

MUA

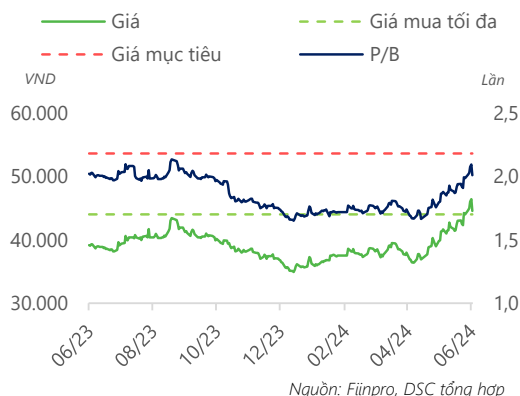
Giá mục tiêu 2024: **53.600 VND**
Upside: **20%**
Cập nhật: **16/8/2024**

TRIỂN VỌNG 2024

Tích cực: Sản lượng sản xuất và tiêu thụ nước tiếp tục tăng, duy trì mức thất thoát nước thấp nhất ngành. Kỳ vọng lộ trình tăng giá nước được phê duyệt trong Q4.2024.

Tiêu cực: Tỷ giá neo cao tiềm ẩn nguy cơ tăng chi phí tài chính, ăn mòn lợi nhuận doanh nghiệp.

Rủi ro: Kết quả kinh doanh và tỷ lệ thất thoát nước của các công ty con/công ty liên kết cải thiện chậm ảnh hưởng đến tiến độ hòa vốn của các khoản đầu tư tài chính.



Dữ liệu thị trường

Ngành nghề	Nước
Giá hiện tại (VND)	44.550
Vốn hóa (Tỷ VND)	9.798
Số lượng CPLH (triệu cp)	219,9
EPS 4 quý gần nhất	3228,1
P/E	13,8
Cao nhất 1 năm	46.700
Thấp nhất 1 năm	34.825

BWE

DSC

Nước - Môi trường Bình Dương

KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của BWE sẽ tăng trưởng trong năm 2024, trong đó doanh thu (không bao gồm doanh thu nội bộ) ước tính đạt 3.886 tỷ (+10,2% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 787 tỷ (+15% YoY).

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BWE dựa trên tiềm năng tăng trưởng và ưu thế vượt trội của doanh nghiệp.

Động lực tăng trưởng của BWE trong giai đoạn 2024-2030 chủ yếu đến từ mảng cấp nước, được thúc đẩy bởi: (1) nhu cầu tiêu thụ dự báo tăng 5-6% mỗi năm, (2) đầu tư tăng công suất cấp nước, (3) lộ trình tăng giá nước được phê duyệt và (4) hoạt động M&A mang lại hiệu quả.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Đầu tư nâng công suất cấp nước

Thời gian tới, BWE dự kiến sẽ đầu tư để tăng công suất cấp nước, trong đó nhà máy nước Chơn Thành thêm 30.000m³/ ngày đêm, Nhị Thành thêm 60.000m³/ngày đêm, nhà máy Gia Tân tăng lên mức 40.000-50.000m³/ngày đêm. Việc tăng công suất cấp nước là cần thiết bởi trong trung và dài hạn, mảng cấp nước tại khu vực ĐBSCL vẫn còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng.

Kỳ vọng phê duyệt lộ trình tăng giá nước trong 2024

Mặc dù lộ trình giá nước cũ đã kết thúc vào năm 2022, đề xuất của BWE vẫn chưa được chấp thuận vào năm 2023. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo BWE, dự kiến việc tăng giá nước sẽ được tỉnh Bình Dương sẽ phê duyệt vào cuối năm 2024. Việc tăng giá bán nước sẽ là một hướng đi tích cực, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho BWE.

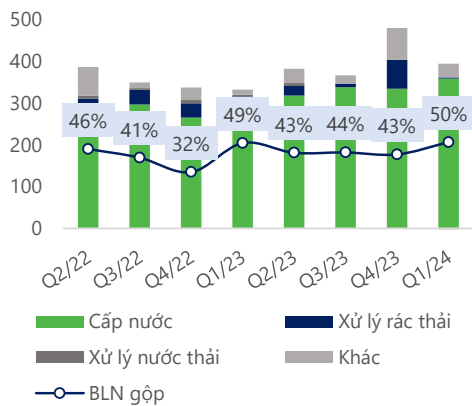
Tham vọng bành trướng tại khu vực ĐBSCL thông qua các thương vụ M&A

Doanh nghiệp đang tích cực mở rộng hệ sinh thái cấp nước qua việc thu tóm & sáp nhập các công ty hoạt động chung lĩnh vực ở nhiều tỉnh thành khác nhau (chủ yếu tại ĐBSCL). Do tỷ lệ đô thị hóa vẫn còn thấp tại khu vực ĐBSCL, chúng tôi cho rằng khu vực này vẫn còn nhiều tiềm năng cho ngành nước khi xu hướng đô thị hóa, phát triển sản xuất, công nghiệp vẫn tiến triển mạnh mẽ.

TỔNG QUAN

BWE có công suất cấp và xử lý nước thuộc top 3 trong các doanh nghiệp cấp nước ở Việt Nam và tỷ lệ thất thoát thấp nhất ngành ~5%. Doanh nghiệp đang tích cực mở rộng địa bàn hoạt động quanh khu vực ĐBSCL thông qua các thương vụ M&A, đồng thời tiếp tục cải thiện cơ sở hạ tầng nhằm đón đầu xu hướng đô thị hóa đang diễn ra mạnh mẽ.

CƠ CẤU LỢI NHUẬN GỘP



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

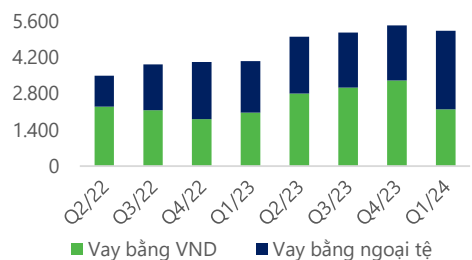
KẾT QUẢ KINH DOANH

Biên lợi nhuận gộp cải thiện

Kết quả kinh doanh Q1.24 của BWE tương đối khả quan, trong đó doanh thu thuần đạt 792 tỷ (+17% YoY), lợi nhuận sau thuế ghi nhận 180 tỷ (+28% YoY). Lợi nhuận gộp mảng xử lý rác thải và nước thải hoạt động kém tích cực tuy nhiên được bù đắp bởi sự tăng trưởng mạnh mẽ của mảng cấp nước, vì vậy tổng thể biên lợi nhuận gộp vẫn cải thiện lên mức 50%.

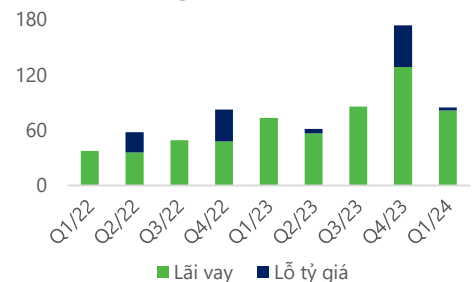
Năm 2024, BWE đặt mục tiêu doanh thu (bao gồm doanh thu nội bộ) đạt 4.100 tỷ (+3% YoY), LNST đạt 700 tỷ (+16,5% YoY).

CƠ CẤU NỢ VAY



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

CHI PHÍ VAY



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

Tỷ trọng vay bằng ngoại tệ lớn, lo ngại chi phí tài chính neo cao

BWE là doanh nghiệp vay tương đối nhiều bằng ngoại tệ. Q1.24, tổng nợ vay bằng ngoại tệ là 3.031 tỷ, chiếm tới 58% nợ vay, chủ yếu là các khoản vay bằng đồng USD. Tính đến ngày 31.03.2024, vay dài hạn bằng ngoại tệ đến hạn trả ở mức khá cao, đạt 372 tỷ.

Lượng tiền vay bằng ngoại tệ lớn luôn tiềm ẩn rủi ro lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay tăng cao. Nhìn chung, kể từ cuối năm 2022, chi phí vay của BWE tăng lên đáng kể, trong đó đỉnh điểm là Q4.23, tổng lãi vay và lỗ tỷ giá lên tới 174 tỷ.

Tuy phần nguồn vốn của BWE khá an toàn với tỷ lệ nợ/VCSH duy trì ở mức dưới 1,5 lần, chi phí vay ở mức cao sẽ ăn mòn lợi nhuận. Với việc tỷ giá dự báo vẫn chưa hết áp lực trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng chi phí vay của BWE vẫn sẽ duy trì ở mức 70-80 tỷ/quý. Điều này có thể ảnh hưởng phần nào đến lợi nhuận của doanh nghiệp trong các quý tiếp theo.

LUẬN ĐIỂM 1:

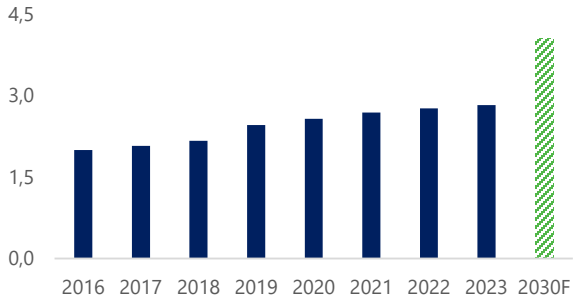
Tăng công suất cấp nước, sẵn sàng đáp ứng nhu cầu tiêu thụ

BWE

Nước - Môi trường Bình Dương

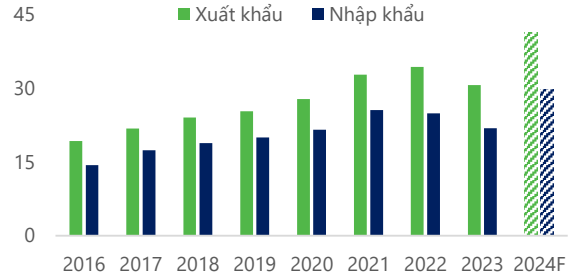
DSC

DÂN SỐ TỈNH BÌNH DƯƠNG



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

KIM NGẠCH XUẤT NHẬP KHẨU TỈNH BÌNH DƯƠNG



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

Động lực đến từ tăng trưởng dân số và khách hàng công nghiệp

Hai tệp khách hàng chính của BWE là khách hàng dân cư và khách hàng công nghiệp. Theo quy hoạch đến năm 2030, dự kiến dân số Bình Dương sẽ đạt 4,04 triệu người, tương đương tăng trưởng CAGR ~5,3% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2030. Dân số và thu nhập đầu người nhìn chung đều trên đà tăng sẽ là động lực thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ nước tại khu vực này.

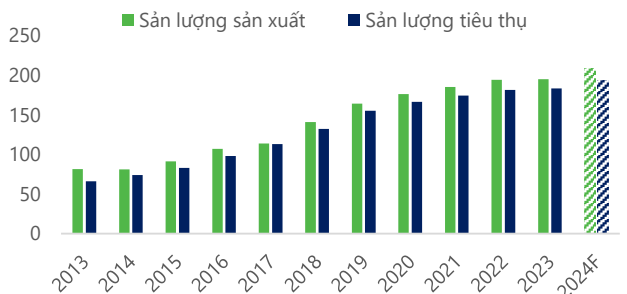
Tiêu thụ nước của khách hàng công nghiệp dự báo cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng khi Bình Dương là một trong những địa phương thu hút FDI hàng đầu khu vực ĐBSCL. Tình hình xuất khẩu đang có diễn biến tích cực khi tính riêng 5 tháng đầu năm, xuất nhập khẩu hàng hóa tỉnh Bình Dương tăng trưởng lần lượt 13,8% và 9,4% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm 2024, mục tiêu kim ngạch xuất nhập khẩu của tỉnh sẽ tăng trưởng mạnh so với năm 2023, trong đó xuất khẩu đạt tới 41 tỷ USD (+35% YoY), nhập khẩu đạt 28,9 tỷ USD (+36% YoY).

CÔNG SUẤT CẤP NƯỚC



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

SẢN LƯỢNG SẢN XUẤT VÀ TIÊU THỤ



Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

Nâng công suất đón đầu tiềm năng

Thời gian tới, BWE dự kiến sẽ đầu tư để tăng công suất cấp nước, trong đó nhà máy nước Chơn Thành thêm 30.000m3/ngày đêm, Nhị Thành thêm 60.000m3/ngày đêm, nhà máy Gia Tân tăng lên mức 40.000-50.000m3/ngày đêm. Sau khi tăng công suất, DSC ước tính công suất cấp nước sẽ tăng 21% lên mức 360 triệu m3/năm, sản lượng sản xuất dự kiến tăng lên ~208 triệu m3/năm.

Việc tăng công suất là cần thiết bởi mạng cấp nước tại khu vực ĐBSCL vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng. Trong 5 năm tới, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ nước của BWE sẽ có mức tăng trưởng hàng năm ~5% nhờ (1) chiếm lĩnh thị phần tại các vùng có tốc độ đô thị hóa cao, (2) dân số Bình Dương tiếp tục tăng với tốc độ 5,3%/năm đến 2030 và (3) FDI đổ vào Bình Dương gia tăng.

LUẬN ĐIỂM 2:

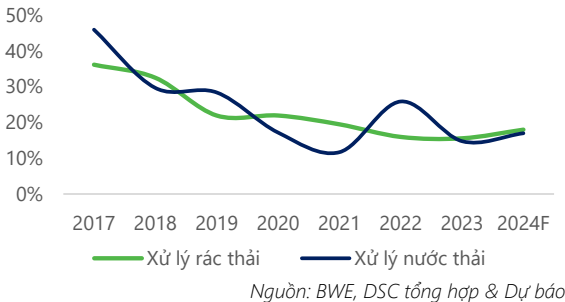
Kỳ vọng lộ trình tăng giá mới được phê duyệt

BWE

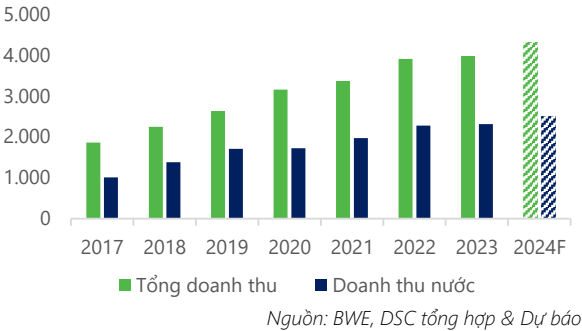
Nước - Môi trường Bình Dương

DSC

BIÊN LỢI XỬ LÝ NƯỚC VÀ RÁC THẢI



DOANH THU CẤP NƯỚC



Biên lợi nhuận gộp mảng xử lý nước thải sẽ cải thiện khi giá dịch vụ mới được áp dụng

Nhìn chung, biên lợi nhuận gộp của mảng xử lý rác thải duy trì ở mức khá thấp trong giai đoạn 2022-2023. Nguyên nhân đến từ việc doanh thu từ dịch vụ xử lý rác thải công nghiệp giảm trong bối cảnh các doanh nghiệp sản xuất gặp khó khăn sau dịch Covid 19. Trong khi đó, ở mảng xử lý nước thải, việc chưa hạch toán xong kết quả kinh doanh và chưa được áp dụng giá dịch vụ mới cũng khiến biên lợi nhuận 2023 ở vùng thấp.

Tính đến T5.24, BWE vẫn còn 206 tỷ đồng doanh thu chưa ghi nhận ở cả hai mảng dịch vụ này. Đồng thời, việc phê duyệt đơn giá dịch vụ mới cũng sẽ được hoàn thành trong năm nay. Vì vậy, chúng tôi duy trì quan điểm tích cực rằng kết thúc năm 2024, mảng xử lý rác và nước thải sẽ có cải thiện tốt cả về doanh thu và biên gộp.

Bảng giá nước BIWASE - Bình Dương

Đơn vị: Đồng/m2	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Dân cư	9.000	9.500	10.000	10.500	10.500	11.000
%YoY	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	0,0%	4,8%
Cơ quan hành chính	12.000	12.600	13.200	13.800	13.800	14.500
%YoY	4,3%	5,0%	4,8%	4,5%	0,0%	5,1%
Sản xuất - bán si	11.300	11.800	12.500	13.100	13.100	13.700
%YoY	4,6%	4,4%	5,9%	4,8%	0,0%	4,6%
Sản xuất - bán lẻ	12.000	12.600	13.200	13.800	13.800	14.500
%YoY	4,3%	5,0%	4,8%	4,5%	0,0%	5,1%
Kinh doanh - dịch vụ	18.000	19.000	20.000	21.000	21.000	22.000
%YoY	5,9%	5,6%	5,3%	5,0%	0,0%	4,8%

Nguồn: BWE, DSC tổng hợp & Dự báo

Kỳ vọng sớm được phê duyệt lộ trình tăng giá nước mới

Mặc dù lộ trình giá nước cũ đã kết thúc vào năm 2022, đề xuất của BWE vẫn chưa được chấp thuận vào năm 2023. Tuy nhiên, theo ban lãnh đạo BWE, dự kiến việc tăng giá nước sẽ được tỉnh Bình Dương phê duyệt vào cuối năm 2024.

Dựa trên mức tăng trưởng giá nước của lộ trình cũ diễn ra vào năm 2018 – 2022 là 4 – 5%, khả năng cao lộ trình mới cũng sẽ có mức tăng trưởng tương đương. Bên cạnh đó, dự kiến giá nước của BWE LA tại Long An cũng sẽ tăng ở mức 9% cho giai đoạn 2024-2025. Việc tăng giá bán nước sẽ là một hướng đi tích cực, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp cho BWE.

LUẬN ĐIỂM 3:

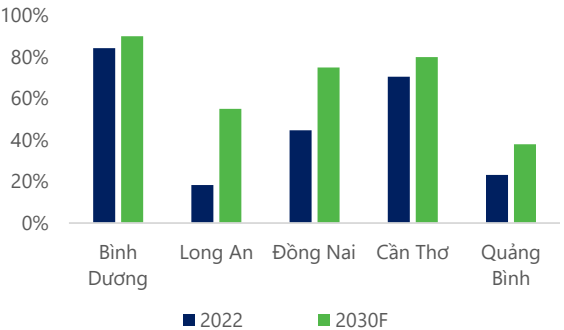
Động lực tăng trưởng từ hoạt động M&A

BWE

Nước - Môi trường Bình Dương

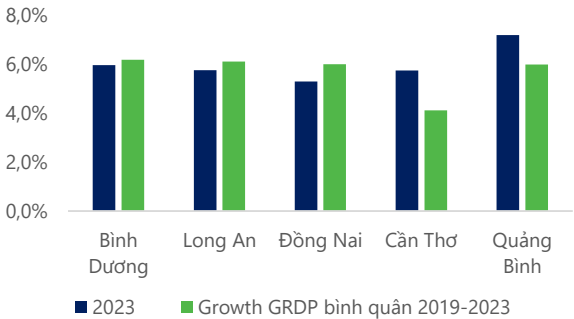
DSC

TỶ LỆ ĐÔ THỊ HÓA



Nguồn: GOS, DSC tổng hợp

TĂNG TRƯỞNG GRDP



Nguồn: GOS, DSC tổng hợp

Mở rộng địa bàn hoạt động, tham vọng thâm nhập thị phần nước

Đẩy mạnh các thương vụ M&A là một trong những chiến lược quan trọng của BWE trong thời gian qua. Tính riêng năm 2023, doanh nghiệp ước tính đã đầu tư hơn 1.000 tỷ cho việc thực hiện các hoạt động mua bán sáp nhập, chủ yếu là các doanh nghiệp cấp nước ở Long An. Hiện nay, địa bàn hoạt động của BWE tập trung tại các tỉnh khu vực ĐBSCL như Bình Dương, Long An, Đồng Nai và Cần Thơ. Chúng tôi cho rằng, đây là khu vực còn nhiều tiềm năng cho ngành nước dựa trên: (1) Tỷ lệ đô thị hóa gia tăng nhanh, đặc biệt tại hai tỉnh Long An và Đồng Nai, (2) Tốc độ tăng trưởng kinh tế GRDP duy trì ở mức cao và (3) Dân số dự báo đạt 18-19 triệu người vào năm 2030.

Tỷ lệ sở hữu, công suất và tỷ lệ thất thoát nước ở các công ty con/công ty liên kết

Công ty cổ phần	Tỉnh	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (m3/ngày)	Tỷ lệ thất thoát
BWE	Bình Dương	100,0%	822.000	5,1%
BWE Long An	Long An	95,0%	60.000	1,5%
LAW		38,0%	46.000	7,9%
GIWACO	Đồng Nai	33,5%	40.000	4,1%
DNW		18,5%	450.000	17,0%
CTW	Cần Thơ	24,7%	200.000	12,7%
CT2		48,9%	50.000	-
NQB	Quảng Bình	41,0%	45.000	22,0%

Nguồn: BWE, DSC tổng hợp

Tái cấu trúc, nâng công suất nước kỳ vọng giúp cải thiện hiệu quả hoạt động

Mặc dù trong ĐHCĐ, BWE cho biết vẫn sẽ tiếp tục thực hiện M&A nếu có cơ hội thích hợp, chúng tôi cho rằng số thương vụ và tốc độ thực hiện M&A sẽ chậm lại trong năm 2024 bởi doanh nghiệp cần tập trung vào việc tái cấu trúc và nâng cao hiệu quả kinh doanh ở các công ty liên kết. Nhìn chung, lợi nhuận từ các công ty con/công ty liên kết mới được mua cổ phần chưa có nhiều đóng góp cho BWE trong quý vừa qua. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số tín hiệu tích cực như GIWACO đã giảm mạnh khoản lỗ và tỷ lệ thất thoát nước, trong khi lợi nhuận trước thuế CTW tăng trưởng mạnh tới 155% so với cùng kỳ. Về trung và dài hạn, chúng tôi vẫn giữ quan điểm tích cực về tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận của BWE nhờ các thương vụ này.

DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Dự phóng kết quả kinh doanh

Chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của BWE sẽ tăng trưởng trong năm 2024 nhờ (1) duy trì tỉ lệ thất thoát nước ở mức thấp ~5%, (2) tăng công suất các nhà máy cấp nước và (3) sản lượng sản xuất và tiêu thụ nước tăng 5-6% YoY.

Trong đó, doanh thu hoạt động (không bao gồm doanh thu nội bộ) ước tính đạt 3.827 tỷ (+9% YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 775 tỷ (+14% YoY).

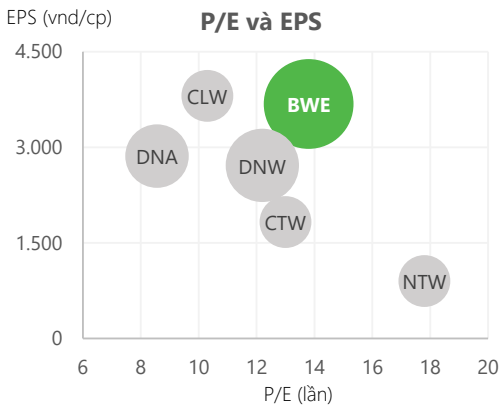
Định giá

Hiện tại, P/E của BWE đang ở mức 13,66 lần, cao hơn trung bình 5 năm và trung bình ngành nước. Tuy nhiên, BWE sở hữu nhiều ưu thế vượt trội về tỷ lệ thất thoát nước và công suất cấp nước so với các đối thủ trong ngành. Đồng thời, doanh nghiệp cũng có tiềm năng lớn để mở rộng thị phần và tăng trưởng lợi nhuận thông qua hoạt động M&A ở khu vực ĐBSCL. Vì vậy, chúng tôi cho rằng định giá hiện tại là không cao so với tiềm năng tăng trưởng của doanh nghiệp.

Sử dụng phương pháp định giá P/E, với mức EPS forward là 4.079 VND/cp, chúng tôi xác định giá mục tiêu: 53.600 VND/cp (upside 20,5% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2024)

Thống kê báo cáo phân tích gần nhất của các CTCK về mức giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu BWE, giá mục tiêu bình quân là 52.090 VND/cp, upside 17% so với giá đóng cửa ngày 14/06/2024).

(Tỷ VND)	2022	2023	2024F
Doanh thu thuần	3.484	3.526	3.886
% DTT (YoY)	12%	1%	10%
Lợi nhuận gộp	1.421	1.564	1.728
Lợi nhuận sau thuế	747	682	787
% LNST (YoY)	-1%	-9%	15%



Định giá P/E

Lợi nhuận sau thuế	787
EPS (VND/cp)	4.079
P/E (lần)	13,x
Giá cổ phiếu	53.600
Upside	20,5%

BIỂU ĐỒ GIÁ



Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Báo cáo miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán DSC và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán DSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Liên hệ - Trung tâm phân tích DSC

Trương Thái Đạt,

GD. Trung tâm Phân tích
dat.tt@dsc.com.vn

Tiền Quốc Việt,

Trưởng phòng Phân tích
viet.tq@dsc.com.vn

Lê Trần Khánh Linh,

Chuyên viên Phân tích
linh.ltk@dsc.com.vn

HỘI SỞ CHÍNH

📍 Tầng 2, Thành Công Building, 80 Dịch Vọng Hậu, Cầu Giấy, Hà Nội

☎ (024) 3880 3456

✉ info@dsc.com.vn