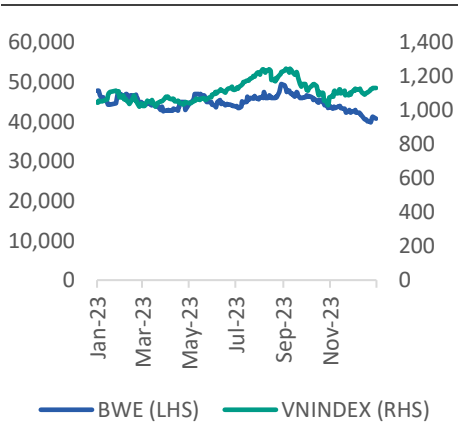


KHUYẾN NGHỊ		NĂM GIỮ	CTCP TỔNG CT NƯỚC – MÔI TRƯỜNG BÌNH DƯƠNG (HSX: BWE) TÍCH LŨY CHO BỨT PHÁ TRONG DÀI HẠN		
Giá hiện tại:	40,700	Ngày viết báo cáo:	02/01/2024	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (triệu)	192.9	CTCP Nước Thủ Dầu Một	37.4%
Giá mục tiêu mới:	43,800	Vốn hóa (tỷ VND)	9,337	BCM	19.4%
Lợi suất cổ tức:	3.1%	Thanh khoản bình quân 10 phiên:	224,400	ISK corp. Co. Ltd	6.2%
Upside:	10.7%	% Sở hữu nước ngoài:	16.7%		

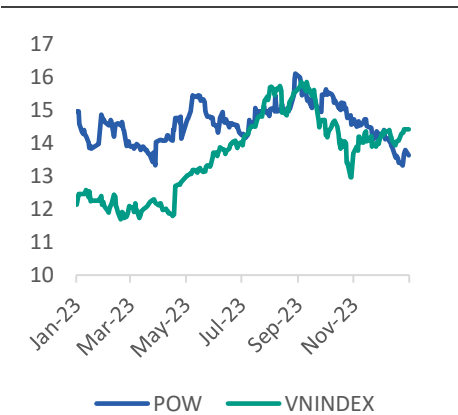
Research Department:

Nguyen Dan Truong
(Điện – đàm - 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

Dựa vào phương pháp định giá SoTP chúng tôi đưa ra khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu BWE với giá mục tiêu năm 2024 là **43,800VND/CP (upside 10.7%** so với giá ngày 02/01/2024, bao gồm tỷ suất cổ tức 3%).

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

- BSC dự báo **doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2023** của BWE lần lượt đạt **3,444 tỷ VND (-1% YoY)** và **711 tỷ VND (-4% YoY)** chủ yếu đến từ:
 - Doanh thu xử lý rác thải và nước thải giảm lần lượt -8% YoY và -36% YoY do hoạt động sản xuất ở Bình Dương bị đình trệ, được bù đắp bởi doanh thu cung cấp nước sạch tăng 9% YoY nhờ hợp nhất doanh thu công ty con.
 - Chi phí lãi vay tăng 70% do dư nợ tăng và môi trường lãi suất cao.
- Doanh thu và lợi nhuận thuần năm 2024** của BWE dự báo sẽ đạt **3,725 tỷ VND (+8% YoY)** và **758 tỷ VND (+7% YoY)**. Doanh thu nước sạch, xử lý rác thải, nước thải tăng lần lượt 5% YoY, 16% YoY, 19% YoY được hỗ trợ bởi sự phục hồi của hoạt động sản xuất ở tỉnh Bình Dương và nhà máy nước, xử lý rác được nâng công suất.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Sản lượng nước thương phẩm tiếp tục tăng và khối lượng rác thải phục hồi nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp ở tỉnh Bình Dương khởi sắc.
- Tăng thêm khách hàng mới nhờ 1) đầu tư tăng đường ống nước và nâng công suất nhà máy xử lý rác thải và 2) dân số và tỷ lệ đô thị hóa ở tỉnh Bình Dương được dự báo tiếp tục gia tăng.
- Triển vọng dài hạn sẽ đến từ các công ty liên kết.

CATALYST: UBND tỉnh Bình Dương có thể duyệt kế hoạch tăng giá nước trong năm 2024.

RỦI RO

- Kinh tế tỉnh Bình Dương phục hồi yếu hơn dự báo.
- Các công ty liên kết hoạt động kém hiệu quả.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

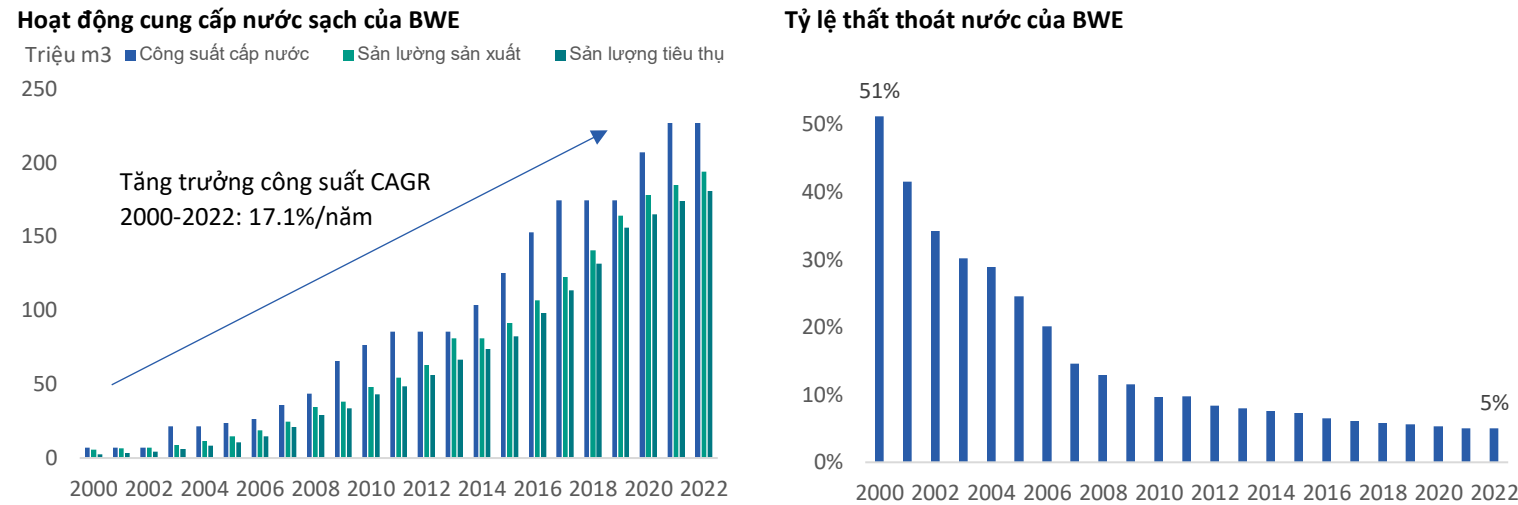
KQKD 9T2023: Doanh thu đạt **2,422 tỷ VND (-0.7% YoY)**, lợi nhuận thuần đạt **528 tỷ VND (-10% YoY)**, nguyên nhân chính do chi phí lãi vay tăng +75% YoY với dư nợ tăng và lãi suất cao so với cùng kỳ. Như vậy, trong 9T2023, BWE đã hoàn thành 61% chỉ tiêu kế hoạch doanh thu và 69% chỉ tiêu LNST-CĐTS 2023.

	2021	2022	2023F	VN-Index		2021	2022	2023F	2024F
PE (x)	14.0	12.9	12.5	14.0	Doanh thu thuần	3,118	3,484	3,444	3,725
PB (x)	2.3	1.9	1.6	1.6	Lợi nhuận gộp	1,314	1,420	1,457	1,544
P/S (x)	2.9	2.4	2.4	1.5	LNST-CĐTS	750	741	667	743
ROE (%)	21%	18%	13%	16.8%	EPS	3,888	3,841	3,457	3,850
ROA (%)	9%	8%	6%	5.7%	% Tăng trưởng EPS	37%	-1%	-10%	11%

I. Tổng quan doanh nghiệp

Giới thiệu chung: CTCP Nước - Môi trường Bình Dương hoạt động chính trong lĩnh vực cung cấp nước sạch, xử lý rác thải và nước thải phục vụ sinh hoạt đô thị và công nghiệp, địa bàn hoạt động chính là tỉnh Bình Dương và đang mở rộng sang các tỉnh thành lân cận khác.

Được quy hoạch bài bản và cùng với đó là sự phát triển nhanh chóng của tỉnh Bình Dương đã tạo tiền đề cho BWE tăng trưởng công suất cấp nước với CAGR 17%/năm trong giai đoạn 2000-2022 và có tỷ lệ thất thoát nước thấp nhất trong ngành (khoảng 5%).

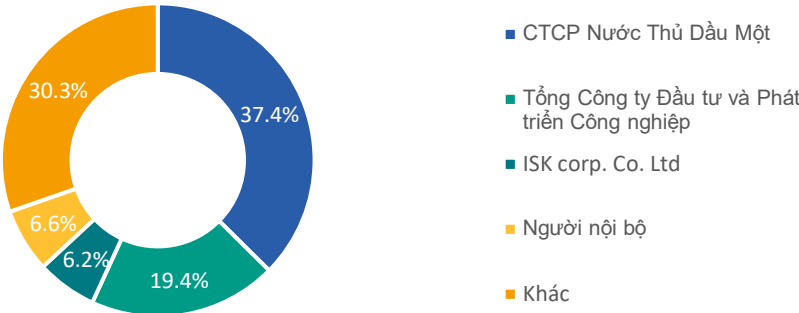


Nguồn: BWE

Nguồn: BWE

Cơ cấu cổ đông của BWE khá cô đặc. Tỷ lệ sở hữu của các cổ đông lớn và các cổ đông nội bộ là **70%**, như vậy, lượng cổ phiếu trôi nổi là 58.5 triệu cổ phiếu và khối lượng giao dịch bình quân mỗi ngày vào khoảng 120,000 cổ phiếu, cho thấy đa số cổ đông có thời gian đầu tư lâu dài với cổ phiếu BWE.

Cơ cấu cổ đông BWE tại ngày 30/06/2023



Nguồn: BWE

Ban lãnh đạo có thâm niên lâu năm. Ông Nguyễn Văn Thiên có 20 kinh nghiệm làm việc tại công ty và hiện đang là chủ tịch hội đồng quản trị (HĐQT), và nắm giữ 4.39% cổ phần công ty. Ba thành viên HĐQT đại diện cho 2 cổ đông lớn: ông Trần Chiến Công đại diện sở hữu của BCM, ông Nguyễn Thanh Phong và ông Nguyễn Văn Trí là thành viên HĐQT của TDM.

Bảng 1: Ban lãnh đạo năm 2023

STT	Họ & tên	Chức vụ	Số lượng cổ phiếu	Thời điểm bổ nhiệm chức vụ
Hội đồng quản trị				
1	Nguyễn Văn Thiên	Chủ tịch HĐQT	8.461.590 cp (4.39%)	2006
2	Trần Chiến Công	Thành viên HĐQT/ Tổng giám đốc	Cá nhân: 1.590.149 cp (0.82%) Đại diện cho BCM: 37.500.000 cp (19.4%)	2016
3	Dương Hoàng Sơn	Thành viên HĐQT	321.100 cp (0.17%)	2007
4	Nguyễn Văn Trí	Thành viên HĐQT	200.000 cp (0.1%)	2016
5	Nguyễn Thanh Phong	Thành viên HĐQT	1.929.1000 cp (1%)	2016
6	Tạ Trọng Hiệp	Thành viên HĐQT độc lập	200.000 cp (0.1%)	2016
7	Phạm Thanh Vũ	Thành viên HĐQT độc lập	0	2022

STT	Họ & tên	Chức vụ	Số lượng cổ phiếu	Thời điểm bổ nhiệm chức vụ
Ban giám đốc				
1	Trần Chiến Công	Thành viên HĐQT/ Tổng giám đốc	Cá nhân: 1.590.149 cp (0.82%) Đại diện cho BCM: 37.500.000 cp (19.4%)	2015
2	Dương Hoàng Sơn	Phó tổng giám đốc	321.100 cp (0.17%)	2007
3	Phạm Thanh Hùng	Phó tổng giám đốc	120.000 cp (0.06%)	2020
4	Ngô Văn Lui	Phó tổng giám đốc	7.700 cp	1990
5	Mai Song Hào	Phó tổng giám đốc	113.600 cp	2022
6	Trần Tấn Đức	Kế toán trưởng	56.100 cp	2011

Nguồn: BWE

Công ty con, công ty liên kết và các khoản góp vốn: Tổng giá trị khoản đầu tư vào công ty liên kết, đơn vị khác của BWE tại ngày 30/09/2023 là 1,868 tỷ VND (tăng 137% so với năm 2020), trong đó đa số các công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp nước sạch (bảng 1). Điều này cho thấy BWE đang phát triển ra khỏi tỉnh Bình Dương thông qua hoạt động M&A.

Bảng 2: Danh sách các công ty con, công ty liên kết và góp vốn đầu tư đơn vị khác của BWE, tại ngày 30/09/2023.

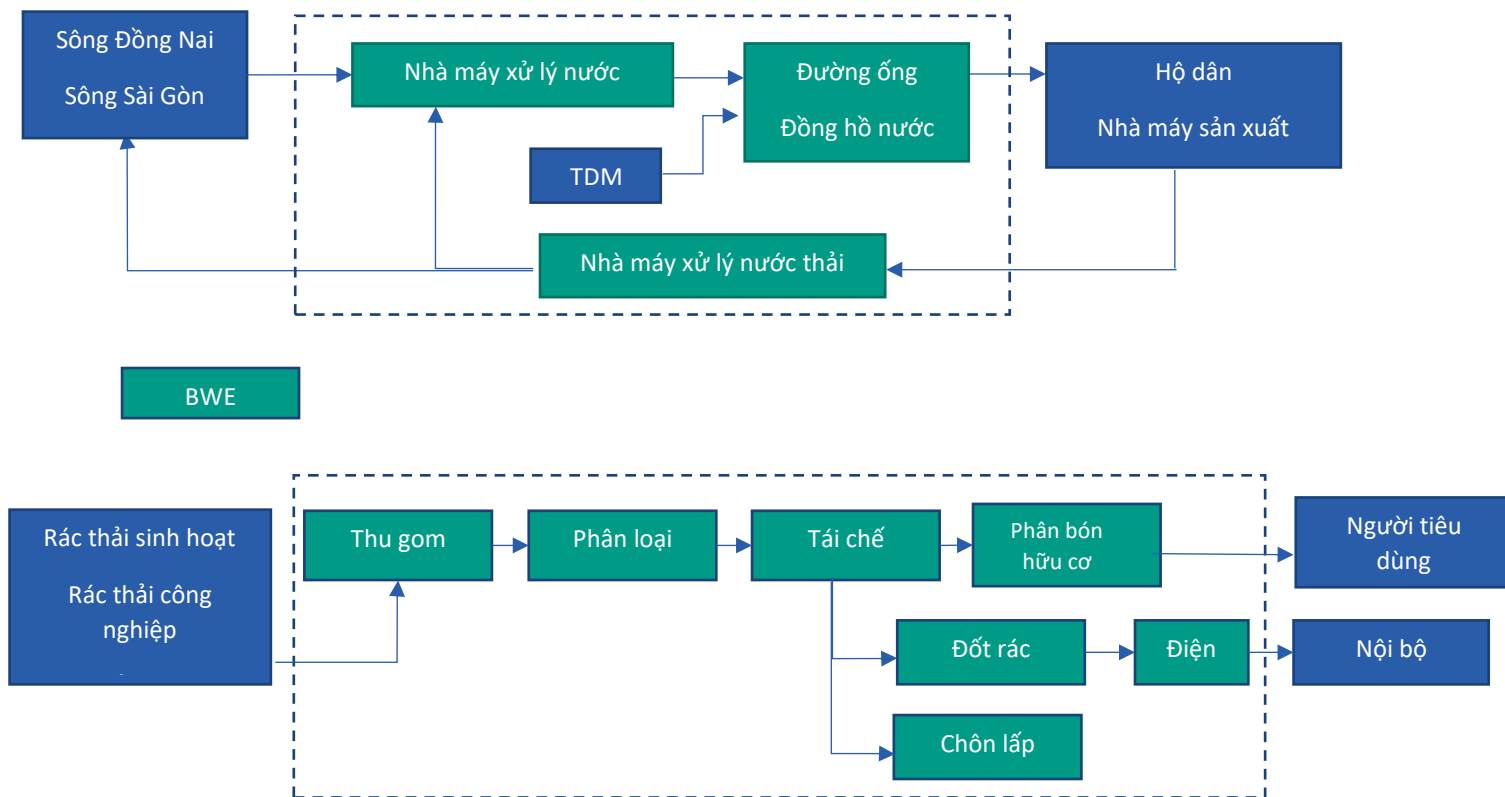
Công ty	Lĩnh vực kinh doanh	Địa bàn kinh doanh	Tỷ lệ sở hữu của BWE	Giá gốc đầu tư (tỷ VND)
Công ty con				567
CTCP Xây Lắp – Điện BIWASE	Sản xuất điện, thi công hệ thống điện	Bình Dương	60.00%	50
CTCP Biwase – Long An *	Cung cấp nước sạch	Long An	90.1%	499
CTCP Nước và môi trường Cần Đước	Cung cấp nước sạch	Long An	99.8%	18
CTCP Nước và môi trường Bằng Tâm	Cung cấp nước sạch	Long An	77%	30
CTCP Công trình Đô thị Cần Giuộc	Cung cấp nước sạch	Long An	97.3%	35
CTCP Công trình Đô thị Châu Thành	Cung cấp nước sạch	Cà Mau	96%	31
Công ty liên kết				1,270
CTCP ĐT XD Chánh Phú Hòa	Kinh doanh BĐS	Bình Dương	43.48%	418
CTCP Cấp nước Cần Thơ 2	Cung cấp nước sạch	Cần Thơ	48.86%	151
CTCP cấp nước Cần Thơ (CTW)	Cung cấp nước sạch	Cần Thơ	24.64%	152
CTCP Cấp nước Gia Tân	Cung cấp nước sạch	Đồng Nai	32.52%	141
CTCP Cấp nước Long An (LAW)	Cung cấp nước sạch	Long An	38.0%	153
CTCP Cấp nước Quảng Bình (NQB)	Cung cấp nước sạch	Quảng Bình	41%	152
CTCP Cấp nước Vĩnh Long (VLW)	Cung cấp nước sạch	Vĩnh Long	18%	103
Đầu tư góp vốn vào đơn vị khác				598
CTCP Cấp nước Đồng Nai (DNW)	Cung cấp nước sạch	Đồng Nai	18.8%	361
Tổng CT SX và XNK Bình Dương (PRT)	Thương mại, khu công nghiệp	Bình Dương	4.00%	214
Tổng CT Thương mại XNK Thanh Lễ (TLP)	Kinh doanh xăng dầu, bất động sản	Bình Dương	0.51%	18
Tổng CTCP Phát triển Khu công nghiệp (SNZ)	Phát triển KCN	Đồng Nai	0.04%	5

Nguồn: BWE, 30/09/2023, (*) tên cũ là CTCP Đầu tư Hạ tầng nước DNP Long An

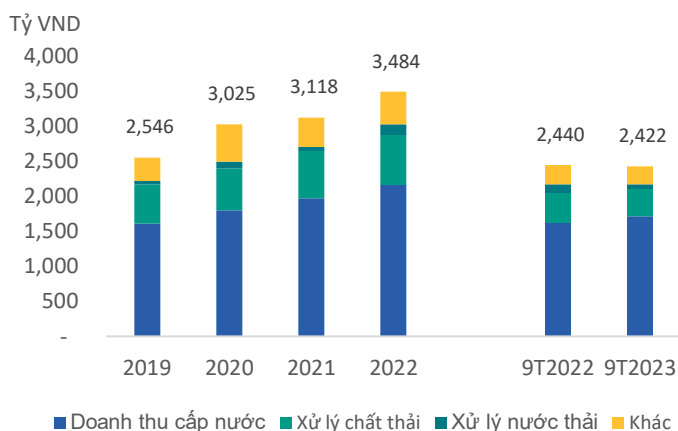
II. Hoạt động kinh doanh

Hoạt động kinh doanh chính của BWE là cung cấp nước sạch, xử lý nước thải và xử lý rác thải, gần như bao quát hết chuỗi giá trị của ngành nước sạch và xử lý chất thải.

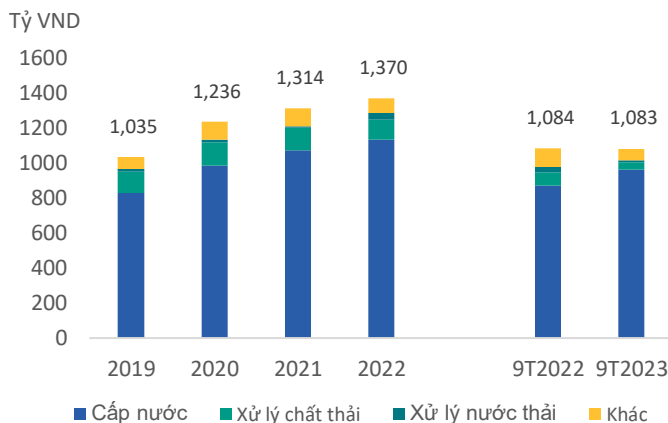
Bảng 3: chuỗi giá trị ngành cung cấp nước sạch, xử lý nước thải, rác thải



Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu lợi nhuận gộp

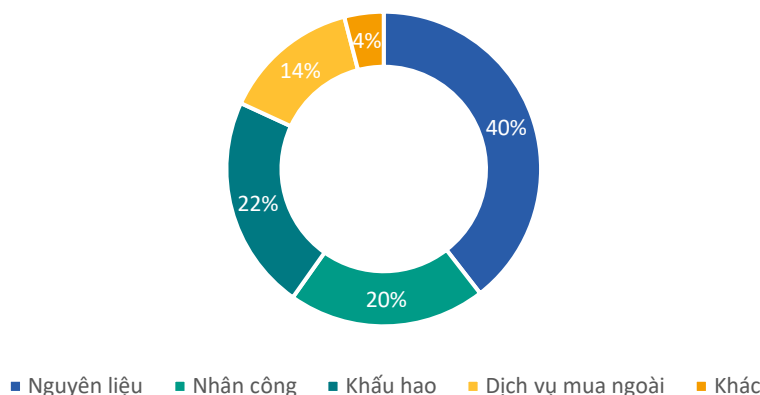


Nguồn: BWE

Nguồn: BWE

Nguồn thu chính của BWE đến từ mảng cung cấp nước sạch, chiếm trên 60% tổng doanh thu, theo sau là mảng xử lý rác thải với khoảng 20% doanh thu, dịch vụ khác (bán nước uống, đường ống, ...) chiếm 16%, khoảng 4% còn lại là xử lý nước thải.

Chi phí sản xuất theo yếu tố của BWE, 9T2023



Nguồn: BWE

Trong cơ cấu chi phí sản xuất năm 9T2023:

- **Chi phí nguyên liệu**, vật liệu đạt 743 tỷ VND, **chiếm 40% tổng chi phí**, trong đó 341 tỷ VND là nước sạch mua từ TDM (cổ đông lớn), 82 tỷ VND dùng để van, đồng hồ nước, ... từ công ty N.T.P (công ty liên quan đến thành viên HĐQT), các nguyên liệu đầu vào này đều có mức biến động giá thấp. Còn lại 320 tỷ VND là chi phí hóa chất, điện, máy đo nước lạnh, ...
- **42% là chi phí nhân công và khấu hao.**
- **14% là chi phí mua ngoài** như thuê máy bơm rửa ống nước, dịch vụ sửa máy bơm, ...

1. Mảng cung cấp nước sạch

Cung cấp nước sạch là mảng kinh doanh chính của BWE đóng góp 60% - 63% doanh thu và 80% lợi nhuận gộp (hình 1 và 2). Với biên lợi nhuận gộp duy trì quanh mức 52% - 54% (mức khá cao so với trung bình ngành).

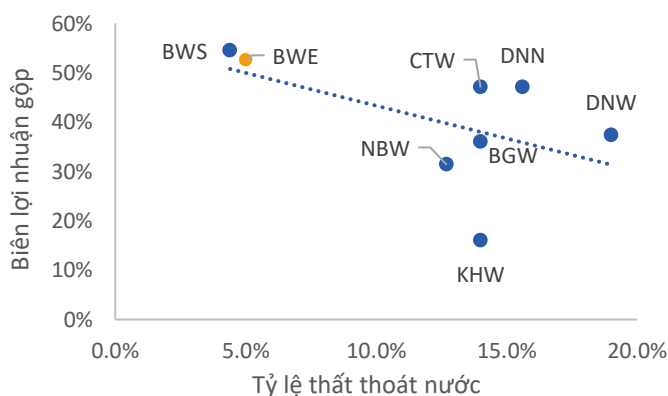
Tỉnh Bình Dương ít xảy ra tình trạng cúp nước vì 1) BWE xây dựng các nhà máy công suất lớn với tầm nhìn 50 năm, phù hợp với quy hoạch, 2) các nhà máy này cũng được kết nối liên thông với nhau, 3) có máy phát điện dự phòng và được quản lý bằng hệ thống SCADA.

• Giá bán nước sạch

Đây là hoạt động kinh doanh chịu sự quản lý của chính quyền địa phương, giá bán nước sạch tới người dùng sẽ được UBND tỉnh quy định mỗi năm hoặc theo một giai đoạn theo hướng dẫn của thông tư 44/2021/TT-BTC, thông thường sẽ tăng 3-5%/năm.

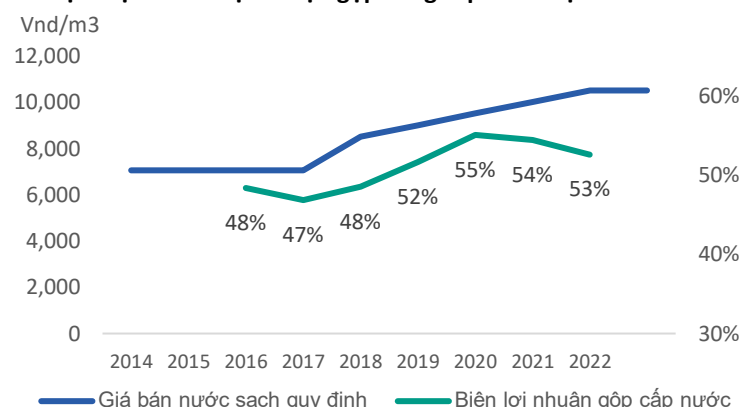
Giá bán lẻ nước sạch ảnh hưởng lớn đến việc kiểm soát tỷ lệ lạm phát của địa phương nên sẽ có giới hạn tối đa, mức giới hạn sẽ khác nhau ở mỗi địa phương, vì thế giá thành sản xuất càng cao, lợi nhuận định mức sẽ càng thấp. Một trong những cách tốt nhất để giảm giá thành là giảm tỷ lệ thất thoát nước, điều này sẽ giúp làm giảm chi phí sản xuất.

So sánh biên lợi nhuận gộp năm 2022



Nguồn: BSC Research tổng hợp

Giá dịch vụ và biên lợi nhuận gộp cung cấp nước sạch



Nguồn: BWE

BWE là một trong những doanh nghiệp sản xuất nước sạch có tỷ lệ thất thoát nước thấp nhất Việt Nam, duy trì quanh mức 5% mỗi năm. Trên thế giới, tỷ lệ thất thoát nước của Nhật Bản năm 2019 là 5.8% - thuộc hàng thấp nhất thế giới, do đó dư địa giảm tỷ lệ thất thoát nước tại các nhà máy thuộc BWE là không còn.

Biên lợi nhuận gộp mảng cấp nước trong giai đoạn 2017-2020 tăng từ 47% lên mức 55% (hình 5) nhờ sự gia tăng của 1) giá bán nước sạch và 2) tỷ lệ nước dùng cho hoạt động sản xuất.

Hiện tại, tỉnh Bình Dương vẫn chưa có thông báo về giá bán nước sạch mới và BWE đang sử dụng giá của năm 2022, BWE đang đề trình bảng giá nước sạch mới cho UBND tỉnh, nếu chứng minh được chi phí sản xuất tăng hơn 5% trong giai đoạn tới, giá bán lẻ nước sạch sẽ được tăng.

Bảng 4: Quy định giá nước sạch ở tỉnh Bình Dương

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Hộ dân cư	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500	10,500
<i>Tăng trưởng</i>		5.9%	5.6%	5.3%	5%	0%
Nước sản xuất						
+Bán sỉ	10,800	11,300	11,800	12,500	13,100	13,100
<i>Tăng trưởng</i>		4.6%	4.4%	5.9%	4.8%	0%
+Bán lẻ	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800	13,800
<i>Tăng trưởng</i>		4.3%	5%	4.8%	4.5%	0%
Kinh doanh, dịch vụ	17,000	18,000	19,000	20,000	21,000	21,000
Cơ quan hành chính	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800	13,800

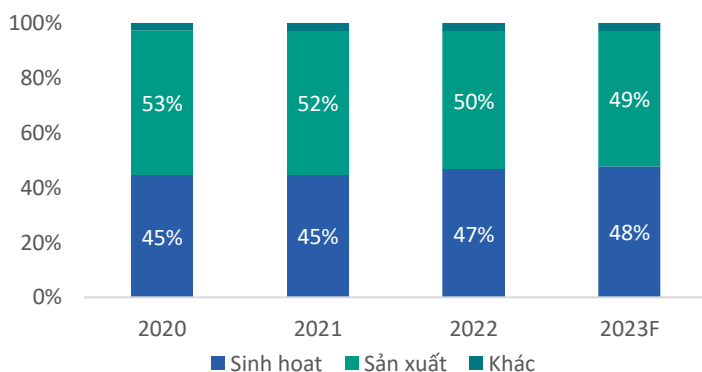
Nguồn: BWE, Ủy Ban nhân dân tỉnh Bình Dương

• Sản lượng tiêu thụ nước sạch

Nước sạch của BWE được cung cấp chủ yếu cho mục đích sinh hoạt và sản xuất. Trong đó, sản xuất chiếm tỷ trọng 50% trong năm 2022, giảm từ mức 52% của năm trước, do nhóm này chỉ tăng 0.1% YoY về sản lượng trong khi nước sinh hoạt tăng 8.7% YoY, nguyên nhân 1) hoạt động sản xuất bị trì trệ trong năm, 2) số lượng khách hàng hộ dân cư tăng.

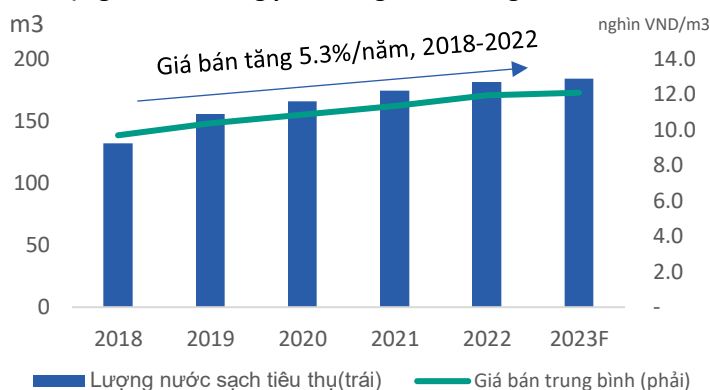
Theo tổng cục thống kê, năm 2021, **tỷ lệ đô thị hóa và tỷ lệ hộ dân được cấp nước sạch ở tỉnh Bình Dương đạt lần lượt 82% và 99.6%**. Tăng trưởng số lượng khách hàng hộ dân cư mới của BWE sẽ phụ thuộc vào tốc độ đô thị hóa.

Cơ cấu khách hàng sử dụng nước của BWE



Nguồn: BWE, BSC Research

Sản lượng nước thương phẩm và giá bán trung bình

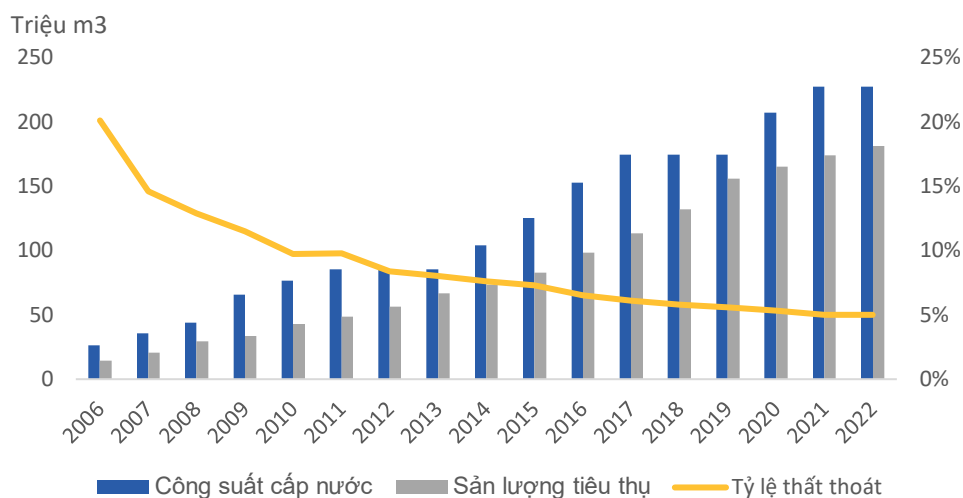


Nguồn: BWE, BSC Research

Về dài hạn, nguồn vốn FDI vẫn là nhân tố quan trọng thúc đẩy nhu cầu nước sản xuất và nhu cầu nước sinh hoạt (do tăng số lượng người lao động đến làm việc ở các nhà máy) ở tỉnh Bình Dương. Theo quyết định 326/QĐ-TTg, chỉ tiêu diện tích đất khu công nghiệp tỉnh Bình Dương là 11,990 ha năm 2025 và 14,990 ha năm 2030, tạo ra nhiều dư địa để thu hút FDI.

Khi sản lượng tiêu thụ đạt 80% - 90% công suất, BWE sẽ đầu tư nâng công suất nhà máy nước để đón đầu nhu cầu của địa phương. Hiện tại BWE đang đầu tư công suất ở các nhà máy nước ở Bình Dương, dự kiến công suất có thể tăng thêm 80,000 m³/ngày đêm trong năm 2024, đạt 980,000 m³/ngày đêm (bao gồm nhà máy ở Long An và Bình Phước).

Hoạt động sản xuất nước của BWE



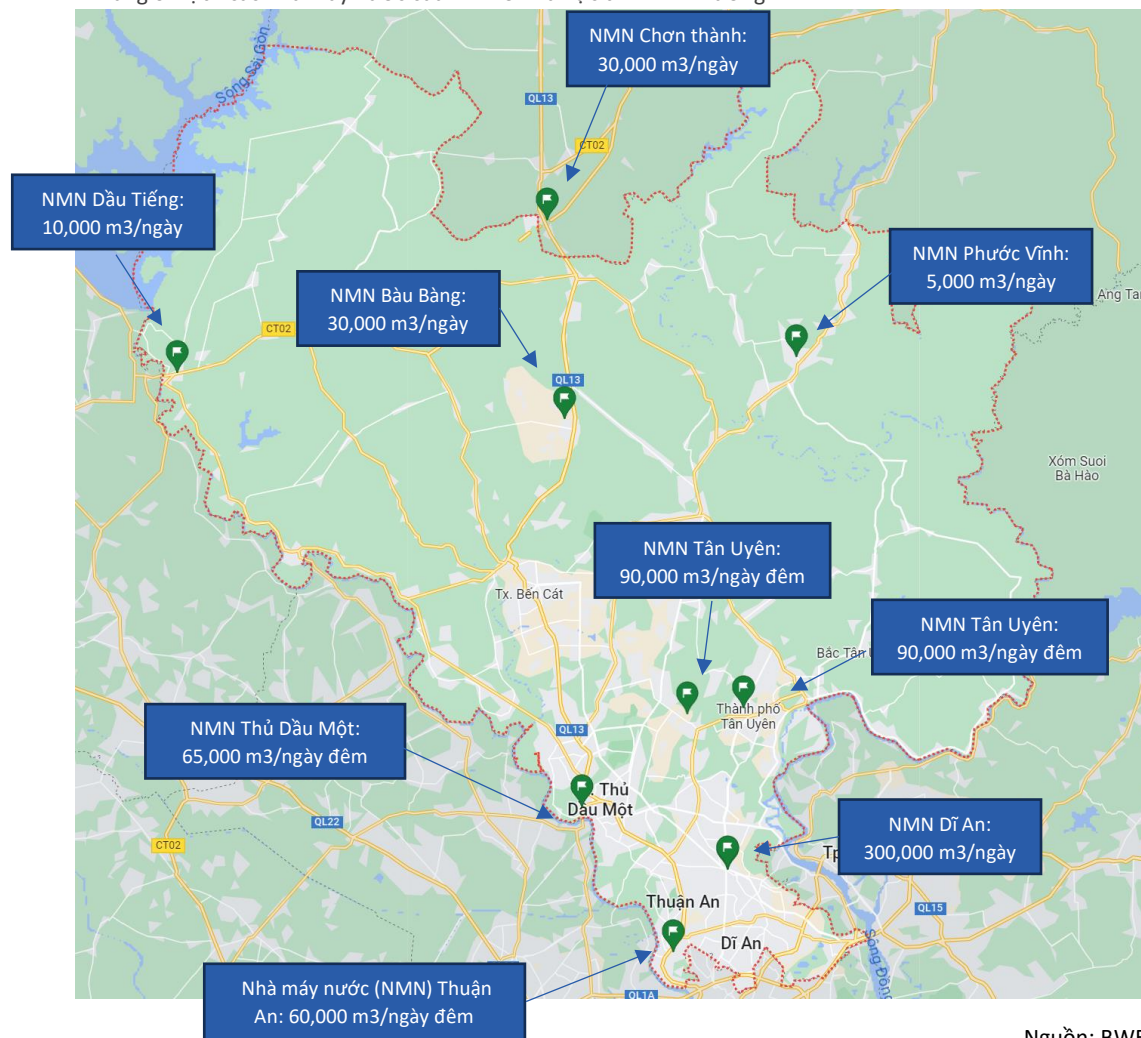
Nguồn: BWE

Bảng 5: Danh sách các nhà máy của BWE, tháng 11/2023.

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 Chợ Thành	30,000	Huyện Chợ 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.

Bảng 6: Vị trí các nhà máy nước của BWE ở khu vực tỉnh Bình Dương

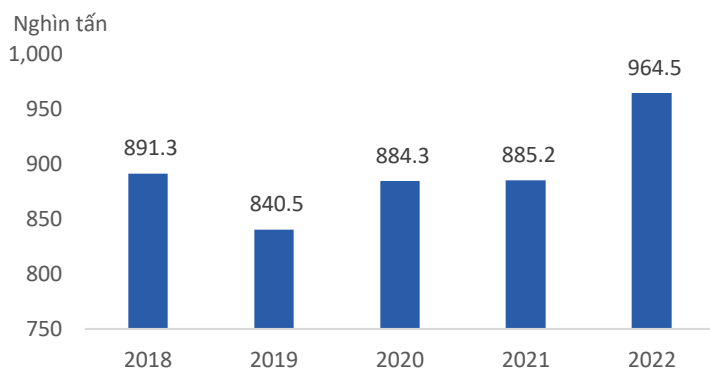


Nguồn: BWE, google map.

2. Mạng xử lý rác thải

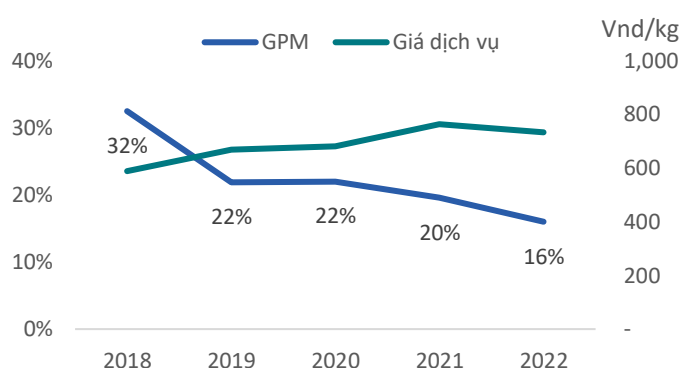
Mạng xử lý rác thải chiếm tỷ trọng doanh thu khoảng 20% - 22% các năm và chỉ chiếm khoảng 8% - 12% lợi nhuận gộp. Giá dịch vụ thu gom rác thải được Ủy ban nhân dân tỉnh Bình Dương quy định, văn bản mới nhất là năm 2016, đến nay vẫn chưa có thông báo thay đổi mức giá, chúng tôi cho rằng **1)** giá dịch vụ UBND trả cho công ty thấp và tăng chậm (CAGR 5.7%/năm), **2)** chi phí vận chuyển, lương nhân công tăng là nguyên nhân khiến biên lợi nhuận gộp của mạng này giảm dần theo thời gian, từ 32% năm 2018 xuống mức 16% năm 2022.

Hoạt động xử lý rác thải của BWE



Nguồn: BWE

Giá dịch vụ và biên lợi nhuận gộp mạng rác thải



Nguồn: BWE

Hơn 80% lượng rác thải BWE tiếp nhận là rác thải sinh hoạt, còn lại là rác thải công nghiệp và khác. Công ty xử lý rác thải bằng cách chôn lấp, đốt rác và tận dụng rác thải hữu cơ để sản xuất phân bón với nhà máy phân compost. Với mức giá thu gom niêm yết, doanh nghiệp khó có lợi nhuận, tuy nhiên, ngân sách của tỉnh sẽ giúp doanh nghiệp đảm bảo lợi nhuận tối thiểu theo quy định. Chúng tôi cho rằng giá

dịch vụ duy trì thấp sẽ thu hút thêm khách hàng, tạo thói quen, ngoài ra chính sách của địa phương sẽ hạn chế chôn lấp rác thải do đó những gia tăng nhu cầu xử lý rác thải bằng lò đốt rác và tái chế.

Bảng 7: Mức giá tối đa dịch vụ thu gom, vận chuyển rác thải năm 2016 (áp dụng đến hiện tại)

Nguồn thải	Mức giá tối đa	Đơn vị
Hộ gia đình	25.000	Đồng/hộ/tháng
Nhà trọ	10.000	Đồng/hộ/tháng
Nhà máy, cơ sở sản xuất, chợ	300.000	Đồng/tấn/tháng

Nguồn: UBND tỉnh Bình Dương

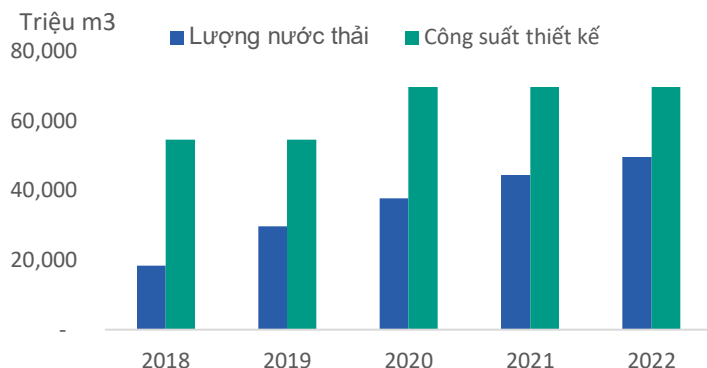
3. Mảng xử lý nước thải

Hoạt động này có đóng góp khá khiêm tốn trong doanh thu và lợi nhuận gộp với lần lượt là 4% và 3% trong năm 2022, chủ yếu là do các hộ dân vẫn còn ưa chuộng sử dụng bể tự hoại.

Giá dịch vụ xử lý nước thải cũng được chính quyền địa phương phê duyệt, trong đó lợi nhuận định mức tối đa là 5% tổng chi phí dịch vụ. Khách hàng chính của dịch vụ này là hộ dân cư (đặc biệt là các khu dân cư tập trung và các chung cư), công ty đang hoàn thiện cơ chế để thu gom nước thải đối với khách hàng công nghiệp. Chi phí chính của hoạt động này là điện, nhân công, hóa chất, khấu hao, thuê ngoài.

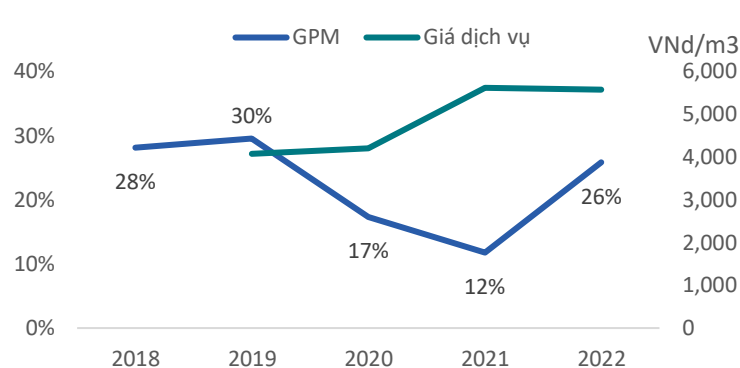
Ở tỉnh Bình Dương, BWE độc quyền cung cấp dịch vụ này cho hộ dân, năm 2022, lượng nước thải sinh hoạt được xử lý chỉ đạt 10%, trong khi đó, môi trường là vấn đề quan trọng trong quy hoạch phát triển của tỉnh, do đó tiềm năng cho lĩnh vực này còn rất lớn. Giá dịch vụ vẫn sẽ duy trì thấp để khuyến khích người dân sử dụng và doanh nghiệp sẽ được UBND bù đắp lợi nhuận ở mức hợp lý.

Hoạt động xử lý nước thải



Nguồn: BWE

Giá dịch vụ và biên lợi nhuận gộp mảng xử lý nước thải



Nguồn: BWE

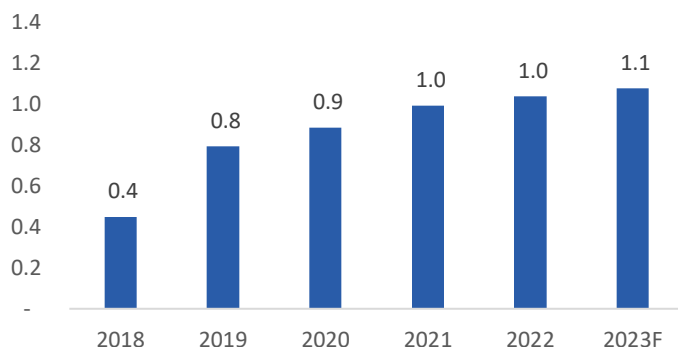
4. Hoạt động khác

Gồm có hoạt động xây lắp, dịch vụ lắp đặt, đấu nối ống nước, nước thải, lắp đồng hồ nước sạch, phân bón, nước uống đóng chai ...

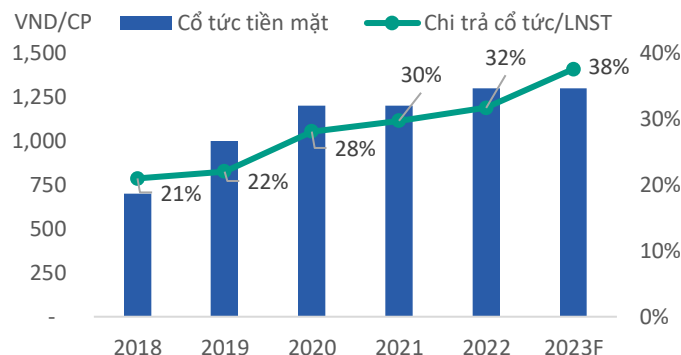
III. Tình hình tài chính

Rủi ro thanh khoản thấp. BWE có chỉ số thanh toán nhanh duy trì lớn hơn 1 trong 2 năm gần nhất và có thể tiếp tục trong năm 2023. Công ty không những duy trì đầu tư mở rộng mà còn duy trì được tỷ lệ cổ tức tăng dần qua các năm, từ 7% năm 2018 lên 13% năm 2022, tương ứng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt/lợi nhuận sau thuế lên đến 30-32%/năm.

Chỉ số thanh toán nhanh duy trì lớn hơn 1



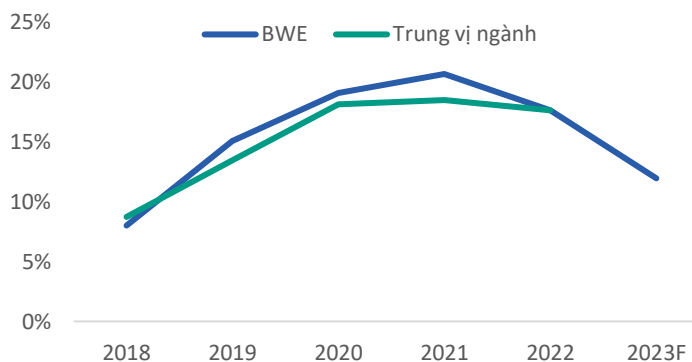
Duy trì cổ tức đều đặn hằng năm



Nguồn: BWE, BSC Research

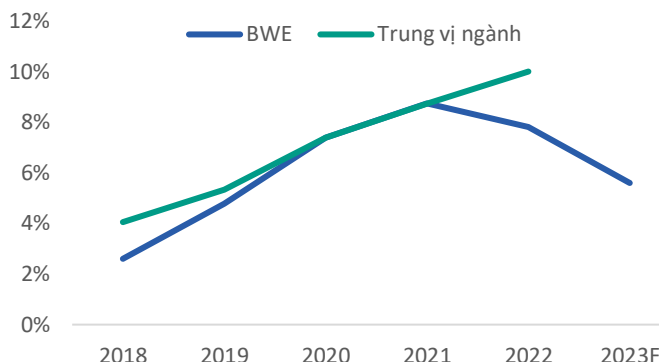
Chỉ số ROE và ROA của BWE bám sát với trung vị của ngành qua các năm, giai đoạn 2022 - 2023F có sự suy giảm chủ yếu do 1) doanh nghiệp sử dụng ít đòn bẩy hơn và 2) mở rộng hoạt động sang các lĩnh vực có biên lợi nhuận thấp hơn như xử lý chất thải, nước thải (các mảng này cũng yêu cầu đầu tư tài sản cố định lớn). Ngoài ra, công ty đẩy mạnh đầu tư vào công ty liên doanh liên kết, đầu tư góp vốn vào đơn vị khác trong 2 năm gần đây và cần có thời gian để thấy được kết quả.

Chỉ số ROE



Nguồn: BWE, BSC Research

Chỉ số ROA



Nguồn: BWE, BSC Research

Ngoài ra, công ty đẩy mạnh đầu tư:

- Trong năm 2023, tăng thêm 500 km đường ống truyền tải từ các nhà máy nước Uyên Hưng, Bàu Bàng, Chơn Thành đến khách hàng, dự kiến năm 2024 tăng thêm 1.000 km.
- Dự án Khu liên hợp nhà máy xử lý chất thải rắn ở Nam Bình Dương gồm mua đất để mở rộng khu vực nhà máy.
- Xây dựng nhà máy phân Composte 4 với công suất 840 tấn/ngày (tổng mức đầu tư 363 tỷ VND), công suất cả 4 nhà máy đạt 1,680 tấn/ngày.
- Lò đốt rác công suất 200 tấn/ngày (285 tỷ VND).

Liên tục đầu tư, nâng cấp công nghệ xử lý rác thải hiện đại sẽ giúp BWE nâng giá dịch vụ rác thải hợp đồng đối với UBND tỉnh để bù đắp chi phí đã bỏ ra.

Bảng 8: Chi phí xây dựng cơ bản dở dang

	Mức đầu tư dự kiến	30/09/2023	01/01/2023
Quyền sử dụng đất	N/A	401	399
Dự án Nhà máy phân Compost 4	363	106	36
Lò đốt rác Nam Bình Dương	284	146	124
Mở rộng đường ống nước	904	212	170
Khác		541	271
Tổng		1,409	1,000

Nguồn: BWE

IV. CẬP NHẬP KẾT QUẢ KINH DOANH 9T2023

(Tỷ VND)	9T2022	9T2023	%YoY	Nhận xét
Doanh thu thuần	2,440	2,422	-0.7%	Doanh thu cung cấp nước sạch tăng +6.3% YoY nhờ sự đóng góp của công ty con Biwase – Long An được hợp nhất từ tháng 5/2023. Tính riêng thị trường nước sạch ở tỉnh Bình Dương, BWE đang có kết quả đi ngang so với cùng kỳ do sản lượng và giá bán không đổi. Hoạt động xử lý nước thải và rác thải giảm lần lượt - 9.9% YoY và -46.2% YoY do hoạt động sản xuất ở Bình Dương bị đình trệ, đơn hàng suy giảm. Chi phí lãi vay tăng +75% YoY do 1) dư nợ tăng (hợp nhất công ty con), và 2) môi trường lãi suất cao. Biên lợi nhuận gộp đạt 45%, không thay đổi đáng kể so với cùng kỳ với: -Biên lợi nhuận gộp mảng nước tăng 2 điểm % nhờ chi phí nguyên liệu giảm. -Biên lợi nhuận gộp mảng xử lý rác thải và nước thải biến động giảm 7 điểm % và 10% điểm % do chậm trễ ghi nhận khoảng 110 tỷ VND doanh thu ở 2 mảng này.
- <i>Cung cấp nước sạch</i>	1,611	1,713	6.3%	
- <i>Xử lý rác thải</i>	434	391	-9.9%	
- <i>Xử lý nước thải</i>	119	64	-46.2%	
- <i>Khác</i>	276	254	-8.0%	
Lợi nhuận gộp	1,084	1,083	-0.1%	
Chi phí bán hàng	(232)	(266)	14.7%	
Chi phí QLDN	(128)	(139)	8.6%	
EBIT	724	678	-6.4%	
Doanh thu tài chính	88	107	21.6%	
Chi phí tài chính	(191)	(220)	15.2%	
- <i>Lãi vay</i>	(123)	(216)	75.6%	
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	11	17		
LNTT	509	366	-28.1%	
LNST	647	530	-18.1%	
LNST-CĐTS	584	528	-9.6%	
			Thay đổi	
%GPM	44%	45%	0%	
- <i>Cung cấp nước sạch</i>	54%	56%	2%	
- <i>Xử lý rác thải</i>	18%	11%	-7%	
- <i>Xử lý nước thải</i>	27%	17%	-10%	
- <i>Khác</i>	38%	26%	-11%	
%SG&A/Revenue	15%	16%	1%	

Nguồn: BWE, BSC Research

V. Luận điểm đầu tư năm 2024

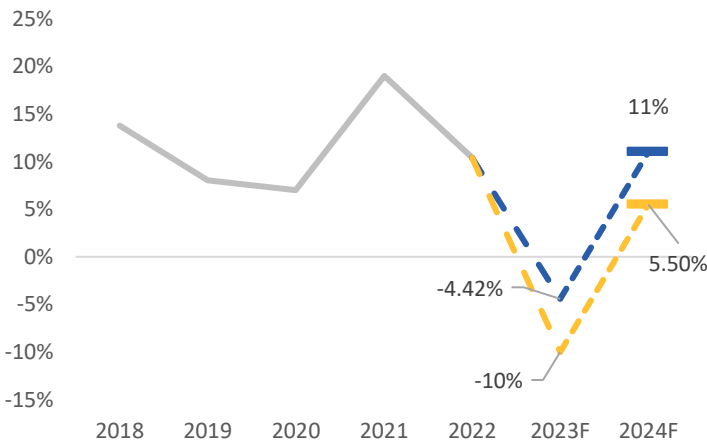
1. Sản lượng nước thương phẩm tiếp tục tăng và khối lượng rác thải phục hồi nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp khởi sắc.

Nhu cầu tiêu thụ nước sạch ở Bình Dương sẽ được hỗ trợ bởi hoạt động xuất khẩu của Việt Nam dần cải thiện trong năm 2024. BSC dự báo giá trị xuất khẩu của Việt Nam trong năm 2024 có thể đạt mức tăng trưởng từ **5.5% đến 11% YoY**, trên cơ sở:

- Xuất khẩu sang Mỹ phục hồi nhờ 1) FED sẽ nới lỏng chính sách tiền tệ, và 2) hàng tồn kho ở Mỹ đang có xu hướng tăng trưởng chậm lại trong các tháng gần đây.
- Xuất khẩu sang Trung Quốc khởi sắc nhờ 1) nước này thực hiện các chính sách kích thích tiêu dùng nội địa, và 2) tiếp tục nới lỏng chính sách tiền tệ.

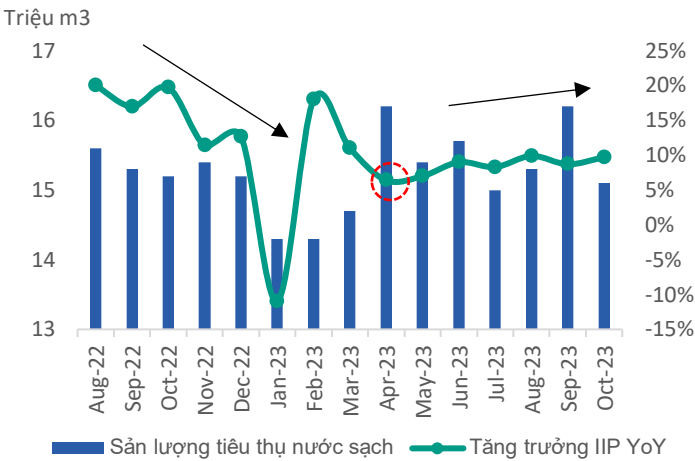
Chỉ số sản xuất công nghiệp ở tỉnh Bình Dương tạo đáy từ tháng 4/2023, đạt 6%, liên tục phục hồi và đến tháng 10 đạt 10%, giúp nhu cầu tiêu thụ nước sạch ở đây quay trở lại xu hướng tăng.

Dự báo xuất khẩu của Việt Nam có thể tăng trưởng 5.5% đến 11% trong năm 2024



Nguồn: GSO, BSC Research

Nhu cầu sử dụng nước ở Bình Dương phục hồi theo chỉ số sản xuất công nghiệp của tỉnh



Nguồn: GSO, BSC Research

Cơ cấu sử dụng nước sạch ở Bình Dương

Đơn vị: Triệu m3	2020	2021	2022	2023F	2024F
Dùng cho sản xuất	87.1	91.2	91.3	92.4	94.6
% tăng trưởng YoY	n/a	4.7%	0.1%	1.2%	2.4%
Dùng cho sinh hoạt	73.7	77.8	84.6	85.9	88.4
% tăng trưởng YoY	n/a	5.6%	8.7%	1.5%	3.0%

Nguồn: BWE, BSC Research

2. Tăng thêm khách hàng nhờ đầu tư đường ống nước và nâng công suất nhà máy xử lý rác thải.

BWE sẽ gia tăng số lượng khách hàng hộ dân cư mới nhờ mở rộng đường ống lên khu vực phía bắc Bình Dương. Hạng mục đường ống nước, BWE đã giải ngân 300 tỷ VND như kế hoạch và dự kiến sẽ hoàn thành 500 km đường ống mới (+ 8.4% YoY) trong năm 2023. Dự kiến tiếp tục đầu tư 600 tỷ VND mở rộng khoảng 1,000 km đường ống trong năm 2024.

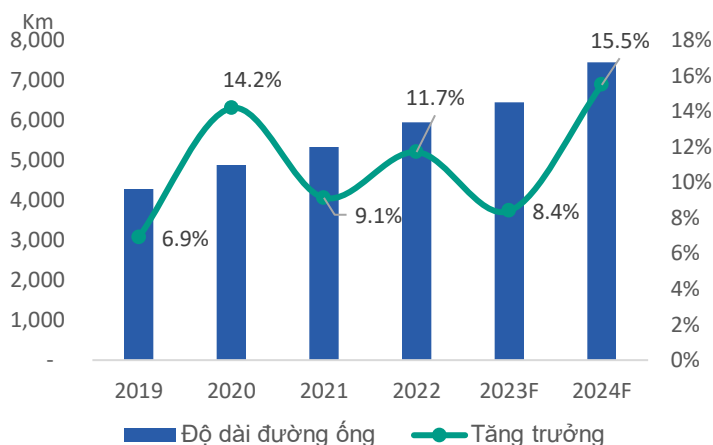
Số lượng khách hàng sử dụng nước sạch ở Bình Dương

Đơn vị: nghìn khách hàng	2020	2021	2022	2023F	2024F
Số lượng khách hàng đấu nối	303.1	326.7	353.2	382.8	421.1
% tăng trưởng YoY	10%	7.8%	8.1%	8.4%	10%

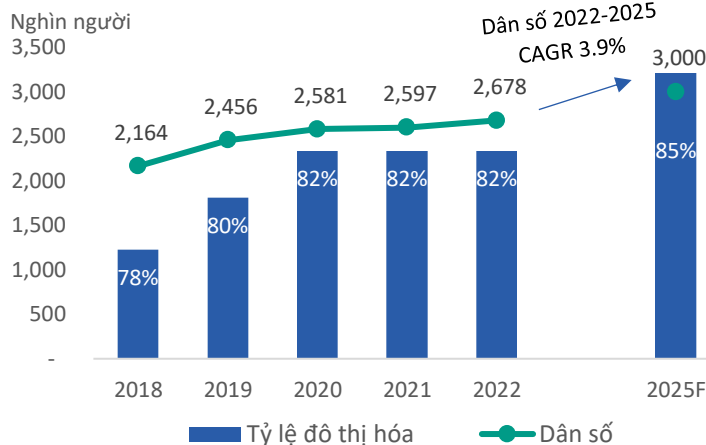
Nguồn: BWE, BSC Research

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng hoạt động xử lý rác thải của BWE sẽ tiếp nhận thêm khối lượng xử lý nhờ 1) chính sách hạn chế chôn lấp rác của tỉnh Bình Dương, 2) lò đốt rác mới có công suất 200 tấn/ngày đi vào hoạt động từ tháng 10/2023 giúp tổng công suất nhà máy đốt rác tăng thêm 8%.

Mạng lưới đường ống Bình Dương tăng 8.4% trong năm 2023, chủ yếu mở rộng ở khu vực phía Bắc



Dân số và tỷ lệ đô thị hóa tỉnh Bình Dương được dự báo tiếp tục tăng



Nguồn: BWE, BSC Research.

Dân số và tỷ lệ đô thị hóa của tỉnh Bình Dương được dự báo tiếp tục tăng, theo ước tính của tổng cục thống kê, dân số của tỉnh Bình Dương sẽ đạt 3 triệu người vào năm 2025, tăng 3.9%/năm giai đoạn 2022-2025F cùng với đó là tỷ lệ đô thị hóa sẽ đạt 85%, điều này sẽ làm tăng nhu cầu sử dụng nước sinh hoạt trong thời gian tới, bù đắp sự sụt giảm nhu cầu tạm thời của khối sản xuất. Ngoài ra, các công ty bất động sản đã hết quỹ đất ở TP.HCM sẽ tiếp tục phát triển sang các tỉnh lân cận như Bình Dương, Đồng Nai, ... sẽ tạo nên các khu dân cư có nhu cầu sử dụng nước sạch nhiều hơn.

3. Tiềm năng tăng trưởng từ năm 2025 về sau sẽ đến từ các công ty liên kết.

Từ năm 2022 đến nay, BWE đã chi ra khoảng 1,239 tỷ VND mua lại cổ phần các công ty nước, nguồn tài trợ là lợi nhuận giữ lại của BWE, trong đó, khoảng 1,100 tỷ VND mua cổ phần ở CTW2, CTW, LAW, NQB, Hạ tầng nước DNP Long An từ DNP Holding.

Bảng 9: Các khoản đầu tư mới của BWE

Thời gian mua cổ phần	Công ty	Số tiền đầu tư (tỷ vnd)	P/E tại thời điểm mua	Tỷ lệ sở hữu
4/2023	Cấp nước Vĩnh Long*	103.5	7	18.3%
4/2023	Hạ tầng nước DNP Long An	561	16.3	90%
3/2023	Cấp thoát nước Long An	93	17	38%
3/2023	Cấp nước Quảng Bình	95	21	41.0%
4/2022	Cấp nước Cần Thơ	153	13	24.7%
2/2022	Cấp nước Cần Thơ 2	149	16	48.9%
2021	Cấp nước Gia Tân	141	-4.7	32%
2015	DNW	168	9.3	18.8%
8/2023	BWE		12.9	

Nguồn: BSC Research tổng hợp, BWE, (*) sở hữu gián tiếp thông qua Biwelco

Với các công ty liên kết, chúng tôi đánh giá tiềm năng dựa trên:

- **Khả năng giảm tỷ lệ thất thoát nước – giảm chi phí:** phụ thuộc vào việc công ty gia tăng đầu tư vào cài tạo đường ống - BWE có đóng góp về yếu tố kỹ thuật giúp các công ty giảm tỷ lệ này.
- **Khả năng mở rộng công suất – tăng doanh thu:** phụ thuộc vào tỷ lệ đô thị hóa, dân số, dòng vốn FDI đầu tư vào tỉnh đó.

Giảm tỷ lệ thất thoát nước: Công ty cấp nước Gia Tân là một ví dụ điển hình, sau 1 năm BWE đầu tư, Gia Tân đã nhanh chóng tăng vốn, nâng công suất từ 20,000 m3/ngày đêm lên 40,000 m3/ngày đêm và giảm tỷ lệ thất thoát nước từ 14.1% xuống còn 4.67%. Trong năm 2022, Gia Tân lỗ sau thuế 34 tỷ, (lỗ gấp đôi năm 2021), nhưng kết quả của công ty trong tương lai sẽ cải thiện khi có thêm khách hàng đấu nối ống nước. Chúng tôi cho rằng, Gia Tân sẽ sớm có lợi nhuận nhờ nguồn vốn dồi dào và kinh nghiệm phát triển của BWE.

Bảng 10: Tiềm năng tăng công suất và giảm tỷ lệ thất thoát nước ở các công ty liên kết

Thời gian mua	Công ty	Công suất tại ngày mua (m3/ngày đêm)	Công suất hiện tại	Kế hoạch nâng công suất 2023-2024	Tỷ lệ thất thoát nước tại ngày mua	Tỷ lệ thất thoát nước hiện tại	Tỷ lệ thất thoát nước mục tiêu 2023
4/2023	Cấp nước Vĩnh Long*	48,400	48,400	6,600	18.7%	18.7%	Dưới 17.5%
3/2023	Hạ tầng nước DNP Long An	60,000	60,000	60,000	1.5%	1.5%	Dưới 1.5%
3/2023	Cấp thoát nước Long An	46,200	46,200	Ưu tiên đầu tư đường ống	10%	10%	N/A
3/2023	Cấp nước Quảng Bình	45,000	45,000	2,000	20%	20%	Dưới 18%
4/2022	Cấp nước Cần Thơ	144,200	144,200	10,000	14.6%	14.1%	Dưới 15%
2/2022	Cấp nước Cần Thơ 2	52,500	N/A	Ưu tiên đầu tư đường ống	N/A	N/A	Dưới 16%
2021	Cấp nước Gia Tân	20,000	40,000	Ưu tiên đầu tư đường ống	14.1%	4.67%	Dưới 5%
2015	DNW	305,000	508,500	Đường ống	4.5-20%	18.9%	N/A
8/2023	BWE		840,000	Ưu tiên đầu tư đường ống		5%	5%

Nguồn: BWE, BSC Research tổng hợp

Xét về tiềm năng tăng trưởng công suất nước sạch, Long An, Đồng Nai là các tỉnh thành có triển vọng tốt nhất với tỷ lệ đô thị hóa năm 2021 thấp hơn trung bình cả nước (40%), và nằm trong top 10 tỉnh thu hút vốn FDI nhiều nhất.

Bảng 11: Tiềm năng tăng trưởng của các tỉnh

Công ty	Tỉnh thành	Tỷ lệ đô thị hóa 2021	Tổng vốn FDI đăng ký 2018-2022 (tỷ USD)	Tăng trưởng GRDP bình quân 2018-2022
Cấp nước Vĩnh Long*	Vĩnh long	70%	0.15	6.5%
Hạ tầng nước DNP Long An	Long An	18%	1.37	7.3%
Cấp thoát nước Long An				
Cấp nước Quảng Bình	Quảng Bình	23%	0.37	6.0%
Cấp nước Cần Thơ	Cần Thơ	70%	0.33	9.0%
Cấp nước Cần Thơ 2				
Cấp nước Gia Tân	Đồng Nai	23%	1.39	6.5%
DNW				
BWE	Bình Dương	82%	2.52	7.3%

Nguồn: GSO, MoIT

Ngài ra, BWE đang nghiên cứu và chuẩn bị cho dự án “Xa lộ nước Long Thành” ở Đồng Nai, công suất thiết kế là 600,000 m3/ngày đêm, chia làm 2 giai đoạn, mỗi giai đoạn 300,000 m3/ngày đêm, tổng mức đầu tư là 5,200 tỷ đồng. Công ty sẽ cố gắng nhằm đến 30-35% cổ phần tại dự án này, như vậy, BWE sẽ gián tiếp tăng công suất cấp nước thêm 20% và góp vốn đầu tư ban đầu khoảng 250-300 tỷ.

Trong ngắn hạn, BWE sẽ tạm ngưng hoạt động M&A trong ngắn hạn vì:

- Tập trung cải tổ lại các công ty vừa mới mua cổ phần.
- Đã sử dụng vượt ngân sách kế hoạch (khoảng 1,000 tỷ VND để thực hiện M&A).
- Chưa có chính sách thoái vốn nhà nước ở các công ty liên kết.

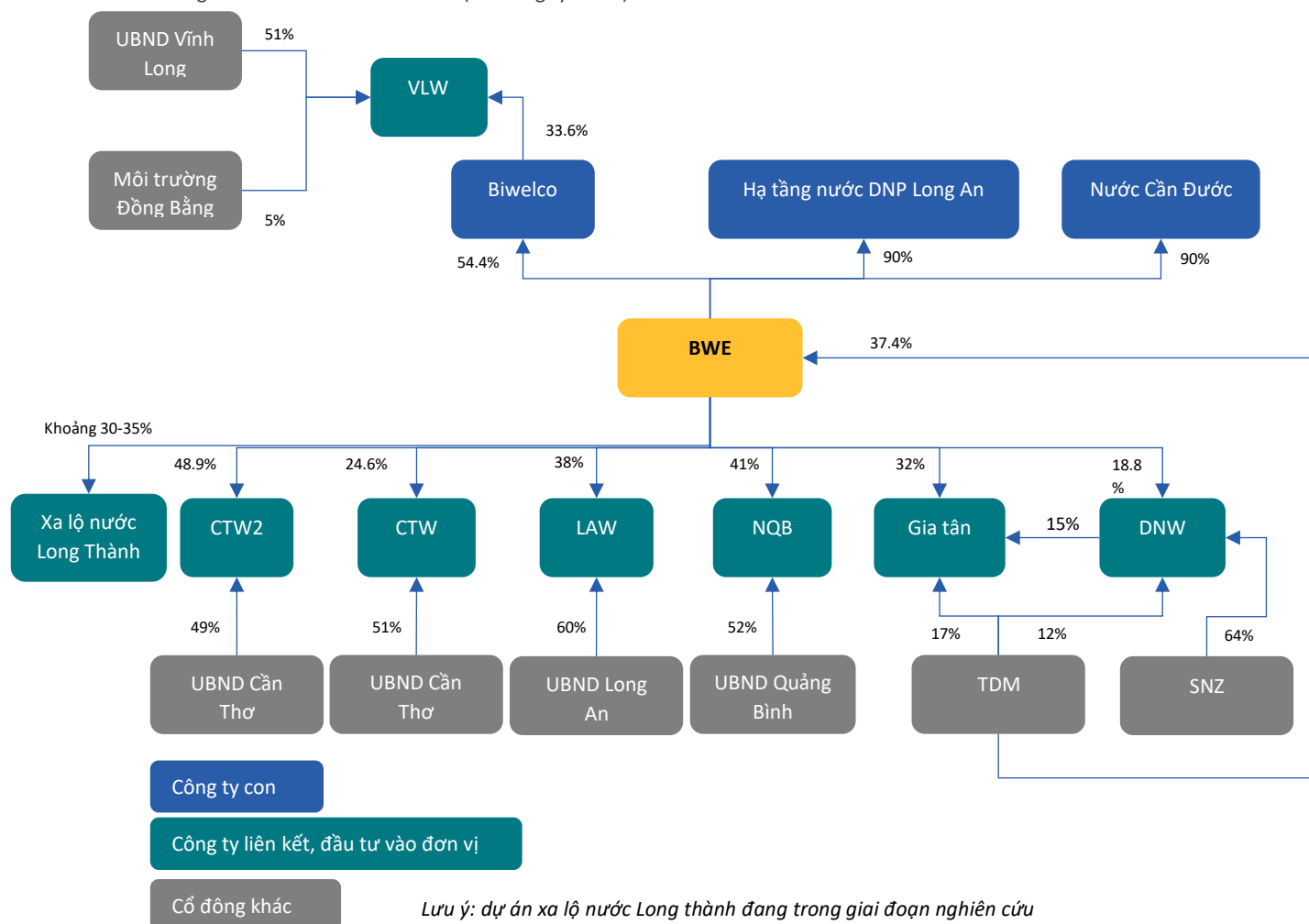
Hiện tại DNP Holding không còn cổ phần ở các công ty này và phần còn lại thuộc sở hữu của UBND tỉnh (bảng 13), do đó rất ít khả năng BWE có thể mua thêm cổ phần để chi phối và hợp nhất các công ty này, trong đó có 3 công ty mà BWE không đủ quyền phủ quyết dẫn đến rủi ro các chiến lược của BWE ở các công ty này không thể thực hiện và không đạt được kết quả như kỳ vọng.

Bảng 12: Hoạt động quản lý các công ty liên kết của BWE

Công ty có cổ phần của BWE	Nhân sự từ BWE	Chức vụ nhân sự BWE nắm giữ ở công ty BWE đầu tư
Cấp thoát nước Cần Thơ (CTW2)	Trần Chiến Công – TGĐ	Thành viên HĐQT
Cấp thoát nước Cần Thơ (CTW)	Nguyễn Văn Thiện – Chủ tịch	Thành viên HĐQT
Cấp thoát nước Long An (LAW)	Mai Song Hào – Phó TGĐ	Thành viên HĐQT
Cấp nước Quảng Bình (NQB)	Mai Song Hào – Phó TGĐ	Thành viên HĐQT
Cấp nước Đồng Nai (DNW)	Nguyễn Văn Thiện – Chủ tịch	Phó chủ tịch HĐQT
Cấp nước Gia Tân	Nguyễn Văn Thiện – Chủ tịch Trần Chiến Công – TGĐ Tạ Trọng Hiệp - Thành viên HĐQT	Chủ tịch HĐQT Thành viên HĐQT Thành viên HĐQT
Cấp nước Vĩnh Long (VLW)	Trần Tấn Đức – GĐ tài chính	Thành viên HĐQT

Nguồn: BWE, BSC Research tổng hợp

Bảng 13: Sơ đồ cấu trúc của BWE (các công ty chính)



Nguồn: BWE, BSC Research tổng

VI. Dự báo kết quả kinh doanh 2023, 2024

Trong năm 2023, BSC dự báo doanh thu thuần đạt 3,444 tỷ VND (-1.1% YoY), LNST đạt 667 tỷ VND (-10.5% YoY), tương đương EPS FWD 2023 là 3,458 VND/CP, P/E FWD 2023 là 12.2 x.:

- **Doanh thu nước sạch tăng +8.9% YoY:**
 - Sản lượng nước sạch tiêu thụ và giá bán lẻ nước sạch ở Bình Dương tăng nhẹ +1.4% YoY và +1.3% YoY.
 - Hợp nhất công ty DNP Long An từ Q2.2023 giúp tăng doanh thu khoảng 133 tỷ VND (chiếm 5.6% doanh thu nước).
- **Doanh thu xử lý rác giảm -8.2% YoY với** khối lượng rác giảm khoảng -10% YoY vì hoạt động sản xuất ở tỉnh Bình Dương trì trệ.
- **Doanh thu xử lý nước thải giảm -36% YoY** do một nửa doanh thu 2021 bị ghi nhận sang năm 2022, sau điều chỉnh doanh thu giảm -5% YoY do khối lượng nước thải công nghiệp giảm.
- **Chi phí lãi vay tăng +75% do** 1) dư nợ tăng (hợp nhất với công ty con) và 2) môi trường lãi suất cao.

Năm 2024, BSC dự báo doanh thu thuần đạt 3,718 tỷ VND (+8% YoY), LNST đạt 713 tỷ VND (+6.9% YoY), tương đương EPS FWD 2024 là 3,697 VND/CP, P/E FWD 2024 là 11.4 x:

- **Doanh thu nước sạch tăng 4.7% YoY:**
 - Khu vực Bình Dương: Sản lượng nước tiêu thụ tăng 4.1% YoY, nhờ tăng khách hàng hộ dân cư và hoạt động sản xuất trên địa bàn tỉnh tiếp tục tăng trưởng.
 - Khu vực Long An: Sản lượng tăng 25% nhờ hoạt động tròn năm và giá bán tăng 8% theo lộ trình tăng giá của tỉnh.
- **Doanh thu xử lý rác thải tăng 15.5%** chủ yếu nhờ khối lượng rác thải tăng 10% do có thêm các gói thầu rác thải y tế từ các tỉnh khác và hoạt động sản xuất của tỉnh tăng trưởng.
- **Doanh thu xử lý nước thải phục hồi +18.4% YoY** nhờ lượng nước thải tăng +13% YoY chủ yếu ở khách hàng công nghiệp.

(Tỷ VND)	2022	2023F	%YoY	2024F	%YoY
Doanh thu thuần	3,484	3,444	-1.1%	3,718	8.0%
- Cung cấp nước sạch	2,159	2,351	8.9%	2,461	4.7%
- Xử lý rác thải	707	649	-8.2%	750	15.5%
- Xử lý nước thải	151	96	-36.5%	114	18.4%
- Khác	467	348	-25.5%	394	13.2%
Lợi nhuận gộp	1,420	1,453	2.3%	1,544	6.2%
Chi phí bán hàng	(320)	(362)	13.0%	(390)	8.0%
Chi phí QLDN	(182)	(193)	6.0%	(208)	8.0%
EBIT	919	898	-2.2%	945	5.2%
Doanh thu tài chính	104	117	12.4%	107	-8.1%
Chi phí tài chính	(226)	(289)	27.8%	(275)	-4.9%
-Lãi vay	(170)	(288)	69.4%	(268)	-6.9%
Lãi/(lỗ) từ công ty LDLK	18	17		17	
LNTT	838	750	-10.5%	802	6.9%
LNST	745	667	-10.5%	713	6.9%
LNST-CĐTS	745	667	-10.5%	713	6.9%
			Thay đổi		Thay đổi
%GPM	40.8%	42.2%	1.4%	41.5%	-0.7%
- Cung cấp nước sạch	53%	53%	0.8%	53%	-0.8%
- Xử lý rác thải	16%	14%	-2.0%	17%	2.8%
- Xử lý nước thải	26%	20%	-5.8%	22%	1.7%
- Khác	28%	25%	-3.5%	25%	0.0%
%SG&A/Revenue	14%	16%	1.7%	16%	0.0%

Nguồn: BWE, BSC Research

VII. Rủi ro đầu tư

- Hoạt động sản xuất của tỉnh Bình Dương vẫn đình trệ do suy thoái kinh tế làm ảnh hưởng đến nhu cầu sử dụng nước sạch.
- Các khoản đầu tư vào công ty liên kết không đem lại hiệu quả do 1) giá vốn mua cổ phần ban đầu cao, tạo thách thức tăng trưởng ở các công ty này, 2) chi phí đầu tư đường ống và nâng công suất có thể cao hơn dự kiến làm giảm tỷ suất lợi nhuận.

VIII. Định giá

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu BWE, giá mục tiêu **43,800 VND/CP (upside +10.7%** so với giá ngày 02/01/2024 đã bao gồm tỷ suất cổ tức 3%) dựa trên phương pháp SoTP, vì doanh nghiệp hiện đang mở rộng theo chiều ngang.

Hiện tại, vẫn chưa có quyết định chính thức giá nước cho giai đoạn 2023-2026, chúng tôi định giá cổ phiếu BWE dựa trên 2 kịch bản:

- Kịch bản 1: không tăng giá nước trong giai đoạn 2023-2026, đến năm 2027 giá nước ở tỉnh Bình Dương sẽ bắt đầu tăng (với mức tăng như giai đoạn 2019-2022).
- Kịch bản 2: tăng giá nước từ năm 2024 với mức tăng 4%/năm.

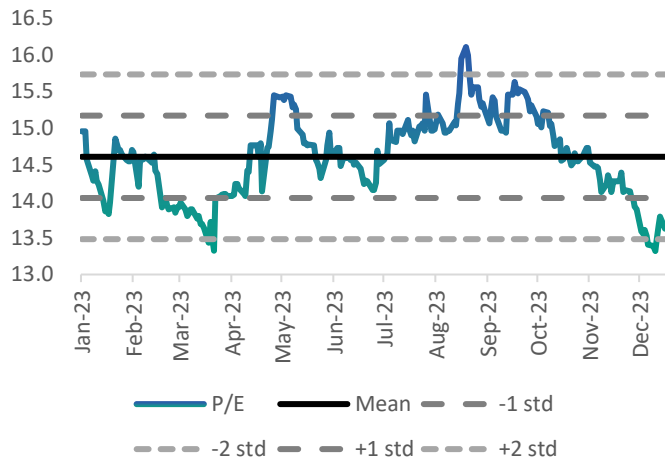
Chúng tôi lựa chọn kịch bản 1 với giá nước không tăng trong giai đoạn 2023-2026 vì 1) biên lợi nhuận gộp mảng nước sạch của BWE đang ở mức khá cao (đạt mức 56% trong năm 9T2023), 2) tình hình kinh tế ở Bình Dương đang trong giai đoạn phục hồi.

Đối với các khoản đầu tư bị hạn chế về thông tin, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách tại thời điểm 30/09/2023 để đưa vào định giá (theo phương pháp vốn chủ sở hữu) và chiết khấu 5% tổng giá trị.

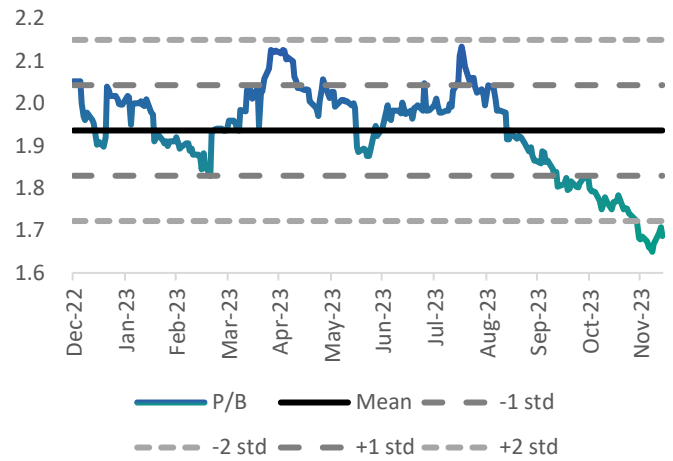
Thành phần	Phương pháp	Giá trị	% Tỷ lệ sở hữu	Kịch bản 1	Kịch bản 2
Hoạt động kinh doanh chính	DCF	10,757	100%	10,948	11,682
CTW	DCF	413	24.6%	101	101
DNW	DCF	3,710	18.8%	698	698
LAW	Book value	102		102	102
NQB	Book value	95		95	95
Cấp nước Cần Thơ 2	Book value	146		151	151
CTCP Cấp nước Gia Tân	Book value	117		106	106
Tổng CT SX và XNK Bình Dương	Book value	214		214	214
Tổng CT thương mại NXK Thanh Lễ	Book value	18		18	18
Tổng CTCP Phát triển KCN	Book value	5		5	5
CTCP ĐT XD Chánh Phú Hòa	Book value	418		418	418
Tổng giá trị				12,856	13,590
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn				501	501
(-) nợ vay				4,916	4,916
Tổng giá trị đánh giá lại				8,441	9,175
Số lượng cổ phiếu (triệu)				192.9	192.9
Giá mục tiêu				43,800	47,600
Giá hiện tại				40,850	40,850
Tiềm năng tăng giá				7.2%	16.5%
Lợi suất cổ tức				3.1%	3.1%
Tổng mức lợi nhuận				10.3%	19.6%

Nguồn: BSC Research

Diễn biến P/E của cổ phiếu



Diễn biến P/B của cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu	3,025	3,119	3,484	3,444	3,718
Giá vốn hàng bán	1,789	1,804	2,063	1,991	2,174
Lợi nhuận gộp	1,236	1,315	1,421	1,453	1,544
Chi phí bán hàng	356	325	320	362	390
Chi phí QLDN	133	145	182	193	208
Lãi/lỗ HDKD	747	845	919	898	945
Doanh thu tài chính	42	110	104	117	107
Chi phí tài chính	215	79	226	289	275
Chi phí lãi vay	156	155	170	288	268
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	16	8	18	17	17
Lãi/lỗ khác	5	(20)	23	7	7
LN trước thuế	595	864	838	750	802
Thuế thu nhập DN	61	107	93	83	89
LN sau thuế	534	757	745	667	713
CĐTS	0	7	4	0	0
LNST-CĐTS	534	750	741	667	713
EBITDA	1,217	1,503	1,487	1,688	1,758
EPS	2,848	3,888	3,841	3,458	3,697

CĐKT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	2,459	2,719	2,786	3,219	3,105
Tiền & Tương đương tiền	728	476	275	626	585
Đầu tư ngắn hạn	337	600	872	872	872
Phải thu ngắn hạn	691	911	912	722	767
Hàng tồn kho	622	698	714	977	858
TS ngắn hạn khác	82	35	13	23	23
Tài sản dài hạn	5,787	6,355	7,201	8,309	8,382
Tài sản hữu hình	2,679	3,253	3,617	4,517	4,573
Tài sản dở dang dài hạn	1,355	1,104	1,000	1,000	1,000
Đầu tư dài hạn	720	981	1,447	1,654	1,671
Tài sản dài hạn khác	1,032	1,016	1,138	1,138	1,138
Tổng Tài sản	8,246	9,074	9,987	11,528	11,487
Tổng nợ ngắn hạn	1,988	2,008	1,989	2,066	1,901
Nợ phải trả	224	198	184	416	251
Vay ngắn hạn	1,281	1,210	1,326	1,482	1,482
Nợ ngắn hạn khác	483	600	479	168	168
Tổng nợ dài hạn	2,849	3,141	3,460	4,257	3,667
Vay dài hạn	2,220	2,371	2,692	3,489	2,899
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	629	770	768	768	768
Tổng nợ phải trả	4,837	5,149	5,449	6,323	5,568
Vốn góp	1,875	1,929	1,929	1,929	1,929
Thặng dư vốn cổ phần	589	621	621	621	621
LN chưa phân phối	374	606	957	1,511	2,103
Vốn chủ khác	537	722	987	1,100	1,222
Cổ đông thiểu số	34	47	44	44	44
Tổng vốn chủ sở hữu	3,409	3,925	4,538	5,205	5,918
Tổng nguồn vốn	8,246	9,074	9,987	11,528	11,487
SLCP (triệu)	188	193	193	193	193

LCTT (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F	2024F
(lỗ)/LNST	535	755	747	667	713
Khấu hao và phân bổ	466	484	479	649	687
Thay đổi vốn lưu động	139	(230)	133	(41)	(91)
Điều chỉnh khác	10	(117)	(56)	(66)	(66)
LCTT từ HĐ KD	1,150	892	1,303	1,210	1,244
Tiền chi mua TSCĐ	(1,732)	(770)	(825)	(1,550)	(744)
Đầu tư khác	(156)	(311)	(825)	49	49
LCTT từ HĐ đầu tư	(1,888)	(1,081)	(1,650)	(1,501)	(695)
Tiền chi trả cổ tức	(150)	(225)	(236)	0	0
Tiền từ vay ròng	544	68	383	642	(590)
Tiền thu khác	997	94	(1)	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	1,391	(63)	146	642	(590)
Dòng tiền đầu kỳ	75	728	476	275	626
Tiền trong kỳ	653	(252)	(201)	351	(41)
Dòng tiền cuối kỳ	728	476	275	626	585

Chỉ số (%)	2020	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT ngắn hạn	1.2	1.4	1.4	1.6	1.6
Hệ số TT nhanh	0.7	0.8	0.8	1.0	1.0
Cơ cấu vốn					
Hệ số Nợ/TTS	59%	57%	55%	55%	48%
Hệ số Nợ/VCSH	142%	131%	120%	121%	94%
Năng lực hoạt động					
Số ngày HTK	112.8	133.5	124.9	155.0	154.0
Số ngày phải thu	40.1	50.1	52.4	50.0	49.0
Số ngày phải trả	41.0	42.7	33.8	55.0	56.0
CCC	111.9	141.0	143.5	150.0	147.0
Tỉ suất lợi nhuận					
Biên Lợi nhuận gộp	41%	42%	41%	42%	42%
Biên Lợi nhuận ròng	18%	24%	21%	19%	19%
ROE	19.04%	20.64%	17.61%	13.69%	12.82%
ROA	7.39%	8.74%	7.82%	6.20%	6.20%
Định giá					
PE	18.2	14.0	12.9	12.2	11.4
PB	0.0	0.0	0.0	1.6	1.4
Tăng trưởng					
Tăng trưởng DTT	19%	3%	12%	-1%	8%
Tăng trưởng EBIT	10%	36%	-1%	3%	3%
Tăng trưởng LNTT	10%	45%	-3%	-10%	309%
Tăng trưởng EPS	-10%	37%	-1%	-10%	7%

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>

