

Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Dòng tiền ổn định

Tăng tỷ trọng
(Báo cáo lần đầu)

Giá mục tiêu:
55,300 VND
Upside +14.7%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Nguyễn Khánh Duy, duy.nk@miraeeasset.com.vn

Quan điểm đầu tư

Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (BWE) đang giữ vị thế độc quyền trong cung cấp nước trên địa bàn tỉnh Bình Dương. BWE hiện sở hữu 9 nhà máy nước với tổng công suất thiết kế cấp gần 800,000 m³/ngày đêm. Hiện BWE đang đẩy mạnh đầu tư hạ tầng truyền tải nước để khai thác được tối đa công suất tăng thêm của các nhà máy.

Tỷ lệ thất thoát nước (NRW) tiếp tục duy trì quanh ngưỡng 5%: NRW liên tục cải thiện và duy trì ở mức thấp trong thời gian qua đã giúp cho biên lợi nhuận gộp của BWE tăng mạnh, từ đó đã đóng góp đáng kể vào lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp.

Becamex IDC (HOSE: BCM) đang là cổ đông chiến lược với tỷ lệ sở hữu 19.4%. Nhờ vậy BWE đã trở thành đơn vị cung cấp và xử lý nước chính cho các dự án KCN và khu dân cư của BCM tại Bình Dương.

BWE đã hoàn thành nâng cấp xong các dự án trong thời gian qua, bao gồm:

- Nâng cấp công suất nhà máy nước Uyên Hưng lên 59,500 m³/ngày đêm
- Tăng mạnh công suất trạm bơm Đất Cuốc lên 70,000 m³/ngày đêm
- Hoàn thành mở rộng hạ tầng cấp nước tại khu vực huyện Bắc Tân Uyên
- Vận hành tuyến ống chính D1000-1600 kết nối với nhà máy Tân Hiệp để khai thác được tối đa được công suất tăng thêm 100,000 m³/ngày đêm của nhà máy này

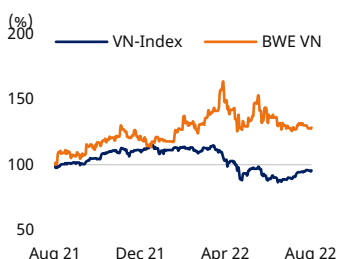
UBND tỉnh Bình Dương đang xem xét ban hành quy định giá bán nước trong giai đoạn 2023-2027 để thay thế cho QĐ 04/2018/QĐ-UBND, và chúng tôi cũng thận trọng kỳ vọng rằng giá bán nước theo quy định mới sắp tới sẽ duy trì được mức tăng 3%/năm.

Mảng xử lý rác, nước thải được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn khi: 1) Nhà máy sản xuất phân compost công suất 840 tấn/ngày và lò đốt rác Nam Bình Dương với công suất 200 tấn/ngày được đưa vào vận hành trong 2H22; 2) Hoàn thành nâng cấp công suất nhà máy xử lý nước thải Thủ Dầu Một giai đoạn 2 lên 35,000 m³/ngày đêm khi mà nhà máy đã hoạt động gần hết công suất trong năm 2021; 3) Vận hành tuabin phát điện 5MW sử dụng nhiệt thu hồi từ các lò đốt rác và dự kiến sẽ nâng lên 10MW vào 2023.

Định giá và dự phóng

Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng với BWE với giá mục tiêu là 55,300 đồng (+14.7%) bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và LNST năm 2022 sẽ lần lượt đạt 3,581 tỷ đồng (+14.8% svck) và 824 tỷ đồng (+10% svck) nhờ vào các yếu tố sau: 1) Sự tăng trưởng ổn định từ doanh thu; 2) Đẩy mạnh mở rộng hệ thống đường ống sắp tới sẽ thúc đẩy tăng trưởng doanh thu; 3) Chi phí lãi vay và chi phí khấu hao bảo mòn biên lợi nhuận; 4) Mảng xử lý rác, nước thải sẽ cải thiện tích cực hơn trong nửa cuối 2022 trong bối cảnh tích cực trong 1H22 và mức nền thấp cùng kỳ năm ngoái.

Các chỉ số chính



Thay đổi giá cổ phiếu

(%)	1T	6T	12T
Tuyệt đối	0.4	-2.6	26.5
Tương đối	-5.9	12.4	28.7

Giá hiện tại (08/23/2022, VND)	48,200	Vốn hóa (tỷ đồng)	9,231
LNST (22F, tỷ đồng)	824	SLCP lưu hành (triệu cp)	193
Tăng trưởng EPS (22F, %)	13	Tỷ lệ tự do chuyển đổi (%)	4.5
Kỳ vọng thị trường (22F, %)	n/a	Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	17.6
P/E (22F, x)	13.1	Beta (12T)	0.76
P/E thị trường (22F, x)	13.2	Thấp nhất 52 tuần (đồng)	37,000
VN-Index	1,271	Cao nhất 52 tuần (đồng)	62,000

Các chỉ tiêu tài chính và định giá

Năm tài chính	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Doanh thu (tỷ đồng)	2,546	3,025	3,119	3,581	3,899	4,292
LNHĐ (tỷ đồng)	619	747	845	979	1,040	1,129
Biên LNHĐ (%)	24.3	24.7	27.1	27.3	26.7	26.3
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	476	535	749	824	898	1,001
EPS (đồng)	2,540	2,748	3,254	3,672	4,004	4,464
ROE (%)	15.1	19.1	20.6	20.0	19.4	19.3
P/E (x)	8.5	11.5	13.2	13.1	12.0	10.8
P/B (x)	1.5	1.8	2.1	2.2	1.9	1.7
Cổ tức/thị giá(%)	3.2	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7

Nguồn: Dữ liệu công ty, MAS Vietnam Research estimates

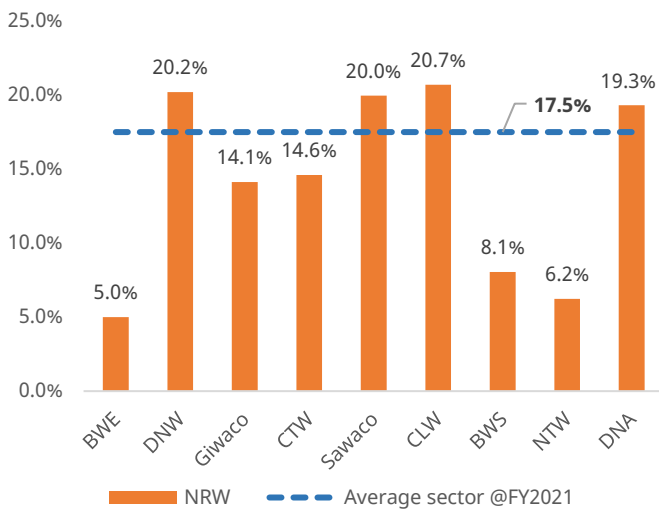
PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

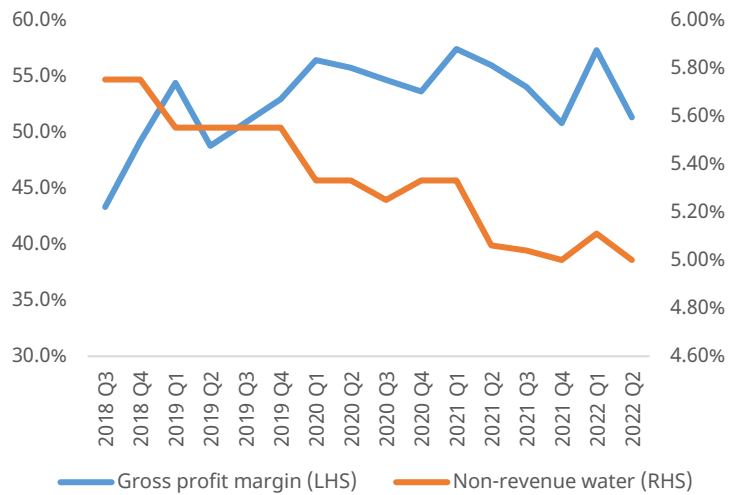
BWE giữ vị thế độc quyền trong cung cấp nước sạch tại tỉnh Bình Dương: BWE hiện sở hữu 9 nhà máy nước trên địa bàn Bình Dương gần 800,000 m³/ngày đêm với hệ thống đường ống nước quản lý hơn 5,101 km và dự kiến đạt 5,625 km vào cuối năm 2022. Chiến lược của BWE sắp tới là tập trung đầu tư mở rộng mạng lưới ống phân phối, qua đó tạo cơ sở gia tăng số lượng đầu nối cấp nước để tận dụng khai thác tối đa công suất cấp nước của các nhà máy khi mà việc nâng cấp công suất của các nhà máy tăng mạnh từ 500,000 m³/ngày đêm trong năm 2020 lên 760,000 m³/ngày đêm trong năm 2021 trong khi hạ tầng phân phối chưa kịp đáp ứng.

Tỷ lệ thất thoát nước (NRW) cải thiện và duy trì quanh ngưỡng thấp kỷ lục 5% đã giúp cho biên lợi nhuận gộp của BWE liên tục được nới rộng và duy trì trên mức 50%, trong khi NRW của toàn ngành tính tới thời điểm 2021 lên tới 17.5%.

Hình 1. So sánh NRW của các doanh nghiệp nước trong ngành

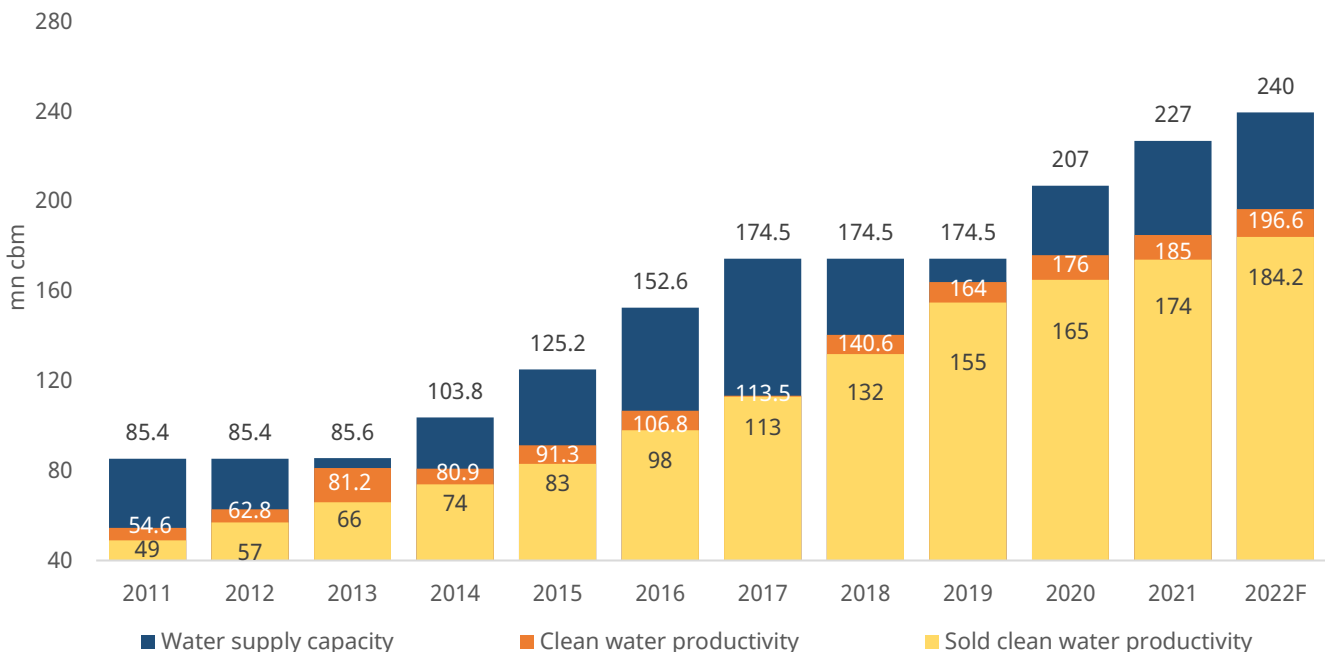


Hình 2. NRW và biên lợi nhuận gộp mảng cấp nước



Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 3. Biểu đồ tăng trưởng sản lượng nước sạch



(Ghi chú: Water supply capacity: Công suất cấp nước; Clean water productivity: Công suất sản xuất; Sold clean water productivity: Công suất tiêu thụ)

Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Becamex IDC (HOSE: BCM) đang là cổ đông chiến lược với tỷ lệ sở hữu 19.4%: Nhờ vậy BWE đã trở thành đơn vị cung cấp và xử lý nước chính cho các dự án KCN và khu dân cư của BCM tại Bình Dương. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu nước tiêu thụ tại các KCN đạt hơn 1,137 tỷ đồng trong năm 2021 (chiếm khoảng 58% tổng doanh thu hoạt động cấp nước). Ngoài ra chúng tôi cũng cho rằng nguồn cung nước sạch cho các KCN sẽ tiếp tục được gia tăng bởi dòng vốn FDI giải ngân sẽ tích cực hơn trong thời gian tới.

Bảng 1. Danh sách các dự án tiêu biểu

Tên dự án	Công suất cũ	Công suất tăng thêm	Vận hành	Chức năng/vùng hoạt động	Ghi chú
Nhà máy nước	m ³ /ngày đêm	m ³ /ngày đêm			
Nhà máy nước Biwase - Bình Định*	N/A	N/A	Sau khi KCN VSIP - Bình Định bắt đầu cho thuê	Cung cấp nước cho KCN VSIP - Bình Định và các khu vực dân cư	Triển khai với quy mô khoảng 2,308ha
Nhà máy nước Uyên Hưng	30,000	29,500	3Q22	KCN NTC-3 và các khu vực xung quanh	Chúng tôi cũng kỳ vọng rằng trong Q3/22 vấn đề pháp lý của KCN NTC-3 sẽ được giải quyết và tiến tới việc mở bán trong Q4/22 và qua đó cũng thúc đẩy thêm nhu cầu tiêu thụ nước quanh khu vực
Trạm bơm Đất Cuốc	10,000	60,000	2Q22	KCN Đất Cuốc mở rộng, KCN VSIP III, KCN Tân Định, ...	KCN VSIP III sẽ tiến hành khởi công trong Q3/22 với quy mô 1,000ha (80% diện tích nằm ở thị xã Bắc Tân Uyên) cùng với đó sẽ là các khu đô thị vệ tinh hình thành xung quanh KCN
Hệ thống ống nước					
Tuyến đường ống chính để khai thác được công suất tăng thêm của nhà máy nước Uyên Hưng			2Q22	Hướng về khu vực Bắc Tân Uyên	
Tuyến đường ống D1000-1600 nối với nhà máy nước Tân Hiệp			2Q22	Khai thác tối đa công suất tăng thêm của nhà máy nước Tân Hiệp (công suất cũ: 150,000 m ³ /ngày đêm, công suất hiện tại: 250,000 m ³ /ngày đêm)	
Tuyến ống cấp nước nối từ nhà máy nước Chơn Thành			2Q22	Khu vực cầu Nha Bích, KCN Becamex - Bình Phước	Trong đó có nhiều nông thôn và khu dân cư vẫn chưa có nước sạch trước đó

(* Nhà máy nước mới được xây dựng trong KCN VSIP - Bình Định)

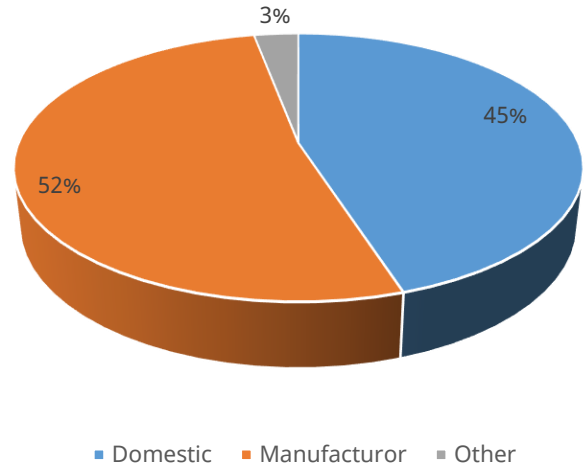
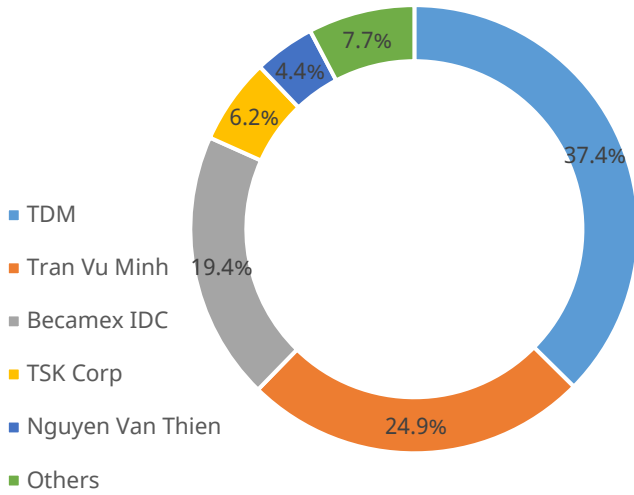
Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Ngoài ra chúng tôi cũng cho rằng trong cuối năm 2022, BWE sẽ công bố chi tiết từng giai đoạn nâng cấp công suất nhà máy nước Chơn Thành lên mức 180,000 m³/ngày đêm từ mức 30,000 m³/ngày đêm khi mà trong 6T đầu năm nhà máy nước Chơn Thành đã hoạt động vượt công suất thiết kế và KCN Cây Trường với diện tích 700ha sắp được triển khai. Trong kỳ BWE cũng đã hoàn thành tuyến ống trực cấp nước chính D500-1000 chạy dọc QL13 để làm cơ sở cho việc gia tăng công suất cấp nước của nhà máy Chơn Thành. Việc mở rộng hạ tầng cấp nước tại khu vực Chơn Thành theo chúng tôi sẽ là động lực tăng trưởng chính của BWE trong tương lai khi nơi đây hình thành tam giác công nghiệp quy mô 6000 ha

Bình Dương – Bình phước – Đông Nam Bộ cùng với tuyến cao tốc Hồ Chí Minh – Thủ Dầu Một - Chơn Thành.

Hình 4. Cơ cấu sở hữu

Hình 5. Cơ cấu sản lượng nước tiêu thụ



(Ghi chú: Domestic: Nước sinh hoạt; Manufacturor: Nước dụng cho sản xuất, KCN; Other: Khác)
 Nguồn: BWE, Bloomberg

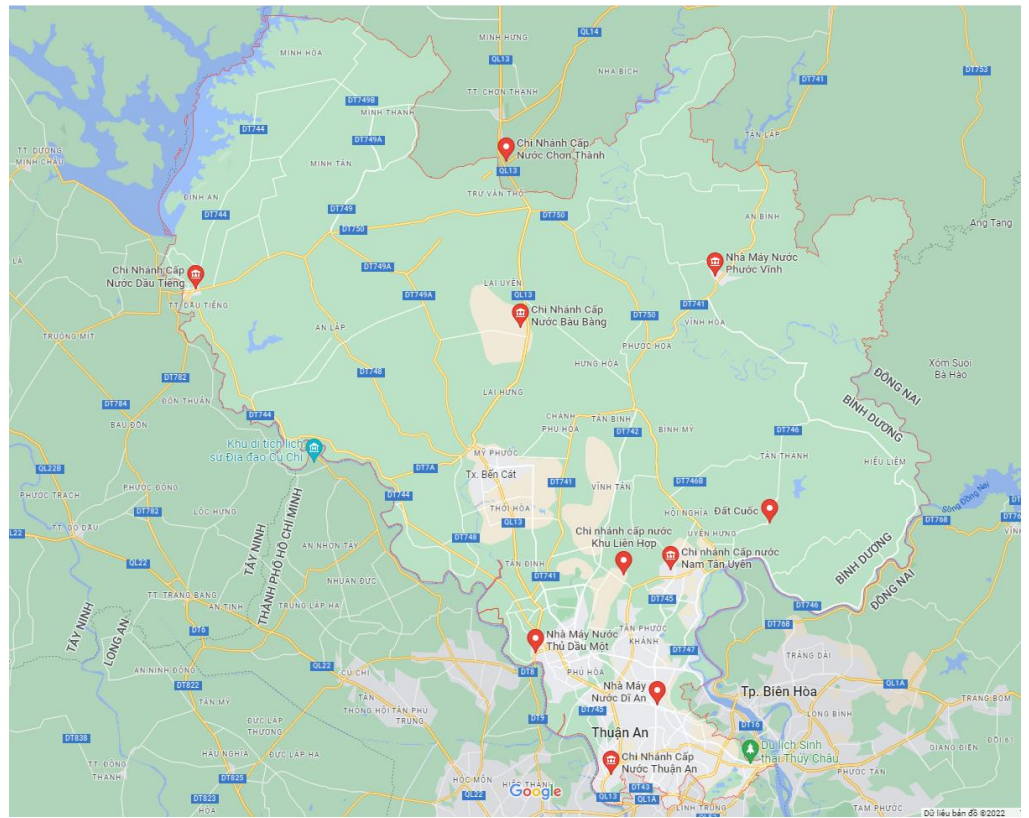
Bảng 2. Danh sách các nhà máy nước

Tên nhà máy	Công suất trung bình tối thiểu (m ³ /ngày đêm)	Công suất tối đa (m ³ /ngày đêm)	Operating area
Nhà máy Nước Dĩ An*	300,000	400,000	Thị xã Dĩ An và Thuận An; các KDC, KCN trên địa bàn thị xã Dĩ An, thị xã Thuận An
Nhà máy Nước Tân Hiệp	250,000	330,000	Các khu công nghiệp và khu tái định cư trong khu Liên Hợp – Công nghiệp – Dịch vụ - Đô thị Bình Dương; các KCN Mỹ Phước 1, 2, 3 và 4; KCN An Tây và Bàu Bàng.
Nhà máy Nước Nam Tân Uyên	60,000	75,000	Khu công nghiệp Nam Tân Uyên và các vùng phụ cận
Nhà máy Nước Uyên Hưng	59,500	77,000	Thị xã Tân Uyên và khu vực Bắc Tân Uyên và các KCN xung quanh
Nhà máy Nước Thủ Dầu Một	25,000	30,000	Thị xã Thủ Dầu Một; một phần thị xã Thuận An; các KDC và KCN trên địa bàn thị xã Thủ Dầu Một, Thuận An.
Nhà máy Nước Chơn Thành	30,000	40,000	Huyện Chơn Thành, tỉnh Bình Phước
Nhà máy Nước Bàu Bàng**	60,000	70,000	Khu công nghiệp Bàu Bàng và các vùng phụ cận
Nhà máy Nước Dầu Tiếng	2,500	3,500	Khu vực Thị trấn Dầu Tiếng
Nhà máy Nước Phước Vĩnh	2,500	3,500	Khu vực Thị trấn Phước Vĩnh
Total	789,500	1,029,000	

(*TDM đầu tư ~75% công suất, **TDM đầu tư hoàn toàn)

Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Hình 6. Địa điểm các Chi nhánh cấp nước



Nguồn: Google maps, Mirae Asset Vietnam Research

Hoạt động M&A các doanh nghiệp trong ngành nước được BWE ưu tiên đẩy mạnh trong thời gian tới: để thúc đẩy động lực tăng trưởng trong dài hạn và qua đó cũng là cơ sở để mở rộng hoạt động bên cạnh việc đầu tư mới trong địa bàn tỉnh Bình Dương như hiện tại. Trong Q2/22, BWE cũng tiến hành đầu tư vào hai doanh nghiệp nước tại Cần Thơ (chi tiết tại bảng 3)

Bảng 3. Danh sách đầu tư tài chính

Name	Địa điểm	Vốn điều lệ	Tỷ lệ sở hữu	Công suất thiết kế	NRW	BV@2Q	Giá vốn
Water supply and distribution		Tỷ đồng		m ³ /ngày đêm		Tỷ đồng	Tỷ đồng
CTCP Cấp nước Gia Tân	Đồng Nai	100	30.26%	200,000	14.1%	100	100
CTCP Cấp nước Đồng Nai	Đồng Nai	1,000	17.70%	500,000	20.2%	532	532
CTCP Cấp nước Cần Thơ 2 (CT2)	Cần Thơ	118	48.86%	55,000	N/A	146	150
CTCP Cấp nước Cần Thơ (CTW)	Cần Thơ	280	24.64%	97,500	14.6%	149	153

(*DNW được ghi nhận dưới dạng đầu tư tài chính)

Ghi chú: CTW & CT2 chiếm 37% công suất tại khu vực Cần Thơ

Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

Ngoài ra, UBND tỉnh Đồng Nai đã giao BWE làm nhà đầu tư đề xuất dự án đầu tiên chỉnh sửa, hoàn thiện lại hồ sơ đề xuất đầu tư dự án nhà máy nước Long Thành. Dự án này góp phần đảm bảo nhu cầu sử dụng nước của các khu kinh tế, các thành phố xung quanh sân bay Long Thành và các khu vực khác trên địa bàn tỉnh Đồng Nai. Tổng công suất đang được BWE đề xuất lên đến 600,000 m³/ngày đêm trong giai đoạn 15-20 năm tới (giai đoạn 1: 300,000 m³/ngày đêm; giai đoạn 2: 300,000 m³/ngày đêm; với tổng vốn đầu tư tương ứng là 3,700 tỷ đồng và 1,500 tỷ đồng) và dự kiến BWE nắm giữ 30-35% cổ phần chi phối tại dự án. Chúng tôi kỳ vọng rằng BWE, Giwaco và DNW sẽ trở thành nhà đầu tư của dự án này vì kinh nghiệm và vị thế ngành của họ tại địa bàn.

UBND tỉnh Bình Dương đang xem xét ban hành quy định giá bán nước trong giai đoạn 2023-2027 để thay thế cho QĐ 04/2018/QĐ-UBND, khi mà năm 2022 là năm cuối cùng áp dụng việc tăng giá nước 5%. Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng giá nước sắp tới sẽ được điều chỉnh tăng 3%/năm mặc dù gần đây UBND tỉnh Bình Phước đã ban hành quyết định 08/2022/QĐ-UBND cho phép tăng đều giá nước 6%/năm trong giai đoạn 2022-2026. Việc giá nước tăng trưởng đều sẽ giúp cho BWE duy trì được sự tăng trưởng ổn định trong dài hạn.

Mảng xử lý rác, nước thải được kỳ vọng sẽ cải thiện hơn nhờ vào các yếu tố sau:

- Sớm vận hành nhà máy sản xuất phân compost với công suất 840 tấn/ngày và lò đốt rác với công suất 200 tấn/ngày tại khu liên hợp xử lý chất thải rắn Nam Bình Dương trong nửa cuối năm 2022.
- Hoàn thành nâng cấp công giai đoạn 2 nhà máy xử lý nước thải Thủ Dầu Một, với mức công suất hiện tại đạt 35,000 m³/ngày đêm (+100% so với công suất trước đó) trong bối cảnh nhà máy này liên tục hoạt động vượt quá công suất trong năm 2021.
- Vận hành tuabin phát điện sử dụng nhiệt từ lò đốt với công suất 5MW và dự kiến tăng lên 10MW vào năm 2023.
- Các hoạt động sản xuất kinh doanh tại tỉnh Bình Dương đã phục hồi trở lại sau khi chịu tác động tiêu cực trong 2H21.

Chúng tôi cũng kỳ vọng về việc BWE sẽ sớm chính thức chuyển đổi báo cáo tài chính của mình sang tiêu chuẩn IFRS, qua đó mở ra cơ hội đầu tư cho các nhà đầu tư tổ chức hay các quỹ đầu tư ESG dễ dàng đánh giá và đầu tư hơn, và việc tiếp cận các khoản vay “green” cũng dễ dàng hơn.

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

1. Điểm nhấn 1H22

Kết quả kinh doanh ấn tượng nửa đầu 2022: BWE ghi nhận doanh thu và lợi nhuận ròng hợp nhất 6T đầu năm đạt 1,580 tỷ đồng (+9% svck) và 386 tỷ đồng (+13.2% svck), trong đó lợi nhuận ròng quý 2 tăng mạnh 24.5% svck nhờ vào các yếu tố sau:

- Giá bán nước được điều chỉnh kịp thời theo Quyết định 04/2018/QĐ-UBND tỉnh Bình Dương.
- Hoạt động xử lý rác, nước thải cải thiện nhờ việc gia tăng được số lượng đầu nối và khối lượng xử lý.
- NRW tiếp tục được duy trì ở mức 5%.
- Sản lượng nước tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm 2022 đạt 89.387 triệu m³ (+3.5% svck) nhờ việc mở rộng hệ thống tuyến ống và gia tăng đầu nối mới.
- BWE hợp nhất lợi nhuận trong kỳ của CTW với CT2, ngoài ra công ty cũng ghi nhận lợi nhuận từ thanh lý CTCP Tái chế vật liệu xanh – 3R (công ty con)

Bảng 4. Kết quả hoạt động kinh doanh 6T22 phân theo nhóm

Đơn vị: Tỷ đồng	1H21	1H22	% thay đổi	Tỷ số 1H21	Tỷ số 1H22
Doanh thu					
SX&KD nước	984	1,060	7.6%	67.9%	67.0%
Xử lý rác thải	196	245	25.0%	13.5%	15.5%
Xử lý nước thải	36	93	160.1%	2.5%	5.9%
Hoạt động khác	234	183	-21.9%	16.1%	11.6%
Tổng	1,450	1,580	9.0%		
LNST					
SX&KD nước	288	314	9.2%	82.8%	81.1%
Xử lý rác thải	-1	7	1005.0%	-0.2%	1.7%
Xử lý nước thải	3	16	544.6%	0.7%	4.2%
Hoạt động khác	58	50	-13.7%	16.7%	12.9%
Tổng	348	387	11.4%		
NCI	6	1			
LN ròng	341	386	13.2%		

Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất Q2/22 – trước soát xét

2. Dự phóng

Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt 3,581 tỷ đồng (+14.8% svck) và 824 tỷ đồng (+10% svck); trong đó doanh thu từ hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sạch đạt 2,188 tỷ đồng (+11.1% svck) và sản lượng nước tiêu thụ ước đạt 184 triệu m³ (+5.8% svck).

Dự phóng của chúng tôi được đưa ra theo giả định như sau:

- Chúng tôi giả định trên cơ sở thận trọng về việc BWE sẽ chỉ đầu tư vào hệ thống tuyến ống mà sẽ không đầu tư mở mới, cũng như nâng cấp công suất thiết kế cho các nhà máy, và giá nước bình quân tăng ổn định 3%/năm.
- Mảng xử lý rác, nước thải sẽ cải thiện hơn khi các nhà máy mới được đưa vào hoạt động.

Biên lợi nhuận ròng bị bào mòn bởi hai yếu tố trọng yếu sau:

- Sự mất giá của VND so với USD, cũng như việc lãi suất LIBOR tăng mạnh tính từ thời điểm đầu năm đã gây nên áp lực trả nợ đối với BWE khi có khoảng 43% tổng nợ dài hạn đến từ các khoản vay LIBOR.
- Việc đưa các nhà máy mới vào hoạt động làm tăng đáng kể chi phí khấu hao.

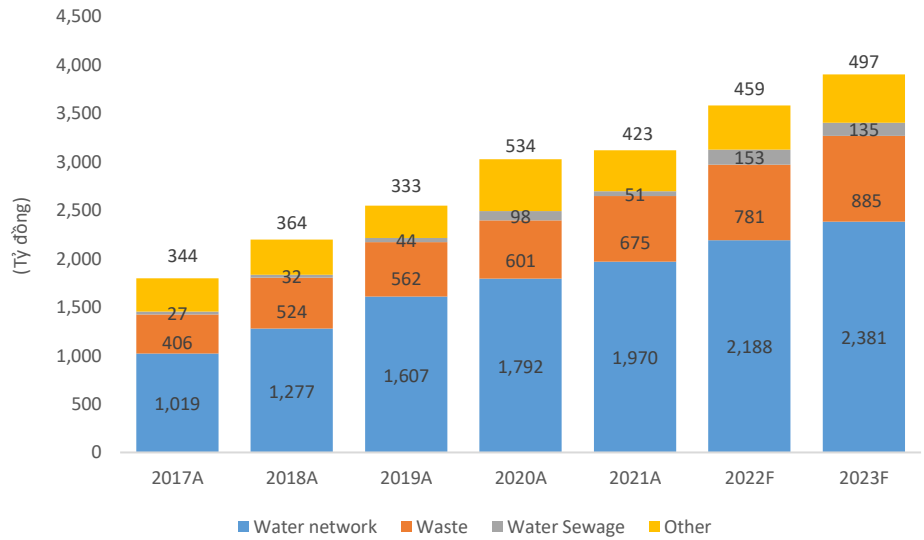
Bảng 5. Dự phóng FY22-26

Đơn vị: tỷ đồng	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	3,119	3,581	3,899	4,292	4,723	5,102
Sản xuất và kinh doanh nước sạch	1,970	2,188	2,381	2,588	2,809	3,044
Xử lý rác thải	675	781	885	1,002	1,134	1,187
Xử lý nước thải	51	153	135	163	196	236
Hoạt động khác	423	459	497	539	585	634
Giá vốn	1,804	2,058	2,227	2,453	2,703	2,905
Sản xuất và kinh doanh nước sạch	898	969	1,043	1,122	1,206	1,293
Xử lý rác thải	543	610	690	782	885	927
Xử lý nước thải	45	135	119	144	173	208
Hoạt động khác	318	345	374	406	440	477
Lợi nhuận gộp	1,315	1,523	1,672	1,838	2,020	2,197
Chi phí bán hàng và quản lý DN	470	544	631	710	797	881
LNHĐKD (EBIT)	845	979	1,040	1,129	1,223	1,316
Doanh thu tài chính	110	95	114	130	135	129
Chi phí tài chính* (gồm chi phí lãi vay)	79	167	165	152	125	87
Thu nhập ròng khác	-20	11	12	13	15	16
Lãi/(lỗ) công ty liên kết	8	30	32	35	39	42
LNTT	864	948	1,033	1,152	1,280	1,406
Thuế	109	116	127	142	157	173
LNST	755	831	906	1,010	1,122	1,233
Lợi ích cổ đông thiểu số	7	8	8	9	10	11
LN ròng	749	824	898	1,001	1,112	1,223
EPS (VND)	3,254	3,672	4,004	4,464	4,958	5,450

(*Chi phí tài chính không bao gồm khoản đánh giá lại các đầu tư tài chính)

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Hình 7. Doanh thu theo hoạt động chính



(Ghi chú: Water network: Sản xuất và kinh doanh nước sạch; Waste: Xử lý rác thải; Water sawage: Xử lý nước thải; Other: Hoạt động khác)

Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

3. Định giá

Bảng 6. Giả định

Chi phí vốn chủ (CAPM)	13.1%
Lãi suất phi rủi ro (R_f)	3.6%
Beta	0.76
Equity risk premium	7.8%
Country risk premium	3.6%
Giả định khác	
Tăng trưởng dài hạn (g)	1%

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Chúng tôi giả định rằng tăng trưởng trong dài hạn của BWE là 1% vì BWE kinh doanh trong lĩnh vực thiết yếu và do đó sẽ có tăng trưởng bền vững theo thời gian.

Bảng 7. Tính toán FCFE

Đơn vị: Tỷ đồng	2022F	2023F	2024F	...	2031F	2032F
EBIT	1,115	1,198	1,308	...	2,420	2,701
Thuế suất	12.29%	12.29%	12.29%	...	12.36%	12.37%
NOPAT	978	1,051	1,147	...	2,121	2,367
Khấu hao	604	706	798	...	1,491	1,595
Thay đổi vốn lưu động ròng	93	-116	-142	...	-214	-234
Unlevered CFO	1,675	1,641	1,803	...	3,398	3,729
CAPEX	-945	-957	-1,019	...	-1,232	-1,257
Lãi vay*(1 – Thuế suất)	-146	-144	-136	...	-14	0
Nợ ròng	-381	-206	-217	...	0	0
FCFE	203	333	431	...	2,152	2,472

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Bảng 8. Định giá	
Phương pháp: Tăng trưởng đều (Perpetual growth)	FCFE
Tăng trưởng dài hạn (g)	1.0%
Terminal value	20,654
Giá trị hiện tại của terminal value	5,676
Giá trị hiện tại của các dòng tiền	4,991
Giá trị	
Giá trị vốn chủ	10,666
Số lượng cổ phiếu	192,920,000
Giá trị mỗi cổ phiếu (VNĐ)	VNĐ55,289

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng với BWE với giá mục tiêu là 55,300 đồng (+14.7%) để phản ánh được các yếu tố đang kỳ vọng như trên.

Bảng 9. Phân tích độ nhạy định giá						
FCFE		Chi phí vốn chủ				
Biến nhạy		12.1%	12.6%	13.1%	13.6%	14.1%
g	2.0%	VNĐ66,503	VNĐ62,166	VNĐ58,260	VNĐ54,729	VNĐ51,523
	1.5%	VNĐ64,475	VNĐ60,397	VNĐ56,711	VNĐ53,366	VNĐ50,319
	1.0%	VNĐ62,630	VNĐ58,781	VNĐ55,289	VNĐ52,111	VNĐ49,208
	0.5%	VNĐ60,944	VNĐ57,299	VNĐ53,981	VNĐ50,952	VNĐ48,178
	0.0%	VNĐ59,397	VNĐ55,934	VNĐ52,773	VNĐ49,878	VNĐ47,222

Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

4. Yếu tố rủi ro

Rủi ro lãi suất:

- Khoảng 1,085 tỷ đồng dư nợ dài hạn là các khoản vay nước ngoài với lãi suất LIBOR (chiếm 43% tổng dư nợ dài hạn) cùng với sự tăng mạnh của lãi suất LIBOR từ mức 0.34% trong tháng 1 lên mức 3.3% trong tháng 8. Chúng tôi đánh giá rằng điều này sẽ gây ảnh hưởng đến biên lợi nhuận ròng của BWE trong nửa cuối năm 2022 và có thể kéo dài đến 2023 trong bối cảnh lãi suất LIBOR được dự báo sẽ còn tiếp tục tăng.

Rủi ro hoạt động:

- TDM hiện đang là cổ đông lớn của BWE với việc nắm giữ hơn 33.7% vốn điều lệ, và doanh thu của TDM cũng hầu hết đến từ giao dịch nội bộ với BWE để tận dụng hạ tầng cấp nước của BWE. Chúng tôi đánh giá rằng biên lợi nhuận từ hoạt động này của BWE sẽ thấp hơn so với hoạt động sản xuất kinh doanh nước truyền thống do giá nước của TDM cũng được điều chỉnh theo Quyết định 08/2018/QĐ-UBND tỉnh Bình Dương.
- Sự tăng trưởng trong tương lai của BWE phụ thuộc nhiều vào việc mở rộng hệ thống các tuyến ống nước hơn là việc mở rộng hoặc xây mới các nhà máy nước bởi vì: 1) Việc mở rộng và đầu tư nhà máy mới sẽ rất khó khăn và tốn nhiều thời gian do các vấn đề liên quan đến pháp lý; 2) Nhu cầu nước ổn định theo thời gian.

Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Bảng Kết quả hoạt động kinh doanh

(tỷ đồng)	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Doanh thu thuần	3,025	3,119	3,581	3,899
Giá vốn hàng bán	1,789	1,804	2,058	2,227
Lợi nhuận gộp	1,236	1,315	1,523	1,672
Chi phí bán hàng	356	325	388	453
Chi phí quản lý doanh nghiệp	133	145	156	178
Lợi nhuận HKDK	747	845	979	1,040
Doanh thu tài chính	42	110	95	114
Chi phí tài chính	215	79	167	165
Thu nhập khác	5	-20	11	12
Lãi (lỗ) từ CT liên doanh, liên kết	16	8	30	32
Lợi nhuận trước thuế	596	864	948	1,033
Thuế TNDN	61	109	116	127
Lợi nhuận sau thuế	535	755	831	906
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	7	8	8
Lợi nhuận ròng cổ đông mẹ	535	749	824	898
EBIT	752	1,018	1,115	1,198
NOPAT	675	890	978	1,051
EBITDA	1,218	1,503	1,719	1,904
Biên LNHKDK	24.7%	27.1%	27.3%	26.7%
Biên lợi nhuận ròng	17.7%	24.0%	23.0%	23.0%

Bảng Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Dòng tiền thuần HKDK	1,150	892	1,489	1,459
Lợi nhuận sau thuế	537	768	824	898
Khấu hao	466	484	604	706
Trích lập/(hoàn nhập) dự phòng	43	-58	-3	3
Điều chỉnh khác	-65	-78	0	0
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	470	-308	41	-44
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-138	-76	-55	-62
(Tăng)/giảm tài sản ngắn hạn khác	0	4	-244	-152
(Tăng)/giảm đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	247	0
Tăng/(giảm) khoản phải trả	-113	239	39	20
Tăng/(giảm) nợ phải trả khác	0	0	65	122
Dòng tiền thuần HĐĐT	-1,888	-1,081	-1,251	-891
Thanh lý/(đầu tư) TSCĐ	-1,732	-770	-945	-957
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-87	-263	0	0
Thanh lý/(đầu tư) vào doanh nghiệp khác	-101	-142	-367	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	33	94	61	66
Dòng tiền thuần HĐTC	1,391	-63	-106	-189
Tiền thu/(thoanh toán) các khoản vay	544	68	137	53
Thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	997	93	0	0
Chi mua lại CPQ	0	0	0	0
Tiền trả cổ tức	-150	-225	-251	-251
Thay đổi tiền thuần trong kỳ	653	-252	131	379
Tiền và tương đương tiền - Đầu kỳ	75	728	476	607
Tiền và tương đương tiền - Cuối kỳ	728	476	607	986

Dự phóng/Định giá

	FY20	FY21	FY22F	FY23F
P/E	11.5x	13.2x	13.1x	12.0x
EV/EBITDA	7.2x	7.6x	7.2x	6.4x
EV/EBIT	11.6x	11.1x	11.1x	10.1x
P/B	1.8x	2.1x	2.2x	1.9x
Vòng quay phải thu	9.9x	8.0x	7.6x	8.2x
Vòng quay HTK	3.2x	2.7x	2.8x	2.8x
Vòng quay phải trả	8.9x	8.6x	9.5x	9.0x
Vòng quay tổng tài sản	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
ROE	19.1%	20.6%	20.0%	19.5%
ROA	7.4%	8.6%	8.7%	8.7%
ROIC	11.0%	10.8%	11.8%	12.1%
Tăng trưởng EPS	8.2%	18.4%	12.9%	9.0%
Tăng trưởng BVPS	25.8%	12.7%	11.1%	12.4%
Tăng trưởng EBITDA	9.3%	23.4%	14.4%	10.8%
Nợ ròng/Tổng vốn	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
Tỷ lệ bao phủ nợ	7.8x	9.7x	10.3x	11.5x
Net Debt/EBITDA	2.3x	2.1x	1.8x	1.5x
BVPS (VND)	17,738	19,996	22,221	24,981
DPS (VND)	1,000	1,200	1,300	1,300
EPS (VND)	2,748	3,254	3,672	4,004

Bảng Cân đối kế toán

(tỷ đồng)	FY20	FY21	FY22F	FY23F
Tài sản ngắn hạn	2,459	2,719	2,705	3,234
Tiền và tương đương tiền	728	476	607	986
Khoản phải thu	324	533	492	536
Hàng tồn kho	622	698	753	814
Tài sản ngắn hạn khác	484	455	539	587
Tài sản dài hạn	5,787	6,355	7,190	7,512
Tài sản cố định hữu hình	2,596	3,147	3,911	4,346
Tài sản cố định vô hình	83	106	104	101
Đầu tư dài hạn	798	983	1,319	1,285
Tài sản cố định dở dang	1,355	1,104	683	503
Tổng tài sản	8,246	9,074	9,896	10,746
Nợ ngắn hạn	1,988	2,008	2,717	3,177
Khoản phải trả	224	198	237	256
Vay ngắn hạn	1,281	1,210	1,728	1,987
Nợ ngắn hạn khác	293	328	355	384
Nợ dài hạn	2,849	3,141	2,788	2,648
Vay dài hạn	2,220	2,371	1,990	1,784
Nợ dài hạn khác	629	770	798	863
Nợ phải trả	4,836	5,149	5,505	5,825
Vốn chủ sở hữu	3,409	3,925	4,391	4,920
Vốn góp	1,875	1,929	1,929	1,929
Lợi nhuận chưa phân phối	374	606	775	982
Quỹ đầu tư và phát triển	440	625	913	1,227
Vốn khác	98	98	98	98

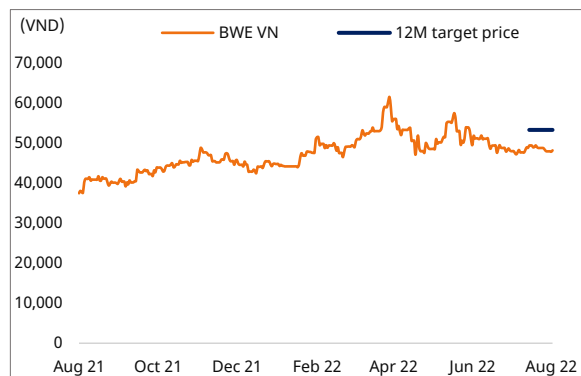
Nguồn: BWE, Mirae Asset Vietnam Research

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target price
Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương	08/24/2022	Tăng tỷ trọng	55,300



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (—), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (■), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be affected by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Equity Ratings Distribution & Investment Banking Services

	Buy	Trading Buy	Hold	Sell
Equity Ratings Distribution	74.13%	15.92%	9.95%	0.00%
Investment Banking Services	75.00%	11.11%	13.89%	0.00%

* Based on recommendations in the last 12-months (as of March 31, 2016)

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset and/or its affiliates do not have any special interest with the subject company and do not own 1% or more of the subject company's shares outstanding.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Co., ("Mirae Asset") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset makes no guarantee, representation or warranty, express, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein

are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeeasset.us.com or +1 (212) 407-1000

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to affect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to affect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset 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 Mirae Asset and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Securities International Network**Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060

Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098
India

Tel: 91-22-62661336