các công ty liên kết mới được mua lại trong năm 2024. Chúng tôi sẽ trình bày chi tiết dự báo lợi nhuận năm 2025 cao hơn của HSC cũng như các dự báo mới trong phần dưới đây.

Triển vọng năm 2025: Các mảng kinh doanh cốt lõi tiếp tục là động lực chính

Cấp nước: Tác động kép từ mở rộng công suất và tăng giá bán lẻ nước

Tỉnh Long An

Chính quyền tỉnh Long An đã phê duyệt mức giá bán lẻ nước mới cho ba trong số năm công ty con của BWE và cả hai công ty liên kết của BWE tại tỉnh này. Tại thời điểm cuối năm 2023, năm công ty con tại Long An đóng góp 8,7% doanh thu và 5,5% lợi nhuận gộp của BWE. Giả định toàn bộ các công ty con và công ty liên kết của BWE

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

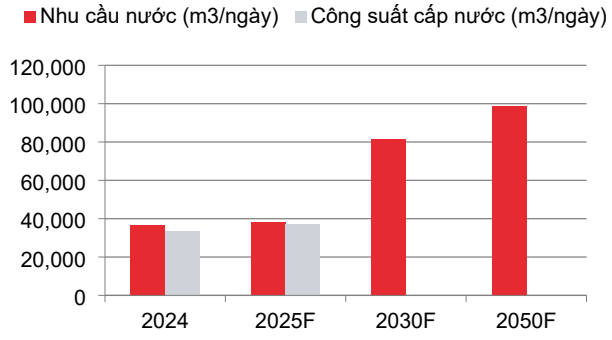
Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

tại Long An đều được hưởng tốc độ tăng giá nước như nhau, tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân của BWE tại khu vực này được kỳ vọng sẽ tăng từ mức 35% lên 41%.

HSC tin rằng việc tăng giá nước tại Long An là để khuyến khích đầu tư vào hạ tầng cấp nước tại các khu vực đang thiếu hụt nguồn nước, cụ thể là huyện Cần Giuộc và Cần Đước. Cơ sở hạ tầng cấp nước ở những khu vực này cần hoạt động hết công suất để đáp ứng nhu cầu trong khu vực (Biểu đồ 2). Nhà máy nước Nhị Thành của BWE – hiện đang trong quá trình mở rộng – đã dành 25% sản lượng để phục vụ cho hai huyện Cần Giuộc và Cần Đước tính đến cuối năm 2023 (Biểu đồ 3). BWE đang xin phê duyệt từ chính quyền để nâng công suất nhà máy nước Nhị Thành lên 80.000 m³/ngày từ tháng 6/2025 (so với kế hoạch ban đầu là 120.000 m³/ngày từ tháng 10/2025) nhằm kịp thời phục vụ nhu cầu sử dụng nước tại khu vực này ngay từ mùa hè.

Biểu đồ 2: Nhu cầu và khả năng cấp nước của Cần Giuộc, BWE

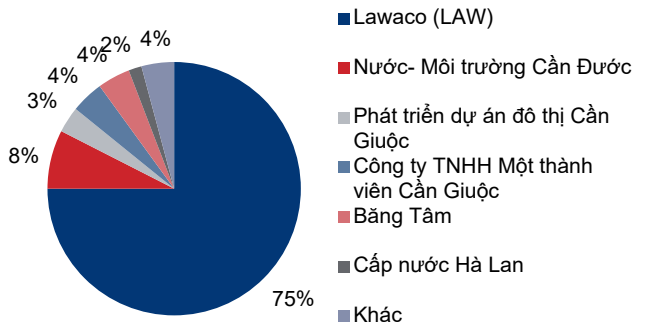
Công suất cung cấp nước của Cần Giuộc không đủ đáp ứng nhu cầu.



Nguồn: truyền thông, HSC ước tính

Biểu đồ 3: Sản lượng nhà máy nước Nhị Thanh, BWE

Công suất mới có thể phục vụ cho huyện Cần Giuộc và Cần Đước



Nguồn: BWE, HSC ước tính

Tỉnh Bình Phước

Đối với Biwase Bình Phước, tỉnh Bình Phước đang thực hiện đúng lộ trình điều chỉnh giá nước với mức tăng 3,84% cho mỗi năm 2025 và 2026. Trong năm nay, BWE cũng có kế hoạch mở rộng nhà máy nước Chơn Thành lên 60.000 m³/ngày từ mức hiện tại 30.000 m³/ngày. Cho năm 2025, Biwase Bình Phước được đặt mục tiêu đóng góp khoảng 7,7% tổng sản lượng tiêu thụ của BWE.

Tỉnh Bình Dương

Đối với khu vực Bình Dương – nơi BWE là nhà phân phối nước duy nhất – HSC thấy rằng cổ đông lớn của BWE là Tổng công ty Đầu tư và Phát triển Công nghiệp (BCM; khuyến nghị Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 86.800đ, đang nắm giữ 19% cổ phần BWE) đang triển khai các dự án KCN Cây Trường với tổng diện tích 700 ha và mở rộng KCN Bàu Bàng lên 1.000 ha (từ 620 ha hiện tại) vào năm 2026. Chúng tôi ước tính các dự án này sẽ đóng góp thêm khoảng 145.000 m³/ngày trong nhu cầu sử dụng nước, dựa trên mức tiêu thụ hiện tại tại KCN Bàu Bàng.

Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng công suất cung cấp nước tại tỉnh Bình Dương đạt 690.000 m³/ngày, với công suất hoạt động là 78%, tương đương công suất còn lại khoảng 151.000 m³/ngày sẵn sàng phục vụ cho tỉnh. Do đó, nguồn cung nước tại Bình Dương sẽ chỉ vừa đủ để đáp ứng nhu cầu của tỉnh khi hai KCN này đi vào hoạt động. Vì vậy, hạ tầng cấp nước cần được khuyến khích nâng cấp trước khi triển khai hạ tầng KCN. Chúng tôi tin rằng tỉnh Bình Dương có động lực để điều chỉnh tăng giá nước thêm 3% trong năm 2025.

Xét đến cả ba tỉnh, HSC kỳ vọng BWE có thể ghi nhận mức tăng 3,6% về giá bán bình quân và mức tăng 9.3% về sản lượng tiêu thụ trong năm 2025.

Xử lý nước thải: Ghi nhận doanh thu chưa hạch toán

Tại thời điểm cuối năm 2024, BWE đang có khoản doanh thu chưa hạch toán trị giá 146 tỷ đồng (một khoản mục ngoài bảng CĐKT) liên quan đến hoạt động xử lý nước thải trong giai đoạn nửa cuối năm 2023 và cả năm 2024. Vào tháng 2/2025, BWE

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

công bố đã nhận được đợt thanh toán đầu tiên 76,4 tỷ đồng từ chính quyền địa phương cho hoạt động xử lý nước thải. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng BWE sẽ thu được toàn bộ khoản này, qua đó ghi nhận 46,2 tỷ đồng lợi nhuận gộp.

Đáng chú ý, chúng tôi dự báo giá xử lý nước thải sẽ tăng 3% trong năm 2025, phù hợp với diễn biến của mảng cấp nước tại tỉnh Bình Dương.

Xử lý chất thải: Dự kiến tăng giá xử lý chất thải sinh hoạt

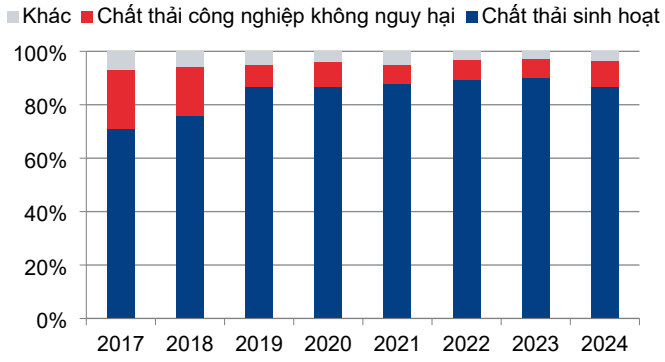
Chính quyền tỉnh Bình Dương đang chuẩn bị ban hành biểu giá xử lý chất thải sinh hoạt mới, dự kiến công bố vào cuối tháng 4/2025, sau khi BWE hoàn tất lò đốt rác mới vào tháng 1/2024. HSC kỳ vọng mức tăng 10% đối với giá xử lý chất thải sinh hoạt sẽ được áp dụng, qua đó giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp của BWE.

Vào tháng 1/2024, BWE đã khánh thành lò đốt rác mới với công suất xử lý 200 tấn/ngày, kết hợp với công suất phát điện 5 MW và sản xuất phân compost, được trang bị công nghệ tiên tiến hơn và chi phí xử lý cao hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng BWE hoàn toàn đủ điều kiện để được áp dụng mức giá dịch vụ xử lý chất thải sinh hoạt cao hơn, thay thế biểu giá cố định hiện hành được chính quyền địa phương ban hành từ năm 2017 (Biểu đồ 5).

Do giá dịch vụ xử lý chất thải cho các đối tượng không phải hộ gia đình – như chất thải công nghiệp và chất thải nguy hại – được đàm phán trực tiếp giữa nhà cung cấp và khách hàng, nên giá dịch vụ bình quân đối với nhóm khách hàng "khác" (được thể hiện là "Khác" trong Biểu đồ 5) thường biến động mạnh. Lưu ý, chất thải sinh hoạt chiếm tới 87% tổng khối lượng xử lý chất hải của BWE tại thời điểm cuối năm 2024.(Biểu đồ 4).

Biểu đồ 4: Xử lý nước thải, BWE

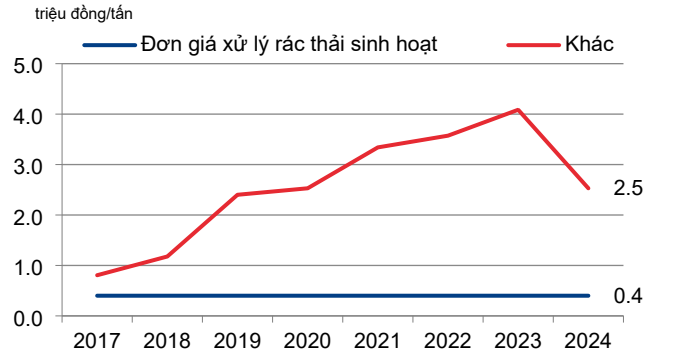
Rác thải sinh hoạt chiếm phần lớn tổng sản lượng rác thải xử lý của BWE



Nguồn: BWE, HSC ước tính

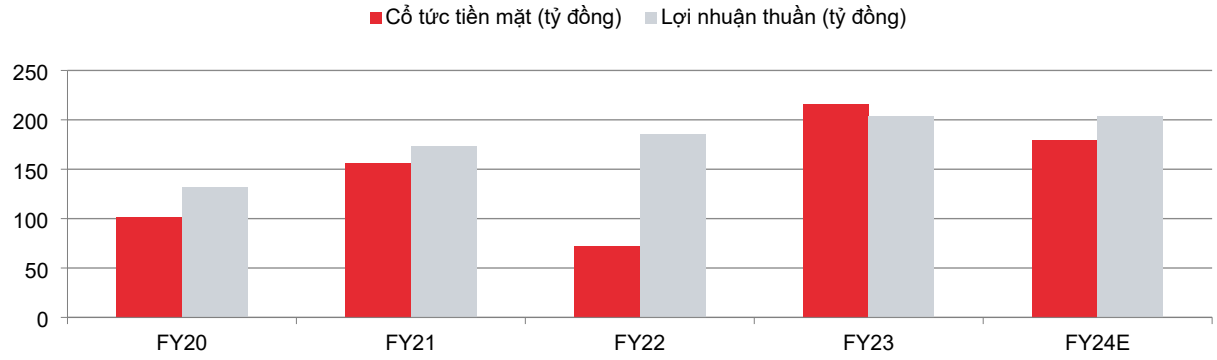
Biểu đồ 5: Giá xử lý nước thải theo từng loại, BWE

Giá xử lý rác thải sinh hoạt không đổi từ năm 2017



Nguồn: BWE, HSC ước tính

Biểu đồ 6: Lợi nhuận thuần và cổ tức tiền mặt qua các năm, CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp



Nguồn: Fiingate, HSC ước tính

Lợi nhuận tài chính tốt hơn trong tương lai

Công ty liên kết mới sẽ mang lại thu nhập cổ tức cao hơn

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Từ năm 2025, HSC kỳ vọng CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp (doanh nghiệp tư nhân/chưa niêm yết) – công ty liên kết mới mà BWE sở hữu 43% cổ phần – sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của BWE thông qua nguồn thu nhập cổ tức. Có hai điểm đáng chú ý:

- Thứ nhất, cần làm rõ rằng CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp (trụ sở tại TP.HCM) là một pháp nhân hoàn toàn khác với nhà máy nước Tân Hiệp của BWE (trụ sở tại tỉnh Bình Dương).
- Thứ hai, chúng tôi giả định rằng BWE sẽ áp dụng phương pháp hạch toán giá gốc đối với khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp. Dù điều này có thể không phổ biến ở nhiều khu vực pháp lý (nơi yêu cầu áp dụng phương pháp hợp nhất theo tỷ lệ đối với một công ty có tỷ lệ sở hữu từ 20-50%), nhưng điều này vẫn được cho phép theo chuẩn mực kế toán Việt Nam (VAS) và cũng phù hợp với cách mà TDM đang hạch toán khoản đầu tư 37% cổ phần tại BWE.

Đáng chú ý, dòng tiền chi trả cổ tức của Nước Tân Hiệp có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 15% trong giai đoạn 2020-2024. Trên cơ sở thận trọng, chúng tôi dự báo BWE sẽ ghi nhận thêm 60 tỷ đồng cổ tức từ Nước Tân Hiệp trong năm 2025, và kỳ vọng khoản cổ tức này sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 3% trong 5 năm tới trước khi đi ngang trong các năm còn lại.

Hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo giúp giảm áp lực từ các khoản vay bằng USD

BWE đã ghi nhận khoản lỗ tỷ giá lên tới 121 tỷ đồng trong năm 2024 do các khoản vay bằng USD bình quân ở mức 2,8 nghìn tỷ đồng và tỷ giá VND/USD giảm 4,6%, khiến chi phí nợ thực tế (bao gồm lãi vay và lỗ tỷ giá) tăng lên mức 7,6%. BWE chia sẻ rằng họ đã sử dụng hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo để phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho 40% dư nợ vay bằng USD tại thời điểm cuối năm 2024, với lãi suất vay cố định ở mức 7% quy đổi theo đồng nội tệ. Ngoài ra, BWE dự kiến sẽ tiếp tục ký hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo cho thêm 40% dư nợ vay bằng USD, nhằm mục tiêu phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho tổng cộng 80% khoản vay USD. Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ giúp giảm chi phí vốn thực tế của BWE xuống mức 6,4% trong năm 2025 và 6,2% trong năm 2026, so với mức 7,6% trong năm 2024.

Dự báo mới

HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 xuống lần lượt 804 tỷ đồng (giảm 18% so với dự báo trước đó, tăng trưởng 26%) và 938 tỷ đồng (giảm 16% so với dự báo trước đó, tăng trưởng 17%). Nguyên nhân chính đến từ việc chi phí bán hàng & quản lý tăng cao hơn dự kiến do khấu hao tài sản từ công suất mới và chi phí phân bổ liên quan đến khoản đầu tư vào CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%). Các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần và tổng doanh thu có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm lần lượt đạt 16% và 8%.

Bảng 7: Dự báo cũ và dự báo mới, BWE

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần của BWE tăng trưởng với CAGR là 17% trong 3 năm tới

	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			3 năm
Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2024	2025	2026	CAGR
Doanh thu	3,959	4,380	4,584	4,977	3,849	4,229	4,611	3%	4%	-1%	8%
Lợi nhuận gộp	1,694	1,994	2,113	2,271	1,687	1,949	2,198	0%	2%	-4%	10%
Thu nhập tài chính	132	182	167	175	96	169	138	37%	8%	21%	10%
Chi phí tài chính	-494	-456	-458	-467	-407	-412	-418	21%	11%	10%	-2%
Lợi nhuận từ LDLK	44	50	74	74	46	50	53	-4%	0%	41%	19%
Chi phí BH&QL	-644	-813	-779	-846	-580	-638	-695	11%	28%	12%	10%
LNTT	737	961	1,121	1,211	841	1,118	1,276	-12%	-14%	-12%	18%
Lợi nhuận thuần	**639**	**804**	**938**	**1,013**	**734**	**975**	**1,113**	**-13%**	**-18%**	**-16%**	**17%**

Nguồn: HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 8: Dự báo tăng trưởng, BWE

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng cao hơn so với từ năm 2026 trở đi

	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ		
		2025	2026	2027	2024	2025	2026
Doanh thu	12%	11%	5%	9%	9%	7%	5%
Lợi nhuận gộp	8%	18%	6%	7%	8%	15%	10%
Thu nhập tài chính	5%	38%	-8%	5%	-24%	28%	-24%
Chi phí tài chính	25%	-8%	1%	2%	3%	-17%	-8%
Lợi nhuận từ LDLK	1%	14%	48%	0%	5%	15%	5%
Chi phí BH&QL	10%	26%	-4%	9%	-1%	-1%	-15%
LNTT	-3%	30%	17%	8%	10%	52%	33%
Lợi nhuận thuần	**-5%**	**26%**	**17%**	**8%**	**9%**	**53%**	**38%**

Nguồn: HSC ước tính

Cụ thể như sau:

- HSC điều chỉnh giảm lần lượt 18% và 16% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 sau khi tăng lần lượt 28% và 12% giả định chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp, do ghi nhận thêm khấu hao từ công suất mới và chi phí phân bổ cao hơn từ việc mua lại CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp. Theo đó, HSC hiện dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 tăng trưởng lần lượt 26% và 17%.
- Xét KQKD của các mảng kinh doanh cốt lõi, chúng tôi tăng lần lượt 4% và 2% dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp cho năm 2025, trong khi điều chỉnh giảm lần lượt 1% và 4% cho năm 2026. Cho năm 2025, chúng tôi kỳ vọng BWE sẽ ghi nhận phần doanh thu xử lý nước thải chưa ghi nhận từ nửa cuối năm 2023 đến hết năm 2024, mức tăng giá nước là 3,6% (từ 3% trước đó) và nâng giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ lên 9,3% (từ 9,1% trước đó) – bù đắp cho mức giảm 55% doanh thu từ xử lý chất thải sau khi giá dịch vụ bình quân trong năm 2024 thấp hơn dự kiến. Cho năm 2026, mức giảm trong doanh thu và lợi nhuận gộp đến từ việc chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 12% và 51% dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng xử lý chất thải.

  Nhìn chung, chúng tôi vẫn kỳ vọng lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng lần lượt 26% và 17% trong năm 2025-2026.

Bảng 9: Giả định đối với các mảng kinh doanh chính, BWE

Chúng tôi nâng 4% giả định với doanh thu và 2% với lợi nhuận gộp năm 2025 lên, nhờ mảng nước và xử lý nước thải

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			3 năm CAGR
		2025	2026	2027	2024	2025	2026	2024	2025	2026	
Doanh thu	**3,959**	**4,380**	**4,584**	**4,977**	**3,848**	**4,229**	**4,610**	**3%**	**4%**	**-1%**	**8%**
Cấp nước	2,611	2,956	3,248	3,567	2,492	2,800	3,168	5%	6%	3%	11%
Xử lý rác thải	660	747	806	870	845	914	914	-22%	-18%	-12%	10%
Xử lý nước thải	1	246	100	110	77	67	67	-99%	267%	49%	379%
Khác	687	430	430	430	435	448	461	58%	-4%	-7%	-14%
Lợi nhuận gộp	**1,693**	**1,994**	**2,113**	**2,271**	**1,538**	**1,949**	**2,197**	**10%**	**2%**	**-4%**	**10%**
Cấp nước	1,502	1,695	1,855	2,001	1,396	1,554	1,798	8%	9%	3%	10%
Xử lý rác thải	65	106	114	123	132	233	233	-51%	-55%	-51%	24%
Xử lý nước thải	(2)	78	29	32	11	9	9	-117%	732%	208%	N/m
Khác	128	115	115	115	148	152	157	-13%	-25%	-27%	-4%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	**43%**	**46%**	**46%**	**46%**	**40%**	**46%**	**48%**				
Cấp nước	58%	57%	57%	56%	56%	55%	57%				
Xử lý rác thải	10%	14%	14%	14%	16%	26%	26%				
Xử lý nước thải	-179%	32%	29%	29%	14%	14%	14%				
Khác	19%	27%	27%	27%	34%	34%	34%				

Nguồn: HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 10: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp, BWE

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

	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ		
		2025	2026	2027	2024	2025	2026
Tăng trưởng doanh thu	**12%**	**11%**	**5%**	**9%**	**9%**	**7%**	**5%**
Cấp nước	13%	13%	10%	10%	7%	7%	7%
Xử lý rác thải	-7%	13%	8%	8%	19%	38%	22%
Xử lý nước thải	-99%	N/m	-59%	10%	6%	N/m	-73%
Khác	63%	-37%	0%	0%	3%	-35%	7%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	**8%**	**18%**	**6%**	**7%**	**-2%**	**15%**	**10%**
Cấp nước	16%	13%	9%	8%	8%	3%	6%
Xử lý rác thải	-42%	64%	8%	8%	19%	261%	120%
Xử lý nước thải	-118%	N/m	-63%	11%	6%	N/m	-88%
Khác	-11%	-10%	0%	0%	3%	19%	37%

Nguồn: HSC ước tính

So với năm 2024, các giả định cho dự báo năm 2025 của chúng tôi bao gồm: khả năng tăng giá nước 3% tại tỉnh Bình Dương, kết hợp với việc tăng giá nước tại tỉnh Long An và tỉnh Bình Phước (đã được phê duyệt), việc ghi nhận một lần khoản doanh thu xử lý nước thải chưa ghi nhận trong giai đoạn nửa cuối năm 2023 và cả năm 2024, và mức tăng 10% giá dịch vụ xử lý chất thải sinh hoạt. Trong khi đó, chúng tôi cũng kỳ vọng chi phí tài chính của BWE sẽ giảm 8% so với năm trước nhờ việc sử dụng hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo để phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Những yếu tố này dẫn đến lợi nhuận thuần của BWE tăng trưởng 26% của so với năm 2024.

Đáng chú ý, dự báo LNST năm 2025 của HSC cao hơn 26% so với kế hoạch của công ty, được thúc đẩy bởi doanh thu mảng cấp nước tăng trưởng mạnh mẽ 13%, bao gồm mức tăng sản lượng tiêu thụ 9,3% và mức tăng giá bán bình quân 3,6%, cùng với mức tăng 10% giá xử lý chất thải sinh hoạt và việc ghi nhận đầy đủ doanh thu xử lý nước thải cho năm 2025 và giai đoạn nửa cuối năm 2023-cả năm 2024.

Phương pháp định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với BWE nhưng giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 55.300đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những điều chỉnh của chúng tôi trong dự báo lợi nhuận thuần, các giả định theo phương pháp DCF, cũng như phương pháp định giá đối với các công ty con và công ty liên kết của BWE.

Cụ thể, thay vì sử dụng giá trị sổ sách để xác định giá trị hợp lý cho tất cả các công ty liên kết của BWE, chúng tôi áp dụng mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) cho các công ty chưa niêm yết nhưng có lợi suất cổ tức cao, cụ thể là CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp và CPHACO; trong khi đó, chúng tôi sử dụng giá thị trường để định giá các công ty liên kết đang giao dịch trên UPCoM và giữ nguyên phương pháp dùng giá trị sổ sách đối với các công ty chưa niêm yết khác có thu nhập cổ tức thấp.

Các giả định theo phương pháp DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi của BWE bao gồm lãi suất phi rủi ro 4,0% và phần bù rủi ro vốn CSH 7,5% (giảm từ 8,5%), phù hợp với các giả định nội bộ của HSC. Chúng tôi sử dụng beta điều chỉnh theo dữ liệu hằng ngày 1 năm từ Bloomberg là 0,8 (giảm từ 1) và giữ nguyên thuế suất ở mức 11%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%. Theo đó, giả định WACC là 7,8% (giảm từ mức 11,9% trước đó).

Các giả định cho phương pháp định giá theo mô hình chiết khấu cổ tức (DDM) của CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp bao gồm: khoản cổ tức chi trả là 60 tỷ đồng cho năm 2025, tốc độ tăng trưởng cổ tức 3% trong 5 năm tiếp theo và 2% từ năm thứ sáu trở đi – phù hợp với giả định về tốc độ tăng trưởng dài hạn mà chúng tôi áp dụng cho BWE. Đối với CTCP Đầu tư Xây dựng Chánh Phú Hòa (CPHACO), chúng tôi giả định doanh nghiệp sẽ duy trì mức cổ tức cố định 30 tỷ đồng trong các năm tới và không có tăng trưởng trong giai đoạn còn lại. Về chi phí vốn CSH của cả CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp và CPHACO, chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 7,5%, và hệ số beta là 1.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 11: Phương pháp định giá SOTP, BWE

Tỷ đồng	Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Lợi ích của BWE	Phân bổ cho BWE
HĐKD cốt lõi của BWE	**Cấp nước, xử lý rác thải, xử lý nước thải**	**DCF**	**9,333**	**100.0%**	**9,333**
HĐKD khác					**2,823**
DNW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	4,032	18.8%	759
CTW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	910	24.6%	224
VLW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	792	17.5%	139
LAW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	378	38.1%	144
NQB (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	138	41.0%	57
GIWACO	Cấp nước	Giá trị sổ sách		34.1%	157
CanthoWater2	Cấp nước	Giá trị sổ sách		48.9%	152
CPHACO (Chanh Phu Hoa)	Dịch vụ tang lễ	DDM		43.3%	261
PRT (UPCoM)	Đa ngành	Theo thị trường	3,300	4.0%	132
TLP (UPCoM)	Phân phối xăng dầu	Theo thị trường	14,905	0.5%	76
SNZ (UPCoM)	KCN	Theo thị trường	13,290	0.1%	12
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	Cấp nước	DDM		43.0%	687
Saigon - Can Tho Water	Cấp nước	Giá trị sổ sách		47.0%	23
Giá trị vốn CSH					**12,156**
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					220
RNAV/CP (đồng)					**55,300**
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng)					**55,300**
Tiềm năng tăng giá					24%

Ghi chú: Giá đóng cửa ngày 21/3.
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Định giá DCF cho HĐKD cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận hoạt động	1,180	1,334	1,425	1,505	1,512	1,525
Thuế TNDN 10.0%	(130)	(147)	(157)	(166)	(166)	(168)
Lợi nhuận thuần HĐ	1,050	1,187	1,268	1,339	1,346	1,358
Khấu hao	825	945	1,033	1,130	1,229	1,327
Thay đổi vốn lưu động	1,018	(258)	(101)	(114)	(72)	(77)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,861)	(1,370)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Dòng tiền HĐ khác	(13)	0	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng	(93)	(121)	(141)	(152)	(163)	(165)
UFCF	**927**	**384**	**560**	**704**	**840**	**944**
Chiết khấu	1.00	1.08	1.16	1.25	1.35	1.45
Giá trị hiện tại của UFCF	927	357	482	562	622	649
Tổng giá trị hiện tại của UFCF	**3,598**					

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Tính toán WACC, BWE

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.8
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Chi phí vốn CSH	**9.7%**
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	**7.8%**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Định giá HĐ kinh doanh cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	5.8x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,443
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	3,598
Giá trị hiện tại của DN	**15,041**
Cộng: Tiền	1,411
Trừ: Tổng nợ	(7,119)
Giá trị vốn chủ sở hữu	**9,333**

Nguồn: HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 15: 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	7.5%	11.5%
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	4%	1	7.5%	11.5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: 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	11.5%
Giá trị doanh nghiệp	**687**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Định giá DDM, CPHACO

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2025, phân bổ cho BWE	30
Tăng trưởng dài hạn	0%
Chi phí vốn CSH	11.5%
Giá trị doanh nghiệp	**261**

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: 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/cổ phiếu)		Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.0%	51,900	56,500	61,900	68,400	76,500
	3.5%	49,400	53,500	58,400	64,300	71,500
	4.0%	47,000	50,800	**55,300**	60,600	67,000
	4.5%	44,800	48,300	52,400	57,200	63,000
	5.0%	42,800	46,000	49,800	54,100	59,300

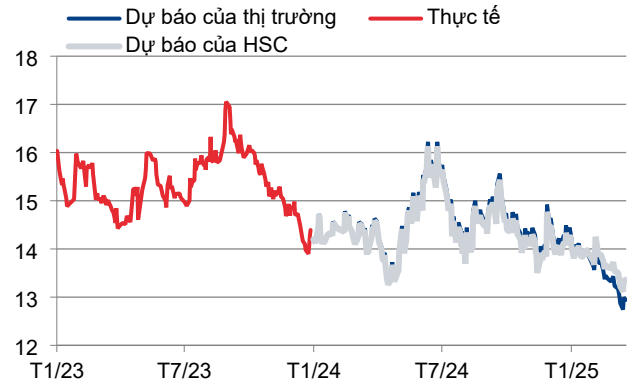
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 1% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,3 lần, thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 14,8 lần. Trong khi đó, so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam và trong khu vực, BWE đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn lần lượt 40% và 31%, có P/E dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn lần lượt 9% và 32%, đồng thời mang lại ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 0,8 điểm phần trăm và 6,4 điểm phần trăm. Do đó, HSC cho rằng định giá của BWE vẫn hấp dẫn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,3 lần,...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BWE

… thấp hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 14,8 lần

Nguồn: HSC ước tính

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

Bảng 21: 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

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA (lần)		P/E (lần)		ROE (%)	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026
BWE	Việt Nam	379	9.2	9.2	14.7	9.2	14.0	20.4
TDM	Việt Nam	231	15.3	15.3	20.7	16.4	12.6	14.1
TTW PCL	Thái Lan	1034	10.1	10.1	11.8	11.4	18.9	19.3
VA Tech Wabag Ltd	Ấn Độ	1135	25.4	25.4	34.2	26.4	14.3	15.9
Manila Water Co Inc	Philippines	1458	8.2	6.4	7.0	6.1	15.6	15.5
WHA Utilities and Power	Thái Lan	414	21.1	12.0	10.2	9.5	9.7	10.8
GZEP	Trung Quốc	688	10.9	10.7	12.5	11.5	8.2	8.2
Bình quân		**763**	**14.3**	**12.7**	**15.9**	**12.9**	**13.3**	**14.9**
BWE chiết khấu so với các DN khác			*-36%*	*-28%*	*-8%*	*-29%*	*0.7ppt*	*5.5ppt*
Bình quân, trừ BWE		**827**	**15.1**	**13.3**	**16.1**	**13.6**	**13.2**	**14.0**
BWE chiết khấu so với bình quân các DN khác			*-40%*	*-31%*	*-9%*	*-32%*	*0.8ppt*	*6.4ppt*

Ghi chú: giá ngày 24/3.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

Rủi ro giảm giá

Mức tăng giá bán bình quân thấp hơn kỳ vọng ở các mảng kinh doanh chính, bao gồm cấp nước, xử lý nước thải và xử lý chất thải.

Tiềm năng tăng giá

Giá bán bình quân mảng cấp nước, xử lý nước thải và xử lý chất thải tăng mạnh hơn kỳ vọng sẽ tạo ra tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn dự báo của HSC.

Việc nhà máy nước Nhị Thành đi vào hoạt động sớm hơn dự kiến cũng sẽ tạo ra tiềm năng tăng tốt hơn dự báo của HSC.

HSC chưa đưa dự án nhà ở xã hội của BWE vào dự báo do tiến độ bàn giao bị trì hoãn trong nhiều năm. Khi dự án được bàn giao, điều này sẽ tạo thêm tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn dự báo của chúng tôi.

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HĐKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,526	3,959	4,380	4,584	4,977
Lợi nhuận gộp	1,564	1,694	1,994	2,113	2,271
Chi phí BH&QL	(584)	(644)	(813)	(779)	(846)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	**980**	**1,050**	**1,180**	**1,334**	**1,425**
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(274)	(291)	(292)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	43.4	43.7	49.9	74.0	74.0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.09	4.47	4.47	4.47	4.47
LNTT	**762**	**737**	**961**	**1,121**	**1,211**
Chi phí thuế TNDN	(79.9)	(76.1)	(106)	(124)	(133)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7.52)	(21.7)	(51.3)	(59.9)	(64.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	**674**	**639**	**804**	**938**	**1,013**
Lợi nhuận thuần ĐC	**559**	**537**	**711**	**817**	**872**
EBITDA ĐC	**1,525**	**1,686**	**2,005**	**2,280**	**2,458**
EPS (đồng)	3,496	3,095	3,654	4,264	4,605
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,232	3,716	3,966
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

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	980	1,050	1,180	1,334	1,425
Khấu hao	(546)	(636)	(825)	(945)	(1,033)
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(274)	(291)	(292)
Thuế TNDN đã nộp	(71.3)	(69.6)	(119)	(123)	(133)
Thay đổi vốn lưu động	142	(1,419)	1,018	(258)	(101)
Khác	(181)	899	(107)	(84.8)	(90.2)
LCT thuần từ HĐKD	**1,070**	**745**	**2,401**	**1,384**	**1,696**
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)	(1,622)	18.1	(51.5)
LCT thuần từ HĐĐT	**(1,212)**	**(1,781)**	**(3,483)**	**(1,352)**	**(1,552)**
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)	404	286	65.1
LCT thuần từ HĐTC	**521**	**1,387**	**533**	**137**	**199**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	275	655	1,007	459	628
LCT thuần trong kỳ	**380**	**351**	**(548)**	**169**	**344**
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	**655**	**1,007**	**459**	**628**	**972**
Dòng tiền tự do	**(792)**	**97.6**	**541**	**14.2**	**196**

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	655	1,007	459	628	972
Đầu tư ngắn hạn	265	405	438	458	498
Phải thu khách hàng	781	1,712	1,007	1,054	1,145
Hàng tồn kho	923	1,233	1,153	1,197	1,284
Các tài sản ngắn hạn khác	81.8	117	21.9	22.9	24.9
Tổng tài sản ngắn hạn	**2,706**	**4,474**	**3,078**	**3,361**	**3,923**
TSCĐ hữu hình	4,538	4,960	5,996	6,420	6,887
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	2,906	2,868	2,881
Tổng tài sản dài hạn	**9,416**	**9,726**	**12,355**	**12,741**	**13,221**
Tổng cộng tài sản	**12,122**	**14,200**	**15,433**	**16,102**	**17,144**
Nợ ngắn hạn	1,433	2,463	2,878	3,015	3,165
Phả trả người bán	453	363	438	243	264
Nợ ngắn hạn khác	320	272	307	321	348
Tổng nợ ngắn hạn	**2,385**	**3,398**	**3,951**	**3,922**	**4,150**
Nợ dài hạn	3,997	4,480	4,480	4,480	4,480
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	11.6	17.5	8.76	9.17	9.95
Nợ dài hạn khác	764	791	964	1,008	1,095
Tổng nợ dài hạn	**4,773**	**5,289**	**5,452**	**5,498**	**5,585**
Tổng nợ phải trả	**7,158**	**8,687**	**9,403**	**9,420**	**9,735**
Vốn chủ sở hữu	4,802	5,336	5,854	6,506	7,233
Lợi ích cổ đông thiểu số	162	177	177	177	177
Tổng vốn chủ sở hữu	**4,964**	**5,513**	**6,030**	**6,682**	**7,409**
Tổng nợ phải trả và VCSH	**12,122**	**14,200**	**15,433**	**16,102**	**17,144**
BVPS (đ)	24,891	24,263	26,617	29,581	32,887
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,776	5,936	6,899	6,867	6,673

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	45.5	46.1	45.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.3	42.6	45.8	49.7	49.4
Tỷ suất LNT (%)	19.1	16.1	18.3	20.5	20.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.5	10.3	11.0	11.0	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.21	12.3	10.6	4.66	8.58
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.10	10.5	18.9	13.7	7.81
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(9.45)	(4.05)	32.4	15.0	6.72
Tăng trưởng EPS (%)	(9.21)	(11.5)	18.0	16.7	8.00
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	24.3	15.0	6.72
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(96.7)	2,863	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.0	1.42	35.6	30.5	28.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.5	12.6	14.4	15.2	14.7
ROACE (%)	11.0	10.2	10.6	11.3	11.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.32	0.30	0.30	0.29	0.30
Tiềm mặt HĐ/EBIT (lần)	1.09	0.71	2.03	1.04	1.19
Số ngày tồn kho	172	199	176	177	173
Số ngày phải thu	145	276	154	156	154
Số ngày phải trả	84.2	58.4	67.0	35.9	35.6
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	101	112	119	107	93.3
Nợ/tài sản (%)	45.3	49.3	48.1	47.0	45.0
EBIT/lãi vay (lần)	3.65	2.90	4.31	4.58	4.87
Nợ/EBITDA (lần)	3.60	4.15	3.70	3.32	3.14
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.13	1.32	0.78	0.86	0.95
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.79	3.98	3.81	3.64	3.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.77	9.34	8.33	7.31	6.71
P/E (lần)	12.8	14.4	12.2	10.5	9.68
P/E ĐC (lần)	15.4	17.1	13.8	12.0	11.2
P/B (lần)	1.79	1.84	1.68	1.51	1.36
Lợi suất cổ tức (%)	2.98	0.10	2.91	2.91	2.91

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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)

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

Xin vui lòng xem nội dung chi tiết về xung đột lợi ích và khuyến cáo cuối báo cáo này

Document downloaded by Toan nt (Techcombank)