

Báo cáo phân tích lần đầu

BWE · Tổng Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (Biwase)

Sàn HOSE · Niêm yết 05/07/2017 · Ngành Cấp nước & Môi trường



TÓM TẮT NHẬN ĐỊNH

Biwase (BWE) là doanh nghiệp hạ tầng cấp nước – môi trường tích hợp lớn nhất trên sàn, gần 50 năm hoạt động và nắm gần như toàn bộ thị phần cấp nước, xử lý nước thải và thu gom rác sinh hoạt tại Bình Dương – thủ phủ công nghiệp & thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài của cả nước. Tiềm năng của công ty tựa trên đặc thù **độc quyền tự nhiên theo vùng**, dòng tiền định kỳ có tính phòng thủ cao, tổng công suất cấp nước hiện đạt **~1,0 triệu m³/ngày**, cùng **dư địa tăng giá bán nước** theo cơ chế giá mới là động lực lợi nhuận chính chưa phản ánh trong kế hoạch. Đánh đổi là mô hình thâm dụng vốn với đòn bẩy và chi phí lãi vay ở mức cao, khiến lợi nhuận nhạy với lãi suất và độ trễ điều chỉnh giá nước. **TCBS Research** ghi nhận định giá BWE hiện ở **vùng thấp so với bình quân lịch sử** của chính doanh nghiệp, phản ánh cân bằng giữa tăng trưởng ổn định và nhu cầu vốn đầu tư lớn; tiềm năng sẽ dần được kiểm chứng qua sản lượng nước, **việc phê duyệt tăng giá bán nước** và hiệu quả các thương vụ mở rộng.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- 01** **Độc quyền tự nhiên theo vùng – dòng tiền phòng thủ**

Gần như **100% thị phần** cấp nước, xử lý nước thải và thu gom rác sinh hoạt tại Bình Dương; dòng tiền kinh doanh **đương liên tục** nhiều năm, giá nước điều chỉnh theo chi phí giúp biên lợi nhuận ổn định.
- 02** **Hiệu quả vận hành dẫn đầu ngành nước**

Tỷ lệ thất thoát nước **~5%** – thuộc nhóm thấp nhất Việt Nam và châu Á; biên lợi nhuận gộp duy trì quanh **~43%** nhờ quy mô và công nghệ vận hành.
- 03** **Mở rộng qua M&A ngành nước & dư địa tăng giá bán nước**

Nền tảng thu tóm các công ty cấp nước ngoài Bình Dương; đồng thời cơ chế giá mới mở **dư địa tăng giá bán nước** – chưa phản ánh trong kế hoạch, tác động mạnh tới biên lợi nhuận mảng cấp nước.
- 04** **Định giá dưới bình quân lịch sử với tăng trưởng ổn định**

P/E **~8 lần** · P/B **~1,5 lần** – dưới bình quân nhiều năm của chính doanh nghiệp; ROE duy trì **~19%**, cổ tức tiền mặt **13%/năm**.

RỦI RO CHÍNH

- 01** **Đòn bẩy cao và chi phí lãi vay lớn**

Nợ vay **~7.188 tỷ đồng** cuối quý 2/2026 (D/E **~1,1 lần**); chi phí lãi vay bào mòn đáng kể lợi nhuận trước thuế, hệ số EBIT/lãi vay chỉ **~3,4 lần** – lợi nhuận nhạy với biến động lãi suất.
- 02** **Nhu cầu vốn đầu tư lớn và pha loãng cổ phần**

Mô hình thâm dụng vốn (điện rác, mở rộng nhà máy nước, M&A); đợt chào bán quyền mua tỷ lệ **7:1** giá 37.000đ (**~1.163 tỷ đồng**) nâng số cổ phiếu lưu hành lên **251,3 triệu** (**~+14,3%**).
- 03** **Rủi ro nguồn nước thô và độ trễ chính sách giá**

Xâm nhập mặn/ô nhiễm nguồn nước sông Đồng Nai – Sài Gòn làm tăng chi phí xử lý; giá nước do UBND tỉnh quyết định có độ trễ điều chỉnh, có thể nén biên khi chi phí đầu vào tăng nhanh.

THÔNG TIN GIAO DỊCH		CƠ CẤU SỞ HỮU		QUY MÔ HẠ TẦNG	
Vốn hóa	~9.680 tỷ đ	CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM)	37,42 %	Công suất cấp nước	~1 triệu m³/ngày
SLCP lưu hành	219,9 tr CP	Becamex IDC (BCM)	19,44 %	Xử lý rác tiếp nhận	~2.550 tấn/ngày
KLGD bình quân	~0,4 triệu CP	CTCP XL–Điện Biwelco	8,19 %	Công suất điện rác	24 MW
P/E · P/B	~9,0 / 1,6 lần	Ông Nguyễn Văn Thiên (CT HĐQT)	4,65 %	Thất thoát nước (NRW)	~5,1 %
		Cổ đông khác	30,30 %		

1. Hồ sơ doanh nghiệp

Gần 50 năm phát triển hạ tầng nước Bình Dương · Công suất ~1 triệu m³/ngày · Thất thoát nước ~5% · Tích hợp nước – môi trường – điện rác

1.1. Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Cổ phần Nước – Môi trường Bình Dương (Biwase, mã **BWE**) phát triển từ Trung tâm Cấp thủy Bình Dương hình thành trước năm 1975, với hoạt động lõi gồm **khai thác – xử lý – cấp nước sạch, thu gom – xử lý chất thải, xử lý nước thải và tái chế – mô hình hạ tầng nước – môi trường tích hợp** hiếm có trên sàn niêm yết.

Công ty vận hành **8 cụm nhà máy nước** (nguồn thô chủ lực từ sông Đồng Nai và sông Sài Gòn) cùng Khu liên hợp xử lý chất thải Nam Bình Dương tiếp nhận **~2.550 tấn rác/ngày**. Từ địa bàn lõi Bình Dương, Biwase mở rộng ra nhiều tỉnh thành qua M&A ngành nước với hệ thống hàng chục công ty con – liên kết; hai cổ đông lớn nhất là **CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM, 37,42%)** và **Becamex IDC (19,44%)**.

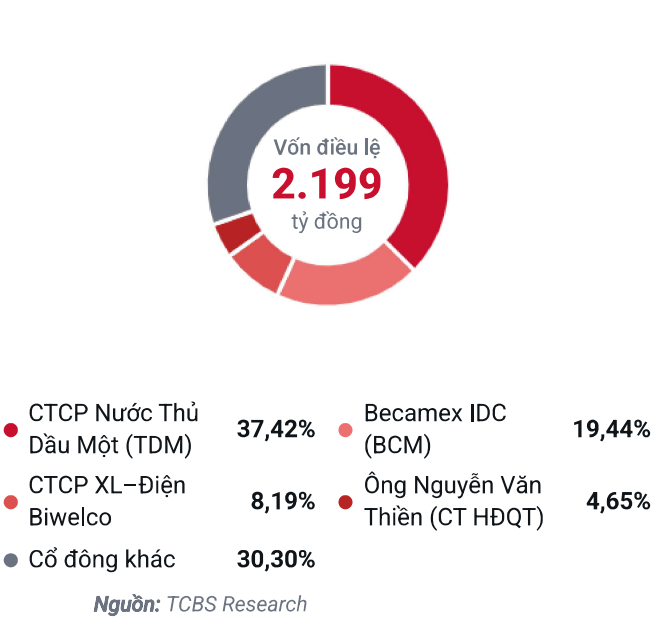
Tiền thân	Trung tâm Cấp thủy BD (trước 1975)
Cổ phần hóa	30/09/2016
Niêm yết	HOSE · 05/07/2017
Vốn điều lệ	2.199,28 tỷ đồng
Tổng tài sản (Q2/2026)	15.450 tỷ đồng
Nhân sự	~2.626 người
Công suất cấp nước	~1 triệu m³/ngày
Cổ đông lớn nhất	TDM (37,42%)
Website	biwase.com.vn

1.2. Lịch sử hình thành & phát triển

Trong gần nửa thế kỷ, Biwase đi từ một trung tâm cấp thủy đô thị thành tổng công ty hạ tầng nước – môi trường với **34 đơn vị thành viên** (11 công ty con, 11 liên kết, 4 góp vốn, 8 chi nhánh cấp nước), địa bàn phủ **≥9 tỉnh/thành** từ Đông Nam Bộ, Tây Nam Bộ đến miền Trung. Các mốc phát triển chính:

1975	Tiếp quản Trung tâm Cấp thủy Bình Dương (hình thành trước 1975), chuyển thành doanh nghiệp nhà nước ngành cấp thoát nước.	1997	Đổi tên Công ty Cấp thoát nước Bình Dương ; mở rộng công suất cấp nước.
2004	Khởi lập Khu liên hợp xử lý chất thải Nam Bình Dương (quy hoạch ~100 ha tại Chánh Phú Hòa) – nền móng mảng môi trường.	2014	UBND tỉnh Bình Dương quyết định cổ phần hóa doanh nghiệp.
2016	IPO tại HOSE (giá bình quân 14.277đ); hoạt động theo mô hình CTCP (VĐL 1.500 tỷ) từ 30/09.	2017	Niêm yết HOSE ngày 05/07, giao dịch chính thức 20/07.
2020–21	Tăng VĐL lên 1.875 rồi 1.929 tỷ; đẩy mạnh M&A các công ty cấp nước tỉnh .	2023	Đổi tên Tổng Công ty Nước – Môi trường Bình Dương (20/04); vận hành điện rác số 1 (5 MW).
2024	Tăng vốn điều lệ lên 2.199,28 tỷ đồng (12/07).	2025–26	Khởi công nhà máy điện rác số 2 (12 MW) ; chào bán quyền mua 7:1 (~1.163 tỷ); 773 tỷ trả nợ · 225 tỷ điện rác Cần Thơ 24 MW · 164 tỷ M&A Ninh Thuận.

1.3. Cơ cấu cổ đông



TỶ LỆ NỘI ĐỊA / NƯỚC NGOÀI

Nội địa 97,7%	
CĐ NỘI ĐỊA 97,7%	CĐ NƯỚC NGOÀI 2,3%
CĐ LỚN (SỞ HỮU ≥5%) 65,05%	NỘI BỘ (HĐQT+BĐH) ~6%

- CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM, 37,42%) là cổ đông lớn nhất – “công ty chị em” có sở hữu chéo và ban lãnh đạo đan xen; ông Nguyễn Văn Trí (TV HĐQT BWE) đồng thời là Chủ tịch HĐQT TDM
- Becamex IDC (19,44%) – cổ đông gốc nhà nước, gắn kết hệ sinh thái khu công nghiệp – đô thị Bình Dương
- Biwelco đã nâng sở hữu lên trên 10% (01/2026); cùng nhóm cổ đông sáng lập tạo cơ cấu sở hữu cô đặc, ổn định. Tỷ lệ nước ngoài thấp (~2%) – còn nhiều dư địa thu hút vốn ngoại

1.4. Ban lãnh đạo & quản trị công ty

HỌ TÊN	CHỨC VỤ	KINH NGHIỆM & GHI CHÚ
Nguyễn Văn Thiên	Chủ tịch HĐQT	Thạc sỹ Kỹ thuật Môi trường · Chủ tịch HĐQT từ 09/2016 · Người kiến tạo chiến lược M&A ngành nước; sở hữu 4,65%
Trần Chiến Công	Phó Chủ tịch HĐQT kiêm Tổng Giám đốc	Điều hành hoạt động sản xuất – kinh doanh toàn hệ thống; sở hữu 1,05%
Nguyễn Văn Trí	TV HĐQT	Đồng thời là Chủ tịch HĐQT CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM) – đầu mối liên kết BWE–TDM
Nguyễn Thanh Phong	TV HĐQT	Đồng thời là thành viên HĐQT TDM; sở hữu 1,36%
Dương Hoàng Sơn	TV HĐQT kiêm Phó Tổng Giám đốc	Phụ trách vận hành kỹ thuật – đầu tư
Nguyễn Thị Ngọc Thanh	Giám đốc Tài chính	Phụ trách tài chính – kế toán hợp nhất; sở hữu 0,56%
Tạ Trọng Hiệp · Phạm Thanh Vũ	TV HĐQT độc lập	Củng cố quản trị minh bạch, giám sát độc lập

Nguồn: TCBS Research. HĐQT & Ban điều hành gắn bó lâu năm, nhiều thành viên tham gia điều hành các công ty cấp nước trong hệ sinh thái.

1.5. Mô hình kinh doanh

Biwase vận hành mô hình hạ tầng tích hợp “**nước – môi trường – tái chế**” theo chuỗi giá trị khép kín: từ khai thác – xử lý – phân phối nước sạch, đến thu gom – xử lý chất thải, xử lý nước thải và biến chất thải thành sản phẩm tái chế cùng điện năng. Đặc thù **độc quyền tự nhiên theo vùng cấp nước** tạo tệp khách hàng ổn định và dòng tiền định kỳ có tính phòng thủ cao.

Nền tảng lợi nhuận đến chủ yếu từ mảng cấp nước; các mảng môi trường, tái chế và điện rác vừa bổ trợ dòng tiền vừa mở ra trực tăng trưởng mới. Công ty đồng thời **mở rộng địa bàn qua M&A** các doanh nghiệp cấp nước ngoài Bình Dương.

Địa bàn hoạt động: Mạng lưới **34 đơn vị thành viên** (11 công ty con, 11 liên kết, 4 góp vốn, 8 chi nhánh cấp nước) – lõi **Bình Dương** (nay thuộc TP.HCM sau sáp nhập 01/7/2025), mở rộng **Đông Nam Bộ** (Bình Phước, Đồng Nai, Long An, Tây Ninh), **Tây Nam Bộ** (Cần Thơ, Vĩnh Long, Kiên Giang) và **miền Trung** (Quảng Bình); phủ **≥9 tỉnh/thành**, tổng công suất cấp nước ~1,0 triệu m³/ngày.

01 · Khai thác & cấp nước sạch

Chuỗi giá trị khép kín: **khai thác** nước thô từ sông → **xử lý** tại nhà máy bằng công nghệ lắng – lọc – khử trùng → **truyền tải & phân phối** qua mạng ống → **bán lẻ** cho hộ dân cư, khu công nghiệp và khách hàng thương mại. Đây là mảng cốt lõi, tạo dòng tiền định kỳ theo hóa đơn tiêu thụ với giá bán điều tiết theo chi phí.

► **Thị phần cấp nước tại Bình Dương: 100%** (BCTN 2025)

02 · Xử lý nước thải

Khép kín **vòng tuần hoàn nước** trên cùng một tệp khách hàng: BWE vừa **cung cấp nước sạch đầu vào**, vừa **thu gom & xử lý nước thải đầu ra** đạt quy chuẩn xả thải trước khi trả về môi trường (thu phí theo đầu nối). Năng lực quản lý nguồn nước **toàn trình đầu vào – đầu ra** hiếm có, củng cố vị thế hạ tầng thiết yếu và bổ sung nguồn thu định kỳ.

► **Thị phần xử lý nước thải tại Bình Dương: 100%** (BCTN 2025)

03 · Thu gom & xử lý chất thải

Thu gom rác sinh hoạt & công nghiệp trên địa bàn → **vận chuyển** → **phân loại** → **xử lý** (đốt, chôn lấp hợp vệ sinh, tái chế) tại khu liên hợp tập trung. Nguồn thu đến từ phí thu gom & xử lý theo khối lượng; đồng thời là đầu vào ổn định cho chuỗi tái chế – điện rác phía sau.

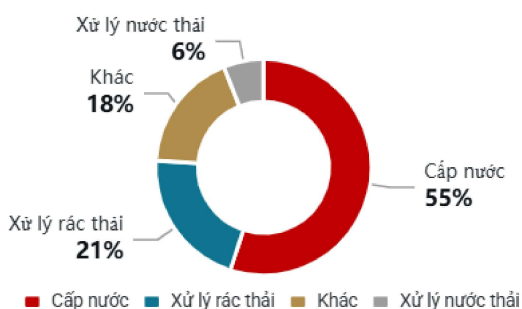
► **Thị phần tại Bình Dương: rác sinh hoạt 100% · rác công nghiệp 35%** (BCTN 2025)

04 · Điện rác & tái chế

Biến chất thải thành tài nguyên: đốt rác thu hồi nhiệt để **phát điện** bán lên lưới; song song chế biến chất thải và tro xỉ thành **sản phẩm tái chế** (phân bón hữu cơ, gạch, nước uống đóng chai). Mô hình kinh tế tuần hoàn vừa giảm chi phí chôn lấp, vừa tạo nguồn thu bổ trợ và củng cố hồ sơ ESG.

■ Cơ cấu doanh thu theo mảng – 2025

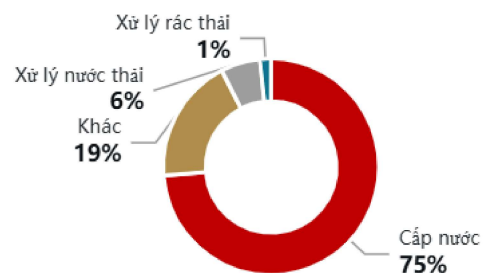
% đóng góp doanh thu (gồm nội bộ) – BCTN 2025



Nguồn: TCBS Research

■ Cơ cấu lợi nhuận theo mảng – 2025

% đóng góp lợi nhuận sau thuế (LNST) – BCTN 2025



Nguồn: TCBS Research

1.6. Định vị giá trị

Hạ tầng thiết yếu với vị thế độc quyền tự nhiên

Gần như 100% thị phần cấp nước, xử lý nước thải và thu gom rác sinh hoạt tại Bình Dương — nhu cầu ít co giãn theo chu kỳ kinh tế, giá nước điều chỉnh theo chi phí giúp dòng tiền dự báo được và có tính phòng thủ.

Hiệu quả vận hành hàng đầu ngành

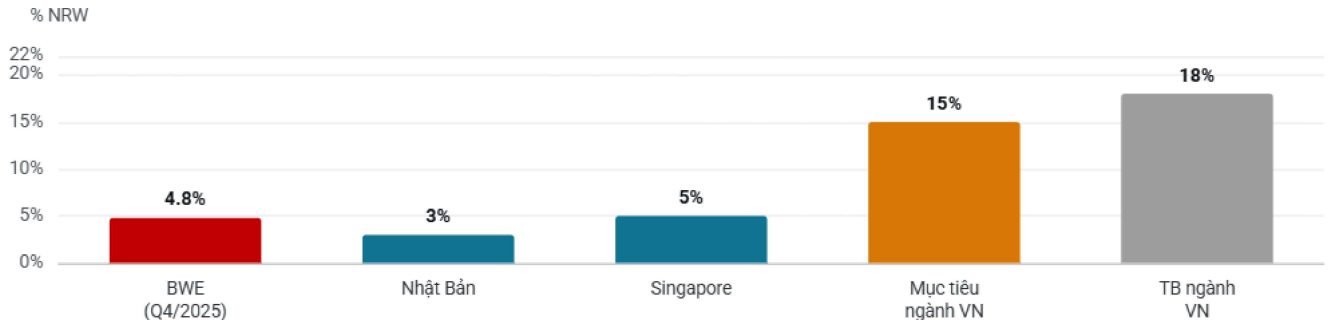
Tỷ lệ thất thoát nước (NRW) của BWE duy trì quanh ~5% và cải thiện xuống **4,8% (Q4/2025)** — **thấp nhất Việt Nam**, ngang nhóm hệ thống cấp nước hiệu quả nhất thế giới (Singapore ~5%, Nhật Bản ~3%) và bỏ xa mức trung bình ngành trong nước (~18–20%) lẫn mục tiêu quốc gia (15%). Thành quả đến từ đầu tư dài hạn cho quản lý mạng lưới, phân vùng tách mạng (DMA), kiểm soát áp lực và số hóa vận hành bằng **SCADA** cùng ứng dụng AI; suất tiêu hao điện thấp (~0,34 kWh/m³) và biên lợi nhuận gộp bền vững 41–44%. Mỗi điểm % thất thoát tiết giảm trực tiếp cải thiện biên lợi nhuận và là lợi thế cạnh tranh cốt lõi khi BWE thu tóm, chuẩn hóa các công ty cấp nước có thất thoát cao (17–40%) ngoài Bình Dương.

Hệ sinh thái tích hợp & nền tảng M&A

Mô hình nước — môi trường — điện rác tích hợp hiếm có trên sàn, được hậu thuẫn bởi hệ sinh thái TDM — Becamex; nền tảng M&A giúp nhân rộng năng lực vận hành ra ngoài Bình Dương. Bên cạnh việc đào sâu tại các địa bàn hiện hữu (xem mục 1.5), trung — dài hạn BWE hướng tới các **thị trường mới** chưa hiện diện: **Ninh Thuận** (thâu tóm CTCP Cấp nước Ninh Thuận — 164,2 tỷ đồng từ đợt phát hành 2026), **Khánh Hòa** (NIWACO, sở hữu 42,76%) và đảo **Phú Quốc** (nhà máy hồ Cửa Cạn 49.500 m³/ngày, vận hành 2027 — đón đầu APEC 2027 & đô thị du lịch). Định hướng ưu tiên thị trường thiếu nước và đô thị — du lịch tăng trưởng nhanh, tạo dư địa tăng trưởng bền vững ngoài vùng lõi.

■ Tỷ lệ thất thoát nước (NRW) — BWE so với chuẩn quốc tế & ngành nước Việt Nam

% nước không doanh thu · BWE (Q4/2025) · quốc tế · mục tiêu & trung bình ngành Việt Nam



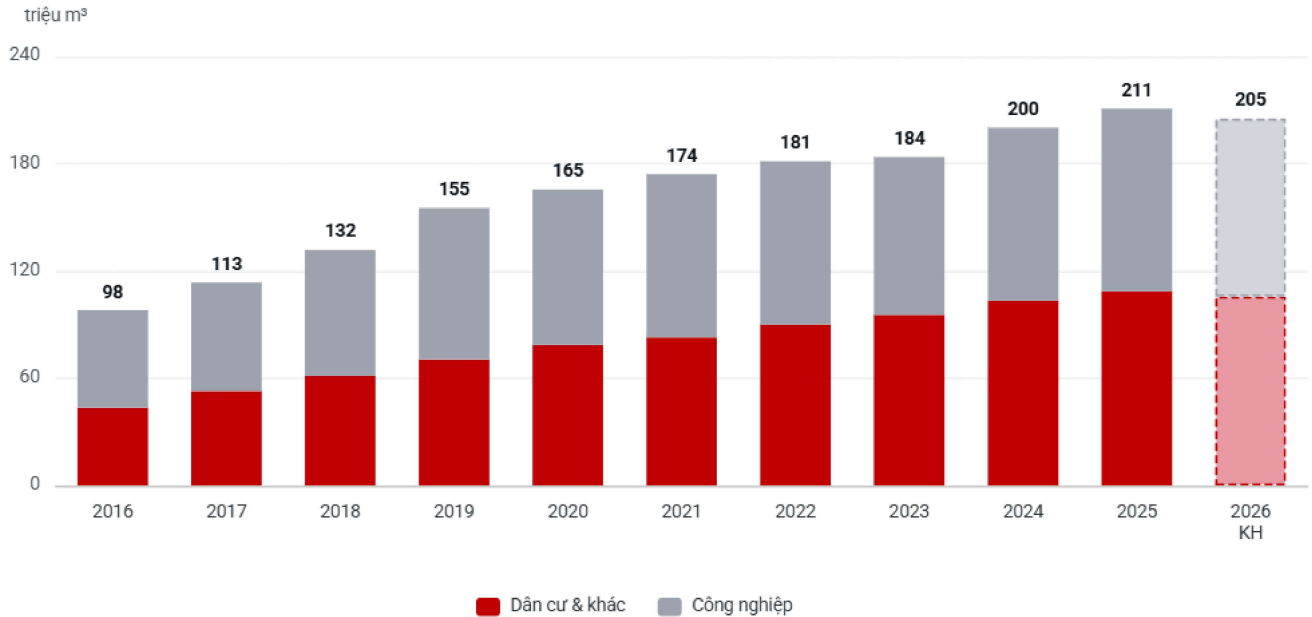
Nguồn: TCBS Research · VWSA · Bộ Xây dựng · PUB Singapore

Vị thế hiệu quả vận hành vượt trội. Với NRW ~4,8–5%, BWE thuộc nhóm dẫn đầu thế giới (Singapore ~5%, Nhật Bản ~3%) và bỏ xa mặt bằng ngành nước Việt Nam — nơi trung bình thất thoát ~18–20%, nhiều doanh nghiệp tỉnh ở mức 17–40%. Khoảng cách ~13–15 điểm % so với trung bình ngành vừa là **hàng rào hiệu quả** khó sao chép, vừa là **dư địa tạo giá trị qua M&A**: khi tiếp quản các công ty cấp nước thất thoát cao, BWE áp dụng năng lực vận hành để kéo giảm NRW và cải thiện biên lợi nhuận đơn vị được thu tóm (điển hình DNW: 20,2%→18,9%→17,2% giai đoạn 2021–2023). Mức thất thoát thấp còn thuận lợi khi đàm phán giá nước — trần NRW tính vào giá được quy định 15%, cao hơn nhiều thực tế của BWE.

1.6. Định vị giá trị (tiếp) – Sản lượng nước tiêu thụ

■ Sản lượng nước tiêu thụ theo cấu phần Dân cư & Công nghiệp

Triệu m³ · 2016–2025 số thực tế (BCTN Biwase) · 2026 kế hoạch ĐHCĐ thông qua



Nguồn: TCBS Research · Nghị quyết ĐHCĐ thường niên 2026 (31/03/2026)

CAGR ~8,9%/năm trong một thập kỷ. Sản lượng nước tiêu thụ tăng từ **98,05 triệu m³ (2016)** lên **210,66 triệu m³ (2025)** – gấp **~2,15 lần** sau 9 năm, tương ứng CAGR **~8,9%/năm**; nếu tính cả kế hoạch 2026 (205 triệu m³, cơ sở Công ty BIWASE), CAGR chu kỳ 10 năm 2016–2026 đạt **~7,7%/năm**. Đây là tốc độ tăng trưởng cao và ổn định hiếm có với một doanh nghiệp hạ tầng mang tính phòng thủ, phản ánh nền tảng đô thị hóa nhanh và sức hút FDI của Bình Dương.

Cấu phần dịch chuyển từ công nghiệp sang cân bằng dân dụng. Năm 2016, nước công nghiệp chiếm **~55,6%** (54,5/98,05 triệu m³) – đặc thù thủ phủ công nghiệp. Nhóm dân cư & khác tăng nhanh hơn nhờ dân số và đô thị hóa, thu hẹp dần khoảng cách và **lần đầu vượt công nghiệp năm 2023** (95,4 so với 88,2 triệu m³ – công nghiệp giảm tuyệt đối do xuất khẩu/sản xuất chậm hậu Covid). Giai đoạn 2024–2025 công nghiệp phục hồi nhưng dân cư vẫn dẫn dắt; đến 2025 cơ cấu về mức **cân bằng ~51,5% dân cư / ~48,5% công nghiệp**. Tỷ trọng dân dụng lớn dần giúp dòng tiền **phòng thủ hơn** (ít nhạy chu kỳ), trong khi nền công nghiệp ~48% vẫn để ngỏ dư địa tăng trưởng khi làn sóng khu công nghiệp – FDI tiếp diễn.

1.7. Danh sách nhà máy

Biwase vận hành hệ sinh thái hạ tầng **nước – môi trường tích hợp**: cấp nước tổng công suất hiện **~1,0 triệu m³/ngày** (mục tiêu 1,06 triệu cuối 2026, dài hạn ~1,4 triệu), điều hành tập trung bằng SCADA với nguồn nước thô chủ lực từ **sông Đồng Nai & sông Sài Gòn**, song song mảng xử lý chất thải rắn, điện rác và xử lý nước thải. Bảng dưới tổng hợp các **nhà máy/hạng mục hiện hữu**; cùng danh mục **đang đầu tư & mở rộng** ở trang tiếp theo.

Nhà máy / Hạng mục	Mảng	Vị trí	Công suất
■ CẤP NƯỚC – nhà máy hiện hữu			
Nhà máy nước Dĩ An	Cấp nước	Dĩ An, Bình Dương	300.000 m³/ngày
NM nước Khu Liên Hợp (Tân Hiệp)	Cấp nước	Tân Uyên, Bình Dương	250.000 m³/ngày
NM nước Tân Uyên (KCN Nam Tân Uyên)	Cấp nước	Tân Uyên, Bình Dương	90.000 m³/ngày
NM nước Thủ Dầu Một	Cấp nước	Thủ Dầu Một, Bình Dương	65.000 m³/ngày
NM nước Thuận An	Cấp nước	Thuận An, Bình Dương	60.000 m³/ngày
NM nước Chơn Thành	Cấp nước	Bình Phước	30.000 m³/ngày
NM nước Bàu Bàng	Cấp nước	Bàu Bàng, Bình Dương	30.000 m³/ngày
NM nước Dầu Tiếng · Phước Vĩnh	Cấp nước	Dầu Tiếng · Phú Giáo	15.000 m³/ngày
NM Nhị Thành (Biwase – Long An) Công ty con · đang nâng, hoàn tất 10/2026	Cấp nước	Long An	120.000 m³/ngày
Tổng công suất cấp nước hiện hữu			~960.000 m³/ngày
■ MÔI TRƯỜNG – xử lý chất thải · điện rác · nước thải			
Khu liên hợp xử lý chất thải Nam Bình Dương	Xử lý rác	Bình Dương (~100 ha)	~2.550 tấn/ngày
Nhà máy điện rác số 1	Điện rác	Bình Dương	5 MW · 200 tấn/ngày
Hệ thống xử lý nước thải (4 chi nhánh)	Xử lý nước thải	TDM · Thuận An · Dĩ An · Tân Uyên	~69.650 m³/ngày

Nguồn: TCBS Research · Công bố doanh nghiệp

1.7. Danh sách nhà máy (tiếp theo)

Dự án đang đầu tư & mở rộng

Bên cạnh tài sản hiện hữu, Biwase triển khai loạt dự án nâng công suất và mở rộng địa bàn, đưa tổng công suất cấp nước vượt **1 triệu m³/ngày** và hoàn thiện **nhà máy điện rác 12 MW**.

Dự án	Mảng	Vị trí	Công suất	Tổng vốn ĐT	Loại đầu tư
Nhà máy điện rác số 2 GD1 12 MW/500 tấn/ngày · khởi công 06/2025	Điện rác	Bình Dương	12 MW	~1.150 tỷ	Đầu tư mới
Nhà máy điện rác Cần Thơ GD1 24 MW · 225 tỷ từ đợt phát hành 2026	Điện rác	Cần Thơ	24 MW	225 tỷ	Đầu tư mới
Cần Thơ 3 (Sài Gòn – Mê Kông) Đang vận hành ~48% công suất	Cấp nước	Cần Thơ	25.000 m³/ngày	~100 tỷ	Đầu tư mới
Hồ Cửa Cạn (Phú Quốc) Vận hành từ 03/2027	Cấp nước	Phú Quốc, Kiên Giang	49.500 m³/ngày	556 tỷ	Đầu tư mới
Chơn Thành giai đoạn 3 Đang nâng công suất	Cấp nước	Bình Phước	+30.000 m³/ngày	Chưa công bố	Nâng công suất
NIWACO – Khánh Hòa (sở hữu 42,76%) Tiềm năng dài hạn	Cấp nước	Khánh Hòa	+74.000 m³/ngày	~163 tỷ	M&A (mua CP)

Nguồn: Công bố doanh nghiệp · Nghị quyết ĐHĐCĐ/HĐQT · Tổng hợp · TCBS Research

2. Tổng quan ngành Nước & Môi trường

Tiện ích phòng thủ, độc quyền tự nhiên · Sản lượng nước là động lực cốt lõi · Giá nước lộ trình ~3%/năm · Phân mảnh → hợp nhất qua M&A

SẢN LƯỢNG NƯỚC BWE 2024	LỘ TRÌNH TĂNG GIÁ NƯỚC	NHU CẦU NƯỚC CẢ NƯỚC	CẦU NƯỚC CÔNG NGHIỆP
+9 % YoY Cao hơn tăng GRDP tỉnh	~3 %/năm Cần UBND tỉnh phê duyệt	5–8 %/năm Bám dân số & công nghiệp	x2 /10 năm Vùng Long An (TCBS ước tính)

2.1. Đặc điểm & cấu trúc ngành nước – tiện ích phòng thủ, độc quyền tự nhiên

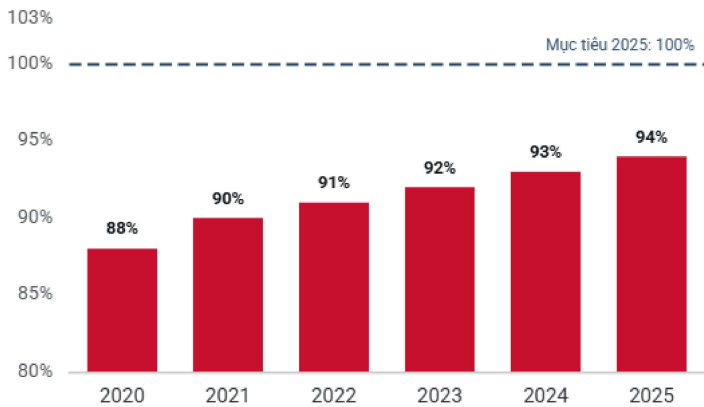
Nước sạch là **hàng hóa thiết yếu** – cầu ít co giãn theo giá và ít nhạy chu kỳ kinh tế; doanh nghiệp cấp nước nắm nhượng quyền vùng phục vụ tạo **độc quyền tự nhiên** với tệp khách hàng ổn định và dòng tiền định kỳ. Đây là nền tảng phòng thủ của ngành.

Điểm khác biệt: cầu công nghiệp chiếm **~một nửa sản lượng** nên lợi nhuận nhạy với kinh tế vùng – GRDP, mở rộng khu công nghiệp và FDI. Đô thị hóa & công nghiệp hóa nhanh cùng tỷ lệ phủ sóng cấp nước đô thị tiến tới mục tiêu **100%** là nền tảng cầu nước dài hạn; tổng công suất cấp nước cả nước đã đạt **~11,9 triệu m³/ngày** (2025).

Ba biến số quyết định giá trị một công ty nước: **(1) sản lượng nước · (2) lộ trình giá nước · (3) khả năng mở rộng qua hợp nhất**. Sản lượng và giá nước được phân tích ở các mục sau; cấu trúc ngành & cơ hội hợp nhất trình bày ngay bên dưới.

■ Tỷ lệ phủ sóng dịch vụ cấp nước sạch (đô thị)

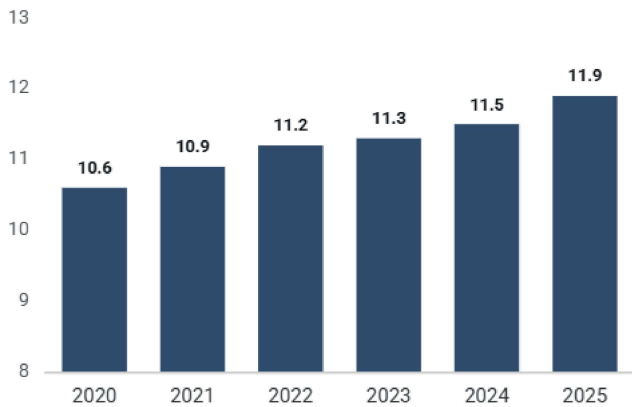
% dân số đô thị được cấp nước · 2020–2025



Nguồn: VWSA / Bộ Xây dựng · TCBS tổng hợp

■ Tổng công suất cấp nước Việt Nam

Đơn vị: triệu m³/ngày đêm · 2020–2025



Nguồn: VWSA / Bộ Xây dựng · TCBS tổng hợp

Ngành cấp nước Việt Nam **phân mảnh cao**: mỗi tỉnh có một đến vài doanh nghiệp cấp nước, phần lớn quy mô nhỏ, hiệu quả vận hành chênh lệch lớn (tỷ lệ thất thoát nước phân tán 15–40%). Đây là nền tảng cho làn sóng **hợp nhất (M&A)** – doanh nghiệp vận hành hiệu quả tạo giá trị khi tiếp quản công ty thất thoát cao.

BWE và TDM (cùng hệ sinh thái Becamex) dẫn dắt hợp nhất: thu tóm 20–100% cổ phần các công ty cấp nước Long An, Quảng Bình, Cần Thơ, Ninh Thuận, Vĩnh Long... mở rộng từ Đông Nam Bộ ra miền Trung và Tây Nam Bộ.

2.2. Nhu cầu nước công nghiệp

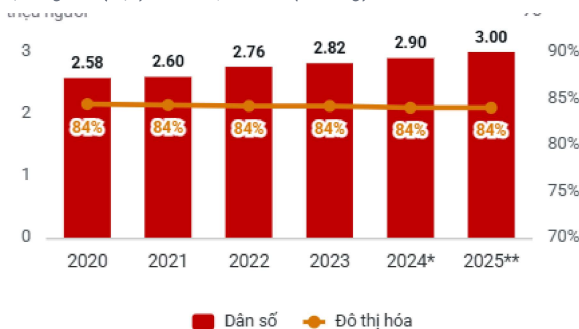
Bình Dương (từ **01/07/2025** hợp nhất vào TP.HCM) là **thủ phủ công nghiệp** của Việt Nam và là địa bàn lõi của BWE — nơi cầu nước mang tính **cấu trúc**, dẫn dắt đồng thời bởi dân số — đô thị hóa và nền công nghiệp — FDI, tạo tập khách hàng công nghiệp lớn và ổn định.

Dân số & lao động. Dân số ~**2,87 triệu người** (2024) với tỷ lệ đô thị hóa ~**84%** — thuộc nhóm cao nhất cả nước (bình quân toàn quốc chỉ ~38%). Đáng chú ý, tỉnh có **tỷ suất di cư thuần +77,6‰** — **cao nhất Việt Nam** (NSO, 2024); hơn một nửa dân số là người nhập cư đến làm việc tại các khu công nghiệp. Dòng lao động đông và tăng cơ học nhanh vừa là nguồn cầu nước sinh hoạt, vừa là đầu vào cho sản xuất công nghiệp.

Kinh tế & công nghiệp. Công nghiệp chiếm ~**65% GRDP**; chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) 2024 tăng **+7,6%**; xuất khẩu ~**34,5 tỷ USD** (+12,7%), xuất siêu ~10 tỷ USD. FDI lũy kế ~**42,7 tỷ USD** với ~**4.500 dự án** (giữa 2025, đứng thứ 2 cả nước) cùng ~**68.000 doanh nghiệp** đăng ký. Hạ tầng công nghiệp gồm ~**29 khu công nghiệp** (~12.600 ha, lấp đầy >**90%**) — VSIP I–III, Mỹ Phước 1–4, An Tây, Bàu Bàng — với định hướng mở rộng lên hơn **40 KCN** (thêm 12 KCN giai đoạn 2025–2030). Các ngành thâm dụng nước (dệt nhuộm, giấy, chế biến thực phẩm, điện tử) là nhóm khách hàng công nghiệp trọng yếu.

■ Dân số & đô thị hóa Bình Dương

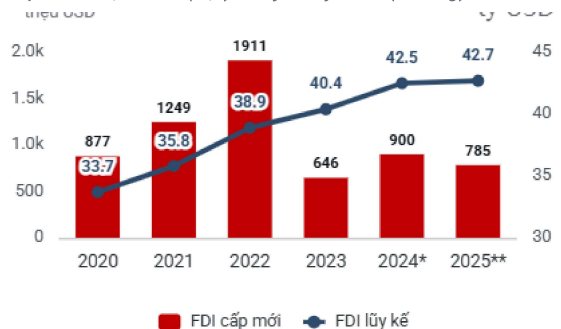
Triệu người (cột) · Đô thị hóa % (đường) · 2020–2025



Nguồn: Niên giám Thống kê Bình Dương (NSO)

■ Vốn FDI Bình Dương

FDI cấp mới triệu USD (cột) · Lũy kế tỷ USD (đường) · 2020–2025



Nguồn: NSO · Ban QL các KCN Bình Dương · Tổng hợp

Nhận định: Cầu nước công nghiệp Bình Dương có **động lực kép & bền vững** — dòng nhập cư và đô thị hóa cao tạo nền cầu dân sinh, trong khi FDI, số doanh nghiệp và các KCN lấp đầy >90% tạo cầu nước sản xuất cùng dịch vụ **xử lý nước thải khu công nghiệp** quy mô lớn. Quy hoạch tỉnh 2021–2030 đặt mục tiêu **100% đô thị dùng nước sạch** và **thu gom – xử lý 100% nước thải KCN/CCN** — căn cứ chính sách cho tăng trưởng doanh thu cấp nước & môi trường của BWE. **TCBS Research** đánh giá nhu cầu nước công nghiệp của vùng còn dư địa lớn (dự phóng cầu nước ~**10%/năm** giai đoạn 2021–2030) và được củng cố khi Bình Dương hợp nhất vào siêu đô thị TP.HCM, mở rộng không gian phát triển. **Hàm ý cho BWE:** địa bàn lõi có cầu nước cấu trúc cao, ít nhạy chu kỳ — nền tảng tăng trưởng sản lượng và dịch vụ xử lý nước thải dài hạn.

2.3. Cơ chế giá nước

Cấu phần	Nội dung cơ chế	Ý nghĩa với BWE
Khung giá	Bộ Tài chính ban hành khung giá nước sạch sinh hoạt (Thông tư 44/2021/TT-BTC; được cập nhật theo quy định mới).	Đặt trần – sàn cho giá bán lẻ; tạo hành lang điều chỉnh có tính dự báo.
Thẩm quyền phê duyệt	UBND tỉnh phê duyệt giá bán lẻ cụ thể và lộ trình tăng giá trong khung.	Giá đầu ra phụ thuộc quyết định của tỉnh – vừa là điểm tựa, vừa là rủi ro về thời điểm.
Công thức giá	Giá thành = chi phí sản xuất hợp lý + lợi nhuận định mức; tỷ lệ thất thoát ≤15% được tính vào giá thành.	NRW ~5% << 15% → phần chênh ~10 điểm % trở thành lợi nhuận thực có – lợi thế cốt lõi.
Giá bán buôn	Giá bán buôn giữa các doanh nghiệp không thuộc diện Nhà nước quản lý giá .	Là cơ sở cho cơ chế chiết khấu TDM → BWE (mục 1.5) – đòn bẩy lợi nhuận riêng có.

Nguồn: Thông tư 44/2021/TT-BTC · Bộ Tài chính · Tổng hợp · TCBS Research

Điểm mấu chốt. Vì quy định cho phép tính tỷ lệ thất thoát tới **15%** vào giá thành, một doanh nghiệp có NRW thực chỉ ~5% như BWE sẽ “bỏ túi” phần chênh lệch – biến hiệu quả vận hành thành lợi nhuận thực. Đây là lý do NRW thấp không chỉ giúp tiết kiệm chi phí mà còn **khuyến đại biên lợi nhuận** trong cơ chế giá điều tiết.

2.4. Rủi ro ngành

Ngành cấp nước đối mặt nhiều rủi ro **cấu trúc** ở đầu vào, chính sách và tài chính – **nguồn nước thô & biến đổi khí hậu** chỉ là một cấu phần. Với BWE, phần lớn rủi ro đều có yếu tố giảm thiểu (độc quyền tự nhiên theo địa bàn, NRW ~5% **thấp nhất VN**), song **cơ chế giá** và **cường độ vốn** là biến số cần theo dõi.

Rủi ro ngành	Nội dung & tác động · vị thế BWE
Nguồn nước thô & biến đổi khí hậu	Xâm nhập mặn, hạn hán, ô nhiễm → tăng chi phí xử lý; nghịch lý: khan hiếm nước lại cùng cố cầu nước sạch tập trung
Cơ chế giá & độ trễ điều chỉnh	Giá do UBND tỉnh duyệt theo khung Bộ Tài chính, chu kỳ tới 5 năm → chậm chuyển chi phí (điện, hóa chất, lãi vay) vào giá bán
Pháp lý & giấy phép tài nguyên nước	Luật Tài nguyên nước 2023 siết cấp phép khai thác & thu tiền cấp quyền; rủi ro gia hạn/thu hồi, phụ thuộc quy hoạch địa phương
Mất độc quyền vùng cấp nước	Chủ trương tạo thị trường cạnh tranh, đấu thầu nhà máy nước & chồng lấn vùng có thể xói mòn đặc quyền theo địa bàn
Cường độ vốn & lãi suất	Suất đầu tư lớn, vòng đời tài sản 20–30 năm → đòn bẩy cao; lãi vay neo cao bào mòn dòng tiền dự án mở rộng
Tập trung khách hàng công nghiệp / FDI	KCN chiếm ~50% doanh thu nước; sản lượng nhạy với chu kỳ sản xuất & dòng vốn FDI vào Bình Dương – Long An
Thất thoát nước (NRW)	Chuẩn ngành siết về <15% (2025); BWE ~5% – thấp nhất VN → lợi thế kinh tế về biên khó sao chép

Nguồn: Luật Tài nguyên nước 2023 · Thông tư 44/2021/TT-BTC · Bộ Xây dựng · Hội Cấp thoát nước VN (VWSA) · TCBS Research

2.5. Ngành xử lý nước thải và chất thải

Song hành với cấp nước, **xử lý nước thải** và **xử lý chất thải rắn** là hai ngành đang được thể chế hóa mạnh bởi **Luật Bảo vệ Môi trường 2020**, cơ chế **EPR** (Nghị định 08/2022) và quy định **bắt buộc phân loại rác tại nguồn** từ **01/01/2025** — dư địa tăng trưởng lớn nhưng đi kèm rủi ro đặc thù.

Nước thải là "điểm trũng" rõ nhất: mới **~10–15% nước thải đô thị** được xử lý đạt chuẩn, nhu cầu vốn tới 2030 **~9 tỷ USD** (hơn 68% cho thu gom–xử lý nước thải). Rác sinh hoạt **~68 nghìn tấn/ngày**, còn **~76% chôn lấp**, thúc đẩy làn sóng **điện rác** (khung giá mới tối đa **~2.575 đ/kWh**, 2025).

TIỀM NĂNG NGÀNH

Động lực	Nội dung & số liệu
Xử lý nước thải đô thị	Mới ~10–15% được xử lý đạt chuẩn; mục tiêu 2025 đạt 50–55% → nhu cầu vốn ~9 tỷ USD tới 2030
Nước thải KCN & cụm CN	~91% KCN đã có trạm xử lý nhưng chỉ ~35% cụm công nghiệp → phân khúc CCN còn trống lớn
Xử lý chất thải rắn	~68 nghìn tấn/ngày, ~76% còn chôn lấp; chủ trương siết chôn lấp mở đường cho đốt & tái chế
Điện rác (WtE)	Khung giá mới ≤~2.575 đ/kWh (2025); nhà máy Sóc Sơn 5.000 tấn/ngày vận hành 10/2025
Chính sách & phí dịch vụ	Luật BVMT 2020 + EPR + phân loại rác 2025; phí thu gom/xử lý rác dự kiến tăng ~20%

RỦI RO NGÀNH

Rủi ro	Nội dung
Giá/phí dịch vụ do tình quyết	Phí thoát nước ~10% giá nước sạch, thường dưới mức "tính đúng – tính đủ" → phụ thuộc bù ngân sách
Bất định giá điện rác	Hết FIT, phải đàm phán giá với EVN theo trần; rủi ro PPA & chậm thanh toán
Capex lớn, hoàn vốn dài	Một dự án điện rác thường 5–8 năm mới hoàn thành, vốn hàng nghìn tỷ → áp lực lãi vay
Công nghệ & chất lượng đầu vào	Rác chưa phân loại làm giảm nhiệt trị, tăng chi phí vận hành & rủi ro phát thải (dioxin)
Môi trường & phản đối cộng đồng	Rủi ro giấy phép môi trường, phản đối dân cư (NIMBY) & chậm giải phóng mặt bằng

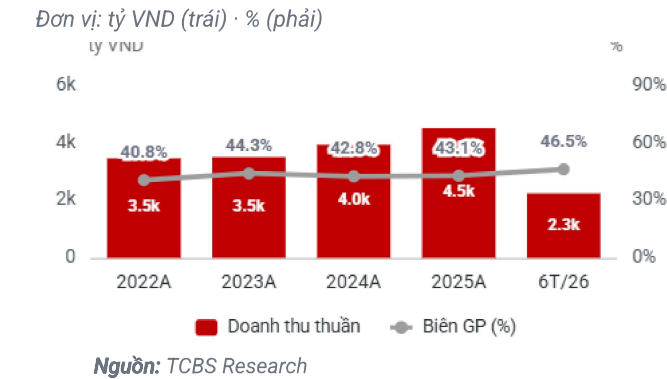
Nguồn: Luật BVMT 2020 · ND 08/2022 · World Bank · Bộ Xây dựng · Bộ NN&MT · TCBS Research

Hàm ý cho BWE: Biwase hiện diện trực tiếp ở cả hai ngành qua các công ty con chuyên trách — **Xử lý Nước thải & Thoát nước Biwase**, **Tái chế – Vật liệu Xanh** và Khu liên hợp xử lý chất thải Nam Bình Dương — với lực kéo đã hiện rõ trong KQKD: doanh thu **xử lý rác ~800 tỷ (2025, +21% svck)** và **xử lý nước thải ~245 tỷ** (bật lên từ ~1 tỷ năm 2024). Mảng điện rác (đầu tư lò đốt 500 tấn/ngày kèm bổ sung 12 MW phát điện, vốn ~800–1.160 tỷ) giúp tiết giảm chi phí điện và cải thiện biên. Đối lại, BWE chịu **rủi ro độ trễ tăng phí** (giá nước +3% và phí rác +20% từng bị hoãn nhiều lần), **cường độ vốn** (capex ~3.000 tỷ trong 3 năm) và **bất định thẩm quyền định giá** hậu sáp nhập địa giới hành chính.

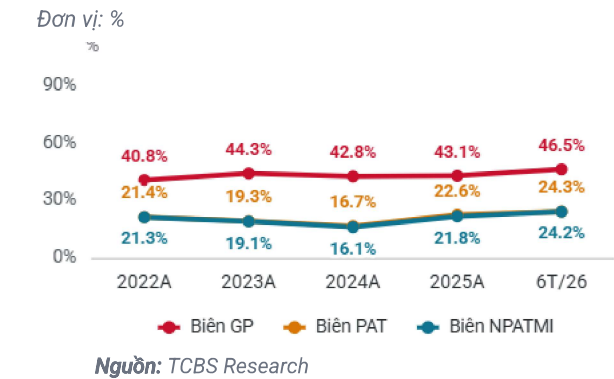
3. Phân tích tài chính

3.1. Kết quả kinh doanh

■ Doanh thu thuần & Biên lợi nhuận gộp



■ Xu hướng biên lợi nhuận: GP / PAT / NPATMI



Biên gộp ổn định nhưng biên PAT/NPATMI phân kỳ – vì sao?

Doanh thu tăng đều (CAGR ~9% giai đoạn 2022–2025; 6T/2026 đạt 2.257 tỷ) và biên gộp đi ngang 41–44% nhờ cơ chế cost-plus trước khi bật lên 46,5% – nhưng biên PAT vẽ hình chữ V: 21,4% (2022) → đáy **16,7% (2024)** → **24,3% (6T/2026)**. Bảng cầu biên bên dưới tách bạch từng “van” giữa hai đường biên. **(1) 2023 – cú sốc chi phí vốn**: lãi vay gấp đôi từ 4,9% lên **9,8% doanh thu** (170→344 tỷ) khi nợ phình theo capex (Nhị Thành, nhà máy mới) & M&A giữa mặt bằng lãi suất cao – riêng khoản này lấy đi ~5đ% biên. **(2) 2024 – cú đánh tỷ giá**: lãi vay đã hạ nhiệt (8,9%) nhưng chi phí tài chính ngoài lãi vay vọt lên **3,6% doanh thu** – chủ yếu lỗ đánh giá lại tỷ giá **-114,6 tỷ** trên dư nợ USD/EUR/JPY – đẩy biên PAT xuống đáy dù biên gộp vẫn gần 43%. **(3) 2025–6T/2026 – hồi phục từ “dưới EBIT”**: nhóm doanh thu tài chính + lãi liên doanh, liên kết + LN khác nhảy từ 4,6% lên **8,4% doanh thu** – lãi liên kết trên KQKD **44→170 tỷ** và doanh thu tài chính 132→199 tỷ, trong đó có các khoản một lần từ thoái vốn – tái cơ cấu đầu tư (riêng Biwelco +55 tỷ); lỗ tỷ giá thu hẹp nhờ hợp đồng CCS rồi **về 0 trong 6T/2026**; thuế hiệu dụng chỉ 10–13% nhờ ưu đãi ngành nước. Khoảng cách PAT–NPATMI nở 0,1→0,8đ% (2022→2025) khi hợp nhất các công ty con sở hữu <100%, rồi khép còn 0,1đ% trong 6T/2026. **Hàm ý**: bản chất phân kỳ đã đổi – 2023–2024 biên ròng bị bào bởi lãi vay & tỷ giá (ngoài tầm kiểm soát ngắn hạn); sang 2025–2026 biên ròng đứng trên ba chân: **biên gộp nở, tỷ giá được phòng hộ và dòng lãi liên kết** – chân thứ ba gắn với M&A nên cần theo dõi tính bền.

■ Cầu biên lợi nhuận: từ biên gộp đến biên ròng (% doanh thu)

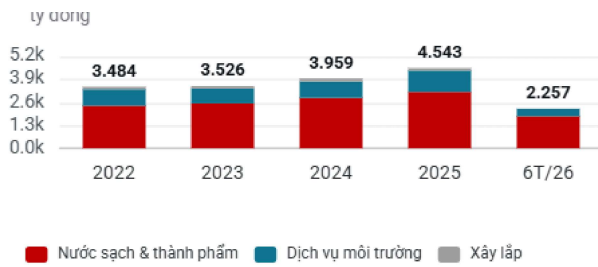
% doanh thu	2022A	2023A	2024A	2025A	6T/2026
Biên lợi nhuận gộp	40,8%	44,3%	42,8%	43,1%	46,5%
Chi phí bán hàng & QLDN	-14,4%	-16,6%	-16,3%	-15,3%	-15,9%
Chi phí lãi vay	-4,9%	-9,8%	-8,9%	-8,6%	-9,6%
Chi phí tài chính khác (lỗ tỷ giá...)	-1,6%	-1,4%	-3,6%	-1,6%	0,0%
DT tài chính + lãi liên kết + LN khác	+4,1%	+5,0%	+4,6%	+8,4%	+6,2%
Thuế TNDN	-2,6%	-2,3%	-1,9%	-3,4%	-2,8%
Biên PAT	21,4%	19,3%	16,7%	22,6%	24,3%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-0,1%	-0,2%	-0,6%	-0,8%	-0,1%
Biên NPATMI	21,3%	19,1%	16,1%	21,8%	24,2%

Nguồn: TCBS Research – số làm tròn, tổng cấu phần có thể lệch ±0,1đ%

3.1. Kết quả kinh doanh (tiếp theo)

■ Cơ cấu doanh thu theo loại hình hoạt động

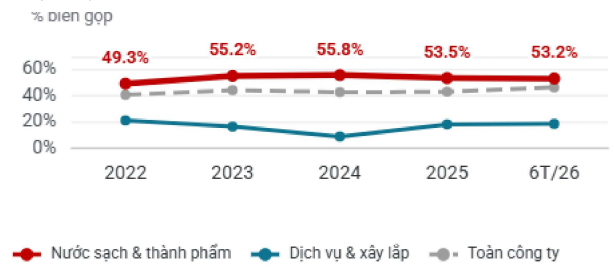
Tỷ đồng · theo thuyết minh doanh thu · 2022–6T/2026



Nguồn: TCBS Research

■ Biên lợi nhuận gộp theo loại hình

% biên gộp · 2022–6T/2026 · giá vốn xây lắp 2022–2025 nằm trong nhóm dịch vụ



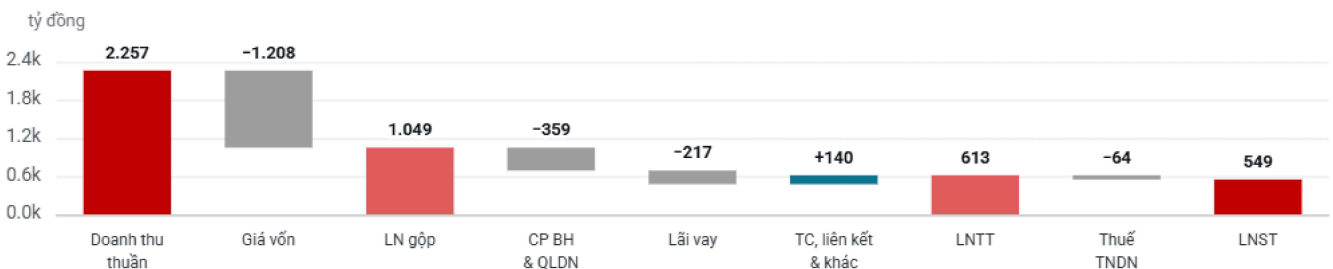
Nguồn: TCBS Research

Nước là trụ lợi nhuận; mảng dịch vụ môi trường pha loãng biên

Nhóm bán hàng — chủ yếu **nước sạch & thành phẩm** — chiếm ~70% doanh thu (6T/2026: ~81%) nhưng tạo ~84–94% **lợi nhuận gộp** nhờ biên vượt trội 49→56% (6T/2026: 53,2%) — cơ chế giá cost-plus + độc quyền tự nhiên theo vùng + thất thoát nước ~5% (so DNW chỉ ~38–41%). Đáng chú ý, biên nhóm này giữ trên 53% dù **giá bán nước chưa tăng hai năm** — nhờ giảm thất thoát & tăng sản lượng, tức **địa lợi nhuận chưa kích hoạt** nếu giá được duyệt (kỳ vọng 2026). Ngược lại, nhóm **dịch vụ & xây lắp** (thu gom – xử lý rác, nước thải, xây lắp) biên mỏng 9–21% (đáy 9,0% năm 2024 do **độ trễ tăng phí** & cạnh tranh rác công nghiệp), hồi phục 18,7% trong 6T/2026; doanh thu nhóm này giảm ~42% svck (440 tỷ so với 762 tỷ cùng kỳ), kéo tỷ trọng về ~19%. Hệ quả: cấu trúc “nước biên cao” cộng “dịch vụ biên thấp” cộng tỷ trọng nước tăng đã đẩy **biên hợp nhất lên 46,5% trong 6T/2026** (2022–2025: 41–44%); **upside** đến từ duyệt giá dịch vụ nước/rác/nước thải và điện rác 12 MW đi vào vận hành.

■ Cầu lợi nhuận 6T/2026: từ doanh thu đến lợi nhuận sau thuế

Đơn vị: tỷ đồng · lũy kế Q1–Q2/2026 · hợp nhất



Nguồn: TCBS Research

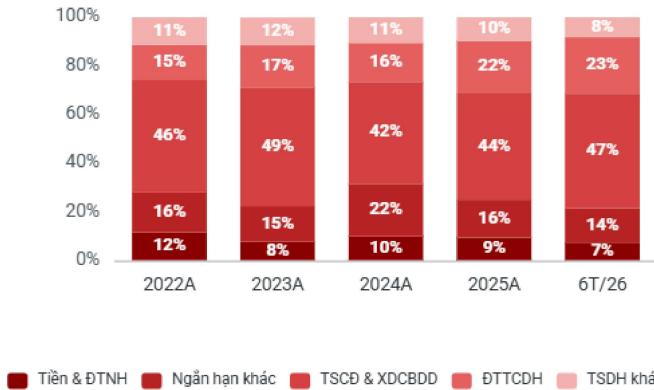
Cầu lợi nhuận 6T/2026: tăng trưởng không đến từ doanh thu mà từ nở biên.

Từ **2.257 tỷ đồng** doanh thu (chỉ +0,4% svck), giá vốn lấy đi 1.208 tỷ — **giảm 7,7% svck** nhờ nhóm dịch vụ & xây lắp biên thấp thu hẹp và chi phí mảng nước được kiểm soát — để lại **1.049 tỷ lợi nhuận gộp (biên 46,5%** so với 41,8% cùng kỳ). Chi phí bán hàng & QLDN **359 tỷ (15,9% doanh thu, đi ngang svck)**. Gánh nặng lớn nhất dưới lợi nhuận gộp là **lãi vay 217 tỷ (+14% svck)** — tương đương ~21% lợi nhuận gộp, đúng đặc thù mô hình hạ tầng thâm dụng vốn; phần bù **+140 tỷ** từ doanh thu tài chính, lãi công ty liên kết & thu nhập khác hoàn lại gần 2/3 chi phí lãi vay. Sau **thuế 64 tỷ (thuế suất hiệu dụng ~10%** nhờ ưu đãi ngành nước – môi trường), **LNST đạt 549 tỷ đồng — biên ròng 24,3%** so với 20,8% cùng kỳ; lợi ích cổ đông thiểu số chỉ còn 2 tỷ (6T/2025: 17 tỷ) nên **NPATMI 547 tỷ** hưởng trọn đà cải thiện. Thông điệp của chiếc cầu: lợi nhuận nửa đầu 2026 tăng hai chữ số trên nền doanh thu đi ngang — **bền** nếu cơ cấu nghiêng về nước được duy trì, và còn **địa** nếu phương án tăng giá nước được phê duyệt.

3.2. Phân tích bảng cân đối kế toán

■ Cơ cấu tài sản theo khoản mục

Đơn vị: % tổng TS

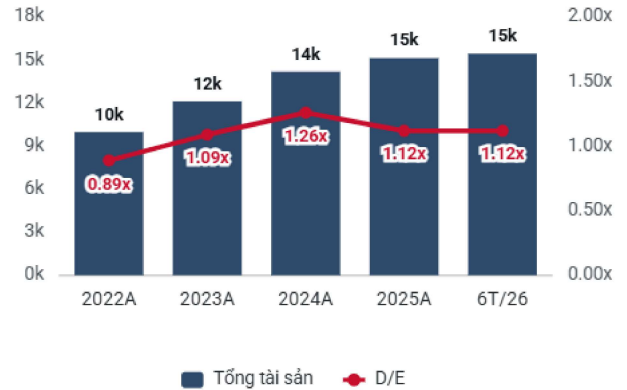


Nguồn: TCBS Research

Ngắn hạn khác = phải thu NH + HTK + TS NH khác; ĐTTCDH = đầu tư tài chính dài hạn (mã 250, chủ yếu công ty liên kết); TSDH khác = phải thu DH, LTMM, trả trước DH...

■ Tổng tài sản & Tỷ lệ D/E

Đơn vị: tỷ VND (trái) · lần (phải)



Nguồn: TCBS Research

D/E = Tổng nợ vay / Tổng VCSH (bao gồm lợi ích CĐTS)

Tài sản cố định & hạ tầng chi phối bảng cân đối

Tài sản Biwase tập trung ở dài hạn (~76–80% tổng TS): TSCĐ & XDCB dờ dang ~42–49% (nhà máy nước, mạng lưới, điện rác đang xây) và đầu tư tài chính dài hạn tăng từ ~15% (2022) lên ~23% (6T/2026) – phản ánh chiến lược M&A/liên kết ngành nước. Tài sản ngắn hạn chỉ ~21–31%, hàng tồn kho nhỏ. Tổng tài sản tăng từ 9.987 (2022) lên 15.450 tỷ đồng (6T/2026).

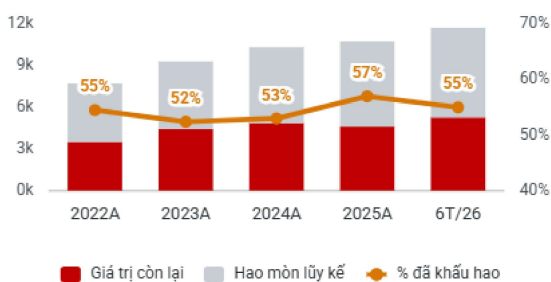
Đòn bẩy ở mức cao đặc thù ngành hạ tầng

Hệ số nợ vay/vốn chủ (D/E) tăng từ 0,89 lần (2022) lên đỉnh 1,26 lần (2024) rồi về 1,12 lần (6T/2026) – đặc thù ngành thâm dụng vốn, vòng đời tài sản dài và thu hồi vốn chậm. Vốn chủ sở hữu duy trì khoảng 40% tổng tài sản, đệm an toàn ở mức vừa phải.

Phân tích tài sản cố định – tuổi tài sản & chu kỳ đầu tư (theo thuyết minh BCTC)

■ Nguyên giá & tuổi tài sản

Tỷ đồng (cột) · % đã khấu hao (đường) · 2022–6T/2026



■ Chu kỳ đầu tư: Capex · Khấu hao · XDCB dờ dang

Tỷ đồng · Capex & khấu hao (cột) · XDCB dờ dang (đường)

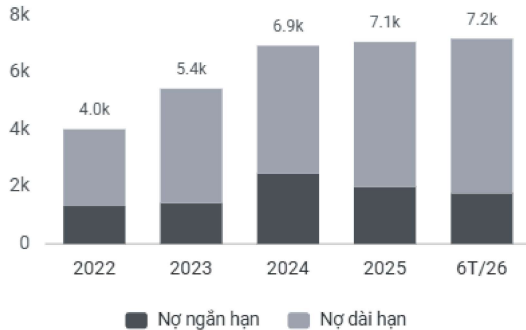


Tài sản cố định hữu hình đã khấu hao ~55% (6T/2026) nhưng hạ tầng nước có tuổi thọ vật lý 20–40 năm → dự địa vận hành dài. Capex vào tài sản hoàn thành chậm lại năm 2025 (465 tỷ) nhưng nguyên giá bật tăng +985 tỷ ngay 6T/2026 khi dự án về đích, trong khi XDCB dờ dang tiếp tục lên 2.038 tỷ đồng (30/6/2026) – pipeline điện rác & nhà máy đang xây, sẽ chuyển thành TSCĐ và đẩy khấu hao (~664 tỷ/năm) bước lên các năm tới. Đầu tư vào công ty liên kết tăng mạnh 848 → 2.665 tỷ đồng (2022–2025), song hành chiến lược M&A. Nghĩa vụ thuế phải nộp cuối 2025 ~96 tỷ đồng (TNDN 39, GTGT 30, phí & lệ phí 25).

3.3. Phân tích nguồn vốn

■ Nợ vay theo kỳ hạn

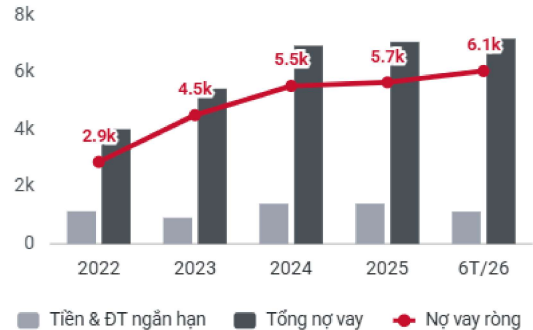
Đơn vị: tỷ đồng



Nguồn: TCBS Research

■ Tiền mặt, nợ vay & nợ vay ròng

Đơn vị: tỷ đồng



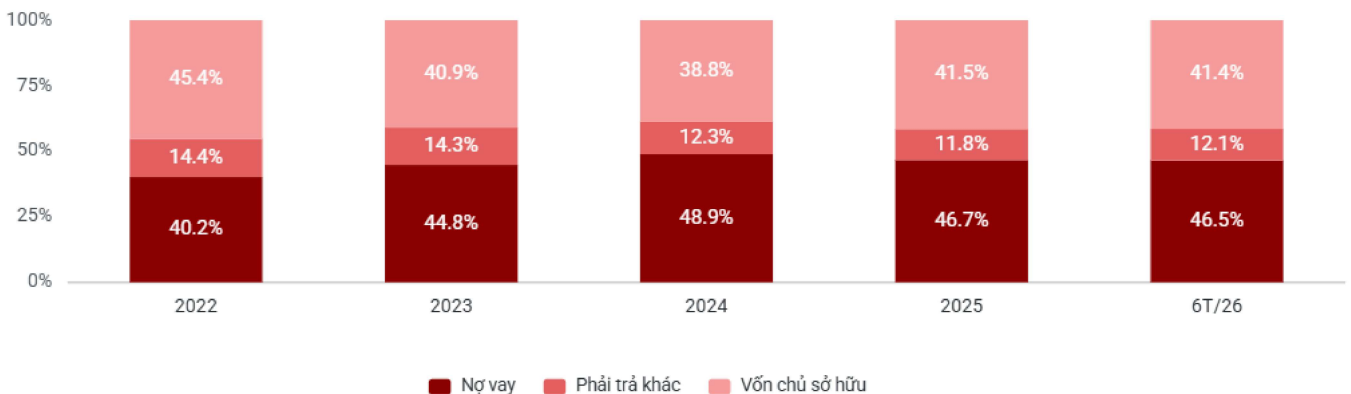
Nợ vay ròng = Tổng nợ vay - Tiền & tương đương tiền - Đầu tư ngắn hạn

Nguồn: TCBS Research

Nợ vay tăng theo chu kỳ đầu tư – dài hạn, đa ngoại tệ. Tổng nợ vay tăng gần 1,8 lần từ 2022, từ **4.018 tỷ (2022) lên ~7.070 tỷ (2025) và 7.188 tỷ đồng (6T/2026)**, chủ yếu là nợ dài hạn tài trợ nhà máy nước, điện rác và mạng lưới (nợ ngắn hạn ~1.778 tỷ). Một phần lớn là **vay ưu đãi ngoại tệ (USD/EUR) từ ADB, JICA, DEG, HSBC** cùng trái phiếu 700 tỷ (bảo lãnh CGIF) – kỳ hạn dài, lãi suất thấp nhưng phát sinh **rủi ro tỷ giá** (lỗ đánh giá lại tỷ giá từng lên **-114,6 tỷ năm 2024**). Từ 2025, Biwase lần đầu dùng **hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo (CCS)** chốt tỷ giá/lãi suất, kéo lỗ tỷ giá về -55,2 tỷ.

■ Cơ cấu nguồn vốn

Đơn vị: % tổng tài sản



Nguồn: TCBS Research

Cơ cấu nguồn vốn: vốn chủ là trụ, đòn bẩy tăng theo pha đầu tư rồi hạ dần. Vốn chủ sở hữu (gồm lợi ích cổ đông thiểu số) duy trì **~39–45% tổng tài sản**; nợ vay/vốn chủ **~1,1 lần** và nợ vay/EBITDA **~3,7 lần (2025)** – cao nhưng là đặc thù utility thâm dụng vốn. Đợt **phát hành cổ phiếu 2026 (~1.163 tỷ: 773 tỷ trả nợ · 225 tỷ điện rác Cần Thơ · 164 tỷ M&A Ninh Thuận)** cùng dòng tiền kinh doanh mạnh dự kiến kéo nợ vay/EBITDA về **~2,6 lần đến 2030** (dự phóng TCBS), hỗ trợ ROE phục hồi lên **~19% (2026F)**.

3.3. Phân tích nguồn vốn (tiếp theo)

■ Chi phí lãi vay & hệ số an toàn nợ

Đơn vị: tỷ đồng

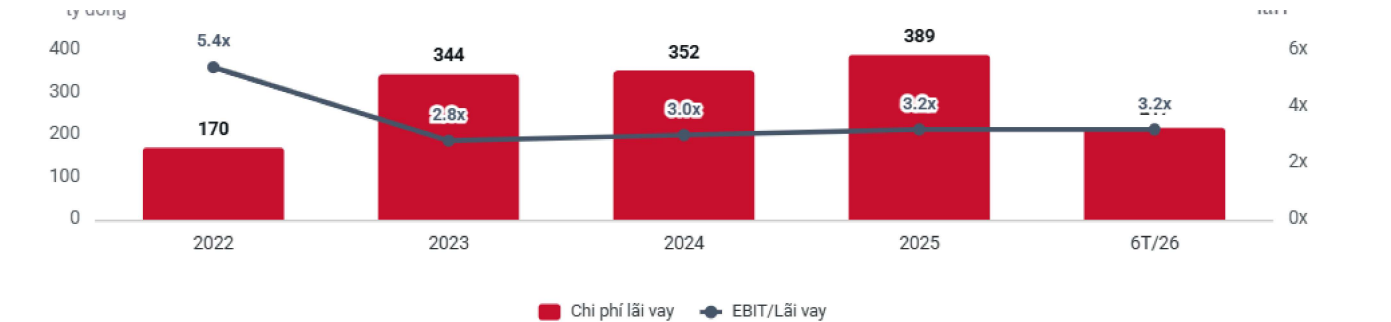
Chỉ tiêu	2022A	2023A	2024A	2025A	6T/2026
Chi phí lãi vay	170	344	352	389	217
EBITDA	1.398	1.525	1.686	1.902	1.036
LN thuần từ HĐKD (~EBIT)	919	980	1.050	1.263	690
Hệ số EBIT/Lãi vay (lần)	5,4	2,8	3,0	3,2	3,2
Nợ vay/EBITDA (lần)	2,9	3,6	4,1	3,7	3,5

Nguồn: TCBS Research

Lãi vay phản ánh đủ trên báo cáo lợi nhuận — không bị che bởi vốn hóa. Tiền lãi vay đã trả theo LCTT (~387 tỷ đồng năm 2025) sát với chi phí lãi vay trên KQKD (389 tỷ) — Biwase hầu như không vốn hóa lãi vay vào dự án, lợi nhuận kế toán phản ánh trung thực gánh nặng tài chính. Chi phí lãi vay tăng hơn gấp đôi trong 2022–2023 (170 → 344 tỷ đồng) theo đà tăng nợ và mặt bằng lãi suất, đạt **389 tỷ đồng năm 2025** và **217 tỷ trong 6T/2026**; bù lại, lãi suất hiệu dụng chỉ ~5,5%/năm nhờ tỷ trọng lớn vay ODA/ưu đãi dài hạn — thấp hơn đáng kể lãi suất thương mại cùng kỳ hạn.

■ Chi phí lãi vay & khả năng trả lãi

Đơn vị: tỷ đồng · Chi phí lãi vay theo kỳ



552 tỷ đồng dài hạn đến hạn trả đã phân loại sang ngắn hạn; lãi suất thả nổi biên 2,6–3,7%/năm; thế chấp bằng tài sản của chính dự án được tài trợ.

Nguồn: TCBS Research

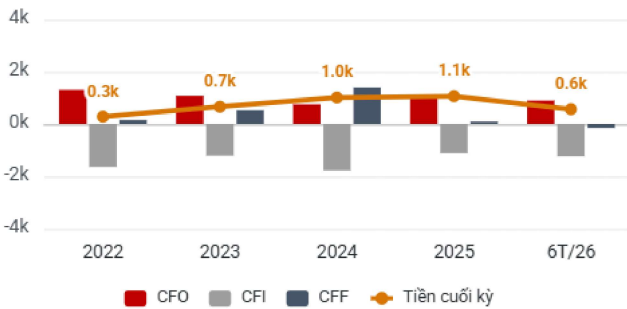
Cơ cấu nợ nghiêng về dài hạn, phù hợp vòng đời tài sản hạ tầng. Nợ dài hạn chiếm phần lớn tổng nợ vay (5.410 tỷ đồng, ~75% tại Q2/2026), tài trợ cho nhà máy nước, điện rác và mạng lưới — các tài sản có vòng đời 20–30 năm. Nợ ngắn hạn 1.778 tỷ đồng chủ yếu phục vụ vốn lưu động.

Khả năng trả lãi cải thiện; đòn bẩy trong tầm kiểm soát. Hệ số EBIT/lãi vay phục hồi lên ~**3,2 lần (2025)** từ đáy 2,8 lần (2023) và được TCBS dự phóng cải thiện dần lên **3,5→4,4 lần (2026F–2030F)** khi dự án bàn giao và nợ vay/EBITDA giảm về ~2,6 lần. Biwase còn tiếp cận **nguồn vốn chính sách – xanh**: VDB cam kết tài trợ tới 10.000 tỷ đồng cho nước sạch & môi trường; công ty con Biwase Long An từng phát hành lô trái phiếu ~**679 tỷ đồng (2024, đã đáo hạn)**.

3.4. Dòng tiền & vốn lưu động

■ Dòng tiền thuần theo hoạt động

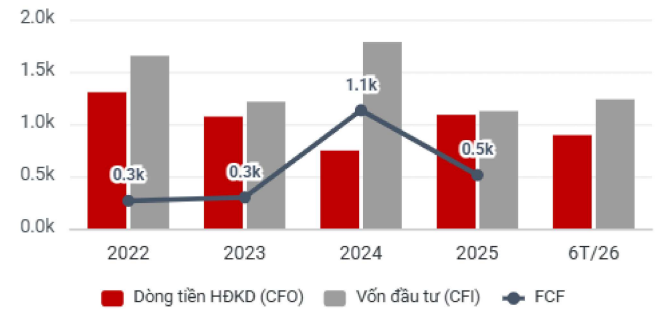
Đơn vị: tỷ VND · đường: tiền & tương đương tiền cuối kỳ



Nguồn: TCBS Research

■ CFO và hai cấu phần hút tiền chính

Đơn vị: tỷ VND · cột: tiền chi ròng trong CFO



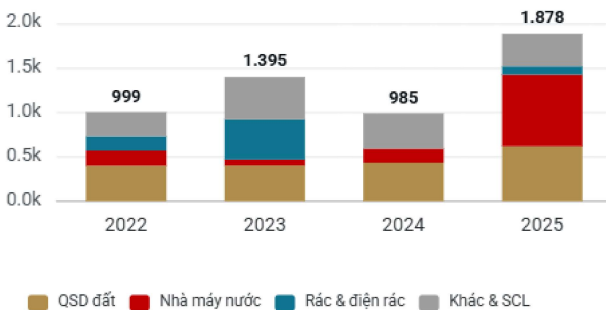
Nguồn: TCBS Research

Dòng tiền kinh doanh dương liên tục — nền tảng phòng thủ.

CFO dương mọi năm (745–1.303 tỷ đồng); lũy kế 2022–2025 ~4.200 tỷ đồng, đủ tự tài trợ toàn bộ vốn xây lắp cốt lõi (~3.850 tỷ). Chất lượng dòng tiền cao nhờ **khấu hao ~640 tỷ/năm** của mô hình thâm dụng tài sản — giúp CFO luôn vượt lợi nhuận kế toán, tạo lớp đệm che phủ chi phí lãi vay và cổ tức. Điểm cần theo dõi là vòng quay tiền dài (CCC 161–180 ngày: phải thu 64–76 ngày, tồn kho vật tư 147–174 ngày) và khoản **phải thu Ban QLDA nước thải ~950 tỷ** giam vốn lưu động; năm 2024 thu hồi mạnh (+967 tỷ) đỡ CFO, song 2025 phải thu tăng trở lại (–301 tỷ).

■ Cơ cấu các dự án đang đầu tư (XDCB dở dang)

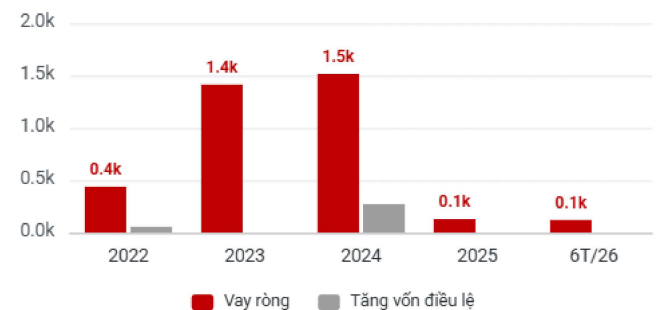
Đơn vị: tỷ đồng · giá trị dở dang theo nhóm dự án tỷ trọng



Nguồn: TCBS Research

■ Nguồn tài trợ: vay ròng & phát hành cổ phiếu

Đơn vị: tỷ VND · vay ròng = thay đổi dư nợ vay trong kỳ



Nguồn: TCBS Research

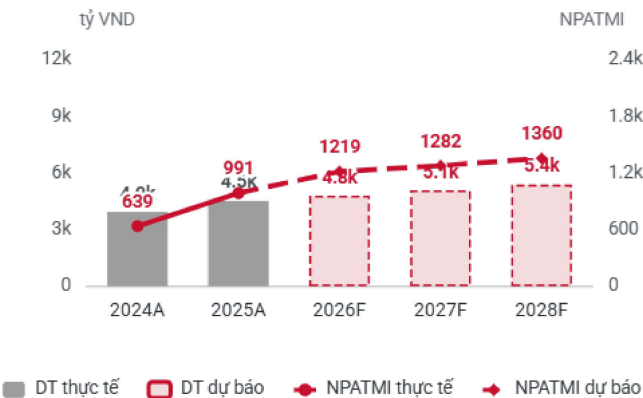
Dòng tiền tự do dương dù đầu tư lớn; sắp qua đỉnh capex — đổi lại đòn bẩy nhích lên.

FCF dương cả bốn năm 2022–2025 (265–1.130 tỷ đồng); cường độ đầu tư (capex/TSCĐ) đạt đỉnh ~30% năm 2025, được TCBS dự phóng **đảo chiều dương từ ~2028** khi các nhà máy hoàn thành. Phần vay nợ ròng chủ yếu tài trợ **M&A/đầu tư liên kết** ngành nước (2024 chi ròng ~1.143 tỷ), không phải capex vận hành — kéo dư nợ vay từ ~4.780 tỷ (2023) lên **6.009 tỷ (2025)** và ~6.630 tỷ (H1/2026); Nợ/EBITDA nhích từ 2,7 lên **3,7 lần**, hệ số chi trả lãi (EBIT/lãi vay) giảm từ ~5,4 (2022) về ~3,2 lần — biến số cần theo dõi. Cổ tức tiền ~286 tỷ/năm vẫn được CFO che phủ ~3–4 lần; đợt phát hành 2026 (**773 tỷ trả nợ**) hạ đòn bẩy về ~2,6 lần đến 2030.

3.5. Dự báo tài chính 2026F–2028F

■ Dự báo Doanh thu & NPATMI 2024A–2028F

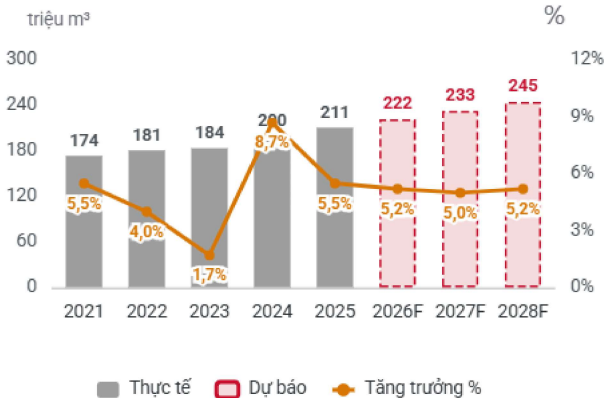
Đơn vị: tỷ VND



Cột xám = thực tế; cột viền đỏ nét đứt = dự báo. **Nguồn:** TCBS Research (cập nhật T7/2026).

■ Dự báo sản lượng nước tiêu thụ

Đơn vị: triệu m³ · đường: tăng trưởng %



Thực tế & Dự báo 2026F–2028F: TCBS Research (~+5%/năm)

Dự phóng TCBS Research	2026F	2027F	2028F
NPATMI (tỷ đồng)	1.219	1.282	1.360
ROE	19,0%	17,6%	16,5%
Nợ vay/EBITDA (lần)	3,4	3,2	2,9
EBIT/lãi vay (lần)	3,5	3,7	3,9

Dự phóng TCBS: lợi nhuận tăng đều, đòn bẩy hạ dần.

TCBS Research dự phóng doanh thu ~+6%/năm lên **5.411 tỷ (2028F)**; NPATMI tăng từ **1.219 tỷ (2026F)** lên **1.360 tỷ (2028F)**. Song song, ROE giữ vùng **16–19%**, nợ vay/EBITDA giảm **3,4→2,9 lần** và EBIT/lãi vay cải thiện **3,5→3,9 lần** — chất lượng bảng cân đối tốt lên khi qua đỉnh đầu tư.

Cơ sở dự phóng: sản lượng nước + trực môi trường + cơ chế giá.

Dựa trên sản lượng nước ~5–8%/năm (cầu công nghiệp Bình Dương), biên gộp ~45% và đóng góp tăng dần từ điện rác. Hai chất xúc tác chính sách: (i) **cơ chế định giá nước sạch mới** — Thông tư **145/2025/TT-BTC** (hiệu lực 15/02/2026, thay Thông tư 44/2021; theo Luật Giá 2023 & Nghị định 85/2024) — cho phép giá bù đắp đủ chi phí trong khung giá Bộ Tài chính công bố, tạo cơ sở pháp lý cho việc điều chỉnh giá khi đủ điều kiện; (ii) **khung giá điện rác 2025 tối đa 2.575 đồng/kWh** (thay FIT cũ) cải thiện hiệu quả nhà máy điện rác 12 MW. Kế hoạch ĐHĐCĐ 2026 đặt **LNST tối thiểu 770 tỷ** (thận trọng, ~25% dưới thực hiện 2025).

Lưu ý chất lượng nền 2025 & rủi ro dự phóng.

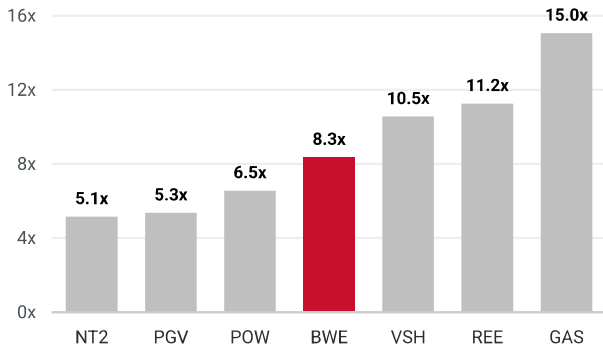
LNST 2025 (~1.026 tỷ) được nâng một phần bởi **lãi công ty liên kết đột biến (170 tỷ)** và lãi thoái vốn — nên mức tăng NPATMI 2026F (~+23%) phụ thuộc vào việc lãi liên kết duy trì cao và giá nước/điện rác được kích hoạt đúng lộ trình. Nền tài sản mở rộng (TSCĐ 3.253 tỷ 2021 → 5.386 tỷ Q2/2026) tạo dư địa tăng sản lượng, nhưng cũng đồng nghĩa khấu hao & lãi vốn hóa sẽ tăng khi dự án bàn giao.

4. Tổng kết

Cơ hội & Triển vọng đầu tư – Biwase (HOSE: BWE)

■ P/E so sánh ngành

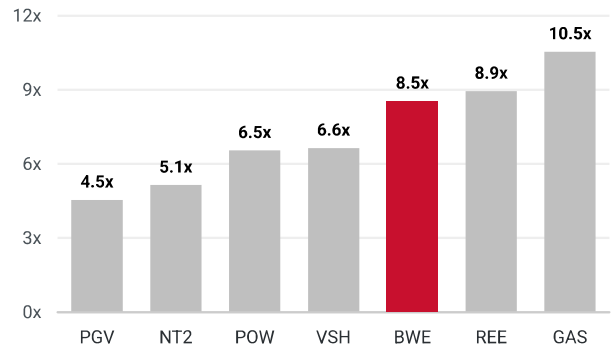
x · Giá đóng cửa 02/10/2026



Nguồn: TCBS TCA · Giá đóng cửa 02/10/2026

■ EV/EBITDA so sánh ngành

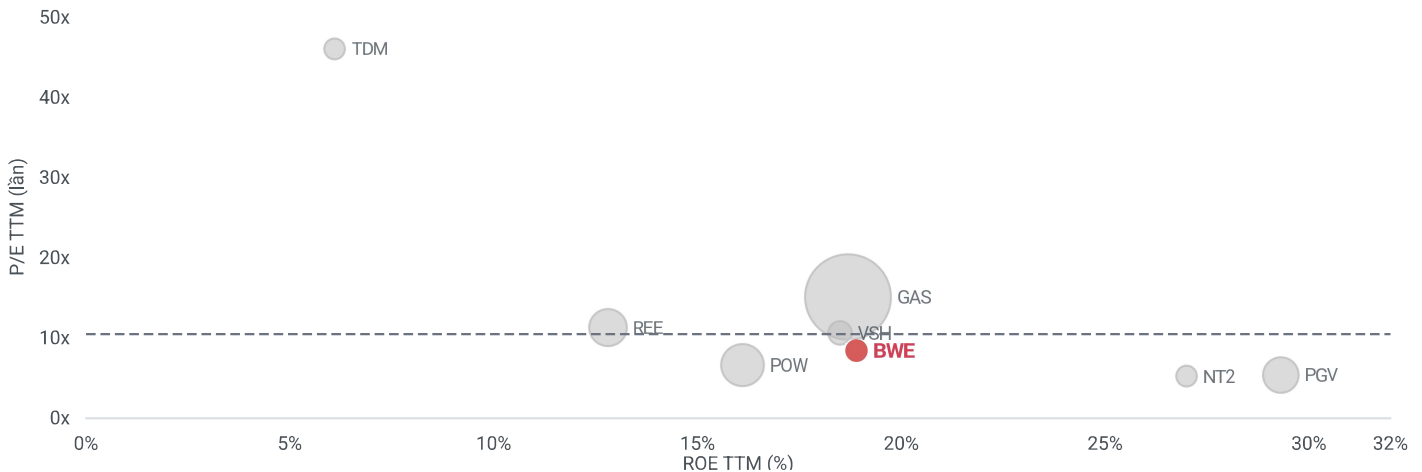
lần · EV/EBITDA TTM · giá 02/10/2026



4.1. Định giá tương đối

■ So sánh P/E TTM vs ROE các công ty cùng ngành (Kích cỡ hình tròn đại diện vốn hóa, tỷ VND)

Đường nét đứt: Trung vị P/E ngành (10,5x) | Dữ liệu TTM · giá 02/10/2026



BWE (đỏ) giao dịch P/E ~8,3x với ROE TTM ~18,9% — hiệu quả sinh lời cao trong khi định giá dưới trung vị ngành (10,5x), nằm dưới đường tương quan P/E–ROE · Nguồn: TCBS TCA

Định vị trên bản đồ ngành: ROE cao, P/B hợp lý

BWE có ROE ~18,9% — cao hơn phần lớn công ty cùng ngành tiện ích — trong khi P/B ~1,5 lần ở vùng trung bình, nằm dưới đường tương quan P/E–ROE, hàm ý định giá chưa phản ánh đầy đủ khả năng sinh lời. So với công ty nước cùng hệ sinh thái TDM (P/B 2,8; P/E ~46 lần), BWE giao dịch rẻ hơn rõ rệt trên cả P/E và P/B.

Yếu tố có thể được kiểm chứng dần

Sản lượng nước tăng, nhà máy điện rác đi vào vận hành, hiệu quả các thương vụ M&A và giảm đòn bẩy sau đợt phát hành là những yếu tố sẽ dần được phản ánh vào kết quả kinh doanh. **TCBS Research** ghi nhận định giá BWE hiện ở vùng thấp so với bình quân lịch sử của chính doanh nghiệp; tiềm năng sẽ được kiểm chứng qua sản lượng, tiến độ điện rác và hiệu quả mở rộng.

4.2. Diễn biến giá, khối lượng giao dịch & P/E TTM BWE

■ Diễn biến giá & khối lượng giao dịch BWE

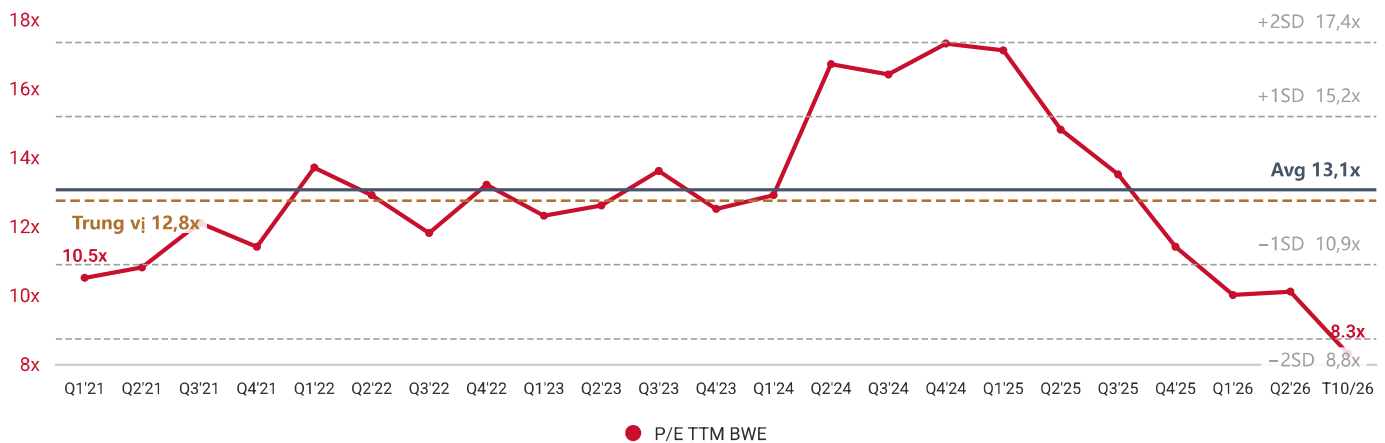
Giá đóng cửa theo tuần (nghìn đồng/cp, đã điều chỉnh) · Khối lượng (triệu cp/tuần) | T9/2021–T10/2026



■ P/E TTM BWE (2021–T10/2026)^(*)

(*) SD = Standard Deviation (độ lệch chuẩn) · Avg = 13,1x · Trung vị = 12,8x | +1SD = 15,2x | +2SD = 17,4x | -1SD = 10,9x | -2SD = 8,8x | n=22 quý (Q1/2021–Q2/2026) · P/E TTM tại thời điểm cuối mỗi quý · điểm T10/26 theo giá đóng cửa 02/10/2026

P/E TTM (lần)



Nguồn: HoSE · Bộ phận Phân tích TCBS tổng hợp

Định giá P/E thung đáy lịch sử 5 năm

P/E TTM của BWE dao động ~10–17 lần suốt 22 quý (2021–Q2/2026), bình quân ~13,1 lần (trung vị ~12,8 lần). Sau nhịp điều chỉnh ~8% của giá cổ phiếu từ giữa tháng 8 về 40.800đ (02/10/2026) trong khi EPS TTM tiếp tục cải thiện, P/E TTM hiện chỉ ~8,3 lần — lần đầu xuyên xuống dưới dải -2SD (8,8x) của cả giai đoạn khảo sát, thấp hơn mọi mức đóng quý từ 2021 (đáy cũ ~10,0 lần tại Q1/2026).

Phân kỳ giá – cơ bản đang mở rộng. Nửa đầu 2026 LNST tăng ~17% svck với biên gộp kỷ lục 46,5% và Nợ vay/EBITDA cải thiện về ~3,5 lần — nhưng giá giảm trên nền **thanh khoản thu hẹp rõ rệt** (KLGD ~0,1–0,5 triệu cp/tuần so với 1–3 triệu giai đoạn trước), nhiều khả năng phản ánh **áp lực kỹ thuật từ đợt chào bán quyền 7:1** (31,4 triệu CP, giá chào bán ~37.000đ/CP) hơn là thay đổi nền tảng. So với trung vị 22 quý 12,8 lần, mức chiết khấu hiện ~35% — vùng định giá đã phản ánh phần lớn kịch bản thận trọng; chất xúc tác tái định giá nằm ở **phê duyệt tăng giá nước, hoàn tất đợt phát hành** và điện rác 12 MW vận hành.

4.3. Triển vọng công ty

Tăng trưởng dựa trên vị thế độc quyền tự nhiên, hiệu quả vận hành và trục môi trường mới

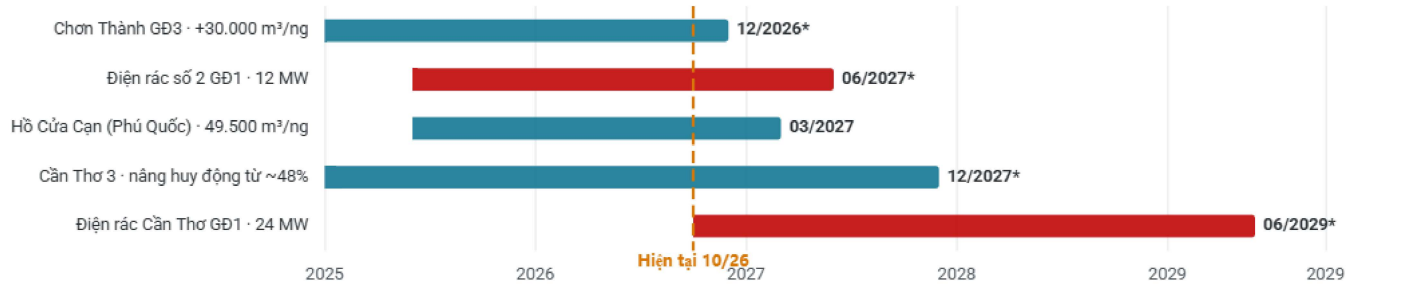
Biwase kết hợp nền tảng cấp nước phòng thủ với dòng tiền ổn định và các động lực tăng trưởng mới từ môi trường – điện rác và M&A ngành nước. Giá trị doanh nghiệp đến từ khả năng duy trì biên lợi nhuận qua chu kỳ và chuyển hóa vốn đầu tư lớn thành công suất – sản lượng – lợi nhuận.

BA ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG

1 · Sản lượng nước & mở rộng công suất Công suất cấp nước hướng mốc >1 triệu m³/ngày; cầu nước khu công nghiệp và đô thị Bình Dương tăng cấu trúc theo FDI. Tỷ lệ thất thoát nước ~5% bảo vệ biên lợi nhuận mỏng nước.	2 · Tiềm năng phê duyệt tăng giá bán nước Cơ chế giá nước mới (Thông tư 145/2025) cho phép tính đúng – tính đủ chi phí; kế hoạch LN hiện chưa gồm tăng giá đang chờ duyệt – khi thông qua sẽ là upside thuần, tác động mạnh tới biên mỏng cấp nước (~80% LN).	3 · M&A ngành nước & giảm đòn bẩy Thâu tóm – hợp nhất các công ty cấp nước tỉnh (Ninh Thuận, Long An, Đồng Nai...) mở rộng địa bàn. Đợt phát hành 2026 (~1.163 tỷ đồng) giảm nợ vay và tài trợ tăng trưởng.
--	---	---

■ Timeline dự kiến hoàn thành các dự án đầu tư mở rộng

Theo nghị quyết ĐHĐCĐ/HĐQT & công bố doanh nghiệp (mục 1.7) · thanh đỏ: điện rác · xanh: cấp nước · (*) mốc TCBS ước tính



Nguồn: Nghị quyết ĐHĐCĐ/HĐQT · Công bố doanh nghiệp · TCBS Research ước tính

4.4. Phân tích kịch bản

Ba kịch bản phản ánh dải kết quả theo sản lượng nước, tiến độ điện rác và chi phí vốn

Kịch bản	Giả định chính	Hàm ý cho BWE
Tích cực	Sản lượng nước và điện rác vượt kế hoạch, biên gộp cải thiện, M&A hiệu quả, lãi suất hạ.	Doanh thu & lợi nhuận vượt dự phóng; NPATMI có thể >1.300 tỷ đồng năm 2026; định giá được đánh giá lại lên vùng bình quân lịch sử.
Cơ sở	Theo dự phóng TCBS: sản lượng nước tăng ~5–8%, biên gộp ~45%, điện rác GD1 vận hành đúng tiến độ.	Doanh thu 4.815 tỷ (2026F) → 5.411 tỷ đồng (2028F); NPATMI 1.219 → 1.360 tỷ đồng (CAGR ~5–6%); ROE ~19%.
Thận trọng	Lãi suất cao kéo dài, độ trễ điều chỉnh giá nước, điện rác/M&A chậm, chi phí đầu vào tăng.	Biên lợi nhuận bị nén; NPATMI đi ngang quanh 1.000–1.100 tỷ đồng; đòn bẩy giảm chậm hơn kỳ vọng.

4.5. Ma trận rủi ro

Sáu rủi ro xếp giảm dần theo Xác suất x Tác động; xác suất là đánh giá định tính của TCBS Research tại ngày báo cáo.

Rủi ro (cao → thấp)	Xác suất	Tác động	Phân tích chuyên sâu	Yếu tố giảm thiểu
① Độ trễ phê duyệt tăng giá bán nước	55%	CAO	Biên gộp mảng nước giữ trên 53% nhờ cơ chế cost-plus nhưng giá bán chưa tăng hai năm ; kế hoạch 2026 của công ty chưa bao gồm tăng giá — toàn bộ “dư địa lợi nhuận chưa kích hoạt” phụ thuộc tiến độ phê duyệt của địa phương. Mỗi nhịp trì hoãn đẩy lùi điểm rơi lợi nhuận và kéo dài thời gian hoàn vốn các nhà máy mới.	Cơ chế giá mới có cửa thông qua trong 2026; trong lúc chờ, lợi nhuận vẫn tăng nhờ sản lượng và thất thoát nước ~5% (nhóm thấp nhất châu Á); vị thế gần như độc quyền tại Bình Dương khiến phương án giá khó bị bác bỏ kéo dài.
② Đòn bẩy & chi phí lãi vay	45%	CAO	Nợ vay 7.188 tỷ đồng (30/06/2026), chi phí lãi vay 6T/2026 là 217 tỷ — tương đương ~21% lợi nhuận gộp ; Nợ vay/EBITDA ~3,5 lần. Mô hình thâm dụng vốn khiến biên ròng nhạy với mặt bằng lãi suất và tiến độ giải ngân capex (XDCB dở dang 2.038 tỷ).	~75% là nợ dài hạn, phần lớn ODA ưu đãi — lãi suất hiệu dụng chỉ ~5,5%/năm; EBIT/lãi vay giữ 3,2 lần; 773 tỷ đồng từ đợt phát hành dành trả nợ , dự phóng Nợ vay/EBITDA giảm về ~2,6 lần đến 2030; VDB cam kết hạn mức tài trợ 10.000 tỷ cho nước sạch & môi trường.
③ Pha loãng từ đợt chào bán quyền 7:1	90%	TB	Chào bán 31,4 triệu CP (~37.000đ/CP, huy động 1.162,5 tỷ) nâng vốn điều lệ lên 2.513 tỷ — pha loãng EPS ~14,3% . Giá thị trường đã điều chỉnh về sát giá chào bán, tạo áp lực kỹ thuật lên cổ phiếu trong giai đoạn thực hiện quyền.	Pha loãng mang tính một lần và đã được thị trường chiết khấu trước (P/E TTM đã về 8,3 lần — dưới -2SD); nguồn tiền dùng trả nợ và M&A nên giá trị doanh nghiệp không suy giảm tương ứng; sau phát hành, chi phí lãi vay giảm trực tiếp hỗ trợ EPS.

4.5. Ma trận rủi ro (tiếp theo)

Rủi ro (cao → thấp)	Xác suất	Tác động	Phân tích chuyên sâu	Yếu tố giảm thiểu
④ Tỷ giá trên dư nợ USD/EUR/JPY	35%	TB	Dư nợ ODA đa ngoại tệ khiến BWE chịu lỗ đánh giá lại khi VND mất giá: năm 2024 lỗ tỷ giá -114,6 tỷ từng góp phần kéo biên PAT xuống đáy 16,7% — rủi ro nằm ngoài tầm kiểm soát vận hành.	Từ 2025 công ty dùng hợp đồng hoán đổi tiền tệ chéo (CCS) chốt tỷ giá/lãi suất: lỗ tỷ giá giảm về -55,2 tỷ (2025) và bằng 0 trong 6T/2026 — rủi ro đã giảm bậc rõ rệt.
⑤ Hiệu quả M&A & tính lặp lại của lãi liên kết	40%	TB	Lãi từ công ty liên doanh, liên kết trên KQKD nhảy lên 170 tỷ (2025) — có cấu phần một lần từ thoái vốn, tái cơ cấu (Biwelco +55 tỷ); 6T/2026 tiếp tục đóng góp 112 tỷ. Biên ròng 2026–2027 phụ thuộc đáng kể vào tính lặp lại của dòng lợi nhuận này và hiệu quả các thương vụ mới (Ninh Thuận, Phú Yên).	Danh mục liên kết thuần ngành nước với dòng cổ tức định kỳ ; BWE có lịch sử tích hợp thành công các công ty cấp nước khu vực; quy mô từng thương vụ nhỏ so với tổng tài sản 15.626 tỷ nên rủi ro tập trung thấp.
⑥ Nguồn nước thô (ô nhiễm / hạn mặn)	15%	CAO	Toàn bộ sản xuất phụ thuộc lưu vực Đồng Nai – Sài Gòn ; sự cố ô nhiễm hoặc xâm nhập mặn kéo dài làm tăng chi phí xử lý hoặc gián đoạn cục bộ — xác suất thấp nhưng tác động cao vì không có nguồn thay thế ngắn hạn.	Bình Dương nằm ở thượng–trung lưu, ít chịu xâm nhập mặn hơn hạ lưu; hệ thống ~1,0 triệu m³/ngày với nhiều điểm lấy nước phân tán; hồ Dầu Tiếng & Trị An điều tiết dòng chảy mùa khô.

Ngoài sáu rủi ro trên: **chậm tiến độ các dự án đang triển khai** (nhà máy nước Nhị Thành, Chơn Thành GD3, điện rác 12 MW, điện rác Cần Thơ 24 MW...) làm lùi thời điểm FCF đảo chiều, và cạnh tranh mảng rác công nghiệp — mức trọng yếu thấp hơn, đã phân tích tại mục 3.

Tổng hợp: rủi ro cốt lõi của Biwase nằm ở **đòn bẩy tài chính và nhu cầu vốn đầu tư lớn** trong pha mở rộng, cùng độ nhạy với lãi suất và chính sách giá — được cân bằng bởi dòng tiền phòng thủ, cơ cấu nợ ODA ưu đãi đã phòng hộ tỷ giá và vị thế độc quyền tự nhiên theo vùng. Hồ sơ rủi ro tổng thể nghiêng về **độ trễ thời gian (phê duyệt giá, tiến độ dự án)** hơn là rủi ro mất vốn.

Bảng chỉ số tài chính tổng hợp (2021A–2025A · Q2/2026)

Chỉ số	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	Q2/2026
BIÊN LỢI NHUẬN						
Biên lợi nhuận gộp	42,2%	40,8%	44,3%	42,8%	43,1%	46,2%
Biên EBITDA	42,6%	40,1%	43,3%	42,6%	41,9%	44,6%
Biên PAT	24,2%	21,4%	19,3%	16,7%	22,6%	24,2%
Biên NPATMI	24,0%	21,3%	19,1%	16,1%	21,8%	23,7%
HIỆU QUẢ VỐN & ĐÒN BẨY						
ROE (%)	20,6%	17,7%	14,5%	12,6%	17,5%	18,8%
ROA (%)	8,6%	7,8%	6,1%	4,9%	6,8%	7,0%
Nợ vay / VCSH (D/E)	0,91x	0,89x	1,09x	1,26x	1,12x	1,12x
VỐN & KHẢ NĂNG TRẢ NỢ						
VCSH / Tổng tài sản	42,7%	45,0%	39,6%	37,6%	39,5%	39,3%
Khả năng thanh toán hiện hành	1,4x	1,4x	1,1x	1,3x	1,3x	1,2x
Khả năng thanh toán nhanh	1,0x	1,0x	0,7x	1,0x	1,0x	0,8x
Nợ vay / EBITDA	2,7x	2,7x	3,1x	3,7x	3,7x	3,6x
Nợ ròng / EBITDA	1,9x	2,1x	3,0x	3,3x	3,0x	3,0x
ĐỊNH GIÁ						
P/E (x)	10,0x	11,6x	10,9x	15,1x	10,0x	8,3x
P/B (x)	1,9x	1,9x	1,5x	1,8x	1,7x	1,5x
EV/EBITDA (x)	8,7x	8,0x	7,9x	8,5x	7,7x	7,4x
EPS (đồng)	3.406	3.378	3.065	2.905	4.506	4.911
Giá trị sổ sách/CP – BVPS (đồng)	17.632	20.434	21.834	24.262	27.181	27.622

Nguồn: TCBS Research

Phụ lục — Dự phóng tài chính 2026–2030

Đơn vị: tỷ đồng (VNDbn) trừ các chỉ số & tỷ lệ · 2021–2025: số thực tế · 2026–2030: số dự phóng theo TCBS TCA

Năm – VNDbn	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
SL Cổ phiếu (tr)	193	193	193	220	220	220	220	220	220	220
PE	11,4	13,2	12,5	17,3	11,4	8,9	8,5	8,0	7,5	7,1
EPS (đ/cp)	2.978	2.955	2.683	2.542	3.943	4.852	5.100	5.410	5.785	6.135
PB	2,2	2,2	1,7	2,1	1,9	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0
BVPS (đ/cp)	15.431	17.879	19.105	21.230	23.783	27.235	30.864	34.713	38.829	43.194
EV/EBITDA	9,7	8,9	8,6	9,2	8,4	8,4	7,8	7,2	6,7	6,3
ROE	19%	18%	15%	13%	18%	19%	18%	16%	15%	15%
Biên lợi nhuận gộp	42%	41%	44%	43%	43%	45%	45%	45%	45%	45%
Biên LN hoạt động	27%	26%	28%	27%	28%	29%	29%	29%	29%	29%
Biên lợi nhuận ròng	24%	21%	19%	16%	22%	25%	25%	25%	25%	25%
Doanh thu/Tài sản	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
(Vay - Tiền)/VCSH	0,6	0,6	0,9	1,0	0,3	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
Vay NH/Vay DH	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
EBIT/Lãi vay	5,5	5,4	2,8	3,0	3,2	3,5	3,7	3,9	4,2	4,4
Vay/EBITDA	2,7	2,7	3,1	3,7	3,7	3,4	3,2	2,9	2,7	2,6
Ngày phải thu	62	52	51	45	45	52	52	52	52	52
Ngày tồn kho	141	125	152	174	147	119	117	117	117	117
Capex/TSCĐ	24%	24%	23%	13%	30%	24%	23%	24%	22%	22%
Doanh thu thuần	3.119	3.484	3.526	3.959	4.543	4.815	5.104	5.411	5.735	6.079
% tăng trưởng		12%	1%	12%	15%	6%	6%	6%	6%	6%
EBITDA	1.329	1.398	1.525	1.686	1.902	2.074	2.230	2.399	2.580	2.769
Lợi nhuận sau thuế	749	743	674	639	991	1.219	1.282	1.360	1.454	1.542
% tăng trưởng		-1%	-9%	-5%	55%	23%	5%	6%	7%	6%

Nguồn: TCBS Research

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.