Ngành: Tiện ích công cộng | BSC RESEARCH

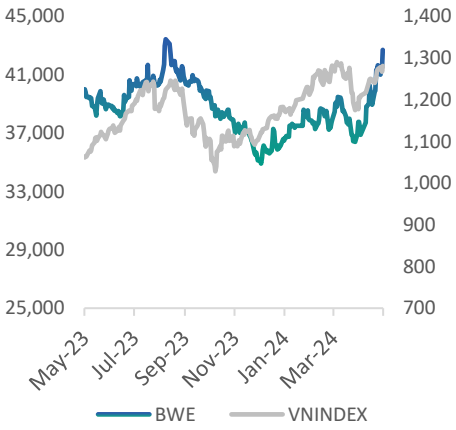
KHUYẾN NGHỊ: MUA — CTCP TỔNG CT NƯỚC – MÔI TRƯỜNG BÌNH DƯƠNG (HSX: BWE) THỜI ĐIỂM BỨT PHÁ

Giá hiện tại:	**42,550**	Ngày viết báo cáo:	04/06/2024	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước:	**39,600**	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	219.9	CTCP Nước Thủ Dầu Một	37.4%
Giá mục tiêu mới:	**49,550**	Vốn hóa (tỷ VND)	9,357	BCM	19.4%
Lợi suất cổ tức:	**0%**	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	907,600		
Upside:	**16%**	% Sở hữu nước ngoài:	10.2%		

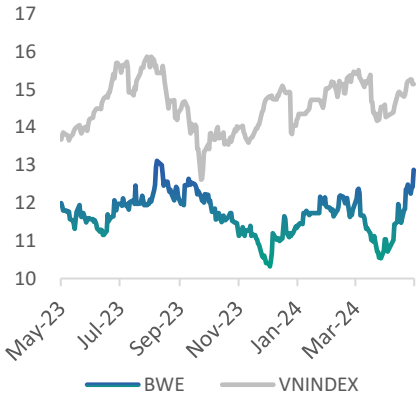
Research Department:

Nguyen Dan Truong
(Điện – đạm - khí)
truongnd@bsc.com.vn

Bảng so sánh giá CP và VN-Index



Bảng so sánh P/E của CP và VN-Index



QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ NẮM GIỮ lên **MUA** đối với cổ phiếu BWE, giá mục tiêu cuối năm 2024 là **49,550 VND/CP (upside 16%** so với giá ngày 04/06/2024). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá kết hợp từng phần và hệ số nhân.

Đối với phương pháp từng phần của báo cáo trước, chúng tôi điều chỉnh định giá từ 39,600 VND/CP lên mức 50,800 VND/CP do 1) tăng 2 điểm % sản lượng nước tiêu thụ với kết quả tích cực trong 4 tháng 2024, 2) giá bán trung bình bắt đầu tăng từ năm 2025 (sớm hơn 2 năm so với dự báo trước).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu năm 2024/2025 đạt 3,978 tỷ VND (+13% YoY)/ 4,303 tỷ VND (+8% YoY), (cao hơn 4.3%/5.8% so với dự báo cũ), nhờ:

- **Mảng nước sạch doanh thu tăng +8.2%/+8.4%:**
  - Sản lượng nước sạch tăng trưởng +6%/+5% nhờ hoạt động sản xuất của tỉnh Bình Dương phục hồi trở lại, có thể thêm khách hàng hộ dân cư mới nhờ mở rộng mảng lưới đường ống.
  - Giá bán trung bình tăng +0%/+2.5% với giả định UBND phê duyệt tăng giá bán vào Q3.2025.
  - Đóng góp doanh thu của Biwase – Long An từ 2H2023.
- **Mảng xử lý rác thải và nước thải tăng lần lượt +23%/+11% và +151%/-11%.** Doanh thu tăng mạnh trong năm 2024 và chậm lại trong năm 2025 do một phần doanh thu 2023 được ghi nhận sang năm 2024.

Dẫn đến, lợi nhuận thuần đạt 716 tỷ VND (+4% YoY)/ 853 tỷ VND (+19% YoY), tương ứng cao hơn 0%/9% so với dự báo cũ.

Điều chỉnh trọng yếu của dự báo mới so với dự báo trước:

- **Mảng nước sạch**: 1) sản lượng tiêu thụ nước sạch 2024 tăng thêm 2 điểm %, 2) giá bán trung bình bắt đầu tăng từ năm 2025 (sớm hơn 2 năm so với dự báo trước).
- **Chi phí tài chính năm 2024 tăng 36%** chủ yếu do lỗ tỷ giá: điều chỉnh giả định mất giá trung bình của tỷ giá từ 1% lên 3% trong năm 2024.

RỦI RO: 1) Kinh tế tỉnh Bình Dương phục hồi yếu hơn dự báo. 2) các công ty liên kết hoạt động kém hiệu quả.

	2022	2023	2024F	2025F
PE (x)	12.5	12.0	13.2	11.2
PB (x)	2.1	1.7	1.7	1.5
P/S (x)	2.7	2.3	2.4	2.2
ROE (%)	18%	14%	14%	14%
ROA (%)	8%	6%	6%	7%

	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu thuần	3,484	3,526	3,978	4,303
Lợi nhuận gộp	1,420	1,562	1,690	1,852
NPATMI	741	680	715	848
EPS	3,841	3,525	3,250	3,856
% Tăng trưởng EPS	-1%	-8%	-8%	19%

I. Cập nhập KQKD 1Q2024

(Tỷ VND)	Q1.2024	Q1.2023	%YoY	Thực hiện/dự báo mới
Sản lượng nước sạch (triệu m3)	47.0	43.3	9%	25%
Giá bán trung bình	12,064	12,009	0%	
Doanh thu thuần	**792**	**681**	**16%**	**20%**
- Cung cấp nước sạch	*627*	*526*	*19%*	*25%*
- Xử lý rác thải	*91*	*69*	*32%*	*10%*
- Xử lý nước thải	*3*	*23*	*-87%*	*2%*
- Khác	*71*	*69*	*3%*	*16%*
Lợi nhuận gộp	**393**	**333**	**18%**	**23%**
Chi phí bán hàng	86	87	-1%	21%
Chi phí QLDN	55	39	41%	23%
EBIT	**252**	**207**	**22%**	**24%**
Doanh thu tài chính	23	46	-50%	26%
Chi phí tài chính	85	73	16%	23%
-Lãi vay	82	73	12%	26%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	7	(21)	-133%	25%
LNTT	**198**	**159**	**25%**	**25%**
LNST	**180**	**141**	**28%**	**25%**
NPATMI	**179**	**141**	**27%**	**25%**
			Thay đổi	
%GPM	**50%**	**49%**	**1%**	
- Cung cấp nước sạch	*57%*	*59%*	*-2%*	
- Xử lý rác thải	*3%*	*14%*	*-11%*	
- Xử lý nước thải	*-67%*	*17%*	*-84%*	
- Khác	*45%*	*17%*	*28%*	
%SG&A/Doanh thu	**18%**	**19%**	**-1%**	

Trong Q1/2024:

Doanh thu đạt 792 tỷ VND (+16% YoY), tương đương 21% dự báo mới. Trong đó:

+ **Doanh thu mảng nước sạch tăng trưởng +19% YoY** nhờ 1) sản lượng nước tiêu thụ ở Bình Dương tăng +8.5% YoY (đạt 47 triệu m3, tăng mạnh so với dự báo của chúng tôi) và 2) hợp nhất công ty con Biwase Long An từ 2H2023.

+ **Mảng xử lý rác thải và nước thải vẫn còn 157 tỷ VND doanh thu chưa được ghi nhận** (giai đoạn Q4.2023 đến nay) do UBND chưa phê duyệt giá dịch vụ cho giai đoạn mới. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá UBND sẽ giải quyết vấn đề này trong Q3.2024, do đó, chúng tôi không điều chỉnh dự phóng ở hai mảng này.

Biên lợi nhuận gộp đạt 50%, không thay đổi đáng kể so với cùng kỳ:

+ **Biên gộp mảng nước sạch giảm 2%** do 1) biên gộp của công ty con Biwase Long An thấp hơn công ty mẹ và 2) chi phí đầu vào tăng trong khi giá nước ở Bình Dương không tăng tương xứng.

+ **Biên gộp mảng xử lý rác thải và xử lý nước thải biến động mạnh do có phần lớn doanh thu ghi nhận**.

Dẫn đến NPATMI đạt mức 179 tỷ VND (+27% YoY), tương đương 26% dự báo mới.

Nguồn: BWE, BSC Research

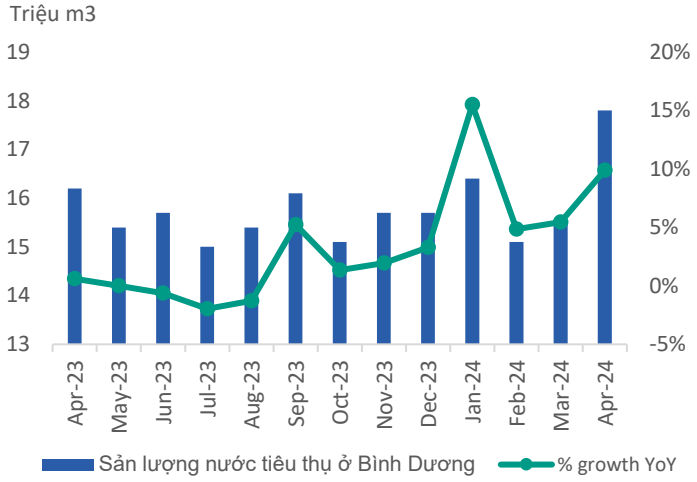
II. Cập nhập luận điểm đầu tư

1. Sản lượng nước sạch ở Bình Dương phục hồi nhờ các khách hàng công nghiệp tăng đơn hàng sản xuất và thời tiết nắng nóng.

Sản lượng nước tiêu thụ ở Bình Dương 4 tháng đầu năm đạt mức 64.8 triệu m3, (+9% YoY), đặc biệt, kết quả của tháng 4 đạt 17.8 triệu m3 (+10% YoY) - mức cao nhất lịch sử hoạt động của công ty tính theo tháng, chủ yếu đến từ:

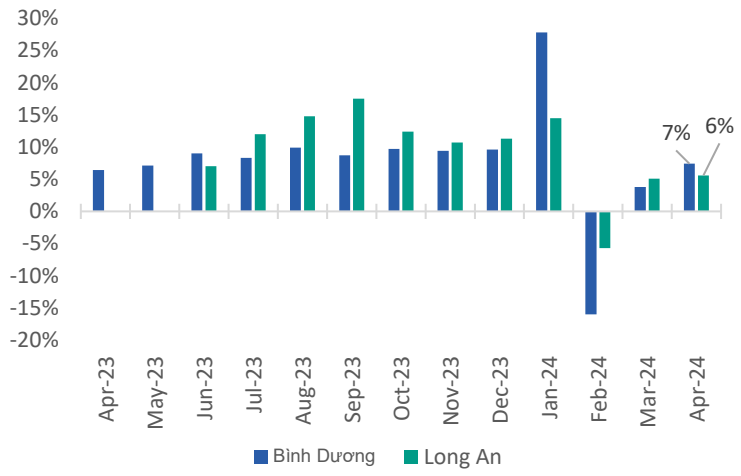
1) Tiêu thụ của khách hàng công nghiệp tiếp tục tăng trưởng nhờ các đơn hàng xuất khẩu đã quay trở lại.
2) Tiêu thụ của khách hàng hộ dân cư tăng do thời tiết nắng nóng.

Sản lượng nước tiêu thụ tháng 4/2024 cao nhất trong lịch sử hoạt động của BWE



Nguồn: BWE

Chỉ số IIP ở Bình Dương và Long An tiếp tục tăng trưởng 7% YoY và 6% YoY



Nguồn: Thống kê Bình Dương, Long An

Kết quả này đang tốt hơn so với dự báo trước, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo sản lượng nước sạch năm 2024 từ mức 190.6 triệu m3 (+4.1% YoY) lên mức 194.2 triệu m3 (+6% YoY).

Điều chỉnh dự báo sản lượng nước tiêu thụ ở Bình Dương

Sản lượng nước sạch tiêu thụ (triệu m3)	2023	2024F	2025F
Dự báo cũ			
Nước sinh hoạt	90.2	93.8	98.5
Tăng trưởng YoY	*6.2%*	*4.0%*	*5.0%*
Nước cho sản xuất	88.2	91.9	95.6
Tăng trưởng YoY	*-3.4%*	*4.2%*	*4.0%*
Dự báo mới			
Nước sinh hoạt	90.2	95.6	100.4
Tăng trưởng YoY	*6.2%*	*6.0%*	*5.0%*
Nước cho sản xuất	88.2	93.5	97.2
Tăng trưởng YoY	*-3.4%*	*6.0%*	*4.0%*

Nguồn: BWE, BSC Research

2. Kỳ vọng giá bán lẻ nước sạch ở Bình Dương cho giai đoạn mới sẽ được phê duyệt trong Q3/2025

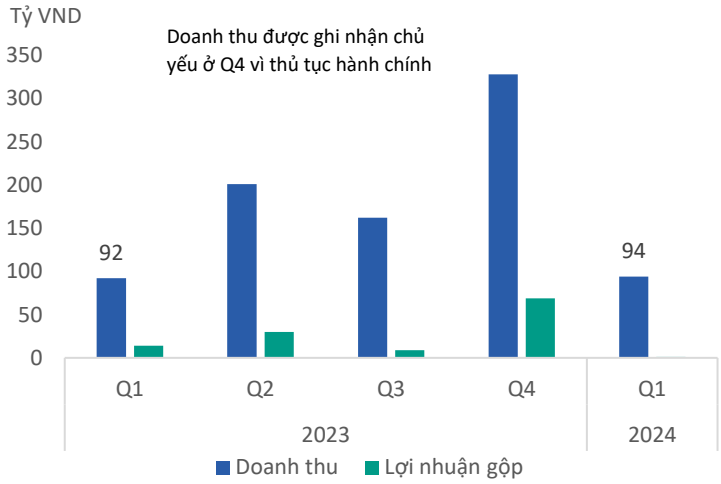
Trong báo cáo trước, BSC kỳ vọng chu kỳ tăng giá bán lẻ nước sạch bắt đầu từ năm 2027 – 2031 với mức tăng trung bình 5%/năm. Hiện tại BWE đã nộp các hồ sơ xin tăng giá các dịch vụ lên Ủy ban nhân dân tỉnh Bình Dương và dự kiến có kết quả trong Q3.2024.

Chúng tôi cho rằng UBND sẽ sớm duyệt tăng giá dịch vụ xử lý nước thải (+10%) trong Q3/2024 vì 1) BWE đã đầu tư công nghệ lò đốt rác hiện đại, giảm chôn lấp rác khiến chi phí hoạt động tăng cao và lỗ sau thuế trong quý 1 ở 2 mảng này và 2) các tổ chức quốc tế như World bank, ADB, … đang xem xét các khoản vay ưu đãi giúp nâng công suất nhà máy xử lý nước thải của BWE, do đó, các mảng kinh doanh này cần phải có lợi nhuận ở mức hợp lý và khả năng thực hiện các nghĩa vụ trả nợ.

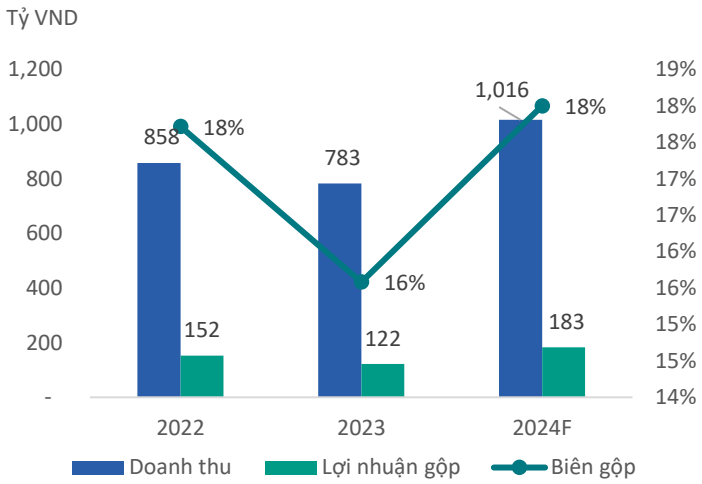
Giá bán lẻ nước sạch, BWE kỳ vọng UBND tỉnh Bình Dương có thể phê duyệt giá mới trong Q3/2024. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc tăng giá nước trong năm 2024 là khá tham vọng và đặt ra giả định bắt đầu tăng giá nước từ Q3/2025 dựa trên cơ sở:

- BWE cần chứng minh chi phí sản xuất sẽ tăng trong thời gian tới, tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp cung cấp nước sạch của BWE ở khu vực Bình Dương đang ở mức cao (59.7% trong Q1/2024, cao hơn 0.9 điểm % so với cùng kỳ) dẫn đến làm giảm khả năng UBND phê duyệt tăng giá bán để hỗ trợ chi phí cho BWE trong năm 2024.
- Trong năm 2022, UBND hoãn tăng giá nước vì tình hình kinh tế của địa phương gặp nhiều khó khăn. Chúng tôi cho rằng chủ trương hoãn tăng giá nước vẫn sẽ duy trì trong năm 2024 để thúc đẩy kinh tế.

Trong Q1/2024, khoảng 110 tỷ VND doanh thu xử lý rác thải, nước thải chưa được ghi nhận.

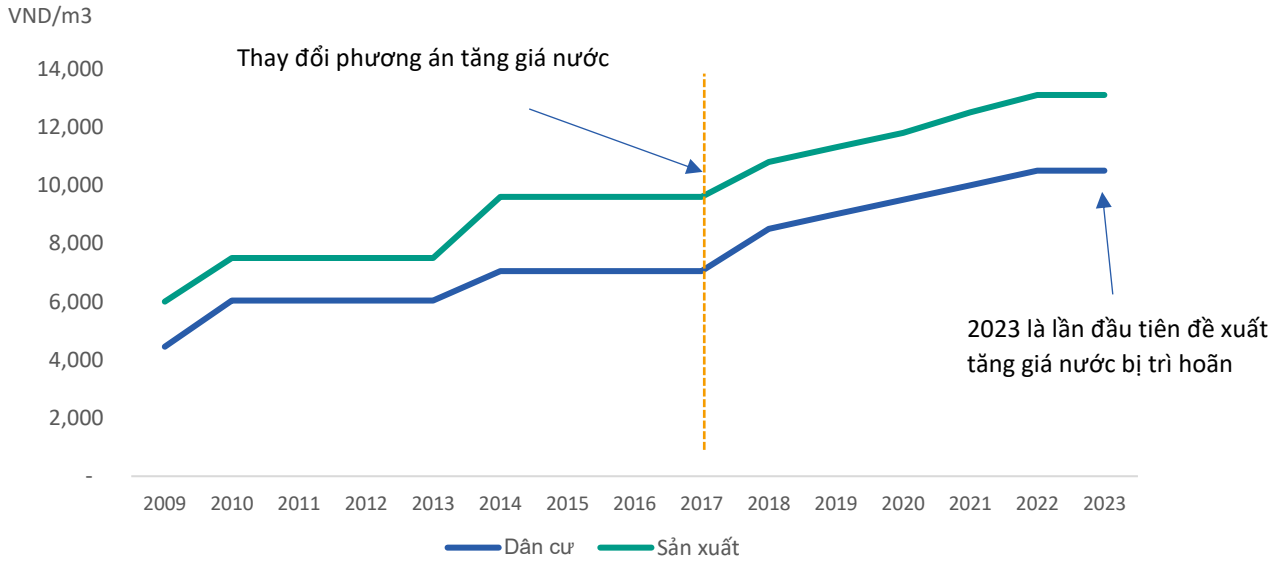


Kỳ vọng giá dịch vụ mới sẽ giúp biên gộp mảng xử lý rác thải và nước thải quay về mức hợp lý.



Nguồn: BWE, BSC Research

Giá bán lẻ nước sạch ở tỉnh Bình Dương



Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương

Chúng tôi thận trọng đặt giả định UBND sẽ phê duyệt tăng giá nước vào Q3/2025, chậm hơn 1 năm so với kế hoạch của BWE nhưng sớm hơn 2 năm so với dự báo trước. Mức tăng trung bình 5%/năm.

Thay đổi dự báo giá bán lẻ nước sạch trung bình ở Bình Dương

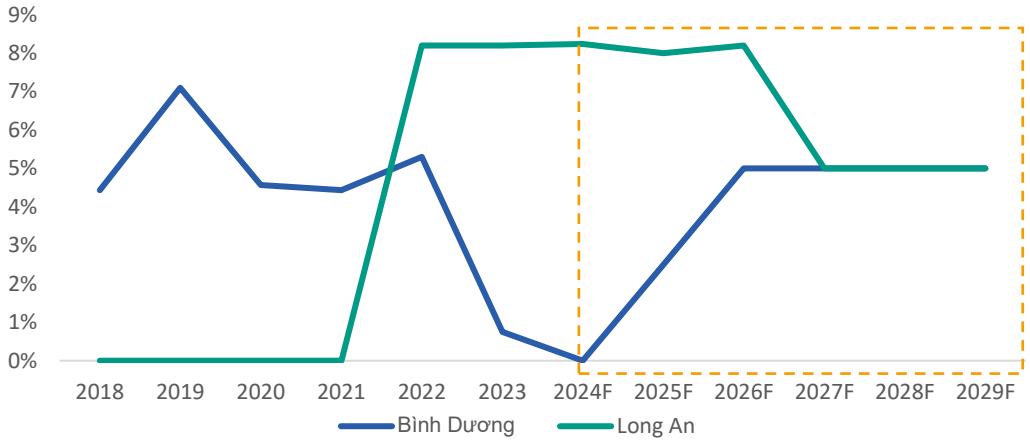
Mức tăng giá bán lẻ nước sạch	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Dự báo cũ	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	4.6%	4.4%	5.3%	5.0%
Dự báo mới	0.0%	2.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	2.5%	2.5%

Nguồn: BSC Research

Ngoài ra, từ tháng 6/2024. UBND tỉnh Long An sẽ ra thông báo tăng giá nước khoảng 8% so với giá bán lẻ trước đó. Thông tin này nằm trong dự báo và chúng tôi vẫn duy trì giả định giá bán lẻ nước sạch ở Long An tiếp tục tăng 8%/năm trong giai đoạn 2024 – 2026 trước khi giảm mức độ tăng xuống còn 5%/năm.

Mức tăng giá nhanh ở Long An đến từ việc 1) giá bán nước sạch không thay đổi trong 1 thời gian dài 2016 – 2021 và 2) giúp các doanh nghiệp mở rộng mạng lưới đường ống, nâng công suất nhằm đáp ứng nhu cầu ngày một tăng nhanh của địa phương (công ty Biwase Long An và cấp thoát nước Long An đã hoạt động vượt công suất).

Tốc độ tăng giá nước ở 2 khu vực chính của BWE



Nguồn: BSC Research dự phóng, UBND Long An, UBND Bình Dương

3. Các công ty liên kết có những tiến triển tích cực.

Trong danh mục đầu tư của BWE, công ty Gia Tân và Cần Thơ được đẩy mạnh đầu tư đường ống và nâng công suất giúp cải thiện lợi nhuận. Lợi nhuận của các công ty liên kết khác chưa ghi nhận thay đổi đáng kể trong Q1/2024.

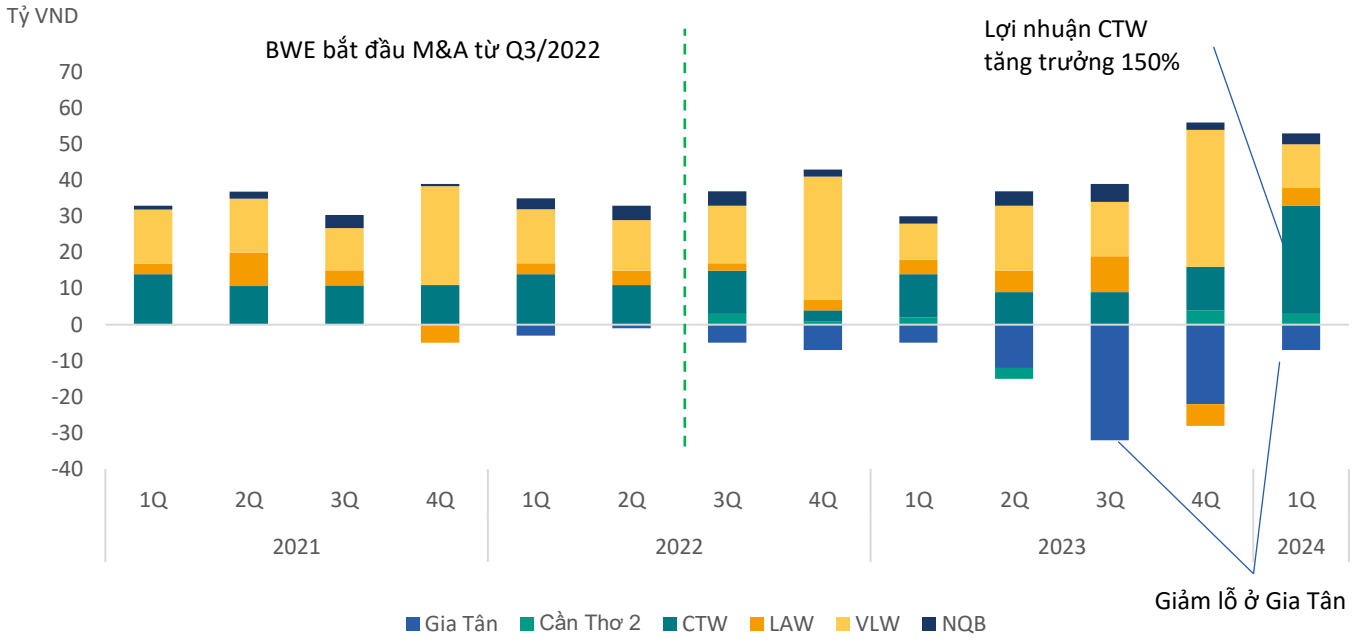
Công ty Gia Tân (BWE sở hữu 34.2%): trong năm 2022 - 2023, công ty Gia Tân tiến hành tăng vốn để 1) tăng công suất từ 20,000 m3/ngày đêm lên mức 40,000 m3/ngày đêm, 2) nâng cấp mạng lưới đường ống giúp giảm tỷ lệ thất thoát nước từ 15% xuống mức 5% trong năm 2023. Trong Q1/2024, Gia Tân ghi nhận lỗ khoảng 7 tỷ VND, giảm đáng kể so với mức lỗ 22 tỷ VND trong quý trước. Dự kiến trong năm 2024, công ty Gia Tân giảm mức lỗ từ 72 tỷ VND xuống còn lỗ 30 tỷ VND hoặc hòa vốn.

Công ty Cần Thơ (CTW, BWE sở hữu 24.6%): lợi nhuận trong Q1/2024 đạt 30 tỷ VND, +150% YoY nhờ 1) sản lượng tiêu thụ nước sạch tăng 22% YoY, 2) giá bán trung bình tăng 14% YoY (giai đoạn 2019 – 2024 giá nước sạch ở Cần Thơ không tăng và tăng bù 2.8%/năm) và 3) doanh thu từ hoạt động lắp đặt đồng hồ nước đạt 30 tỷ VND, tăng 28 tỷ VND so với cùng kỳ (tăng thêm khách hàng đấu nối ống nước). Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của CTW sẽ tăng trưởng 100% trong cả năm 2024.

Công ty Biwase Long An (công ty con): Dự kiến giá bán lẻ nước sạch ở Long An sẽ tăng 8% trong tháng 6/2024. Dự án mở rộng nhà máy nước Nhị Thành từ 60,000 m3/ngày đêm lên mức 120,000 m3/ngày đêm có thể được khởi công trong Q3/2024. Hiện tại nhà máy đã hoạt động vượt 100% công suất do đó chúng tôi kỳ vọng nhà máy chỉ cần khoảng 1-2 năm để lấp đầy công suất mới.

BWE bắt đầu thực hiện M&A trong Q2/2022 và đẩy mạnh mua thêm cổ phần trong Q2/2023 do đó lợi nhuận từ công ty liên kết vẫn chưa đóng góp đáng kể. Nhìn chung, BWE đang tập trung đầu tư cho khu vực Long An và Đồng Nai, xét về triển vọng dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm khả quan với các công ty liên kết (tham khảo báo cáo trước).

Lợi nhuận sau thuế của các công ty liên kết, cải thiện đáng kể ở công ty Gia Tân và CTW



Nguồn: BWE, BSC Research

Kế hoạch đầu tư năm 2024 của các công ty liên kết

Công ty	Hạng mục	Tổng mức đầu tư (tỷ VND)	Nguồn tài trợ
Gia Tân	Đầu tư ống trục, cống hộp nước thô	130	Phát hành tăng 122 tỷ VND vốn chủ (BWE cần góp thêm 42 tỷ VND) và vốn vay
CTW	Cải tạo đường ống	50	Vốn tự có và vốn vay
VLW	Tăng công suất nhà máy nước Vũng Liêm từ 3,000 m3 lên 9,600 m3/ngày đêm Cải tạo các đường ống	74	Vốn tự có và vốn vay

Nguồn: Báo cáo thường niên của các công ty

Tiến độ triển khai các dự án ở Bình Dương và Long An

Dự án	Tổng mức đầu tư	Tiến độ
Nâng công suất nhà máy nước Biwase - Long An tăng gấp đôi đạt mức 120,000 m3/ngày đêm	Khoảng 1,000 tỷ VND	Dự kiến trong Q3/2024 sẽ được tiến hành xây dựng, giải ngân khoảng 500 tỷ trong Q4/2024 và hoàn thành trong năm 2025. Thủ tục pháp lý ở khu vực này mất nhiều thời gian hơn so với tỉnh Bình Dương
Nâng công suất nhà máy nước và mở rộng mạng lưới đường ống của nhà máy Chơn Thành, tân Hiệp, Uyên Hưng, Bàu Bàng	Khoảng 900 tỷ VND	Đã giải ngân 65 tỷ VND xây các tuyến ống truyền tải nước và khoảng 8 tỷ VND các chi phí chung khác. Tiến độ giải ngân còn chậm do vướng mắt một số thủ tục pháp lý. Dự kiến trong Q3/2024 sẽ đẩy mạnh giải ngân trở lại.

Nguồn: BWE, BSC Research

III. Dự báo kết quả kinh doanh 2024/2025

(Tỷ VND)	2024F mới	2025F	2024/2023	2025/2024	2024F cũ	2024F mới/cũ
Sản lượng nước sạch (triệu m3)	194.2	203.0	6.0%	4.6%	190.6	1.9%
Giá bán trung bình	12,004	12,304	0.0%	2.5%	12,004	0.0%
Doanh thu thuần	**3,978**	**4,303**	**12.8%**	**8.2%**	**3,813**	**4.3%**
- Cung cấp nước sạch	*2,511*	*2,722*	*8.2%*	*8.4%*	*2,461*	*2.0%*
- Xử lý rác thải	*835*	*929*	*17.4%*	*11.3%*	*750*	*11.3%*
- Xử lý nước thải	*181*	*162*	*151.3%*	*-10.6%*	*160*	*13.1%*
- Khác	*452*	*490*	*7.1%*	*8.4%*	*443*	*2.0%*
Lợi nhuận gộp	**1,690**	**1,852**	**8.2%**	**9.6%**	**1,573**	**7.5%**
Chi phí bán hàng	398	430	7.5%	8.2%	400	-0.5%
Chi phí QLDN	239	259	12.8%	8.2%	214	11.8%
EBIT	**1,053**	**1,163**	**7.5%**	**10.5%**	**959**	**9.8%**
Doanh thu tài chính	88	94	-30.3%	7.3%	98	-10.4%
Chi phí tài chính	374	339	-5.1%	-9.5%	275	36.0%
-Lãi vay	314	294	-8.8%	-6.3%	268	17.1%
Lãi/(lỗ) từ LDLK	28	28			17	64.7%
LNTT	**805**	**958**	5.9%	19.0%	**806**	-0.1%
LNST	**716**	**852**	4.0%	19.0%	**717**	-0.2%
NPATMI	**716**	**852**	4.0%	19.0%	**717**	-0.2%
			Thay đổi	**Thay đổi**		**Thay đổi**
%GPM	**42.5%**	**43.1%**	**-1.8%**	**0.6%**	**41.20%**	**1.3%**
- Cung cấp nước sạch	*55%*	*55%*	*-0.9%*	*0.0%*	*53%*	*2.0%*
- Xử lý rác thải	*18%*	*20%*	*2.4%*	*2.0%*	*17%*	*1.0%*
- Xử lý nước thải	*18%*	*20%*	*2.7%*	*2.0%*	*22%*	*-4.0%*
- Khác	*28%*	*28%*	*-5.6%*	*0.0%*	*27%*	*1.0%*
%SG&A/Doanh thu	**16%**	**16%**	**-0.5%**	**0.0%**	**16%**	**0.0%**

Nguồn: BSC Research, BWE

Dự báo 2024/2025:

Doanh thu đạt 3,978 tỷ VND (+13% YoY)/ 4,303 tỷ VND (+8% YoY) nhờ:

- **Mảng nước sạch doanh thu tăng +8.2%/+8.4%:**
  - Sản lượng nước sạch tăng trưởng +6%/+5% nhờ hoạt động sản xuất của tỉnh phục hồi trở lại, có thể thêm khách hàng hộ dân cư mới nhờ mở rộng mảng lưới đường ống.
  - Giá bán trung bình tăng +0%/+2.5% với giả định UBND phê duyệt tăng giá bán vào Q3.2025.
  - Đóng góp doanh thu của Biwase – Long An từ 2H2023.
- **Mảng xử lý rác thải và nước thải tăng lần lượt +23%/+11% và 151%/-11%.** Doanh thu tăng mạnh trong năm 2024 và chậm lại trong năm 2025 vì một số vấn đề về thủ tục hành chính dẫn đến một phần doanh thu năm 2023 được ghi nhận sang năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp đạt 42.2%/43.1%, giảm 2.1% trong năm 2024 do giá dịch vụ ở mảng xử lý rác rải, nước thải không tăng trong khi chi phí đầu vào, chúng tôi kỳ vọng biên gộp 2 mảng này sẽ được giải thiện sau khi UBND phê duyệt tăng giá dịch vụ trong Q3.2024.

Dẫn đến, NPATMI đạt 716 tỷ VND (+4% YoY)/ 853 tỷ VND (+19% YoY).

Điều chỉnh trọng yếu của dự báo mới so với dự báo trước

Mảng nước sạch: 1) sản lượng tiêu thụ nước sạch 2024 tăng thêm 2 điểm %, 2) giá bán trung bình bắt đầu tăng từ năm 2025 (sớm hơn 2 năm so với dự báo trước).

Chi phí tài chính năm 2024 tăng 36% chủ yếu do lỗ tỷ giá: điều chỉnh giả định mất giá trung bình của tỷ giá từ 1% lên 3% trong năm 2024.

Biên lợi nhuận gộp mảng nước sạch tăng 2 điểm % do chi phí đầu vào tăng chậm hơn dự báo.

IV. Định giá

Chúng tôi điều chỉnh khuyến nghị từ NẮM GIỮ lên **MUA** đối với cổ phiếu BWE, giá mục tiêu năm 2024 là **49,550 VND/CP (upside 16%** so với giá ngày 04/06/2024) dựa theo phương pháp định giá kết hợp từng phần và hệ số nhân.

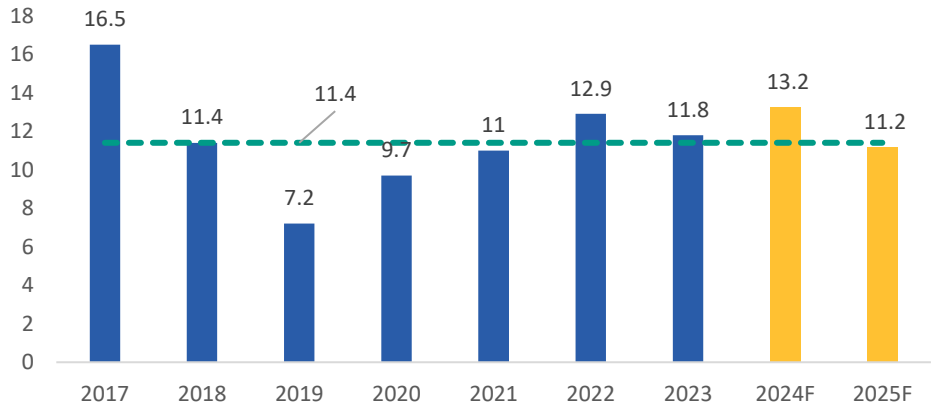
Phương pháp định giá từng phần: Điều chỉnh từ 39,600 VND/CP lên mức 50,800 VND/CP do 1) tăng sản lượng nước tiêu thụ thêm 2 điểm % với kết quả tích cực trong 4 tháng 2024, 2) giá bán trung bình bắt đầu tăng từ năm 2025 (sớm hơn 2 năm so với dự báo trước).

Tỷ VND	Phương pháp	Giá trị	% Tỷ lệ sở hữu	NAV mới	NAV cũ	Mới/cũ
Hoạt động ở Bình Dương	**DCF**	**13,119**	**100%**	**13,202**	**10,948**	**21%**
CTW	DCF	501	24.6%	123	101	22%
DNW	DCF	3,985	18.8%	749	698	7%
LAW	Book value	102		102	102	0%
NQB	Book value	99		99	95	4%
Cấp nước Cần Thơ 2	Book value	153		153	151	1%
CTCP Cấp nước Gia Tân *	Book value	138		138	106	30%
CTCP Cấp nước Vĩnh Long	Book value	218		218	218	0%
PRT	Book value	214		214	214	0%
Tổng CT thương mại NXK Thanh Lễ	Book value	18		18	18	0%
CTCP ĐT XD Chánh Phú Hòa	Book value	571		571	418	37%
Khác	Book value	62		62	62	0%
Tổng giá trị				**15,650**	**13,131**	19%
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn				752	501	50%
(-) nợ vay				5,224	4,916	6%
Tổng giá trị đánh giá lại				**11,095**	**8,716**	27%
Số lượng cổ phiếu (triệu)				219.9	219.9	
Giá mục tiêu				**50,800**	**39,600**	28%
Giá hiện tại				42,550		
Tiềm năng tăng giá				19%		
Lợi suất cổ tức				0.0%		
Tổng mức lợi nhuận				**19%**		

Nguồn: BSC Research, (*) tăng vốn

Phương pháp hệ số nhân: Xét theo phương pháp định giá P/E, lợi nhuận dự phóng năm 2025 đạt 848 tỷ VND với hệ số nhân mục tiêu là 11.4 (trung vị giai đoạn 2017 – 2023). Giá mục tiêu là 44,000 VND/CP.

Chỉ số P/E của BWE



Nguồn: Fiinpro, BSC Research

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp và cho ra giá mục tiêu đạt 49,200 VND/CP, upside 14%.

Phương pháp	Tỷ lệ	Đóng góp định giá (VND/CP)
Từng phần	80%	40,650
P/E	20%	8,900
Giá mục tiêu		**49,550**
Upside so với ngày 03/06/2024		**16%**

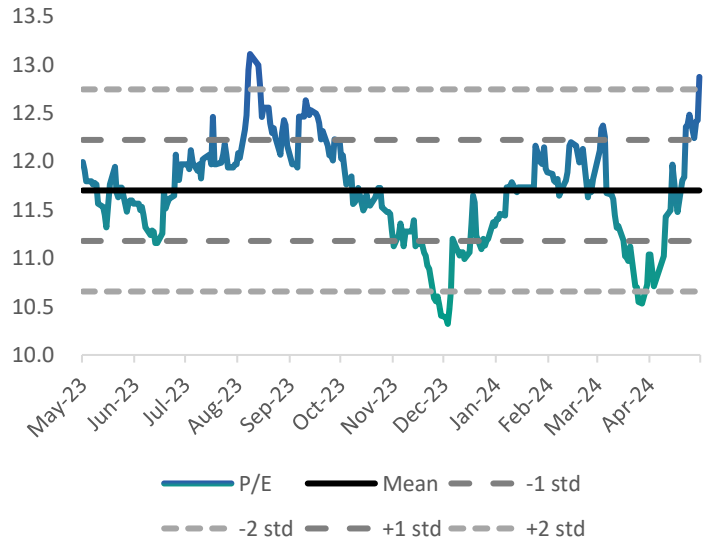
V. Phụ lục

Danh sách các nhà máy của BWE, tháng 4/2024.

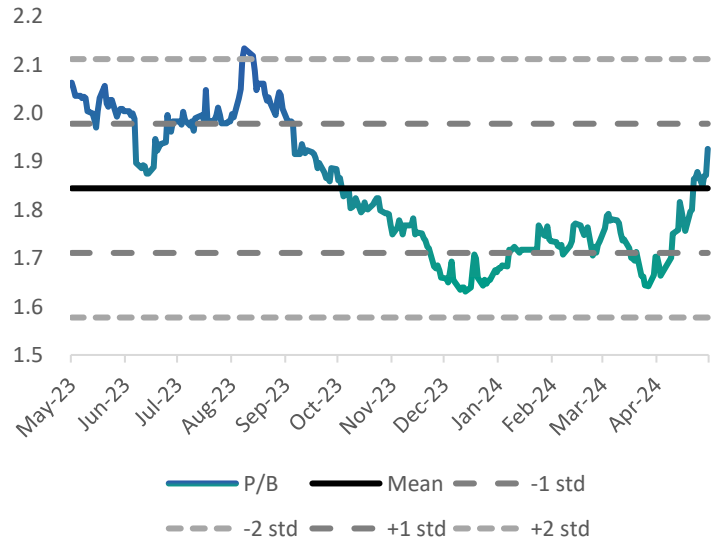
Tên nhà máy	Công suất (m3/ngày đêm)	Địa bàn kinh doanh
Nhà máy nước sạch	**905,000**	
Nhà máy nước Khu Liên Hợp	250,000	KCN Mỹ Phước 1, 2, 3, 4, KCN An Tây và Bàu Bàng
Nhà máy nước Thủ Dầu Một	65,000	TP. Thủ Dầu Một, TP. Thuận An, Bình Dương
Nhà máy nước Thuận An	60,000	TP. Thuận An, Bình Dương
Nhà máy nước Tân Uyên	90,000	KCN Nam Tân Uyên, Bình Dương
Nhà máy nước Nhị Thành	60.000	Huyện Thủ Thừa, Long An
Nhà máy nước Chơn Thành	30,000	Huyện Chơn Thành, Bình Phước
Nhà máy nước Dầu Tiếng	10,000	Thị trấn Dầu Tiếng, Bình Dương
Nhà máy nước Phước Vĩnh	5,000	Thị trấn Phước Vĩnh, Bình Dương
Nhà máy nước Châu Thành	5,000	Huyện Châu thành, Long An
Nhà máy nước Dĩ An*	300,000	TP. Dĩ An, TP. Thuận An, Bình Dương
Nhà máy nước Bàu Bàng**	30,000	KCN Bàu Bàng, Bình Dương
Nhà máy xử lý nước thải	**87,000**	
Nhà máy Thủ Dầu Một	35,000	TP. Thủ Dầu Một
Nhà máy Thuận An	17,000	TP. Thuận An
Nhà máy Tân Uyên	15,000	TP. Tân Uyên
Nhà máy Dĩ An	20,000	TP. Dĩ An

Nguồn: BWE, (*) TDM đầu tư 75% công suất, (**) TDM đầu tư hoàn toàn.

Diễn biến P/E của cổ phiếu



Diễn biến P/B của cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Doanh thu	3,119	3,484	3,526	3,978	4,303
Giá vốn hàng bán	1,804	2,063	1,964	2,288	2,450
Lợi nhuận gộp	1,315	1,421	1,562	1,690	1,852
Chi phí bán hàng	325	320	370	398	430
Chi phí QLDN	145	182	212	239	259
Lãi/lỗ HDKD	845	919	980	1,053	1,163
Doanh thu tài chính	110	104	126	88	94
Chi phí tài chính	79	226	394	374	339
Chi phí lãi vay	155	170	344	314	294
Lợi nhuận CTLD/LK	8	18	39	28	28
Lãi/lỗ khác	(20)	23	9	10	11
LN trước thuế	864	838	760	805	958
TTNDN	107	93	72	89	106
LN sau thuế	757	745	688	716	852
CĐTS	7	4	8	0	0
LNST-CĐTS	750	741	680	716	852
EBITDA	1,503	1,487	1,650	1,798	1,978
EPS	3,888	3,841	3,525	3,711	4,415

LCTT (tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
(lỗ)/LNST	755	747	679	716	852
Khấu hao và phân bổ	484	479	546	679	726
Thay đổi vốn lưu động	(230)	133	(32)	(331)	157
Điều chỉnh khác	(117)	(56)	(123)	(77)	(77)
LCTT từ HĐ KD	892	1,303	1,070	987	1,658
Tiền chi mua TSCĐ	(770)	(825)	(956)	(796)	(861)
Đầu tư khác	(311)	(825)	(256)	49	49
LCTT từ HĐ đầu tư	(1,081)	(1,650)	(1,212)	(747)	(812)
Tiền chi trả cổ tức	(225)	(236)	(256)	0	0
Tiền từ vay ròng	68	383	704	(279)	(288)
Tiền thu khác	94	(1)	75	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	(63)	146	523	(279)	(288)
Dòng tiền đầu kỳ	728	476	275	657	618
Tiền trong kỳ	(252)	(201)	382	(39)	558
Dòng tiền cuối kỳ	476	275	657	618	1,176

CĐKT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	2,719	2,786	2,706	2,796	3,451
Tiền & Tương đương tiền	476	275	655	618	1,176
Đầu tư ngắn hạn	600	872	265	265	265
Phải thu ngắn hạn	911	912	781	823	868
Hàng tồn kho	698	714	923	1,008	1,060
TS ngắn hạn khác	35	13	82	82	82
Tài sản dài hạn	6,355	7,201	9,416	9,088	9,222
Tài sản hữu hình	3,253	3,617	4,538	4,483	4,617
Tài sản dở dang dài hạn	1,104	1,000	1,395	1,395	1,395
Đầu tư dài hạn	981	1,447	2,089	2,079	2,079
Tài sản dài hạn khác	1,016	1,138	1,131	1,131	1,131
Tổng Tài sản	9,074	9,987	12,122	11,884	12,673
Tổng nợ ngắn hạn	2,008	1,989	2,385	2,181	2,435
Nợ phải trả	198	184	453	249	503
Vay ngắn hạn	1,210	1,326	1,433	1,433	1,433
Nợ ngắn hạn khác	600	479	499	499	499
Tổng nợ dài hạn	3,141	3,460	4,773	4,034	3,746
Vay dài hạn	2,371	2,692	3,997	3,728	3,440
DT chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	770	768	776	306	306
Tổng nợ phải trả	5,149	5,449	7,158	6,215	6,180
Vốn góp	1,929	1,929	1,929	1,929	1,929
Thặng dư vốn cổ phần	621	621	621	621	621
LN chưa phân phối	606	957	1,019	1,627	2,351
Vốn chủ khác	722	987	1,233	1,340	1,468
Cổ đông thiểu số	47	44	162	162	162
Tổng vốn chủ sở hữu	3,925	4,538	4,964	5,680	6,531
Tổng nguồn vốn	9,074	9,987	12,122	11,895	12,712
SLCP (triệu)	193	193	193	193	193

Chỉ số (%)	2021	2022	2023	2024F	2025F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.4	1.4	1.1	1.3	1.4
Hệ số TT nhanh	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	57%	55%	59%	52%	49%
Hệ số Nợ/VCSH	131%	120%	144%	109%	95%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	133.5	124.9	152.1	154.0	154.0
Số ngày phải thu	50.1	52.4	50.7	49.0	49.0
Số ngày phải trả	42.7	33.8	59.2	56.0	56.0
CCC	141.0	143.5	143.6	147.0	147.0
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	42%	41%	44%	42%	43%
Biên Lợi nhuận ròng	24%	21%	20%	18%	20%
ROE	20.64%	17.61%	14.48%	13.45%	13.95%
ROA	8.74%	7.82%	6.22%	5.96%	6.94%
Định giá					
PE	14.0	12.9	12.0	11.5	9.7
PB	0.0	0.0	1.7	1.5	1.3
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	3%	12%	1%	13%	8%
Tăng trưởng EBIT	36%	-1%	10%	1%	12%
Tăng trưởng LNTT	45%	-3%	-9%	311%	320%
Tăng trưởng EPS	37%	-1%	-8%	5%	19%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự VND ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Thái Holdings

210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: +84439352722

Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh

Tel: +84838218885

Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn

https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>