

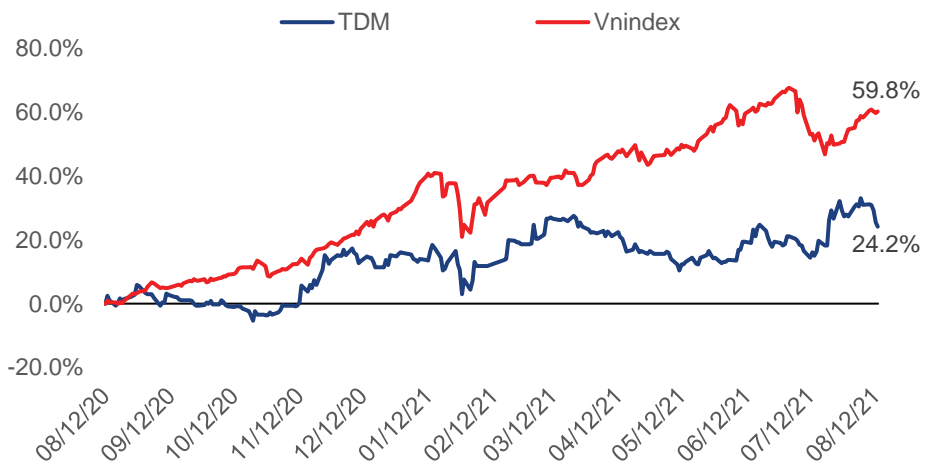
# BÁO CÁO PHÂN TÍCH ĐẦU TƯ TDM

20/08/2021



Tóm tắt khuyến nghị	MUA
Giá kỳ vọng (VND)	52,200
Giá thị trường 20/08/2021 (VND)	29,500
<b>Tỷ suất lợi nhuận (%)</b>	<b>76.9%</b>
Khoảng giá 52 tuần (VND)	15,000 – 31,400
Giá trị giao dịch TB/ngày (tỷ VND)	30 tỷ
Giới hạn sở hữu nước ngoài – FOL (%)	49.0%
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	6.5%

### Tỷ suất lợi nhuận quá khứ



### Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu TDM dành cho những nhà đầu tư: (1) Ưa thích đầu tư vào một ngành phòng thủ, có tốc độ tăng trưởng ổn định, không có nhiều rủi ro trong hoạt động kinh doanh; (2) Muốn đầu tư vào một cổ phiếu có định giá hấp dẫn, tỷ lệ chi trả cổ tức tốt.

Tiềm năng tăng giá dự kiến là 76.9%, tương đương với giá mục tiêu là 52,200đ/cp. Mức giá hiện tại 29,500đ/cp (P/E trailing 11.1x) tương đối hấp dẫn khi ngành nghề kinh doanh của công ty gần như không có rủi ro, triển vọng về nhu cầu sử dụng nước tại khu vực Dĩ An và Bàu Bàng vẫn còn lớn trong giai đoạn 5 – 10 năm tới. Ngoài ra, TDM còn có 2 khoản đầu tư tài chính vào BWE và DNW với mức giá vốn rất thấp và vẫn chưa được phản ánh đầy đủ trên báo cáo thu nhập hằng năm.

### Định giá

Giá trị hợp lý của cổ phiếu TDM được xác định ở mức **52,200 đồng/cổ phiếu**, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền hoạt động kinh doanh cốt lõi và định giá lại các khoản đầu tư tài chính.

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh thu</b>	<b>386</b>	<b>429</b>	<b>503</b>	<b>557</b>	<b>624</b>	<b>697</b>
<i>Tăng trưởng DT</i>	11.6%	11.1%	17.2%	10.7%	12.0%	11.7%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>173</b>	<b>274</b>	<b>344</b>	<b>385</b>	<b>438</b>	<b>498</b>
<i>Tăng trưởng LNST</i>	-15.2%	58.4%	25.5%	11.9%	13.8%	13.7%
<b>EPS</b>	<b>1,768</b>	<b>2,740</b>	<b>3,440</b>	<b>3,850</b>	<b>4,380</b>	<b>4,980</b>

**Tổng quan doanh nghiệp**

**HSX: TDM**

Ngành nghề kinh doanh	Cung cấp nước sạch
Vốn chủ sở hữu (tỷ VND)	1,805
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	2,804
Tăng trưởng DT 3 năm (%)	25.1%
Tăng trưởng LNST 3 năm (%)	50.5%
ROE	14.6%
Tỷ suất cổ tức 2020	12% tiền mặt
PE Trailing	11.7x

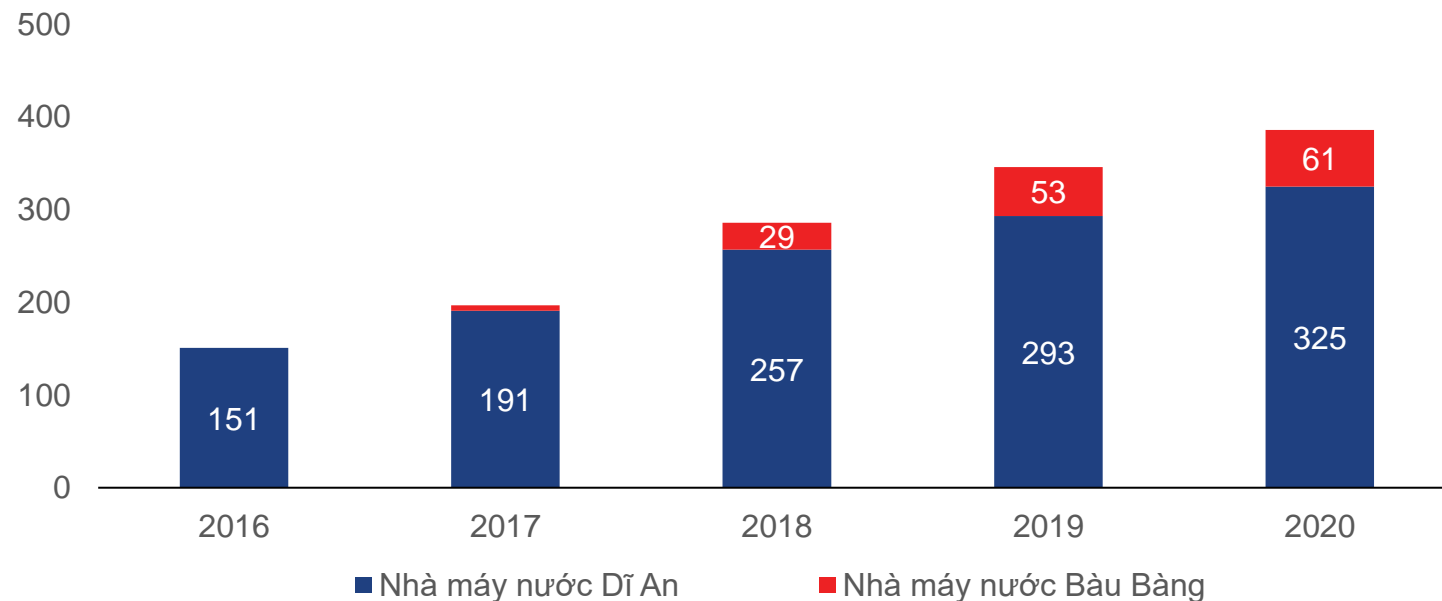
**Cơ cấu cổ đông**

Ban lãnh đạo và bên liên quan	32.06%
CTCP Nhựa thiếu niên Tiền Phong	7.31%
Khác	60.63%

**Tổng quan doanh nghiệp**

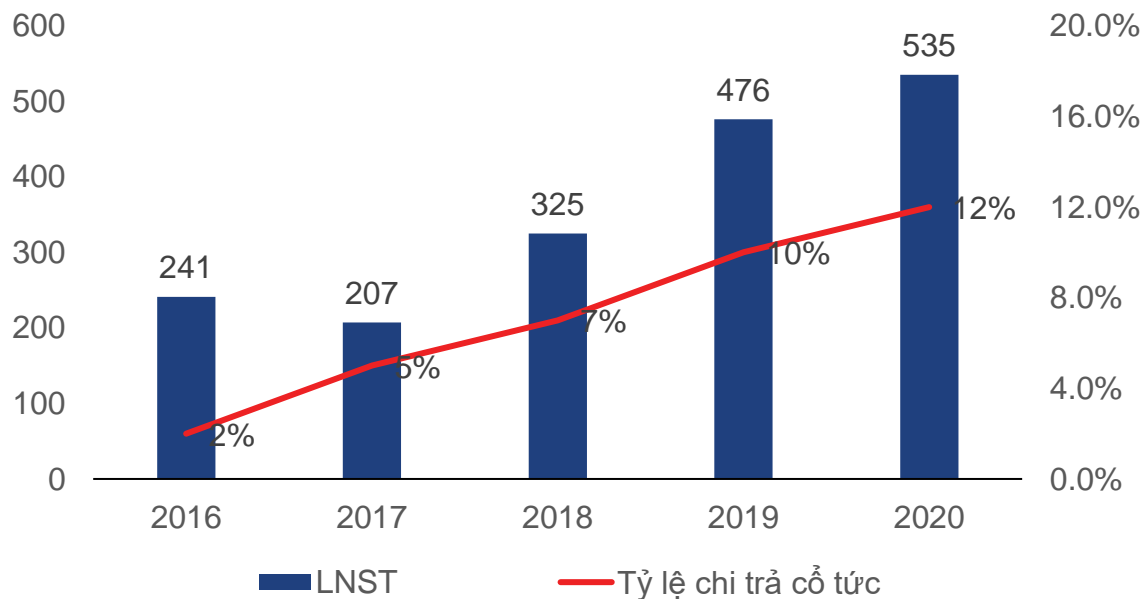
- TDM được thành lập vào năm 2013 với mục tiêu là khai thác, xử lý và cung cấp nước sạch cho BWE
- Ngoài hoạt động kinh doanh chính, TDM hiện nay còn đang đầu tư vào 2 công ty cấp nước khác là BWE và DNW với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 37.42% và 12.06%
- Lợi nhuận sau thuế của TDM năm 2021 ước tính khoảng 270 tỷ. Trong đó 170 tỷ đến từ hoạt động đồng kinh doanh chính và 100 tỷ đến từ cổ tức của các khoản đầu tư tài chính.

**Cơ cấu doanh thu TDM**

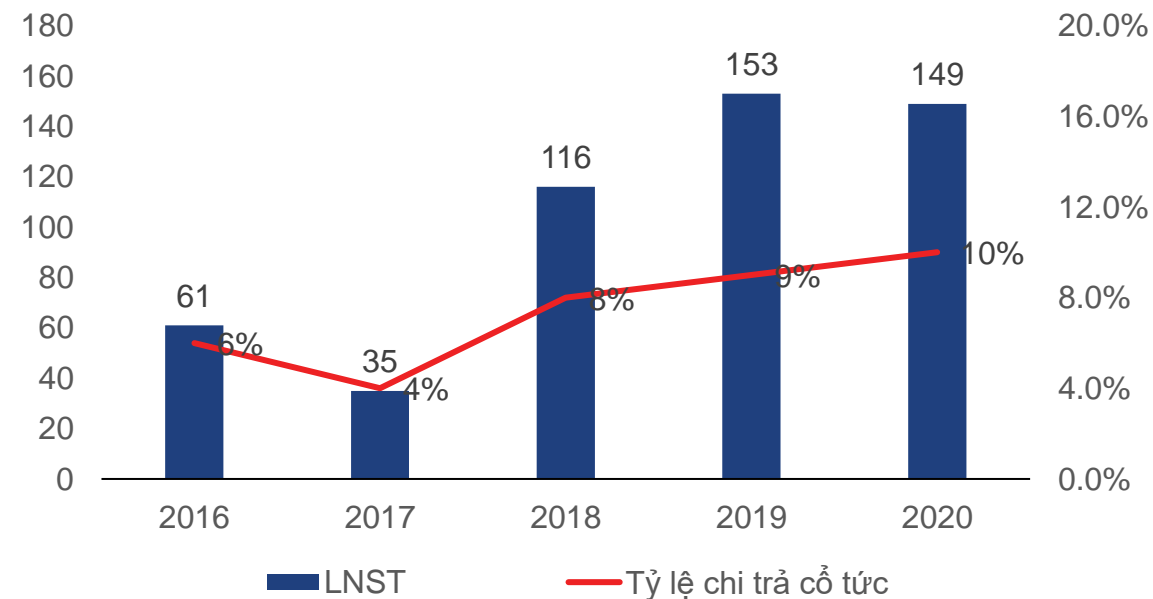


	Tỷ lệ sở hữu (%)	Số lượng cổ phiếu (cổ phiếu)	Giá trị cổ phiếu (VND)	Giá trị khoản đầu tư (tỷ VND)
BWE	37.42%	72,190,664	37,000	2,671
DNW	12.06%	14,472,000	22,000	318
CTCP Tư vấn và Cấp thoát nước môi trường	25.00%			5
CTCP Cấp nước Gia Tân	24.57%			29
<b>Tổng</b>				<b>2,989</b>

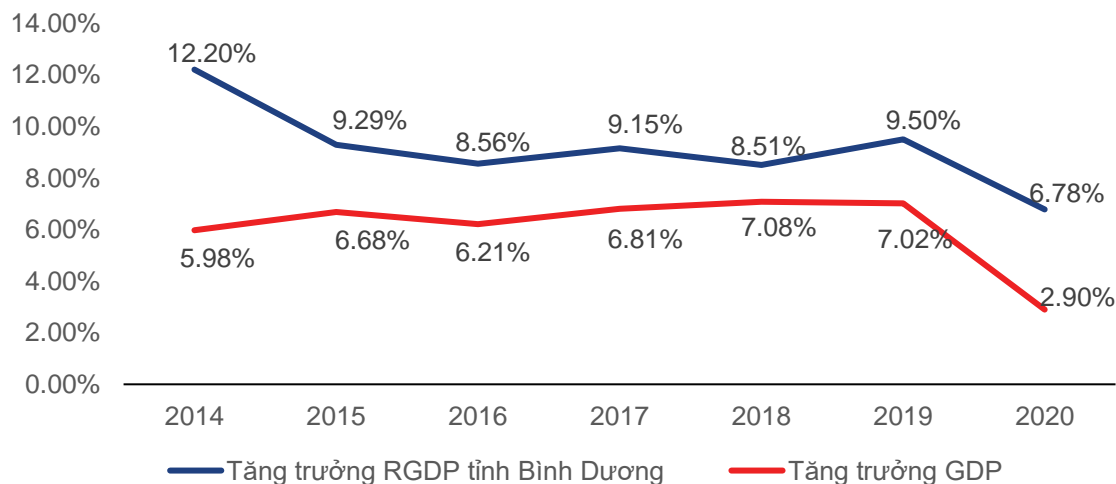
**Kết quả kinh doanh và phân phối lợi nhuận BWE**



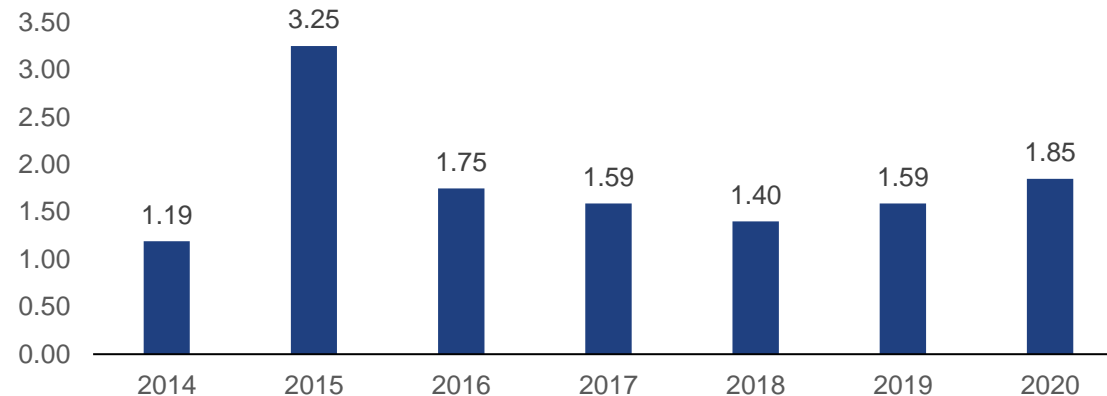
**Kết quả kinh doanh và phân phối lợi nhuận DNW**



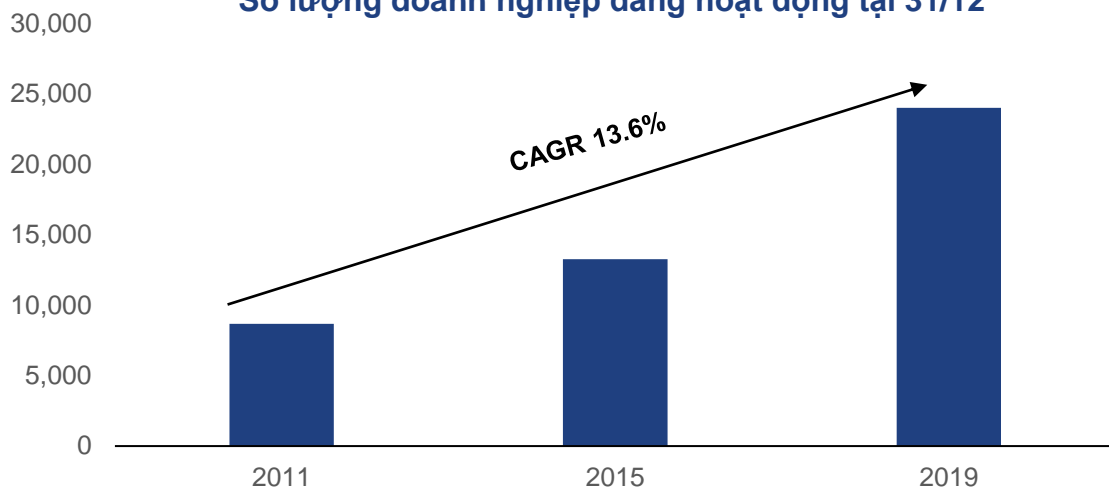
**Tăng trưởng RGDP tỉnh Bình Dương**



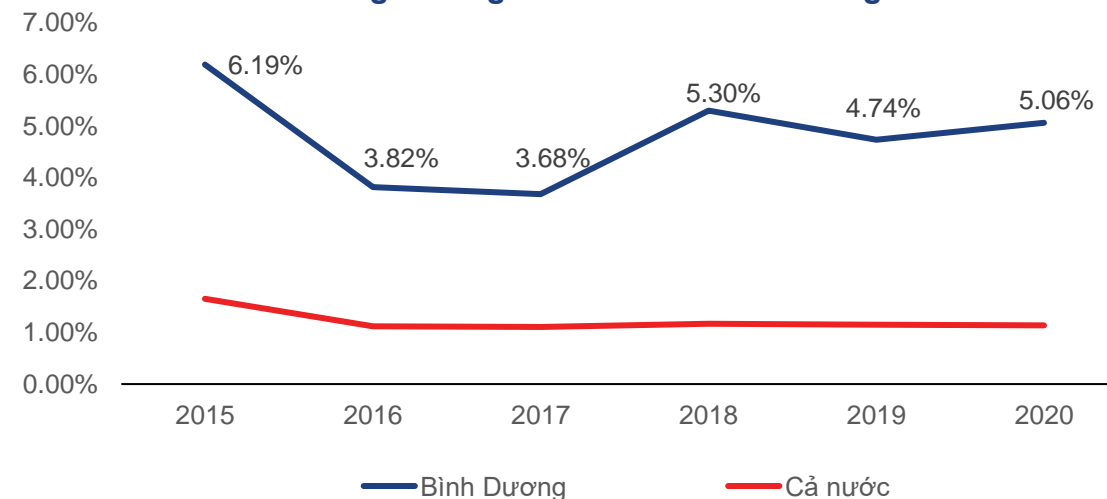
**Tổng vốn đăng ký FDI tỉnh Bình Dương (Tỷ USD)**



**Số lượng doanh nghiệp đang hoạt động tại 31/12**



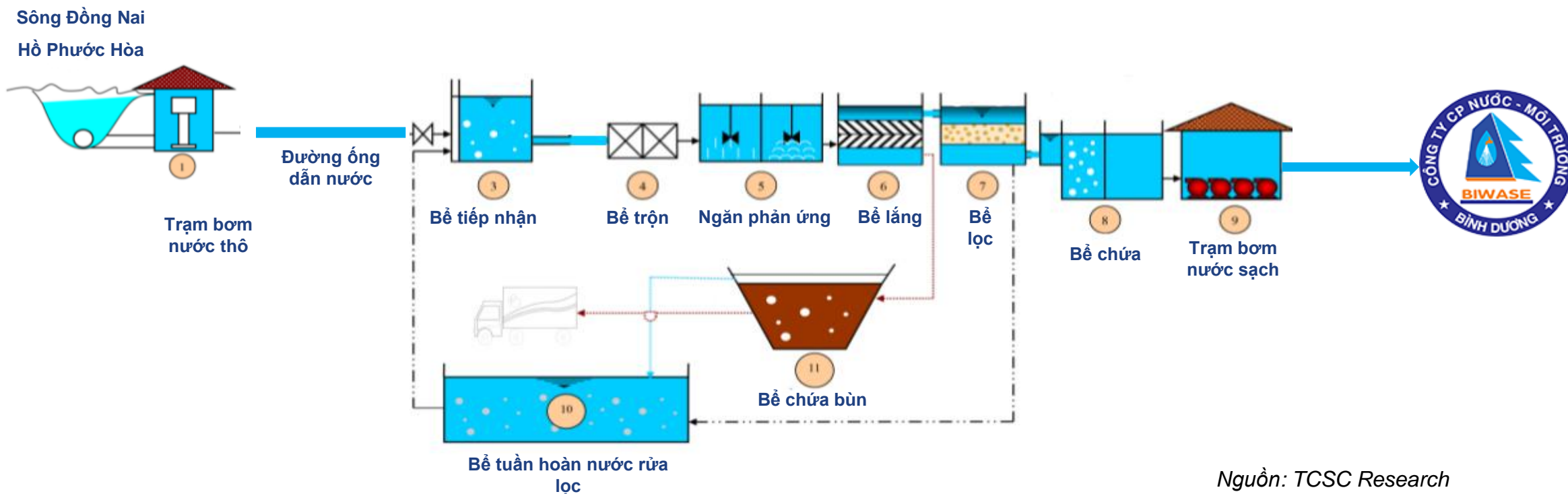
**Tăng trưởng dân số tỉnh Bình Dương**



## TDM CÓ CHUỖI GIÁ TRỊ ĐƠN GIẢN HƠN NHIỀU SO VỚI CÁC NHÀ MÁY NƯỚC KHÁC TRÊN CẢ NƯỚC

So với các doanh nghiệp ngành nước khác trên toàn quốc, TDM sở hữu chuỗi giá trị đơn giản hơn rất nhiều khi chỉ có một khách hàng duy nhất là BWE, không phải xây dựng đường ống phân phối. Nhờ lợi thế này, TDM có thời gian thu hồi vốn rất nhanh. Đây chính là điểm khác biệt giúp cho TDM có hiệu quả kinh doanh tốt hơn so với các doanh nghiệp khác cùng ngành.

## CHUỖI GIÁ TRỊ TDM

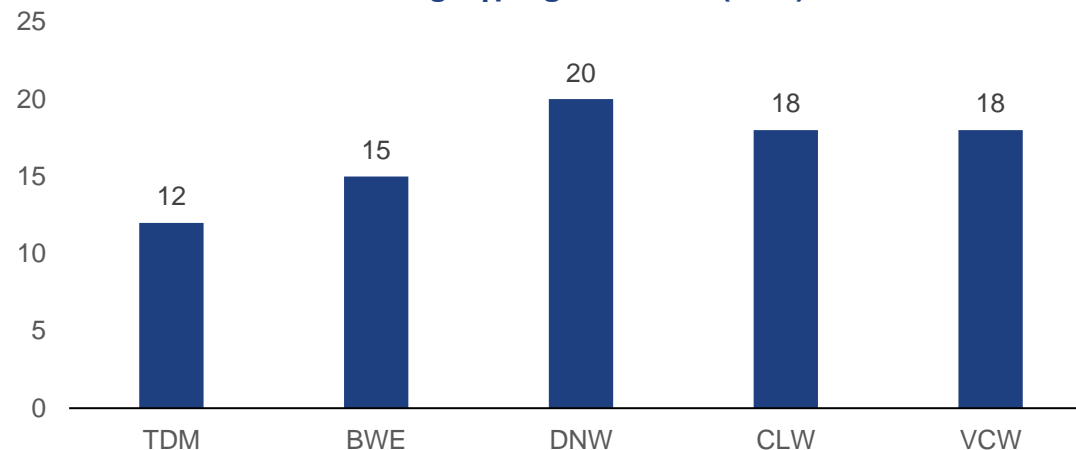




**Suất đầu tư mở rộng ngày càng giảm giúp gia tăng hiệu quả kinh doanh nhưng gặp nhiều áp lực trong ngắn hạn do khấu hao tài sản nhanh.**

Suất đầu tư mở rộng của các nhà máy nước trong các giai đoạn sau thường thấp hơn rất nhiều so với lần đầu tiên xây dựng nhà máy. Cụ thể, suất đầu tư Dĩ An giai đoạn 2,3 chỉ khoảng 3-4 triệu/m<sup>3</sup> trong khi giai đoạn 1 lên đến 7.6 triệu/m<sup>3</sup>. Điều này cũng tương tự đối với nhà máy nước Bàu Bàng. Do đó, tỷ suất sinh lợi của các giai đoạn mở rộng sau khi hoạt động full công suất sẽ cao hơn rất nhiều so với trước đây. Tuy nhiên, TDM sẽ gặp khá nhiều áp lực trong ngắn hạn khi nhà máy mới đi vào hoạt động do thời gian khấu hao tài sản cố định của TDM là khá ngắn.

**Thời gian khấu hao bình quân tài sản cố định các doanh nghiệp ngành nước (năm)**



## Các dự án xây dựng và mở rộng nhà máy của TDM

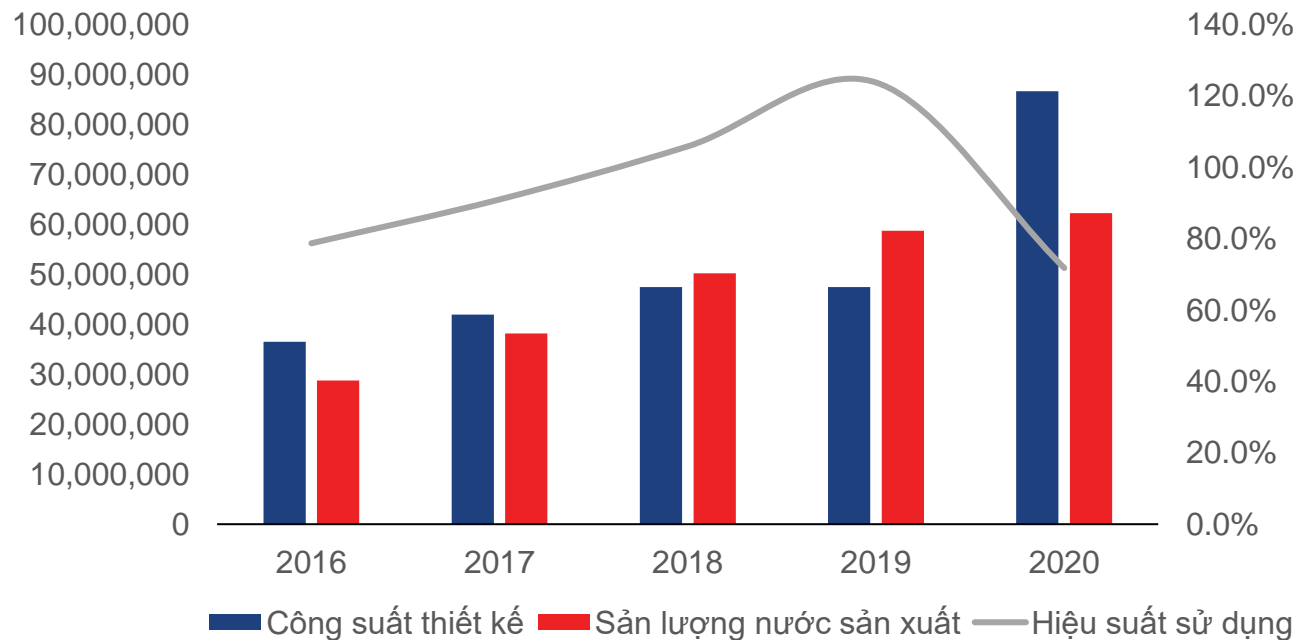
Dự án	Công suất (m <sup>3</sup> /ngày đêm)	Thời gian	Capex	Suất đầu tư (VND/m <sup>3</sup> )
Dĩ An - Giai đoạn 1	0 => 50,000	11/2013 - 10/2014	380	7,600,000
Dĩ An - Giai đoạn 2	50,000 => 100,000	02/2015 - 10/2015	158	3,160,000
Bàu Bàng - Giai đoạn 1	0 => 30,000	01/2016 - 02/2017	349	11,633,333
Dĩ An - Giai đoạn 3	100,000 => 200,000	02/2019 - 01/2020	419	4,190,000
Bàu Bàng - Giai đoạn 2	30,000 => 60,000	12/2019 - 12/2020	73	2,433,333

Nguồn: TDM, TCSC Research

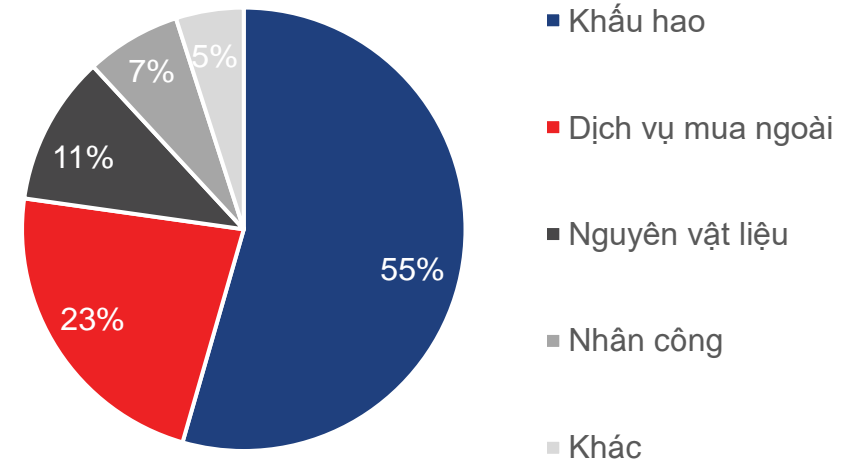
## Hiệu suất sử dụng ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả kinh doanh của các nhà máy nước

Chi phí cố định hiện nay đang chiếm hơn 60% cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của TDM. Do đó, hiệu suất sử dụng nhà máy sẽ ảnh hưởng rất lớn đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Trong giai đoạn 2019 – 2020, TDM đã tập trung rất nhiều nguồn lực cho việc mở rộng công suất ở cả 2 nhà máy nước Dĩ An và Bàu Bàng nhằm phục vụ nhu cầu đang tăng trưởng mạnh mẽ ở 2 khu vực này. Cho năm 2021, hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp sẽ chưa có nhiều cải thiện do các nhà máy mới bắt đầu đưa vào hoạt động khiến chi phí khấu hao tăng lên trong khi hiệu suất sử dụng nhà máy chưa cao. Tuy nhiên, cho giai đoạn 2022 – 2025, chúng tôi cho rằng hiệu suất hoạt động bắt đầu cải thiện mạnh mẽ, lợi nhuận sẽ tăng nhanh khi hiệu suất hoạt động các nhà máy mới vượt qua điểm hòa vốn.

### Hiệu suất sử dụng nhà máy nước của TDM



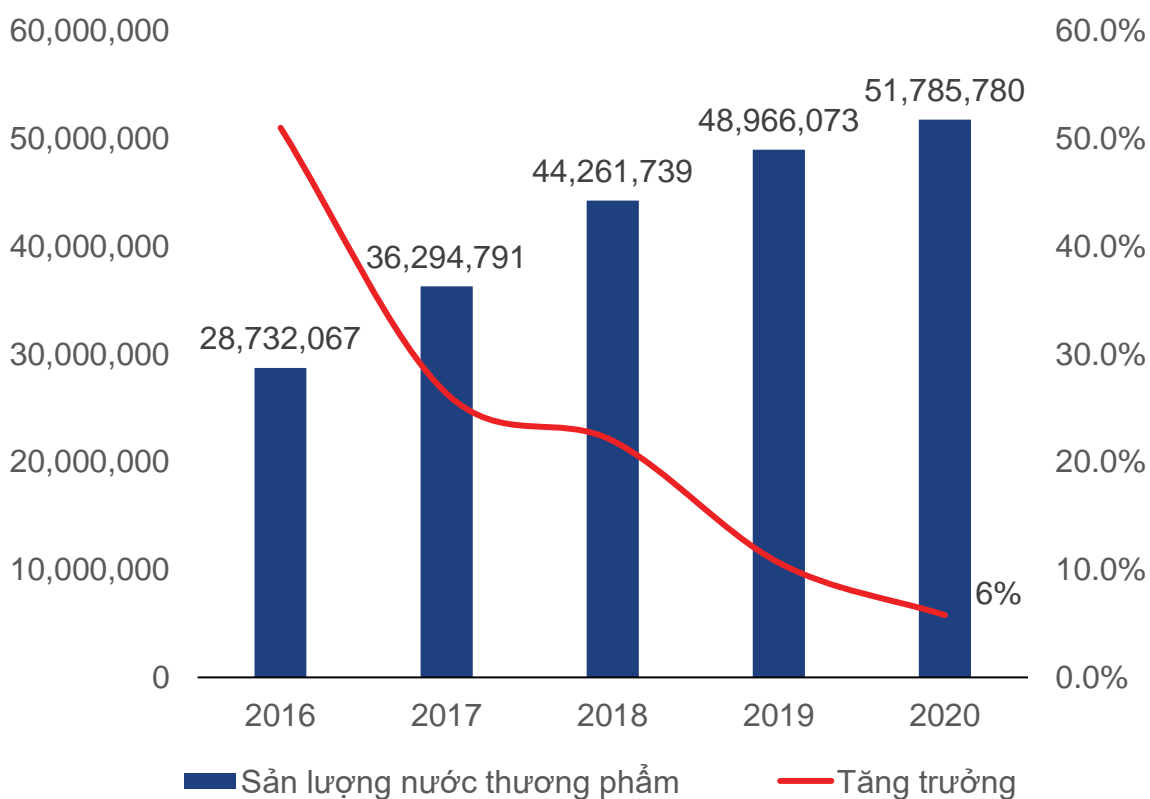
### Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh TDM 2020



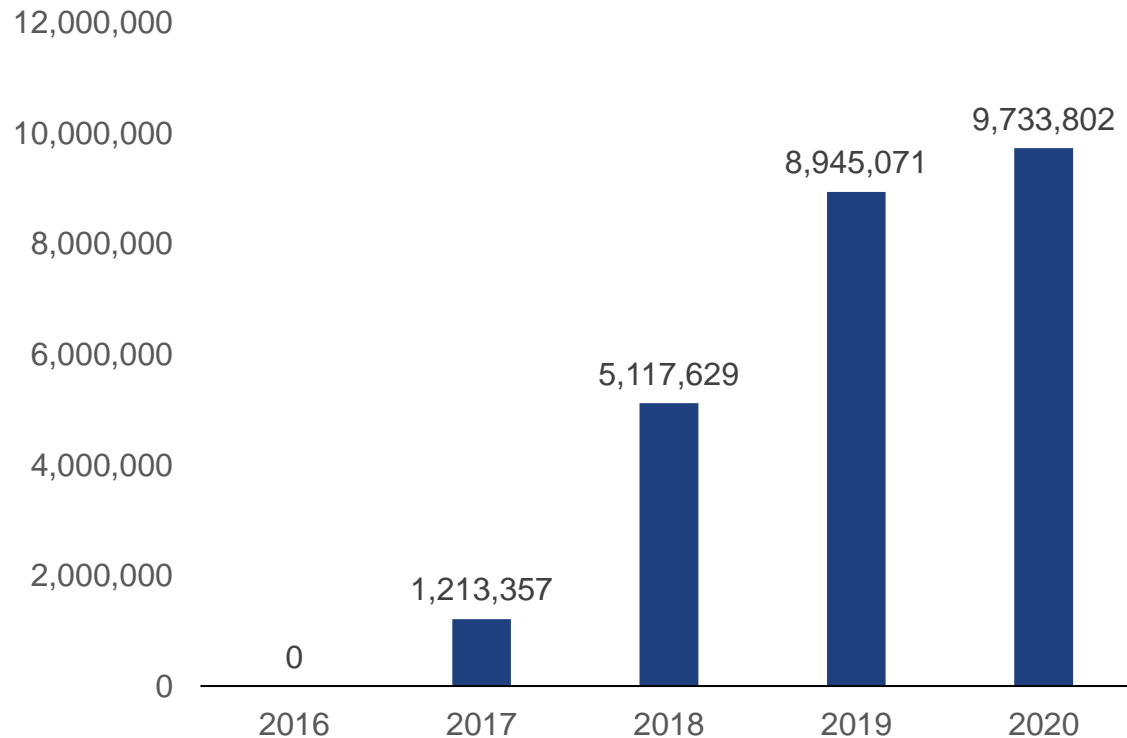


- **Nhà máy nước Dĩ An:** Bắt đầu tăng trưởng chậm lại do tăng trưởng về dân số và KCN không còn cao.
- **Nhà máy nước Bàu Bàng:** Còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng nhờ (1) quỹ đất sạch còn rất lớn, tiềm năng mở rộng các KCN mới trong những năm tiếp theo và (2) dân số và mật độ dân số vẫn còn khá thưa, tỷ lệ sử dụng nước sạch chưa cao, dư địa tăng trưởng còn rất lớn.

**Sản lượng nước thương phẩm nhà máy Dĩ An**



**Sản lượng nước thương phẩm nhà máy Bàu Bàng**



Theo quyết định 04/2018/QĐ-UBND tỉnh Bình Dương, giá bán lẻ nước sẽ tăng 5% mỗi năm trong giai đoạn 2018 – 2022. Theo đó, giá bán sỉ nước sạch của TDM cho Biwase cũng sẽ được điều chỉnh tăng 5% mỗi năm và giúp cho TDM có được biên lãi gộp tốt hơn.

Sau năm 2022, chúng tôi kỳ vọng giá nước sẽ điều chỉnh tăng trung bình khoảng 2% mỗi năm.

	2016	2017	2018	2019	2020
Sản lượng nước thương phẩm	28,732,067	37,508,148	49,282,133	57,911,144	61,519,582
- Nhà máy nước Dĩ An	28,732,067	36,294,791	44,261,739	48,966,073	51,785,780
- Nhà máy nước Bàu Bàng	-	1,213,357	5,020,394	8,945,071	9,733,802
Giá bán bình quân	5,255	5,252	5,803	5,975	6,274
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>151</b>	<b>197</b>	<b>286</b>	<b>346</b>	<b>386</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Doanh số</b>	<b>102</b>	<b>151</b>	<b>197</b>	<b>286</b>	<b>346</b>	<b>386</b>
Tăng trưởng doanh thu	436.8%	48.0%	30.5%	45.2%	21.0%	11.6%
<b>Lãi gộp</b>	<b>64</b>	<b>101</b>	<b>135</b>	<b>185</b>	<b>183</b>	<b>204</b>
Tỷ suất lãi gộp	62.7%	66.9%	68.5%	64.7%	52.9%	52.8%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>
SG&A/Doanh thu	-2.0%	-2.6%	-3.0%	-2.4%	-2.0%	-2.3%
<b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>	<b>62</b>	<b>97</b>	<b>129</b>	<b>178</b>	<b>176</b>	<b>195</b>
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	60.8%	64.2%	65.5%	62.2%	50.9%	50.5%
Doanh thu tài chính	5	13	22	74	72	20
Chi phí tài chính	-32	-52	-76	-56	-38	-33
<b>Lãi/(Lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>197</b>	<b>211</b>	<b>183</b>
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	34.3%	38.4%	38.6%	68.9%	61.0%	47.4%
<b>Lãi/(Lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>35</b>	<b>58</b>	<b>76</b>	<b>190</b>	<b>204</b>	<b>173</b>
Tăng trưởng LNST	218.2%	65.7%	31.0%	150.0%	7.4%	-15.2%
<b>EPS cơ bản</b>	<b>1,328</b>	<b>1,787</b>	<b>1,523</b>	<b>2,599</b>	<b>2,306</b>	<b>1,768</b>

	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021
	<b>83</b>	<b>96</b>	<b>100</b>	<b>106</b>	<b>93</b>	<b>113</b>
	10.7%	6.7%	12.4%	14.0%	12.0%	17.7%
	<b>40</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>44</b>	<b>61</b>
	48.2%	55.2%	54.0%	52.8%	47.3%	54.0%
	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>
	-3.6%	-2.1%	-2.0%	-1.9%	-3.2%	-1.8%
	<b>37</b>	<b>51</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>41</b>	<b>59</b>
	44.6%	53.1%	52.0%	50.9%	44.1%	52.2%
	2	6	1	11	87	0
	-7	-7	-9	-10	-8	-8
	<b>32</b>	<b>51</b>	<b>44</b>	<b>55</b>	<b>120</b>	<b>51</b>
	38.6%	53.1%	44.0%	51.9%	129.0%	45.1%
	<b>31</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>53</b>	<b>119</b>	<b>49</b>
	-13.9%	34.3%	-2.3%	-41.1%	283.9%	4.3%
	<b>324</b>	<b>491</b>	<b>420</b>	<b>530</b>	<b>1,190</b>	<b>490</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	11	316	53	323	53	259	219	181	53	17	64
Khoản phải thu	114	94	76	191	119	133	126	236	119	211	7
Hàng tồn kho	3	1	1	5	7	4	7	8	7	7	7
Tài sản cố định	451	552	765	714	828	689	665	640	828	797	766
Xây dựng cơ bản dở dang	134	226	20	228	119	287	312	320	119	119	142
Đầu tư tài chính dài hạn	726	862	858	862	1,227	862	862	878	1,227	1,264	1,292
Vay ngắn hạn	320	374	129	158	224	119	173	143	224	187	174
Vay dài hạn	407	496	425	481	300	483	397	348	300	293	243
Vốn CSH	404	745	1,109	1,576	1,655	1,569	1,616	1,722	1,655	1,757	1,805
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>1,445</b>	<b>2,072</b>	<b>1,788</b>	<b>2,350</b>	<b>2,380</b>	<b>2,264</b>	<b>2,270</b>	<b>2,290</b>	<b>2,380</b>	<b>2,438</b>	<b>2,300</b>

	2016	2017	2018	2019	2020	Q1/2020	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020	Q1/2021	Q2/2021
<b>Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>68</b>	<b>143</b>	<b>161</b>	<b>101</b>	<b>253</b>	<b>88</b>	<b>-13</b>	<b>-26</b>	<b>203</b>	<b>69</b>	<b>179</b>
Lợi nhuận sau thuế	58	76	190	204	173	31	47	42	53	119	49
<b>Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động đầu tư</b>	<b>-616</b>	<b>-316</b>	<b>-14</b>	<b>-272</b>	<b>-375</b>	<b>-158</b>	<b>15</b>	<b>132</b>	<b>-365</b>	<b>-61</b>	<b>50</b>
<i>Trong đó:</i>											
Tiền đầu tư tài sản cố định	-127	-210	-45	-275	-88	-29	-47	14	-26	-25	-8
<b>Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính</b>	<b>506</b>	<b>482</b>	<b>-417</b>	<b>389</b>	<b>-147</b>	<b>-123</b>	<b>-42</b>	<b>-15</b>	<b>33</b>	<b>-44</b>	<b>-182</b>
<i>Trong đó:</i>											
Tiền đi vay - tiền trả nợ	488	-93	-365	86	-116	-37	-33	-80	33	-44	-62
Tiền nhận được từ phát hành cổ phiếu	47	610	0	376	64	0	0	65	0	0	0
Cổ tức đã trả	-30	-35	-52	-73	-96	-86	-10	0	0	0	-120

	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Doanh số</b>	<b>346</b>	<b>386</b>	<b>429</b>	<b>503</b>	<b>557</b>	<b>624</b>	<b>697</b>
Tăng trưởng doanh thu	21.0%	11.6%	11.1%	17.2%	10.7%	12.0%	11.7%
<b>Lãi gộp</b>	<b>183</b>	<b>204</b>	<b>219</b>	<b>266</b>	<b>307</b>	<b>361</b>	<b>420</b>
Tỷ suất lãi gộp	52.9%	52.8%	51.0%	52.9%	55.1%	57.9%	60.3%
<b>SG&amp;A</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
SG&A/Doanh thu	-2.0%	-2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%
<b>Lợi nhuận hoạt động (EBIT)</b>	<b>176</b>	<b>195</b>	<b>209</b>	<b>255</b>	<b>295</b>	<b>348</b>	<b>406</b>
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	50.9%	50.5%	48.7%	50.7%	53.0%	55.8%	58.2%
Doanh thu tài chính	72	20	104	117	125	125	133
Chi phí tài chính	-38	-33	-29	-15	-5	0	0
<b>Lãi/(lỗ) ròng trước thuế</b>	<b>211</b>	<b>183</b>	<b>284</b>	<b>357</b>	<b>415</b>	<b>473</b>	<b>539</b>
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	61.0%	47.4%	66.2%	71.0%	74.5%	75.8%	77.3%
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>204</b>	<b>173</b>	<b>274</b>	<b>344</b>	<b>385</b>	<b>438</b>	<b>498</b>
Tăng trưởng LNST	7.4%	-15.2%	58.4%	25.5%	11.9%	13.8%	13.7%
<b>EPS cơ bản</b>	<b>2,306</b>	<b>1,768</b>	<b>2,740</b>	<b>3,440</b>	<b>3,850</b>	<b>4,380</b>	<b>4,980</b>

	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	195	209	255	295	348	406
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sau thuế	185	199	242	266	313	365
Chi phí khấu hao	104	125	140	140	140	140
Đầu tư vốn lưu động	0	-10	-10	-10	-10	-10
Đầu tư tài sản cố định	-88	-100	-50	-50	-50	-50
Khen thưởng, phúc lợi	-17	-22	-28	-31	-35	-40
<b>FCFF</b>	<b>184</b>	<b>192</b>	<b>294</b>	<b>315</b>	<b>358</b>	<b>405</b>
PV of FCFF	1,002					
PV of Terminal Value	1,580					
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>2,582</b>					
Tiền và các khoản đầu tư tài chính	3,053					
Nợ vay	417					
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>5,218</b>					
Số lượng cổ phiếu	100,000,000					
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>52,180</b>					



Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi TCSC dựa vào các nguồn thông tin mà TCSC coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích TCSC. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

TCSC có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Thành Công. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này. Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Securities  
**THANHCÔNG**  
QUALITY MAKES DIFFERENCE

THANHCÔNG SECURITIES CO.

A: 2<sup>nd</sup> floor, No. 6 Ho Tung Mau St., Nguyen Thai Binh W., D.1, HCMC

T: (+84 28) 3827 0527 | F: (+84 28) 3821 80 10

[www.tcsc.vn](http://www.tcsc.vn)