CTCP - Tổng Công Ty Nước - Môi Trường Bình Dương (HOSE: BWE)

Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	41,750
Giá mục tiêu	**57,100**
% tăng giá	36.8%
Ngày báo cáo	20/10/2026
Vốn hóa (tỷ đồng)	10,555
KLGD TB/ngày (10n)	50,140
% sở hữu NĐTNN	2.04%
SLCP lưu hành	251,347,021
SLCP niêm yết	251,347,021
P/E trailing	8.45
P/B (gần nhất)	1.51
ROA	7.04%
ROE	18.14%
EPS	4,948
Book value	27,600

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP - Tổng Công ty Nước - Môi trường Bình Dương (HOSE: BWE) có tiền thân là Trung tâm Cấp thủy Bình Dương, được thành lập từ trước năm 1975, và hiện là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực nước và môi trường. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của BWE tập trung vào khai thác, xử lý và cung cấp nước sạch phục vụ nhu cầu sinh hoạt, đô thị và sản xuất công nghiệp; đồng thời mở rộng sang thu gom, thoát nước và xử lý nước thải, xử lý rác thải và tái chế phế liệu, qua đó hình thành hệ sinh thái dịch vụ nước – môi trường tương đối toàn diện. Sau quá trình cổ phần hóa và tái cấu trúc, BWE chính thức niêm yết và giao dịch trên HOSE từ tháng 07/2017.

Báo cáo được thực hiện bởi:
Trung tâm Phân tích Haseco

Mở rộng công suất và sự hiện diện tại khu vực miền Nam, miền Trung

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP - Tổng Công Ty Nước - Môi Trường Bình Dương (HOSE: BWE) với khuyến nghị **MUA** và giá hợp lý là **57,100 VNĐ/cổ phiếu,** tương ứng mức chênh lệch là 36.0% so với giá đóng cửa ngày 19/10/2026. Triển vọng của BWE đến từ:

- Tăng cường công suất tại khu vực phía Nam
- Tiếp tục mở rộng tại khu vực miền Trung
- Việc tái cấu trúc gần đây không ảnh hưởng đến KQKD

Tăng cường công suất tại khu vực phía Nam

M&A tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của BWE, trong khi các dự án mở rộng tại các công ty con đang được triển khai ổn định, tạo nền tảng cho tăng trưởng công suất hữu cơ trong những năm tới. Tại cấp độ công ty con, nhà máy Nhị Thành, nhà máy Cần Thơ 3, nhà máy Cửa Cạn đang trong quá trình mở rộng công suất. Ở cấp độ công ty liên kết: NIWACO - công ty liên kết mới được BWE đầu tư tại Khánh Hòa - sẽ đóng góp thêm dư địa tăng trưởng công suất trong dài hạn thông qua hai dự án: nhà máy Tháp Chàm và nhà máy Tân Sơn.

Tiếp tục mở rộng tại khu vực miền Trung

BWE mở rộng danh mục cấp nước tại miền Trung thông qua PWS. HĐQT BWE đã thông qua chủ trương mua từ 20% đến dưới 50% cổ phần tại CTCP Cấp thoát nước Phú Yên (PWS) -doanh nghiệp cung cấp nước sạch trên địa bàn tỉnh Đắk Lắk. Sau khi hoàn tất giao dịch, PWS sẽ trở thành công ty liên kết của BWE. Động thái đầu tư vào PWS phù hợp với chiến lược của BWE trong việc mở rộng danh mục các doanh nghiệp cấp nước địa phương ngoài thị trường cốt lõi phía Nam.

Việc tái cấu trúc gần đây không ảnh hưởng đến KQKD

Ngày 19/6/2026, HĐQT BWE đã thông qua chủ trương giải thể 4 công ty con do BWE sở hữu 100% vốn, gồm Biwase Bình Dương KLH, Tân Uyên, Bàu Bàng và Dĩ An. Theo BLĐ, nguyên nhân chủ yếu đến từ các vướng mắc pháp lý và thủ tục phát sinh sau khi thành lập. Do 4 công ty con chưa phát sinh hoạt động kinh doanh và toàn bộ tài sản đã được chuyển về công ty mẹ, việc giải thể không tạo ảnh hưởng đáng kể đến BCTC hợp nhất.

Khuyến nghị

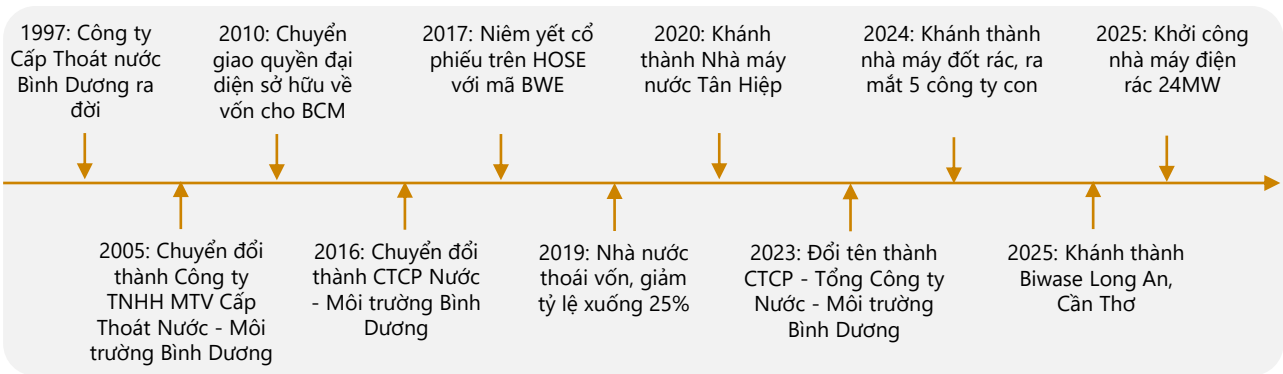
Haseco dự phóng doanh thu và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ năm 2026 lần lượt đạt 5,203 tỷ đồng (+14% YoY) và 1,197 tỷ đồng (+21% YoY). Haseco sử dụng phương pháp P/E (12x) để định giá BWE - tương đương với định giá P/E trung bình 5 năm của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu BWE trong năm 2026 đạt **57,100 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 36.8% so với giá đóng cửa ngày 20/10/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu BWE.

A. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

I. Lịch sử hình thành

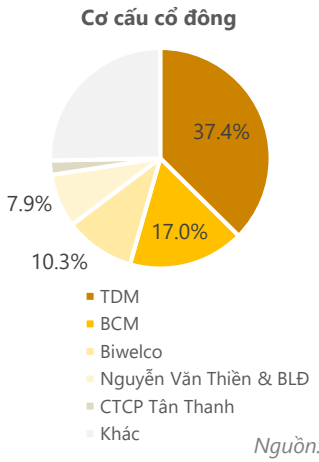
CTCP - Tổng Công ty Nước - Môi trường Bình Dương (HOSE: BWE) có tiền thân là Trung tâm Cấp thủy Bình Dương, được thành lập từ trước năm 1975, và hiện là một trong những doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực nước và môi trường. Hoạt động kinh doanh cốt lõi của BWE tập trung vào khai thác, xử lý và cung cấp nước sạch phục vụ nhu cầu sinh hoạt, đô thị và sản xuất công nghiệp; đồng thời mở rộng sang thu gom, thoát nước và xử lý nước thải, xử lý rác thải và tái chế phế liệu. Sau quá trình cổ phần hóa và tái cấu trúc, BWE chính thức niêm yết và giao dịch trên HOSE từ tháng 07/2017. Từ năm 2021, doanh nghiệp đẩy mạnh chiến lược M&A, liên tục mở rộng quy mô và địa bàn hoạt động thông qua các thương vụ đầu tư, mua bán và sáp nhập trong ngành nước, qua đó củng cố vị thế dẫn đầu và tạo động lực tăng trưởng dài hạn. Với đặc thù ngành thiết yếu, nhu cầu tương đối ổn định cùng lợi thế hạ tầng và mạng lưới khách hàng tại các khu vực có tốc độ đô thị hóa, công nghiệp hóa cao, BWE sở hữu mô hình kinh doanh có tính phòng thủ tốt, dòng tiền tương đối ổn định và còn nhiều dư địa tăng trưởng thông qua M&A, mở rộng công suất cấp nước và phát triển các dịch vụ môi trường.

Lịch sử hình thành



Nguồn: BWE

II. Cơ cấu cổ đông



Nguồn: BWE

Cơ cấu cổ đông của BWE tương đối cô đặc, với nhóm cổ đông tổ chức trong nước nắm giữ hơn 69% vốn điều lệ. Trong đó, các cổ đông lớn đều có liên quan đến UBND tỉnh Bình Dương, nổi bật là CTCP Nước Thủ Dầu Một - cổ đông lớn nhất với 37.4% cổ phần, tiếp đến BCM sở hữu 17.0% và Biwelco nắm 10.3%. Sự hiện diện của các cổ đông này đóng vai trò quan trọng trong chiến lược phát triển hệ thống hạ tầng cấp và truyền tải nước của BWE. Bên cạnh đó, Chủ tịch Nguyễn Văn Thiền hiện sở hữu khoảng 4.7% cổ phần, chiếm phần lớn trong tổng 7.9% tỷ lệ sở hữu của ban lãnh đạo BWE.

III. Cơ cấu sở hữu

BWE đang duy trì đà tăng trưởng công suất tương đối ổn định trên toàn hệ thống, với công suất cấp nước tại công ty mẹ hiện đạt khoảng 800,000 m^3/ngày. Năng lực này chủ yếu tập trung tại khu vực Bình Dương cũ, nay thuộc TP.HCM, với các đầu mối lớn như Thủ Dầu Một, Dĩ An và Tân Uyên; riêng các đơn vị này hiện có công suất lần lượt khoảng 300,000 m^3/ngày, 200,000 m^3/ngày và 180,000 m^3/ngày. Ở cấp độ công ty con, BWE hiện sở hữu hệ thống có tổng công suất khoảng 272,000 m^3/ngày, trong đó công suất tính theo tỷ lệ sở hữu đạt hơn 213,000 m^3/ngày, cho thấy dư địa tăng trưởng còn đến từ việc gia tăng đóng góp của các công ty con thông qua chiến lược M&A và mở rộng địa bàn.

Công suất xử lý nước của công ty con

Doanh nghiệp/Nhà máy	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (m^3/ngày)
BWE Long An (NM Nhị Thành)	Tây Ninh	73.86%	120,000
BWE Cần Thơ (NM Cần Thơ 3)	Cần Thơ	66.10%	50,000
BWE Quảng Bình (NM Quang Châu)	Quảng Trị	43.68%	10,000
Nước & Môi trường Bằng Tâm	Tây Ninh	84.64%	15,000
Công trình Đô thị Cần Giuộc	Tây Ninh	97.27%	15,000
Công trình Đô thị Châu Thành	Tây Ninh	96.06%	5,000
Nước & Môi trường Cần Đước	Tây Ninh	73.71%	8,000
BWE Kiên Giang (NM Cửa Cạn)	Kiên Giang	100%	49,500

Nguồn: BWE

Cập nhật việc mở rộng công suất tại một số công ty con:

- **Nhà máy Nhị Thành:** Công suất hiện tại đã được nâng lên 90,000 m^3/ngày, tương đương 75% công suất thiết kế. Phần công suất còn lại 30,000 m^3/ngày dự kiến hoàn thành vào tháng 10/2026.
- **Nhà máy Cần Thơ 3:** Trong giai đoạn 1, nhà máy đã hoàn tất lắp đặt 25,000 m^3/ngày trên tổng công suất mục tiêu 50,000 m^3/ngày. Hiện nhà máy đang vận hành ở mức khoảng 12,000 m^3/ngày, tương đương 48% công suất lắp đặt, cho thấy vẫn còn dư địa đáng kể để gia tăng sản lượng khi nhu cầu tiêu thụ nước tại khu vực Cần Thơ tăng lên.
- **Nhà máy Cửa Cạn:** Với tổng vốn đầu tư khoảng 556 tỷ đồng, dự án dự kiến bổ sung thêm 49,500 m^3/ngày công suất cho hệ thống BWE vào Q1/2027. Việc dự án đi vào hoạt động sẽ giúp BWE mở rộng đáng kể hiện diện tại Phú Quốc, đồng thời đón đầu nhu cầu hạ tầng môi trường và cấp nước gia tăng trước APEC 2027, dự kiến tổ chức tại đây vào tháng 11/2027.

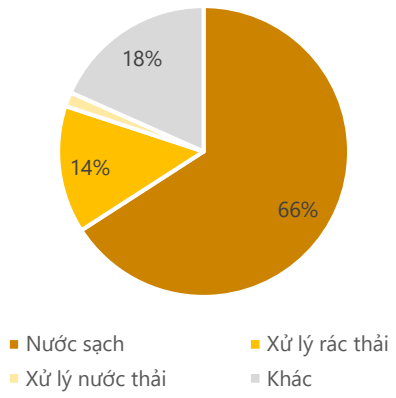
Ở cấp độ công ty liên kết, BWE có sự hiện tại các công ty sản xuất, phân phối nước, tập trung ở một số tỉnh thành như TP. HCM, Đồng Nai, Cần Thơ. Đáng chú ý, trong năm 2026, BWE đã bắt đầu đầu tư vào Niwaco (Khánh Hoà), nhằm hỗ trợ tăng trưởng cho doanh nghiệp thông qua 2 dự án đang triển khai là nhà máy nước Tháp Chàm và Tân Sơn. Sau thương vụ mua lại, Niwaco dự kiến bổ sung thêm 56,000 m^3/ngày và nâng tổng công suất bổ sung lên 130,000 m^3/ngày (tăng thêm 74,000 m^3/ngày) sau khi hoàn thành việc mở rộng.

Các công ty liên kết, đầu tư tài chính của BWE

Doanh nghiệp/Nhà máy	Vị trí	Tỷ lệ sở hữu	Công suất (m^3/ngày)
Chánh Phú Hoà	Bình Dương	43.45%	Đầu tư & Xây dựng
Công trình Đô thị Thu Thừa	Long An	48.25%	Phân phối nước
Nước Gia Tân	Đồng Nai	34.38%	40,000
Nước Cần Thơ 1	Cần Thơ	24.64%	100,000-120,000
Nước Cần Thơ 2	Cần Thơ	48.86%	80,000-100,000
Nước Quảng Bình	Quảng Bình	41.00%	40,000-60,000
Nước Vĩnh Long	Vĩnh Long	33.65%	80,000-100,000
Đầu tư Tân Hiệp	TP. HCM	40.85%	500,000
Niwaco (Tháp Chàm + Tân Sơn)	Khánh Hoà	42.76%	56,000
Nước Đồng Nai (*)	Đồng Nai	18.98%	850,000-900,000

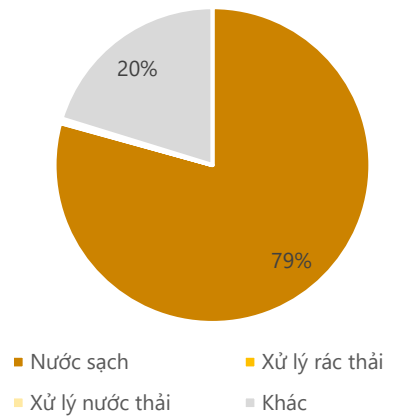
Nguồn: (*) Đầu tư tài chính, không được hạch toán theo phương pháp VCSH như các công ty liên kết

Cơ cấu doanh thu 6T2026



Nguồn: BWE

Cơ cấu LNST 6T2026



Nguồn: BWE

IV. Kết quả kinh doanh quý 2/2026

BWE ghi nhận doanh thu thuần Q2/2026 đạt 1,222 tỷ đồng (-7.8% YoY), trong khi LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 325 tỷ đồng (+10% YoY). Lũy kế 6T2026, doanh thu đạt 2,257 tỷ đồng (+0.4% YoY), LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 546 tỷ đồng (+21.3% YoY). Doanh thu suy giảm chịu ảnh hưởng chủ yếu do mảng xây lắp, với doanh thu 6T2026 chỉ đạt 17 tỷ đồng, giảm mạnh so với 115 tỷ đồng cùng kỳ, cùng với mức giảm của doanh thu từ dịch vụ xử lý nước thải. Ngược lại, mảng cấp nước - hoạt động kinh doanh cốt lõi - tiếp tục tăng trưởng tích cực với doanh thu đạt 1,487 tỷ đồng trong 6T2026 (+22% YoY).

Trong Q2/2026, dù doanh thu giảm nhưng giá vốn hàng bán giảm mạnh 19.5%, qua đó đưa biên LN gộp cải thiện lên mức 46.2% (tăng 7.8% so với cùng kỳ). Biên lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ cơ cấu doanh thu thuận lợi hơn và sản lượng nước tiêu thụ tăng tốt hơn một chút so với kỳ vọng, trong khi giá bán nước sạch bình quân gần như đi ngang cả QoQ và YoY. Sản lượng nước tiêu thụ của công ty mẹ tăng 8% YoY lên 53,5 triệu m^3 trong Q2, cao hơn mức tăng trưởng 7% mà chúng tôi đang giả định cho cả năm 2026. Ở chiều ngược lại, doanh thu tài chính giảm đáng kể, chỉ đạt 18 tỷ đồng trong Q2/2026 so với 54 tỷ đồng cùng kỳ, khiến lũy kế 6T2026 giảm còn 29 tỷ đồng, từ 108 tỷ đồng năm trước. Nguyên nhân chính là BWE không còn ghi nhận khoản cổ tức 78 tỷ đồng từ các khoản đầu tư cổ phần như trong 6T2025, sau khi Biwelco được phân loại lại thành "bên liên quan khác" từ tháng 8/2025. Trong khi đó, chi phí tài chính giảm nhẹ xuống 111 tỷ đồng, từ 127 tỷ đồng trong Q2/2025. Chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn của BWE tiếp tục duy trì ở mức tương đối thấp, với lãi suất vay bình quân khoảng 7%/năm đối với dư nợ VND và 5,6%/năm đối với dư nợ USD; hai nhóm này lần lượt chiếm khoảng 49% và 50% trong tổng dư nợ dài hạn khoảng 5,800 tỷ đồng.

Khoản mục	Q2/25	Q2/26	Tăng trưởng (% svck)
Doanh thu thuần	1,325	1,222	-7.8%
Giá vốn hàng bán	(817)	(657)	-19.5%
Lợi nhuận gộp	509	565	11.1%
Biên lợi nhuận gộp	*38.4%*	*46.2%*	*7.8 ppts*
Lãi ròng từ hoạt động tài chính	(72)	(93)	29.2%
Chi phí bán hàng & QLDN (SG&A)	(191)	(182)	-4.7%
SG&A/Doanh thu	*14.4%*	*14.9%*	*0.5 ppts*
Lợi nhuận trước thuế	333	367	10.2%
Lợi nhuận sau thuế	298	329	10.4%
Biên lợi nhuận ròng	*22.5%*	*26.9%*	*4.4 ppts*
LNST cổ đông công ty mẹ	295	325	10.2%

Nguồn: BWE

V. Cập nhật kết quả kinh doanh sơ bộ 9T2026

BWE ghi nhận lợi nhuận tăng trưởng 26% YoY, vượt 18% kế hoạch năm sau 9 tháng. Theo thông tin công bố ngày 09/10/2026, BWE ghi nhận tổng doanh thu hợp nhất 9T2026 đạt 4.130 tỷ đồng (+6% YoY), hoàn thành 76% kế hoạch năm. Đáng chú ý, LNST hợp nhất đạt 909 tỷ đồng (+26% YoY), tương đương 118% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2026. Tăng trưởng lợi nhuận vượt trội so với doanh thu phản ánh sự cải thiện về hiệu quả hoạt động và khả năng kiểm soát chi phí của doanh nghiệp.

Sản lượng nước tiêu thụ tiếp tục tăng trưởng mạnh nhờ mở rộng mạng lưới khách hàng. Lũy kế 9T2026, sản lượng nước tiêu thụ hợp nhất đạt 197,6 triệu m^3 (+27% YoY), đồng thời BWE ghi nhận thêm 15.099 khách hàng đấu nối mới. Kết quả này cho thấy quy mô hoạt động cấp nước tiếp tục được mở rộng, tạo nền tảng duy trì tăng trưởng doanh thu trong những quý tiếp theo. Tuy nhiên, mức tăng sản lượng hợp nhất cần được phân tách giữa tăng trưởng hữu cơ tại công ty mẹ và đóng góp từ các công ty con để đánh giá chính xác chất lượng tăng trưởng.

Hiệu quả hoạt động cải thiện nhờ kiểm soát chi phí. Trong khi tổng doanh thu tăng 6% YoY, tổng chi phí hợp nhất chỉ tăng 1% YoY, đạt 3.122 tỷ đồng. Theo doanh nghiệp, kết quả này đến từ việc nâng cao hiệu quả quản trị, tiết giảm chi phí và tái cấu trúc hệ thống vận hành, nổi bật là quá trình sắp xếp 8 chi nhánh cấp nước thành 4 chi nhánh quy mô lớn. Chênh lệch giữa tốc độ tăng doanh thu và chi phí là yếu tố hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận trong kỳ.

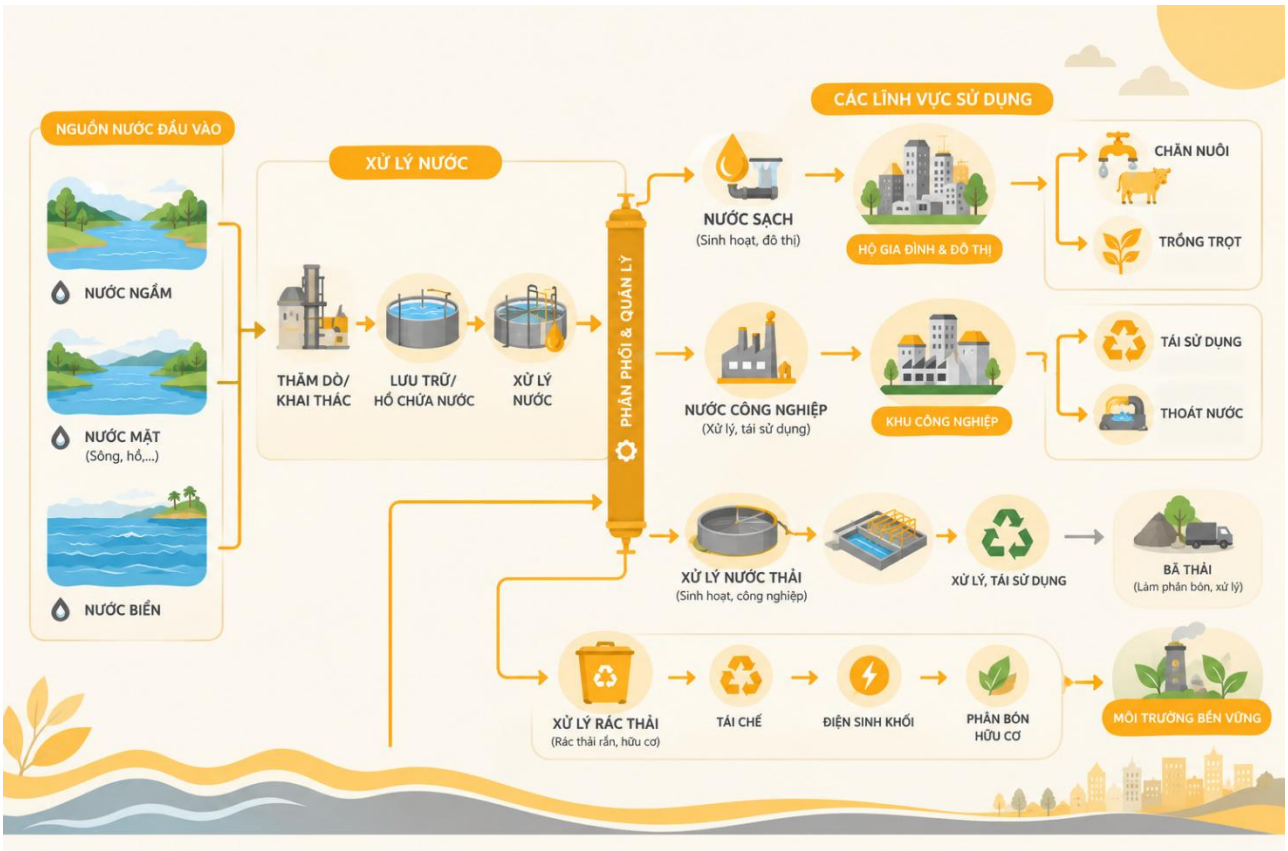
Triển vọng Q4/2026 còn dư địa ghi nhận thêm doanh thu. Theo BWE, doanh nghiệp còn khoảng 36,814 tỷ đồng doanh thu ước tính chưa ghi nhận từ hoạt động xử lý nước thải giai đoạn tháng 6–9/2026, bên cạnh khoản cổ tức đợt 2 dự kiến nhận từ CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp. Đây là những yếu tố có thể hỗ trợ kết quả kinh doanh các quý tiếp theo, tùy thuộc thời điểm đủ điều kiện ghi nhận kế toán.

Chỉ tiêu	9T2026	Tăng trưởng YoY	% Kế hoạch năm
Tổng doanh thu hợp nhất (tỷ đồng)	4,130	+6%	76%
Tổng chi phí hợp nhất (tỷ đồng)	3,122	+1%	
LNST hợp nhất (tỷ đồng)	909	+26%	118%
Sản lượng nước tiêu thụ hợp nhất (triệu mét khối)	*197.6*	*+27%*	
Khách hàng đấu nối mới	15,099		

Nguồn: BWE, Haseco tổng hợp

B. TỔNG QUAN NGÀNH NƯỚC VIỆT NAM

I. Chuỗi giá trị ngành nước



Nguồn: Haseco tổng hợp

Chuỗi giá trị ngành nước gồm khai thác → xử lý → phân phối nước sạch → thu gom → xử lý nước thải, phục vụ nhu cầu sinh hoạt, công nghiệp và nông nghiệp. Tăng trưởng ngành chủ yếu được thúc đẩy bởi đô thị hóa, gia tăng dân số và mở rộng sản xuất công nghiệp.

(1) Khai thác nguồn nước

Nước thô được khai thác chủ yếu từ nước mặt (sông, hồ, hồ chứa) và nước ngầm (giếng khoan). Chất lượng nguồn nước đầu vào quyết định đáng kể chi phí xử lý; nguồn nước tốt giúp giảm nhu cầu hóa chất và chi phí kiểm soát. Theo Bộ TNMT, nguồn nước có chỉ số WQI (Water Quality Index) từ 76-90 được đánh giá là chất lượng tốt và phù hợp cho cấp nước sau xử lý.

(2) Xử lý nước sạch

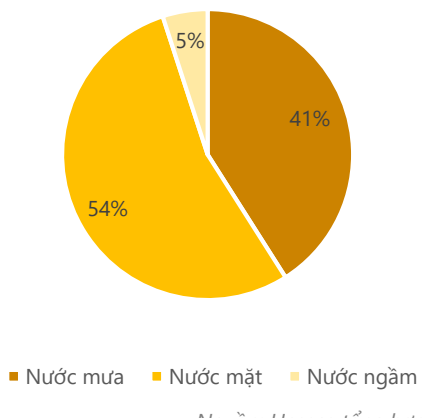
Nước thô được xử lý tại nhà máy để đáp ứng tiêu chuẩn nước sạch cho sinh hoạt và sản xuất. Quy trình và hóa chất xử lý (phèn, vôi, clo, PAC...) tương đối phổ biến giữa các doanh nghiệp, do đó không tạo khác biệt lớn về lợi thế cạnh tranh.

Thang chỉ số WQI

Giá trị WQI	Đánh giá chất lượng nước
0-25	Nước ô nhiễm nặng, cần xử lý
26-50	Sử dụng cho giao thông thuỷ
51-75	Sử dụng cho mục đích tưới tiêu
76-90	Sử dụng cho cấp nước sinh hoạt nhưng cần xử lý phù hợp
91-100	Sử dụng tốt cho cấp nước sinh hoạt

Nguồn: Bộ TNMT

Cơ cấu nguồn nước ở Việt Nam



Nguồn: Haseco tổng hợp

(3) Phân phối nước sạch

Nước sau xử lý được lưu trữ tại bể chứa, sau đó bơm qua hệ thống trạm bơm và mạng lưới đường ống truyền tải – phân phối đến hộ dân, cơ quan và khu công nghiệp. Hệ thống đo áp suất, lưu lượng giúp duy trì cấp nước liên tục và ổn định, trong khi hiệu quả phân phối phụ thuộc lớn vào quy mô và chất lượng hạ tầng đường ống.

(4) Thu gom nước thải

Nước thải sinh hoạt và công nghiệp được thu gom qua hệ thống cống, đường ống, hố ga và trạm bơm, sau đó dẫn về bể điều hòa hoặc nhà máy xử lý. Quy mô mạng lưới thu gom thường gắn với mức độ đô thị hóa và phát triển công nghiệp của từng khu vực.

(5) Xử lý nước thải

Nước thải được xử lý qua các công đoạn tách rác - điều hòa - tách dầu mỡ - xử lý sinh học - khử trùng, trước khi xả ra môi trường. Bùn thải phát sinh tiếp tục được thu gom và xử lý theo quy định. Một phần nước sau xử lý có thể được tái sử dụng, góp phần hình thành mô hình kinh tế tuần hoàn ngành nước.

II. Đặc điểm ngành nước Việt Nam

1. Việt Nam - Quốc gia giàu tài nguyên nước

Việt Nam có nguồn tài nguyên nước tương đối phong phú nhưng phân bố không đồng đều theo cả không gian và thời gian. Nhờ đặc điểm khí hậu nhiệt đới gió mùa và lượng mưa tương đối lớn, tổng lượng nước trung bình nhiều năm trên toàn quốc ước đạt khoảng 936 tỷ m^3/năm, trong đó nước mặt chiếm khoảng hơn 90%. Tuy nhiên, nguồn nước của Việt Nam có mức độ phụ thuộc đáng kể vào dòng chảy xuyên biên giới khi khoảng 504 tỷ m^3 có nguồn gốc từ bên ngoài lãnh thổ và chảy vào Việt Nam thông qua các hệ thống sông quốc tế. Điều này khiến an ninh nguồn nước trong nước không chỉ phụ thuộc vào điều kiện khí hậu mà còn chịu ảnh hưởng bởi hoạt động khai thác và điều tiết nguồn nước tại các quốc gia thượng nguồn.

Nước mưa: Lượng mưa trung bình năm của Việt Nam đạt khoảng 1,940-1,960 mm, tương đương khoảng 640 tỷ m^3/năm. Tuy nhiên, lượng mưa có sự phân hóa mạnh giữa các khu vực: Lưu vực sông Thu Bồn có lượng mưa trung bình hàng năm lớn nhất lên đến 2,700 mm, theo sau là lưu vực sông Hương, Trà Khúc với lượng mưa trung bình khoảng 2,600 mm. Khu vực Đông Nam Bộ có lượng mưa trung bình hàng năm thấp nhất, dao động khoảng 1,300 mm. Ngoài ra, lượng mưa còn phân bổ không đồng đều giữa các tháng trong năm. Đặc điểm này tạo ra sự chênh lệch lớn về nguồn nước giữa mùa mưa và mùa khô: vào mùa mưa, lượng nước dồi dào có thể gây ra lũ lụt, trong khi vào mùa khô, nhiều khu vực lại phải đối mặt với tình trạng thiếu nước hoặc suy giảm đáng kể nguồn nước khai thác.

Nước mặt: Nước mặt là nguồn tài nguyên chủ đạo, với tổng lượng dòng chảy trung bình khoảng hơn 850 tỷ m^3/năm. Đáng chú ý, sự phân bổ dòng chảy theo mùa có mức độ chênh lệch rất lớn. Mùa lũ chỉ kéo dài khoảng 3-5 tháng nhưng chiếm tới khoảng 72% tổng lượng dòng chảy cả năm, trong khi mùa cạn kéo dài 7-9 tháng nhưng chỉ chiếm khoảng 28%. Sự mất cân đối này khiến Việt Nam có thể xảy ra tình trạng thừa nước trong mùa mưa nhưng thiếu nước trong mùa khô, đặc biệt tại các lưu vực có khả năng điều tiết hạn chế hoặc phụ thuộc lớn vào nguồn nước từ thượng nguồn. Bên cạnh đó, quá trình đô thị hóa, công nghiệp hóa và gia tăng nhu cầu sử dụng nước đang tạo thêm áp lực lên các nguồn nước mặt, đặc biệt tại những khu vực tập trung đông dân cư và các trung tâm sản xuất công nghiệp.

Nước ngầm: Tổng tiềm năng nước dưới đất của Việt Nam ước khoảng 91 tỷ m^3/năm, trong đó khoảng 69 tỷ m^3 là nước nhạt và 22 tỷ m^3 nước mặn. Nguồn nước ngầm phân bố tương đối rộng, tập trung đáng kể tại Đồng bằng Bắc Bộ, Đồng bằng Nam Bộ và khu vực Tây Nguyên, đóng vai trò quan trọng trong cung cấp nước sinh hoạt và sản xuất tại những khu vực mà nguồn nước mặt chưa đáp ứng đầy đủ nhu cầu. Tuy nhiên, việc khai thác nước dưới đất quá mức trong thời gian dài có thể dẫn đến suy giảm mực nước, sụt lún đất và gia tăng nguy cơ xâm nhập mặn, đặc biệt tại các khu vực đồng bằng và ven biển.

2. Chất lượng nước: yếu tố đáng báo động

Chất lượng nguồn nước có sự khác biệt đáng kể giữa các lưu vực sông tại Việt Nam, qua đó ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí xử lý và hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp cấp nước. Nhìn chung, lưu vực có chất lượng nước đầu vào càng tốt thì doanh nghiệp càng ít phải sử dụng hóa chất và các công đoạn xử lý chuyên sâu, từ đó giúp tiết giảm chi phí sản xuất và cải thiện biên lợi nhuận. Ngược lại, tại các lưu vực chịu áp lực lớn từ đô thị hóa và công nghiệp hóa, mức độ ô nhiễm nguồn nước cao có thể làm gia tăng chi phí xử lý và ảnh hưởng đến chất lượng nguồn nước đầu vào. Các khu vực chịu áp lực ô nhiễm tương đối lớn gồm lưu vực sông Cầu, sông Nhuệ - sông Đáy, sông Hồng - sông Thái Bình và khu vực trung, hạ nguồn lưu vực sông Đồng Nai - sông Sài Gòn.

Lưu vực sông Cầu: Chất lượng nước có xu hướng suy giảm từ khu vực thượng nguồn tại Bắc Kạn xuống các khu vực hạ nguồn như Thái Nguyên, Bắc Giang và Bắc Ninh, chủ yếu do tác động từ nước thải công nghiệp và dân cư. Sự suy giảm chất lượng nguồn nước theo chiều hạ lưu khiến các doanh nghiệp cấp nước tại Bắc Giang và Bắc Ninh phải đối mặt với yêu cầu xử lý nước đầu vào cao hơn so với các doanh nghiệp khai thác nguồn nước ở khu vực thượng nguồn.

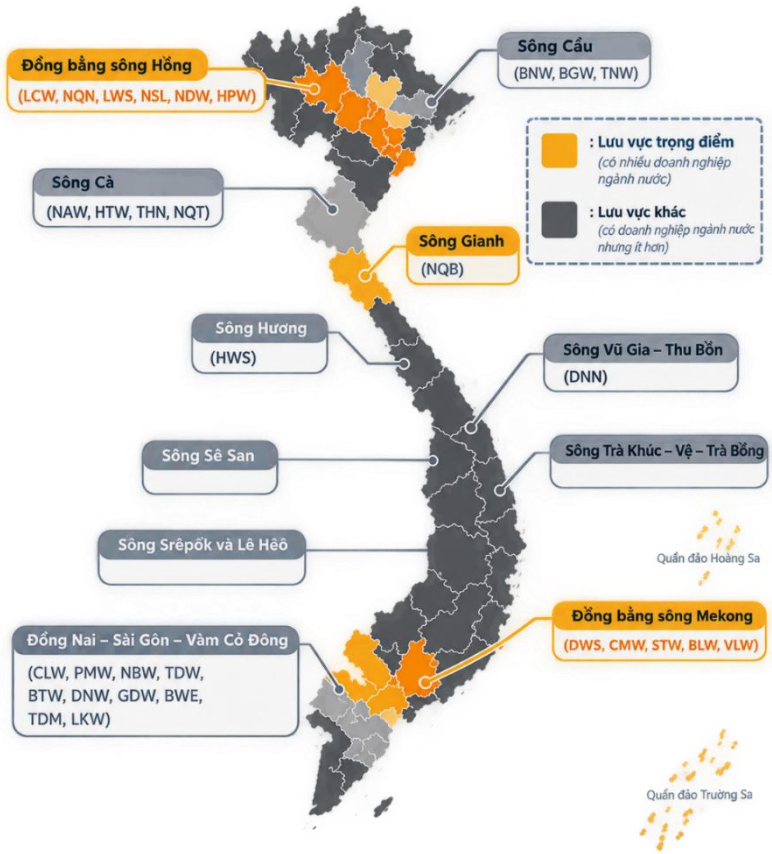
Lưu vực sông Hồng - sông Thái Bình: Chất lượng nước, đặc biệt tại khu vực hạ nguồn, có xu hướng suy giảm rõ rệt do tốc

độ đô thị hóa và công nghiệp hóa nhanh tại Hà Nội, Bắc Ninh, Hưng Yên và Hải Dương. Hoạt động sản xuất công nghiệp cùng lượng nước thải sinh hoạt ngày càng gia tăng tạo áp lực lớn lên nguồn nước mặt.

Lưu vực sông Đồng Nai - sông Sài Gòn: Chất lượng nguồn nước cũng có xu hướng suy giảm tại khu vực trung và hạ nguồn, đặc biệt tại các đoạn sông chảy qua TP.HCM và Bình Dương, nơi tập trung mật độ dân cư và hoạt động công nghiệp cao. Tuy nhiên, xét trên mặt bằng chung, chất lượng nguồn nước của lưu vực này vẫn tương đối tốt so với nhiều lưu vực chịu áp lực ô nhiễm lớn khác.

Khu vực ĐBSCL: Từ năm 2020, tình trạng xâm nhập mặn diễn biến phức tạp hơn, đặc biệt trong mùa khô, gây ảnh hưởng tiêu cực đến cả nguồn nước mặt và nước ngầm. Xâm nhập mặn không chỉ làm thu hẹp khả năng khai thác nguồn nước ngọt mà còn khiến các doanh nghiệp cấp nước phải tăng cường xử lý hoặc tìm kiếm nguồn nước thay thế, qua đó tạo thêm áp lực lên chi phí vận hành.

Lưu vực sông ở Việt Nam



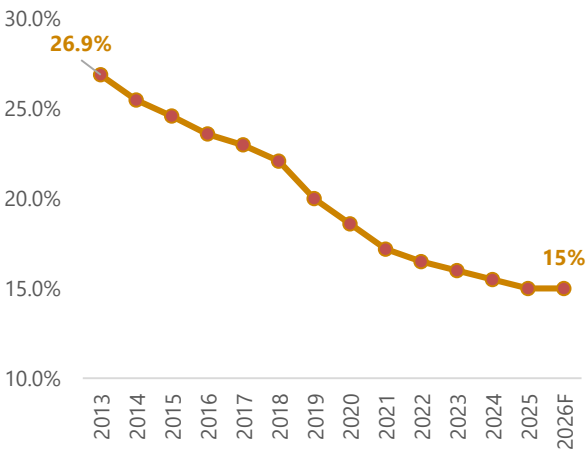
Nguồn: Haseco

3. Tỷ lệ thất thoát nước: giảm dần theo thời gian

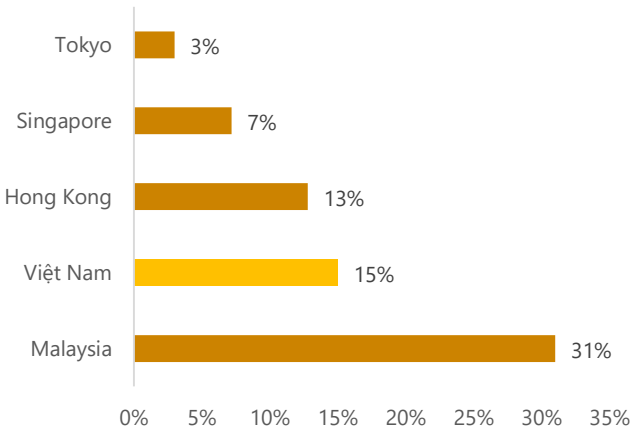
Tỷ lệ thất thoát nước phản ánh phần chênh lệch giữa tổng lượng nước sạch được sản xuất và đưa vào hệ thống phân phối qua đường ống với lượng nước thực tế được ghi nhận và bán cho khách hàng. Chỉ tiêu này là một trong những thước đo quan trọng về hiệu quả vận hành của doanh nghiệp cấp nước, bởi tỷ lệ thất thoát càng cao đồng nghĩa với việc doanh nghiệp phải sản xuất và phân phối một lượng nước lớn hơn nhưng không tạo ra doanh thu tương ứng.

Tỷ lệ thất thoát cao thường phản ánh hiệu quả của hệ thống phân phối chưa tối ưu và có thể xuất phát từ nhiều nguyên nhân như rò rỉ, xuống cấp hoặc vỡ đường ống; đấu nối trái phép; sai số hoặc hư hỏng của đồng hồ đo nước; cũng như những hạn chế trong công tác quản lý và giám sát mạng lưới. Ngược lại, việc duy trì tỷ lệ thất thoát ở mức thấp giúp doanh nghiệp tận dụng tốt hơn công suất sản xuất, giảm chi phí vận hành và nâng cao hiệu quả kinh doanh. Do đó, khả năng kiểm soát thất thoát và chất lượng mạng lưới phân phối là một yếu tố quan trọng để đánh giá hiệu quả hoạt động cũng như biên lợi nhuận của các doanh nghiệp ngành nước.

Tỷ lệ thất thoát nước Việt Nam



So sánh với các quốc gia



Nguồn: MOC, TTGmice, WSD, Newswav

Tỷ lệ thất thoát nước tại Việt Nam đã cải thiện đáng kể trong hơn một thập kỷ qua, giảm từ 26.9% năm 2013 xuống khoảng 15% vào năm 2026, phản ánh những tiến bộ trong quản lý, vận hành và kiểm soát mạng lưới cấp nước. Tuy nhiên, mức thất thoát hiện tại vẫn tương đối cao so với các hệ thống cấp nước tiên tiến tại châu Á, khi tỷ lệ này tại Tokyo chỉ khoảng 3%, Singapore 7.2% và Hong Kong 12.8%. Khoảng cách này cho thấy dư địa đáng kể để Việt Nam tiếp tục nâng cao hiệu quả mạng lưới, kiểm soát rò rỉ và giảm thất thoát nước trong dài hạn.

4. Quy định giá bán nước

Nước là lĩnh vực chịu sự quản lý chặt chẽ của Nhà nước. Bộ Tài chính quy định khung giá, trong khi UBND cấp tỉnh quyết định mức giá nước sạch cụ thể tại địa phương dựa trên phương án giá do đơn vị cấp nước xây dựng và kết quả thẩm định. Về nguyên tắc, giá nước được xây dựng trên cơ sở bù đắp các chi phí sản xuất, phân phối và tiêu thụ hợp lý, đồng thời đảm bảo mức lợi nhuận phù hợp.

- Giá bán nước sạch = Chi phí sản xuất/m^3 + Lợi nhuận định mức.
- Chi phí sản xuất/m^3 = Tổng chi phí hợp lý/ Sản lượng nước thương phẩm.

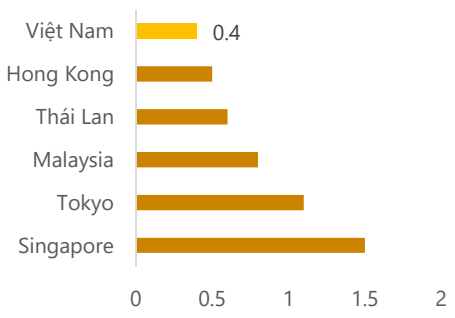
Các khoản chi phí chủ yếu bao gồm nguyên vật liệu, nhân công, khấu hao tài sản cố định, chi phí sản xuất chung, bán hàng, quản lý và các chi phí hợp lý khác phát sinh trong quá trình khai thác, xử lý, phân phối và tiêu thụ nước sạch. Như vậy, mô hình định giá cho phép doanh nghiệp cấp nước thu hồi các chi phí hợp lý và có lợi nhuận, nhưng mức giá bán lẻ bình quân do địa phương ban hành phải nằm trong khung giá nước sạch do Bộ Tài chính quy định. Đồng thời, UBND cấp tỉnh có thể áp dụng các hệ số khác nhau cho từng nhóm khách hàng và khu vực đô thị, nông thôn tùy điều kiện thực tế.

Quy định giá nước sạch

Khu vực	Giá tối thiểu	Giá tối đa
Đô thị đặc biệt, loại I	3,500 đ/m^3	18,000 đ/m^3
Đô thị loại II, III, IV, V	3,000 đ/m^3	15,000 đ/m^3
Khu vực nông thôn	2,000 đ/m^3	11,000 đ/m^3

Nguồn: 1250/TB-BTC
Đô thị đặc biệt: Hà Nội, TP. HCM
Đô thị loại I: Hải Phòng, Huế, Đà Nẵng, Cần Thơ

Giá nước trung bình (USD/m3)



Nguồn: Haseco tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy giá nước sạch sinh hoạt tại Việt Nam vẫn tương đối thấp so với nhiều thị trường trong khu vực, hiện chỉ khoảng 0.4 USD/m^3, thấp hơn mức khoảng 0.5 USD/m^3 tại Hong Kong, 0.6 USD/m^3 tại Thái Lan, 1.1 USD/m^3 tại Tokyo và 1.5 USD/m^3 tại Singapore. Khoảng cách đáng kể này cho thấy mặt bằng giá nước tại Việt Nam vẫn còn dư địa để gia tăng trong trung và dài hạn. Việc điều chỉnh giá không chỉ giúp các doanh nghiệp cấp nước cải thiện khả năng thu hồi vốn và lợi nhuận mà còn tạo nguồn lực để mở rộng công suất, nâng cấp mạng lưới và giảm thất thoát nước. Do đó, chúng tôi cho rằng xu hướng tăng giá nước sẽ là một động lực tích cực đối với tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp cấp nước trong dài hạn.

5. Ngành nước sạch Bình Dương (TP.HCM): TDM và BWE độc quyền cung cấp

Bình Dương (nay sáp nhập vào TP.HCM) là tỉnh có triển vọng tăng trưởng ngành nước sạch tốt nhất cả nước nhờ công nghiệp hóa, đô thị hóa và mức thu nhập cao. Theo Quy hoạch tỉnh, địa phương đặt mục tiêu tăng trưởng GRDP bình quân khoảng 10%/năm trong giai đoạn 2021-2030, GRDP bình quân đầu người đạt khoảng 15,800 USD vào năm 2030 và tỷ lệ đô thị hóa đạt 88-90%. Đáng chú ý, công nghiệp và xây dựng tiếp tục chiếm tới 64% cơ cấu kinh tế, trong khi số lượng KCN được quy hoạch tăng lên 42 KCN với tổng diện tích 18,600-21,000 ha vào năm 2030, tạo nền tảng cho nhu cầu nước công nghiệp tăng trưởng bền vững.

Đặc thù nơi đây là nhu cầu nước không chỉ đến từ dân cư mà còn từ khu vực sản xuất công nghiệp - nhóm khách hàng có mức tiêu thụ nước lớn và ổn định hơn, qua đó giúp sản lượng nước thương phẩm tăng cùng với tốc độ mở rộng các KCN và thu hút FDI. Quy hoạch cấp nước cho thấy nhu cầu của riêng khu vực Nam Bình Dương - bao gồm Thủ Dầu Một, Thuận An, Dĩ An, Bến Cát, Tân Uyên và Bắc Tân Uyên - đã ở mức khoảng 1 triệu m^3/ngày vào năm 2025, cho thấy quy mô thị trường rất lớn. Đồng thời, quy hoạch tỉnh đặt mục tiêu 100% dân số đô thị được cấp nước sạch, trong khi tỷ lệ thu gom, xử lý nước thải tại các KCN đạt 100%, tạo thêm dư địa tăng trưởng cho cả mảng cấp nước và môi trường.

TDM và BWE là hai doanh nghiệp cấp nước có vị thế độc quyền tại Bình Dương - với mối quan hệ sở hữu và hoạt động có tính liên kết chặt chẽ. BWE vừa là công ty liên kết của TDM, với TDM sở hữu 37.42% cổ phần, vừa là khách hàng độc quyền của TDM. TDM được thành lập năm 2013 và ban đầu là công ty liên kết của BWE, khi BWE sở hữu 26% cổ phần. Đến năm 2017, sau khi BWE thoái vốn khỏi TDM, TDM đã mua 57.8 triệu cổ phiếu BWE, tương đương 38.5% vốn, thông qua IPO và phát hành riêng lẻ, qua đó trở thành cổ đông lớn nhất của BWE.

Thông tin về TDM & BWE

	TDM	BWE
Thành lập	2013	1975
Mô hình kinh doanh	Xử lý nước, bán buôn nước	Bao phủ chuỗi giá trị: xử lý nước, cấp nước, xử lý nước thải
Công suất	330,000 m^3/ngày (sau khi nâng công suất Bàu Bàng trong 2026)	800,000 m^3/ngày (công ty mẹ)
Nguồn nước	Hồ Phước Hoà, song Đồng Nai	Sông Đồng Nai, sông Sài Gòn
Khách hàng	BWE là khách hàng duy nhất	Khách hàng công nghiệp, dân dụng
Sở hữu chéo	37.42% BWE	Không có

Nguồn: Haseco tổng hợp

C. TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

I. Tăng cường công suất tại khu vực phía Nam

Như đã đề cập, M&A tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của BWE, trong khi các dự án mở rộng tại các công ty con đang được triển khai ổn định, tạo nền tảng cho tăng trưởng công suất hữu cơ trong những năm tới.

Tại cấp độ công ty con:

- **Nhà máy Nhị Thành:** Công suất hiện tại đã được nâng lên 90,000 m^3/ngày, tương đương 75% công suất thiết kế. Phần công suất còn lại 30,000 m^3/ngày dự kiến hoàn thành vào tháng 10/2026.
- **Nhà máy Cần Thơ 3:** Trong giai đoạn 1, nhà máy đã hoàn tất lắp đặt 25,000 m^3/ngày trên tổng công suất mục tiêu 50,000 m^3/ngày. Hiện nhà máy đang vận hành ở mức khoảng 12,000 m^3/ngày, tương đương 48% công suất lắp đặt, cho thấy vẫn còn dư địa đáng kể để gia tăng sản lượng khi nhu cầu tiêu thụ nước tại khu vực Cần Thơ tăng lên.
- **Nhà máy Cửa Cạn:** Với tổng vốn đầu tư khoảng 556 tỷ đồng, dự án dự kiến bổ sung thêm 49,500 m^3/ngày công suất cho hệ thống BWE vào Q1/2027. Việc dự án đi vào hoạt động sẽ giúp BWE mở rộng đáng kể hiện diện tại Phú Quốc, đồng thời đón đầu nhu cầu hạ tầng môi trường và cấp nước gia tăng trước APEC 2027, dự kiến tổ chức tại đây vào tháng 11/2027.

Ở cấp độ công ty liên kết: NIWACO - công ty liên kết mới được BWE đầu tư tại Khánh Hòa - sẽ đóng góp thêm dư địa tăng trưởng công suất trong dài hạn thông qua hai dự án. Cụ thể:

- **Nhà máy Tháp Chàm:** hiện có công suất 56,000 m^3/ngày và đang được mở rộng lên 120,000 m^3/ngày, qua đó bổ sung 64,000 m^3/ngày đêm khi hoàn thành.
- **Nhà máy Tân Sơn** cũng đang được xây dựng với công suất thiết kế 10,000 m^3/ngày đêm.

Như vậy, BWE có thể nâng tổng công suất bổ sung lên khoảng 130,000 m^3/ngày khi hoàn tất các dự án mở rộng. BWE bắt đầu đầu tư vào NIWACO từ tháng 1/2026, hoàn tất mua 24% cổ phần với giá trị 109 tỷ đồng, qua đó đặt nền móng cho việc mở rộng hiện diện tại Khánh Hòa. Sau đó, ĐHĐCĐ BWE thông qua khoản đầu tư bổ sung 54 tỷ đồng, nâng tỷ lệ sở hữu lên 42.76% và đưa NIWACO trở thành công ty liên kết được hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu. Phần sở hữu còn lại 52.06% hiện vẫn thuộc UBND tỉnh Khánh Hòa.

II. Tiếp tục mở rộng tại khu vực miền Trung

BWE mở rộng danh mục cấp nước tại miền Trung thông qua PWS. HĐQT BWE đã thông qua chủ trương mua từ 20% đến dưới 50% cổ phần tại CTCP Cấp thoát nước Phú Yên (PWS) - doanh nghiệp cung cấp nước sạch trên địa bàn tỉnh Đắk Lắk. Sau khi hoàn tất giao dịch, PWS sẽ trở thành công ty liên kết của BWE. Trước đó, tại ĐHCĐ bất thường ngày 16/7/2026, PWS đã thông qua phương án chuyển nhượng 11.7 triệu cổ phiếu, tương đương 30.69% vốn điều lệ, từ Biwelco và ba cổ đông cá nhân cho BWE.

Động thái đầu tư vào PWS phù hợp với chiến lược của BWE trong việc mở rộng danh mục các doanh nghiệp cấp nước địa phương ngoài thị trường cốt lõi phía Nam. Hiện hệ thống công ty con và công ty liên kết của BWE vẫn tập trung chủ yếu tại khu vực này, trong khi tại miền Trung, BWE mới có 3 đơn vị gồm Biwase Quảng Bình, Cấp nước Quảng Bình (QBW) và NIWACO. Giao dịch PWS diễn ra sau khi Aqua One thoái toàn bộ 59.67% vốn tại doanh nghiệp vào tháng 5/2026, trong đó hai lô cổ phiếu, mỗi lô 24%, được chuyển nhượng cho TDM và Biwelco, phần còn lại 38.4% cổ phần thuộc về UBND tỉnh Phú Yên. PWS hiện có tỷ lệ thất thoát nước khoảng 22.5%, cao hơn đáng kể mức 4.8% của BWE. Với kinh nghiệm quản lý hệ thống đường ống, BWE có thể hỗ trợ PWS cải thiện hiệu quả vận hành. Nếu PWS đưa tỷ lệ thất thoát về mức mục tiêu 15% của UBND tỉnh, sản lượng nước thất thoát có thể giảm khoảng 3,300 m^3/ngày. Tuy nhiên, với tỷ lệ sở hữu 30.69%, phần lợi nhuận phân bổ cho BWE là không đáng kể. Việc nắm giữ chủ yếu mang tính chiến lược và mở rộng địa bàn hoạt động. Với 30.69% cổ phần của BWE và 24% do TDM sở hữu, nhóm cổ đông liên quan sẽ nắm khoảng 55% quyền biểu quyết, đồng thời chiếm đa số ghế trong HĐQT PWS. Cấu trúc sở hữu này tạo điều kiện để hệ sinh thái BWE định hướng hoạt động vận hành và quản lý mạng lưới của PWS.

III. Việc tái cấu trúc gần đây không ảnh hưởng đến KQKD

Ngày 19/6/2026, HĐQT BWE đã thông qua chủ trương giải thể 4 công ty con do BWE sở hữu 100% vốn, gồm Biwase Bình Dương KLH, Tân Uyên, Bàu Bàng và Dĩ An. Theo BLĐ, nguyên nhân chủ yếu đến từ các vướng mắc pháp lý và thủ tục phát sinh sau khi thành lập, đặc biệt liên quan đến việc ký kết/chuyển đổi các thỏa thuận cung cấp nước và nguy cơ ảnh hưởng đến các cơ chế ưu đãi hiện hữu của công ty mẹ. Do chưa đơn vị nào chính thức đi vào hoạt động, BWE quyết định giải thể cả 4 công ty trước khi triển khai vận hành.

Động thái trên nhiều khả năng liên quan đến việc áp dụng Thông tư 145/2025/TT-BTC, theo đó thẩm quyền xác định tỷ lệ thất thoát nước được tính vào giá thành được giao cho UBND

cấp tỉnh, thay vì áp dụng mức trần đồng nhất 20% theo quy định trước đây tại Thông tư 44/2021/TT-BTC. Trong trường hợp doanh nghiệp cấp nước mới thành lập phải giải trình phương án giá bán, cơ quan quản lý có thể xem xét tỷ lệ thất thoát thực tế - khoảng 5% đối với các công ty con của BWE - thay vì mức 20% trước đây. Điều này có thể làm giảm lợi thế về cơ chế giá nếu BWE tách hoạt động cấp nước sang các pháp nhân mới. Do 4 công ty con chưa phát sinh hoạt động kinh doanh và toàn bộ tài sản đã được chuyển về công ty mẹ, việc giải thể không tạo ảnh hưởng đáng kể đến BCTC hợp nhất. Về bản chất, BWE đang đảo ngược cấu trúc tách pháp nhân để duy trì các thỏa thuận cung cấp nước và cơ chế ưu đãi hiện hữu tại công ty mẹ. Qua đó, doanh nghiệp ưu tiên bảo toàn các lợi ích pháp lý và thương mại đang có thay vì theo đuổi những lợi ích tiềm năng từ mô hình công ty con độc lập.

Dự phóng doanh thu các mảng

Doanh thu	2025	2026F	2027F	2028F
Nước	2,749	3,271	3,565	3,814
Xử lý chất thải	796	933	1,054	1,159
Xử lý nước thải	242	150	170	181
Khác	756	849	849	849
Tổng	**4,543**	**5,203**	**5,638**	**6,003**

Nguồn: Haseco ước tính

D. RỦI RO ĐẦU TƯ

(1) Rủi ro nguồn nước: Hoạt động của BWE phụ thuộc lớn vào khả năng khai thác nguồn nước mặt và duy trì chất lượng nước đầu vào. Tình trạng ô nhiễm tại các lưu vực sông, xâm nhập mặn, hạn hán và biến động lượng mưa do biến đổi khí hậu có thể làm suy giảm sản lượng nước thô sẵn có, đồng thời gia tăng chi phí hóa chất và xử lý để đáp ứng tiêu chuẩn nước sạch. Đặc biệt, các hiện tượng thời tiết cực đoan có thể ảnh hưởng đến tính ổn định của nguồn cung và làm tăng nhu cầu đầu tư vào hệ thống dự phòng, xử lý và truyền dẫn nước, qua đó gây áp lực lên biên lợi nhuận và hiệu quả sử dụng vốn của doanh nghiệp.

(2) Tăng trưởng FDI và hoạt động tại các KCN: Nếu dòng vốn FDI suy yếu, tiến độ triển khai KCN mới chậm hơn dự kiến hoặc tỷ lệ lấp đầy KCN không đạt kế hoạch, nhu cầu tiêu thụ nước công nghiệp có thể tăng thấp hơn kỳ vọng. Luỹ kế 9T2026, FDI đăng ký vào Việt Nam đạt hơn 50 tỷ USD (+76%), trong khi FDI thực hiện đạt 21 tỷ USD (+12%), cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm thu hút dòng vốn FDI và rủi ro này không quá lớn.

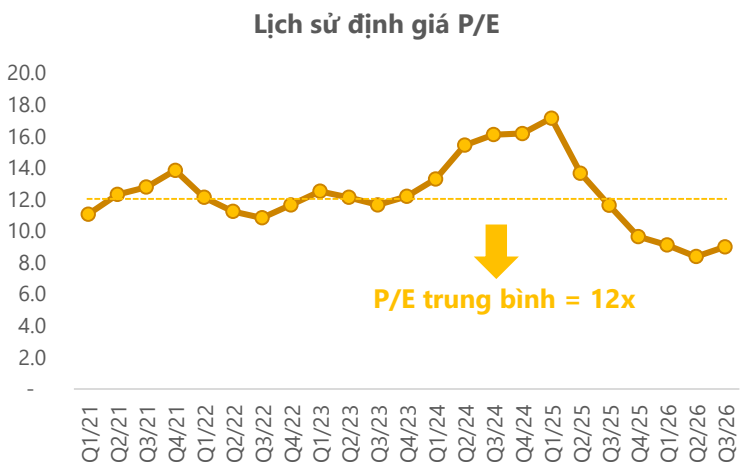
E. ĐỊNH GIÁ & QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Haseco dự phóng doanh thu và LNST thuộc về cổ đông công ty mẹ năm 2026 lần lượt đạt 5,203 tỷ đồng (+14% YoY) và 1,197 tỷ đồng (+21% YoY). Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu với CTCP - Tổng Công Ty Nước - Môi Trường Bình Dương (HOSE: BWE) với khuyến nghị **MUA** và giá hợp lý là **57,100 VNĐ/cổ phiếu,** tương ứng mức chênh lệch là 36.8%. Haseco đánh giá triển vọng của BWE đến từ:

- Tăng cường công suất tại khu vực phía Nam
- Tiếp tục mở rộng tại khu vực miền Trung
- Việc tái cấu trúc gần đây không ảnh hưởng đến KQKD

Phương pháp định giá:

Haseco sử dụng phương pháp P/E để định giá BWE - với mức P/E mục tiêu là 12x - tương đương với định giá P/E trung bình 5 năm của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính giá mục tiêu của cổ phiếu BWE 12 tháng đạt **57,100 VNĐ/cổ phiếu**, tương ứng với mức chênh lệch 36.8% so với giá đóng cửa ngày 20/10/2026. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu BWE.



Nguồn: Haseco ước tính

Phụ lục: Dự phóng kết quả kinh doanh BWE

Báo cáo kết quả kinh doanh	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Doanh số thuần	3,119	3,484	3,526	3,959	4,543	5,203	5,638	6,003
Giá vốn hàng bán	(1,804)	(2,063)	(1,962)	(2,265)	(2,585)	(2,931)	(3,176)	(3,382)
Lãi gộp	1,315	1,421	1,564	1,694	1,958	2,272	2,462	2,621
Thu nhập tài chính	110	104	126	132	199	80	87	94
Chi phí tài chính	(79)	(226)	(395)	(494)	(464)	(440)	(477)	(517)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	8	18	43	44	170	220	238	254
Chi phí bán hàng	(325)	(320)	(370)	(382)	(415)	(428)	(464)	(503)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(145)	(182)	(214)	(261)	(280)	(290)	(314)	(341)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	884	816	755	732	1,169	1,414	1,532	1,609
Thu nhập khác, ròng	(20)	23	7	4	13	13	13	13
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	864	838	762	737	1,182	1,427	1,545	1,622
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(109)	(92)	(80)	(76)	(155)	(187)	(203)	(213)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	755	747	682	661	1,026	1,240	1,342	1,409
Lợi ích của cổ đông thiểu số	7	4	8	22	35	43	46	49
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	749	743	674	639	991	1,197	1,296	1,361

Nguồn: Haseco ước tính

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà Haseco cho là đáng tin cậy, tuy nhiên Haseco không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kì lúc nào mà không cần thông báo.

Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lôi kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. Haseco và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của Haseco và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của Haseco. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. Haseco có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho Haseco.

Haseco không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

Công ty cổ phần Chứng khoán Hải Phòng

Người bạn tin cậy của nhà đầu tư

TRỤ SỞ CHÍNH
Số 7 Lô 28A đường Lê Hồng Phong,
Phường Gia Viên, TP.Hải Phòng
T: (0225) 3842.335
F: (0225) 3746.266
Email: dvkh@haseco.vn
Website: www.haseco.vn

CHI NHÁNH HÀ NỘI
Tầng 2, số 163 Bà Triệu,
Phường Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội
T: (024) 3574.7020
F: (024) 3574.7019

CHI NHÁNH TP. HỒ CHÍ MINH
Số 328 Võ Văn Kiệt, Phường
Cầu Ông Lãnh, TP Hồ Chí Minh
T: (028) 3920.7800
Fax: (028) 3920.7825