Shinhan Securities



CTCP Nước – Môi trường Bình Dương

[Việt Nam/ Tiện ích]

Mã Bloomberg (BWE VN) | Mã Reuters (BWE.HM)

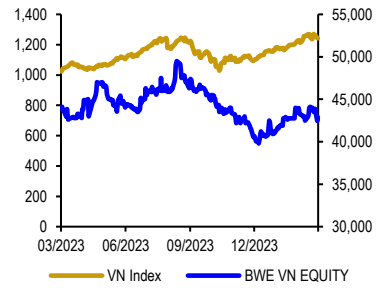
BUY

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**VND 55,750**
Giá hiện tại (07/05/2024)	VND 45,900
Suất sinh lời (%)	21.5%

VNINDEX	1,249
P/E thị trường (24F, x)	11.4
Vốn hóa (tỷ VND)	8,855
SLCP đang lưu hành (triệu)	193
SLCP tự do giao dịch (triệu)	7
52 tuần cao/thấp (VND)	49,600/39,700
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	0.20
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	10
Sở hữu nước ngoài (%)	10.3
Cổ đông lớn (%) TDM	37.4
Becamex IDC	19.4

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	7.4	5.8	2.3
Tương đối với VN-Index (%)	3.2	-9.8	-17.7



Nguồn: Bloomberg

Hoàng Nam
☎ (84-28) 6299-7603
✉ nam.h@shinhan.com

Nguyễn Lê Hoài Phúc
☎ (84-28) 6299-8025
✉ phuc.nlh@shinhan.com





Please click or scan

Viên ngọc quý của ngành nước Việt Nam

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 55,750 đồng

CTCP Nước - Môi trường Bình Dương (HSX: BWE) là một trong những doanh nghiệp hàng đầu trong ngành nước và môi trường tại Việt Nam. BWE sở hữu mô hình kinh doanh bền vững với mức tăng trưởng ổn định và chiến lược phát triển đầy hứa hẹn. Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với BWE với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 55,750 đồng - tương ứng với mức tăng 21.5% so với thị giá tại ngày 07/05/2024. Chúng tôi áp dụng phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E, với tỷ trọng 40%-60% để định giá BWE. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của BWE sẽ tăng trưởng ở CAGR 8.2% trong giai đoạn 2024-2028 nhờ tăng trưởng ổn định của cả nhu cầu và đơn giá.

Tiêu thụ nước của Việt Nam sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 5-6%/năm đến năm 2030

Giai đoạn 2016-2023, mức tiêu thụ nước của Việt Nam tăng trưởng CAGR đạt khoảng 6.4%/năm; tăng trưởng GDP khoảng 6%/năm cùng kỳ. Chúng tôi dự phóng mức tiêu thụ nước của Việt Nam vẫn tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 5-6%/năm đến năm 2030 nhờ vào: (1) Mục tiêu tăng trưởng GDP từ năm 2023 - 2030 là 7%/năm (theo Quy hoạch tổng thể Quốc gia); (2) Dân số gia tăng với tỷ lệ đô thị hóa cao hơn (Năm 2023: 42.6%; dự kiến năm 2030: > 50%), theo Nghị quyết 06-NQ/TW); (3) Vốn FDI chảy vào lĩnh vực sản xuất ngày càng tăng.

Bình Dương là thành phố trẻ có tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ nước cao nhất Việt Nam

Trong giai đoạn 2016 - 2023, mức tiêu thụ nước của Bình Dương tăng trưởng CAGR 9.3%/năm, cao hơn 1.4x lần so với mức tăng trưởng của cả nước. Chúng tôi dự phóng mức tiêu thụ nước của Bình Dương sẽ tăng trưởng 6-7%/năm đến năm 2030 nhờ vào nhu cầu về nước sạch ngày càng tăng của các hộ dân cư và khách hàng công nghiệp. Cụ thể, Bình Dương đặt mục tiêu tăng dân số lên 3 triệu người với tỷ lệ đô thị hóa cao hơn là 85% vào năm 2030 và mục tiêu GRDP bình quân tăng trưởng khoảng 10%/năm từ năm 2023-2030 (theo Quy hoạch tỉnh Bình Dương). Bên cạnh đó, "thủ phủ sản xuất công nghiệp" này còn đứng thứ hai trong việc thu hút vốn FDI trên cả nước.

BWE có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ cùng tiềm năng tăng trưởng cao

Cùng với TDM, BWE chịu trách nhiệm cung cấp nước sạch cho toàn tỉnh Bình Dương với khả năng vận hành chuỗi giá trị cung cấp nước rất hiệu quả, thể hiện qua tỷ lệ thất thoát nước thấp nhất trong ngành (5%). Về tiềm năng tăng trưởng với mảng cấp nước, BWE vẫn còn nhiều dư địa để tăng số lượng khách hàng (khoảng 5%/năm) thông qua đầu tư đường ống nước; với mảng xử lý chất thải, kì vọng BWE có khối lượng công việc lớn nhờ vào lượng chất thải dự kiến tăng trưởng 10-16%/năm đến năm 2030. Về triển vọng dài hạn, BWE đang liên tục thực hiện các hoạt động M&A để mở rộng thị phần sang các tỉnh thành khác tại Việt Nam.

Rủi ro: (1) Rủi ro chính sách; (2) Rủi ro về môi trường, nguồn nước thượng nguồn; (3) Rủi ro từ hoạt động M&A; (4) Rủi ro về tỷ lệ thất thoát nước (NRW).

Năm	**2022**	**2023**	**2024F**	**2025F**	**2026F**
Doanh thu (tỷ VND)	**3,484**	**3,526**	**3,932**	**4,106**	**4,268**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	816	755	893	937	1,024
Lợi nhuận ròng (tỷ VND)	**747**	**682**	**797**	**841**	**915**
EPS (VND)	3,196	2,902	4,096	4,322	4,708
BPS (VND)	23,289	24,887	24,229	25,950	27,858
OPM (%)	23.4	21.4	22.7	22.8	24.0
NPM (%)	21.4	19.3	20.3	20.5	21.4
ROA (%)	**7.8**	**6.2**	**6.3**	**6.4**	**6.8**
ROE (%)	**17.9**	**14.4**	**15.2**	**14.8**	**15.0**
PER (x)	14.6	15.5	11.3	9.9	8.3
PBR (x)	2.0	1.8	1.9	1.6	1.4

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan Ngành và Doanh nghiệp**

8 **Quan điểm đầu tư**

15 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

16 **Định giá và khuyến nghị**

20 **Rủi ro**

21 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan Ngành và Doanh nghiệp

Ngành nước Việt Nam: Tiềm năng tăng trưởng lớn

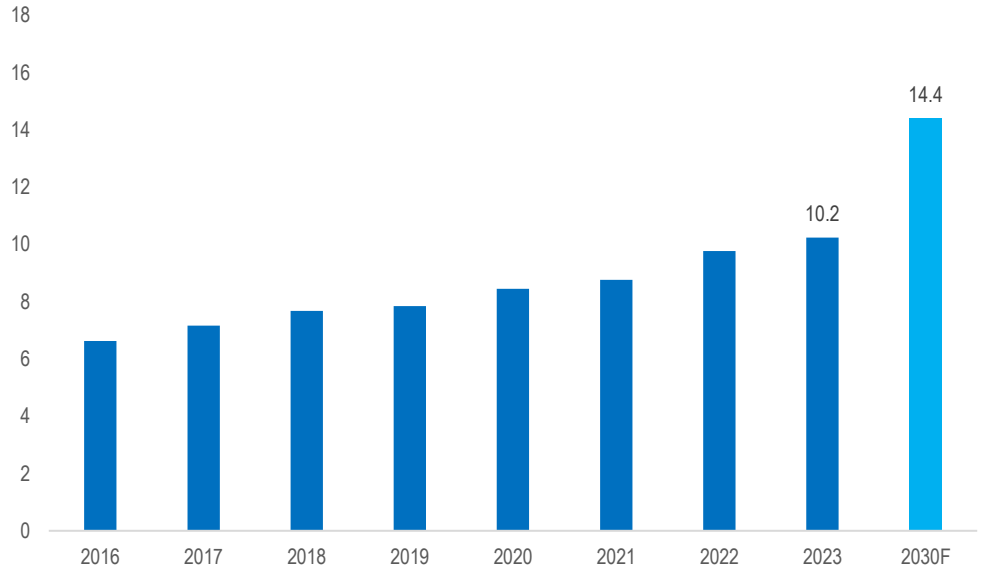
Mức tiêu thụ nước sạch tại Việt Nam, đặc biệt là từ dân dụng và công nghiệp, đã tăng trưởng với tốc độ CAGR là 6.4%/năm trong giai đoạn từ 2016 đến 2023. Chúng ta có thể thấy rằng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ nước gia tăng cùng với xu hướng phát triển kinh tế. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng GDP trung bình của giai đoạn này là khoảng 6%/năm.

Chúng tôi dự kiến mức tiêu thụ nước sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng CAGR 5% đến năm 2030 nhờ:

(1) Mục tiêu tăng trưởng GDP 7%/năm từ năm 2023-2030 (theo Quy hoạch tổng thể quốc gia); (2) Dân số gia tăng với tỷ lệ đô thị hóa cao hơn (Năm 2023: 42.6%, mục tiêu năm 2030: >50%, theo Nghị quyết 06-NQ/TW); (3) Dòng vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất chế biến tăng.

Mức tiêu thụ nước của Việt Nam trong năm 2023 là 3.7 tỷ m3 hoặc 10.2 triệu m3/ngày. Với tốc độ tăng trưởng CAGR là 5%/năm đến năm 2030, dự kiến mức tiêu thụ nước của Việt Nam trong năm 2030 sẽ là 14.4 triệu m3/ngày.

Tiêu thụ nước của Việt Nam giai đoạn 2010-30 (triệu m3/ngày)



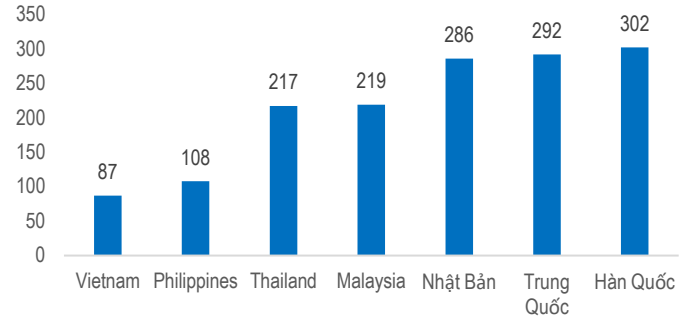
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam; 1m3 = 1,000 litres

Dư địa gia tăng lớn về mức tiêu thụ nước bình quân đầu người so với các quốc gia khác ở Châu Á

Theo Quy hoạch tổng thể ngành Nước đến năm 2030, mức tiêu thụ nước bình quân đầu người sẽ tăng từ 87 lít/ngày vào năm 2022 lên 120 lít/ngày vào năm 2030. Tỷ lệ dân cư nông thôn được cung cấp nước qua hệ thống cấp nước dự kiến tăng từ 43.5% hiện nay lên 47% vào năm 2030. Chúng tôi tin rằng mức ước tính tăng trưởng như vậy là hợp lý khi so sánh mức tiêu thụ bình quân đầu người của Việt Nam với các quốc gia châu Á khác (ví dụ Thái Lan là 217 lít/ngày; Malaysia là 219 lít/ngày).

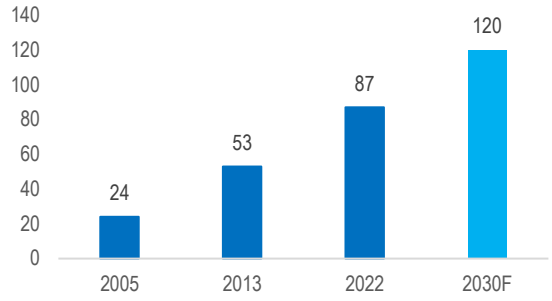
Sự chênh lệch giữa Việt Nam và các quốc gia khác này có thể được giải thích bởi tỷ lệ đô thị hóa của Việt Nam thấp hơn (chỉ ở mức 42%), nơi tỷ lệ đáng kể người dân nông thôn chỉ có thể tiếp cận với nước giếng hoặc nước sông thay vì nước sạch được xử lý. Do đó, tỷ lệ đô thị hóa được hỗ trợ bởi sự gia tăng FDI sẽ thu hẹp khoảng cách về tiêu thụ nước sạch so với các quốc gia cùng khu vực Châu Á.

Mức tiêu thụ nước bình quân đầu người Việt Nam năm 2022 được xếp hạng thấp nhất khu vực (lít*/ngày)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam, 1 m3 = 1,000 lít

Mức tiêu thụ nước bình quân đầu người Việt Nam giai đoạn 2005-2030 (lít/ngày)



Nguồn: Shinhan Securities Vietnam

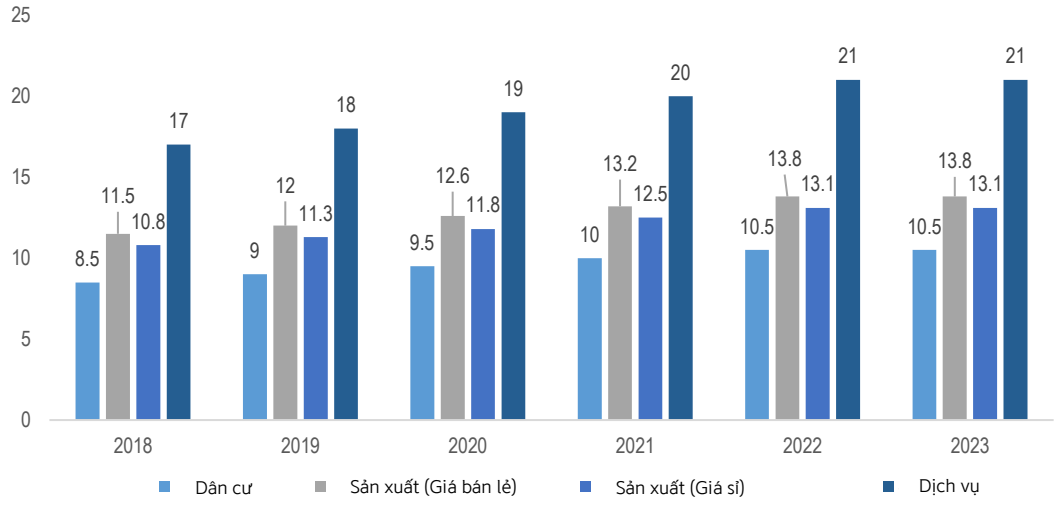
Chính sách giá bán

Theo Nghị định 117/2007/ND-CP ban hành năm 2007, chính quyền địa phương có quyền quyết định mức giá nước sinh hoạt phù hợp trong phạm vi giá do Bộ Tài chính quy định. Bên cạnh đó, giá bán buôn nước phải được các doanh nghiệp cung cấp nước sỉ thương lượng thống nhất.

Theo Quyết định 04/2018/QD-UBND của UBND tỉnh Bình Dương, biểu giá nước sinh hoạt và sản xuất (biểu đồ dưới) có mức tăng trưởng trung bình ổn định là 5%/năm trong giai đoạn 2018-2023. Ngoài ra, tại Bình Dương, giá nước sinh hoạt thấp hơn giá nước phục vụ sản xuất nhằm hỗ trợ người dân.

Giá nước sinh hoạt ở Bình Dương có tính cạnh tranh hơn so với các tỉnh/thành phố khác nhờ chính sách giá cố định so với biểu giá theo bậc thang của các tỉnh khác. Biểu giá theo bậc thang, người dùng phải trả cao hơn (dựa trên lượng nước sử dụng so với định mức cho phép) để khuyến khích sử dụng tiết kiệm (Giá nước sinh hoạt TP.HCM: VND 6,700-14,000; Hà Nội: VND 7,500 – 24,000).

Giá nước ở Bình Dương giai đoạn 2018-2023 (nghìn đồng)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng quan Doanh nghiệp

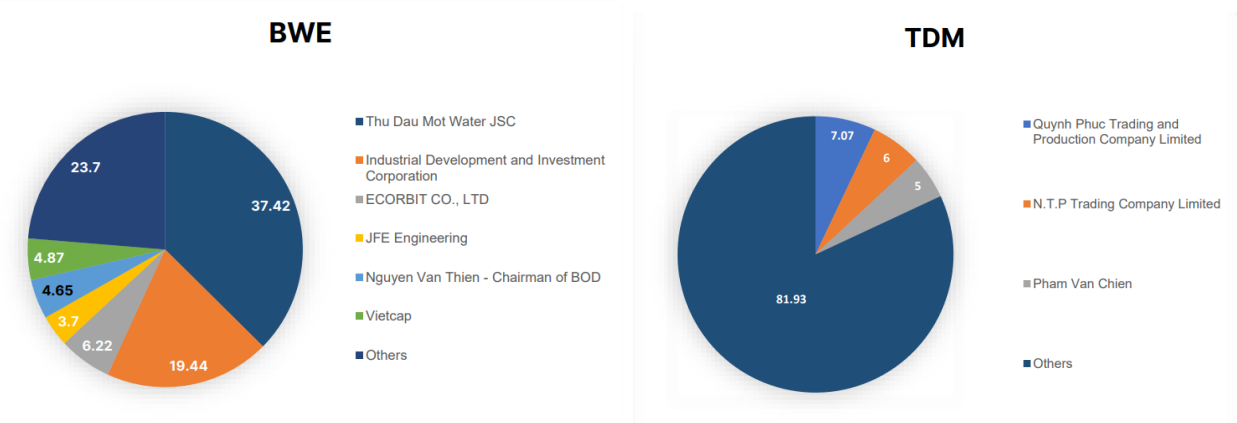
Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Nước - Môi trường Bình Dương (BWE) được thành lập trước năm 1975, tiền thân là "Trung tâm cấp nước Bình Dương" với 5 trạm bơm nước ngầm. Năm 1995, công ty đưa nhà máy nước mặt đầu tiên - Nhà máy nước mặt Thủ Dầu Một vào hoạt động với công suất 7,500m3/ngày đêm.

Từ ngày 30/09/2016, công ty chính thức chuyển đổi từ DN nhà nước 100% vốn điều lệ thành công ty cổ phần với tên gọi CTCP Nước - Môi trường Bình Dương, vốn điều lệ 1,500 tỷ đồng.

Ngày 20/7/2017, CTCP Nước - Môi trường Bình Dương chính thức niêm yết cổ phiếu trên sàn giao dịch chứng khoán TP.HCM với mã chứng khoán BWE. Vào tháng 3 năm 2019, UBNN tỉnh Bình Dương giảm tỷ lệ sở hữu vốn nhà nước từ 41% xuống 25%.

Cơ cấu cổ đông (tại ngày 31/12/2023)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Danh sách công ty con, công ty liên kết và các khoản đầu tư dài hạn khác của BWE tính đến ngày 31/12/2023

Công ty con cấp 1	Lĩnh vực kinh doanh	Địa chỉ	Quyền sở hữu của BWE
CTCP Đô thị Cần Giuộc	Cung cấp nước sạch	Long An	97.27%
CTCP Dự án Đô thị Châu Thành	Cung cấp nước sạch	Cà Mau	96.06%
Biwase – CTCP Nước Long An*	Cung cấp nước sạch	Long An	94.54%
Công ty Cổ phần Nước và Môi trường Bằng Tâm	Cung cấp nước sạch	Long An	76.96%
Công ty Cổ phần Điện – Xây dựng Biwase	Sản xuất điện, xây dựng điện	Bình Dương	52.00%
Công ty TNHH MTV Tư vấn Biwase	Tư vấn	Bình Dương	100%
Công ty con cấp 2			
CTCP Nước và Môi trường Cần Đước*	Cung cấp nước sạch	Long An	94.35%
Công ty liên doanh, liên kết			
CTCP Đầu tư và Xây dựng Chánh Phú Hòa	Bất động sản	Bình Dương	43.48%
Công ty Cổ phần Cấp nước Cần Thơ 2	Cung cấp nước sạch	Cần Thơ	48.86%
CTCP Cấp nước Quảng Bình (NQB)	Cung cấp nước sạch	Quảng Bình	41.0%
Công ty Cổ phần Cấp nước Long An (LAW)	Cung cấp nước sạch	Long An	38.0%
CTCP Cấp Nước Gia Tân	Cung cấp nước sạch	Đồng Nai	33.52%
CTCP Cấp nước Cần Thơ (CTW)	Cung cấp nước sạch	Cần Thơ	24.64%

Công ty liên doanh, liên kết cấp 2			
CTCP Biwase Quảng Bình **	Cung cấp nước sạch	Quảng Bình	21.79%
CTCP Cấp nước Vĩnh Long (VLW) **	Cung cấp nước sạch	Vĩnh Long	18.0%
Các khoản đầu tư dài hạn khác			
CTCP Nước Đồng Nai (DNW)	Cung cấp nước sạch	Đồng Nai	18.8%
Tổng Công ty Sản xuất và Thương mại Hàng hóa Bình Dương (PRT)	Bất động sản thương mại, công nghiệp	Đồng Nai	4.0%
Tổng Công ty Sản xuất và Thương mại Hàng hóa Thanh Lễ (TLP)	Kinh doanh dầu khí, Bất động sản	Bình Dương	0.51%
Tập đoàn Sonzadezi (SNZ)	Bất động sản khu công nghiệp	Đồng Nai	0.04%

Nguồn: Dữ liệu công ty tại ngày 31/12/2023, * CTCP Nước - Môi trường Cần Đước là công ty con của CTCP Nước Biwase Long An;

** Biwelco sở hữu VLW và Biwase Quảng Bình với tỷ lệ lần lượt là 33.65% và 41.9%

Mô hình kinh doanh

BWE hoạt động ở 3 mảng kinh doanh chính, bao gồm cung cấp nước sạch, xử lý chất thải và xử lý nước thải. Ngành kinh doanh cốt lõi của BWE là cung cấp nước, chiếm 58% doanh thu và 80,0% lợi nhuận ròng cho toàn doanh nghiệp. Trong năm 2023, BWE đã tích cực mở rộng mảng nước sạch thông qua các thương vụ M&A tiêu biểu với: Biwase Long An, Dự án Thủ Thừa, Công ty Cấp nước Quảng Bình,...



Trong lĩnh vực cung cấp nước sạch, BWE sở hữu chuỗi giá trị hoàn chỉnh từ bơm nước đến phân phối. Cụ thể, BWE sẽ lấy nước từ sông Đồng Nai và hồ Phước Hòa. Sau đó, BWE xử lý nước thô và sau đó vận chuyển qua đường ống đến khách hàng dân dụng và công nghiệp.

BWE sở hữu 09 nhà máy nước với công suất cung cấp tối đa gần 1 triệu m3/ngày. Ngoài ra, BWE còn có 1 chi nhánh xử lý chất thải, 4 chi nhánh xử lý nước thải, 1 chi nhánh tư vấn cấp nước và thoát nước, 1 chi nhánh dịch vụ đô thị, 1 chi nhánh công nghệ M&E BWE và 1 chi nhánh thương mại Con Voi.

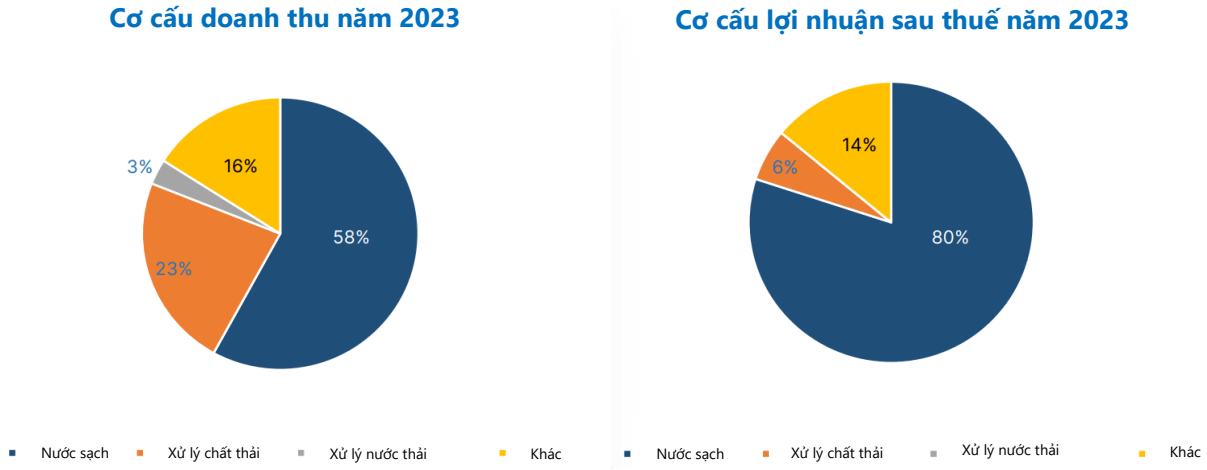
STT	Nhà máy nước	Công suất tối đa (cbm)
1	Nhà máy nước Dĩ An	350,000
2	Nhà máy nước Tân Uyên	90,000
3	Nhà máy nước Thủ Dầu Một	65,000
4	Nhà máy nước Chơn Thành	30,000
5	Nhà máy nước Bàu Bàng	30,000
6	Nhà máy nước Dầu Tiếng	10,000
7	Nhà máy nước Phước Vinh	5,000
8	Nhà máy nước Khu Liên Hợp	250,000
9	Nhà máy nước Thuận An	60,000

STT	Nhà máy xử lý nước thải	Công suất tối đa (cbm)
1	Thủ Dầu Một	17,650
2	Thuận An	17,000
3	Tân Uyên	15,000
4	Dĩ An	20,000

Nguồn: Dữ liệu công ty tại ngày 31/12/2023

Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận

Doanh thu của BWE chủ yếu đến từ hoạt động cung cấp nước sạch, đóng góp gần 60% tổng doanh thu; kế đến là hoạt động xử lý chất thải chiếm khoảng 20% doanh thu; các dịch vụ khác (bán nước đóng chai, đường ống, v.v.) chiếm 16%, và 3% còn lại là xử lý nước thải.



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Quan điểm đầu tư

BWE và TDM là hai doanh nghiệp duy nhất đang cung cấp nước sạch cho toàn tỉnh Bình Dương.

Các công ty cấp thoát nước thường chịu sự quản lý chặt chẽ của chính quyền địa phương do tính chất đặc thù và quan trọng của ngành. Mỗi tỉnh thành phố chỉ có một hoặc một vài công ty hoạt động trong lĩnh vực cấp thoát nước.

Chúng tôi thấy rằng BWE và TDM có mối quan hệ độc đáo và phụ thuộc lẫn nhau; BWE là công ty đầu tư liên kết do TDM sở hữu 37.42% và đồng thời là nhà mua/khách hàng duy nhất của TDM. Cả hai công ty đang mở rộng hoạt động trên khắp Việt Nam thông qua các hoạt động M&A tích cực. Tóm lại, mức độ cạnh tranh của các đối thủ hiện hữu và mối đe dọa từ những người tham gia mới đối với BWE được đánh giá ở mức thấp.

Bảng: Công suất hiệu dụng của BWE và TDM theo các tỉnh thành

Công ty	Tỉnh thành	Công suất (nghìn m3/ngày)	Tỉ lệ sở hữu của BWE	Tỉ lệ sở hữu trực tiếp của TDM	Tỉ lệ sở hữu hiệu dụng của TDM	Công suất hiệu dụng BWE (nghìn m3/ngày)	Công suất hiệu dụng TDM (nghìn m3/ngày)
TDM *	Bình Dương	260	0%	100%	100%	0	260
BWE *	Bình Dương	760	100%	37.42%	37.4%	760	284
BWE LA	Long An	60	94.5%	0.00%	35.4%	57	21
LAW	Long An	50	38.1%	0.00%	14.2%	19	7
Thu Thua	Long An	30	48.3%	0.00%	18.0%	14	5
GIWACO	Đồng Nai	50	33.52%	22.73%	35.3%	17	18
DNW	Đồng Nai	455	18.8%	12.06%	19.1%	86	87
CTW	Cần Thơ	147.5	24.7%	0.00%	9.2%	36	14
CT2	Cần Thơ	52.5	48.9%	0.00%	18.3%	26	10
CMW	Cà Mau	55	0.0%	24.90%	24.9%	0	14
VLW	Vĩnh Long	48	18.3%	0.00%	6.8%	9	3
NQB	Quảng Bình	50	41.0%	0.00%	15.3%	21	8
Tổng cộng		**2,018**				**1,044**	**730**

Nguồn: Dữ liệu công ty ngày 31/12/2023, Shinhan Securities Vietnam;
Ghi chú:* TDM sở hữu 37.42% BWE, và 2 công ty này sở hữu các công ty khác.

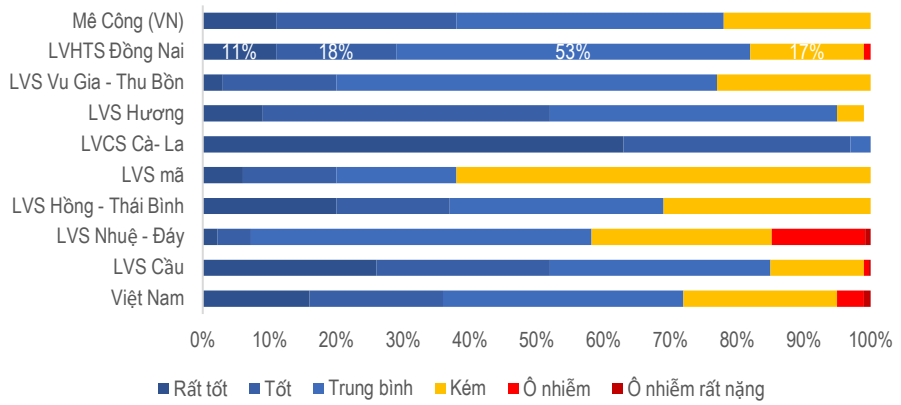
Chất lượng nước đầu vào tốt hơn trung bình ngành

Trong mô hình kinh doanh của BWE, nước sông là nguồn nguyên liệu chính nên BWE không phải chịu nhiều áp lực từ sức mạnh thương lượng của nhà cung cấp. Bên cạnh đó, BWE mua toàn bộ nước đầu ra đã qua xử lý của TDM và cũng là công ty liên kết của TDM nên tác động của việc mặc cả từ phía cung cấp được đánh giá là thấp. Ngoài ra, **chúng tôi đánh giá chất lượng nước thô đầu vào của BWE tốt hơn mức trung bình của ngành, tác động tích cực đến biên lợi gộp của công ty.**

Theo Quyết định 879/QĐ-TCMT của Bộ Tài nguyên và Môi trường, chỉ số WQI (dựa trên các thông số giám sát khác nhau) được sử dụng để đánh giá chất lượng môi trường nước. Chất lượng nguồn nước ở các lưu vực sông lớn tại Việt Nam phân hóa và có xu hướng giảm dần.

Các nguồn nước thô phù hợp cho các công ty cấp nước thường có giá trị WQI từ 76-90. Đây là nguồn nước có chất lượng tốt, chỉ cần xử lý đơn giản để đảm bảo tiêu chuẩn nước sạch. BWE lấy nước từ sông Đồng Nai và hồ chứa Phước Hòa, do đó chất lượng nước thô của công ty tốt hơn so với các sông khác.

Chỉ số WQI tại các điểm quan trắc lưu vực sông trong giai đoạn 2016-2020.

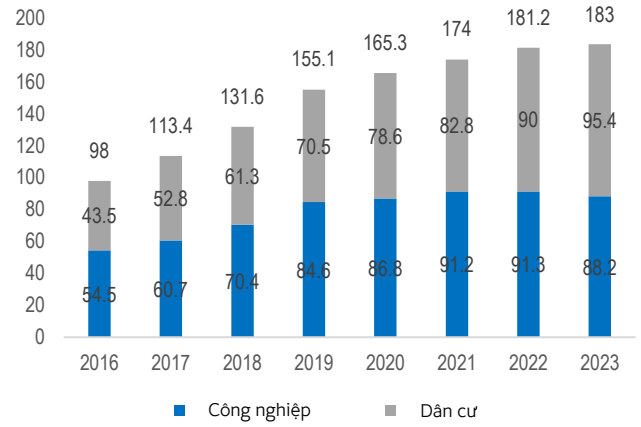


Nguồn: : Bộ tài nguyên môi trường, Shinhan Securities Vietnam

Bình Dương là tỉnh thành trẻ có tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ nước cao nhất Việt Nam.

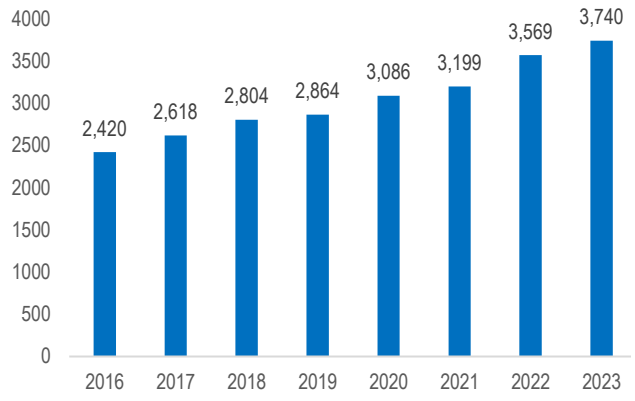
Tỷ lệ tiêu thụ nước sạch của Bình Dương (BWE) hoặc toàn tỉnh Bình Dương đã tăng trưởng 9.3%/năm từ năm 2016-2023 (cao hơn 1.4x lần tăng trưởng của toàn quốc là 6.4%/năm). Năm 2023, mức tiêu thụ nước của Bình Dương là 183 triệu m3 (+1% YoY) do tăng trưởng kinh tế yếu trong năm 2023, với tỷ lệ sử dụng lần lượt từ khách hàng dân dụng và công nghiệp là 52% và 48%.

Tiêu thụ nước tại Bình Dương 2016-2023 (triệu m3)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tiêu thụ nước tại Việt Nam (triệu m3)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Kế hoạch tổng thể của tỉnh Bình Dương đặt mục tiêu tăng trưởng GRDP trung bình 10.0% giai đoạn 2023-2030 và 5.5-6.0% giai đoạn 2031-2050.

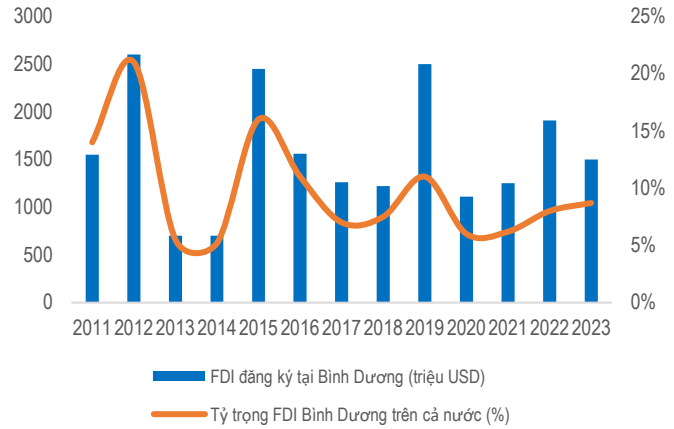
Chính quyền tỉnh Bình Dương đặt mục tiêu phát triển Bình Dương thành một thành phố trực thuộc trung ương, đóng vai trò trung tâm cho các hoạt động công nghiệp phía Nam Việt Nam. Cụ thể, Bình Dương đặt mục tiêu dân số 3 triệu người (năm 2022: 2.7 triệu người) với tỷ lệ đô thị hóa 85% vào năm 2030 (năm 2022: 82%).

Hiện tại, Bình Dương là một trong những tỉnh thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) hàng đầu Việt Nam. Trong năm 2023, tỉnh này xếp thứ hai cả nước với tổng giá trị FDI đạt 1.5 tỷ USD; tính đến nay đã có 4,219 dự án đang hoạt động với tổng vốn đăng ký đầu tư trên 40.31 tỷ USD.

Cụ thể, Bình Dương đã thu hút nhiều dự án quy mô lớn có tác động lan tỏa đáng kể, chẳng hạn như dự án nhà máy của Công ty TNHH Polytex Viễn Đông (Việt Nam) với số vốn đăng ký đầu tư bổ sung 1.37 tỷ USD và dự án

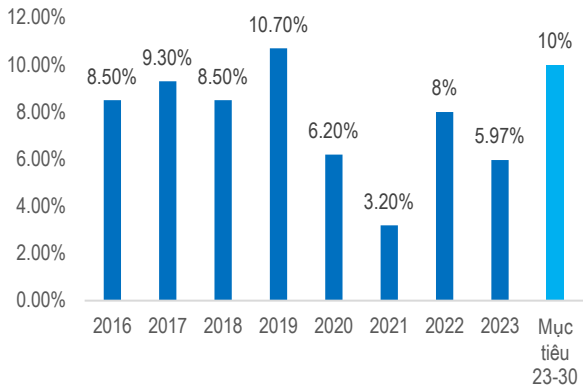
sản xuất đồ chơi Lego (Đan Mạch) với vốn 1.3 tỷ USD. Cho năm 2024, Ban Quản lý Khu công nghiệp tỉnh Bình Dương đặt mục tiêu thu hút khoảng 130-140 dự án đầu tư vào các khu công nghiệp, với tổng vốn đầu tư nước ngoài khoảng 1.2-1.3 tỷ USD.

FDI đăng ký tỉnh Bình Dương (triệu USD)



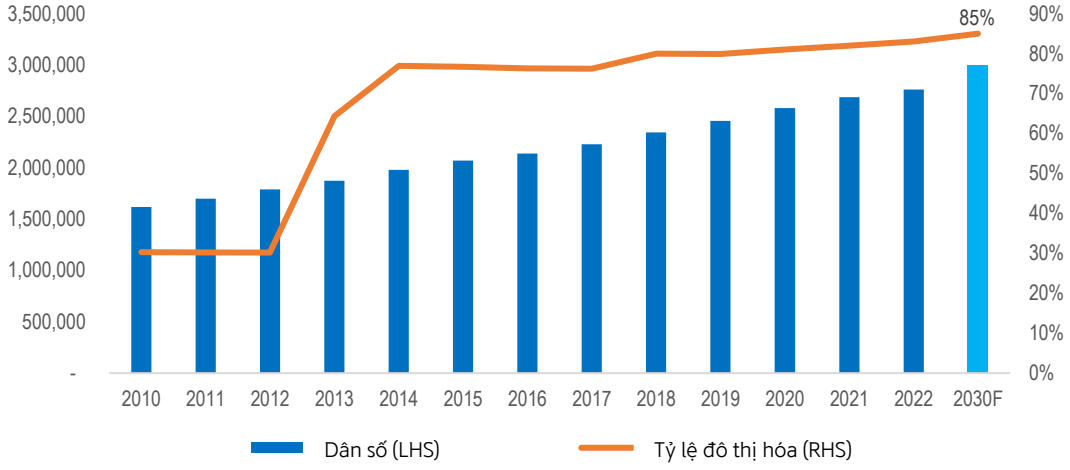
Nguồn: Chính quyền tỉnh Bình Dương, Shinhan Securities Vietnam

Tăng trưởng GRDP tỉnh Bình Dương



Nguồn: Chính quyền tỉnh Bình Dương, Shinhan Securities Vietnam

Bình Dương đặt mục tiêu đạt dân số 3 triệu người và tỉ lệ đô thị hóa đạt 85% trong năm 2030



Nguồn: Chính quyền tỉnh Bình Dương, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi tin rằng mức tiêu thụ nước của Bình Dương sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng khoảng 6-7%/năm đến 2030, động lực đến từ mục tiêu tăng dân số lên 3 triệu người với tỷ lệ đô thị hóa cao hơn là 85% vào năm 2030, tốc độ tăng trưởng GRDP trung bình 10% từ năm 2023-2030 (theo quy hoạch tỉnh Bình Dương) và dòng vốn FDI đổ vào nhiều hơn.

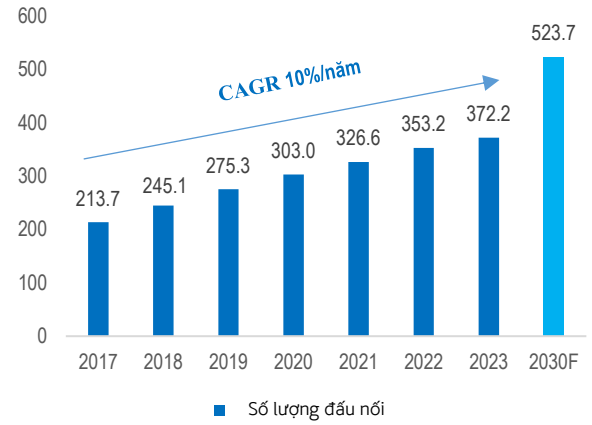
Mở rộng hệ thống đường ống và gia tăng năng lực của các nhà máy xử lý chất thải

BWE tiếp tục gia tăng lượng khách hàng đấu nối bằng việc tiếp tục mở rộng đường ống

Đến năm 2023, BWE quản lý hệ thống đường ống dài 6,652 km và có tổng cộng 372,000 khách hàng được kết nối. Từ năm 2017 đến năm 2023, BWE đã liên tục đầu tư vào hệ thống đường ống với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 10%. Trong cùng kỳ, số lượng khách hàng kết nối của BWE cũng tăng trưởng với CAGR là 10%/năm.

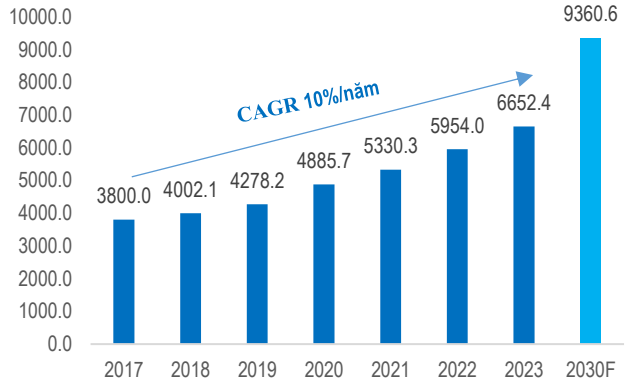
Kì vọng tốc độ tăng trưởng CAGR 5%/năm đến năm 2030, BWE có thể nâng tổng chiều dài đường ống phân phối nước lên 9,360 km và có 523,700 khách hàng nhờ nhu cầu nước sạch mạnh mẽ tại Bình Dương - tỉnh có GRDP cao nhất Việt Nam.

Lượng khách hàng đấu nối lũy kế của BWE 2017-2023 (nghìn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tổng chiều dài đường ống của BWE 2017-2023 (km)

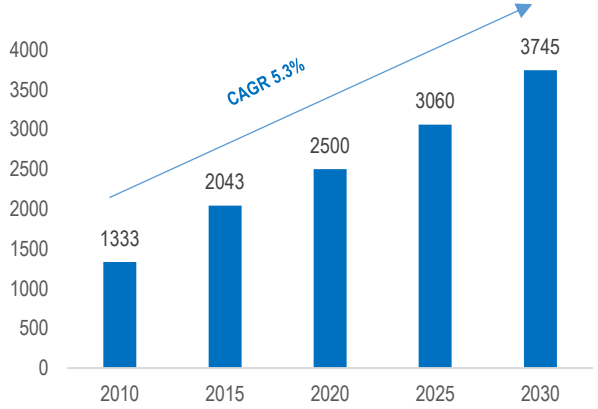


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngành xử lý chất thải có tiềm năng tăng trưởng đáng kể

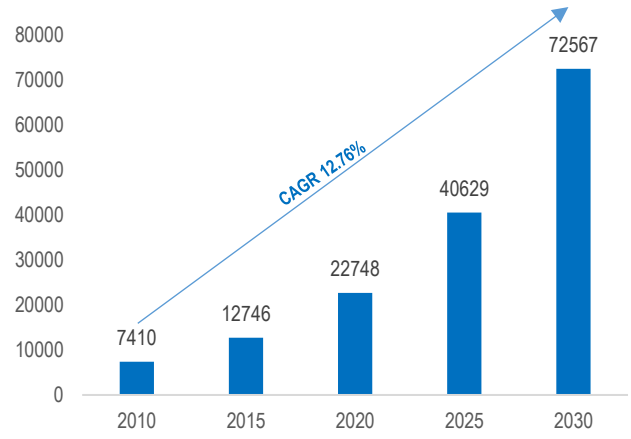
Theo Bộ Tài nguyên và Môi trường, tổng lượng chất thải rắn sinh hoạt trong nước là 25 triệu tấn, nhưng chỉ có 30% được đốt hoặc tái chế, còn lại khoảng 70% được chôn lấp trực tiếp. Trong đó, 80% là bãi chôn lấp hiện tại không hợp vệ sinh, gây hại cho môi trường và chỉ có 13% rác thải được đốt để lấy năng lượng.

Tổng khối lượng chất thải rắn dân cư tại Bình Dương (tấn/ngày)



Nguồn: UBND Tỉnh Bình Dương, Shinhan Securities Vietnam

Tổng khối lượng chất thải rắn công nghiệp tại Bình Dương (tấn/ngày)

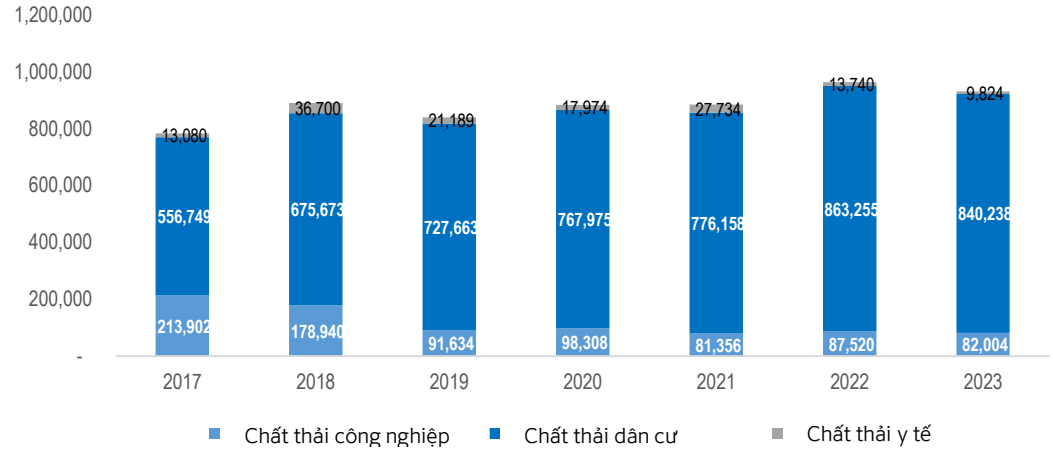


Nguồn: UBND Tỉnh Bình Dương, Shinhan Securities Vietnam

Theo báo cáo về tình trạng môi trường giai đoạn 2016-2020 của Bộ Tài nguyên và Môi trường, tổng khối lượng chất thải rắn sinh hoạt phát sinh tại khu vực đô thị cả nước là 35,624 tấn/ngày (tương đương 13 triệu tấn/năm), chiếm 55% tổng khối lượng chất thải rắn sinh hoạt cả nước. Trong khi đó, khối lượng chất thải rắn công nghiệp

trên toàn quốc vào khoảng 25 triệu tấn/năm.

Khối lượng chất thải BWE xử lý tăng trưởng trung bình 3.2%/năm trong 6 năm qua (tấn)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Chúng tôi kỳ vọng mảng xử lý chất thải của BWE sẽ nhận được thêm nhiều việc nhờ: 1) Chính sách hạn chế bãi rác tại tỉnh Bình Dương; 2) Lượng chất thải rắn sinh hoạt trong khu vực đô thị cả nước tăng trung bình 10-16% mỗi năm đến năm 2030 (theo Bộ Tài nguyên và Môi trường); 3) BWE cũng có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy đốt rác từ 200 tấn/ngày và phát điện 5 MW lên 500 tấn/ngày và phát điện 17 MW vào quý 3/2024.

Chiến lược phát triển ra các tỉnh thành khác bằng M&A hứa hẹn một tương lai tươi sáng

Năm 2023 là năm BWE rất tích cực trong hoạt động M&A. Ước tính trong năm 2023, BWE chi hơn 1,100 tỷ đồng cho khoản đầu tư mới để mở rộng thị trường cấp nước qua các tỉnh thành khác. Nếu tính luôn các khoản đầu tư thêm cho Gia Tân, DNW, Chánh Phú Hòa, Biwelco khoảng hơn 200 tỷ; thì BWE đã chi ra tổng cộng hơn 1,300 tỷ đồng cho hoạt động đầu tư tài chính của mình.

Bảng: Những khoản đầu tư mới của BWE trong năm 2023

Công ty	Thời gian	Tỉnh	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đầu tư (tỷ đồng)
CTCP Nước và Môi trường Bằng Tâm	01/07/2023	Long An	76.96%	29.6
CTCP Công trình Đô thị Cần Giuộc	01/07/2023	Long An	97.27%	34.9
CTCP Công trình Đô thi Châu Thành	01/07/2023	Cà Mau	96.06%	30.7
CTCP Biwase – Long An	30/05/2023	Long An	94.54%	794.6
CTCP Công trình Đô thị Thủ Thừa	04/2023	Long An	48.25%	25
CTCP Cấp nước Long An (LAW)	03/2023	Long An	38.06%	92.9
CTCP Cấp nước Quảng Bình (NQB)	03/2023	Quảng Bình	41.00%	94.7
Tổng cộng				**1,102.4**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Bảng: Công suất hiệu dụng của BWE theo tỉnh

Công ty	Tỉnh	Công suất (nghìn m3/ngày)	Tỷ lệ sở hữu	Công suất hiệu dụng BWE (nghìn m3/ngày)
BWE	Bình Dương	760	100%	760
BWE LA	Long An	60	94.5%	57
LAW	Long An	50	38.1%	19
TTC	Long An	30	48.3%	14

GIWACO	Đồng Nai	50	33.52%	17
DNW	Đồng Nai	455	18.8%	86
CTW	Cần Thơ	147.5	24.7%	36
CT2	Cần Thơ	52.5	48.9%	26
VLW	Vĩnh Long	48	18.3%	9
NQB	Quảng Bình	50	41.0%	21
Tổng cộng		**1,703**		**1,044**

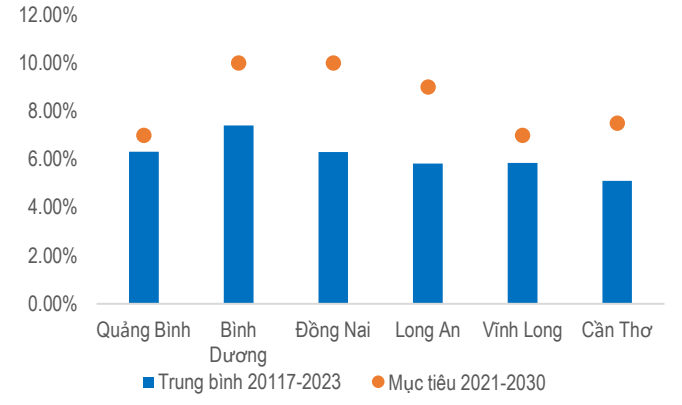
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đứng sau thị trường chính tại Bình Dương, BWE sở hữu các nhà máy có công suất hiệu dụng lớn tại Đồng Nai, Cần Thơ và Long An. Chúng tôi đánh giá tiềm năng tăng trưởng về mảng nước sạch tại 3 tỉnh thành này là rất lớn khi nhìn vào 3 yếu tố hỗ trợ sau: (1)Tốc độ tăng trưởng GRDP trong nhiều năm tới ở mức cao, (2) Điểm nóng thu hút FDI ở vùng Đông Nam Bộ và Đồng bằng sông Cửu Long, (3) Tiềm năng gia tăng tỷ lệ đô thị hóa mạnh mẽ.

Tại Long An, BWE sở hữu Biwase Long An và nắm giữ hơn 50% thị phần tại đây. Đây cũng là đơn vị sở hữu nhà máy nước Nhị Thành với công suất 60,000 m3/ngày và có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 120,000 m3/ngày (~15% công suất hiện tại của BWE). Triển vọng nhu cầu nước sạch của Long An là khá cao, khi xét đến mục tiêu tăng trưởng GRDP đến năm 2030 gần 10%, tiềm năng gia tăng tỉ lệ đô thị hóa mạnh mẽ từ 20% trong năm 2022 lên gần 60% năm 2030. Ngoài ra, Long An còn thuộc top 10 tỉnh thu hút vốn đầu tư FDI, cụ thể trong 2023, số vốn đăng ký mới của tỉnh lên đến hơn 700 triệu USD.

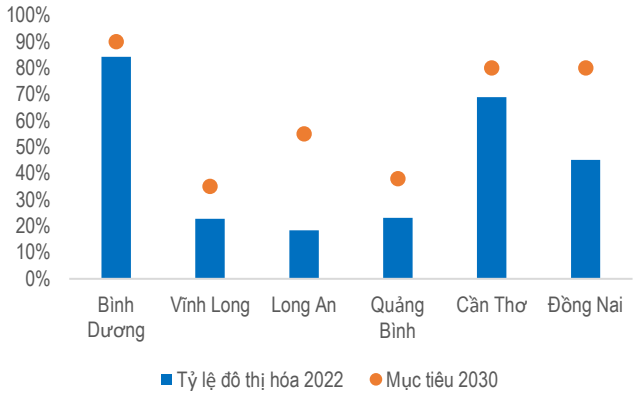
Tại Đồng Nai, BWE sở hữu 2 công ty DOWACO (DNW) và GIWACO nắm giữ hơn 30% thị phần. BWE đặt kế hoạch tăng công suất cho GIWACO từ 50,000 m3/ngày lên 100,000 m3/ngày trong năm 2025. Kì vọng vào sự gia tăng nhu cầu nước sạch tại các KCN xung quanh sân bay Long Thành và Đồng Nai, BWE đặt mục tiêu GIWACO sẽ bắt đầu ghi nhận lợi nhuận dương vào năm sau. Chúng tôi cũng có cùng quan điểm với công ty, khi xét thêm về tiềm năng tăng trưởng tại Đồng Nai.

Tăng trưởng GDP trung bình theo các tỉnh và mục tiêu đến 2030 (%)



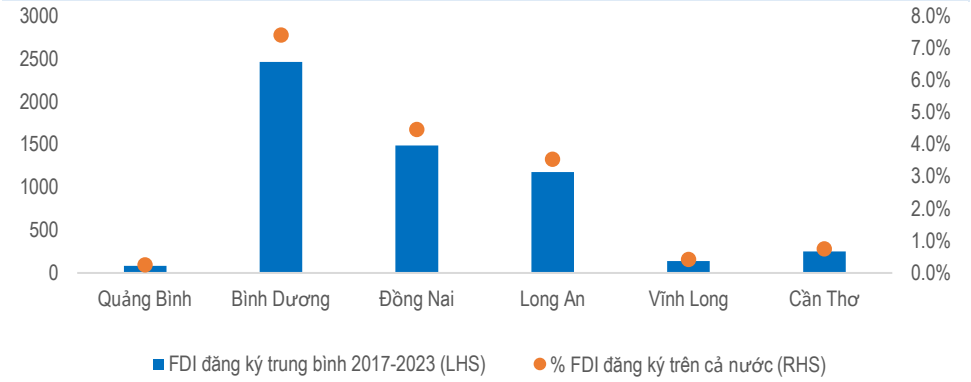
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỷ lệ đô thị hóa theo các tỉnh năm 2022 (%)



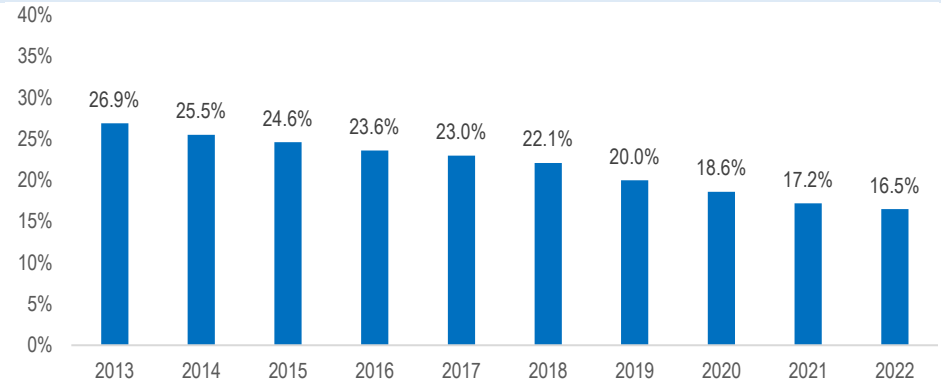
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

FDI đăng ký trung bình 2017-2023 theo tỉnh thành (triệu USD)



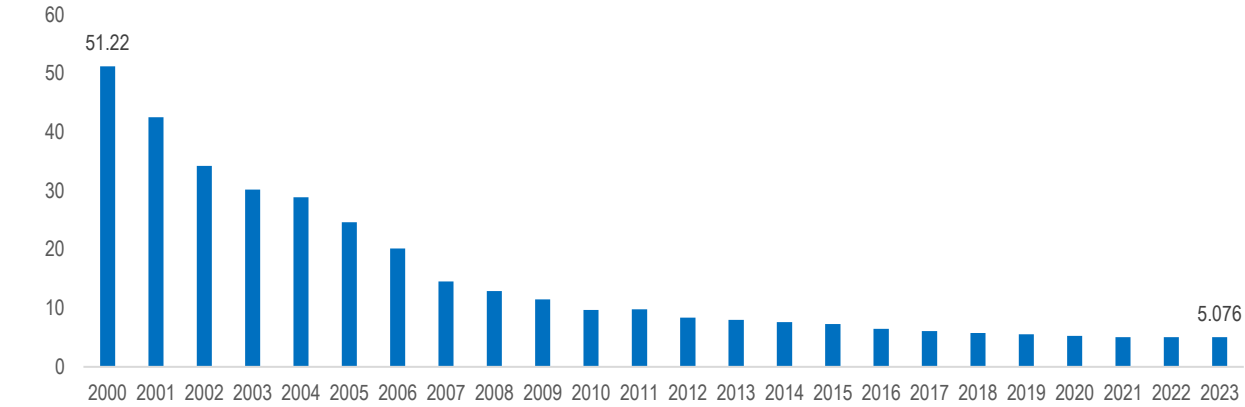
Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

Tỉ lệ thất thoát nước Việt Nam (%)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

BWE có tỉ lệ thất thoát nước thấp nhất ngành (%)



Nguồn: : Compoany data, Shinhan Securities Vietnam

Tình hình hoạt động công ty con và công ty liên kết. Theo chia sẻ của công ty, BWE đang tập trung tái cấu trúc các công ty vừa mua và cần thêm thời gian để có thể vận hành hiệu quả. Tuy vậy, công ty cũng đã có một số thành công nhất định khi Bằng Tâm và Nhị Thành bước đầu đã có lãi. Gia Tân có tỉ lệ thất thoát nước được cải thiện rất nhiều (giảm từ 14.1% còn 4.67%). Chúng tôi cũng kì vọng rằng với kinh nghiệm và khả năng vận hành hiệu quả mảng cấp nước (BWE có tỉ lệ thất thoát nước thấp nhất ngành), chiến lược M&A mở rộng thị phần ra khắp các tỉnh thành của BWE là sẽ động lực tăng trưởng vững chắc trong dài hạn cho công ty.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2023, doanh thu của BWE đạt VND 3,526 tỷ đồng (+1.2% YoY), LNST đạt VND 682 tỷ đồng (-8.7% YoY), lần lượt hoàn thành 100.2% và 83% kế hoạch năm. Mức tiêu thụ nước đạt 183.56 triệu m3 (+1% YoY), hoàn thành 99% kế hoạch. Có gần 19,000 khách hàng mới được kết nối với hệ thống nước sạch của BIWASE trong năm 2023. Bên cạnh đó, tỷ lệ nước thất thoát (NRW) vẫn được duy trì ở mức 5%.

Chúng tôi kỳ vọng tốc độ tăng trưởng trung bình khối lượng tiêu thụ nước sạch là 4% mỗi năm nhờ lượng khách hàng mới ổn định của BIWASE (cả về số lượng dân cư và nhà máy). Dự kiến khoảng 19,000 khách hàng mới mỗi năm sẽ được kết nối và sử dụng hệ thống nước sạch của BIWASE trong giai đoạn 2024-2028.

Sản xuất nước sạch vẫn sẽ đóng góp chính vào doanh thu của BWE, chiếm khoảng 68% tổng doanh thu. Giai đoạn 2024-2028, chúng tôi dự báo giá bán tăng ở mức thận trọng +3% YoY ở năm 2025, 2028. Các năm còn lại giá bán nước sẽ không đổi. Các sách giá mới của UBND tỉnh Bình Dương sẽ được theo dõi và cập nhật sau đó.

Khối lượng xử lý chất thải được dự báo sẽ ổn định trong giai đoạn 2024-2028, với mức tăng giá bán thận trọng là 3.5% trung bình mỗi năm; đóng góp 18-20% vào tổng doanh thu của BWE.

Tỷ lệ NRW mục tiêu duy trì ở mức 5%. Năm 2024, chúng tôi dự báo doanh thu thuần và LNST của BIWASE lần lượt là 3,802 tỷ đồng (+7.8% YoY) và 702 tỷ đồng (+3% YoY), phù hợp với kế hoạch kinh doanh của công ty.

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận hợp nhất của BWE (2021-2025F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu thuần	**3,119**	**3,484**	**3,526**	**3,932**	**4,106**
Sản xuất nước sạch	1,970	2,159	2,321	2,683	2,760
Xử lý rác thải	675	707	711	784	828
Xử lý nước thải	51	151	72	107	176
Khác	423	467	422	359	342
Lợi nhuận gộp	**1,315**	**1,421**	**1,597**	**1,760**	**1,807**
Sản xuất nước sạch	1,072	1,136	1,298	1,516	1,531
Xử lý rác thải	132	113	111	124	138
Xử lý nước thải	6	39	11	16	33
Khác	105	133	145	105	105
Lợi nhuận từ HĐKD	**884**	**816**	**755**	**830**	**917**
Lợi nhuận ròng	**755**	**747**	**682**	**797**	**841**
Sản xuất nước sạch	531	582	516	622	646
Xử lý rác thải	52	13	4	8	7
Xử lý nước thải	-6	19	-5	8	1.0
Khác	178	133	167	159	187
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	42.2	40.8	44.3	44.8	44.0
Biên lợi nhuận từ HĐKD	28.3	23.4	21.4	22.7	22.8
Biên lợi nhuận ròng	24.2	21.4	19.3	20.3	20.5
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	3.1	11.7	1.2	11.5	4.4
Lợi nhuận từ HĐKD	49.5	-7.7	-7.5	18.3	4.9
Lợi nhuận ròng	41.0	-1.1	-8.7	16.9	5.5

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND 55,750

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Nước – Môi trường Bình Dương (BWE) với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu VND 55,750 - tương ứng với mức tăng 21.5% so với thị giá tại ngày 07/05/2024. Đối với tầm nhìn dài hạn, BWE là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) Mô hình kinh doanh hiệu quả, sức khỏe tài chính vững chắc;

2) Nhu cầu sử dụng nước và giá bán nước tăng trưởng ổn định;

3) Mảng xử lý rác thải còn nhiều dư địa phát triển;

4) Chiến lược phát triển và M&A có nhiều triển vọng tích cực trong tương lai.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá Chiết khấu dòng tiền FCFF và P/E, với tỷ trọng 40%-60% để định giá BWE.

Phương pháp FCFF: Chúng tôi giả định doanh thu sẽ có tốc độ tăng trưởng CAGR là 6% trong giai đoạn 2024-2028. Trong mô hình định giá, chúng tôi kỳ vọng BIWASE sẽ có tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% với giả định BIWASE sẽ không còn mở rộng hoạt động M&A nữa.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)	
WACC (%)	**8.5**
Lãi suất phi rủi ro (%)	2.9
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	9.0
Beta	0.7
Chi phí nợ (%)	7.0
Chi phí sử dụng vốn (%)	9.0
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.54
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	5,224

Mô hình định giá FCFF					
Đơn vị: tỷ VND	**9T2024F**	**2025F**	**2026F**	**2027F**	**2028F**
LN ròng	**617**	**841**	**915**	**957**	**1,091**
Cộng: Lãi vay sau thuế	344	382	378	349	294
Cộng: Các chi phí không bằng tiền	585	790	787	570	807
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-22	63	5	46	83
Trừ: Vốn đầu tư	744	779	675	714	685
Dòng tiền tự do (FCFF)	**824**	**1,170**	**1,400**	**1,116**	**1,424**
Tỷ lệ chiết khấu	0.94	0.86	0.78	0.72	0.66
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	**775**	**1,014**	**1,118**	**821**	**965**
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,290				
Giá trị doanh nghiệp	**15,982**				
Trừ: Nợ vay	5,224				
Cộng: Số dư tiền	752				
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	152				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ cp)	0.22				
Giá mục tiêu (VND)	**51,650**				

Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

Phương pháp P/E: Chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp cùng ngành nghề và có quy mô tương đồng với BWE. Tỷ suất P/E dự phóng ở mức 14.27x, được tính bằng cách lấy trung bình giữa: Giá trị bình quân P/E của các DN cùng ngành và giá trị bình quân P/E 5 năm quá khứ của BWE. Dự phóng EPS forward ở mức 4,096 đồng, tương ứng giá mục tiêu 12 tháng của BWE ở mức 58,450 đồng.

Tóm tắt mô hình định giá P/E

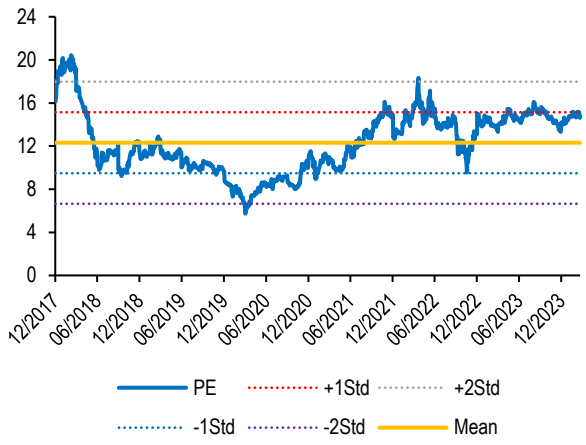
Tỷ suất hiện tại của BWE	Trung bình 5 năm quá khứ của BWE	Trung bình các DN trong ngành	Tỷ suất dự phóng áp dụng	Giá mục tiêu (VND)
14.02x	11.88x	16.66x	14.27x	58,450

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã Bloomberg	Tên công ty	Quốc Gia	P/E	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS (%)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)
BWE VN Equity	BINH DUONG WATER ENVIRONMENT	Việt Nam	14.02	326.8	-9.2	19.1	6.5	13.0
300692 CH Equity	ANHUI ZHONGHUAN ENVIROMENT	Trung Quốc	23.29	307.8	-48.4	13.3	1.4	4.2
600168 CH Equity	WUHAN SANZHEN INDUSTRY	Trung Quốc	20.09	607.6	n.a	4.7	0.7	2.8
EASTW TB Equity	EASTERN WATER RESOURCES	Thái Lan	18.42	158.0	-54.8	7.3	1.2	2.7
TTW TB Equity	TTW PCL	Thái Lan	12.32	979.6	-1.4	51.9	14.0	19.6
WHAUP TB Equity	WHA UTILITIES AND POWER PCL	Thái Lan	9.16	404.7	258.3	58.6	5.7	12.5
Trung bình			**16.66x**					

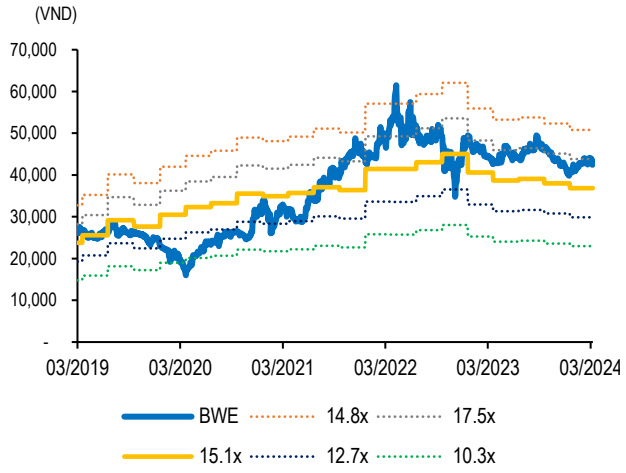
Nguồn: Bloomberg, Shinhan Securities Vietnam

PER của BWE từ năm 2017



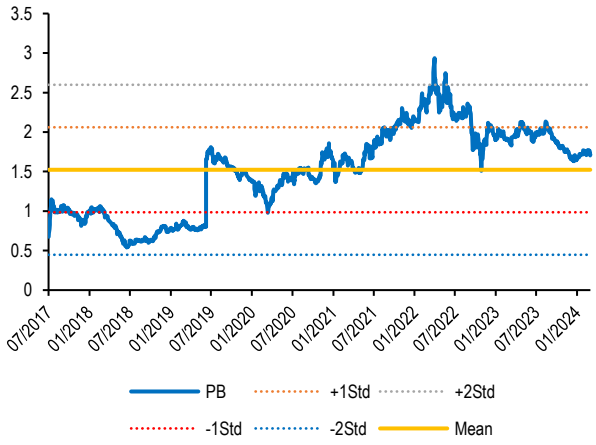
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ giá cổ phiếu theo PER band của BWE



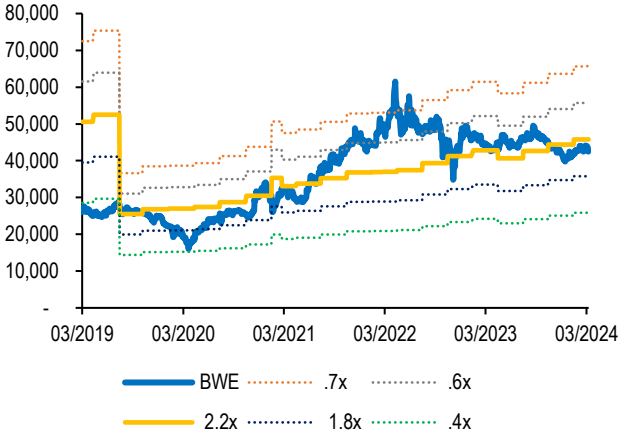
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của BWE từ năm 2017



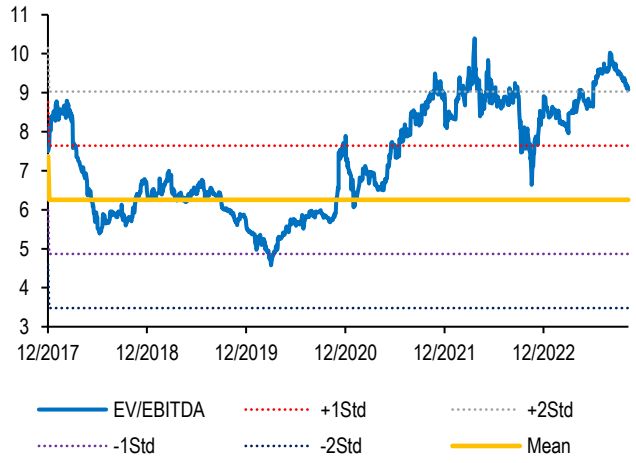
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ giá cổ phiếu theo PBR band của BWE



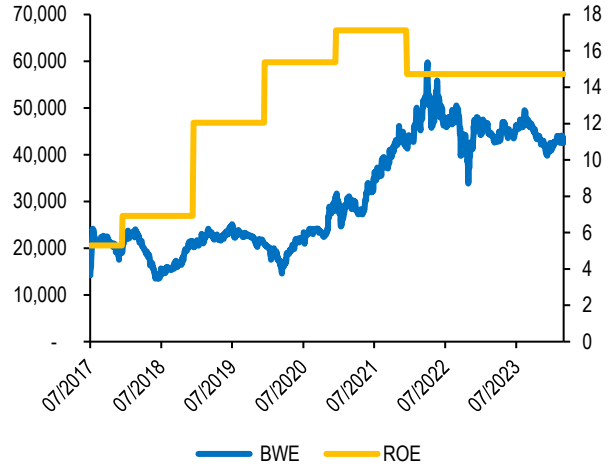
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của BWE từ năm 2017



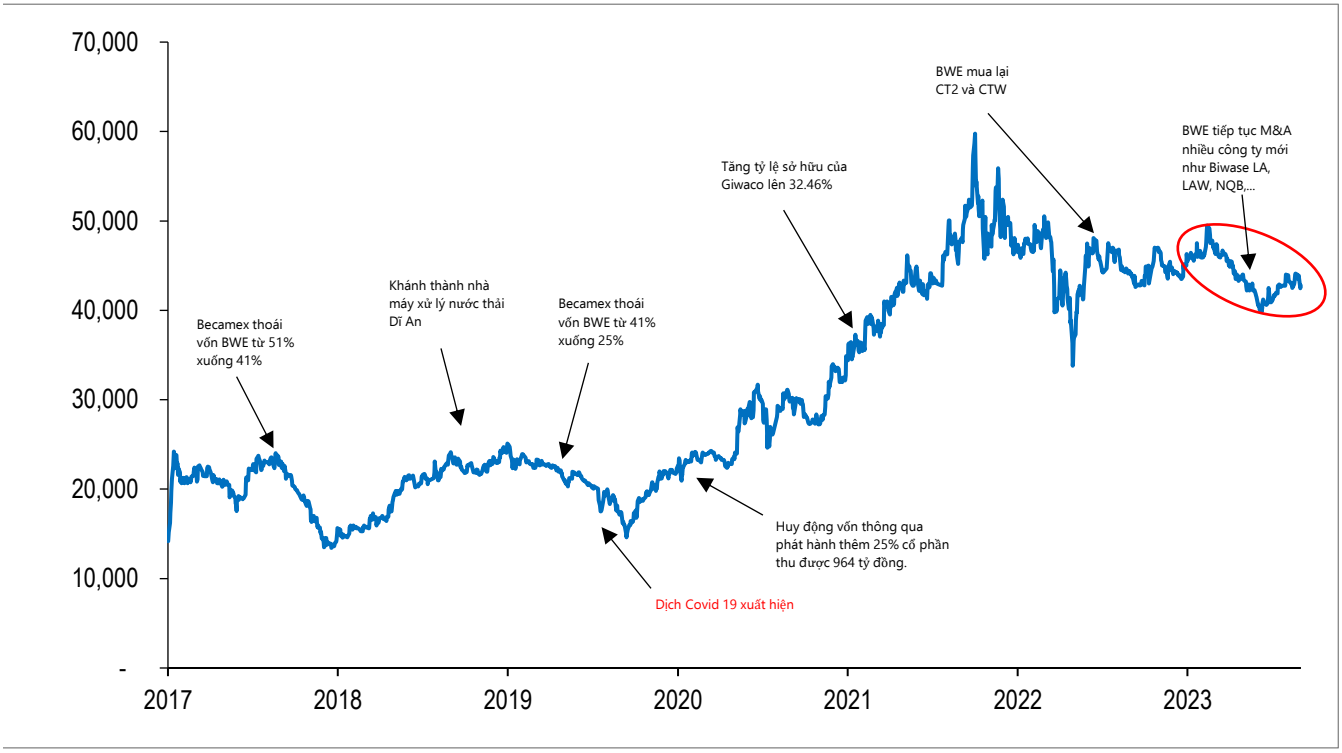
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan giá cổ phiếu và Tỷ lệ ROE của BWE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của BWE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Rủi ro chính sách

Giá nước là một trong những yếu tố tác động tới kết quả hoạt động của BWE. Tuy nhiên, do chính sách giá của Chính phủ nên BWE không thể quyết định yếu tố này.

Rủi ro về môi trường, nguồn nước thượng nguồn

Nguồn nước là một trong những yếu tố chính quyết định chất lượng nước máy. Nguồn nước của BWE được lấy từ sông Đồng Nai, sông Sài Gòn và hồ Phước Hòa. Hiện nay, nguồn nước tại các khu vực này đang được đánh giá có chất lượng tốt cùng trữ lượng dồi dào. Tuy nhiên, tại khu vực sông Sài Gòn đã xuất hiện tình trạng xâm nhập mặn vào mùa khô hạn. Hiện tại, rủi ro này vẫn nằm trong tầm kiểm soát của BWE.

Trong khi đó, quá trình công nghiệp hóa cũng như tác động của rác thải sinh hoạt ngày càng khiến chất lượng nước thượng nguồn ngày càng đi xuống. Ở một số khu vực được công nghiệp hóa quá nhanh, nguồn nước ngầm đã có dấu hiệu ô nhiễm. Đối với những nguồn nước này, công ty phải tốn nhiều chi phí hơn để đảm bảo chất lượng, làm giảm tỷ suất lợi nhuận.

Rủi ro từ hoạt động M&A

Những năm gần đây, BWE tích cực M&A theo chiều ngang với nhiều cái tên như NQB, LAW, VLW, DNW, GIWACO, CT2, CTW. Các doanh nghiệp này vẫn có những vấn đề của riêng mình, BWE có thể gặp nhiều khó khăn trong quá trình phát triển theo chiều ngang là rủi ro lớn cần cân nhắc.

Rủi ro về tỷ lệ thất thoát nước (NRW)

Trong chuỗi giá trị ngành nước, một trong những rủi ro lớn nhất trong quá trình phân phối nước chính là thất thoát nước. Tỷ lệ thất thoát nước của BIWASE (khoảng 5%) rất thấp so với mức trung bình ngành. Tuy nhiên việc hệ thống phân phối, đường ống nước bị mòn hoặc hư hỏng theo thời gian là điều khó tránh khỏi. Tỷ lệ NRW của BWE có rủi ro không còn duy trì được ở mức thấp như hiện nay.

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tổng tài sản	**9,987**	**12,122**	**13,052**	**13,382**	**13,395**
Tài sản ngắn hạn	2,786	2,706	3,216	3,235	3,049
Tiền và tương đương tiền	275	655	1,119	1,015	776
Đầu tư TC ngắn hạn	872	265	309	314	328
Các khoản phải thu	912	781	845	879	911
Hàng tồn kho	714	923	848	929	933
Tài sản ngắn hạn khác	13	82	96	97	101
Tài sản dài hạn	7,201	9,416	9,836	10,147	10,347
Tài sản cố định	3,617	4,538	4,642	4,873	4,998
Chi phí xây dựng cơ bản	1,447	2,089	2,403	2,707	3,010
Tài sản dài hạn khác	2,138	2,789	2,791	2,566	2,338
Tổng nợ	**5,449**	**7,158**	**7,554**	**7,499**	**7,087**
Nợ ngắn hạn	1,989	2,385	2,179	2,324	2,311
Khoản phải trả	184	453	270	328	314
Vay, nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,326	1,433	1,291	1,399	1,366
Khác	479	499	618	597	631
Nợ dài hạn	3,460	4,773	5,375	5,175	4,775
Vay, nợ thuê tài chính dài hạn	2,692	3,997	4,604	4,403	4,002
Khác	769	776	772	772	773
Vốn chủ sở hữu	**4,537**	**4,963**	**5,497**	**5,883**	**6,309**
Vốn góp chủ sở hữu	1,929	1,929	2,199	2,199	2,199
Thặng dư vốn	621	621	621	621	621
Vốn khác	986	1,232	1,464	1,711	1,953
Lợi nhuận giữ lại	957	1,019	1,044	1,175	1,353
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	44	162	169	176	182
* Tổng nợ vay	4,018	5,431	5,895	5,802	5,368
* Nợ ròng (tiền)	2,871	4,511	4,467	4,472	4,265

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	**3,484**	**3,526**	**3,932**	**4,106**	**4,268**
Tăng trưởng (%)	11.7	1.2	11.5	4.4	3.9
Giá vốn hàng bán	**(2,063)**	**(1,962)**	**(2,172)**	**(2,299)**	**(2,345)**
Lợi nhuận gộp	**1,421**	**1,564**	**1,760**	**1,807**	**1,922**
Biên lợi nhuận gộp (%)	40.8	44.3	44.8	44.0	45.0
Chi phí BH & QLDN	**(502)**	**(584)**	**(653)**	**(668)**	**(702)**
LN từ HĐKD (loại trừ FIFE)	**919**	**980**	**1,108**	**1,139**	**1,220**
Tăng trưởng (%)	(7.7)	6.6	4.9	9.3	4.2
Biên LN từ HĐKD (%)	26.4	27.8	28.2	27.7	28.6
LN khác	**(81)**	**(218)**	**(209)**	**(192)**	**(187)**
Thu nhập tài chính (FI)	104	126	133	143	132
Chi phí tài chính (FE)	(226)	(395)	(378)	(372)	(361)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(170)	(344)	(341)	(318)	(315)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	41	50	36	37	42
LNTT	**838**	**762**	**898**	**946**	**1,032**
Thuế TNDN	(92)	(80)	(101)	(106)	(118)
LNST	**747**	**682**	**797**	**841**	**915**
Tăng trưởng (%)	(1.1)	(8.7)	16.9	5.5	8.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	21.4	19.3	20.3	20.5	21.4
LNST cổ đông công ty mẹ	743	674	790	834	908
Lợi ích CĐTS	4	8	7	7	6
LN trước thuế và lãi vay	**968**	**1,056**	**1,204**	**1,228**	**1,306**
Tăng trưởng (%)	(6.1)	9.1	14.0	2.0	6.4
Biên LN (%)	27.8	29.9	30.6	29.9	30.6
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,447**	**1,601**	**1,943**	**2,000**	**2,086**
Tăng trưởng (%)	(4.4)	10.7	21.3	2.9	4.3
Biên LN (%)	41.5	45.4	49.4	48.7	48.9

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền từ HĐKD	**1,303**	**1,070**	**1,682**	**1,520**	**1,554**
Lợi nhuận sau thuế	838	762	898	946	1,032
Khấu hao	479	546	739	772	780
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(120)	(160)	(197)	(191)	(207)
Thay đổi vốn lưu động	233	52	(54)	(63)	(5)
Khác	(127)	(129)	295	56	(48)
Tiền từ HĐ đầu tư	**(1,650)**	**(1,212)**	**(1,145)**	**(1,066)**	**(981)**
Thay đổi tài sản cố định	(823)	(955)	(841)	(779)	(675)
Thay đổi tài sản đầu tư	(926)	(386)	(431)	(428)	(432)
Khác	99	130	128	141	127
Tiền từ HĐ tài chính	**146**	**523**	**(73)**	**(556)**	**(811)**
Thay đổi vốn cổ phần	(0)	75	270	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ ròng	383	704	(343)	(292)	(547)
Cổ tức đã trả	(236)	(256)	-	(264)	(264)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(201)**	**382**	**464**	**(102)**	**(238)**
Tổng tiền đầu năm	476	275	655	1,119	1,015
Thay đổi trong tỷ giá	0	(1)	(1)	(1)	(1)
Tổng tiền cuối năm	275	655	1,119	1,015	776

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

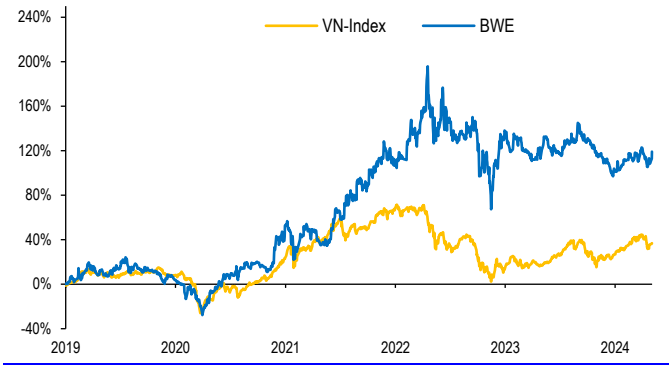
Các chỉ số chính

Năm	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (đồng)	3,196	2,902	4,096	4,322	4,708
BVPS (đồng)	23,289	24,887	24,229	25,950	27,858
PER (x)	14.6	15.5	11.3	9.9	8.3
PBR (x)	2.0	1.8	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	8.2	8.2	9.9	9.2	8.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	33.8	0.0	36.2	31.7	29.1
Lãi cổ tức (%)	2.6	3.0	1.8	1.7	1.9
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	41.5	45.4	49.4	48.7	48.9
Biên LN từ HĐKD (%)	26.4	27.8	28.2	27.7	28.6
Biên lãi ròng (%)	21.4	19.3	20.3	20.5	21.4
ROA (%)	7.8	6.2	6.3	6.4	6.8
ROE (%)	17.9	14.4	15.2	14.8	15.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay/ Vốn chủ sở hữu (x)	0.9	1.1	1.1	1.0	0.9
Nợ vay ròng/ EBITDA (x)	2.0	2.8	2.3	2.2	2.0
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	5.7	3.1	3.5	3.9	4.1
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày khoản phải thu trả (ngày)	11	7	8	7	8
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	3	2	3	2	3
Số ngày khoản phải thu (ngày)	7	7	7	7	7

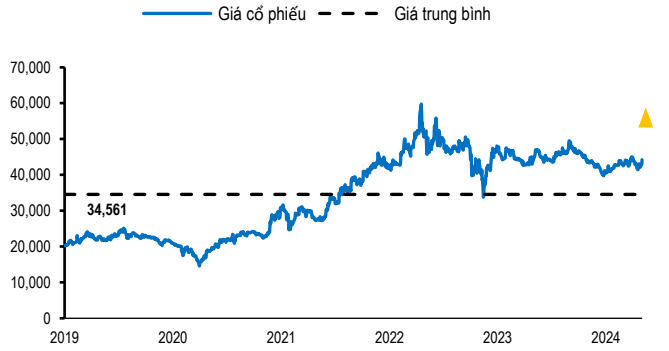
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Nước – Môi trường Bình Dương (BWE VN)

Diễn biến giá



Target price



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%)	
			TB	Max/ Min
07/05/2024 (BC lần đầu)	MUA	55,750	26.1	12.6/ 40.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệch giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn -15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nam Hoang and Phuc Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: BWE VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL
Shinhan Securities Co., Ltd
Shinhan Investment Tower
70, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK
Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong
Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia
PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai
Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi
Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000