

CTCP Biwase (BWE)

Kỳ vọng tăng giá nước cùng cổ triển vọng dài hạn

18/03/2025

Chuyên viên phân tích Nguyễn Việt Anh
anhnv3@kbsec.com.vn
(+84) 24-7303-5333

Năm 2024, BWE hoàn thành 81% kế hoạch lợi nhuận năm

Trong năm 2024, CTCP Biwase ghi nhận tổng doanh thu và LNST lần lượt 3,959 tỷ VND và 642 tỷ VND (+12% YoY/-4% YoY), đạt 107% và 81% kế hoạch đặt ra. Đóng góp chính vào doanh thu là mảng cấp nước, đạt 2,611 tỷ VND (+13% YoY), nhờ sản lượng nước tăng trưởng vượt bậc đạt 200 triệu m³ (+9% YoY).

Vị thế dẫn đầu trong mảng hạ tầng nước Bình Dương đem về dòng tiền ổn định

Chuỗi giá trị cung cấp nước hoàn thiện theo chiều dọc và khả năng vận hành đường ống duy trì tỷ lệ thất thoát ở mức thấp là những lợi thế cạnh tranh của Biwase giúp doanh nghiệp hưởng trọn vẹn tốc độ gia tăng sử dụng nước sạch tại khu vực, ước tính đạt tăng trung bình 3% cho khối sản xuất và 5% cho khối sinh hoạt đến 2035.

Chiến lược M&A các công ty trong ngành sẽ bắt đầu đem lại tăng trưởng từ 2025

BWE đã M&A các doanh nghiệp sản xuất và cung cấp nước sạch tại các địa bàn giàu tiềm năng tăng trưởng đến từ triển vọng kinh tế khả quan và xu hướng chuyển dịch sang sử dụng nguồn nước mặt với chất lượng nước được bảo đảm. Sản lượng tiêu thụ nước tại Long An đạt 15% CAGR đến năm 2030. Việc sở hữu 43% vốn của CTCP Cấp nước Tân Hiệp sẽ giúp lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết cải thiện trong năm 2025, ước 89 tỷ VND (+104% YoY).

Kỳ vọng điều chỉnh tăng giá cung cấp dịch vụ từ 2025 giúp biên lợi nhuận cải thiện

Triển vọng tăng trưởng thu nhập đầu người sẽ thúc đẩy giá nước sạch được điều chỉnh tăng hằng năm trong bối cảnh chi phí đầu tư hạ tầng nước gia tăng. Chúng tôi ước tính giá bán nước điều chỉnh tăng 3%/năm đến năm 2030.

Khuyến nghị MUA với BWE, giá mục tiêu 50,500 VND/cổ phiếu

Kết hợp 2 phương pháp định giá FCF và EV/EBITDA, KBSV khuyến nghị MUA với BWE, giá mục tiêu 50,500 VND, tương đương với mức lợi suất kỳ vọng 16% so với giá đóng cửa ngày 17/03/2025.

MUA thay đổi

Giá mục tiêu	50,500 VND
Tăng/giảm (%)	15.6%
Giá hiện tại (17/03/2025)	43,700 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	55,600 VND
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	10.0/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	28.4%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	5.6/0.2
Sở hữu nước ngoài (%)	11.6%
Cổ đông lớn	CTCP TDM Water (37%)

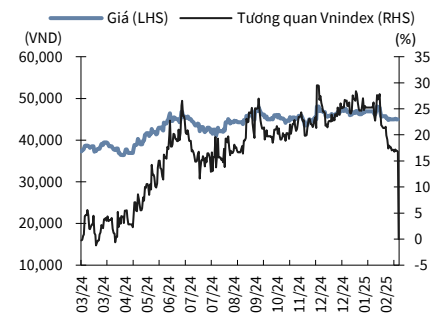
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-2.8	-4.3	1.7	20.7
Tương đối	-7.0	-8.7	0.0	17.0

Dự phóng KQKD & định giá

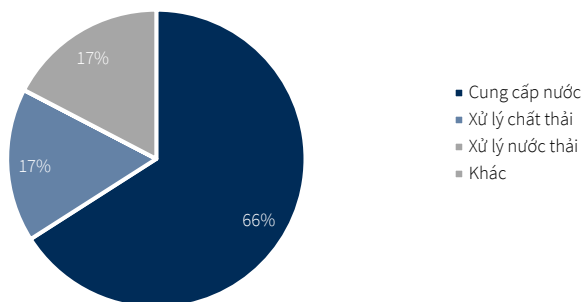
FY-end	2023	2024	2025F	2026F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,526	3,959	4,300	4,638
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	980	1,050	1,222	1,387
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	682	664	890	1,104
EPS (VND)	2,902	2,423	3,251	4,034
Tăng trưởng EPS (%)	-9.2	-16.5	34.2	24.1
P/E (x)	16.9	20.3	15.1	11.7
P/B (x)	2.0	2.1	1.8	1.6
ROE (%)	13.7	12.0	14.3	15.9
Tỷ suất cổ tức (%)	2.7	2.6	2.7	3.8

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2024



Hoạt động kinh doanh

Biwase là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp nước sạch với thị phần đạt 100% tại Bình Dương. Ngoài ra, công ty còn mở rộng sang lĩnh vực đầu tư nhà máy xử lý nước và chất thải rắn nhằm hoàn thiện hệ sinh thái dịch vụ hạ tầng môi trường tại khu vực.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Vị thế dẫn đầu trong mảng hạ tầng nước đem về dòng tiền ổn định. Tại Bình Dương, công ty sở hữu chuỗi giá trị cung cấp nước hoàn thiện theo chiều dọc giúp hưởng trọn vẹn tốc độ gia tăng sử dụng nước sạch tại khu vực, ước đạt 3-5% đến năm 2035.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Biwase Long An tăng trưởng 2 chữ số, CTCP Nước Tân Hiệp cải thiện lợi nhuận. Tốc độ tăng trưởng sản lượng nước của Biwase Long An đạt 15% đến năm 2030. CTCP Nước Tân Hiệp đóng góp 37 tỷ lợi nhuận trong 2025.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Kỳ vọng điều chỉnh giá nước sạch vào 2H.25. KBSV ước tính giá bán nước sẽ điều chỉnh tăng 3%/năm kể từ 2H.25 tại Bình Dương và các khu vực cung cấp nước khác.

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

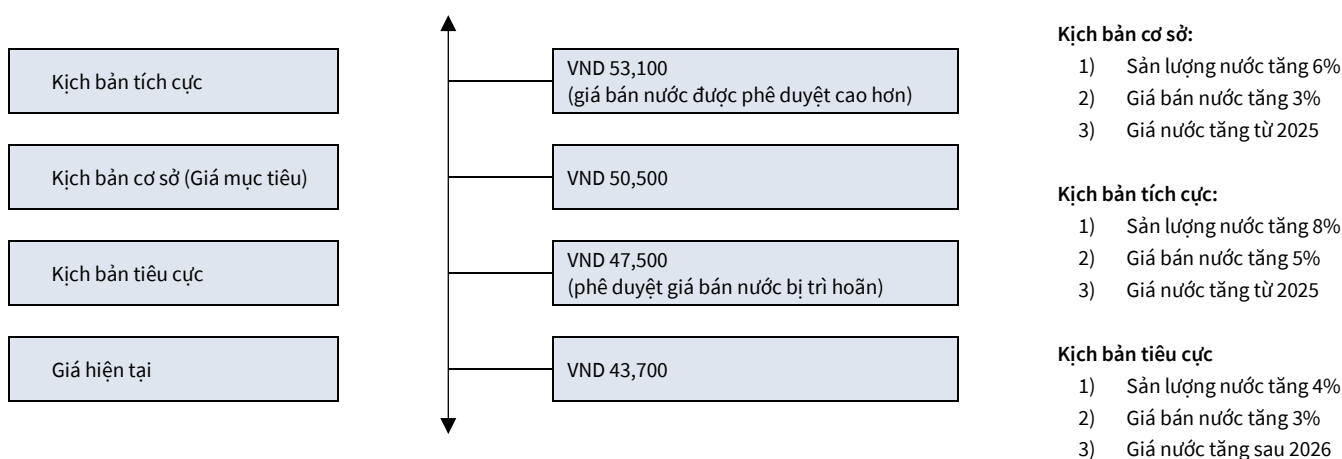
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Doanh thu	4,300	4,638	n.a	n.a	4,256	4,775	1%	-3%
EBIT	1,222	1,387	n.a	n.a	1,243	1,568	-2%	-12%
LNST công ty mẹ	890	1,104	n.a	n.a	797	1,279	12%	-14%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp dẫn đầu thị phần phân phối nước sạch tại Bình Dương

Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (Biwase) được thành lập vào năm 1978, khởi đầu là một đơn vị nhỏ cung cấp nước sạch cho khu vực Thủ Dầu Một. Kể từ đó, Biwase đã đóng góp tích cực vào việc nâng cao hạ tầng tỉnh Bình Dương và trở thành doanh nghiệp chiếm 100% thị phần hoạt động xử lý phân phối nước sạch, 100% thị phần dịch vụ thu gom xử lý nước thải và 30% thị phần xử lý chất thải rắn tại tỉnh. Cụ thể, Biwase quản lý và vận hành các chi nhánh cấp nước tại các thành phố và khu công nghiệp như Dĩ An, Thuận An, Thủ Dầu Một, Khu Liên Hợp, Mỹ Phước, Bàu Bàng, cùng nhiều khu vực khác. Tổng công suất cấp nước của Biwase đạt khoảng 760,000 m³/ngày đêm, phục vụ cho khoảng 2.6 triệu người dân.

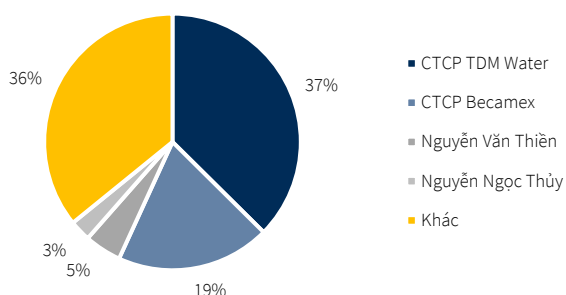
Cơ cấu sở hữu tập trung, nhóm cổ đông lớn do UBND tỉnh Bình Dương nắm giữ cổ phần

Cơ cấu sở hữu của Biwase chủ yếu là các cổ đông trong nước, trong đó nhóm cổ đông lớn nhất đều có UBND tỉnh Bình Dương sở hữu cổ phần gồm CTCP Nước Thủ Dầu Một là cổ đông lớn nhất sở hữu 37.42% và CTCP Đầu tư và Phát triển Công nghiệp với 19.44% vốn điều lệ (Biểu đồ 1). Sự tham gia của các cổ đông trên góp phần rất lớn vào chiến lược phát triển hạ tầng truyền tải nước của BWE khi đây là mảnh ghép quan trọng giúp tỉnh Bình Dương thu hút đầu tư khối doanh nghiệp sản xuất.

Doanh nghiệp tích cực đa dạng hóa doanh thu ở các mảng mới và thị trường mới

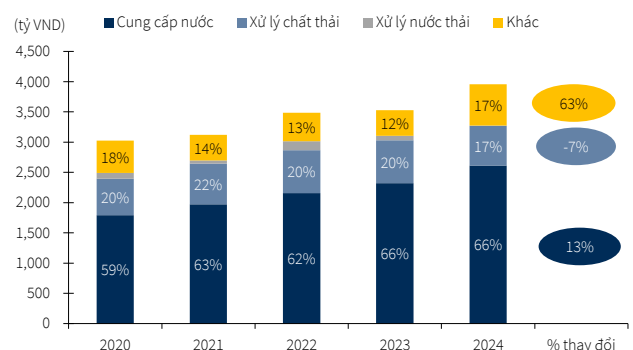
Biwase sở hữu 9 chi nhánh cấp nước, với doanh thu mảng phân phối nước sạch giai đoạn 2019-2024 đạt tăng trưởng kép (CAGR) 10.2%. Trong đó, sản lượng cấp nước tăng trung bình 6.5%, được dẫn dắt mạnh mẽ bởi mức tăng tiêu thụ của nhóm khách hàng sản xuất và nhóm khách hàng sinh hoạt lần lượt đạt 3.6% và 9.9%. Biwase cũng đầu tư, mở rộng công suất xử lý nước thải và chất thải rắn, với 4 nhà máy xử lý nước thải công suất 90,000 m³/ngày và chi nhánh xử lý 2,500 tấn rác thải/ngày cho phép phát điện và tái chế phân compost. Hoạt động kinh tế sản xuất diễn ra sôi động trên địa bàn tỉnh đã kéo theo nhu cầu các dịch vụ môi trường, giúp doanh thu xử lý nước và rác thải đạt tăng trưởng kép 0.6% và 2.3% giai đoạn 2020-2024. Hiện tỷ trọng đóng góp 2 mảng này trong tổng doanh thu đạt 2.5% và 16% (Biểu đồ 2). Bên cạnh tỉnh Bình Dương, Biwase còn hiện diện tại các thị trường lân cận sở hữu tiềm năng tăng trưởng là Long An, Cần Thơ và Quảng Bình. Tổng công suất cấp nước tại nhà máy tại Long An sẽ đạt 300,000 m³/ngày và nhà máy Cần Thơ đạt 500,000 m³/ngày.

Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu của Biwase năm 2024



Nguồn: Biwase, KBSV

Biểu đồ 2. Cơ cấu doanh thu của Biwase 2020-2024



Nguồn: Biwase, KBSV

Cập nhật Kết quả kinh doanh

Kết quả kinh doanh cả năm 2024 tăng trưởng thấp do mảng kinh doanh xử lý nước và chất thải đi lùi

Trong năm 2024, CTCP Biwase ghi nhận tổng doanh thu và LNST lần lượt 3,959 tỷ VND và 642 tỷ VND (+12% YoY/-4% YoY), đạt 107% và 81% kế hoạch đặt ra. Đóng góp chính vào doanh thu là mảng cấp nước, đạt 2,611 tỷ VND doanh thu (+13% YoY), nhờ sản lượng nước tăng trưởng vượt bậc đạt 200.01 triệu m³ (+9% YoY) và hoàn thành 104% kế hoạch đề ra. Ngược lại, do chậm trễ phê duyệt khung giá xử lý nước và chất thải của UBND tỉnh Bình Dương mà kết quả kinh doanh 2 mảng này suy giảm và kéo lùi tăng trưởng chung của Biwase. Hiện tại, mảng xử lý nước thải chưa ghi nhận doanh thu là 146.43 tỷ VND (+212% YoY).

Hoàn thành giai đoạn 2 nhà máy xử lý rác thải Nam Bình Dương và hoàn thiện thủ tục M&A nhà máy nước Tân Hiệp dự kiến trong Q1/2025.

Trong Q4/2024, Biwase đã chính thức hoàn tất thương vụ mua lại cổ phần tại Công ty cổ phần Đầu tư Nước Tân Hiệp với tỷ lệ sở hữu là 43%, đây là doanh nghiệp sở hữu nhà máy nước Tân Hiệp với công suất 300.000 m³/ngày đêm tại TP.HCM. Nhà máy nước hiện đáp ứng nhu cầu nước rất lớn cho các hộ dân hộ sản xuất khu vực phía Tây Thành phố Hồ Chí Minh, nhờ đó bắt đầu ghi nhận doanh thu đóng góp cho Biwase ngay từ năm 2025. Ngoài ra, Biwase cũng đã đưa vào vận hành nhà máy xử lý rác thải 2,520 tấn rác/ngày đồng thời phát điện 5MW, tăng cường khả năng xử lý rác thải khu vực Bình Dương.

Bảng 3. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Q4/2023	Q4/2024	+/-%YoY	2023	2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	1,128	1,191	6%	3,526	3,959	12%	
Cung cấp nước	623	666	7%	2,321	2,611	13%	
Xử lý chất thải rắn	321	278	-13%	711	660	-7%	
Xử lý nước thải	8	0	-97%	72	1	-99%	Đến 31/12/2024, doanh thu chưa ghi nhận 146,43 tỷ đồng từ lĩnh vực xử lý nước thải.
Khác	177	246	39%	422	687	63%	
Sản lượng cung cấp nước (triệu m ³)	47	51	9%	184	200	9%	Số sản phẩm của các ngành thâm dụng nước tăng: quần áo (+8%), giày thể thao (+42%), sữa (+7%), nước uống (+7%).
Lợi nhuận gộp	482	495	3%	1,564	1,693	8%	
Cung cấp nước	335	386	15%	1,298	1,502	16%	
Xử lý chất thải rắn	69	46	-33%	111	65	-42%	Chi phí tăng cao đến từ việc tính khấu hao giai đoạn 2 của khu liên hợp Nam Bình Dương.
Xử lý nước thải	0	0	-20%	11	-2	-117%	
Khác	78	64	-18%	145	128	-11%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>43%</i>	<i>42%</i>	<i>-1 ppts</i>	<i>44%</i>	<i>43%</i>	<i>-2 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	19	16	-19%	126	132	4%	
Chi phí tài chính	-174	-193	11%	-394	-494	25%	Chi phí tài chính tăng mạnh do chênh lệch tỷ giá đánh giá lại số dư cuối năm tăng 79 tỷ VND.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	22	26	17%	39	44	11%	
SG&A	-177	-175	-1%	-582	-644	10%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	170	169	-1%	750	731	-3%	
Thu nhập khác	3	3	n/a	9	10	n/a	
Lợi nhuận trước thuế	172	172	0%	759	741	-2%	
Lợi nhuận sau thuế	151	153	2%	679	664	-2%	
LNST công ty mẹ	145	145	0%	672	642	-4%	
<i>Biên LNST</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>-1 ppts</i>	<i>19%</i>	<i>17%</i>	<i>-2 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

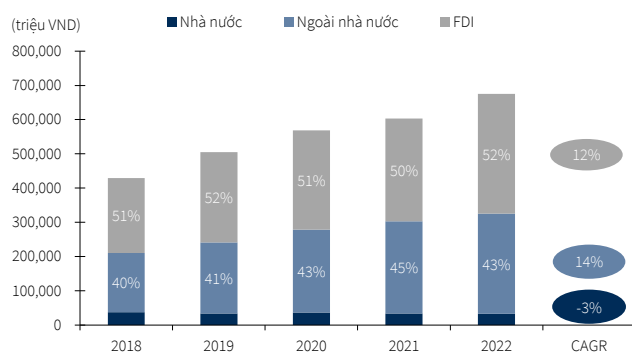
Luận điểm đầu tư

Bình Dương tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất công nghiệp

1. Vị thế dẫn đầu trong mảng dịch vụ môi trường tại khu vực Bình Dương đem về dòng tiền ổn định cho Biwase

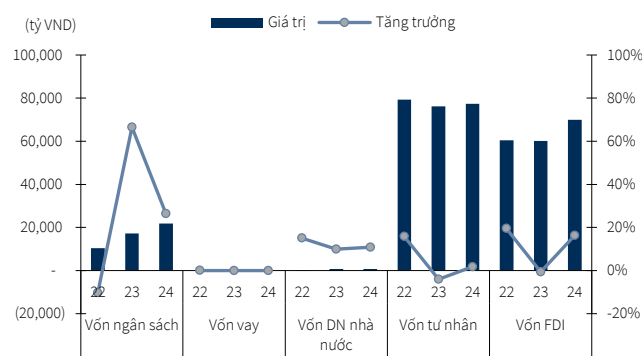
Trong năm 2024, Bình Dương ghi nhận tăng trưởng về giá trị tổng sản phẩm địa phương (GRDP) đạt 8%. Trong đó, nhóm doanh nghiệp công nghiệp và xây dựng chiếm tỷ trọng đóng góp lớn nhất (65%), tăng trưởng 7.7% YoY (Biểu đồ 4 và 5). Nhờ định hướng tập trung phát triển hạ tầng nhằm thu hút dòng vốn đầu tư FDI, Bình Dương tiếp tục giữ được vị trí thứ 2 về thu hút vốn đầu tư trong năm 2024, với gần 70,000 tỷ VND (+13.5% YoY). Chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng đầu tư vào Bình Dương sẽ chậm lại, song vẫn duy trì tăng trưởng 1 con số đến năm 2030 nhờ: i) Việt Nam tích cực tham gia vào các hiệp định thương mại giúp môi trường giao thương sôi động, tạo điều kiện thu hút các doanh nghiệp FDI; ii) Chính sách thuế quan hỗ trợ của Chính phủ Việt Nam giúp các mặt hàng sản xuất tại Việt Nam gia tăng sức cạnh tranh, qua đó hỗ trợ hoạt động các doanh nghiệp FDI. Nhờ đó, tiêu thụ nước phục vụ hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ tiếp tục tăng trưởng, dự kiến ở mức 3% đến năm 2035.

Biểu đồ 4. Cơ cấu kinh tế theo khu vực tỉnh Bình Dương



Nguồn: Cục thống kê Bình Dương, KBSV

Biểu đồ 5. Giá trị vốn FDI vào tỉnh Bình Dương 2022-2024



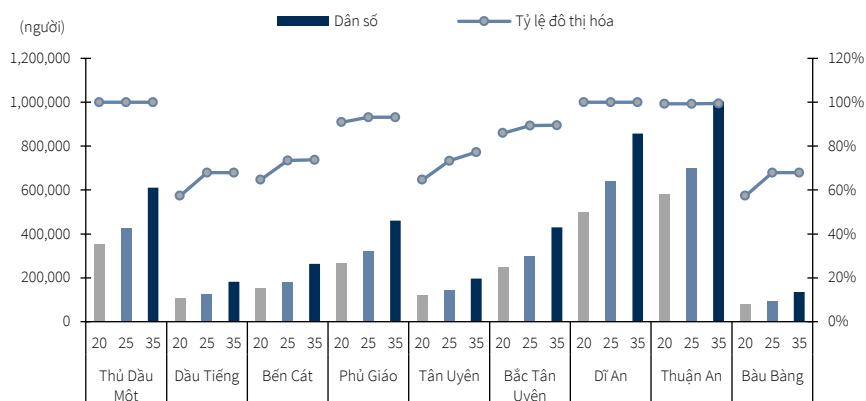
Nguồn: Cục thống kê Bình Dương, KBSV

Nhu cầu tiêu thụ nước sạch gia tăng đến từ tăng trưởng dân số và tỷ lệ lấp đầy khu công nghiệp tạo điều kiện thuận lợi cho BWE

Việc phát triển kinh tế và dân cư nhanh chóng của Bình Dương đã tạo ra nhu cầu nước sạch trên địa bàn rất lớn. Theo Cục thống kê tỉnh Bình Dương, từ 2010-2020, tăng trưởng dân số tỉnh Bình Dương đạt 4.7% và diện tích khu công nghiệp nhanh chóng lấp đầy trên mức 80% đã hỗ trợ cho tiêu thụ nước sạch trên địa bàn gia tăng nhanh chóng, đạt CAGR 8%/năm. Nguồn nước ngầm vốn được khai thác để sử dụng mục đích sinh hoạt, tuy nhiên hạn chế về trữ lượng nhỏ, khiến loại hình này không còn phù hợp để cung cấp cho nhu cầu nước sạch gia tăng. Ngoài ra, chất lượng nguồn nước cũng được tỉnh Bình Dương đặt mục tiêu đến năm 2030 đảm bảo 100% cho mục đích sinh hoạt, do đó tạo điều kiện cho các nhà máy cung cấp nước mặt sở hữu công nghệ hiện đại được đầu tư xây dựng. Với vị thế là 1 trong 2 doanh nghiệp duy nhất (bên cạnh CTCP Nước Thủ Dầu Một – công ty mẹ của Biwase) trên địa bàn tỉnh Bình Dương trong lĩnh vực cung cấp nước, chúng tôi cho rằng mảng cung cấp nước của Biwase sẽ hưởng lợi trọn vẹn từ tốc độ gia tăng nhu cầu nước sạch phục vụ sản xuất kinh doanh và sinh hoạt tại khu vực.

Nhờ những cải thiện trong đời sống người dân, tiêu chuẩn cấp nước cho khu vực dân thành thị và nông thôn đã có sự điều chỉnh tăng từ mức 90-135 lít/người/ngày.đêm lên mức 100-150 lít/người/ngày.đêm. Dân số duy trì tăng trưởng và tốc độ đô thị hóa diễn ra nhanh chóng là động lực cho tăng trưởng tiêu thụ nước sạch khu vực dân cư sinh hoạt đạt trung bình 5% đến năm 2035.

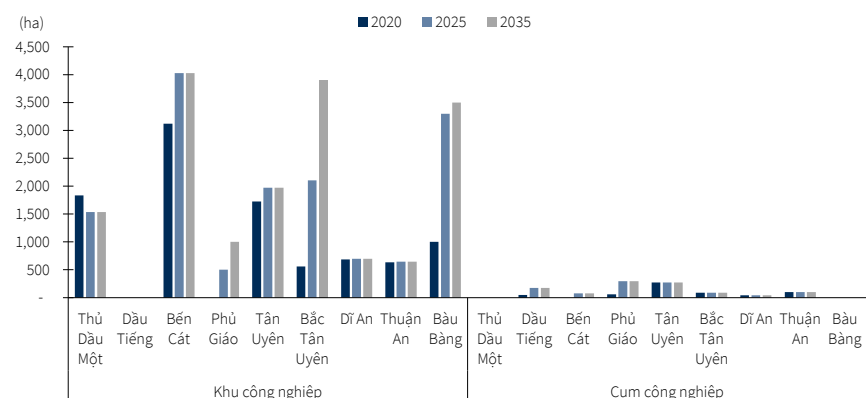
Biểu đồ 6. Dân số tỉnh Bình Dương và tỷ lệ đô thị hóa đến năm 2020-2035



Nguồn: Quy hoạch cấp nước mặt tỉnh Bình Dương 2015-2025 và tầm nhìn 2035, KBSV tổng hợp

Căn cứ theo Quyết định số 1251/QĐ-TTg, tiêu chuẩn tính toán nhu cầu sử dụng nước cho Công nghiệp là 22-45 m³/ha/ngày.đêm. Diện tích đất khu công nghiệp được mở rộng và lấp đầy nhanh chóng là lợi thế giúp Bình Dương duy trì tăng trưởng tiêu thụ nước phục vụ sản xuất ở mức 3% đến năm 2035.

Biểu đồ 7. Diện tích khu công nghiệp và cụm công nghiệp tỉnh Bình Dương

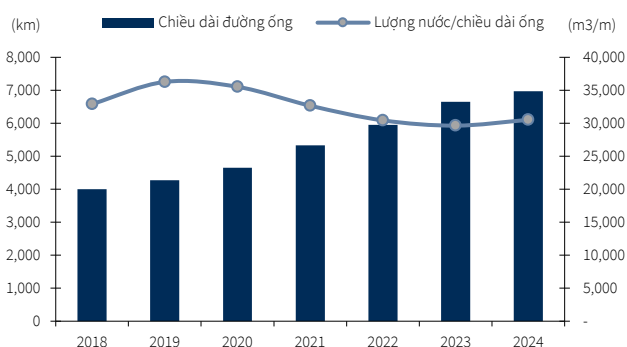


Nguồn: Quy hoạch cấp nước mặt tỉnh Bình Dương 2015-2025 và tầm nhìn 2035, KBSV tổng hợp

Lợi thế cạnh tranh từ hoàn thiện chuỗi giá trị giúp Biwase tối ưu hoạt động kinh doanh

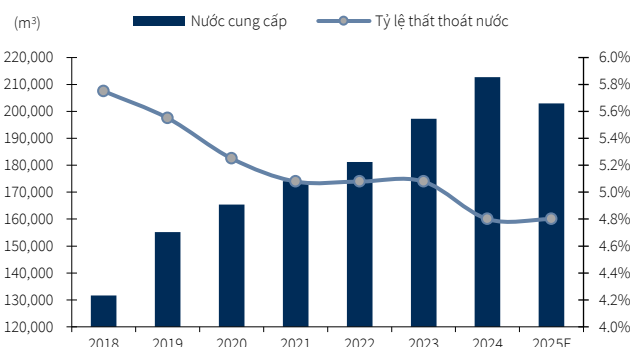
Biwase hiện đang sở hữu các nhà máy khai thác nước mặt với công suất gần 1 triệu m³/ngày, cùng với hệ thống đường ống phân phối nước được đầu tư đồng bộ với hạ tầng, giúp đưa nước trực tiếp tới người tiêu dùng. Việc đồng thời sở hữu nhà máy nước và hệ thống phân phối là lợi thế cạnh tranh tuyệt đối của doanh nghiệp khi nước sạch là sản phẩm đầu ra của nhà máy sẽ được phân phối trực tiếp tới người tiêu dùng và không có khó khăn cạnh tranh với các nhà cung cấp khác. Lợi thế tự vận hành và quản lý hệ thống phân phối nước cũng cho phép Biwase giảm thiểu tỷ lệ thất thoát nước, tương đương với tỷ lệ của các nước phát triển trên thế giới vào khoảng 5% (Biểu đồ 9). Nhờ những lợi thế kể trên, chúng tôi cho rằng Biwase sẽ có thể duy trì được tỷ lệ thất thoát nước ở mức thấp, đồng thời tiếp tục mở rộng hạ tầng phân phối nước trên địa bàn tỉnh trong tương lai.

Biểu đồ 8. Tăng trưởng đường ống dẫn nước của Biwase và tỷ lệ nước cung cấp/chiều dài ống



Nguồn: Biwase, KBSV

Biểu đồ 9. Sản lượng nước và tỷ lệ thất thoát nước của Biwase



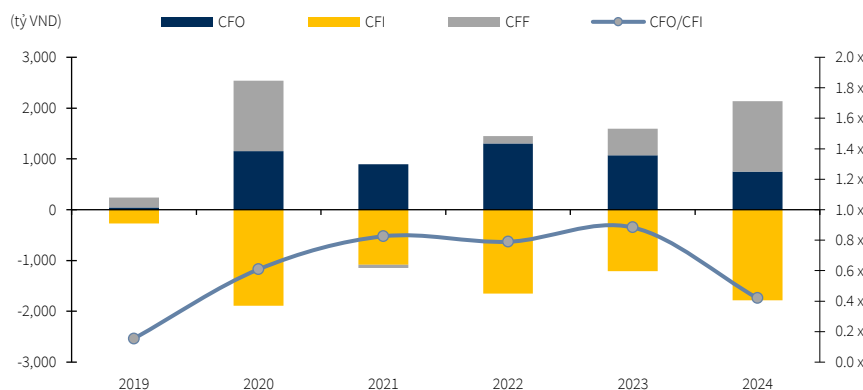
Nguồn: Biwase, KBSV

Mạng kinh doanh duy trì ổn định sẽ hỗ trợ hoạt động mở rộng đầu tư và thanh toán nghĩa vụ tài chính

Giai đoạn 2020-2024, tình hình tài chính của Biwase tiếp tục duy trì mức tốt với tỷ lệ bao phủ lãi vay (EBIT/Lãi vay) mức 3-5 lần, cùng với dòng tiền kinh doanh (CFO) trung bình 5 năm đạt 800-1,500 tỷ VND. Tuy nhiên, môi trường tỷ giá tăng cao trong năm 2024 khiến Biwase phát sinh chi phí trích lập dự phòng tỷ giá, đạt 115 tỷ VND (+219% YoY). Trong tương lai, kế hoạch đầu tư mở rộng của doanh nghiệp sang các thị trường mới sẽ yêu cầu nhu cầu sử dụng vốn và làm tăng đòn bẩy tài chính của doanh nghiệp, song chúng tôi cho rằng Biwase sẽ có thể duy trì sức khỏe tài chính lành mạnh và bảo đảm khả năng thanh toán nhờ:

- i) Quy mô và thị phần cung cấp nước dẫn đầu tại tỉnh Bình Dương cho phép Biwase dễ dàng tiếp cận nguồn vốn dồi dào của các tổ chức lớn như Ngân hàng thế giới (WB), Ngân hàng phát triển Châu Á (ADB) với lãi suất thấp 3-5%;
- ii) Khả năng dễ dàng tiếp cận đa dạng nguồn vốn cho phép Biwase tối ưu chi phí tài chính và phòng ngừa rủi ro tỷ giá. Trong 2024, BWE đã tích cực thanh toán các khoản vay ngoại tệ, giảm 180 tỷ VND so với năm 2023; đồng thời huy động 700 tỷ VND trái phiếu lãi suất 5.5% đáo hạn trong vòng 10 năm nhằm đầu tư dự án nhà máy nước Nhị Thành – Giai đoạn 3. Yếu tố giúp chi phí huy động của lô trái phiếu trên cạnh tranh là nhờ được sự bảo lãnh của Quỹ Đầu tư và Bảo lãnh Tín Dụng (CGIF), một quỹ tín thác của Ngân hàng Phát triển Châu Á được đánh giá cao về lợi thế vốn và khả năng quản trị tài chính thận trọng.

Biểu đồ 10. Dòng tiền hoạt động kinh doanh và đầu tư của Biwase



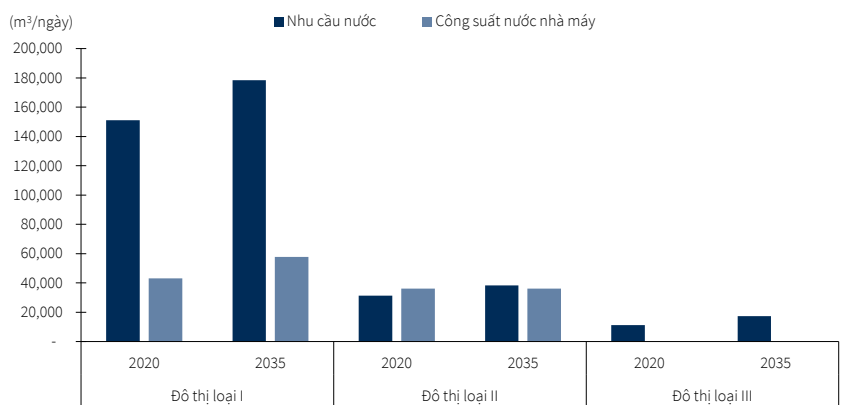
Nguồn: Biwase, KBSV

Long An: Xu thế chuyển dịch tất yếu nhu cầu sang nguồn nước mặt sẽ tạo dư địa tăng trưởng tiềm năng cho Biwase

2. Chiến lược M&A các công ty cùng ngành sẽ đóng góp vào đà tăng trưởng trong trung hạn, trong khi các dự án xử lý môi trường là phép thử cho tăng trưởng dài hạn

Tăng trưởng tiêu thụ nước tỉnh Long An trong các năm qua luôn giữ ở mức 2 chữ số, được thúc đẩy từ dòng vốn đầu tư FDI ngày một mạnh mẽ và tốc độ tăng trưởng dân số ở mức cao trong bối cảnh đô thị hóa diễn ra. Theo đề án cấp nước mặt tỉnh Long An, tăng trưởng nhu cầu dùng nước cho khu vực đô thị, nông thôn và công nghiệp giai đoạn 2020-2030 lần lượt là 8.7%/-1.3%/3% (Biểu đồ 11). Nguồn nước ngầm dù còn tiềm năng khai thác lên tới 1 triệu m³/ngày, song chất lượng nước không đạt chuẩn khiến việc chuyển sang nguồn nước mặt là xu hướng tất yếu. Là một trong 4 nhà máy khai thác nước mặt có công suất xử lý nước lớn nhất Long An đến năm 2030 theo quy hoạch, nhà máy nước Nhị Thành 2 sẽ phân phối nước mặt khu vực đô thị loại II và 1 phần loại I của Long An, qua đó giúp Biwase gia tăng sản lượng cung cấp nước sạch tại khu vực. Chúng tôi dự báo sản lượng cấp nước của BWE tại Long An sẽ đạt mức 37 triệu m³ nước đến năm 2030 (CAGR 15%) nhờ: i) Nhà máy nước Nhị Thành 2 hoàn thành mở rộng công suất lên 120,000 m³/ngày đêm trong năm 2025 và dự kiến sẽ tiếp tục nâng lên 300,000 m³/ngày đêm đến năm 2030 giúp BWE củng cố thị phần, ii) Tỷ lệ nắm giữ chi phối cổ phần tại Biwase Long An và 38% tại CTCP Cấp thoát nước Long An (đơn vị chính hiện đang phân phối nước tại các địa bàn tỉnh Long An) tạo điều kiện thuận lợi cho BWE tìm đầu ra cho sản phẩm nước sạch.

Biểu đồ 11. Nhu cầu và công suất cấp nước của Long An đến năm 2035



Nguồn: Đề án cấp nước mặt tỉnh Long An 2020-2030 tầm nhìn 2050, KBSV tổng hợp

Thành phố Hồ Chí Minh: Nhà máy nước tại khu vực đông dân cư cho phép doanh thu BWE cải thiện ngay trong 2025

Trong năm 2024, Biwase đã thành công mua lại cổ phần CTCP Nước Tân Hiệp, với giá trị khoảng 800 tỷ VND cho 43% cổ phần, trở thành khoản đầu tư công ty liên kết lớn nhất Biwase từng thực hiện. Công ty qua đó sở hữu tỷ lệ lợi ích tại nhà máy nước Tân Hiệp có công suất 300,000 m³/ngày đêm, cung cấp nước sạch cho các quận, huyện phía Tây Thành phố Hồ Chí Minh. Đây được xem là thị trường tiềm năng cho tăng trưởng tiêu thụ nước nhờ dân số đông và các hoạt động sản xuất diễn ra sôi động, dự kiến công suất nhà máy sẽ dần được lấp đầy đến năm 2030 với sản lượng nước tăng trưởng hàng năm đạt 4.7% (theo Đề án phát triển hệ thống cấp nước TPHCM đến năm 2030). Công ty sẽ bắt đầu trả cổ tức cho Biwase trong năm 2025 ước tính đem về doanh thu từ công ty liên kết khoảng 37 tỷ VND.

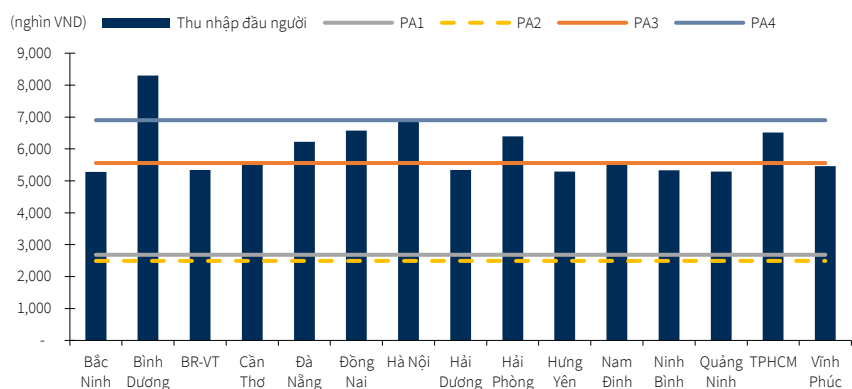
Đến năm 2050, báo cáo phát triển hệ thống cấp nước thành phố cũng dự báo nhu cầu công suất cấp nước sẽ đạt 6.1 triệu m³/ngày đến năm 2050, tăng trưởng kép 2.67% so với mức 3.6 triệu m³/ngày năm 2030. CTCP Nước Tân Hiệp sẽ hưởng lợi nhờ nhà máy có khả năng mở rộng công suất nhằm đáp ứng xu hướng tăng tiêu dùng nước trong dài hạn của khu vực.

Xu hướng tăng chi tiêu cho môi trường của doanh nghiệp và người dân là cơ hội cho các dự án xử lý nước và chất thải tân tiến được xây dựng và sử dụng trong tương lai

Chiếm phần lớn trong nước và rác thải là thành phần chất hữu cơ, chúng cần được xử lý đúng cách để bảo đảm vệ sinh môi trường xung quanh khu vực xử lý. Theo thống kê của Worldbank, chi phí xử lý rác thải của phương thức chôn lấp là thấp nhất, giao động từ 32-37 USD/tấn chất thải (thấp hơn mức 66-77 USD/tấn chất thải của phương pháp tái chế phân compost và 87-98 USD/tấn chất thải của phương pháp đốt rác thành năng lượng), song cũng đem lại rủi ro lớn tới ô nhiễm nguồn nước ngầm và nguy cơ bùng phát dịch bệnh. Chúng tôi cho rằng Bình Dương sẽ định hướng phát triển hạ tầng lĩnh vực xử lý chất thải trong tương lai nhờ: i) Tiêu chuẩn phát triển bền vững được sử dụng rộng rãi trong khối doanh nghiệp sẽ bảo đảm khối lượng rác thải xử lý trong tương lai của các dự án, ii) Tiềm năng tăng trưởng giá dịch vụ xử lý rác thải nhờ chi tiêu đầu người ở mức cao (Biểu đồ 12).

Là đơn vị duy nhất được UBND tỉnh Bình Dương giao nhiệm vụ thu gom và xử lý các chất thải, Biwase đã đưa vào vận hành khu liên hợp xử lý rác thải Nam Bình Dương từ năm 2005 và hiện hoàn thành nâng công suất xử lý chất thải lên gần 7,000 tấn/ngày, đáp ứng hiệu quả nhu cầu xử lý chất thải trên địa bàn đến năm 2030. Chúng tôi cho rằng dự án sẽ sớm lấp đầy công suất đến năm 2030, cho phép nâng tổng doanh thu lên 930 tỷ VND vào năm 2030 (CAGR 6%) và đem về lợi nhuận gộp khoảng 75-80 tỷ VND (biên lợi nhuận gộp 8-9%).

Biểu đồ 12. Mức thu nhập đầu người hàng tháng của các tỉnh so với mục tiêu đáp ứng khả năng chi trả cho dịch vụ xử lý môi trường tân tiến hơn (giá định chi phí môi trường chiếm 1-1.5% thu nhập người dân)



PA1: Chôn chất thải rắn cơ bản; PA2: Giảm chất thải, tăng tái chế và chôn lấp; PA3: Compost hóa rác thải; PA4: Đốt rác phát điện
 Nguồn: Worldbank, GSO, KBSV tổng hợp

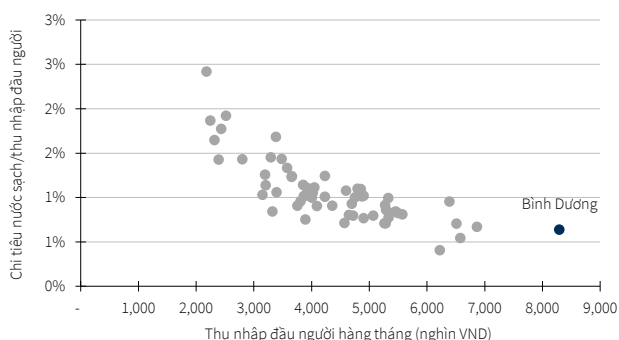
3. Tiềm năng tăng trưởng doanh thu trong tương lai nhờ điều chỉnh tăng giá bán lẻ nước công bố hàng năm

Giá nước sạch dự kiến được phê duyệt tăng 3% vào 2H.25

Đầu năm 2025, Biwase thông báo đã hoàn thiện và trình chính quyền tỉnh Bình Dương phê duyệt việc điều chỉnh tăng giá các sản phẩm và dịch vụ cung cấp gồm nước sạch, rác thải và đơn giá xử lý nước thải. Chúng tôi dự kiến mức giá bán lẻ nước sạch mới tại Bình Dương sẽ được phê duyệt vào 2H.25, điều chỉnh tăng 3% so với giá bán lẻ hiện tại (thấp hơn so với mức 5% dự kiến của Ban Lãnh đạo nhằm phản ánh thận trọng tác động tăng giá nước lên KQKD của doanh nghiệp). Theo đó, động lực giúp giá nước sạch tiếp tục được điều chỉnh tăng trong tương lai gồm:

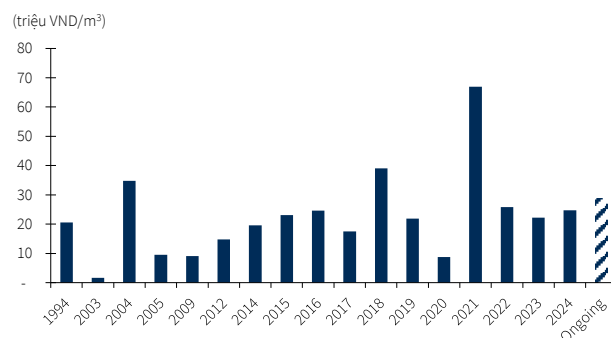
- **Chi tiêu cho nước sạch tỉnh Bình Dương ở mức thấp so với thu nhập đầu người:** Bình Dương đang đi đầu thu nhập đầu người cả nước (cao hơn 1.7 lần so với trung bình cả nước và 21% so với thành phố đứng thứ 2 là Hà Nội) và dự kiến sẽ tiếp tục tăng ổn định ở mức 3% nhờ môi trường thuận lợi thúc đẩy tăng trưởng kinh tế. Tỷ lệ chi tiêu cho nước sạch trên thu nhập đầu người vẫn ở mức thấp, đạt 0.63% (thấp hơn đáng kể so với mức 1.03% trung bình cả nước và chỉ cao hơn Đà Nẵng và Đồng Nai trong những tỉnh có thu nhập đầu người cao nhất) sẽ là dư địa cho Biwase thành công được điều chỉnh tăng giá nước trong tương lai (Biểu đồ 13).
- **Chi phí đầu tư, mở rộng nhà máy và đường ống gia tăng là động lực để giá nước điều chỉnh:** Giai đoạn 2003-2009, chi phí đầu tư trung bình cho mỗi mét khối tại các nhà máy xử lý nước vào khoảng 14 triệu VND/m³. Tuy nhiên, con số này đã tăng lên 21-25 triệu VND/m³ trong giai đoạn 2012-2024 và sẽ tiếp tục tăng lên mức 29 triệu VND/m³ đối với các dự án có kế hoạch triển khai trong tương lai do chi phí nguyên vật liệu gia tăng và các quy định ngày càng nghiêm ngặt về môi trường buộc các nhà máy sử dụng nguồn nước mặt sông hồ có vị trí cách xa nhà máy xử lý nước và hệ tiêu thụ (Biểu đồ 14). Với việc Biwase đang có kế hoạch cải tạo một số nhà máy nước như dự án nâng công suất lên 300,000 m³ của nhà máy nước Nhị Thành – Long An, điều chỉnh tăng giá nước bán lẻ là cần thiết để bù đắp chi phí sản xuất gia tăng và bảo đảm hoạt động vận hành - bảo trì.

Biểu đồ 13. Chi tiêu nước sạch/thu nhập đầu người ở mức thấp



Nguồn: GSO, KBSV tổng hợp

Biểu đồ 14. Chi phí đầu tư đường ống có xu hướng tăng



Nguồn: KBSV tổng hợp từ 61 nhà máy nước xây dựng năm 1994-2024

Dự phóng KQKD & Định giá

Bảng 15. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2024	2025F	+/-%YoY	2026F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	3,958	4,300	9%	4,638	8%	
Cung cấp nước	2,611	2,842	9%	3,096	9%	Ước tính giá bán tại Bình Dương điều chỉnh tăng 3% từ 2H.25 và điều chỉnh tăng giá bán nước Long An từ cuối 2024 có tác động.
Xử lý chất thải rắn	660	693	5%	729	5%	
Xử lý nước thải	1	77	11,889%	126	63%	
Khác	687	687	0%	687	0%	
Sản lượng	213	225	6%	239	6%	Sản lượng nước tại địa bàn Bình Dương tăng trung bình 5-7% nhờ mở rộng tệp đường ống và tăng tiêu thụ khách hàng. Sản lượng bán nước của khu vực Long An tăng 15%.
Lợi nhuận gộp	1,691	1,924	14%	2,144	11%	
Cung cấp nước	1,501	1,657	10%	1,829	10%	
Xử lý chất thải rắn	65	67	3%	68	3%	
Xử lý nước thải	-2	72	<i>n.a</i>	118	64%	Mảng xử lý nước thải có lợi nhuận gộp dương nhờ điều chỉnh tăng giá xử lý nước được phê duyệt.
Khác	128	128	0%	128	0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>43%</i>	<i>45%</i>	<i>2 ppts</i>	<i>46%</i>	<i>1 ppts</i>	
Thu nhập tài chính	132	151	15%	173	15%	
Chi phí tài chính	-494	-504	2%	-456	-10%	2026: Chi phí tài chính giảm do các khoản vay dài hạn được thanh toán.
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	44	89	104%	93	5%	Tăng đóng góp lợi nhuận từ khoản đầu tư vào CTCP Nước Tân Hiệp ở cuối 2024.
SG&A	-644	-702	9%	-757	8%	
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	741	994	34%	1,234	24%	
Thu nhập khác	-37	-36	-3%	-36	0%	
Lợi nhuận trước thuế	741	994	34%	1,234	24%	
Lợi nhuận sau thuế	664	890	34%	1,104	24%	
LNST công ty mẹ	664	890	34%	1,104	24%	
<i>Biên LNST</i>	<i>17%</i>	<i>21%</i>	<i>4 ppts</i>	<i>24%</i>	<i>3 ppts</i>	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Khuyến nghị MUA với BWE, giá mục tiêu 50,500 VND/cổ phiếu

Sau khi đi ngang và tích lũy trong vùng 44,000 – 46,000 VND/cổ phiếu từ tháng 12/2024, giá cổ phiếu đã có nhịp điều chỉnh xuống vùng 43,000 để phản ánh những thông tin về việc chậm trễ điều chỉnh tăng giá nước. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng với kỳ vọng giá nước sẽ được điều chỉnh trong 2H.25 và triển vọng dài hạn của doanh nghiệp trong mảng cấp nước, vùng giá này là phù hợp cho việc gia tăng tỷ trọng và tiếp tục giải ngân khi cổ phiếu về mức hỗ trợ 42,300 VND.

Kết hợp 2 phương pháp định giá FCF và EV/EBITDA, KBSV khuyến nghị MUA với BWE, giá mục tiêu 50,500 VND/cổ phiếu, tương với mức lợi suất kỳ vọng 16% so với giá đóng cửa ngày 17/03/2025. Mức EV/EBITDA mục tiêu cho việc định giá doanh nghiệp là 7.3 lần, tương ứng với mức thấp hơn 1 lần độ lệch chuẩn trung bình 5 năm của doanh nghiệp để phản ánh mục tiêu tăng giá bán thấp hơn so với kỳ vọng của doanh nghiệp. Tương ứng, ROE 2025 của Biwase sẽ được cải

thiện lên mức 14% trong kịch bản chính sách tăng giá nước được thực hiện kể từ 2H.25 và triển vọng gia tăng tiêu thụ nước tại Bình Dương và Long An diễn ra theo dự kiến.

Biểu đồ 16. Dự báo chiết khấu dòng tiền FCFF của BWE

(tỷ VND)	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lợi nhuận ròng	890	1,104	1,297	1,495	1,717	1,975
(+) Khấu hao	565	524	487	456	429	405
(+) Lãi vay x (1-t)	392	355	344	338	321	294
(-) Thay đổi vốn lưu động	724	77	85	92	101	110
(-) CAPEX	-540	-540	-540	-540	-540	-540
FCFF	1,881	1,193	1,294	1,406	1,532	1,675
Giá trị hiện tại FCFF	1,745	1,011	1,001	897	880	867
Tổng giá trị dòng tiền hiện tại						6,403
Giá trị hiện tại dòng tiền cuối cùng						8,356
Giá trị doanh nghiệp						14,759
(+) Tiền và tương đương tiền						1,568
(+) Giá trị đầu tư cty liên kết & tài chính						1,590
(-) Nợ ròng và lợi ích CĐTS						7,018
Giá trị VCSH						10,898
Giá trị/cổ phiếu						49,553

Nguồn: KBSV

Bảng 17. Giả định phương pháp FCFF

Tiêu chí	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.7%
Beta	1.05
Phần bù vốn cổ phần	7.8%
Thời gian dự phóng	5
Chi phí vốn bình quân	9.5%
EV/EBITDA mục tiêu	6.0
Tăng trưởng dài hạn	1.6%

Nguồn: KBSV

Bảng 18. Định giá EV/EBITDA

(tỷ VND)	Giá trị
EBITDA 2025F	2,063
EV/EBITDA mục tiêu	7.3
Tổng giá trị	15,060
(+) Tiền & Đầu tư ngắn hạn	1,568
(+) Đầu tư tài chính	1,600
(-) Vay nợ ròng	-6,819
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-200
Giá trị VCSH	11,210
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	219.93
Giá trị cổ phiếu (VND)	50,971

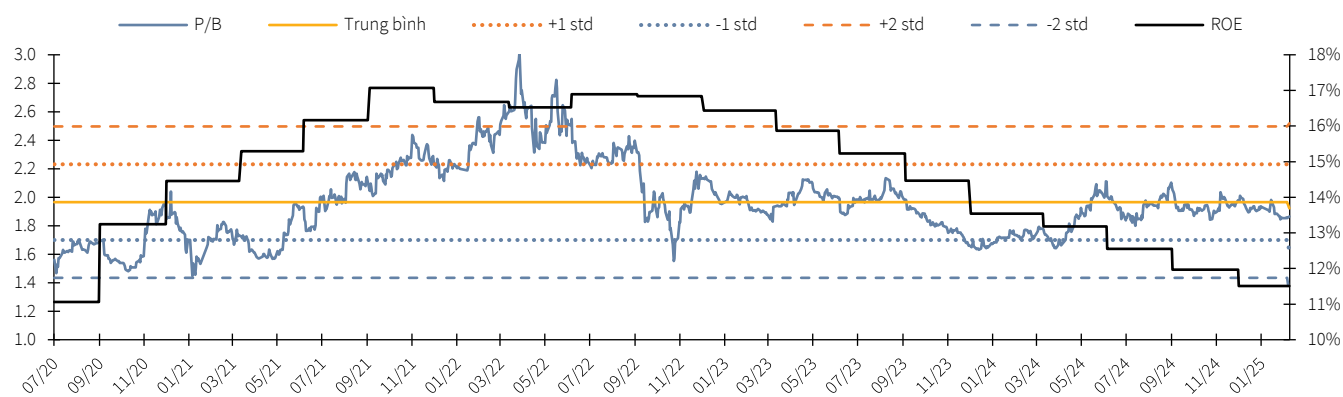
Nguồn: KBSV

Bảng 19. Tổng hợp định giá BWE

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCF	49,553	50%	24,776
EV/EBITDA (7.3x)	50,971	50%	25,485
Giá mục tiêu (làm tròn)			50,500
Giá hiện tại (17/03/2025)			43,700
Upside			15.6%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 18. Diễn biến P/B và ROE của BWE



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Rủi ro

Rủi ro về chậm trễ điều chỉnh tăng giá nước sạch ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh

Dù mục tiêu tăng giá nước 5%/năm được Biwase đặt ra cho giai đoạn 2025-2028, song việc không tăng giá nước trong liên tục 2 năm 2023 và 2024 cho thấy rủi ro chậm trễ và ảnh hưởng tiêu cực tới KQKD và khả năng thanh toán nợ vay của doanh nghiệp. Thực tế, việc tăng giá nước cần tuân theo quy trình phê duyệt của cơ quan chức năng cấp tỉnh. Do thay đổi trong quy trình phê duyệt, doanh nghiệp cần nhiều thời gian hơn để hoàn tất thủ tục giấy tờ để trình lên cơ quan có thẩm quyền cấp tỉnh. Về mặt tích cực, việc Biwase thông báo hoàn thành hồ sơ và gửi đề xuất tới UBND cho thấy việc tăng giá nước khả năng cao sẽ sớm được công bố. KBSV thận trọng đưa ra mức tăng giá nước trung bình 3%, thay vì mức 5% như doanh nghiệp công bố.

Rủi ro về thiên tai và xâm nhập mặn khiến tốc độ chuyển đổi từ nước ngầm sang nước mặt không như dự kiến

Tại Long An, nguồn nước mặt thường xuyên bị nhiễm mặn, đòi hỏi chi phí cao trong việc xử lý bằng các biện pháp xây kênh chống ngập mặn từ đầu nguồn lấy nước. Điều này khiến chi phí nước mặt cao hơn so với chi phí khai thác và xử lý nước ngầm, do đó thường được ít hộ dân ưa chuộng hơn. Tuy nhiên, tiềm năng khai thác nước mặt tại Long An còn rất lớn khi mà tốc độ đô thị hóa sẽ cải thiện mức sống của người dân và gia tăng nhu cầu nguồn nước đảm bảo chất lượng.

Biwase (BWE) – Bảng tóm tắt KQKD & Dự phóng 2023A-2026F

Báo cáo Kết quả HDKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F	(Tỷ VND)	2023	2024	2025F	2026F
(Báo cáo chuẩn)					(Báo cáo chuẩn)				
Doanh số thuần	3,526	3,959	4,300	4,638	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	12,122	14,201	14,741	15,332
Giá vốn hàng bán	1,962	2,266	2,376	2,494	TÀI SẢN NGẮN HẠN	2,706	4,473	4,313	4,885
Lãi gộp	1,564	1,693	1,924	2,144	Tiền và tương đương tiền	655	1,007	1,334	1,607
Thu nhập tài chính	126	132	151	173	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	265	405	600	750
Chi phí tài chính	395	494	504	456	Các khoản phải thu	781	1,730	1,178	1,271
Trong đó: Chi phí lãi vay	344	329	439	397	Hàng tồn kho, ròng	923	1,215	1,120	1,175
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	43	44	89	93	TÀI SẢN DÀI HẠN	9,416	9,728	10,428	10,448
Chi phí bán hàng	370	382	416	448	Phải thu dài hạn	952	1,078	952	952
Chi phí quản lý doanh nghiệp	214	261	286	309	Tài sản cố định	4,538	4,965	4,665	4,377
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	980	1,050	1,222	1,387	Tài sản dở dang dài hạn	1,395	983	1,297	1,605
Thu nhập khác	43	47	47	47	Đầu tư dài hạn	2,089	2,278	3,072	3,072
Chi phí khác	-36	-37	-36	-36	Lợi thế thương mại	262	235	262	262
Thu nhập khác, ròng	7	10	10	10	NỢ PHẢI TRẢ	7,158	8,685	8,525	8,408
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	2,385	3,397	2,439	2,510
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	762	741	994	1,234	Phải trả người bán	453	363	440	512
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	80	77	104	130	Người mua trả tiền trước	120	241	241	241
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	682	664	890	1,104	Vay ngắn hạn	1,433	2,463	1,420	1,420
Lợi ích của cổ đông thiểu số	8	22	30	37	Nợ dài hạn	4,773	5,288	6,086	5,898
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	674	642	860	1,067	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	776	808	830	808
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động	2023	2024	2025F	2026F	Vay dài hạn	3,997	4,480	5,257	5,090
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44.3%	42.8%	44.7%	46.2%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	4,964	5,516	6,216	6,924
Tỷ suất EBITDA	43.3%	42.6%	41.6%	41.2%	Vốn góp	1,929	2,199	2,199	2,199
Tỷ suất EBIT	27.8%	26.5%	28.4%	29.9%	Thặng dư vốn cổ phần	621	621	621	621
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	21.6%	18.7%	23.1%	26.6%	Lãi chưa phân phối	1,019	1,073	1,333	1,697
Tỷ suất lãi hoạt động KD	27.8%	26.5%	28.4%	29.9%	Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	1,233	1,446	1,862	2,177
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.1%	16.2%	20.0%	23.0%	Lợi ích cổ đông không kiểm soát	162	177	200	229
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F	Chỉ số chính				
(Tỷ VND)					(x, %, VND)				
Lãi trước thuế	762	741	994	1,234	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	546	636	565	524	P/E	16.9	20.3	15.1	11.7
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-160	-173	-240	-267	P/E pha loãng	16.9	20.3	15.1	11.7
Chi phí lãi vay	344	329	439	397	P/B	2.0	2.1	1.8	1.6
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,530	1,643	1,824	1,947	P/S	2.7	2.7	2.5	2.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-14	-88	552	-93	P/Tangible Book	2.0	2.1	1.8	1.6
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-202	-292	95	-56	P/Cash Flow	8.8	14.4	5.6	8.3
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	270	25	78	71	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.0	7.0	5.0	3.9
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-1	-25	0	0	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	14.7	16.1	13.4	11.2
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-511	-514	-628	-611					
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,070	748	1,920	1,259	Hiệu quả quản lý				
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-956	-642	-540	-540	ROE%	14	12	14	16
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	1	0	0	ROA%	6	5	6	7
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-160	-444	-947	-902	ROIC%	9	9	10	11
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	752	71	752	752	Cấu trúc tài chính				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-979	-894	-805	0	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.8	0.9
Tiền thu từ bán các khoản đầu tư và các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	0.8	0.8	1.3	1.4
Cổ tức và tiền lãi nhận được	130	124	240	267	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.1	1.3	1.8	1.9
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	-1,212	-1,784	-1,300	-423	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.8	0.8	0.8	0.7
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	75	0	0	0	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.4	0.3
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.3	0.4	0.2	0.2
Tiền thu được các khoản đi vay	3,289	5,285	4,190	3,770	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.2	0.1	0.1
Tiền trả các khoản đi vay	-2,585	-3,888	-4,332	-3,937	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Cổ tức đã trả	-256	-10	-297	-396	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.3	0.2	0.2
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	523	1,387	-439	-562	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	382	351	181	273	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.4	2.1	2.1	2.1
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	275	655	1,153	1,334	Hệ số quay vòng HTK	4.9	4.7	5.0	4.9
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	657	1,007	1,334	1,607	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	1.3	0.9	1.0	0.9

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Khối phân tích

research@kbsec.com.vn

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích

binhnx@kbsec.com.vn

Tài chính

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm

tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích

linhpp@kbsec.com.vn

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Đức Quân – Chuyên viên phân tích

quannnd@kbsec.com.vn

Nguyễn Hoàng Duy Anh – Chuyên viên phân tích

anhnhd@kbsec.com.vn

Bất động sản

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm

ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Trang – Chuyên viên phân tích

trangnt6@kbsec.com.vn

Công nghiệp & Vật liệu

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích

anhntn@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích

nguyennd1@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & chiến lược

anhhd@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích

tienss@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích

thuannd@kbsec.com.vn

Năng lượng, Tiện ích & Công nghệ

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích

hieupm@kbsec.com.vn

Nguyễn Việt Anh – Chuyên viên phân tích

anhnv3@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ

thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ

huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin, dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin, dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Khách hàng nên đọc lập cân nhắc hoàn cảnh, mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình. Chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung, chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.