

BÁO CÁO NGẮN CTCP NƯỚC - MÔI TRƯỜNG BÌNH DƯƠNG (BWE)

Báo cáo cập nhật 13/05/2020

Khuyến nghị	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng (VND)	24.800
Tiềm năng tăng giá	15,7%
Lợi tức	5,6%
Tổng mức sinh lời	21,3%

Dự phóng KQKD

Tỷ VNĐ	2018	2019	2020F
Doanh thu	2.198	2.546	3.022
Tăng trưởng	22%	16%	19%
LNST CT mẹ	325	476	505
EPS (VNĐ)	1.733	2.540	2.693
P/E forward			8,0
Cổ tức (VNĐ)	700	1.000	1.200
ROE (%)	8,7%	15,1%	21,4%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



Thông tin cổ phiếu, ngày 12/05/2020

Giá hiện tại (VNĐ)	21.500
Số lượng CP lưu hành	150.000.000
Vốn điều lệ (tỷ VNĐ)	1.500
Vốn hóa TT (tỷ VNĐ)	3.225
Khoảng giá 52 tuần (VNĐ)	16.000-27.500
% Sở hữu nước ngoài	9,36%
% Giới hạn sở hữu NN	49,00%

Nguồn: MBS tổng hợp

DUY TRÌ TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu BWE của CTCP Nước – Môi trường Bình Dương với **giá mục tiêu 24.800 đồng/cổ phiếu** trên cơ sở (i) là DN đầu ngành trong số các DN ngành nước niêm yết và là đơn vị cấp nước độc quyền tại tỉnh Bình Dương, (ii) doanh thu mảng cấp nước duy trì tăng trưởng cao nhờ chủ trương đẩy mạnh cơ sở hạ tầng, thu hút vốn FDI của tỉnh, và (iii) đầu tư mở rộng các nhà máy cấp nước và xử lý rác thải nhằm đáp ứng nhu cầu tăng lên trong bối cảnh tăng trưởng mạnh của dân số và tốc độ đô thị hóa.

- Vị thế đầu ngành trong số các doanh nghiệp ngành nước niêm yết.** Mặc dù công suất thiết kế đứng thứ 2 sau CTCP Cấp nước Thủ Đức (TDW) nhưng hiệu quả hoạt động của BWE đứng vị trí dẫn đầu với doanh thu và lợi nhuận đạt cao nhất trong số các DN cùng ngành. Năm 2019, doanh thu và LNST của BWE đạt tương ứng 2.546 tỷ đồng và 476 tỷ đồng, cao hơn nhiều so với mức 1.067 tỷ đồng và 22 tỷ đồng của DN liền kề là CTCP Cấp nước Chợ Lớn. Tỷ lệ thất thoát nước đạt 5,54%, thấp hơn hẳn so với bình quân ngành khoảng 18%.
- Vị thế độc quyền trong cung cấp nước tại Bình Dương.** BWE có tổng công suất cấp nước đạt 550.000 m3/ngày và phạm vi phục vụ cấp nước bao phủ toàn bộ các đô thị, thị trấn trên toàn tỉnh Bình Dương.
- Sức khỏe tài chính lành mạnh với khả năng sinh lời cao.** Năm 2019, mặc dù tỷ lệ nợ vay/TTS tăng mạnh lên 43% do nhu cầu mở rộng công suất trong bối cảnh nhu cầu cấp thoát nước tăng cao tại Bình Dương, nhưng BWE vẫn đảm bảo khả năng thanh tốt với khả năng thanh toán hiện thời 1,13 lần và thanh toán nhanh 0,62 lần. Tỷ suất sinh lời tăng khá trong 3 năm trở lại đây.
- Nhu cầu cấp thoát nước cho các KCN tại Bình Dương tăng mạnh.** Với lợi thế hạ tầng khu công nghiệp hiện đại, cơ bản hoàn chỉnh, Bình Dương đã và đang trở thành điểm đến được ưu tiên lựa chọn của các nhà đầu tư trong và ngoài nước. Việc thu hút vốn FDI dẫn đến tất yếu mở rộng quy mô và số lượng các KCN, khiến nhu cầu cấp thoát nước cho các KCN tại tỉnh tăng mạnh, tạo điều kiện thuận lợi cho BWE gia tăng doanh thu trong tương lai cùng với việc cải thiện biên lợi nhuận theo chủ trương nâng giá nước bình quân 5%/năm của tỉnh.

Thông tin cập nhật

LNST Q1 2020 tăng mạnh 27% so với cùng kỳ, đạt 132 tỷ đồng nhờ (i) số lượng khách hàng sử dụng nước tăng thêm 6.458 khách hàng, tăng 5,16% n/n, và (ii) khối lượng rác thải xử lý tại địa phương tăng cao. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng chi phí lãi vay của DN đang tăng mạnh do đẩy mạnh đầu tư mở rộng công suất của các nhà máy nước và xử lý rác thải.

Dự phóng và định giá

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng LNST đạt khoảng 492 tỷ đồng, tăng khoảng 19% so với kết quả thực hiện năm ngoái với sản lượng nước tiêu thụ tăng 20% trong khi giá bán bình quân tăng 5% n/n và đẩy mạnh tiết giảm chi phí.

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu BWE vào khoảng 24.800 đồng dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA. Mức giá mục tiêu tương ứng P/E forward khoảng 9,2 lần (theo EPS 2020F khoảng 2.693 đồng).

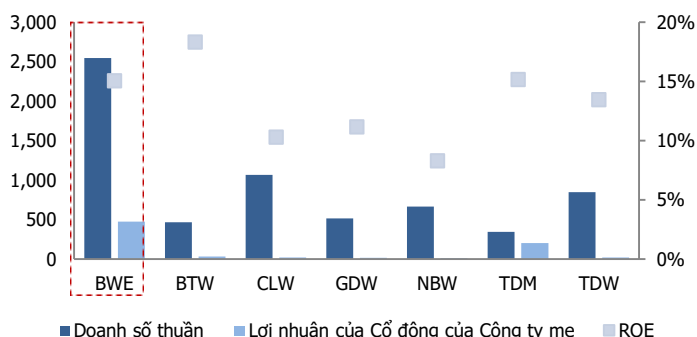
Lãi ròng Q1 2020 tăng 27% n/n

Kết thúc Q1 2020, BWE ghi nhận tăng trưởng doanh thu cao nhất trong số các doanh nghiệp hoạt động cùng ngành, 49%, đạt tương ứng 733 tỷ đồng nhờ: (i) số lượng khách hàng sử dụng nước tăng thêm 6.458 khách hàng, tăng 5,16% so với cùng kỳ năm trước, và (ii) khối lượng rác thải xử lý tại địa phương tăng cao nhờ tăng trưởng mạnh của dân số và tốc độ đô thị hóa.

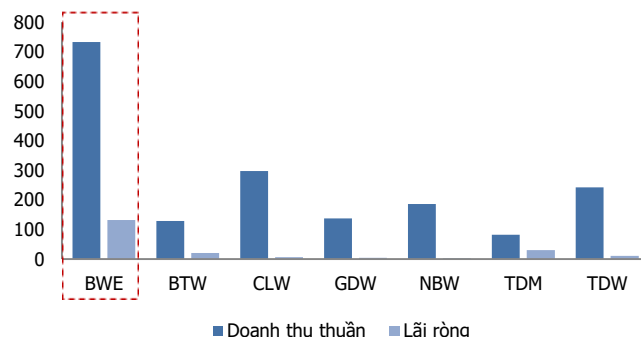
Mặc dù doanh thu tăng 49% nhưng cuối kỳ lợi nhuận ròng chỉ tăng 27%, đạt 132 tỷ đồng, do (i) Công ty tiến hành nâng cấp mở rộng nhiều công trình khiến dư nợ tăng mạnh, kéo theo chi phí lãi vay tăng từ 15 tỷ đồng trong Q1 2019 lên 35 tỷ đồng trong quý này, và (ii) chi phí BH & QLDN tăng 27% n/n.

Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp ngành nước đang niêm yết trên sàn, lợi nhuận của BWE vẫn ở mức cao nhất.

So sánh KQKD năm 2019



So sánh KQKD Q1 DN ngành nước



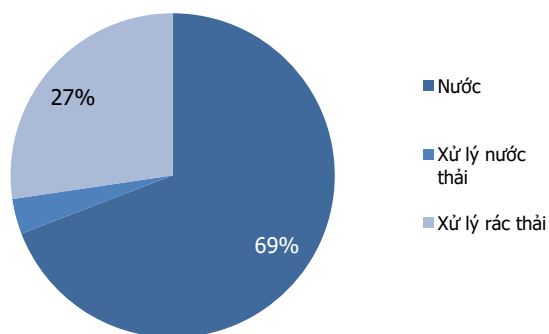
(Nguồn: MBS Research)

Vị thế độc quyền trong cung cấp nước trên địa bàn...

Trong số 3 mảng kinh doanh chính của BWE, sản xuất kinh doanh nước sạch là hoạt động đem lại nguồn thu chủ yếu cho Công ty với đóng góp 69% tổng doanh thu và trên 70% lợi nhuận gộp.

Với tổng công suất cấp nước đạt 550.000 m³/ngày và phạm vi phục vụ cấp nước bao phủ toàn bộ các đô thị, thị trấn trên toàn tỉnh Bình Dương, BWE giữ vị thế là đơn vị độc quyền cung cấp nước tại khu vực này. Hiệu quả công suất được cải thiện mạnh mẽ với tỷ lệ thất thoát nước ~5,54% trong năm 2019, cao hơn Nhật Bản với 7%.

Cơ cấu doanh thu 2019



Danh mục nhà máy cấp nước của BWE

STT	Nhà máy	Công suất thiết kế (m ³ /ngày)
1	Dĩ An	190.000
2	Khu Liên Hợp	120.000
3	Thuận An	47.000
4	Thủ Dầu Một	35.000
5	Chơn Thành	15.000
6	Nam Tân Uyên	30.000
7	Dầu Tiếng	3.000
8	Phước Vĩnh	2.000
9	Bàu Bàng	30.000

(Nguồn: BWE)

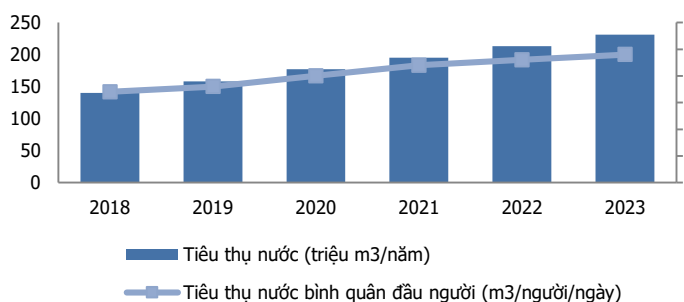
...và tiềm năng tăng trưởng nhờ chủ trương thu hút vốn FDI của tỉnh

Với lợi thế về hạ tầng khu công nghiệp hiện đại, cơ bản hoàn chỉnh, Bình Dương đã và đang trở thành điểm đến được ưu tiên lựa chọn của các nhà đầu tư trong và ngoài nước, đặc biệt là các nhà đầu tư nước ngoài đến từ các quốc gia và vùng lãnh thổ như: Nhật Bản, Hàn Quốc, Singapore, Đài Loan (Trung Quốc), Hoa Kỳ...

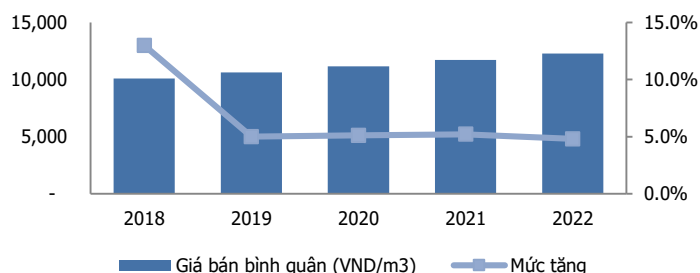
Năm 2019, Bình Dương đứng thứ 3 cả nước, chỉ sau TP. Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh về thu hút vốn FDI với tổng vốn đạt hơn 3,073 tỷ USD, tăng 50% so với cùng kỳ, và vượt 119,57% so với chỉ tiêu năm 2019.

Năm 2020, Bình Dương chủ trương đẩy mạnh cải cách thủ tục hành chính nhằm thu hút đầu tư vào ngành sản xuất có giá trị gia tăng cao. Sự tăng trưởng mạnh mẽ trong việc thu hút vốn FDI kéo theo việc mở rộng quy mô và số lượng các khu công nghiệp tại đây, khiến nhu cầu cấp thoát nước cho các KCN tại tỉnh tăng mạnh. Với vị thế là đơn vị dẫn đầu và độc quyền trong cung cấp nước cho tỉnh, BWE hoàn toàn có thể mở rộng tệp khách hàng nhằm bắt kịp xu hướng tăng vốn FDI ở Bình Dương. Ngoài ra, Tỉnh ủy Bình Dương cũng dự kiến tiếp tục nâng giá nước bình quân 5%/năm trong giai đoạn 2018 – 2022, giúp cải thiện biên lợi nhuận cho BWE.

Tiêu thụ nước bình quân đầu người tại Bình Dương



Giá tiêu thụ nước sạch tại Bình Dương theo lộ trình



(Nguồn: MBS Research)

... cùng động thái đẩy mạnh mở rộng công suất nhà máy của BWE

Để đáp ứng nhu cầu nước ngày càng tăng, công tác đầu tư mở rộng công suất nhà máy được BWE tập trung đẩy mạnh trong thời gian gần đây. Công ty cũng đặt kế hoạch tăng 10% công suất cấp nước mỗi năm.

Ngoài ra, đối với mảng thu gom, vận chuyển và xử lý rác thải, năm 2019, khối lượng rác tiếp nhận và xử lý của BWE khoảng 2.302 tấn/ngày, trong đó chủ yếu là rác thải sinh hoạt với tỷ trọng 86,6%. Với sự phát triển của KCN và tốc độ đô thị hóa cũng như chủ trương đẩy mạnh cơ sở hạ tầng tại tỉnh, chúng tôi cho rằng nhu cầu xử lý rác thải cũng sẽ tăng cao trong những năm tới. Theo đó, BWE cũng đang thực hiện đầu tư mở rộng công suất cho hoạt động này.

Các dự án đầu tư mở rộng công suất đang triển khai

STT	Dự án	Công suất mở rộng (m3/ngày)	Tổng mức đầu tư dự kiến (tỷ VNĐ)
1	NM nước Tân Hiệp mở rộng	100.000	1.129
2	NM nước Nam Tân Uyên mở rộng	20.000	100
3	NM nước Uyên Hưng	30.000	70
4	Khu liên hợp xử lý chất thải rắn Tân Long (300ha)	-	250

(Nguồn: BWE)

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Mô hình dự phóng

Cho năm 2020, chúng tôi dự phóng LNST đạt khoảng 492 tỷ đồng, tăng khoảng 19% so với kết quả thực hiện năm ngoái trên cơ sở:

- Sản lượng nước tiêu thụ tăng 20% trong khi giá bán bình quân tăng 5% n/n lên ~11.000 đồng/m³. Doanh thu mảng sản xuất kinh doanh nước sạch ước đạt khoảng 2.063 tỷ đồng.
- Các hoạt động xử lý rác thải, nước thải và hoạt động khác tăng khoảng 5,5%, trong đó doanh thu từ xử lý rác thải khoảng 680 tỷ đồng, xử lý nước thải khoảng 100 tỷ đồng và hoạt động khác ước đạt 180 tỷ đồng.
- Chi phí BH & QLDN chiếm tỷ trọng 15,5% trên doanh thu nhờ đẩy mạnh tiết giảm chi phí.

Định giá cổ phiếu

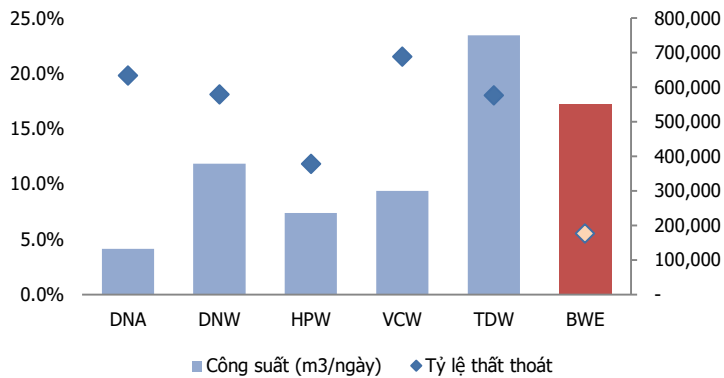
Chúng tôi xác định **giá mục tiêu của cổ phiếu BWE vào khoảng 24.800 đồng/CP** dựa trên kết hợp 2 phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA, trong đó P/E và EV/EBITDA mục tiêu được xác định dựa trên mức P/E và EV/EBITDA bình quân của các doanh nghiệp hoạt động cùng lĩnh vực trong khu vực.

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 45% đối với P/E và EV/EBITDA bình quân của các DN trong khu vực do quy mô nhỏ hơn của BWE. Giá mục tiêu của cổ phiếu tương đương mức P/E 9,2 lần (theo EPS 2020F khoảng 2.693 đồng).

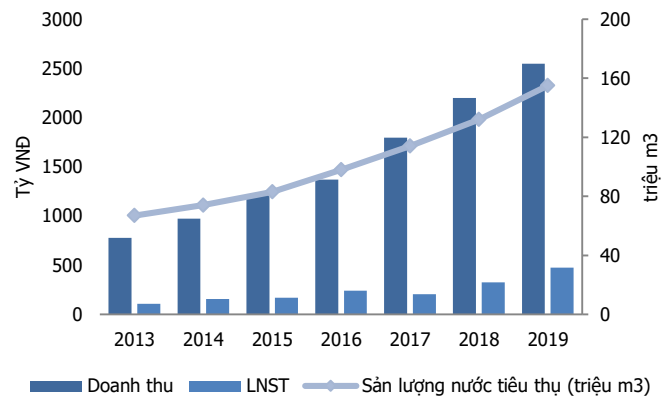
	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E (lần)	EV/EBITDA (lần)
Taliworks Corp Bhd	8.848	22,03	13,67
Anhui Guozhen Environment Prot	23.087	16,59	12,25
Chongqing Water Group Co Ltd	83.914	14,10	8,26
Beijing Originwater Technology	101.375	17,74	14,06
Ranhill Holdings Bhd	5.575	11,69	7,81
Beijing Capital Co Ltd	61.021	17,12	14,04
Jiangsu Eastern Shenghong Co L	65.528	13,44	8,49
Metro Pacific Investments Corp	40.591	6,09	8,45
Trung vị		15,34	10,37

(Nguồn: Bloomberg)

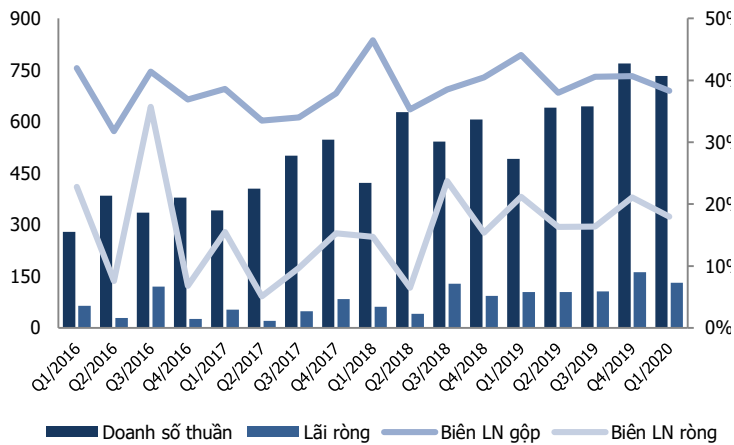
Công suất và tỷ lệ thất thoát nước 1 số DN ngành nước



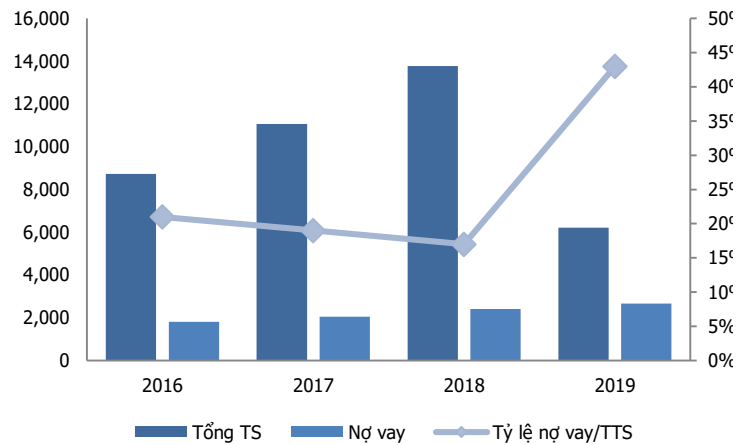
Kết quả kinh doanh theo năm BWE



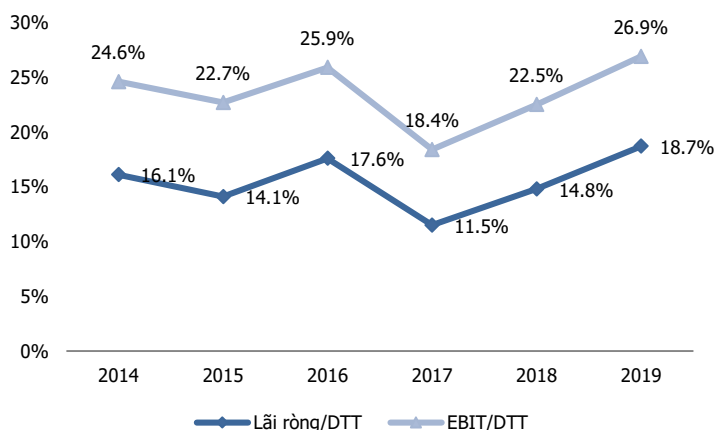
KQKD theo quý



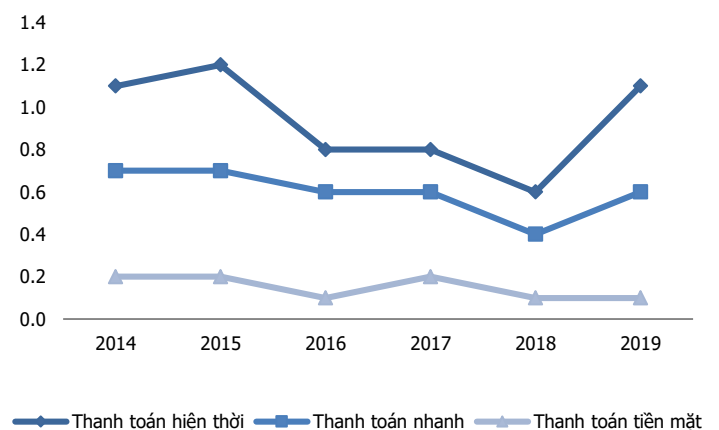
Cơ cấu nguồn vốn



Khả năng sinh lời



Khả năng thanh toán



Nguồn: BWE

TÓM TẮT TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Báo cáo KQKD	2017	2018	2019
1. Doanh thu	1.796	2.198	2.546
2. Các khoản giảm trừ doanh thu	0	0	0
3. Doanh thu thuần	1.796	2.198	2.546
4. Giá vốn hàng bán	1.146	1.326	1.511
5. Lợi nhuận gộp	650	871	1.035
6. Doanh thu hoạt động tài chính	38	21	44
7. Chi phí tài chính	87	186	129
Trong đó: Chi phí lãi vay	93	132	144
8. Lãi/lỗ trong công ty liên kết		25	16
9. Chi phí bán hàng	268	275	309
10. Chi phí quản lý doanh nghiệp	102	111	107
11. Lợi nhuận thuần từ HĐKD	232	346	551
12. Thu nhập khác	24	38	50
13. Chi phí khác	18	22	60
14. Lợi nhuận khác	7	16	-11
15. Lợi nhuận trước thuế	238	362	540
16. Chi phí thuế TNDN hiện hành	32	38	62
17. Chi phí thuế TNDN hoãn lại		0	2
18. Lợi nhuận sau thuế	207	325	476
Lợi nhuận sau thuế Công ty mẹ	207	325	476
19. Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VNĐ)	1.101	1.733	2.540

Chỉ số tài chính	2017	2018	2019
EPS 4 quý gần nhất	1.733	2.540	3.175
BVPS	22.339	27.509	14.665
Khả năng sinh lợi (%)			
EV/EBIT	18,41	22,48	26,86
Tỷ suất lợi nhuận gộp	36,19	39,65	40,66
Tỷ suất LN ròng	11,5	14,79	18,71
ROEA	6,65	8,69	15,06
ROAA	2,09	2,62	4,77
Tăng trưởng (%)			
Tăng trưởng doanh thu thuần	31,09	22,37	15,84
Tăng trưởng LNST Công ty mẹ	-14,11	57,33	46,58
Khả năng thanh toán (lân)			
Tỷ số thanh toán bằng tiền mặt	0,15	0,07	0,05
Tỷ số thanh toán nhanh	0,65	0,45	0,8
Tỷ số thanh toán hiện hành	0,82	0,61	1,13
Hiệu quả hoạt động (ngày)			
Thời gian thu tiền khách hàng	60,34	58,49	49,77
Thời gian tồn kho bình quân	94,04	95,26	104,36
Thời gian trả tiền khách hàng	178,71	161,54	71,09

Cân đối kế toán	2017	2018	2019
TÀI SẢN	11.060	13.778	6.208
A. TÀI SẢN NGẮN HẠN	1.505	1.482	1.647
I. Tiền và các khoản tương đương tiền	270	167	75
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	171	176	254
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	747	752	825
IV. Hàng tồn kho	313	380	484
V. Tài sản ngắn hạn khác	5	6	10
B. TÀI SẢN DÀI HẠN	9.554	12.296	4.560
I. Các khoản phải thu dài hạn	14	14	924
II. Tài sản cố định	4.007	4.298	2.298
1. Tài sản cố định hữu hình	3.921	4.214	2.214
2. Tài sản cố định vô hình	86	85	84
III. Bất động sản đầu tư	0	0	0
IV. Tài sản dở dang dài hạn	5.154	7.281	598
V. Đầu tư tài chính dài hạn	320	654	680
VI. Tài sản dài hạn khác	60	49	60
VII. Lợi thế thương mại		1	1
NGUỒN VỐN	11.060	13.778	6.208
A. NỢ PHẢI TRẢ	7.709	9.652	4.008
I. Nợ ngắn hạn	1.832	2.441	1.458
1. Phải trả người bán ngắn hạn	764	410	179
2. Phải trả ngắn hạn khác	395	1.268	409
3. Vay và nợ thuê tài chính ngắn hạn	673	763	870
II. Nợ dài hạn	5.877	7.211	2.550
1. Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	4.497	5.564	760
B. VỐN CHỦ SỞ HỮU	3.351	4.126	2.200
I. Vốn chủ sở hữu	3.350	4.126	2.200
1. Vốn góp của chủ sở hữu	1.500	1.500	1.500
2. Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	187	265	415
3. Nguồn vốn đầu tư XDCB	1.664	2.286	102
II. Nguồn kinh phí và quỹ khác	1	1	0

Lưu chuyển tiền tệ	2017	2018	2019
Lưu chuyển từ HĐKD	1.888	3.381	463
1. Lợi nhuận trước thuế	238	362	540
2. Điều chỉnh cho các khoản	440	484	528
3. LN thuần từ HĐKD trước thay đổi VLĐ	678	846	1068
Lưu chuyển từ hoạt động đầu tư	-1.917	-3.466	-702
Lưu chuyển từ hoạt động tài chính	85	-18	147
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	56	-103	-92
Tiền và tương đương tiền cuối năm	270	167	75

(Nguồn: MBS)

Liên hệ trung tâm nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -10% đến +10%
BÁN	$\leq -10\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam, Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R,E,M,A,X (Viet R,E,M). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán;
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn