

Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ)

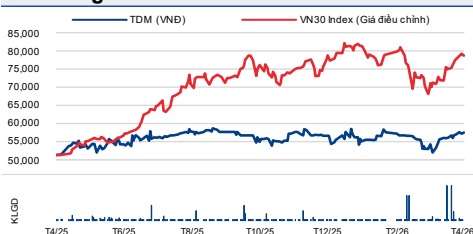
Giá mục tiêu: VNĐ62,000 (từ VNĐ59,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 7.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (24/4/2026)	57,500
Mã Bloomberg	TDM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	51,422-58,656
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	57,480
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	6,388
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	243
Slg CP lưu hành (tr.đv)	111
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	55.6
Slg CP NN được mua (tr.đv)	54.2
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.25%
Tỷ lệ freefloat	69.0%
Cổ đông lớn	hứng Khoản Vietcap (14.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.92	3.55	12.0
So với chỉ số	(5.02)	6.97	(26.9)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch. lệch
2026F	4,222	4,718	(10.5)
2027F	4,136	6,643	(37.7)
2028F	4,395	8,267	(46.8)

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng nhờ giá bán bình quân và công suất tăng

- HSC tăng 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 62.000đ (tiềm năng tăng giá 7,8%) nhờ tăng dự báo lợi nhuận thuần và đánh giá lại các khoản đầu tư vào các công ty cấp nước khác. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với TDM lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ).
- HSC tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027, tương ứng mức tăng trưởng -11% và 4%, nhờ hai đợt tăng giá bán dự kiến tại nhà máy nước Dĩ An. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với mức tăng trưởng 4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua, TDM đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 11,1 lần. HSC vẫn nhận thấy tiềm năng tăng giá dù định giá cao, nhờ kế hoạch tăng mạnh công suất trong tương lai tại nhà máy nước Bàu Bàng.

Sự kiện: Các nghị quyết ĐHCĐ và thông báo chính

Tại ĐHCĐ, TDM cho biết đã gần hoàn thành tuyến ống chuyển tải nước thô D1500 đến nhà máy nước Bàu Bàng. Giai đoạn 1 của nhà máy dự kiến hoàn thành vào tháng 9, giúp bổ sung 50.000 m³ nước/ngày cho phần 1 của giai đoạn 1. Phần 2 của giai đoạn 1 dự kiến bổ sung thêm 50.000 m³/ngày, nâng tổng công suất tăng thêm của giai đoạn 1 lên 100.000 m³ nước/ngày.

TDM cũng xác nhận rằng BLĐ của BWE (Mua vào, giá mục tiêu 62.300đ, công ty liên kết mà TDM sở hữu 37,42% cổ phần đồng thời là khách hàng mua nước duy nhất) đã đồng ý với việc tăng nhẹ giá bán bình quân của các nhà máy nước lên 4.698đ/m³ từ năm 2026 và 4.749đ/m³ trong năm 2027 (so với mức hiện tại 4.699đ/m³), đánh dấu lần tăng giá đầu tiên kể từ khi áp dụng chính sách chiết khấu giá bán từ tháng 8/2025.

Tác động: Tăng 3% dự báo EPS cho các năm 2026-2027

HSC tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần mỗi năm cho các năm 2026-2027 đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần giảm 11% trong năm nay sau đó tăng trưởng 4% mỗi năm trong các năm 2027-2028. HSC điều chỉnh tăng dự báo năm 2026 chủ yếu là do tác động tích cực từ việc tăng giá bán bình quân đã bù đắp cho việc giữ nguyên giá định chi phí bán hàng & quản lý (KQKD Q1/2026 vừa công bố nhìn chung sát với dự báo). Đồng thời, chúng tôi bắt đầu phản ánh kế hoạch mở rộng công suất của nhà máy nước Bàu Bàng trong dự báo năm 2028, dự kiến bổ sung 50.000 m³/ngày, theo đó nâng tổng công suất của TDM lên 310.000 m³/ngày (cao hơn 19,2% so với mức hiện tại là 260.000 m³/ngày). Dự báo của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường do giá định thận trọng hơn về tăng trưởng sản lượng và giá bán bình quân.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn VN Index, TDM đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 11,1 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E điều chỉnh năm 2026 là 13,6 lần, cao hơn 12% so với bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực (12,1 lần). Dựa trên dự báo mới cao hơn và các giả định định giá mới, HSC tăng 4% giá mục tiêu lên 62.000đ (từ 59.800đ) đồng thời nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Năm giữ) với tiềm năng tăng giá 7,8% tại giá mục tiêu mới.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	385	240	215	222	226 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	204	210	187	194	202 ▼
EPS ĐC (đồng)	4,007	4,136	4,222 ▲	4,136 ▲	4,395 ▼
DPS (đồng)	1,273	1,386	1,300	1,300	1,300
BVPS (đồng)	22,893	23,266	23,646	24,097	24,617 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	28.9	33.0	31.5	30.7
P/E ĐC (lần)	14.4	13.9	13.6	13.9	13.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.21	2.41	2.26	2.26	2.26
P/B (lần)	2.51	2.47	2.43	2.39	2.34
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(5.56)	3.22	2.09	(2.04)	6.27
ROAE (%)	8.98	8.23	7.17	7.33	7.47

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

Giá bán tăng hỗ trợ tăng trưởng; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

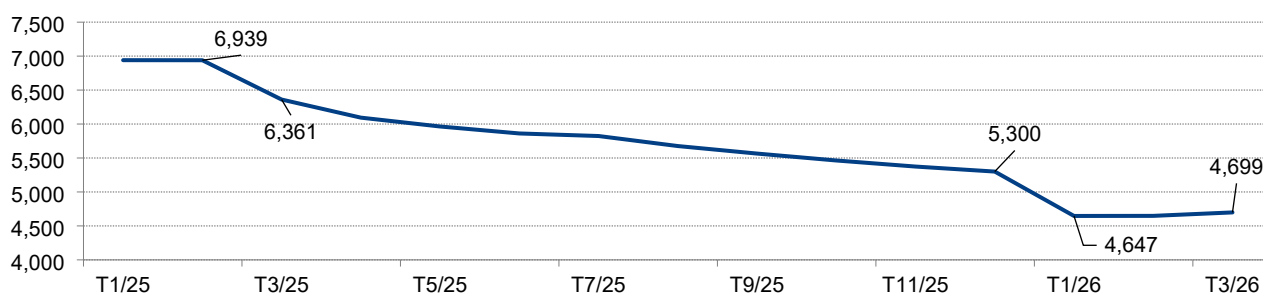
HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) và tăng 4% giá mục tiêu lên 62.000đ (tiềm năng tăng giá 7,8%) sau các thông báo tại ĐHCĐ rằng BWE đã đồng ý việc tăng giá bán bình quân từ Q2/2026 và một đợt điều chỉnh tiếp theo dự kiến vào Q4/2026. Chủ yếu nhờ yếu tố này, chúng tôi tăng bình quân 3% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027. Mặc dù TDM đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ và ở mức P/E điều chỉnh năm 2026 cao hơn 12% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành, HSC cho rằng cổ phiếu vẫn có tiềm năng tăng giá nhờ công suất kỳ vọng tăng mạnh trong dài hạn và khả năng tiếp tục tăng giá bán nước.

Giá bán tăng từ tháng 1/2026

Trong Q1/2026, TDM quyết định tăng mức chiết khấu giá bán bình quân cho BWE, khiến giá bán bình quân thực tế giảm xuống khoảng 4.648đ/m³ từ mức 5.300đ/m³. Tuy nhiên, tại ĐHCĐ, BLĐ cho biết giá bán sẽ được tăng nhẹ lên 4.700đ/m³ đối với nhà máy nước Dĩ An (phục hồi từ mức sau chiết khấu là 4.648đ/m³) và dự kiến tiếp tục tăng trong Q4/2026, đưa giá bán bình quân lên mức 4.800đ/m³.

Biểu đồ 1: Giá nước bán buôn bình quân của TDM cho BWE, T1-25 đến T3-26 (đồng/m³), TDM

Giá bán bình quân hồi phục nhẹ từ T1-2026



Nguồn: TDM, HSC

Doanh thu tiếp tục âm ảm

Do diễn biến giá bán mới, HSC đã điều chỉnh dự báo doanh thu. Lưu ý, doanh thu của TDM trong năm 2025 ở mức yếu với doanh thu cấp nước giảm 29% xuống 348 tỷ đồng (từ 492 tỷ đồng trong năm 2024), chủ yếu do giá bán bình quân giảm 23% xuống 5.300đ/m³ (từ 6.939đ/m³ trong 2 tháng đầu năm 2025), phản ánh chính sách chiết khấu giá bán áp dụng trong 8 tháng còn lại của năm 2025. Sản lượng tiêu thụ cũng giảm 6,9% xuống 65,9 triệu m³.

Cho giai đoạn 2026-2028, HSC hiện dự báo sản lượng tiêu thụ tăng trưởng lần lượt 10%, 3% và 3% (so với mức 3%, 3%, 3% trước đây), nhờ chỉ số PMI của Việt Nam duy trì trên 50 trong 3 tháng đầu năm 2026. Trong khi đó, giá định giá bán bình quân gộp chung mới ở mức 4.700đ/m³ (trước đó: 4.600đ/m³) vẫn thấp hơn 10% so với mức bình quân năm 2025.

Đáng chú ý, theo kế hoạch HĐKD của BLĐ, chúng tôi không còn kỳ vọng doanh thu từ mảng cung cấp vật tư (mảng "Khác") sẽ đóng góp vào doanh thu, so với mức 159 tỷ đồng trong năm 2025, cho thấy doanh thu hợp nhất sẽ hoàn toàn đến từ mảng cấp nước cốt lõi. Theo đó, doanh thu cấp nước dự báo giảm 2% xuống 341 tỷ đồng trong năm 2026 (dự báo trước đó: 324 tỷ đồng) mặc dù sản lượng phục hồi, trong khi tổng doanh thu năm 2026 dự kiến giảm 33% (dự báo trước đó: giảm 36%).

Cập nhật công suất cấp nước và tiến độ dự án

TDM đang đạt tiến triển tích cực hướng tới mục tiêu sản lượng nước tăng trưởng 15% cho năm 2026, chủ yếu nhờ các hạng mục hạ tầng trọng điểm tại khu vực Bầu Bàng. Tuyển ống chuyển tải nước thô D1500 kết nối trạm bơm Trừ Văn Thố đến nhà máy

nước Bàu Bàng hiện đã hoàn thành 98%, với tổng vốn đầu tư 382 tỷ đồng. Tuyến ống này về cơ bản đã hoàn thiện, đã được bàn giao tại công trường và hiện đang chờ phê duyệt cuối cùng để đầu nối.

Bảng 2: Tổng công suất thiết kế khu vực Bàu Bàng và Dĩ An, TDM

	Hiện tại	Kế hoạch
Tổng công suất thiết kế (m³/ngày)	260,000	310,000
Dĩ An	200,000	200,000
Bàu Bàng	60,000	110,000

Nguồn: HSC

Công ty xây dựng tư nhân Biwelco (đơn vị đã thoái khỏi BWE trong năm 2025) đã tổ chức lễ khởi công và tiến hành thi công chính thức dự án mở rộng nhà máy nước Bàu Bàng của TDM trong năm 2025. Giai đoạn đầu (giai đoạn 1, phần 1) cần tổng vốn đầu tư 208 tỷ đồng và sẽ giúp bổ sung 50.000 m³/ngày vào công suất của nhà máy. Công tác xây dựng và lắp đặt thiết bị cho giai đoạn 1 đang diễn ra đúng tiến độ và dự kiến sẽ hoàn thành vào ngày 30/9. Đây là bước đi quan trọng đầu tiên trong kế hoạch tổng thể nâng công suất nhà máy Bàu Bàng lên 350.000 m³/ngày.

Các điểm đáng chú ý khác tại ĐHCĐ

Cổ tức: TDM đã hoàn thành mục tiêu tăng cổ tức tiền mặt từ 1.200đ lên 1.300đ cho năm 2025. Công ty cũng cho biết cổ tức tiền mặt sẽ duy trì ở mức cao hơn này cho năm 2026 (lợi suất cổ tức: 2,2%) và sẽ hướng tới mức 1.400đ cho năm 2026. Do TDM vẫn đang triển khai các kế hoạch mở rộng công suất và mua bán&sáp nhập (M&A) nên HSC dự kiến cổ tức tiền mặt sẽ không tăng nhiều hơn nữa.

Vốn điều lệ: TDM công bố kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 1,2 nghìn tỷ đồng (từ 1,1 nghìn tỷ đồng) thông qua phát hành quyền mua với tỷ lệ 10:1, giá phát hành 43.500đ/cp. Tổng số tiền thu được từ đợt phát hành dự kiến là 483 tỷ đồng, được sử dụng để duy trì tỷ lệ sở hữu 37,42% tại BWE (433,7 tỷ đồng) và thanh toán các khoản nợ đến hạn (49,6 tỷ đồng).

KQKD sơ bộ Q1/2026

Trong bản tin, TDM công bố LNST sơ bộ Q1/2026 đạt 122 tỷ đồng, bằng 67% dự báo trước KQKD và 65% dự báo mới cho cả năm 2026 của HSC ở mức 187 tỷ đồng. Mặc dù tỷ lệ hoàn thành này có vẻ cao nhưng chúng tôi cho rằng KQKD nhìn chung vẫn sát với dự báo do yếu tố thời điểm ghi nhận thu nhập từ cổ tức.

Cụ thể, LNST trong quý được hỗ trợ đáng kể nhờ 111 tỷ đồng thu nhập từ HĐ tài chính, chủ yếu đến từ cổ tức tiền mặt năm 2025 của BWE. Đây là khoản thu nhập mang tính định kỳ nhưng không đều, thường được ghi nhận một lần trong Q1 và không nên kỳ vọng sẽ được ghi nhận tiếp cho các quý còn lại. Nếu không tính đến khoản thu nhập không thường xuyên này, KQKD từ HĐKD cốt lõi ở mức khiêm tốn, giống với dự báo.

HSC kỳ vọng thu nhập cổ tức bổ sung từ các khoản đầu tư khác có thể được ghi nhận trong các quý tới, qua đó hỗ trợ LNST cả năm đạt dự báo năm 2026 của chúng tôi. Do đó, nhà đầu tư không nên xem KQKD Q1/2026 mang tính “ghi nhận sớm” này là đại diện cho mức lợi nhuận duy trì trong các quý còn lại.

Bảng 3: Dự báo sơ bộ KQKD Q1/2026, TDM

Doanh thu nước đạt 24% dự báo cả năm của HSC

Tỷ đồng	Q1/25	Q4/25	Q1/26	SVCK	SVQT	Dự báo 2026 HSC (cũ)	% hoàn thành dự báo
Sản lượng sản xuất (triệu m3)	16	18	17	8%	-7%		
Hiệu suất (%)	67%	77%	73%	8%	-5%		
Công suất (m3/ngày)	260,000	260,000	260,000	0%	0%		
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	16	18	17	8%	-8%		
Tỷ lệ thất thoát (%)	0.35%	0.86%	1.20%	0.85ppts	0.34ppts		
Tổng doanh thu	208	248	190	-9%	-23%	475	40%
Doanh thu nước	100	84	78	-21%	-7%	324	24%
Thu nhập tài chính	108	5	111	3%	1951%	151	74%
LNST	144	10	122	-15%	1077%	182	67%

Nguồn: HSC

Dự báo mới

HSC tăng 3% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2026-2027 lên lần lượt 187 tỷ đồng và 194 tỷ đồng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2027 chủ yếu nhờ tăng giả định giá bán bình quân mangan cấp nước cũng như tăng giả định lợi nhuận gộp của mangan này, với tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo đạt 33% trong năm 2026 (so với mức 32% trong dự báo trước đó).

Bảng 4: Dự báo cũ và dự báo mới, TDM

Nâng ước tính lợi nhuận thuần giai đoạn 2027-2027 lên 3% mỗi năm

Tỷ đồng	2025A	Dự báo mới			Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu*	506	341	355	365	324	334	5%	6%
Lợi nhuận gộp	144	112	111	115	103	102	8%	9%
Thu nhập lãi thuần	90	96	105	110	97	106	-2%	-1%
Chi phí BH&QL	-16	-16	-16	-16	-14	-14	11%	11%
LNTT	219	192	200	209	186	194	3%	3%
Lợi nhuận thuần	210	187	194	202	182	189	3%	3%

Ghi chú: *doanh thu năm 2025 bao gồm doanh thu cấp nước 149 tỷ đồng.
Nguồn: HSC

Bảng 5: Dự báo tăng trưởng, TDM

Chúng tôi dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm nhẹ

Tỷ đồng	2025A	Dự báo mới		
		2026	2027	2028
Doanh thu	-7%	-33%	4%	3%
Lợi nhuận gộp	-44%	-23%	0%	3%
Thu nhập lãi thuần	N/m	6%	9%	5%
Chi phí BH&QL	11%	0%	0%	0%
LNTT	-3%	-12%	4%	4%
Lợi nhuận thuần	3%	-11%	4%	4%

Nguồn: HSC

Bảng 6: Giả định cũ và giả định mới đối với các mảng kinh doanh cốt lõi, TDM

HSC nâng dự báo doanh thu giai đoạn 2026-2027 với giá bán bình quân theo ước tính mới

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu	506	341	355	365	324	334	5%	6%
Cấp nước	348	341	355	365	324	333	5%	6%
Mảng khác	159	-	-	-	0	0	N/m	N/m
Lợi nhuận gộp	144	112	111	115	103	102	8%	9%
Cấp nước	140	112	111	115	103	102	8%	9%
Mảng khác	5	-	-	-	0	0	N/m	N/m
Phân tích mảng cấp nước								
Sản lượng tiêu thụ (triệu m3)	66	73	75	77	70	72	3%	3%
Giá bán bình quân (đồng/m3)	5,272	4,698	4,749	4,749	4,606	4,606	2%	3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	29%	33%	31%	32%	32%	31%	3%	2%
Cấp nước	40%	33%	31%	32%	32%	31%	3%	2%
Mảng khác	3%	N/m	N/m	N/m	2%	2%	N/m	N/m

Nguồn: HSC

Các giả định:

- Doanh thu mảng cấp nước:** HSC dự báo doanh thu mảng cấp nước đạt lần lượt 341 tỷ đồng (giảm 2%), 355 tỷ đồng (tăng trưởng 4%) và 365 tỷ đồng (tăng trưởng 3%) sau thông tin BWE sẽ bắt đầu mua nước với giá 4.700đ/m³ từ nhà máy nước Dĩ An sau đó tăng lên 4.800đ/m³.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng:** HSC điều chỉnh tăng lần lượt 3% và 2% tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cấp nước cho các năm 2026-2027.
- Chi phí bán hàng & quản lý đi ngang:** TDM cho biết không có kế hoạch tuyển thêm nhân sự tại văn phòng chính cũng như không dự kiến tăng lương.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 62.000đ. Giá mục tiêu mới phản ánh (1) việc tăng dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2026-2028, (2) việc đánh giá lại theo giá thị trường các khoản đầu tư của TDM và (3) việc bổ sung Phú Mỹ Vĩnh và BWE Cần Thơ vào mô hình định giá SoTP. Với tiềm năng tăng giá 7,8% tại giá mục tiêu mới, HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của TDM. Các giả định trong mô hình 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%, phù hợp với các giả định nội bộ của HSC. Chúng tôi tiếp tục sử dụng hệ số beta điều chỉnh theo dữ liệu 2 năm của Bloomberg là 0,6 (không đổi). Chúng tôi cũng tiếp tục áp dụng thuế TNDN 10% (không đổi) và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2% (không đổi). Tổng hợp các giả định trên, chúng tôi tính toán được giả định WACC là 8,3% (giảm từ mức 8,4% trước đó).

Chúng tôi tóm tắt các tính toán, giả định định giá và độ nhạy của giá mục tiêu trong các Bảng 7-11.

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	221	100.0%	221
Mảng kinh doanh khác					6,667
BWE	Cấp nước	Giá mục tiêu	13,856	37.4%	5,185
DNW	Cấp nước	Định giá theo thị trường	3,840	12.1%	463
CMW	Cấp nước	Định giá theo thị trường	250	24.4%	61
CTW	Cấp nước	Định giá theo thị trường	686	23.0%	157
GIWACO	Cấp nước	Giá trị sổ sách		23.1%	174
WASE	VLXD	Giá trị sổ sách		25.0%	5
BWE - Quảng Bình	Cấp nước	Giá trị sổ sách		43.1%	65
BWE Long An	Cấp nước	Giá trị sổ sách		27.2%	346
Gia Tân - Cẩm Mỹ	Cấp nước	Giá trị sổ sách		25.0%	15
Phú Mỹ Vinh	Cấp nước	Giá trị sổ sách		10.0%	169
BWE Cần Thơ	Cấp nước	Giá trị sổ sách		10.2%	26
Định giá					6,888
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					111
RNAV/cp (đồng)					62,000
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng/cp)					62,000

Nguồn: HSC

Bảng 8: Định giá DCF, TDM

Tỷ đồng	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
Lợi nhuận HĐ	96	99	103	106	110
Thuế TNDN @ 10.0%	(10)	(10)	(10)	(11)	(11)
NOPAT	86	89	93	96	99
Khấu hao	127	127	127	127	127
Thay đổi VLĐ	(11)	(5)	(6)	(6)	(6)
Chi phí đầu tư	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
Dòng tiền HĐ khác	(40)	(41)	(42)	(42)	(42)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(15)	(16)	(16)	(16)	(17)
Dòng tiền tự do không vốn vay (UFCF)	47	54	56	58	60
Chiết khấu	1.04	1.13	1.22	1.32	1.43
Giá trị hiện tại của UFCF	45	48	46	44	42
Tổng UFCF	224				

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tính toán WACC, TDM

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.6
Phân bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	9.7%
Chi phí nợ trước thuế	4.5%
Thuế TNDN	10.0%
Chi phí nợ sau thuế	4.1%
Tỷ trọng vốn CSH	75.9%
Tỷ trọng nợ	24.1%
WACC	8.3%

Nguồn: HSC

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

Tỷ đồng	Giá trị (giữa năm-2027)
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	4.1x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	673
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	224
Giá trị hiện tại của DN	897
Cộng: tiền	156
Trừ: tổng nợ điều chỉnh	(832)
Giá trị vốn CSH	221

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%

Tỷ đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	61,943	62,465	63,082	63,819	64,718
	3.5%	61,510	61,970	62,506	63,141	63,904
	4.0%	61,123	61,529	62,000	62,551	63,205
	4.5%	60,774	61,135	61,551	62,033	62,600
	5.0%	60,457	60,781	61,150	61,575	62,069

Nguồn: HSC

Bảng 12: Diễn biến giá cp, TDM

DN	1 tháng	3 tháng	12 tháng
TDM	7.9	3.6	12.0
Bình quân ngành gồm các cp HSC khuyến nghị	4.6	0.2	2.3
VN Index	14.8	-0.9	51.5

Nguồn: HSC

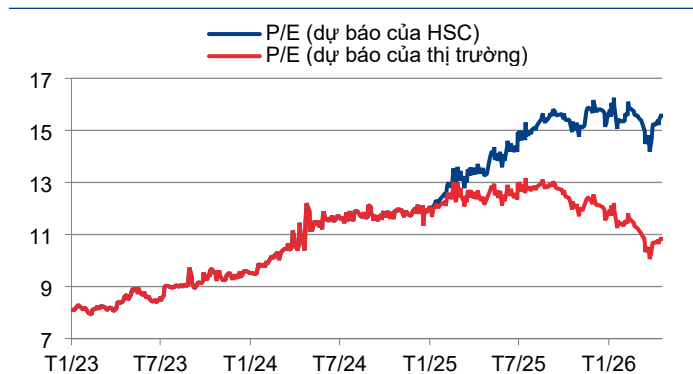
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 1 tháng qua nhưng diễn biến kém tích cực hơn VN Index, TDM đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần, cao hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 11,1 lần. So sánh với các doanh nghiệp khác:

- So với công ty cùng hệ sinh thái/công ty liên kết là BWE, TDM đang giao dịch ở mức EV/EBITDA, P/E và P/B dự phóng cho các năm 2026-2027 cao hơn đáng kể. Mức định giá cao này càng trở nên phức tạp hơn do cấu trúc sở hữu chéo giữa các công ty.
- Trong khi đó, TDM đang giao dịch ở mức P/E điều chỉnh cho các năm 2026-2027 là 12,1 lần và 11,3 lần, cao hơn lần lượt 12% và 25% so với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực.

Bảng 13: P/E, trượt dự phóng 1 năm, TDM

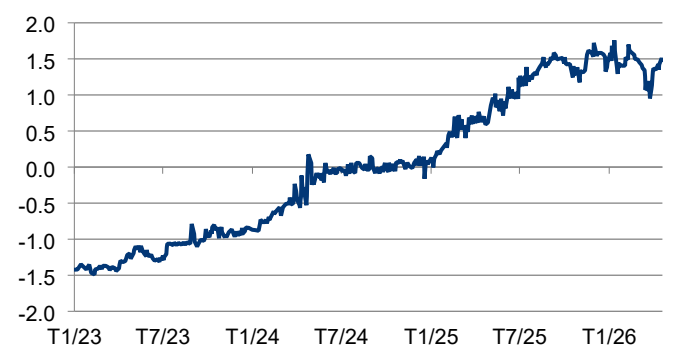
DM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,7 lần ...



Nguồn: HSC

Bảng 14: Độ lệch chuẩn so với bình quân, TDM

...Thấp hơn 1,4 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 11 lần (từ T1-23)



Nguồn: HSC

Bảng 15: 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 trong nước và khu vực

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026
DN Việt Nam							
BWE	Việt Nam	361	7.5	7.2	10.1	10.9	1.4
TDM	Việt Nam	243	32.8	31.5	13.6	13.9	2.4
Trung vị		302	20.2	19.4	11.8	12.4	1.9
<i>Chênh lệch TDM so với bình quân</i>		-33%	336%	340%	34%	27%	73%
DN trong khu vực							
HC WATERWORKS	Trung Quốc	1,879	6.8	7.3	10.2	9.9	1.2
GZEP	Trung Quốc	778	11.7	11.7	14.4	13.7	1.1
VA Tech Wabag Ltd	Ấn Độ	990	20.6	20.6	25.7	21.1	3.7
Manila Water Co Inc	Philippines	1,882	8.9	8.9	9.0	8.4	1.2
TTW PCL	Thái Lan	1,137	10.6	10.6	12.0	11.7	2.1
WHA Utilities and Power PCL	Thái Lan	564	24.6	14.5	12.2	10.6	1.3
Trung vị		1,063	11.2	11.2	12.1	11.1	1.2
<i>Bình quân DN Việt Nam so với khu vực</i>		-72%	80%	73%	-2%	11%	55%
<i>Chênh lệch TDM so với bình quân</i>		-77%	193%	182%	12%	25%	97%
Trung vị - tổng thể		884	11.2	11.2	12.1	11.3	1.3

Nguồn: Bloomberg, HSC for BWE & TDM

Mặc dù các hệ số định giá theo thị trường không thực sự cho thấy mức định giá hấp dẫn nhưng HSC lưu ý rằng phần định giá DCF của mảng kinh doanh cốt lõi chỉ chiếm 3% tổng giá trị SoTP của TDM. Trong khi đó, một số công ty đầu tư khác của TDM vẫn đang trong giai đoạn đầu tư với vốn đầu tư lớn và đang trong quá trình tối ưu vận hành nhằm giảm tỷ lệ thất thoát nước. Chúng tôi đánh giá TDM là câu chuyện đầu tư vững chắc trong dài hạn.

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Do phần lớn thu nhập của TDM đến từ cổ tức của BWE nên nếu các dự án công ty con của BWE (như Biwase Kiên Giang và NIWACO (UPCoM: NNT; chưa khuyến nghị)) gặp tình trạng đội vốn hoặc cần bổ sung vốn nhiều hơn kế hoạch ban đầu, điều này có thể làm suy giảm dòng tiền và ảnh hưởng đến nguồn thu cổ tức ổn định của TDM, qua đó tác động tiêu cực đáng kể đến lợi nhuận thuần.
- Bất kỳ sự chậm trễ nào từ BWE trong tiến độ xây dựng các dự án Sài Gòn-Mekong hoặc Nhị Thành giai đoạn 3 khiến thời điểm hoàn thành mở rộng công suất bị lùi sang sau Q3/2026.

Trong khi đó, các tiềm năng tăng giá bao gồm:

- BLĐ TDM đàm phán thành công để triển khai sớm việc tăng giá bán bình quân dự kiến vào Q4/2026 tại nhà máy nước Dĩ An. Tác động tích cực hơn nữa sẽ đến từ việc đạt được thỏa thuận tăng giá bán bình quân tương ứng cho nhà máy nước Bàu Bàng đang mở rộng nhanh.
- Việc BWE mở rộng chiến lược sang NIWACO và Biwase Kiên Giang có thể làm tăng đáng kể thu nhập cổ tức dài hạn của TDM từ đối tác tiêu thụ nước.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	544	506	341	355	365
Lợi nhuận gộp	258	144	112	111	115
Chi phí BH&QL	(14.2)	(15.7)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	243	129	96.1	95.7	99.4
Lãi vay thuần	(18.2)	90.0	95.6	105	110
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.07	(0.22)	0	0	0
LNTT	225	219	192	200	209
Chi phí thuế TNDN	(20.9)	(8.62)	(4.96)	(5.82)	(6.69)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	204	210	187	194	202
Lợi nhuận thuần ĐC	421	457	469	460	488
EBITDA ĐC	385	240	215	222	226
EPS (đồng)	1,947	1,899	1,681	1,750	1,821
EPS ĐC (đồng)	4,007	4,136	4,222	4,136	4,395
DPS (đồng)	1,273	1,386	1,300	1,300	1,300
Sig CP bình quân (triệu đv)	105	111	111	111	111
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	110	111	111	111	111
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	110	111	111	111	111

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	264	137	138	79.8	155
Đầu tư ngắn hạn	157	27.5	18.5	8.20	8.20
Phải thu khách hàng	156	266	170	177	183
Hàng tồn kho	77.3	11.8	9.68	11.8	12.2
Các tài sản ngắn hạn khác	2.93	0.72	2.19	4.05	6.00
Tổng tài sản ngắn hạn	657	443	339	281	364
TSCĐ hữu hình	696	587	640	614	587
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	7.48	21.1	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,532	1,918	2,400	2,400	2,400
Tài sản dài hạn khác	131	427	126	131	135
Tổng tài sản dài hạn	2,366	2,953	3,166	3,145	3,122
Tổng cộng tài sản	3,024	3,396	3,505	3,426	3,486
Nợ ngắn hạn	112	131	131	131	131
Phả trả người bán	6.57	2.67	3.50	5.42	7.41
Nợ ngắn hạn khác	112	65.3	40.5	38.6	38.6
Tổng nợ ngắn hạn	238	266	176	177	179
Nợ dài hạn	267	545	701	572	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	267	545	701	572	572
Tổng nợ phải trả	505	811	878	749	751
Vốn chủ sở hữu	2,518	2,585	2,627	2,677	2,735
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,518	2,585	2,627	2,677	2,735
Tổng nợ phải trả và VCSH	3,024	3,396	3,505	3,426	3,486
BVPS (đ)	22,893	23,266	23,646	24,097	24,617
Nợ thuần*/(tiền mặt)	116	539	694	623	548

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	243	129	96.1	95.7	99.4
Khấu hao	(142)	(111)	(119)	(127)	(127)
Lãi vay thuần	(18.2)	90.0	95.6	105	110
Thuế TNDN đã nộp	(20.9)	(8.62)	(4.96)	(5.82)	(6.69)
Thay đổi vốn lưu động	(55.2)	(156)	131	(10.7)	(5.37)
Khác	223	95.8	(37.5)	(40.3)	(41.3)
LCT thuần từ HKKD	523	140	249	120	133
Đầu tư TS dài hạn	(135)	(15.5)	(151)	(100)	(100)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(497)	(416)	(395)	(70.8)	(144)
LCT thuần từ HĐĐT	(632)	(432)	(546)	(171)	(244)
Cổ tức trả cho CSH	(140)	(154)	(144)	(144)	(144)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	300	27.1
Tăng/giảm nợ	112	296	157	(129)	0
Khác	291	22.6	286	(34.1)	303
LCT thuần từ HĐTC	263	165	298	(7.90)	186
Tiền & tương đương tiền đầu kì	110	264	137	138	79.8
LCT thuần trong kỳ	154	(127)	1.47	(58.2)	75.1
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	264	137	138	79.8	155
Dòng tiền tự do	388	124	98.0	20.4	32.7

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	47.3	28.6	32.8	31.4	31.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	70.7	47.4	63.1	62.7	61.8
Tỷ suất LNT (%)	37.5	41.5	54.8	54.8	55.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	9.28	3.95	2.59	2.91	3.20
Tăng trưởng doanh thu (%)	2.22	(7.03)	(32.7)	4.11	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	2.54	(37.7)	(10.4)	3.46	1.65
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(0.84)	8.68	2.60	(2.04)	6.27
Tăng trưởng EPS (%)	(31.3)	(2.48)	(11.5)	4.15	4.01
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(5.56)	3.22	2.09	(2.04)	6.27
Tăng trưởng DPS (%)	(2.10)	8.91	(6.21)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	65.4	73.0	77.3	74.3	71.4
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.98	8.23	7.17	7.33	7.47
ROACE (%)	9.99	4.35	2.98	2.91	3.03
Vòng quay tài sản (lần)	0.19	0.16	0.10	0.10	0.11
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.15	1.09	2.59	1.26	1.33
Số ngày tồn kho	98.3	12.0	15.4	17.8	17.8
Số ngày phải thu	199	269	272	266	266
Số ngày phải trả	8.37	2.69	5.58	8.13	10.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	4.86	21.5	26.5	23.3	20.1
Nợ/tài sản (%)	12.8	20.4	23.8	20.6	20.2
EBIT/lãi vay (lần)	13.4	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.00	2.89	3.88	3.17	3.12
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.76	1.66	1.92	1.59	2.03
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	11.8	13.7	20.8	19.8	19.0
EV/EBITDA ĐC (lần)	16.7	28.9	33.0	31.5	30.7
P/E (lần)	29.5	30.3	34.2	32.9	31.6
P/E ĐC (lần)	14.4	13.9	13.6	13.9	13.1
P/B (lần)	2.51	2.47	2.43	2.39	2.34
Lợi suất cổ tức (%)	2.21	2.41	2.26	2.26	2.26

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