

Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

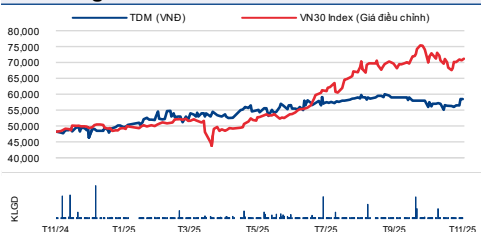
Giá mục tiêu: VNĐ59,800 (từ VNĐ64,600)

Tiềm năng tăng/giảm: 1.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/11/2025)	59,000
Mã Bloomberg	TDM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	46,367-60,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	58,200
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,490
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	246
Slg CP lưu hành (tr.đv)	110
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	55.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	51.6
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.11%
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	2.61	(1.34)	22.4
So với chỉ số	3.47	(2.64)	(17.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	4,001	3,823	4.6
2026F	3,584	3,909	(8.3)
2027F	3,931	6,044	(35.0)

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

Tiếp tục hỗ trợ các công ty cùng ngành, hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Mua vào) và giảm giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 59.800đ, phản ánh việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần của chúng tôi.
- Chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm lần lượt 8% và 24% dự báo cho năm 2026-2027. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được điều chỉnh tăng là nhờ chi phí khấu hao giảm, vì các tài sản cố định chính đã hoàn thành khấu hao sớm hơn dự kiến, trong khi việc điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận cho năm 2026/2027 là do giảm giả định giá bán bình quân từ năm 2025 trở đi.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,6% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. Giá mục tiêu mới cho thấy cổ phiếu có tiềm năng tăng giá là 1,4%.

Sự kiện: Chiết khấu giá bán bình quân sâu hơn cho công ty liên quan

TDM đã đưa ra mức chiết khấu giá bán buôn bình quân sâu hơn cho BWE vào tháng 8/2025 là 34% (so với mức giá cuối năm 2024), cho thấy sự hỗ trợ tích cực hơn nữa dành cho BWE. Việc giảm giá bán bình quân phù hợp với định hướng mới của công ty được công bố vào tháng 5/2025.

Tác động: Tăng 5% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, giảm 8%/24% cho năm 2026/2027.

Chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm lần lượt 8% và 24% dự báo cho năm 2026-2027. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được điều chỉnh tăng là nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cấp nước sạch cao hơn kỳ vọng nên tài sản cố định chính đã hoàn thành khấu hao sớm hơn dự kiến. Mặt khác, dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 được điều chỉnh giảm là do HSC đưa ra giả định thận trọng hơn, dựa trên kỳ vọng TDM sẽ giữ nguyên giá bán bình quân cho BWE nhằm hỗ trợ lợi nhuận thuần và dòng tiền của BWE. Đồng thời chúng tôi cũng chuyển cơ sở định giá đến cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,6% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và trong khu vực TDM hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 cao hơn 69% và 70%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang thấp hơn lần lượt 128% và 253% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cao hơn lần lượt 3,2 và 2,6 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Năm giữ và giảm giá mục tiêu xuống 59.800đ.

TDM là cổ phiếu phù hợp với câu chuyện đầu tư xanh và sạch, nhờ việc liên tục mở rộng công suất để đáp ứng nhu cầu sử dụng nước dài hạn từ các khu công nghiệp. Rủi ro chính đối với TDM là mức chiết khấu giá bán cho BWE biến động khó lường.

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)	376	385	255 ▼	217 ▼	224 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	283	204	209 ▲	182 ▼	189 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	4,001 ▲	3,584	3,931 ▼
DPS (đồng)	1,300	1,273	1,400	1,300	1,300
BVPS (đồng)	20,366	22,893	23,411	23,746	24,148
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	17.2	26.5	30.7	29.4
P/E ĐC (lần)	13.9	14.7	14.7	16.5	15.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.20	2.16	2.37	2.20	2.20
P/B (lần)	2.90	2.58	2.52	2.48	2.44
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(0.15)	(10.4)	9.69
ROAE (%)	13.9	8.98	8.17	6.94	7.11

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

Giảm giá bán nước cho công ty liên quan kéo giảm triển vọng lợi nhuận

HSC hạ khuyến nghị xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm giá mục tiêu xuống 59.800đ sau khi giảm giá định giá bán bình quân cho khách hàng và công ty liên kết duy nhất là BWE từ năm 2025 trở đi, sau khoản chiết khấu khá sâu cho công ty này từ tháng 8/2025. Theo đó, dự báo lợi nhuận thuần năm 2026/2027 được điều chỉnh giảm lần lượt 8% và 24% xuống còn 182 tỷ đồng (giảm 13% so với cùng kỳ) và 189 tỷ đồng (tăng trưởng 4%).

Sự kiện: Chiết khấu giá bán bình quân sâu hơn cho BWE trong Q3/2025

TDM đã đưa ra mức chiết khấu giá bán buôn bình quân sâu hơn cho BWE vào tháng 8/2025 là 34% (từ mức giá cuối năm 2024), cho thấy sự hỗ trợ tích cực hơn nữa dành cho BWE. Việc giảm giá bán bình quân phù hợp với định hướng mới của công ty được công bố vào tháng 5/2025. Chúng tôi kỳ vọng TDM sẽ không đưa ra mức chiết khấu bổ sung nào cho BWE cho đến cuối năm 2025, từ đó mức chiết khấu bình quân của giá bán buôn cho BWE trong năm 2025 sẽ là 24%. Do đó, chúng tôi dự báo KQKD Q4/2025 sẽ kém tích cực.

TDM ghi nhận lợi nhuận thuần kém khả quan ở mức 2,4 tỷ đồng (giảm 86% so với cùng kỳ), đẩy lợi nhuận thuần 10 tháng đầu năm 2025 lên 202 tỷ đồng (tăng 22,7% so với cùng kỳ). Vì doanh thu chủ yếu đến từ doanh thu cấp nước và khoản doanh thu HĐ tài chính không đáng kể, chúng tôi cho rằng KQKD của TDM trong tháng 10/2025 yếu là do chiết khấu giá bán bình quân cho BWE. Trong 10 tháng đầu năm 2025, HSC cho rằng lợi nhuận thuần của TDM tăng 23% là nhờ khoản cổ tức 107 tỷ đồng từ Biwase (BWE; Mua vào, giá mục tiêu 62.300đ, TDM sở hữu 37,42% cổ phần), vốn không có trong năm 2024 và 23 tỷ đồng cổ tức từ Công ty cổ phần Cấp nước Đồng Nai (DNW; chưa khuyến nghị). Loại trừ các khoản cổ tức trên, lợi nhuận thuần của TDM đạt 62 tỷ đồng (giảm 58% so với cùng kỳ).

Bảng 1: KQKD 10 tháng đầu năm 2025, TDM

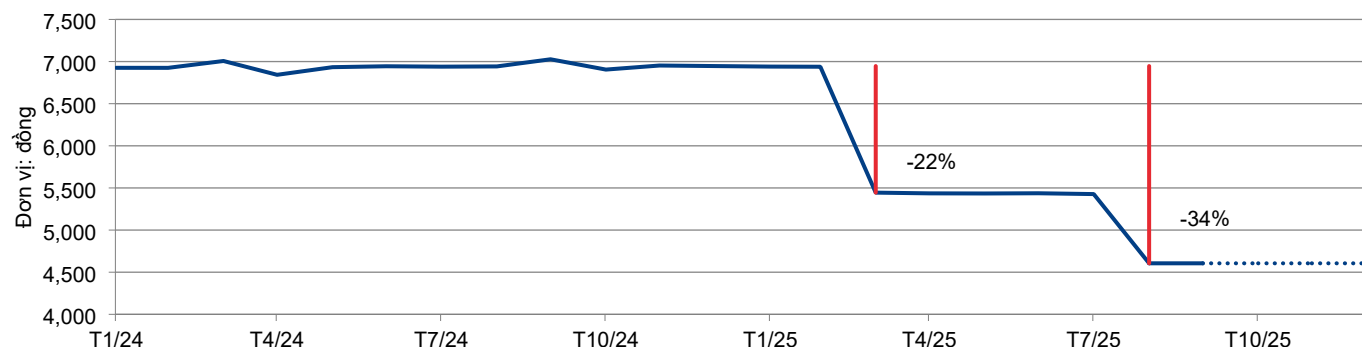
Chủ yếu được thúc đẩy nhờ thu nhập từ cổ tức

	T10-2025	T10-2024	So với cùng kỳ	10T-25	10T-24	Sv cùng kỳ
Công suất (triệu m3)	8.1	8.1	0.0%	79	79	-0.3%
Sản lượng sản xuất (triệu m3)	5.7	6.0	-4.2%	53	57	-6.2%
Hiệu suất (%)	71%	74%	-3.1ppt	68%	72%	-4.2ppt
Công suất (m3/ngày)	260,000	260,000	0.0%	260,000	260,000	0.0%
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	5.7	5.9	-4.2%	53	57	-6.4%
Tỷ lệ thất thoát (%)	0.80%	0.78%	+0.0ppt	0.63%	0.44%	+0.2ppt
Doanh thu	26.2	41.0	-36.0%	290	441	-34.1%
Trong đó, doanh thu mảng cấp nước (tỷ đồng)	26.2	40.9	-36.0%	290	393	-26.3%
Thu nhập tài chính (tỷ đồng)	0.1	0.2	-36.8%	144	23	537.4%
Doanh thu khác		0.0	-179.9%	1	48	-98.6%
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2.4	17.5	-86.3%	202	164	22.7%
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng), trừ cổ tức	2.4	17.5	-86.3%	62	147	-57.6%

Nguồn: TDM, HSC

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

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



Nguồn: HSC

Dự báo mới

Chúng tôi tăng 6% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhưng giảm lần lượt 8% và 24% dự báo cho năm 2026-2027. Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 được điều chỉnh tăng là nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cấp nước sạch cao hơn kỳ vọng nên tài sản cố định chính đã hoàn thành khấu hao sớm hơn dự kiến. Mặt khác, dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 được điều chỉnh giảm là do HSC đưa ra giả định thận trọng hơn, dựa trên kỳ vọng TDM sẽ giữ nguyên giá bán bình quân cho BWE nhằm hỗ trợ lợi nhuận thuần và dòng tiền của BWE.

Bảng 3: Dự báo cũ và dự báo mới, TDM

Chúng tôi ước tính lợi nhuận thuần của TDM sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2025-26

(tỷ đồng)	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	544	360	324	334	398	410	422	-9%	-21%	-21%
Giá vốn hàng bán	-287	-210	-221	-231	-256	-289	-252	-18%	-24%	-8%
Lợi nhuận gộp	258	150	103	102	141	120	170	6%	-14%	-40%
Thu nhập tài chính	27	151	151	151	136	137	145	11%	10%	4%
Chi phí tài chính	-45	-70	-54	-45	-57	-38	-38	23%	43%	19%
Trong đó: chi phí lãi vay	-9	-37	-54	-45	-24	-38	-38	55%	43%	19%
Chi phí BH&QL	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-14	-	-	-
LNTT	225	217	186	194	207	206	262	5%	-10%	-26%
Lợi nhuận thuần	204	209	182	189	198	197	248	6%	-8%	-24%

Nguồn: HSC

Bảng 4: Dự báo tăng trưởng, TDM

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

	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	-34%	-10%	3%	-27%	3%	3%
Giá vốn hàng bán	-27%	5%	5%	-11%	13%	-13%
Lợi nhuận gộp	-42%	-31%	-1%	-45%	-15%	41%
Thu nhập tài chính	461%	0%	0%	405%	1%	5%
Chi phí tài chính	55%	-23%	-17%	25%	-33%	0%
Trong đó: chi phí lãi vay	295%	46%	-17%	154%	59%	0%
Chi phí BH&QL	0%	0%	0%	0%	0%	0%
LNTT	-4%	-14%	4%	-8%	0%	27%
Lợi nhuận thuần	2%	-13%	4%	-3%	0%	26%

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)	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2026
Doanh thu	360	324	334	398	410	422	-9%	-21%	-21%
Cấp nước	360	324	333	398	409	422	-10%	-21%	-21%
Mảng khác	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Lợi nhuận gộp	150	103	102	141	120	170	6%	-14%	-40%
Cấp nước	150	103	102	141	120	170	6%	-14%	-40%
Mảng khác	0	0	0	0	0	0	-	-	-
Phân tích mảng cấp nước									
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	68.2	70.3	72.4	73.0	75.1	77.4	-6%	-6%	-6%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	5,271	4,606	4,606	5,449	5,449	5,449	-3%	-15%	-15%
Lợi nhuận gộp	42%	32%	31%	36%	29%	40%			
Cấp nước	42%	32%	31%	36%	29%	40%			
Mảng khác	2%	2%	2%	2%	2%	2%			

Nguồn: HSC

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

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

Tăng trưởng	Dự báo mới			Dự báo cũ		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu	-34%	-10%	3%	-27%	3%	3%
Cấp nước	-27%	-10%	3%	-19%	3%	3%
Mảng khác	-99%	-	-	-99%	-	-
Lợi nhuận gộp	-42%	-31%	-1%	-45%	-15%	41%
Cấp nước	-42%	-31%	-1%	-45%	-15%	41%
Mảng khác	-99%	-	-	N/a	N/a	N/a
Phân tích mảng cấp nước						
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	-4%	3%	3%	3%	3%	3%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	-24%	-13%	-	-21%	-	-

Nguồn: HSC

Chi tiết như sau:

- HSC điều chỉnh giảm 10% dự báo **doanh thu cấp nước** cho năm 2025 và giảm 21% cho năm 2026/2027, sau khi điều chỉnh giảm dự báo tăng trưởng sản lượng tiêu thụ năm 2025 xuống còn 6%, dựa trên sản lượng tiêu thụ trong 10 tháng đầu năm 2025 giảm 4,2% và việc giảm 24% giả định giá bán bình quân trong năm 2025.
- Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp** mảng cấp nước sạch tăng lên 42% trong năm 2025 (từ 36% trước đó) sau khi ghi nhận việc hoàn thành khấu hao tài sản cố định 432 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm 2025, sớm hơn so với kỳ vọng ban đầu là năm 2027. Những thay đổi này dẫn đến lợi nhuận gộp năm 2025 dự kiến tăng 6%. Cho năm 2026-2027, chúng tôi đưa ra giả định thận trọng rằng TDM sẽ giữ nguyên mức chiết khấu giả định cho BWE để hỗ trợ dòng tiền và lợi nhuận thuần của BWE. Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 14% và 40% dự báo lợi nhuận gộp cho năm 2026/2027.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với TDM xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm giá mục tiêu theo phương pháp SoTP xuống 59.800đ. Giá mục tiêu mới phản ánh những thay đổi trong dự báo lợi nhuận thuần.

Chúng tôi giữ nguyên các giả định định giá và phương pháp DCF đã áp dụng trước đây. Cụ thể, các giả định DCF đối với 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 7,5%), phù hợp với các giả định nội bộ của chúng tôi. Chúng tôi sử dụng hệ số beta điều chỉnh hằng ngày trong 1 năm của Bloomberg cho BWE là 0,6 lần (không đổi). Ngoài ra, chúng tôi áp dụng mức thuế 10% (không 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). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 8,4% từ mức 8,8% trước đó. Ngoài ra, chúng tôi trừ quỹ khen

thường phức lợi trong tính toán dòng tiền tự do không có đòn bẩy, phù hợp với các cổ phiếu Tiềm ích - Nước trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

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	Chiết khấu dòng tiền	262	100.0%	262
Mảng kinh doanh khác					6,314
BWE	Cấp nước	Giá mục tiêu	13,697	37.4%	5,125
Dong Nai Water (DNW)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	4,200	12.1%	507
Ca Mau Water (CMW; không khuyến nghị)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	235	24.4%	57
Can Tho Water (CTW; không khuyến nghị)	Cấp nước	Định giá theo thị trường	675	23.0%	155
GIWACO (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		23.3%	97
WASE (không NY)	VLXD	Giá trị sổ sách		25.0%	5
BWE - Quảng Bình (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		42.3%	33
BWE - Quảng Bình (không NY)	Cấp nước	Giá trị sổ sách		27.2%	320
Gia Tân - Cẩm Mỹ (chưa niêm yết; không khuyến nghị)	Cấp nước	Giá mục tiêu HSC		25.0%	15
Vốn CSH					6,576
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					110
Giá trị/cp (đồng)					59,800
Chiết khấu giả định					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					59,800
Tiềm năng tăng giá					1.4%

Ghi chú: Định giá của BWE theo báo cáo cuối cùng của HSC ngày 26-11-2025, trong khi các công ty liên kết giao dịch trên UPCoM của TDM được theo giá ngày 21-11. Nguồn: HSC

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

(tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận HĐ	89	88	95	103	110
Thuế TNDN @ 10.0%	(9)	(9)	(10)	(10)	(11)
NOPAT	80	79	86	93	99
Khấu hao	128	136	136	136	136
Thay đổi VLD	74	(6)	(3)	(3)	(3)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(151)	(100)	(155)	(155)	(155)
Dòng tiền HĐ khác	(39)	(41)	(42)	(43)	(44)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(17)	(15)	(15)	(16)	(16)
Dòng tiền tự do không vốn vay (UFCF)	76	54	7	12	17
Chiết khấu	1.00	1.08	1.18	1.27	1.38
Giá trị hiện tại của UFCF	76	49	6	9	12
Tổng UFCF	153				

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, TDM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.6
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.2%
Chi phí nợ trước thuế	3.5%
Thuế TNDN	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	3.2%
Tỷ trọng vốn CSH	87.0%
Tỷ trọng nợ	13.0%
WACC	8.4%

Nguồn: HSC

Bảng 10: Tính toán giá trị vốn CSH của mảng kinh doanh cốt lõi, TDM

(tỷ đồng)	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	1.0x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	195
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	153
Giá trị hiện tại của DN	348
Cộng: tiền	965
Trừ: tổng nợ điều chỉnh	(1,051)
Giá trị vốn CSH	262

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%	59,800	60,000	60,100	60,400	60,600
	3.5%	59,700	59,800	59,900	60,100	60,400
	4.0%	59,500	59,600	59,800	59,900	60,100
	4.5%	59,400	59,500	59,600	59,800	59,900
	5.0%	59,300	59,400	59,500	59,600	59,800

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,6% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần, cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. So với các công ty cùng ngành ở Việt Nam và trong khu vực TDM hiện đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025-2026 cao hơn 69% và 70%. P/E dự phóng năm 2025-2026 đang cao hơn lần lượt 128% và 253% nhưng ROE dự phóng năm 2025-2026 cũng cao hơn lần lượt 3,2 và 2,6 điểm phần trăm. Do đó, chúng tôi cho rằng định giá của TDM ít hấp dẫn hơn so với các công ty cùng ngành.

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

TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 16,1 lần...



Nguồn: HSC

Bảng 13: Độ lệch chuẩn so với bình quân, TDM

... cao hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 11,7 lần



Nguồn: HSC

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

TDM đang giao dịch ở mức giá cao 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 (*)	Việt Nam	249	24.0	24.0	35.7	46.0	2.5	2.5
BWE	Việt Nam	400	8.7	8.7	11.0	9.0	1.6	1.4
VA Tech Wabag Ltd	Ấn Độ	969	19.2	19.2	30.4	24.1	4.1	3.5
Manila Water Co Inc	Philippines	1669	8.7	8.4	7.8	7.3	1.2	1.0
WHA Utilities and Power PCL	Thái Lan	511	20.1	20.1	13.6	11.8	1.2	1.2
Bình quân		760	16.2	16.1	19.7	19.6	14.7	15.4
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành		-67%	49%	49%	81%	134%	2.5ppt	2.1ppt
Bình quân, trừ TDM		887	14.2	14.1	15.7	13.0	14.0	14.9
Chênh lệch của TDM so với các công ty cùng ngành		-72%	69%	70%	128%	253%	3.2ppt	2.6ppt

Ghi chú: Dữ liệu giá tại ngày 21/11, số liệu của TDM chưa được điều chỉnh cho cổ phần tại BWE.
Nguồn: Bloomberg

Rủi ro**Rủi ro giảm giá:**

- TDM có kế hoạch tăng các khoản vay bằng USD trong cơ cấu vốn đầu tư, nên bất kỳ đợt giảm giá nào của VND (so với USD) đều có thể mang lại rủi ro lợi nhuận và định giá thấp hơn dự báo của chúng tôi.

- Những lo ngại về thuế quan của Mỹ có thể làm trì hoãn kế hoạch sản xuất của các nhà máy FDI ở Bình Dương, dẫn đến sản lượng tiêu thụ nước thấp hơn và doanh thu của TDM giảm.

Tiềm năng tăng giá

- Do giá nước được đàm phán trực tiếp giữa BWE và TDM, mức chiết khấu giá bán bình quân của TDM cho BWE thấp hơn so với kỳ vọng, nên lợi nhuận và định giá có thể cao hơn dự báo của chúng tôi.
- Bất kỳ đợt tăng giá nước nào trong tương lai cũng có thể dẫn đến lợi nhuận và định giá 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	360	324	334
Lợi nhuận gộp	241	258	150	103	102
Chi phí BH&QL	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)	(14.2)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	227	243	135	89.0	88.2
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	81.2	97.1	106
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	217	186	194
Chi phí thuế TNDN	(18.7)	(20.9)	(7.42)	(4.36)	(5.18)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	283	204	209	182	189
Lợi nhuận thuần ĐC	424	421	442	398	437
EBITDA ĐC	376	385	255	217	224
EPS (đồng)	2,834	1,947	1,893	1,636	1,702
EPS ĐC (đồng)	4,243	4,007	4,001	3,584	3,931
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	838	806	758
Đầu tư ngắn hạn	40.0	157	127	118	108
Phải thu khách hàng	351	156	131	48.6	50.1
Hàng tồn kho	2.06	77.3	52.9	49.2	52.4
Các tài sản ngắn hạn khác	2.10	2.93	3.74	4.98	6.80
Tổng tài sản ngắn hạn	505	657	1,153	1,027	975
TSCĐ hữu hình	650	696	756	937	901
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	60.0	7.48	157	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,232	1,532	1,532	1,532	1,532
Tài sản dài hạn khác	156	131	133	120	123
Tổng tài sản dài hạn	2,098	2,366	2,579	2,589	2,557
Tổng cộng tài sản	2,603	3,024	3,731	3,615	3,531
Nợ ngắn hạn	215	112	207	207	207
Phải trả người bán	52.4	6.57	6.15	7.15	9.04
Nợ ngắn hạn khác	240	112	70.8	60.4	58.9
Tổng nợ ngắn hạn	515	238	286	276	276
Nợ dài hạn	52.3	267	845	701	572
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	845	701	572
Tổng nợ phải trả	567	505	1,130	977	848
Vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,601	2,638	2,683
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,037	2,518	2,601	2,638	2,683
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,603	3,024	3,731	3,615	3,531
BVPS (đ)	20,366	22,893	23,411	23,746	24,148
Nợ thuần*/(tiền mặt)	157	116	213	102	21.1

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	227	243	135	89.0	88.2
Khấu hao	(149)	(142)	(120)	(128)	(136)
Lãi vay thuần	75.4	(18.2)	81.2	97.1	106
Thuế TNDN đã nộp	(18.7)	(20.9)	(7.42)	(4.36)	(5.18)
Thay đổi vốn lưu động	99.9	(55.2)	2.46	74.5	(5.82)
Khác	(96.2)	223	(70.3)	(38.6)	(41.0)
LCT thuần từ HKKD	341	523	143	194	127
Đầu tư TS dài hạn	(81.2)	(135)	(330)	(151)	(100)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(64.2)	(497)	27.5	22.3	6.69
LCT thuần từ HĐĐT	(145)	(632)	(303)	(129)	(93.3)
Cổ tức trả cho CSH	(130)	(140)	(154)	(144)	(144)
Thu từ phát hành CP	64.4	0	0	0	300
Tăng/giảm nợ	11.1	112	672	(143)	(129)
Khác	(64.4)	291	216	190	(108)
LCT thuần từ HĐTC	(119)	263	733	(98.1)	(81.7)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	33.5	110	264	838	806
LCT thuần trong kỳ	76.5	154	574	(32.4)	(48.1)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	110	264	838	806	758
Dòng tiền tự do	260	388	(187)	43.4	26.9

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	41.6	31.8	30.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	70.5	70.7	70.9	66.9	67.1
Tỷ suất LNT (%)	53.2	37.5	58.1	56.1	56.6
Thuế TNDN hiện hành (%)	6.19	9.28	3.42	2.34	2.67
Tăng trưởng doanh thu (%)	11.2	2.22	(33.9)	(10.00)	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(2.21)	2.54	(33.7)	(15.1)	3.22
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(10.1)	(0.84)	5.13	(9.97)	9.69
Tăng trưởng EPS (%)	28.6	(31.3)	(2.79)	(13.6)	4.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(10.1)	(5.56)	(0.15)	(10.4)	9.69
Tăng trưởng DPS (%)	8.33	(2.10)	10.0	(7.14)	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	45.9	65.4	74.0	79.5	76.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.9	8.98	8.17	6.94	7.11
ROACE (%)	10.7	9.99	4.35	2.62	2.67
Vòng quay tài sản (lần)	0.21	0.19	0.11	0.09	0.09
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.50	2.15	1.06	2.19	1.44
Số ngày tồn kho	2.57	98.3	91.7	81.3	82.6
Số ngày phải thu	439	199	227	80.3	79.0
Số ngày phải trả	65.6	8.37	10.7	11.8	14.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	8.09	4.86	8.28	3.92	0.84
Nợ/tài sản (%)	10.6	12.8	28.2	25.2	22.1
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	13.4	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.73	1.00	4.12	4.19	3.49
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.98	2.76	4.03	3.73	3.53
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.4	12.1	18.8	20.5	19.7
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.1	17.2	26.5	30.7	29.4
P/E (lần)	20.8	30.3	31.2	36.1	34.7
P/E ĐC (lần)	13.9	14.7	14.7	16.5	15.0
P/B (lần)	2.90	2.58	2.52	2.48	2.44
Lợi suất cổ tức (%)	2.20	2.16	2.37	2.20	2.20

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