

Mua vào (giữ nguyên)

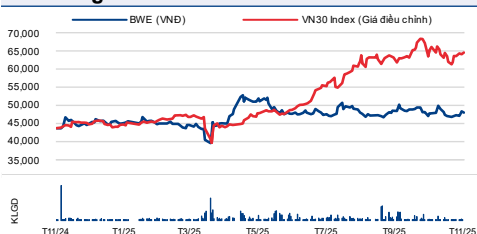
Giá mục tiêu: VNĐ62,300 (từ VNĐ60,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025) 48,000

Mã Bloomberg	BWE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	39,600-52,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	47,870
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,557
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	401
Slg CP lưu hành (tr.đv)	220
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	108
Slg CP NN được mua (tr.đv)	86.0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.90%
Tỷ lệ freefloat	30.0%
Cổ đông lớn	Nước Thủ Dầu Một (37.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	0.52	(0.83)	9.83
So với chỉ số	1.37	(2.13)	(25.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,910	3,498	11.8
2026F	3,486	4,320	(19.3)
2027F	3,868	6,955	(44.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BWE là công ty cấp nước lớn thứ ba Việt Nam với tổng công suất thiết kế 0,88 triệu m³/ngày với thị trường chính ở Bình Dương. BWE cũng tham gia mảng xử lý rác thải và nước thải và tích cực mua những công ty nước ở tỉnh khác

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Triển vọng lợi nhuận thuần cải thiện, nâng khuyến nghị lên Mua vào

- TDM đã giảm giá bán cho BWE lần thứ 2, cho thấy mức giảm 34% so với cuối năm 2024, nhằm hỗ trợ dòng tiền của BWE.
- HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào từ Tăng tỷ trọng, sau khi điều chỉnh tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và giảm 1% dự báo cho năm 2026/2027, dựa trên giả định không tăng giá nước, mức chiết khấu giá bán của TDM từ tháng 8/2025 và lợi nhuận đóng góp từ các công ty liên doanh cao hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,5% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 13,7 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 29,8%.

Sự kiện: Hưởng mức chiết khấu giá nước cao hơn từ TDM, bắt đầu từ tháng 8/2025

TDM đã tăng mức chiết khấu giá bán buôn bình quân nước sạch cho BWE lên 34% (so với cuối năm 2024) từ tháng 8/2025. Vẫn giữ quan điểm từ các báo cáo trước, chúng tôi xem đây là sự hỗ trợ tài chính tiếp theo của TDM dành cho BWE.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025

Dựa trên quan điểm thận trọng này, HSC đã giảm giả định giá bán bình quân của BWE do việc sáp nhập tỉnh. Tuy nhiên, điều này phần lớn được bù đắp bằng việc TDM tăng mức chiết khấu giá bán buôn nước sạch từ tháng 8/2025. Ngoài ra, chúng tôi đã phản ánh việc BWE thoái vốn khỏi các công ty con vào cuối Q2/2025 và lợi nhuận/lỗ dự kiến từ các công ty liên doanh/liên kết cao hơn sau khi ghi nhận KQKD tích cực trong nửa đầu năm 2025. Nhìn chung, HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 lên 953 tỷ đồng (tăng trưởng 49%), đồng thời giảm 1% và 1% dự báo cho năm 2026 và 2027 xuống lần lượt 909 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 987 tỷ đồng (tăng trưởng 10%).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,5% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 13,7 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 29,8%.

Với tiềm năng tăng giá mới, HSC tăng giá mục tiêu và nâng khuyến nghị Mua vào (từ Tăng tỷ trọng). Chúng tôi ưa thích cổ phiếu BWE vì công ty có kế hoạch mở rộng công suất đầy tham vọng nhằm: (1) giải quyết tình trạng thiếu nước ở tỉnh Long An; (2) nâng cấp cơ sở hạ tầng để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các khu công nghiệp mới; và (3) cung cấp các giải pháp tiên tiến cho các vấn đề môi trường.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,525	1,686	1,919 ▼	2,098 ▼	2,281 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	674	639	953 ▲	909	987
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,910 ▲	3,486	3,868
DPS (đồng)	1,327	43.9	1,300	1,300	1,300
BVPS (đồng)	24,891	24,263	27,650	30,485	33,673
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.20	9.78	8.48	7.74	7.09
P/E ĐC (lần)	16.6	18.5	12.3	13.8	12.4
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	0.09	2.71	2.71	2.71
P/B (lần)	1.93	1.98	1.74	1.57	1.43
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	50.4	(10.9)	11.0
ROAE (%)	14.5	12.6	16.7	14.2	14.0

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Sự hỗ trợ từ các công ty cùng ngành bù đắp cho việc hạ triển vọng tăng giá nước

BWE ghi nhận giá nước tại tỉnh Bình Dương không tăng trước khi sáp nhập tỉnh, điều này làm dấy lên nghi ngờ về việc tăng giá nước trong tương lai gần. Triển vọng kinh doanh cốt lõi của BWE suy yếu nhưng phần lớn được bù đắp bởi mức chiết khấu giá bán bình quân của TDM từ tháng 8/2025. HSC tăng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025/2026/2027 lần lượt lên 953 tỷ đồng (tăng trưởng 41%), 909 tỷ đồng (giảm 5% so với cùng kỳ) và 987 tỷ đồng (tăng trưởng 9%) và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu theo phương pháp SoTP là 62.600đ/cp.

Sự kiện: Tiếp tục hỗ trợ dòng tiền

Chúng tôi nhận thấy dòng tiền của BWE trong Q3/2025 được hỗ trợ tích cực từ hoạt động bán cổ phần tại các công ty con và tiếp tục hưởng mức chiết khấu giá bán bình quân từ cổ đông lớn TDM.

BWE công bố chuyển nhượng thành công cổ phần tại hai công ty con - Biwelco và Biwase Long An. Đối với Biwelco, BWE đã chuyển nhượng 52% cổ phần khỏi công ty, có nghĩa là Biwelco sẽ không còn là công ty con của Biwase. Đối với Biwase Long An, công ty đã chuyển nhượng 27,2% cổ phần, giảm tỷ lệ sở hữu tại Biwase Long An xuống còn 68% sau giao dịch.

Ngoài ra, TDM đã giảm thêm 34% giá bán bình quân cho BWE từ tháng 8/2025 (so với giá cuối năm 2024), lớn hơn mức chiết khấu trước đó là 21,7% từ tháng 3/2025 đến tháng 7/2025 (từ mức giá cuối năm 2024). Sau buổi trao đổi với BLĐ, chúng tôi tin rằng đây là khoản chiết khấu cuối cùng mà TDM dành cho BWE trong năm nay. Việc giảm giá bán đã trực tiếp hỗ trợ BWE về cả lợi nhuận thuần và dòng tiền.

Bảng 1: Doanh thu từ giao dịch chuyển nhượng cổ phần tại các công ty con trong Q2/2025, BWE

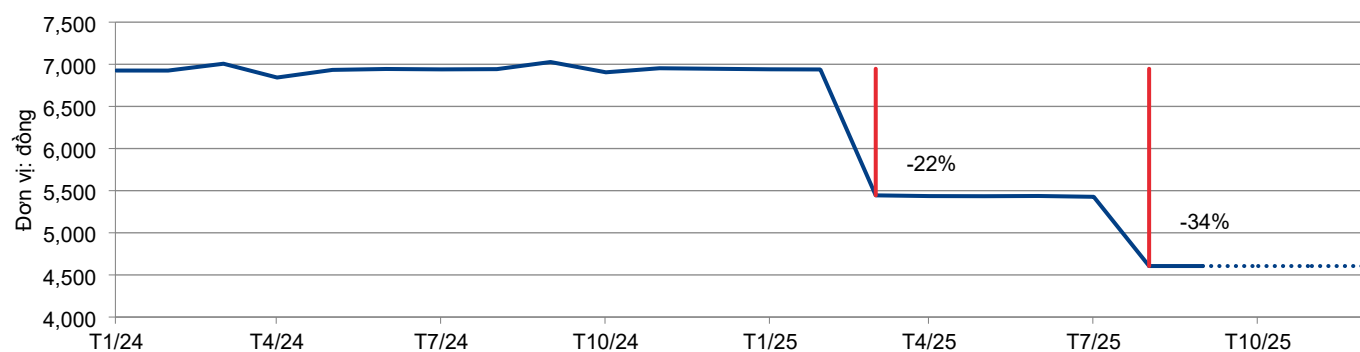
Sau giao dịch, Biwelco không còn là công ty con của BWE, trong khi BWE Long An vẫn là công ty con của BWE

Thoái vốn	Chuyển nhượng cổ phần	Cổ phần của BWE sau giao dịch	Quy mô thương vụ (tỷ đồng)	Lợi nhuận tài chính (tỷ đồng)	Bên nhận chuyển nhượng
Biwelco	52%	0%	166.4	(13.8)	Các bên có liên quan đến chủ tịch của BWE và VLW
Biwase Long An	27.20%	68.00%	320	69.3	TDM

Nguồn: HSC

Biểu đồ 2: Giá bán nước bình quân của TDM cho BWE hiện đã giảm 34% so với mức giá cuối năm 2024

TDM đã giảm giá bán nước cho BWE hai lần, lần lượt là 22% và 34%.



Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC tăng 9% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 lên 953 tỷ đồng (tăng trưởng 49%), đồng thời giảm 1% và 1% dự báo cho năm 2026 và 2027 lần lượt xuống 909 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) và 987 tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Do tác động của việc sáp nhập tỉnh, chúng tôi đưa ra giả định thận trọng đối với BWE trong những năm tiếp

theo, bao gồm không có việc tăng giá nước ở tỉnh Bình Dương và việc tăng giá xử lý chất thải dự kiến sẽ chậm lại do quy trình phê duyệt có thể kéo dài. Việc TDM đưa ra mức chiết khấu giá bán bình quân lớn hơn cho BWE phần nào bù trừ cho tác động tiêu cực từ việc giá nước tăng thấp hơn dự kiến. Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần từ các công ty liên doanh/liên kết dựa trên KQKD vững chắc trong nửa đầu năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi cũng phản ánh tác động từ việc BWE thoái vốn khỏi Biwelco và bán 27,2% cổ phần tại Biwase Long An vào mô hình dự báo lợi nhuận. Đối với HĐKD cốt lõi, các giả định chính được thay đổi như sau:

- HSC điều chỉnh mức tăng giả định giá bán bình quân xuống 1% (từ 3% trước đó) do KQKD nửa đầu năm 2025 cho thấy giá bán bình quân tại tỉnh Bình Dương không tăng. Giá bán bình quân của BWE được giả định tăng 1% là do giá nước ở tỉnh Bình Phước, Long An ghi nhận tăng. Ngoài ra, chúng tôi giảm 1% giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ nước từ năm 2025 trở đi do sản lượng tiêu thụ trong 9 tháng đầu năm 2025 tại tỉnh Bình Dương giảm.
- Đối với mảng xử lý chất thải, chúng tôi điều chỉnh mức tăng giá xử lý chất thải sinh hoạt lên 7% (từ 0% trước đó). Tuy nhiên, HSC tăng dự báo doanh thu xử lý nước thải và doanh thu các dịch vụ khác cho năm 2025 dựa trên KQKD vững chắc trong nửa đầu năm 2025.
- HSC cũng giảm lần lượt 3%/4%/6% dự báo chi phí bán hàng & quản lý cho năm 2025/2026/2027 sau khi điều chỉnh các giả định về chi phí bán hàng & quản lý.

Bảng 3: Dự báo cũ và dự báo mới, BWE

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần của BWE sẽ tăng trưởng kép với tốc độ 16% trong 3 năm tới

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			3 năm CAGR
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu	3,959	4,276	4,568	4,913	4,250	4,511	4,898	1%	1%	0%	7%
Lợi nhuận gộp	1,694	1,903	1,983	2,101	2,032	2,096	2,252	-6%	-5%	-7%	7%
Thu nhập tài chính	132	242	180	190	182	189	191	33%	-4%	0%	13%
Chi phí tài chính	-494	-456	-458	-467	-456	-458	-467	0%	0%	0%	-2%
Lợi nhuận từ LDLK	44	130	92	92	-10	-10	-10	-1410%	-1030%	-1030%	28%
Chi phí BH&QL	-644	-684	-709	-736	-703	-741	-784	-3%	-4%	-6%	5%
LNTT	737	1,146	1,092	1,185	1,050	1,081	1,186	9%	1%	0%	17%
Lợi nhuận thuần	639	953	909	987	878	904	992	9%	1%	-1%	16%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Dự báo tăng trưởng, BWE

HSC dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ tăng trưởng cao hơn so với năm 2026-2027

	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	8%	7%	8%	7%	6%	9%
Lợi nhuận gộp	12%	4%	6%	20%	3%	7%
Thu nhập tài chính	83%	-25%	6%	38%	4%	1%
Chi phí tài chính	-8%	1%	2%	-8%	1%	2%
Lợi nhuận từ LDLK	197%	-29%	0%	-123%	0%	0%
Chi phí BH&QL	6%	4%	4%	9%	5%	6%
LNTT	56%	-5%	9%	43%	3%	10%
Lợi nhuận thuần	49%	-5%	9%	37%	3%	10%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định đối với các mảng kinh doanh chính, BWE

HSC nâng 2% dự báo lợi nhuận gộp năm 2025, có tính đến việc TDM giảm giá bán nước cho BWE

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			Tốc độ tăng trưởng kép 3 năm
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu	3,959	4,276	4,568	4,913	4,250	4,511	4,898	1%	1%	0%	7%
Cấp nước	2,611	2,843	3,095	3,367	2,938	3,228	3,545	-3%	-4%	-5%	9%
Xử lý rác thải	660	585	769	832	735	794	858	-20%	-3%	-3%	8%
Xử lý nước thải	1	242	98	107	146	59	65	65%	65%	63%	375%
Mảng khác	687	606	606	606	430	430	430	41%	41%	41%	-4%
Lợi nhuận gộp	1,693	1,903	1,983	2,101	2,032	2,096	2,252	-6%	-5%	-7%	7%
Cấp nước	1,502	1,652	1,759	1,869	1,771	1,862	2,007	-7%	-6%	-7%	8%
Xử lý rác thải	65	59	77	83	94	101	110	-38%	-24%	-24%	9%
Xử lý nước thải	(2)	72	27	29	51	18	20	41%	48%	46%	N/m
Mảng khác	128	120	120	120	115	115	115	4%	4%	4%	-2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43%	45%	43%	43%	48%	46%	46%				
Cấp nước	58%	58%	57%	55%	60%	58%	57%				
Xử lý rác thải	10%	10%	10%	10%	13%	13%	13%				
Xử lý nước thải	-179%	30%	27%	27%	35%	30%	31%				
Mảng khác	19%	20%	20%	20%	27%	27%	27%				

Nguồn: HSC

Bảng 6: Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận gộp, BWE

Mảng cấp nước và xử lý rác thải được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính

	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Tăng trưởng doanh thu	12%	8%	7%	8%	7%	6%
Cấp nước	13%	9%	9%	9%	13%	10%
Xử lý rác thải	-7%	-11%	31%	8%	11%	8%
Xử lý nước thải	-99%	N/m	-59%	9%	N/m	-59%
Mảng khác	63%	-12%	0%	0%	-37%	0%
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	8%	12%	4%	6%	20%	3%
Cấp nước	16%	10%	6%	6%	18%	5%
Xử lý rác thải	-42%	-9%	31%	8%	45%	8%
Xử lý nước thải	-118%	N/m	-63%	10%	N/m	-65%
Mảng khác	-11%	-6%	0%	0%	-10%	0%

Nguồn: HSC

Định giá và phương pháp định giá

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với BWE và tăng giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 62.300đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những thay đổi trong dự báo lợi nhuận thuần.

Các giả định DCF đối với HĐKD cốt lõi của BWE bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (không đổi), phù hợp với các giả định nội bộ của chúng tôi. Chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh hàng ngày trong 2 năm của Bloomberg là 0,6 lần (không đổi). Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2% (không đổi). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 7,3% (từ mức 7,5% trước đó). Tương tự, đối với chi phí vốn CSH của cả Công ty cổ phần đầu tư nước Tân Hiệp và Công ty cổ phần đầu tư xây dựng Chánh Phú Hòa (CPHACO), HSC áp dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75% (không đổi) và hệ số beta 1 lần, nên chi phí vốn CSH của cả 2 công ty là 12,8%.

Bảng 7: Phương pháp định giá SOTP, BWE

Tỷ đồng	Lĩnh vực kinh doanh	Phương pháp	Vốn CSH	Tỷ lệ sở hữu của BWE	Đóng góp vào BWE
HĐKD cốt lõi của BWE	Cấp nước, xử lý rác thải, xử lý nước thải	DCF	11,084	100.0%	11,116
Các hoạt động khác					2,613
DNW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	4,200	18.8%	791
CTW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	675	24.6%	166
VLW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	809	17.5%	142
LAW (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	395	38.1%	150
NQB (UPCoM)	Cấp nước	Theo thị trường	174	41.0%	71
GIWACO	Cấp nước	Giá trị sổ sách		34.7%	160
CanthoWater2	Cấp nước	Giá trị sổ sách		48.9%	154
CPHACO (Chánh Phú Hòa)	Dịch vụ tang lễ	Chiết khấu cổ tức		44.0%	235
PRT (UPCoM)	Đa ngành	Theo thị trường	3,450	4.0%	138
TLP (UPCoM)	Phân phối xăng dầu	Theo thị trường	1,632	0.5%	8
SNZ (UPCoM)	KCN	Theo thị trường	12,161	0.1%	11
Nước Tân Hiệp	Cấp nước	Chiết khấu cổ tức		43.0%	555
Dự án Thủ Thừa	Cấp nước	Giá trị sổ sách		48.3%	31
Giá trị vốn CSH					13,697
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					220
Giá trị/cp (đồng)					62,300
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					62,300

Ghi chú: Giá cổ phiếu các công ty liên kết với BWE trên sàn UPCoM là giá đóng cửa tại ngày 7/10
Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF cho HĐKD cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận hoạt động	1,219	1,273	1,365	1,464	1,473	1,488
Thuế TNDN 10.0%	(134)	(140)	(150)	(161)	(162)	(164)
Lợi nhuận thuần HĐ	1,085	1,133	1,215	1,303	1,311	1,324
Khấu hao	700	824	916	1,017	1,117	1,218
Thay đổi vốn lưu động	1,318	38	(44)	(49)	(29)	(31)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,861)	(1,370)	(1,500)	(1,500)	(1,500)	(1,400)
Dòng tiền HĐ khác	(13)	0	0	0	0	0
Quỹ khen thưởng	(93)	(143)	(136)	(148)	(160)	(162)
UFCF	1,136	483	451	623	739	949
Chiết khấu		1.00	1.07	1.15	1.23	1.32
Giá trị hiện tại của UFCF		483	421	541	599	717
Tổng UFCF		2,761				

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, BWE

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.60
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.2%
Chi phí nợ trước thuế	5.7%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	11.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.1%
Tỷ trọng vốn CSH	52.8%
Tỷ trọng nợ	47.2%
WACC	7.3%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Định giá HĐ kinh doanh cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	6.8x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,927
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	2,761
Giá trị hiện tại của DN	16,688
Cộng: Tiền	2,000
Trừ: Tổng nợ	(7,604)
Giá trị vốn chủ sở hữu	11,084

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán chi phí vốn CSH của CPHACO và CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp

	Lãi suất phi rủi ro	Beta	Phần bù rủi ro vốn CSH	Chi phí vốn CSH
CPHACO	4%	1	8.75%	12.8%
CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp	4%	1	8.75%	12.8%

Nguồn: HSC

Bảng 12: Định giá DDM, CTCP Đầu tư Nước Tân Hiệp

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2025, phân bổ cho BWE	60
Tăng trưởng giai đoạn 1	3.0%
Số năm giai đoạn 1	5
Tăng trưởng dài hạn	2%
Chi phí vốn CSH	12.8%
Giá trị doanh nghiệp	555

Nguồn: HSC

Bảng 13: Định giá DDM, CPHACO

Tỷ đồng	Giá trị
Cổ tức 2025, phân bổ cho BWE	30
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%
Chi phí vốn CSH	12.8%
Giá trị doanh nghiệp	235

Nguồn: HSC

Bảng 14: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, BWE

Kịch bản cơ sở sử dụng lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro (%)	3.0%	57,600	63,600	70,900	79,900	91,200
	3.5%	54,400	59,800	66,400	74,300	84,200
	4.0%	51,500	56,400	62,300	69,400	78,100
	4.5%	48,800	53,300	58,600	65,000	72,700
	5.0%	46,300	50,400	55,300	61,000	67,900

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 0,5% trong 1 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần, thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 13,7 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và trong khu vực, BWE hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn 51%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang thấp hơn lần lượt 50% và 60% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 2,2 và 3,8 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi tin rằng định giá của BWE vẫn hấp dẫn so với các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 15: P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

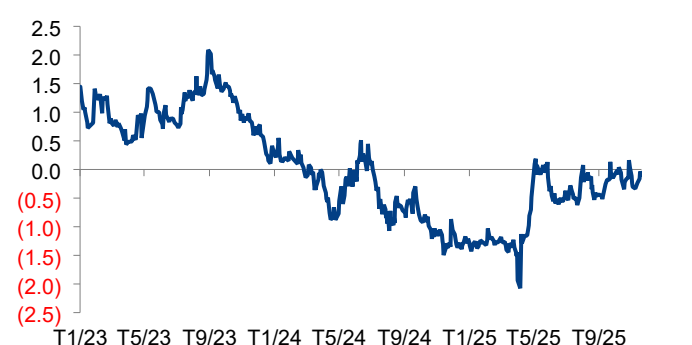
BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,6 lần...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 16: Độ lệch chuẩn so với bình quân, BWE

...thấp hơn 0,1 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 14,7 lần



Nguồn: HSC

Bảng 17: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE hiện giao dịch ở mức chiết khấu sâu so với các công ty cùng ngành trong khu vực xét theo P/E và EV/EBITDA

Name	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA		P/E		P/B		ROE	
			2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
BWE	Quốc gia	400	8.7	8.7	11.0	9.0	1.6	1.4	16.5	18.5
TDM	Vietnam	249	24.0	24.0	35.7	46.0	2.5	2.5	17.2	17.5
VA Tech Wabag Ltd	Quốc gia	969	19.2	19.2	30.4	24.1	4.1	3.5	14.7	15.3
Manila Water Co Inc	Philippines	1,669	8.7	8.4	7.8	7.3	1.2	1.0	16.7	15.9
WHA Utilities and Power PCL	Quốc gia	511	20.1	20.1	13.6	11.8	1.2	1.2	8.2	10.0
Bình quân		760	16.2	16.1	19.7	19.6	2.1	1.9	14.7	15.4
<i>BWE chiết khấu so với các DN khác</i>		-47%	-46%	-46%	-44%	-54%	-26%	-26%	1.8ppt	3.0ppt
Bình quân, trừ BWE		849	18.0	17.9	21.9	22.3	2.3	2.0	14.2	14.7
<i>BWE chiết khấu so với bình quân các DN khác</i>		-53%	-51%	-51%	-50%	-60%	-30%	-30%	2.2ppt	3.8ppt

Ghi chú: Số liệu của TDM không được điều chỉnh cho phần vốn góp tại BWE.
Nguồn: Bloomberg, HSC

Rủi ro
Rủi ro giảm giá

- Khoản chiết khấu giá bán bình quân của TDM sẽ không kéo dài như kỳ vọng.

Tiềm năng tăng giá

- Giá bán bình quân nước sạch và phí dịch vụ xử lý nước thải và chất thải tăng cao có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá cao hơn kỳ vọng của chúng tôi.
- HSC chưa phản ánh dự án nhà ở xã hội của BWE vào mô hình dự báo lợi nhuận vì hoạt động bàn giao của dự án bị trì hoãn trong nhiều năm. Việc dự án này được bàn giao sẽ mang lại tiềm năng tăng cho các dự báo của HSC.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	3,526	3,959	4,276	4,568	4,913
Lợi nhuận gộp	1,564	1,694	1,903	1,983	2,101
Chi phí BH&QL	(584)	(644)	(684)	(709)	(736)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	980	1,050	1,219	1,273	1,365
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(214)	(278)	(277)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	43.4	43.7	130	92.1	92.1
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	7.09	4.47	11.3	4.47	4.47
LNTT	762	737	1,146	1,092	1,185
Chi phí thuế TNDN	(79.9)	(76.1)	(126)	(120)	(131)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(7.52)	(21.7)	(67.1)	(61.9)	(67.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	674	639	953	909	987
Lợi nhuận thuần ĐC	559	537	860	767	851
EBITDA ĐC	1,525	1,686	1,919	2,098	2,281
EPS (đồng)	3,496	3,095	4,332	4,135	4,488
EPS ĐC (đồng)	2,900	2,601	3,910	3,486	3,868
DPS (đồng)	1,327	43.9	1,300	1,300	1,300
Sig CP bình quân (triệu đv)	193	206	220	220	220
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	193	220	220	220	220
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	193	220	220	220	220

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	655	1,007	1,642	1,816	2,023
Đầu tư ngắn hạn	265	405	358	457	491
Phải thu khách hàng	781	1,712	823	880	946
Hàng tồn kho	923	1,233	875	1,124	1,194
Các tài sản ngắn hạn khác	81.8	117	19.0	20.3	21.8
Tổng tài sản ngắn hạn	2,706	4,474	3,717	4,297	4,677
TSCĐ hữu hình	4,538	4,960	6,121	6,666	7,250
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,395	985	985	985	985
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,481	1,663	2,468	2,468	2,468
Tài sản dài hạn khác	2,002	2,118	2,251	2,296	2,355
Tổng tài sản dài hạn	9,416	9,726	11,825	12,416	13,058
Tổng cộng tài sản	12,122	14,200	15,542	16,712	17,735
Nợ ngắn hạn	1,433	2,463	2,878	3,015	3,165
Phả trả người bán	453	363	310	457	491
Nợ ngắn hạn khác	320	272	281	457	491
Tổng nợ ngắn hạn	2,385	3,398	3,786	4,268	4,512
Nợ dài hạn	3,997	4,480	4,480	4,480	4,480
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	11.6	17.5	8.55	9.14	9.83
Nợ dài hạn khác	764	791	941	1,005	1,081
Tổng nợ dài hạn	4,773	5,289	5,429	5,494	5,571
Tổng nợ phải trả	7,158	8,687	9,215	9,762	10,083
Vốn chủ sở hữu	4,802	5,336	6,081	6,705	7,406
Lợi ích cổ đông thiểu số	162	177	246	246	246
Tổng vốn chủ sở hữu	4,964	5,513	6,327	6,951	7,652
Tổng nợ phải trả và VCSH	12,122	14,200	15,542	16,712	17,735
BVPS (đ)	24,891	24,263	27,650	30,485	33,673
Nợ thuần/(tiền mặt)	4,776	5,936	5,716	5,678	5,622

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	980	1,050	1,219	1,273	1,365
Khấu hao	(546)	(636)	(700)	(824)	(916)
Lãi vay thuần	(268)	(362)	(214)	(278)	(277)
Thuế TNDN đã nộp	(71.3)	(69.6)	(140)	(120)	(130)
Thay đổi vốn lưu động	142	(1,419)	1,318	38.2	(43.9)
Khác	(181)	899	(123)	(86.9)	(92.9)
LCT thuần từ HKKD	1,070	745	2,579	1,500	1,577
Đầu tư TS dài hạn	(1,862)	(647)	(1,861)	(1,370)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	651	(1,134)	(820)	(143)	(92.6)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,212)	(1,781)	(2,681)	(1,513)	(1,593)
Cổ tức trả cho CSH	(256)	(9.65)	(286)	(286)	(286)
Thu từ phát hành CP	964	86.6	0	0	270
Tăng/giảm nợ	1,413	1,512	415	137	150
Khác	(1,600)	(201)	608	337	88.1
LCT thuần từ HĐTC	521	1,387	737	188	222
Tiền & tương đương tiền đầu kì	275	655	1,007	1,642	1,816
LCT thuần trong kỳ	380	351	635	174	207
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	655	1,007	1,642	1,816	2,023
Dòng tiền tự do	(792)	97.6	718	130	77.3

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	44.3	42.8	44.5	43.4	42.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	43.3	42.6	44.9	45.9	46.4
Tỷ suất LNT (%)	19.1	16.1	22.3	19.9	20.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.5	10.3	11.0	11.0	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	1.21	12.3	8.00	6.84	7.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.10	10.5	13.8	9.32	8.76
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(9.45)	(4.05)	60.2	(10.9)	11.0
Tăng trưởng EPS (%)	(9.21)	(11.5)	40.0	(4.54)	8.53
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(9.45)	(10.3)	50.4	(10.9)	11.0
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(96.7)	2,863	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	38.0	1.42	30.0	31.4	29.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	14.5	12.6	16.7	14.2	14.0
ROACE (%)	11.0	10.2	10.8	10.5	10.6
Vòng quay tài sản (lần)	0.32	0.30	0.29	0.28	0.29
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.09	0.71	2.12	1.18	1.16
Số ngày tồn kho	172	199	135	159	155
Số ngày phải thu	145	276	127	124	123
Số ngày phải trả	84.2	58.4	47.7	64.5	63.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	101	112	95.1	85.7	76.9
Nợ/tài sản (%)	45.3	49.3	47.8	45.3	43.5
EBIT/lãi vay (lần)	3.65	2.90	5.70	4.58	4.93
Nợ/EBITDA (lần)	3.60	4.15	3.87	3.61	3.38
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.13	1.32	0.98	1.01	1.04
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.98	4.17	3.81	3.55	3.29
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.20	9.78	8.48	7.74	7.09
P/E (lần)	13.7	15.5	11.1	11.6	10.7
P/E ĐC (lần)	16.6	18.5	12.3	13.8	12.4
P/B (lần)	1.93	1.98	1.74	1.57	1.43
Lợi suất cổ tức (%)	2.76	0.09	2.71	2.71	2.71

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn