BAOVIET Securities

Ngành Dịch vụ tiện ích

Báo cáo lần đầu

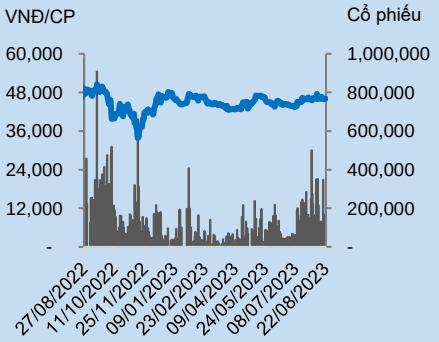
Tháng 8, 2023

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VNĐ/CP)	**53.400**
Giá thị trường (22/8/2023)	46.000
Lợi nhuận kỳ vọng	16,3%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	33.815-50.528
Vốn hóa	8.874 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	192.920.000
KLGD bình quân 10 ngày	195.527
% sở hữu nước ngoài	18,39%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.300
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,8%
Beta	0,19

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
BWE	-3,8%	0,3%	2,3%	3,6%
VNIndex	13,1%	-1,7%	9,8%	15,2%

Chuyên viên phân tích

Đỗ Long Khánh

(84 24) 3928.8080 ext 209

khanhdl@bvsc.com.vn

CTCP Nước - Môi trường Bình Dương

Mã giao dịch: BWE Reuters: BWE.HM Bloomberg: BWE VN Equity

Tiềm năng tăng trưởng từ hoạt động M&A

Hưởng lợi từ nhu cầu tiêu thụ nước tăng tại tỉnh Bình Dương. Với việc là doanh nghiệp duy nhất phân phối nước sạch tại Bình Dương, BWE sẽ hưởng trọn vẹn lượng nước tăng lên trong trung và dài hạn, với tốc độ tăng trưởng trung bình là 10%/năm nhờ vào: (1) sự gia tăng nhu cầu nước sản xuất tại các KCN do gia tăng FDI; (2) dân số tiếp tục tăng nhanh với tốc độ 3,7%/năm cho đến năm 2030; và (3) tỉ lệ đô thị hóa cao kéo theo lượng nước tiêu thụ tăng lên do đời sống được cải thiện.

Giá nước kì vọng sẽ tiếp tục tăng 4%/năm từ năm 2024. BWE đang hoàn thiện đề xuất tăng giá nước để trình cho cơ quan thẩm quyền tỉnh Bình Dương. Chúng tôi cho rằng giá nước tại Bình Dương có nhiều khả năng sẽ được tiếp tục điều chỉnh tăng để phù hợp hơn với tình hình kinh tế xã hội, và để đảm bảo lợi ích cho doanh nghiệp đầu tư trong bối cảnh chi phí xây dựng tăng cao hơn so với trước đây. Chúng tôi cho rằng mức tăng giá hàng năm sẽ là 4%, bắt đầu từ năm 2024 (thấp hơn so với giai đoạn trước là 5%/năm)

Hoạt động M&A giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn trong tương lai. Công ty đang mở rộng ra các trung tâm công nghiệp lớn ở khu vực miền Nam như Đồng Nai và Cần Thơ bằng cách đầu tư vào các công ty cấp thoát nước ở các khu vực này. Việc M&A sẽ giúp thúc đẩy lợi nhuận hợp nhất của BWE tăng trưởng cao hơn.

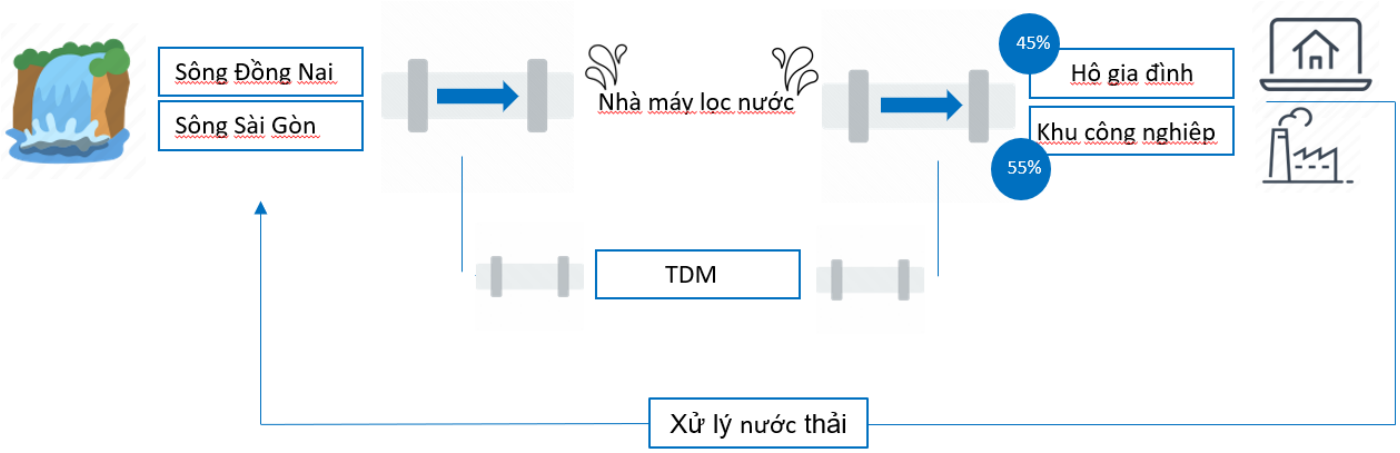
Doanh thu mảng xử lý chất thải cũng sẽ tăng lên nhờ mức giá cao hơn và mở rộng công suất. BWE hiện đang đề xuất áp dụng mức giá xử lý chất thải cao hơn 10% cho mảng dân cư. Ngoài ra, BWE đặt kế hoạch khối lượng xử lý chất thải ít nhất là 1.050.881 tấn trong năm 2023 (+9% yoy). Bên cạnh đó, BWE cũng đang trong quá trình hoàn thành xây dựng dây chuyền xử lý của nhà máy xử lý chất thải giai đoạn 4 (tổng công suất 840 tấn/ngày) và lò đốt rác (tổng công suất 200 tấn/ngày). Trong dài hạn, BWE cũng đang đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng/thu mua 400ha đất mới tại huyện Phú Giáo, tỉnh Bình Dương để xây dựng khu liên hợp xử lý chất thải Tân Long, mở rộng hoạt động kinh doanh xử lý chất thải.

Định giá và khuyến nghị đầu tư: Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu BWE tại mức giá mục tiêu cho năm 2023 là **53.400 đồng/cổ phiếu** với upside 16%**.** Với tiềm năng tăng trưởng ổn định nhờ sự phát triển không ngừng của tỉnh Bình Dương, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực đối với cổ phiếu BWE.

Tổng quan doanh nghiệp

Tại Bình Dương, BWE và TDM (đối tác chiến lược của BWE) là hai doanh nghiệp duy nhất chịu trách nhiệm cung cấp nước sạch cho toàn bộ tỉnh. Tuy nhiên, khác với BWE sẽ phân phối nước sạch đến người tiêu dùng cuối cùng trong địa bàn tỉnh thông qua hệ thống đường ống của công ty, thì toàn bộ sản lượng nước sản xuất của TDM hiện nay đều được phân phối qua kênh bán sỉ cho BWE. Do đó, có thể nói BWE gần như là độc quyền tại trong lĩnh vực cung cấp nước sạch sinh hoạt tại Bình Dương.

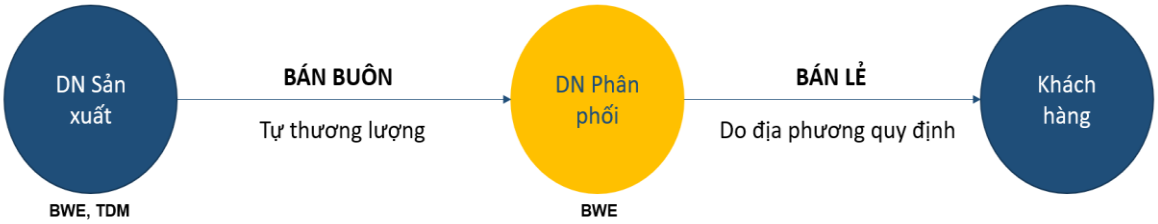
Bên ngoài các hoạt động cốt lõi, BWE còn tận dụng nguyên liệu để tái chế thành các sản phẩm khác, bao gồm nước uống đóng chai, sản xuất phân hữu cơ (nguyên liệu từ rác thải sinh hoạt). Đối với phần rác thải không thể tái chế, công ty sẽ thu gom khí từ việc đốt rác thải để sản xuất điện phục vụ cho vận hành nhà máy. Nhờ chuỗi giá trị khép kín, tận dụng triệt để các nguyên liệu đầu vào không chỉ giúp BWE gia tăng doanh thu, mà còn giúp tiết giảm một phần chi phí trong hoạt động vận hành.



Các mảng kinh doanh chính

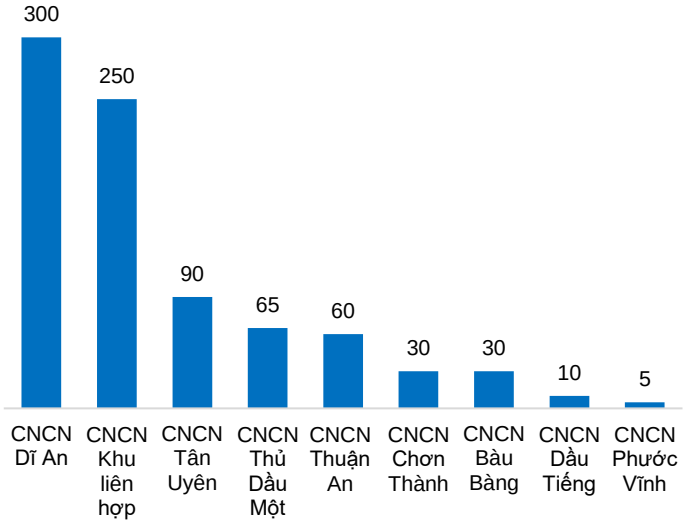
Kinh doanh nước sạch

Hiện nay, BWE đang sở hữu 9 chi nhánh cấp nước với công suất sản xuất là 840.000 m3/ngày đêm (có thể nâng công suất tối đa lên 1 triệu m3/ngày đêm), cùng với TDM (tổng công suất là 100.000 m3/ngày đêm) là hai doanh nghiệp duy nhất sản xuất nước tại Bình Dương. Tuy nhiên, BWE là doanh nghiệp duy nhất thực hiện phân phối nước cho toàn tỉnh Bình Dương, là một trong số ít những doanh nghiệp thực hiện cả 2 vài trò vừa sản xuất vừa phân phối. Điều này là một lợi thế của BWE khi có thể dễ dàng kiểm soát chi phí hơn (*vì ở mức độ vi mô, trong khi **giá nước bán sỉ** nhìn chung là do **bên mua và bên bán có thể chủ động điều tiết** theo chi phí gia tăng hàng năm, giúp doanh nghiệp sản xuất duy trì, thậm chí cải thiện biên lợi nhuận, thì với **doanh nghiệp bán lẻ, mức giá tại từng địa phương sẽ do UBND tỉnh điều chỉnh**, có khi cần rất nhiều thời gian, dẫn đến việc giá mua nước không tăng theo giá bán, gây tác động tới biên lợi nhuận).*

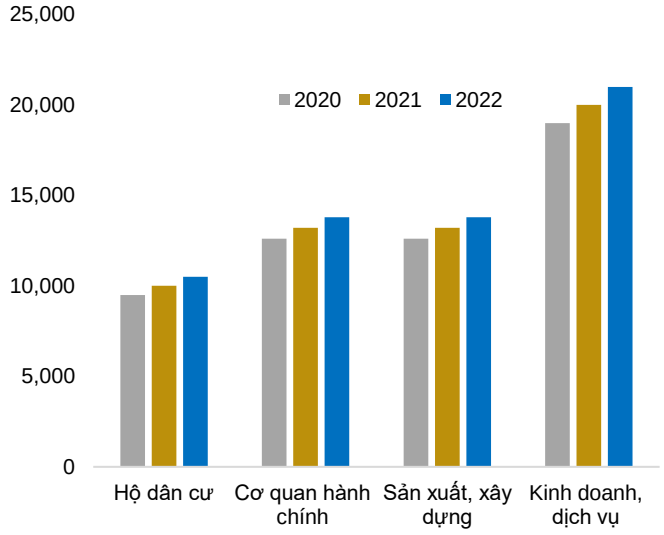


Các khách hàng chính của BWE là các hộ gia đình (45% doanh thu 2022) và khu công nghiệp (50% doanh thu 2022), trong đó khách hàng công nghiệp đóng vai trò quan trọng trong kết quả hoạt động kinh doanh của BWE do nhóm này có giá bán trung bình trên mỗi số nước cao hơn và sản lượng tiêu thụ ổn định hơn. Đối với các hộ gia đình, khu vực thành thị sẽ có nhu cầu sử dụng nước lớn hơn do mức độ tiện nghi cao hơn; trong khi đó, việc đầu tư ở các khu vực nông thôn đem lại nhiều rủi ro hơn do: **(1)** thu nhập đầu người thấp khiến nhiều khu vực phải giảm giá nước để hỗ trợ kinh tế; **(2)** thói quen sử dụng nước giếng khoan; **(3)** có độ nhạy cảm với giá nước cao hơn nên khó tăng giá; và **(4)** mật độ dân số thấp làm giảm hiệu quả trên mỗi mét ống đầu tư.

Tổng công suất cấp nước của BWE theo nhà máy
Đvt: '000 m3/ngày đêm



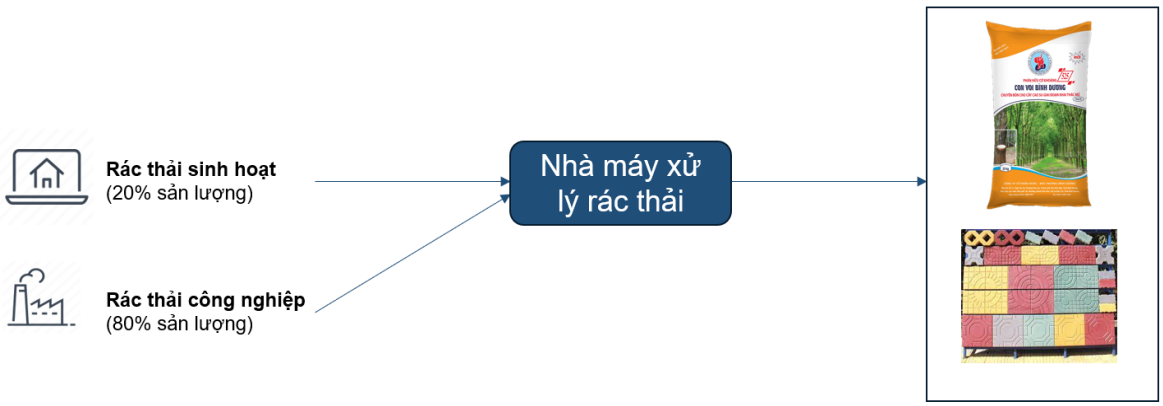
Đơn giá nước
Đvt: đồng/m3



Nguồn: BWE, BVSC tổng hợp

Xử lý rác thải và doanh thu khác

BWE hiện đang vận hành một chi nhánh xử lý chất thải, với khả năng tiếp nhận và xử lý chất thải sinh hoạt trên 2.500 tấn/ngày. Hiện nay công ty đang tiếp nhận toàn bộ chất thải sinh hoạt trên địa bàn tỉnh Bình Dương và các địa bàn lân cận, được xử lý bằng 2 công nghệ chính: ủ chất thải sinh hoạt thu khí methane để sản xuất điện và sản xuất phân bón.



Với rác thải sinh hoạt, tro sau khi đốt và ủ để làm phân hữu cơ mang nhãn hiệu Phân bón Con Voi. Hiện tại công ty đang có 3 nhà máy sản xuất phân bón hữu cơ từ chất thải sinh hoạt theo công nghệ Phần Lan với tổng công suất là 1.680 tấn/ngày. Hiện tại công ty đang trong quá trình xây dựng nhà máy thứ 4 với công suất 840 tấn/ngày (dự kiến sẽ hoàn thành trong T9/2023).

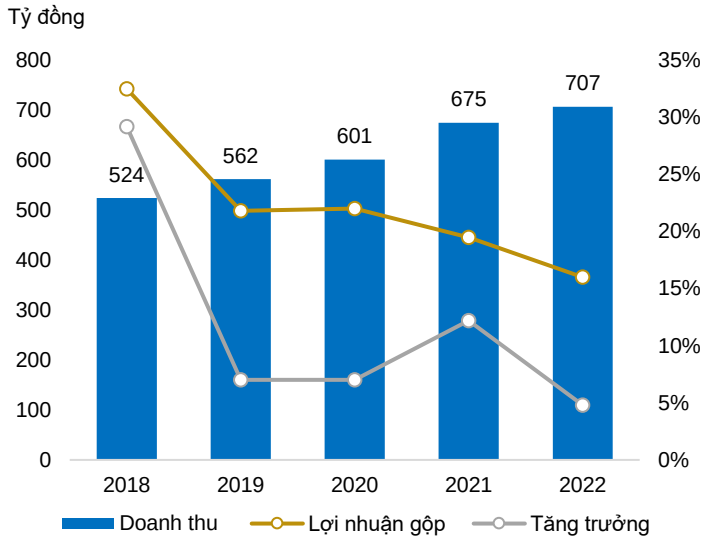
Đối với rác công nghiệp, xỉ tro sau khi đốt được sử dụng để làm gạch với nhãn hiệu Con Voi. Ngoài ra, bùn thải cũng được sử dụng để làm gạch 4 lỗ (20.000 viên/ngày) và gạch 2 lỗ (5.000 viên/ngày).

Phần rác thải không thể tái chế thì công ty sẽ thực thu gom khí để tạo ra hệ thống phát điện với công suất 2.000kVA, được sử dụng để vận hành các nhà máy của công ty.

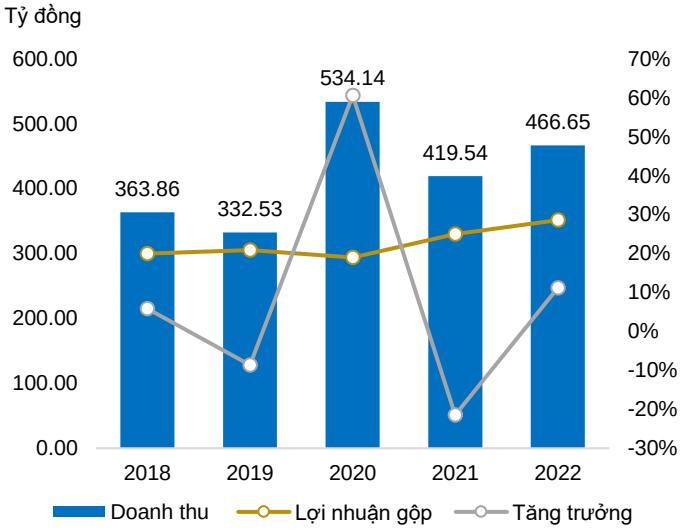
Bên cạnh sản xuất và phân phối nước sạch, BWE còn bán nước uống đóng chai. Đây là ngành kinh doanh béo bở với giá bán cao hơn rất nhiều (ước tính với giá bán 42.000 đồng/bình 19 lít ~ 2.200.000 đồng/m3 - tức gấp 115 lần so với giá bán nước máy). Chưa kể đến bình nước ION Gold 19 lít có giá 62.000 đồng thì sẽ có biên cao hơn. Tốc độ tăng trưởng của mảng này trung bình vào khoảng 10%/năm.

Việc xây dựng được chu trình sản xuất khép kín, tận dụng triệu để mọi nguyên liệu đầu vào giúp BWE không chỉ tạo ra thêm doanh thu từ các sản phẩm đa dạng, mà còn giúp tiết giảm chi phí. Hiện tại doanh thu mảng xử lý rác thải và doanh thu khác là 2 mảng có tỉ trọng doanh thu cao chỉ sau mảng kinh doanh nước sạch, chiếm lần lượt 20% và 13% tổng doanh thu trong năm 2022.

Doanh thu mảng xử lý chất thải



Doanh thu khác

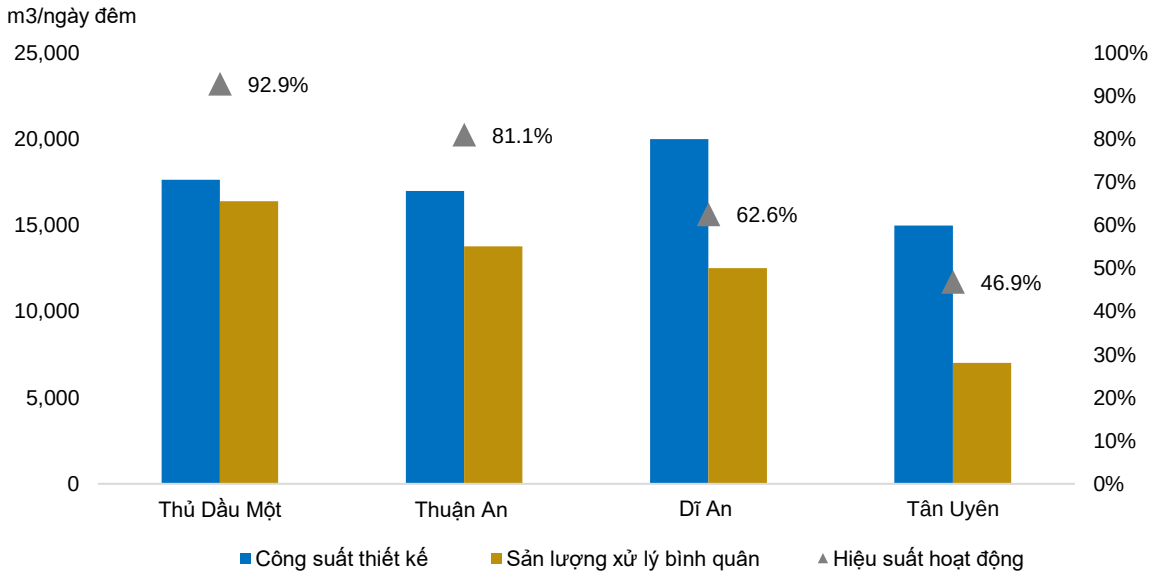


Nguồn:BWE, BVSC tổng hợp

Xử lý nước thải

Công ty hiện đang vận hành 4 nhà máy xử lý nước thải bao gồm: Chi nhánh nước thải Tân Uyên (15.000 m3/ngày), Chi nhánh nước thải Thuận An (17.000 m3/ngày), chi nhánh nước thải Thủ Dầu Một (17.650 m3/ngày), Chi nhánh nước thải Dĩ An (20.000 m3/ngày). Các nhà máy này chỉ thực hiện xử lý nước thải trong địa bàn thành phố nơi đặt nhà máy. Hiện tại nếu 4 nhà máy này hoạt động hết công suất sẽ xử lý được khoảng 30% lượng nước thải trên địa bàn tỉnh.

Tình hình hoạt động các chi nhánh xử lý nước thải



Nguồn: BWE, BVSC tổng hợp

Địa bàn kinh doanh mở rộng ra các tỉnh lân cận

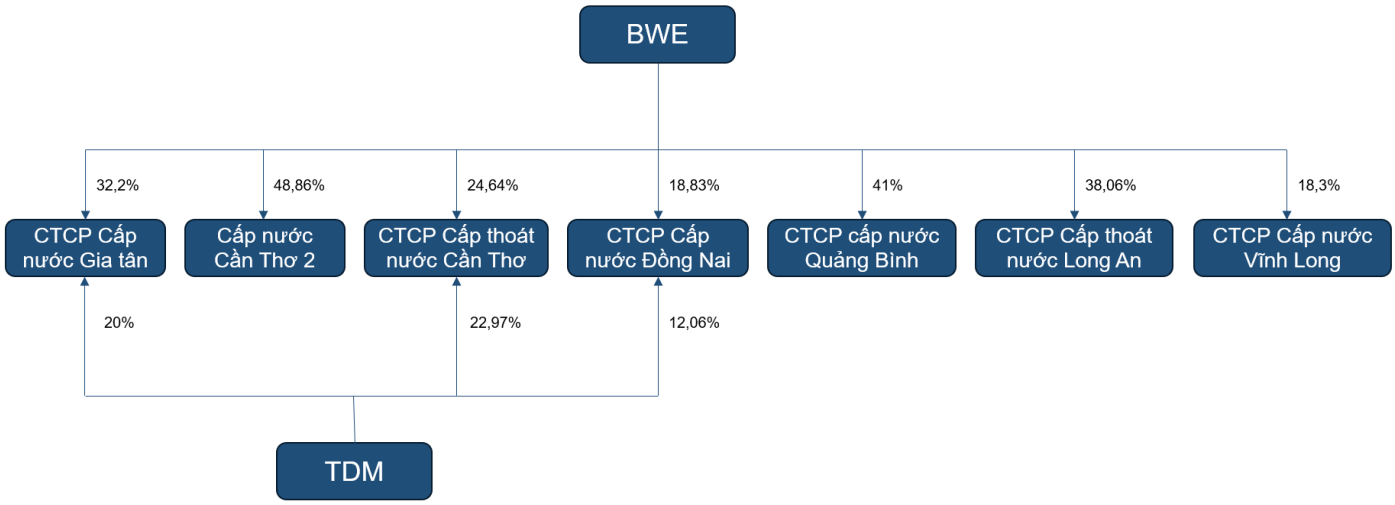
Mạng lưới cấp nước của BWE bao phủ toàn tỉnh Bình Dương và một phần tỉnh Bình Phước và khu vực giáp ranh với thành phố Hồ Chí Minh. Ngoài ra, BWE còn mở rộng sang các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Cần Thơ và Long An thông qua hình thức góp vốn. Ở tất cả các công ty này đều có sự tham gia của lãnh đạo BWE, giúp hiệu quả của các công ty liên kết cải thiện đáng kể nhờ kinh nghiệm đã có của các lãnh đạo mới.

Ngày 8/02, BWE công bố nghị quyết HĐQT mua lại 20%-100% cổ phần của CTCP Hạ tầng nước DNP Long An (Long An Water), đơn vị sở hữu Nhà máy xử lý nước Nhị Thành (công suất 60.000 m3/ngày) cung cấp nước cho các khu công nghiệp trên địa bàn Tỉnh Long An. Long An Water cũng đã đảm bảo đủ quỹ đất để tăng gấp đôi công suất lên 120.000 m3/ngày ~15% công suất hiện tại của BWE. Theo BWE, Long An Water chiếm khoảng 50%-60% thị phần.

Bên cạnh đó vào ngày 10/02, BWE thông báo sẽ thâu tóm 50% - 100% cổ phần của 4 công ty nước khác để hợp nhất doanh thu và lợi nhuận khi các thương vụ này thành công. Các công ty này bao gồm 3 công ty ở tỉnh Long An (CTCP Công trình Đô thị Châu Thành, CTCP Công trình Đô thị Cần Giuộc và CTCP Nước & Môi trường Bằng Tâm) và 1 công ty ở tỉnh Quảng Bình (CTCP Hạ tầng Nước DNP Quảng Bình).

Diễn biến mua lại này là phù hợp với chiến lược của BWE nhằm mở rộng hoạt động kinh doanh nước ra ngoài khu vực Đông Nam Bộ đến các khu vực miền Trung và Tây Nam Bộ.

Các công ty liên kết của BWE (30/6/2023)



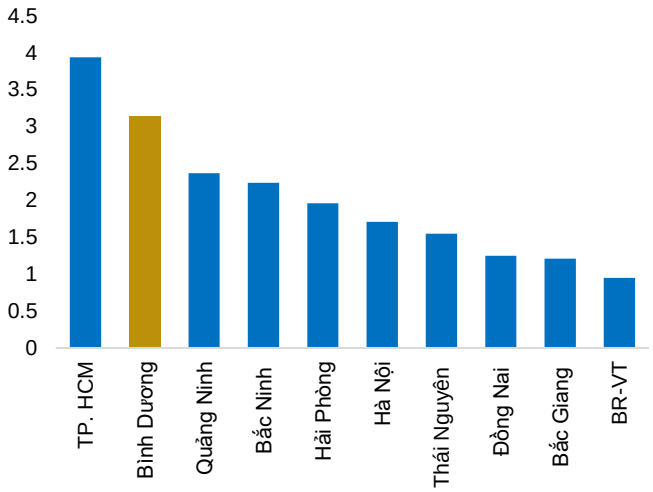
Nguồn: BWE, BVSC tổng hợp

Luận điểm đầu tư

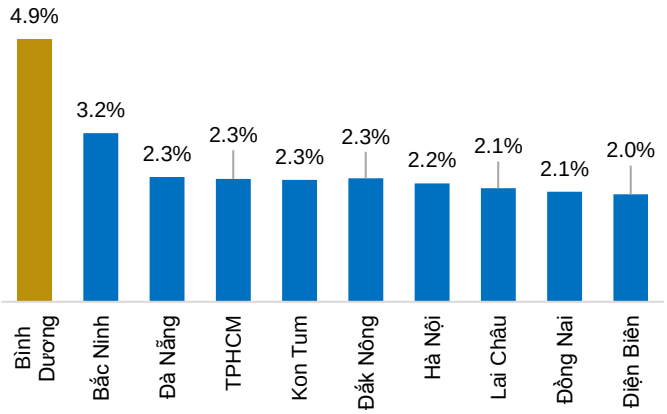
Hưởng lợi từ nhu cầu nước gia tăng tại tỉnh Bình Dương

Với việc là doanh nghiệp duy nhất phân phối nước sạch tại Bình Dương, chúng tôi cho rằng BWE sẽ hưởng trọn vẹn lượng nước tăng lên trong trung và dài hạn, nhờ số lượng các khu công nghiệp và dân số đều tăng mạnh. Ước tính sản lượng nước tăng trưởng trung bình là 10%/năm. Trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng, nhu cầu nước công nghiệp sẽ giảm trong nửa cuối năm 2023 nhưng sau đó sẽ tăng dần từ đầu năm 2024 nhờ sự phục hồi của các ngành sử dụng nhiều nước như chế biến gỗ và dệt may - bên cạnh sự đóng góp mới từ các khách hàng công nghiệp tại Khu công nghiệp Minh Hưng và tập đoàn LEGO. Ước tính lượng nước tiêu thụ trong năm 2023 sẽ chỉ tăng 3% so với cùng kì (thấp hơn năm 2022 là 4%).

Thu hút vốn FDI năm 2022



Top 10 tỉnh thành có tốc độ tăng dân số nhanh nhất giai đoạn 2011-2021



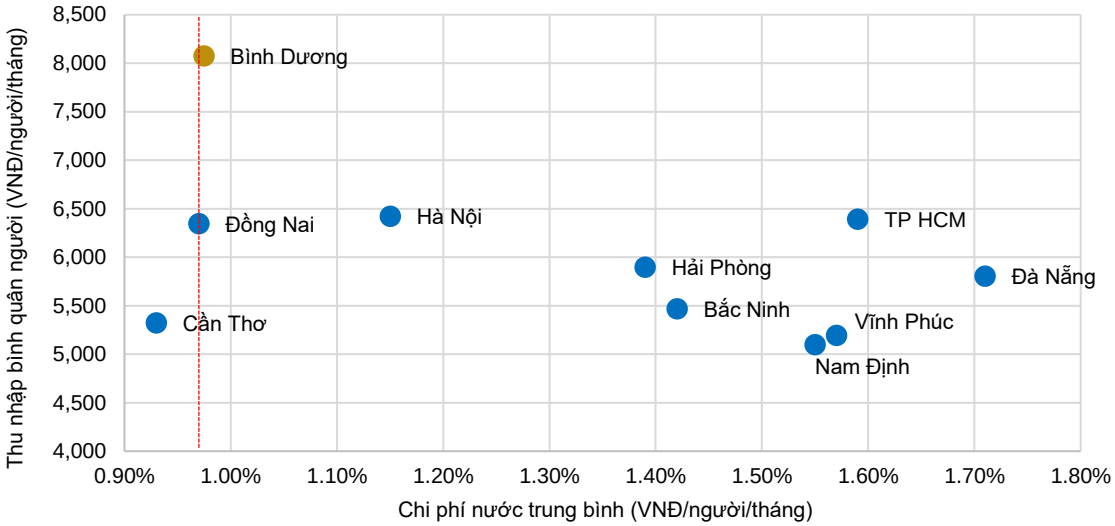
Giá nước kì vọng sẽ tiếp tục tăng 4%/năm từ năm 2024

BWE đang hoàn thiện đề xuất tăng giá nước để trình cho cơ quan thẩm quyền tỉnh Bình Dương. Do các thủ tục pháp lý ở tỉnh Bình Dương bị trì hoãn đến từ nhiều yêu cầu về thủ tục pháp lý và dữ liệu đầu vào cho ước tính tổng mức đầu tư/giá nước mới, nên giá nước vẫn tiếp tục được giữ nguyên trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá nước vẫn còn dư địa để tăng trong tương lai nhờ các yếu tố:

- **Thu nhập đầu người ở mức cao nhờ phát triển KCN.** Kể từ sau năm 2014 cho đến nay, Bình Dương luôn duy trì là tỉnh thành có thu nhập bình quân đầu người cao nhất cả nước, cao hơn 25% so với thành phố đứng thứ 2 là Hà Nội, với mức tăng trưởng kép là 5,3%/năm *(tương đương mức tăng giá hàng năm từ 2017-2022).* Với mức giá bán nước là 10.500 đồng/m3 như hiện tại, ước tính chi phí sử dụng nước bình quân mỗi người là 78.750 đồng/người/tháng, tương đương với 0,97% thu nhập bình quân đầu người, rất thấp so với mức trung bình trên toàn thế giới là từ 3-5% *(giả định tiêu chuẩn sử dụng cho mỗi gia đình 4*

người trung bình 30 m3/tháng), và chỉ cao hơn so với Đồng Nai và Cần Thơ nếu so sánh với Top 10 tỉnh thành có thu nhập bình quân người cao nhất cả nước. Dựa trên điều này, chúng tôi cho rằng tỉnh Bình Dương nói chung và BWE nói riêng sẽ còn nhiều dư địa để tăng giá nước cho khu vực hộ dân cư trong thời gian tới.

Tương quan thu nhập và chi phí nước trung bình hàng tháng của 10 tỉnh có thu nhập cao nhất cả nước năm 2022



Nguồn: BVSC tổng hợp

- **Tỉ lệ đô thị hóa cao, và tiếp tục tăng trong tương lai.** Chỉ sau 10 năm, tỉ lệ đô thị hóa của Bình Dương đã vươn lên đứng thứ 2 về tỉ lệ đô thị hóa, đạt 84,2% (từ mức 70% trong năm 2013), chỉ sau Đà Nẵng là 87,4% và đứng trên TP. Hồ Chí Minh là 77,8%. Với mục tiêu nâng tỉ lệ này lên 90% vào năm 2030, Bình Dương đã xây dựng kế hoạch di dời 30-40% số lượn+g doanh nghiệp ở phía Nam lên các địa phương phía Bắc của tỉnh, đồng thời xây dựng thêm các khu công nghiệp tại khu vực này. Điều này sẽ là động lực giúp đánh thức các vùng đất thuần nông như Bến Cát, Bàu Bàng, Phú Giáo, Dầu Tiếng, Tân Uyên. Điều kiện sống gia tăng kì vọng sẽ giúp các giảm dần số lượng các đối tượng được hưởng ưu đãi giá nước, tạo cơ sở giúp giá nước có thể tăng lên trong tương lai.

Do đó, việc tiếp tục điều chỉnh tăng để phù hợp hơn với tình hình kinh tế xã hội, và để đảm bảo lợi ích cho doanh nghiệp đầu tư trong bối cảnh chi phí xây dựng tăng cao hơn là hoàn toàn phù hợp. Chúng tôi cho rằng mức tăng giá hàng năm sẽ là 4%, bắt đầu từ năm 2024 (thấp hơn so với giai đoạn trước là 5%/năm), giúp doanh thu mảng nước tăng lên 10,2% trong năm 2024.

Hoạt động M&A giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt hơn trong tương lai

BWE đã mua 86% cổ phần của một công ty cấp nước là Công ty Cổ phần nước Biwase – Long An *(tên trước là CTCP Hạ tầng nước DNP Long An)* và một số công ty phân phối nước, bao gồm 40% cổ phần của CTCP Cấp thoát nước Long An (UpCoM: LAW, 59 tỷ đồng), 96% cổ phần của CTCP Dự án Đô thị Châu Thành, 52% cổ phần của CTCP Dự án Đô thị Cần Giuộc và 75% cổ phần của CTCP Nước và Môi trường Bằng Tâm. Các công ty này sẽ cung cấp nước cho người tiêu dùng

cuối cùng tại các huyện Bến Lức, Thủ Thừa, Tân Trụ, Tân An, Cần Đước và Cần Giuộc, là những huyện đông dân và tập trung nhiều khu công nghiệp nhất của Long An. Nhu cầu nước tại tỉnh Long An có khả năng tăng cao nhờ tốc độ tăng dân số cao (+7% YoY), nhu cầu công nghiệp từ các khu công nghiệp mới được phê duyệt trong tương lai tăng và khuyến khích sử dụng nước mặt thay cho nước ngầm. Dự kiến tỉnh Long An đặt mục tiêu sẽ có thêm 3.000 ha khu công nghiệp. Như vậy, công suất nước trong tương lai có thể sẽ đạt 300.000 m3/ngày so với mức hiện tại là 40.000 m3/ngày (CAGR là 22%). Việc M&A sẽ giúp thúc đẩy lợi nhuận hợp nhất của BWE tăng trưởng cao hơn, đặc biệt là khi doanh thu của CTCP nước Biwase – Long An sẽ chính thức được hợp nhất từ Q2/2023. Ước tính riêng công ty này sẽ giúp doanh thu của BWE tăng thêm lần lượt là 51 tỷ đồng và 113 tỷ đồng lần lượt trong năm 2023 và 2024, tương ứng tăng trưởng lần lượt 2% và 4,7% so với doanh thu năm 2022.

Doanh thu mảng xử lý chất thải cũng sẽ tăng lên nhờ mức giá cao hơn và mở rộng công suất

BWE hiện đang đề xuất áp dụng mức giá xử lý chất thải cao hơn 10% cho mảng dân cư, trong khi khối lượng chất thải xử lý dự kiến ít nhất đạ 1.050.881 tấn trong năm 2023 (+9% yoy). Ngoài ra, BWE có kế hoạch hoàn thành xây dựng dây chuyền xử lý của nhà máy xử lý chất thải giai đoạn 4 (tổng công suất 840 tấn/ngày) và lò đốt rác (tổng công suất 200 tấn/ngày) vào Q4/23. Ngoài ra, BWE cũng đang đẩy nhanh tiến độ giải phóng mặt bằng/thu mua 400 ha đất mới tại huyện Phú Giáo, tỉnh Bình Dương để xây dựng khu liên hợp xử lý chất thải Tân Long, mở rộng hoạt động kinh doanh xử lý chất thải.

Hiện tại, theo Quyết định 2474/QD-UBND (năm 2012) về kế hoạch quy hoạch tổng thể cho việc quản lý chất thải rắn tại tỉnh Bình Dương, UBND tỉnh Bình Dương đặt kế hoạch tổng lượng chất thải rắn (từ khu công nghiệp lẫn khu dân cư) tăng trưởng với CAGR ở mức 12,3% trong giai đoạn 2020-2025, và tăng lên 13,5% trong giai đoạn 2025-2030, với động lực chính đến từ rác thải công nghiệp. Với rào cản gia nhập ngành lớn đến từ nhu cầu vốn, biên lợi nhuận thấp, BWE có lợi thế vượt trội trong việc cạnh tranh trong các cuộc đấu thầu về thu gom, xử lý rác thải sinh hoạt nhờ được hưởng những ưu đãi về vốn, đất đai.

Định giá và khuyến nghị

Dự phóng KQKD

Chỉ tiêu (Đvt: tỷ đồng)	2022A	2023F	2024F	Cơ sở dự báo
Doanh thu	**3.484**	**3.660**	**4.057**	
- Kinh doanh nước sạch	2.159	2.275	2.564	
+ Công ty mẹ		2.223	2.451	Sản lượng nước tiêu thụ tăng trưởng 3% so với cùng kỳ, do hoạt động chậm lại của các khu công nghiệp. Giá nước không đổi so với năm 2022, nhưng kì vọng sẽ tăng 4% từ năm 2024.
+ Công ty con		51	113	Doanh thu CTCP nước Biwase – Long An bắt đầu hợp nhất doanh thu từ Q3/2023. Giả định nhà máy đang hoạt động 60% công suất, và sẽ tăng lên 70% sau trong năm 2024 khi có sự hỗ trợ vận hành từ BWE.
- Xử lý rác thải	707	758	806	Khối lượng rác tiếp nhận xử lý tăng thêm 4% yoy, tương ứng 110% công suất tối đa, trong khi giá xử lý rác tăng 3% so với cùng kỳ.
- Xử lý nước thải	151	116	124	Công suất xử lý nước thải dự kiến tăng lên 75% so với 71% trong năm 2022, giá xử lý nước thải dự kiến không đổi. Doanh thu sụt giảm so với cùng kì do ghi nhận 40 tỷ đồng của năm 2021 vào năm 2022 khiến doanh thu tăng trưởng đột biến.
- Doanh thu khác	467	511	564	
Giá vốn	(2.063)	(2.164)	(2.357)	
Lợi nhuận gộp	1.421	1.496	1.700	
SG&A	(502)	(557)	(605)	
Lợi nhuận từ HĐKD	919	939	1.096	
Thu nhập tài chính	122	184	153	
Chi phí tài chính	(226)	(209)	(231)	
Thu nhập khác	23	3	2	
Lợi nhuận sau thuế	**747**	**814**	**901**	

Định giá

Do nợ vay chiếm phần lớn trong cơ cấu vốn của BWE, đồng thời tỉ trọng có sự thay đổi liên tục do doanh nghiệp còn nhiều dự án đầu tư trong 2 năm tới, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp FCFE để định giá cổ phiếu BWE do phương pháp này có tính đến sự ảnh hưởng của lãi vay.

Đơn vị: tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
CFO	1.239,22	1.324,58	1.414,25	1.612,45	1.900,73
Capex	-898,28	-918,02	-329,25	-356,86	-819,14
Net Borrowings	321,15	-180,99	-580,89	-963,26	-283,47
FCFE	662,09	225,57	504,11	292,33	798,12
PV(FCFE) excl Terminal Value	**1.679,25**				
PV(Terminal Value)	**8.819,57**				
PV(FCFE)	**10.498,82**				
(+) Tiền	525,38				
Giá trị vốn chủ	11.024,19				
Giá trị cổ phiếu (đồng/cp)	**53.405,48**				

Với mức giá mục tiêu là **53.400 đồng/cp**, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu BWE, tương ứng mức **upside là 16%.**

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cơ cấu nợ vay gia tăng

Thông thường các DN nước đang nằm ở khu vực phát triển nhanh, phải đầu tư vốn để mở rộng thì nhu cầu về vốn cao hơn so với các DN khác, do đó tỷ trọng nợ vay trên vốn cũng cao hơn. Ví dụ như cả TDM, BWE, và DNW đều hoạt động tại các khu vực đang có tốc độ tăng trưởng kinh tế xã hội cao như Bình Dương, Đồng Nai. Chính việc có nhu cầu sử dụng nước liên tục tăng nên BWE có lợi từ việc cung cấp nước nhiều hơn, doanh thu tăng trưởng mạnh. Tuy nhiên, điểm bất lợi là phải đáp ứng nhu cầu này do nước rất quan trọng với người dân và là hàng hóa công cộng. Chính vì thế BWE có thể buộc phải gia tăng nợ vay, và điều này có thể dẫn đến việc kém hiệu quả trong việc sử dụng vốn, đây là một điểm thường thấy đối với các DN tiện ích thiết yếu thuộc sở hữu của Nhà nước.

Rủi ro lớn từ các khoản vay ngoại tệ

Là doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công ích, nên BWE có thể dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn nước ngoài. Tuy nhiên, đây cũng là rủi ro lớn đối với công ty khi lãi suất và tỉ giá đồng thời tăng lên sẽ khiến kết quả kinh doanh của BWE bị ảnh hưởng đáng kể. Hiện tại, với 44% các khoản vay bằng ngoại tệ *(2.194 tỷ đồng),* lợi nhuận hoạt động kinh doanh của BWE trong tương lai có thể bị ảnh hưởng tiêu cực khi lãi suất tăng và tỉ giá đồng thời tăng lên.

Đầu tư các dự án không thuộc mảng cốt lõi có thể gây ảnh hưởng đến hiệu quả sử dụng vốn

Trong năm 2020, Công ty đã thực hiện phát hành cổ phiếu ra công chúng để thu về tổng số tiền 964 tỷ đồng, trong đó 42% tổng số vốn được sử dụng cho các hoạt động kinh doanh khác *(trong đó 114 tỷ được đầu tư thêm vào công ty Cổ phần đầu tư Xây dựng Chánh Phú Hòa – liên quan đến Chủ tịch BWE, 292 tỷ đồng được phân bổ vào hoạt động xây dựng toàn nhà văn phòng Biwase).* Ngoài ra, trước đây BWE cũng đầu tư vào các DN trái ngành khác, như đầu tư vào Tổng công ty Sản xuất - Xuất nhập khẩu Bình Dương - CTCP (PRT), là một DN kinh doanh rất nhiều ngành nghề khác nhau. Cụ thể, hoạt động cốt lõi của PRT là đầu tư tài chính vào các công ty con, công ty liên kết trong ngành dịch vụ (sân golf, bệnh viện, khu công nghiệp, logistics…). Bên cạnh đó, BWE còn sở hữu Tổng Công ty Thương mại Xuất nhập khẩu Thanh Lễ (TLP), tuy nhiên giá trị đầu tư không đáng kể chỉ khoảng 18 tỷ đồng. Qua đó, chúng ta có thể thấy là sự liên quan của BWE với rất nhiều công ty khác nhau.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh						
Đơn vị (tỷ VNĐ)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Doanh thu	3.025	3.119	3.484	3.660	4.057	4.478
Giá vốn	-1.789	-1.804	-2.063	-2.164	-2.357	-2.599
Lợi nhuận gộp	1.236	1.315	1.421	1.496	1.700	1.879
Chi phí bán hàng và QLDN	-489	-470	-502	-557	-605	-665
Doanh thu tài chính	59	118	122	184	153	168
Chi phí tài chính	-215	-79	-226	-209	-231	-254
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	535	749	743	810	895	1.004

Bảng cân đối kế toán						
Đơn vị (tỷ VNĐ)	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Tiền & khoản tương đương tiền	728	476	275	525	685	825
Các khoản phải thu ngắn hạn	691	911	912	965	968	1.144
Hàng tồn kho	622	698	714	779	859	927
Tài sản cố định hữu hình	2.596	3.147	3.512	3.738	4.400	4.198
Tổng tài sản	8.246	9.074	9.987	10.926	11.737	12.021
Nợ ngắn hạn	1.988	2.008	1.989	2.380	2.184	1.982
Nợ dài hạn	2.849	3.141	3.460	3.522	3.602	3.338
Vốn chủ sở hữu	3.409	3.925	4.538	5.023	5.951	6.701
Tổng nguồn vốn	8.246	9.074	9.987	10.926	11.737	12.021

Chỉ số tài chính						
Chỉ tiêu	**2020**	**2021**	**2022**	**2023F**	**2024F**	**2025F**
Chỉ tiêu tăng trưởng						
Tăng trưởng doanh thu	18,84%	3,09%	11,70%	5,06%	10,86%	10,38%
Tăng trưởng LNST	12,41%	39,82%	-0,76%	8,99%	10,61%	12,10%
Chỉ tiêu sinh lời						
Lợi nhuận gộp biên	40,86%	42,16%	40,79%	40,87%	41,91%	41,96%
Lợi nhuận thuần biên	17,70%	24,00%	21,32%	22,12%	22,07%	22,42%
ROA	7,41%	8,64%	7,79%	7,74%	7,90%	8,45%
ROE	19,09%	20,41%	17,55%	16,94%	16,32%	15,87%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,42	0,39	0,43	0,38	0,30	0,22
Tổng nợ/Tổng VCSH	1,03	0,91	0,96	0,83	0,60	0,39
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần						
EPS (đồng/cổ phần)	2.855	3.880	3.850	3.681	4.071	4.564
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.183	20.346	23.521	22.841	27.059	30.470

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đỗ Long Khánh,** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng
Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh
Hàng không, Tài chính, Dầu khí
khanhdl@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo
Bất động sản, Vật liệu xây dựng
thaotp@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh
Nông nghiệp, Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng
Thép, Xây dựng, Vật liệu xây dựng
hoangnd@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương
Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD
duongtt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa
Ngân hàng, Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú
Hàng tiêu dùng, CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh
Bán lẻ, Vật liệu cơ bản
manhtd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm
Cảng, Vận tải biển, Ngân hàng
tramnhb@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh
Dược phẩm, Hóa chất cơ bản
minhtnn@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền
Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hồng Hoa
Chiến lược thị trường
hoanh@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương
Chứng Khoán
phuonglh@bvsc.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888