

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

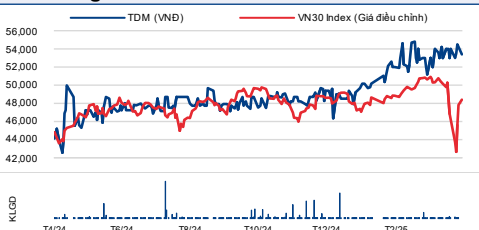
Giá mục tiêu: VNĐ61,500 (từ VNĐ66,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 15.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/4/2025)	53,400
Mã Bloomberg	TDM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	42,568-54,800
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	54,133
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,874
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	227
Slg CP lưu hành (tr.đv)	110
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	55.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	3.43
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	46.9%
Tỷ lệ freefloat	70.0%
Cổ đông lớn	VCI (14.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.30	7.49	13.9
So với chỉ số	9.11	4.52	10.3
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	3,395	4,529	(25.0)
2026F	3,829	6,779	(43.5)
2027F	4,539	9,354	(51.5)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

TDM là công ty nước với công suất đạt 260,000 mét khối nước/ngày. TDM sở hữu 37.42% cổ phần của BWE, công ty nước có công suất lớn thứ 3 tại Việt Nam

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nhã

Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng
nha.nht@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 271

Nguyễn Hoàng Nam

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

Giá bán bình quân có thể giảm; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng nhưng vẫn còn giá trị đầu tư

- HSC hạ khuyến nghị đối với TDM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) sau khi giảm 6,8% giá mục tiêu xuống 61.500đ, phản ánh mức giảm trong dự báo lợi nhuận thuần và các giả định định giá mới, cũng như đà tăng gần đây của cổ phiếu.
- TDM đặt kế hoạch HKĐK cho năm 2025 với LNST đạt 196 tỷ đồng (giảm 4%) trên doanh thu 398 tỷ đồng (giảm 27%), ngụ ý giá bán bình quân nước sạch giảm 21%. Ghi nhận điều này, chúng tôi giảm lần lượt 33-40% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống lần lượt 198 tỷ đồng (giảm 3%) và 197 tỷ đồng (đi ngang so với năm 2025).
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 4,3% trong 1 tháng qua bất chấp ảnh hưởng từ tin tức thuế, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,5 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 15%.

Sự kiện: ĐHCĐ và KQKD sơ bộ Q1/2025 của TDM

TDM đã công bố kế hoạch HKĐK cho năm 2025 với LNST đạt 196 tỷ đồng (giảm 4%) và doanh thu đạt 398 tỷ đồng (giảm 27%). Trong đó, doanh thu mảng cấp nước sạch dự kiến đạt 397,5 tỷ đồng, ngụ ý giá bán bình quân nước sạch giảm 21%, tương đương LNTT giảm 109 tỷ đồng. Mặt khác, TDM kỳ vọng doanh thu HĐ tài chính sẽ tăng gấp 5 lần, chủ yếu nhờ vào khoản cổ tức 107 tỷ đồng nhận từ BWE, gần như bù đắp cho phần giảm của giá bán bình quân nước sạch.

Ngoài ra, TDM dự kiến chi trả cổ tức tiền mặt năm 2025 ở mức 1.300đ/cp, giảm 7% so với năm 2024. Cho năm 2025, TDM lên kế hoạch hoàn tất việc mở rộng tuyến ống D1500 tại nhà máy nước Bàu Bàng và nâng công suất của nhà máy lên 100.000m³/ngày với tổng vốn đầu tư dự kiến là 666 tỷ đồng. Trong đó, 306 tỷ đồng sẽ được tài trợ bằng nguồn vốn vay từ JICA và ADB. Bên cạnh đó, TDM đã thông qua kế hoạch phát hành ESOP với tổng số lượng 1,1 triệu cổ phiếu ở mức giá 27.500đ/cp, kèm thời gian hạn chế chuyển nhượng trong hai năm. Kế hoạch này dự kiến sẽ được triển khai trong năm 2025.

Giảm dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

HSC điều chỉnh giảm 33% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 xuống 198 tỷ đồng (giảm 3%) và giảm 40% cho năm 2026 xuống 197 tỷ đồng (đi ngang so với năm 2025), do dự kiến giá bán bình quân giảm 21% trong năm 2025 và duy trì mức này cho các năm tiếp theo. Với việc hoàn thành tuyến ống D1600 vào cuối năm 2024 và tuyến ống D1500 đã đạt 44,7% tiến độ thi công, chúng tôi dự báo chi phí khấu hao gia tăng sẽ gây áp lực lên tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cấp nước của TDM, giảm xuống còn lần lượt 36% và 29%. HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 248 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và doanh thu thuần đạt 422 tỷ đồng (tăng trưởng 3%), dựa trên giả định giá bán bình quân không đổi và sản lượng tiêu thụ nước tăng trưởng 3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4,3% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,5 lần. Giá mục tiêu mới theo phương pháp tổng hợp từng phần (SoTP) của chúng tôi giảm 6,8% xuống 61.500đ, chủ yếu do điều chỉnh trong dự báo lợi nhuận thuần, trong giả định DCF và phương pháp định giá đối với các công ty con và công ty liên kết của TDM.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	376	385	287 ▼	296 ▼	306 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	283	204	198 ▼	197 ▼	248 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	3,395 ▼	3,829 ▼	4,539 ▼
DPS (đồng)	1,300	1,273	1,400 ▼	1,300 ▼	1,300 ▼
BVPS (đồng)	20,366	22,893	23,296 ▲	23,773 ▲	24,707 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	15.6	21.4	20.1	19.0
P/E ĐC (lần)	12.6	13.3	15.7	13.9	11.8
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	2.38	2.62	2.43	2.43
P/B (lần)	2.62	2.33	2.29	2.25	2.16
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(15.3)	12.8	18.6
ROAE (%)	13.9	8.98	7.76	7.55	9.22

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

Giảm giá định giá bán bình quân, hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

HSC hạ khuyến nghị đối với TDM xuống Tăng tỷ trọng và giảm 6,8% giá mục tiêu xuống 61.500đ, để phản ánh việc giảm giá định giá bán bình quân và một số điều chỉnh kỹ thuật trong phương pháp định giá. Chúng tôi giảm lần lượt 33% và 40% dự báo cho năm 2025-2026, theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng lần lượt 3% và 0%. Cùng với dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 248 tỷ đồng (tăng trưởng 26%), các dự báo mới của chúng tôi cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm chỉ đạt 7%. Đáng chú ý, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ tháng 1/2023.

Những nội dung chính từ ĐHCĐ

Cổ đông TDM đã thông qua kế hoạch HKKD cho năm 2025 với lợi nhuận thuần đạt 196 tỷ đồng (giảm 4%) và doanh thu đạt 398 tỷ đồng (giảm 27%). Mức giảm doanh thu chủ yếu đến từ việc doanh thu cấp nước sạch giảm 19% và không còn doanh thu từ bán vật tư trong năm 2025. Dù đạt kế hoạch sản lượng nước tiêu thụ tăng trưởng 3%, doanh thu từ mảng cấp nước của TDM dự kiến đạt 398 tỷ đồng (giảm 19%), ngụ ý giá bán bình quân nước sạch giảm 21%.

TDM dự kiến doanh thu HĐ tài chính sẽ tăng gấp 5 lần chủ yếu nhờ vào cổ tức tiền mặt 1.300đ/cp từ BWE, mang lại khoảng 107 tỷ đồng, tương đương 55% kế hoạch LNST năm 2024 của TDM. Dù kế hoạch lợi nhuận giảm, TDM vẫn dự kiến trả cổ tức tiền mặt năm 2025 ở mức 1.300đ/cp, giảm 7% so với mức cổ tức của năm 2024.

Trong năm 2024, TDM đã hoàn tất dự án mở rộng tuyến ống D1600 với tổng vốn đầu tư khoảng 200 tỷ đồng, kết nối trạm bơm Tân Ba với nhà máy nước Dĩ An. Cho năm 2025, TDM dự kiến sẽ hoàn tất dự án mở rộng tuyến ống D1500 tại nhà máy nước Bàu Bàng với tổng vốn đầu tư khoảng 365 tỷ đồng, đồng thời thực hiện mở rộng công suất của nhà máy từ 60.000m³/ngày lên 100.000m³/ngày, với vốn đầu tư dự kiến khoảng 301 tỷ đồng. Tổng vốn đầu tư cho hai hạng mục tại nhà máy nước Bàu Bàng theo đó sẽ vào khoảng 666 tỷ đồng. TDM đang xin cấp khoản vay trị giá 12 triệu USD (tương đương 306 tỷ đồng) từ JICA và ADB để tài trợ cho các dự án này.

Bên cạnh đó, TDM cũng đã thông qua kế hoạch phát hành ESOP, với 1,1 triệu cổ phiếu (tương đương 1% lượng cổ phiếu đang lưu hành trước phát hành) với giá phát hành 27.500đ/cp, dành cho các lãnh đạo chủ chốt trong giai đoạn 2020–2025, kèm theo thời hạn hạn chế chuyển nhượng là 2 năm. Số tiền thu được từ đợt phát hành, tương đương 27,5 tỷ đồng, sẽ được TDM sử dụng để bổ sung vốn lưu động. Quy trình phát hành dự kiến sẽ được hoàn tất trong năm 2025, sau khi nhận được chấp thuận từ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (SSC).

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh năm 2025, TDM

Kế hoạch năm 2025 với giá bán bình quân giảm 21% đối với BWE

Tỷ đồng	2025	Tăng trưởng (%)	Thay đổi so với kế hoạch sơ bộ (%)
Doanh thu	397.8	-27%	-21%
Doanh thu mảng nước:	397.5	-19%	-21%
Doanh thu mảng khác:	0.3	-99%	-
Thu nhập tài chính	136.1	405%	-
LNTT	217.4	-4%	-33%
LNST	195.6	-4%	-33%
Cổ tức (đồng)	1,300	-7%	-7% to 0%
Mảng cấp nước			
Sản lượng sản xuất (triệu m3)	73.2	3%	-
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	73.0	3%	-
Giá bán bình quân (đồng/m3)	5,449	-21%	-21%

Nguồn: HSC

Nhận định của HSC

Kế hoạch H&KD năm 2025 vừa được thông qua thấp hơn 33% so với mục tiêu LNST sơ bộ là 294 tỷ đồng (tăng trưởng 44%) được đề xuất trong tài liệu ĐHCĐ ban đầu và báo cáo tháng 1/2025 của Công ty. HSC cho rằng nguyên nhân chính dẫn đến việc điều chỉnh giảm kế hoạch H&KD năm 2025 là do Công ty điều chỉnh giảm giá bán bình quân. Lưu ý, BWE – công ty mà TDM sở hữu 37,42% cổ phần và cũng là khách hàng duy nhất tiêu thụ nước của TDM – đã đặt mục tiêu LNST năm 2025 theo hướng thận trọng là 640 tỷ đồng (giảm 4%). Do đó, chúng tôi cho rằng việc TDM điều chỉnh giảm giá bán bình quân là hợp lý vì điều này sẽ giúp giảm chi phí sản xuất cho BWE. HSC chưa đưa yếu tố này vào mô hình dự báo cho BWE.

KQKD sơ bộ Q1/2025

TDM đã công bố KQKD sơ bộ cho Q1/2025 với lợi nhuận thuần đạt 144 tỷ đồng (tăng 283% so với cùng kỳ) và doanh thu đạt 100 tỷ đồng (giảm 5,8% so với cùng kỳ), chủ yếu nhờ sản lượng tiêu thụ nước tăng 2,6% và ghi nhận cổ tức từ BWE lên tới 107 tỷ đồng.

Lưu ý, theo số liệu KQKD hằng tháng của Công ty, giá bán bình quân nước sạch trong tháng 3/2025 đã giảm 21,5%. Dựa trên kế hoạch H&KD và KQKD hằng tháng của TDM, HSC cho rằng TDM đã bắt đầu áp dụng mức chiết khấu 25% đối với giá bán nước cho BWE từ tháng 3/2025 trở đi.

Tuy nhiên, khoản cổ tức tiền mặt nhận được từ BWE sẽ phần nào bù đắp cho sự suy yếu trong KQKD cốt lõi của TDM trong năm nay, qua đó giúp công ty duy trì khả năng chi trả cổ tức cho năm 2025.

Bảng 2: KQKD theo tháng, TDM

Giá bán bình quân giảm trong T3/2025

Tỷ đồng	T1-25	T2-25	T3-25	3T25
Tổng doanh thu	28.0	39	33	100
Trong đó, doanh thu mảng cấp nước:	27.9	39	33	100
Thu nhập tài chính	0	107	1	108
LNST	8	125	10	144
Mảng nước				
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	4	6	6	16
Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	-3%	7%	3%	3%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	6,940	6,939	5,444	6,361

Nguồn: HSC

Bảng 3: Dự báo cũ và dự báo mới, TDM

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận thuần của TDM sẽ giảm nhẹ trong năm 2025-2026

Tỷ đồng	Thực hiện 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025	2026		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	544	398	410	422	545	587	633	0%	-32%	-35%
Giá vốn hàng bán	-287	-256	-289	-252	-302	-312	-325	-5%	-18%	-11%
Lợi nhuận gộp	258	141	120	170	242	275	308	6%	-49%	-61%
Thu nhập tài chính	27	136	137	145	33	116	125	-19%	17%	10%
Chi phí tài chính	-45	-57	-38	-38	-45	-46	-48	0%	23%	-22%
Trong đó: chi phí lãi vay	-9	-24	-38	-38	-18	-17	-17	-47%	41%	124%
Chi phí BH&QL	-14	-14	-14	-14	-16	-17	-18	-9%	-15%	-21%
LNTT	225	207	206	262	215	328	367	5%	-37%	-44%
Lợi nhuận thuần	204	198	197	248	194	295	330	6%	-33%	-40%

Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC giảm mạnh lần lượt 33% và 40% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 xuống 198 tỷ đồng (giảm 3%) và 197 tỷ đồng (đi ngang so với cùng kỳ). Điều này chủ yếu là do chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá bán bình quân nước sạch từ 2025 trở đi, phản ánh theo giá bán bình quân được ngụ ý trong kế hoạch H&KD năm 2025 của công ty và được bù đắp một phần nhờ thu nhập cổ tức tăng từ BWE.

Bảng 4: Dự báo tăng trưởng, TDM

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2026 sẽ tăng trưởng kém tích cực

	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ		
		2025	2026	2027	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	2%	-27%	3%	3%	2%	8%	8%
Giá vốn hàng bán	-2%	-11%	13%	-13%	4%	3%	4%
Lợi nhuận gộp	7%	-45%	-15%	41%	1%	13%	12%
Thu nhập tài chính	-78%	405%	1%	5%	-73%	249%	8%
Chi phí tài chính	-7%	25%	-33%	0%	-7%	3%	5%
Trong đó: chi phí lãi vay	-53%	154%	59%	0%	-10%	-5%	0%
Chi phí BH&QL	0%	0%	0%	0%	9%	8%	8%
LNTT	-25%	-8%	0%	27%	-29%	52%	12%
Lợi nhuận thuần	-28%	-3%	0%	26%	-32%	52%	12%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Giả định cũ và giả định mới đối với các mảng kinh doanh cốt lõi, TDM

HSC hạ dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp giai đoạn 2025-2026 do hạ giả định giá bán bình quân trong giai đoạn này

Tỷ đồng	Thực hiện 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025	2026		2024	2025	2026	2024	2025	2026
Doanh thu	544	398	410	422	545	587	633	-0%	-32%	-35%
Cấp nước	492	398	409	422	485	527	573	1%	-25%	-29%
Mảng khác	53	0	0	0	59	59	59	-11%	-100%	-100%
Lợi nhuận gộp	258	141	120	170	242	275	308	6%	-49%	-61%
Cấp nước	257	141	120	170	242	275	308	6%	-49%	-61%
Mảng khác	1	0	0	0	0	0	0	N/a	N/a	N/a
Phân tích mảng cấp nước										
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	70.8	73.0	75.1	77.4	70.1	74.0	78.1	1%	-1%	-4%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	6,941	5,449	5,449	5,449	6,922	7,129	7,343	0%	-24%	-26%
Lợi nhuận gộp	47%	36%	29%	40%	44%	47%	49%			
Cấp nước	52%	36%	29%	40%	50%	52%	54%			
Mảng khác	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%			

Nguồn: HSC

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

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp mảng cấp nước giảm trong giai đoạn 2025-2026

Tăng trưởng	Thực tế 2024	Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Dự báo cũ		
		2025	2026		2024	2025	2026
Doanh thu	2%	-27%	3%	3%	2%	8%	8%
Cấp nước	4%	-19%	3%	3%	3%	9%	9%
Mảng khác	-11%	-99%	-	-	-	-	-
Lợi nhuận gộp	7%	-45%	-15%	41%	1%	13%	12%
Cấp nước	7%	-45%	-15%	41%	1%	13%	12%
Mảng khác	-7%	-99%	-	-	-100%	N/a	N/a
Phân tích mảng cấp nước							
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	4%	3%	3%	3%	3%	6%	6%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	0%	-21%	-	-	-	3%	3%

Nguồn: HSC

Cụ thể như sau:

- HSC giả định TDM sẽ giảm 21% giá bán bình quân trong năm 2025 và giữ nguyên mức giá này cho các năm tiếp theo. Theo đó, chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 24% và 26% giả định giá bán bình quân cho năm 2025-2026. Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng sản lượng nước tiêu thụ của TDM tăng trưởng ổn định ở mức 3% (từ 6% trước đó) trong năm 2025-2026 – phù hợp với tốc độ tăng trưởng kép hằng năm của sản lượng tiêu thụ trong 5 năm gần đây.

- Do tuyến ống D1600 của TDM đã hoàn tất vào cuối năm 2024 và dự án tuyến ống D1500 đã đạt tiến độ thi công 44,7% vào cuối năm 2024, HSC dự báo chi phí khấu hao gia tăng sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận gộp mảng cấp nước của TDM giảm lần lượt xuống mức 36% và 29%.
- Như đã đề cập, các thay đổi trên dẫn đến việc HSC giảm lần lượt 49% và 61% dự báo lợi nhuận gộp cho năm 2025-2026, dẫn đến giảm 33% và 40% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 xuống 198 tỷ đồng và 197 tỷ đồng.
- Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 248 tỷ đồng (tăng trưởng 26%) và doanh thu thuần đạt 422 tỷ đồng (tăng trưởng 3%), dựa trên giả định giá bán bình quân không đổi và sản lượng tiêu thụ nước tăng trưởng 3%. Tốc độ tăng trưởng mạnh của lợi nhuận TDM dự kiến sẽ nhờ ảnh hưởng tích cực từ chi phí khấu hao giảm đối với hệ thống kiến trúc và máy móc thiết bị.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với TDM xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm giá mục tiêu theo phương pháp tổng hợp từng phần (SoTP) xuống 61.500đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những điều chỉnh của chúng tôi trong dự báo lợi nhuận thuần, các giả định theo phương pháp DCF, cũng như phương pháp định giá đối với các công ty con và công ty liên kết của TDM.

Cụ thể, thay vì sử dụng giá trị sổ sách để xác định giá trị hợp lý cho tất cả các công ty liên kết của TDM (ngoại trừ BWE) như trước đây, HSC áp dụng giá thị trường để định giá các công ty liên kết đang giao dịch trên UPCoM và giá trị sổ sách để định giá các công ty chưa niêm yết có thu nhập cổ tức thấp.

Các giả định theo phương pháp DCF cho mảng kinh doanh cốt lõi của TDM bao gồm lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 8,5%), phù hợp với các giả định nội bộ của HSC. Chúng tôi sử dụng beta điều chỉnh dựa trên số liệu hàng ngày trong 1 năm của BWE trên Bloomberg là 0,8 (giảm từ 1,1) làm beta cho TDM để tránh sai lệch do khối lượng giao dịch thấp của TDM và cân nhắc đến sự tương đồng về địa lý và sự tương đồng trong các mảng kinh doanh của TDM và BWE. Ngoài ra, chúng tôi áp dụng mức thuế 10% (không thay đổi) và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% (từ 0% để phù hợp với các cổ phiếu ngành Tiện ích – Nước trong danh sách khuyến nghị của HSC). Tổng hợp các giả định trên, chúng tôi tính toán được giả định WACC là 10% (giảm từ mức 12,9% trước đó). Ngoài ra, chúng tôi cũng trừ đi các quỹ khen thưởng và phúc lợi trong tính toán dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay của doanh nghiệp, điều này nhất quán cho các cổ phiếu trong danh sách khuyến nghị của HSC trong lĩnh vực Tiện ích - Nước.

Bảng 7: Định giá SOTP, TDM

Tỷ đồng	Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Lợi ích của TDM	Phân bổ cho TDM
HĐKD cốt lõi của TDM	Cấp nước	DCF	1,327	100.0%	1,327
Mảng kinh doanh khác					5,435
BWE (HSX)	Cấp nước	Giá mục tiêu HSC	12,156	37.4%	4,549
DNW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	3,600	12.1%	467
CMW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	210	24.4%	51
CTW (UPCoM)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	843	23.0%	193
GIWACO (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		23.8%	121
WASE (không NY)	VLXD	Giá trị sổ sách		25.0%	5
BWE - Quảng Bình (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		42.3%	32
Gia Tân - Cẩm Mỹ (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		25.0%	15
Vốn CSH					6,761
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					110
Giá trị/cp (đồng)					61,500
Chiết khấu giả định					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					61,500
Tiềm năng tăng giá					15%

Ghi chú: Định giá của BWE theo báo cáo cuối cùng của HSC ngày 26 tháng 3, trong khi các công ty liên kết giao dịch trên UPCoM của TDM được theo giá ngày 11/4. Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF với HĐKD cốt lõi, TDM

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận HĐ	127	106	156	209	219	229
Thuế TNDN @ 10.0%	(13)	(11)	(16)	(21)	(22)	(23)
NOPAT	114	96	140	188	197	206
Khấu hao	160	190	150	106	106	106
Thay đổi VLD	(1)	70	(6)	(2)	(3)	(4)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(330)	(150)	(100)	(100)	(100)	(100)
Dòng tiền HĐ khác	(39)	(48)	(50)	(51)	(53)	(54)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(16)	(16)	(16)	(20)	(24)	(25)
Dòng tiền tự do không vốn vay (UFCF)	(112)	142	119	121	123	130
Chiết khấu	1.00	1.10	1.21	1.33	1.46	1.61
Giá trị hiện tại của UFCF	(112)	129	98	91	84	81
Tổng UFCF	371					

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, TDM

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.8
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	10.7%
Chi phí nợ trước thuế	6.0%
Thuế TNDN	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	5.4%
Tỷ trọng vốn CSH	87.0%
Tỷ trọng nợ	13.0%
WACC	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán giá trị vốn CSH, TDM

Tỷ đồng	Value
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	4.4x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,031
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	371
Giá trị hiện tại của DN	1,403
Cộng: tiền	470
Trừ: tổng nợ điều chỉnh	(546)
Giá trị vốn CSH	1,327

Nguồn: HSC

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, TDM

Kịch bản cơ sở của HSC giả định 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%	61,700	62,400	63,100	64,000	65,100
	3.5%	61,000	61,600	62,300	63,000	63,900
	4.0%	60,300	60,900	61,500	62,100	62,900
	4.5%	59,800	60,200	60,800	61,400	62,000
	5.0%	59,200	59,600	60,100	60,700	61,200

Nguồn: HSC

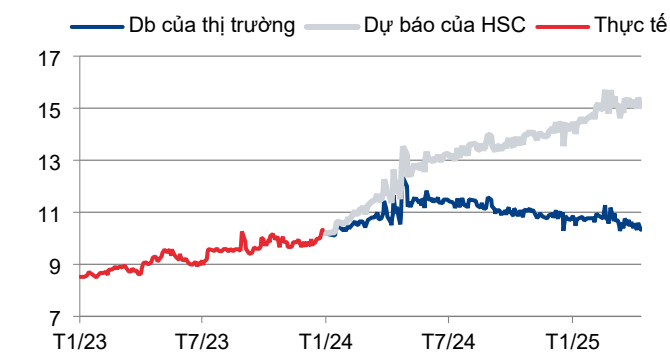
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 4,3% trong 1 tháng qua, phản ánh việc không bị ảnh hưởng từ thuế đối ứng, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần, cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,5 lần. Ngoài ra, so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành tại Việt Nam và trong khu vực, TDM đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 16% và 30%, có P/E dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 57% và 48%, đồng thời mang lại ROE dự phóng năm 2025-2026 thấp hơn lần lượt 1,3 điểm phần trăm và 1 điểm phần trăm. Do đó, HSC cho rằng định giá của TDM đang kém hấp dẫn hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành.

Biểu đồ 12: P/E, trượt dự phóng 1 năm, TDM

TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,1 lần

....



Nguồn: HSC

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với bình quân, TDM

... cao hơn 1,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,5 lần



Nguồn: HSC

Bảng 14: So sánh định giá của các công ty cùng ngành, TDM

HSC cho rằng định giá của TDM đang kém hấp dẫn hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành theo cả P/E và EV/EBITDA

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E 2025	P/E 2026	ROE 2025	ROE 2026
TDM (*)	Vietnam	232	15.5	15.5	20.9	16.6	12.6	14.1
BWE	Vietnam	378	9.2	9.2	9.7	7.4	17.0	20.7
TTW PCL	Thailand	1,048	10.1	10.1	11.6	11.4	18.8	19.2
VA Tech Wabag Ltd	India	1,012	22.6	22.6	30.5	23.8	14.3	15.9
Manila Water Co Inc	Philippines	1,499	8.2	7.8	7.7	5.9	15.6	15.5
WHA Utilities and Power PCL	Thailand	358	19.4	11.1	8.7	8.1	9.7	10.8
GZEP	China	637	10.6	10.5	11.7	10.7	8.2	8.2
Bình quân		738	13.6	12.4	14.4	12.0	13.8	14.9
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành		-68%	13%	25%	45%	39%	-1.2ppt	-0.9ppt
Bình quân, trừ TDM		822	13.3	11.9	13.3	11.2	13.9	15.1
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành		-72%	16%	30%	57%	48%	-1.3ppt	-1.0ppt

Ghi chú: Định giá của BWE theo báo cáo cuối cùng của HSC ngày 26 tháng 3, trong khi các công ty liên kết giao dịch trên UPCoM của TDM được theo giá ngày 11/4.
Nguồn: Bloomberg

Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá**Rủi ro giảm giá:**

- TDM có kế hoạch tăng các khoản vay bằng USD trong cơ cấu nguồn tài trợ, theo đó bất kỳ sự mất giá đáng kể nào của VND so với USD đều có thể tạo ra rủi ro KQKD thực hiện thấp hơn dự báo của HSC.
- Những lo ngại về thuế đối ứng của Hoa Kỳ có thể đảo ngược kế hoạch sản xuất tại các nhà máy FDI ở Bình Dương, dẫn đến sản lượng tiêu thụ nước của TDM yếu hơn.

Tiềm năng tăng giá:

- Vì giá nước được đàm phán trực tiếp giữa BWE và TDM nên mức chiết khấu thấp hơn dự kiến trong giá bán bình quân của TDM cho BWE có thể mang lại tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo của HSC.
- Bất kỳ đợt tăng giá nước nào trong tương lai đều có thể mang lại tiềm năng KQKD cao hơn dự báo.

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	533	544	398	410	422
Lợi nhuận gộp	241	258	141	120	170
Chi phí BH&QL	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	227	243	127	106	156
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	79.5	99.6	107
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.15	0.07	0	0	0
LNTT	302	225	207	206	262
Chi phí thuế TNDN	(18.7)	(20.9)	(8.53)	(8.45)	(14.1)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	283	204	198	197	248
Lợi nhuận thuần ĐC	424	421	375	425	504
EBITDA ĐC	376	385	287	296	306
EPS (đồng)	2,834	1,947	1,792	1,777	2,234
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	3,395	3,829	4,539
DPS (đồng)	1,300	1,273	1,400	1,300	1,300
Slg CP bình quân (triệu đv)	100	105	111	111	111
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	100	110	111	111	111
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	100	110	111	111	111

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	110	264	343	606	760
Đầu tư ngắn hạn	40.0	157	127	118	108
Phải thu khách hàng	351	156	137	61.5	63.3
Hàng tồn kho	2.06	77.3	58.4	62.2	66.2
Các tài sản ngắn hạn khác	2.10	2.93	4.13	6.30	8.60
Tổng tài sản ngắn hạn	505	657	669	854	1,005
TSCĐ hữu hình	650	696	716	827	776
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	60.0	7.48	157	6.48	7.48
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,232	1,532	1,532	1,532	1,532
Tài sản dài hạn khác	156	131	147	152	156
Tổng tài sản dài hạn	2,098	2,366	2,553	2,517	2,472
Tổng cộng tài sản	2,603	3,024	3,221	3,371	3,477
Nợ ngắn hạn	215	112	112	112	112
Phải trả người bán	52.4	6.57	6.79	9.04	11.4
Nợ ngắn hạn khác	240	112	78.2	76.4	74.5
Tổng nợ ngắn hạn	515	238	200	200	203
Nợ dài hạn	52.3	267	433	529	529
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	52.3	267	433	529	529
Tổng nợ phải trả	567	505	633	730	732
Vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,588	2,641	2,745
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,588	2,641	2,745
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,603	3,024	3,221	3,371	3,477
BVPS (đ)	20,366	22,893	23,296	23,773	24,707
Nợ thuần*/(tiền mặt)	157	116	203	35.8	(118)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	227	243	127	106	156
Khấu hao	(149)	(142)	(160)	(190)	(150)
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	79.5	99.6	107
Thuế TNDN đã nộp	(18.7)	(20.9)	(8.53)	(8.45)	(14.1)
Thay đổi vốn lưu động	99.9	(55.2)	(0.75)	69.6	(5.97)
Khác	(96.2)	223	(71.9)	(47.7)	(49.5)
LCT thuần từ HKKD	341	523	182	272	198
Đầu tư TS dài hạn	(81.2)	(135)	(330)	(150)	(100)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(64.2)	(497)	13.5	4.59	5.74
LCT thuần từ HĐĐT	(145)	(632)	(316)	(145)	(94.3)
Cổ tức trả cho CSH	(130)	(140)	(156)	(144)	(144)
Thu từ phát hành CP	64.4	0	0	0	300
Tăng/giảm nợ	11.1	112	166	96.0	0
Khác	(64.4)	291	203	185	(106)
LCT thuần từ HĐTC	(119)	263	213	137	49.6
Tiền & tương đương tiền đầu kì	33.5	110	264	343	606
LCT thuần trong kỳ	76.5	154	78.8	263	154
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	110	264	343	606	760
Dòng tiền tự do	260	388	(148)	122	98.2

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	45.2	47.3	35.5	29.4	40.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	70.5	70.7	72.2	72.3	72.4
Tỷ suất LNT (%)	53.2	37.5	49.8	48.2	58.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.19	9.28	4.13	4.11	5.37
Tăng trưởng doanh thu (%)	11.2	2.22	(26.9)	3.00	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(2.21)	2.54	(25.4)	3.17	3.16
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(10.1)	(0.84)	(10.8)	13.3	18.6
Tăng trưởng EPS (%)	28.6	(31.3)	(7.97)	(0.83)	25.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(15.3)	12.8	18.6
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(2.10)	10.0	(7.14)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	45.9	65.4	78.1	73.2	58.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.9	8.98	7.76	7.55	9.22
ROACE (%)	10.7	9.99	4.38	3.43	4.83
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.19	0.13	0.12	0.12
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.50	2.15	1.43	2.56	1.27
Số ngày tồn kho	2.57	98.3	83.2	78.5	95.8
Số ngày phải thu	439	199	194	77.5	91.6
Số ngày phải trả	65.6	8.37	9.67	11.4	16.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	8.09	4.86	7.94	1.45	(4.14)
Nợ/tài sản (%)	10.6	12.8	17.0	19.1	18.6
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	13.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.73	1.00	1.91	2.17	2.11
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.98	2.76	3.34	4.26	4.96
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	10.3	11.0	15.4	14.6	13.8
EV/EBITDA ĐC (lần)	14.6	15.6	21.4	20.1	19.0
P/E (lần)	18.8	27.4	29.8	30.1	23.9
P/E ĐC (lần)	12.6	13.3	15.7	13.9	11.8
P/B (lần)	2.62	2.33	2.29	2.25	2.16
Lợi suất cổ tức (%)	2.43	2.38	2.62	2.43	2.43

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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