

Chuyển dịch chiến lược sang mở rộng công suất

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 9 8925 9210

- Tổng công suất sản xuất nước sạch của Việt Nam là 11 triệu m³/ngày và Ngân hàng Thế giới ước tính cần 9 tỷ USD để tăng thêm công suất nhằm đáp ứng nhu cầu vào năm 2030.
- Hai công ty cấp nước trong danh sách khuyến nghị của HSC là BWE và TDM sẽ được hưởng lợi trước xu hướng này. Mỗi công ty đều có kế hoạch nhanh chóng nâng cao công suất sản xuất nước sạch để đáp ứng nhu cầu – chủ yếu bằng cách mở rộng hoạt động kinh doanh (bên cạnh các cơ hội mua bán và sáp nhập trong ngành nước còn phân mảnh).
- Khung giá nước toàn quốc được thiết lập với mục tiêu giảm giới hạn tỷ lệ thất thoát nước xuống 15% vào năm 2025 từ mức 20% của hiện tại, trong khi Luật Giá năm 2023 cũng có thể ảnh hưởng đến giá nước vì sẽ tác động đến khung giá mới trong ngành cung cấp nước sạch trên toàn quốc. TDM là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành nước do định giá rẻ hơn và tốc độ tăng trưởng kép của lợi nhuận thuần trong 3 năm tới dự báo đạt 13%.

Nhu cầu về công suất và vốn đầu tư

Việt Nam hiện có công suất cung cấp nước sạch là 11 triệu m³/ngày và công suất xử lý nước thải là 2 triệu m³/ngày. Ngân hàng Thế giới ước tính từ nay cho đến năm 2030, Việt Nam sẽ cần 9 tỷ USD để tiếp tục đầu tư vào ngành sản xuất, phân phối nước sạch và xử lý nước thải. Các công ty như BWE và TDM đều đang mở rộng công suất, BWE đã tăng công suất lên 820 nghìn m³/ngày vào năm 2023 từ mức 200 nghìn m³/ngày vào năm 2016 - tốc độ tăng trưởng kép dự báo đạt 22%. Trong tương lai, dựa trên quy hoạch của tỉnh, BWE và TDM có thể tăng công suất sản xuất với tốc độ tăng trưởng kép đạt 13% trong giai đoạn 2023-2030.

Bối cảnh thị trường và cạnh tranh

Thị trường cung cấp nước của Việt Nam đang rất phân mảnh với tổng cộng khoảng 1.500 công ty, trong đó có hơn 700 công ty nhỏ. BWE và TDM, hai trong số năm công ty nước lớn nhất (và cũng có mối quan hệ với nhau do TDM sở hữu 37,4% cổ phần BWE), đã và đang mở rộng cả công suất và thị phần thông qua việc nâng cao công suất, đặc biệt là ở các tỉnh như Đồng Nai và Long An, nơi các công ty này sở hữu cổ phần kiểm soát trong các công ty cấp nước. Mặc dù có nhiều cơ hội M&A trên toàn quốc, nhưng hiện tại các công ty này đang tập trung vào việc mở rộng công suất.

Môi trường pháp lý

Hiện tại, ngành nước được điều chỉnh bởi Thông tư 44/2021/TT-BTC dựa trên Luật Giá năm 2012, văn bản này đặt ra khung pháp lý quốc gia về giá nước và các tỉnh sẽ quyết định giá nước cho địa phương của mình dựa trên khung giá này. Luật Giá năm 2023 cũng có thể ảnh hưởng đến khung giá sắp tới và các yêu cầu về tỷ lệ thất thoát nước. Luật Giá mới và việc giảm tỷ lệ thất thoát nước tối đa cho phép trong khung giá từ mức 20% năm 2024 xuống 15% năm 2025 là một động thái tích cực, dự kiến sẽ thúc đẩy việc sử dụng nước hiệu quả hơn cũng như hỗ trợ tăng trưởng chung của ngành nước.

Khuyến nghị

HSC khuyến nghị Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) đối với TDM và BWE. TDM là lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành nước sạch, với tiềm năng tăng giá 32% tại giá mục tiêu mới, do tốc độ tăng trưởng kép của lợi nhuận thuần trong 3 năm tới ổn định ở mức 13% và định giá rẻ (P/E dự phóng điều chỉnh là 10,0 lần, lợi suất cổ tức 3%). Trong khi đó, chúng tôi cũng ưa thích BWE với tiềm năng tăng giá 24%, do tốc độ tăng trưởng kép của lợi nhuận thuần trong 3 năm tới dự báo đạt 18% và định giá không đắt (EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 7,0 lần, lợi suất cổ tức 3%). Đối với TDM và BWE, HSC đưa ra dự báo thận trọng với sản lượng tiêu thụ tăng trưởng lần lượt khoảng 5,5% và 9,0% mỗi năm và giá bán bình quân tăng 3% mỗi năm từ năm 2025.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/10.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
BWE	46,050	Mua vào	-	56,000	-	21.6	13.0	10.4	7.91	6.86	0	2.82
TDM	48,800	Mua vào	-	66,000	-	35.2	26.5	18.2	14.8	13.2	3.07	3.28

Giá cổ phiếu tại ngày 14/10/2024.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Nhu cầu nước tăng trưởng trước làn sóng mở rộng FDI

Nhu cầu nước đang tăng lên nhờ nhu cầu dân dụng từ việc dân số tăng trưởng tự nhiên, quá trình đô thị hóa, cũng như sự mở rộng nguồn vốn FDI vào Việt Nam. Cả hai công ty trong danh sách khuyến nghị của HSC là BWE và TDM đều được hưởng lợi từ việc mở rộng hoạt động, giảm tỷ lệ thất thoát nước và - trong dài hạn - tham gia vào việc hợp nhất thị trường cung cấp nước đang phân mảnh. TDM là lựa chọn hàng đầu của HSC do định giá rẻ hơn và tốc độ tăng trưởng kép của lợi nhuận thuần trong 3 năm tới đạt 13%.

Tổng quan về ngành

Ngành thu gom, xử lý và cung cấp nước ở Việt Nam khá phân mảnh với hơn 700 công ty nhỏ (doanh thu dưới 20 tỷ đồng) và 800 công ty khác với quy mô khác nhau. Tuy nhiên, chỉ có 5 trong số các công ty này có quy mô lớn hơn với doanh thu trên 1 nghìn tỷ đồng (Bảng 1) – đây thường là những công ty mà HSC nhận thấy đáng để các nhà đầu tư tổ chức có thể xem xét đầu tư.

Xét về mặt doanh thu, BWE và Nước Đồng Nai (DNW; chưa khuyến nghị, BWE và TDM cùng sở hữu 30% cổ phần) được xếp hạng 1 và 4 trong ngành (Bảng 2). Các công ty nước đáng chú ý khác trong top 10 là Nước Thủ Đức, với 44% cổ phần thuộc sở hữu của REE (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 74.600đ). Lưu ý, doanh thu của TDM trong năm 2023 – tất cả đến từ việc bán nước cho BWE – là 532 tỷ đồng, giúp đưa TDM vào top 20 công ty nước hàng đầu tại Việt Nam.

Bảng 1: Quy mô các doanh nghiệp trong ngành cấp nước tại Việt Nam (2023)

	Số doanh nghiệp	Doanh thu
DN siêu nhỏ	773	Dưới 20 tỷ đồng
DN nhỏ	165	20 tỷ đồng - 200 tỷ đồng
DN trung bình	48	200 tỷ đồng - 1 nghìn tỷ đồng
DN lớn	5	Trên 1 nghìn tỷ đồng
Không xác định	550	
Tổng	1,541	

Nguồn: Fiingate

Bảng 2: Top doanh nghiệp cấp nước dẫn đầu về doanh thu tại Việt Nam (2023)

Theo thứ tự	Tên doanh nghiệp	Doanh thu thuần (tỷ đồng)	Tổng tài sản (tỷ đồng)
1	BWE	3,526	12,122
2	Công ty TNHH Một thành viên Nước sạch Hà Nội	2,504	6,892
3	Công ty cổ phần Cấp nước Thủ Đức (TDW)	1,283	466
4	Công ty Cổ phần Cấp nước Đồng Nai (DNW)	1,196	3,530
5	Công ty Cổ phần cấp nước Hải Phòng (HPW)	1,131	2,087
6	Công ty Cổ phần Viwaco (VAV)	839	873
7	Công ty Cổ phần Nước sạch Quảng Ninh (NQN)	781	1,058
8	Công ty Cổ phần nước mặt sông Đuống	781	3,929
9	Công ty CP Cấp Nước Bà Rịa - Vũng Tàu (BWS)	683	1,114
10	Công ty Cổ phần Gia Định Wasuco (GDW)	653	306

Nguồn: Fiingate

Bảng 3: Năng lực cung cấp nước hiện tại của các công ty lớn tại Đồng Nai

Mét khối/ngày	
Công ty Cổ phần Cấp nước Đồng Nai (DNW)	500
Hồ Cầu Mới (chưa niêm yết)	90
Formosa (chưa niêm yết)	60
Việt Thăng Long (chưa niêm yết)	10
IDICO (IDC; Mua vào, Giá mục tiêu 73.400đ)	23
Tổng	683

Nguồn: Sở Xây dựng Đồng Nai

Đặc điểm nguồn nước và địa lý ở Việt Nam

Mặc dù Việt Nam bao gồm nhiều tỉnh thành có tiềm năng về nguồn nước và cơ hội đầu tư đáng kể trong tương lai, bất chấp ngành nước còn đang phân mảnh, nhưng HSC chỉ tập trung vào ba tỉnh trong báo cáo này – Bình Dương, Đồng Nai và Long An – do các tỉnh này nhìn chung có động lực tốt về nguồn nước (bao gồm cả việc cải thiện tỷ lệ thất thoát nước) cũng như các công ty nước có vốn hóa thị trường tương đối lớn và cổ phiếu có tính thanh khoản cao. Các tỉnh này cũng thu hút nhiều vốn FDI với giá bán nước cho KCN cao hơn nhiều so với giá bán nước cho khu vực dân cư.

Bình Dương là một trong những tỉnh công nghiệp trọng điểm với tổng quy mô KCN là 13.000 ha, và những công ty FDI mới như Lego, Pandora đang xây dựng nhà máy tại KCN VSIP 3 mới có tổng quy mô 1.000 ha. Đồng Nai có tổng diện tích KCN là 10.000 ha, và KCN mới như KCN Long Thành có tổng diện tích 488 ha đang tìm kiếm khách hàng mới. Xét về đóng góp GDP, Bình Dương và Đồng Nai là hai trong số bốn tỉnh đóng góp GDP hàng đầu ở Việt Nam.

Một vài nhận xét thêm:

- **Tỉnh Bình Dương:** BWE và TDM chiếm toàn bộ thị phần tại đây. Tỉnh Bình Dương có địa hình bằng phẳng và tiếp cận nguồn nước thô từ sông Đồng Nai và sông Sài Gòn.
- **Tỉnh Đồng Nai:** BWE và TDM cùng sở hữu 30,9% cổ phần của Nước Đồng Nai (DNW; chưa khuyến nghị), công ty có tổng công suất 500 nghìn m³/ngày và hoạt động rất tích cực tại tỉnh này. Đáng chú ý, DNW cũng trực tiếp sở hữu 25% cổ phần của Nước Gia Tân (GIWACO; tư nhân/chưa niêm yết), trong khi TDM và BWE cùng trực tiếp sở hữu 59% GIWACO. Công ty này có tổng công suất 20 nghìn m³/ngày với kế hoạch dài hạn là mở rộng công suất lên 200 nghìn m³/ngày.

Tỉnh này có tổng công suất cung cấp nước là 683 nghìn m³/ngày trong năm 2023, với hầu hết công suất thuộc về công ty Nước Đồng Nai và các công ty con/liên kết (Nước Gia Tân, Nước Nhơn Trạch, Nước Long Khánh, và CTCP Dịch vụ và Xây dựng Cấp nước Đồng Nai). So với Bình Dương, tỉnh Đồng Nai có địa hình hỗn hợp gồm đồng bằng và đồi núi với nguồn nước thô từ sông Đồng Nai và hồ chứa Trị An, khiến chi phí phân phối nước cao hơn so với tỉnh Bình Dương.

- **Tỉnh Long An:** BWE chiếm khoảng 32% thị phần cung cấp nước tại tỉnh Long An với tổng công suất của nhà máy nước Nhị Thành là 60 nghìn m³/ngày so với tổng công suất cung cấp nước là 189 nghìn m³/ngày (Bảng 4). Tỉnh có địa hình bằng phẳng với độ cao thấp, nguồn cung cấp nước thô đến từ sông Vàm Cỏ và nguồn nước ngầm.

Bảng 4: Công suất nguồn cấp nước của các công ty lớn tại Long An

M ³ /ngày	
Khu vực 1 (Đức Hòa- Cần Giuộc)	
Nhị Thành	30.0
Hòa Khánh Tây	40.0
Bình Anh	21.0
Khu vực 2 (Tân An)	
Nhị Thành	30.0
Bình Anh	21.0
Tân An	32.8
Khu vực 3 (Đồng Tháp Mười, huyện Châu Thành)	
Mộc Hóa	2.2
Cái Cát	7.0
Tân Hưng	1.2
Vĩnh Hưng	1.0
Tân Thành	1.0
Thanh Hóa	1.0
Tâm Vũ (Châu Thành)	1.0
TỔNG	189.2

Nguồn: Quy hoạch tổng thể Long An đến năm 2030

- **Tại các tỉnh khác:** BWE và TDM đều đang mở rộng hoạt động sang các tỉnh Vĩnh Long, Cần Thơ, Cà Mau và Bình Phước ở miền Nam cũng như tỉnh Quảng Bình ở

miền Trung. Tại tỉnh Bình Phước, BWE thành lập công ty con (BWE sở hữu 100%) để đầu tư vào Nhà máy nước Chơn Thành (Bảng 5), trong khi ở các tỉnh khác, BWE và TDM chỉ sở hữu cổ phần thiểu số đáng kể, do đó không thể ảnh hưởng đến hoạt động của các công ty này.

Công suất hiện tại và tiềm năng

Tổng quan về ngành nước sạch Việt Nam

Việt Nam hiện có tổng công suất cung cấp nước sạch là 11 triệu m³/ngày với 750 nhà máy nước. Về xử lý nước thải, cả nước có công suất xử lý 2 triệu m³/ngày từ 80 dự án xử lý nước thải. Theo [Ngân hàng thế giới](#) tính đến năm 2020, Việt Nam sẽ cần 9 tỷ USD để đầu tư vào ngành sản xuất, phân phối nước sạch và xử lý nước thải

Tổng quan về công suất của BWE và TDM

Tính đến cuối tháng 8, BWE có công suất sản xuất nước sạch là 820 nghìn m³/ngày, tương đương 7,4% công suất của cả nước (Bảng 1). Công suất xử lý nước thải của Công ty đạt 69 nghìn m³/ngày vào cuối năm 2023, tương đương 3,4% công suất của cả nước. Phần lớn công suất nằm ở tỉnh Bình Dương, phần còn lại nằm ở các tỉnh lân cận như Long An và Đồng Nai, và tập đoàn cũng đang mở rộng sang các tỉnh khác.

Đối với TDM, công ty có công suất 260 nghìn m³/ngày từ hai nhà máy nước (Dĩ An 200 nghìn m³/ngày và Bầu Bàng 60 nghìn m³/ngày) và bán toàn bộ sản lượng cho BWE để phân phối đến người dùng cuối.

Mở rộng công suất sản xuất

Các động lực tăng trưởng chung của ngành bao gồm dòng vốn đầu tư và phát triển cơ sở hạ tầng nước. Về phát triển cơ sở hạ tầng nước, hơn 78% dân số ở các thành phố lớn được tiếp cận với nước sạch trong khi tỷ lệ bao phủ ở khu vực nông thôn là dưới 60%. Ngoài ra, cơ sở hạ tầng nước của Việt Nam đang đối mặt với tỷ lệ thất thoát nước cao (trên 30% ở một số khu vực), phần lớn là do hệ thống đường ống cũ kỹ và hệ thống vận hành không hiệu quả.

Việc xử lý nước thải cũng gặp thiếu sót nghiêm trọng vì chỉ có 12,5% lượng nước thải đô thị được xử lý, dẫn đến ô nhiễm đáng kể ở các sông ngòi và nguồn nước. Tuy nhiên, tỷ lệ thất thoát nước chung đã giảm đáng kể nhờ những nỗ lực của chính phủ nhằm giảm tỷ lệ thất thoát nước từ mức 25% năm 2015 xuống 15% vào năm 2025. Chính phủ cũng đưa ra các ưu đãi đầu tư vào ngành nước như áp dụng thuế suất thuế thu nhập doanh nghiệp (TTNDN) thấp hơn (ở mức 10% so với thuế suất TTNDN thông thường là 20%).

Cả BWE và TDM đều được hưởng lợi từ hai động lực tăng trưởng này của ngành vì hai công ty đều có trụ sở tại tỉnh Bình Dương và đang mở rộng phạm vi hoạt động sang tỉnh Đồng Nai và Long An cũng như các tỉnh khác ở phía Nam thông qua hoạt động M&A với các công ty nước khác. Các nhà máy nước của hai công ty này cũng nằm gần quốc lộ hoặc đường cao tốc, giúp giảm khoảng cách đến người dùng cuối.

Bảng 5: Công suất cấp nước hiện tại và dự báo

Tổng công suất được dự báo sẽ tăng trưởng với CAGR 13% đến năm 2030

	2023A	2030E	Tỷ lệ tăng trưởng kép
Công suất thiết kế	820,000	1,895,000	13%
1. Dĩ An (*)	300,000	550,000	9%
2. Tập Hiệp	250,000	500,000	10%
3. Nam Tân Uyên	60,000	100,000	8%
4. Uyên Hưng	30,000	140,000	25%
5. Thủ Dầu Một	25,000	35,000	5%
6. Chơn Thành	30,000	60,000	10%
7. Bầu Bàng (*)	60,000	350,000	29%
8. Dầu Tiếng	2,500	20,000	35%
9. Phước Vinh	2,500	20,000	35%
10. Nhi Thanh (BWE Long An)	60,000	120,000	10%

Ghi chú: (1) *Nhà máy nước của TDM; (2) BWE có công suất 100k tại Dĩ An, phần còn lại từ TDM.
Nguồn: Quy hoạch tổng thể Long An đến năm 2030

Trong 7 năm qua, BWE đã tăng công suất cung cấp nước với tốc độ tăng trưởng kép là 22%. Trong khi đó, công suất cung cấp nước của TDM có tốc độ tăng trưởng kép là 15% trong cùng kỳ.

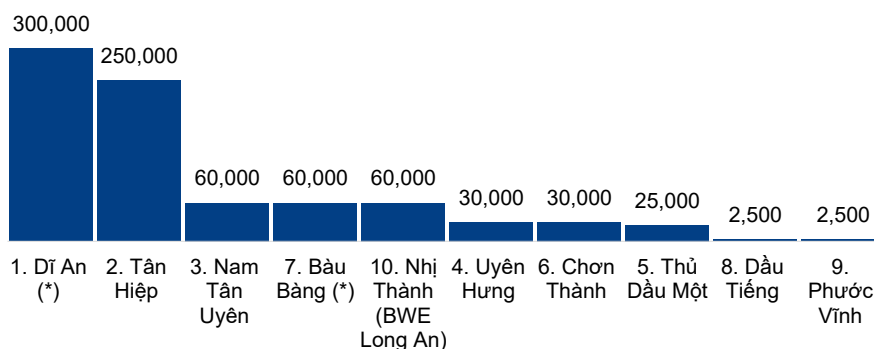
Trong tương lai, dựa trên các quy hoạch tổng thể của địa phương để tăng công suất sản xuất nước, HSC nhận thấy BWE và TDM có khả năng tăng tổng công suất sản xuất thêm 13% mỗi năm trong giai đoạn 2023-2030. Tuy nhiên, chúng tôi đã áp dụng cách tiếp cận thận trọng hơn và không đưa phần lớn các dự án này vào mô hình dự báo của mình cho đến khi dự án hoàn thành. Trong dài hạn, chúng tôi dự báo công suất cung cấp nước sạch của BWE và TDM sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 5%, gần với tốc độ tăng trưởng GDP dài hạn của cả nước là 6% khi thị trường đã trưởng thành.

Trong ngắn hạn và trung hạn, BWE và TDM có thể nhanh chóng mở rộng tổng công suất cung cấp nước tại các tỉnh lân cận bằng cách bổ sung công suất mới ở những khu vực có nhu cầu cao như Nhà máy nước Nhị Thành (tỉnh Long An) mà BWE có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 120 nghìn m³/ngày vào năm 2025. Nhà máy nước Gia Tân (tỉnh Đồng Nai) cũng có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 100 nghìn m³/ngày, và với mức công suất tăng trưởng nhanh chóng này, nhà máy dự kiến sẽ cung cấp nước sạch cho khu vực dân cư nơi tỷ lệ bao phủ nước sạch chỉ là 34% do người dân đang chủ yếu sử dụng nguồn nước ngầm.

Một dự án tiềm năng khác ở tỉnh Đồng Nai là dự án nước đường cao tốc Long Thành, trong đó BWE đề xuất đầu tư mức công suất lên tới 600 nghìn m³/ngày trong 20 năm tới. Chiến lược này có thể được áp dụng tương tự cho các khu vực khác như tỉnh Bình Phước.

BWE đang tìm kiếm thêm cơ hội đầu tư trong ngành cấp nước tại Việt Nam, chẳng hạn như dự án đường cao tốc Long Thành, dự án này có thể cung cấp 600 nghìn m³/ngày trong 20 năm tới cho bốn cụm đô thị gần Cảng hàng không Quốc tế Long Thành và 10 nghìn ha đất công nghiệp, chủ yếu ở huyện Cẩm Mỹ (tỉnh Đồng Nai, ngay cạnh Cảng hàng không Quốc tế Long Thành) và huyện Long Thành (cũng thuộc tỉnh Đồng Nai). BWE cũng có kế hoạch đầu tư vào một nhà máy nước Phú Quốc ở tỉnh Kiên Giang.

Bảng 6: Nhà máy xử lý nước, BWE và TDM
Tổng công suất là 820 ngàn m³/ngày



Ghi chú: (1) *Nhà máy nước của TDM; (2) BWE có công suất 100 ngàn mét khối / ngày tại Dĩ An, phần còn lại từ TDM.
Nguồn: HSC thu thập

Bảng 7: Giá tham chiếu cho nguồn cấp nước sạch tại Việt Nam

Giá bán ưu đãi cho khu vực thành thị và khu vực nông thôn

Khu vực	Giá tối thiểu (đồng/m ³)	Giá tối đa (đồng/m ³)
Thành phố đặc biệt, đô thị loại 1	3,500	18,000
Đô thị loại 2, đô thị loại 3, đô thị loại 4, đô thị loại 5	3,000	15,000
Khu vực nông thôn	2,000	11,000

Nguồn: Thông tư 44/2021/TT-BTC

Môi trường pháp lý

Giá bán nước sạch

Bộ Tài chính quy định giá bán tối đa cho nước sạch ở tất cả các tỉnh thành. Dựa trên mức giá tối đa đó, chính quyền mỗi tỉnh có thể đặt ra mức giá phù hợp cho người dùng cuối trong tỉnh mình. Ngành nước là ngành chịu sự quản lý chặt chẽ nên các doanh nghiệp cấp nước tại mỗi tỉnh thành phải đề xuất chi phí sản xuất dựa trên các yếu tố biến đổi để được chấp thuận mức lợi nhuận và giá bán phù hợp. Điều này có nghĩa là các nhà cung cấp nước có thể tạo ra lợi nhuận ổn định trên mỗi mét khối nước sạch với điều kiện chi phí đầu vào của họ không thay đổi.

Các quy định hiện hành cho ngành cấp nước

Thông tư 44/2021/TT-BTC quy định khung giá nước sạch, trong đó quy định giá tối thiểu và tối đa cho tất cả các tỉnh thành. Thông tư này dựa trên Luật Giá năm 2012.

Căn cứ vào khung giá, mỗi tỉnh có thể quyết định giá bán nước sạch ở khu vực thành thị và nông thôn.

Thông tư đưa ra công thức xác định giá bán cho từng năm như sau:

Giá bán = Giá thành + Lợi nhuận định mức

Lợi nhuận định mức do chính quyền địa phương quy định từ 360đ/m³ đến 1.300đ/m³ (đối với công ty bán cho khu vực nông thôn hoặc thành thị) hoặc 1.500đ/m³ (đối với công ty bán cho cả khu vực nông thôn và thành thị).

Giá thành = (Tổng chi phí sản xuất – Giảm trừ doanh thu) / Tổng sản lượng tiêu thụ.

Tổng chi phí sản xuất = Chi phí nguyên vật liệu + Chi phí nhân công + Chi phí sản xuất chung + Chi phí quản lý + Chi phí bán hàng + Chi phí tài chính + Chi phí đảm bảo an toàn nguồn nước.

Tổng sản lượng tiêu thụ = Tổng sản lượng sản xuất – Sản lượng thất thoát.

Sản lượng thất thoát = Tỷ lệ thất thoát nước x Tổng sản lượng sản xuất.

Một vài chi tiết có thể kể thêm là:

- Tính đến năm 2024, tỷ lệ thất thoát nước tối đa hiện tại trong công thức là 20%.
- Năm 2010, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt giảm tỷ lệ thất thoát nước quốc gia từ 30% năm 2009 xuống 15% năm 2025 (Quyết định 2147/QĐ-TTg). Cụ thể, tỷ lệ thất thoát nước cho các năm 2015, 2020, 2025 lần lượt được đề ra ở mức 25%, 20%, 15%. Nếu công ty cấp nước có giá bán được phê duyệt trước năm 2025 với tỷ lệ thất thoát nước dưới 15%, tỷ lệ thất thoát nước có thể được giữ nguyên trong ba năm tiếp theo.

Những thay đổi sắp tới trong quy định

Do Luật Giá mới ban hành năm 2023 đã thay thế Luật Giá năm 2012, Chính phủ đã ban hành Thông tư 45/2024/TT-BTC để quy định khung giá bán đối với một số hàng hóa, dịch vụ do Nhà nước định giá, bao gồm cả dịch vụ cấp nước sạch. Dựa trên thông tư này, chính phủ đang tìm kiếm dữ liệu hoạt động trong quá khứ để xác định giá bán chuẩn mới cho dịch vụ cấp nước sạch. Do chưa rõ quyết định của chính phủ, chẳng hạn như tỷ lệ thất thoát nước mục tiêu sau năm 2025, HSC lựa chọn đưa ra các giả định thận trọng về việc tăng giá nước trong 5 năm tới.

Chiến lược của doanh nghiệp

Do thị trường còn phân mảnh nên bên cạnh việc mở rộng công suất cung cấp nước sạch tại tỉnh Bình Dương, BWE và TDM cũng đã và đang mua lại cổ phần của các công ty nước thông qua IPO và thoái vốn nhà nước tại các công ty cấp nước. Tuy nhiên, trong vài năm qua, tiến độ thoái vốn của nhiều công ty, bao gồm cả các công ty nước, đã chậm lại đáng kể.

Hiện tại, cả BWE và TDM đều đang tập trung vào việc mở rộng kinh doanh bằng cách tăng thêm công suất cho các HỖKD hiện có. Gần đây, BWE đã mở rộng công suất Nhà máy nước Nhị Thành từ 60 nghìn m³/ngày lên 120 nghìn m³/ngày. Nhà máy này thuộc sở hữu của công ty Biwase Long An mà BWE sở hữu 94% cổ phần. Công ty

cũng có kế hoạch mở rộng nhà máy xử lý nước Chơn Thành ở tỉnh Bình Phước từ 30 nghìn m³/ngày lên 60 nghìn m³/ngày. Về lâu dài, BWE có kế hoạch mở rộng công suất nhà máy này lên 100 nghìn m³/ngày.

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với **BWE**, HSC giảm lần lượt 11% và 14% dự báo doanh thu thuần và giảm lần lượt 35% và 30% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024-2025. Lý do chính chúng tôi giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận là do giảm giá định sản lượng tiêu thụ từ 224 triệu và 254 triệu m³ xuống lần lượt 197 triệu và 214 triệu m³ cho năm 2024-2025. Lợi nhuận thuần năm 2024-2025 dự báo tăng trưởng lần lượt 9% và 33%, chủ yếu do kỳ vọng giá nước tăng từ năm 2025. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, theo đó, doanh thu và lợi nhuận thuần sẽ được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ đạt 236 triệu m³.

Dự báo mới cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới của doanh thu và lợi nhuận thuần vẫn ở mức khá cao, lần lượt 9% và 18%.

Đối với **TDM**, chúng tôi cũng giảm lần lượt 29% và 34% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi cho năm 2024-2025 (có tính đến vốn chủ sở hữu của BWE và trừ đi cổ tức dự báo nhận được từ BWE). Lý do chính chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận là do giảm giá định sản lượng tiêu thụ xuống lần lượt 70 triệu và 74 triệu m³ so với dự báo trước đó là 74 triệu và 97 triệu m³. Theo đó, doanh thu TDM dự báo tăng trưởng lần lượt 2,3% và 7,8% trong hai năm tới.

Dựa trên những giả định mới của HSC, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng lần lượt -31% và 52% trong năm 2024-2025 trong khi lợi nhuận HĐKD cốt lõi trong năm 2024-2025 dự báo tăng trưởng lần lượt 4,9% và 20,7%; kết quả này chủ yếu được thúc đẩy bởi kỳ vọng của chúng tôi về việc tăng giá nước từ năm 2025.

Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu đối với doanh thu, lợi nhuận thuần và lợi nhuận HĐKD cốt lõi cho năm 2026, với mức tăng trưởng lần lượt là 8%, 12% và 15%, được thúc đẩy bởi sản lượng tiêu thụ 78 triệu m³.

Theo đó, tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm của doanh thu, lợi nhuận thuần và lợi nhuận HĐKD cốt lõi lần lượt là 6%, 5% và 13%.

Bảng 8: Dự báo cũ và dự báo mới, BWE

CAGR 3 năm của lợi nhuận thuần là 18%

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới				CAGR 3 năm*	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025	2026	2027		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	3,526	3,849	4,229	4,611	9%	4,308	4,889	-11%	-14%	
Lợi nhuận thuần	674	734	975	1,113	18%	1,134	1,392	-35%	-30%	

Ghi chú: dựa theo số liệu kiểm toán năm 2023.
Nguồn: HSC

Bảng 9: Dự báo cũ và dự báo mới, TDM

Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi* dự báo tăng trưởng với CAGR là 13% trong giai đoạn 2023A-26F

Tỷ đồng	2023	Dự báo mới				CAGR 3 năm*	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2024	2025	2026	2027		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	533	545	587	633	6%	517	695	5%	-16%	
Lợi nhuận thuần	283	194	295	330	5%	207	410	-7%	-28%	
Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi*	424	445	537	616	13%	623	813	-29%	-34%	

Ghi chú: *số liệu TDM dựa trên báo cáo tài chính (chưa điều chỉnh); **Lợi nhuận thuần của TDM được điều chỉnh bằng cách cộng 37,4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi cổ tức tiền mặt của BWE nhận được.
Nguồn: HSC

Trong ngắn hạn và trung hạn, BWE và TDM có thể nhanh chóng mở rộng tổng công suất cung cấp nước tại các tỉnh lân cận bằng cách bổ sung công suất mới ở những khu vực có nhu cầu cao như Nhà máy nước Nhị Thành (tỉnh Long An) mà BWE có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 120 nghìn m³/ngày vào năm 2025. Nhà máy nước Gia Tân (tỉnh Đồng Nai) cũng có kế hoạch tăng gấp đôi công suất lên 100 nghìn m³/ngày, và với mức công suất tăng trưởng nhanh chóng này, nhà máy dự kiến sẽ cung cấp nước sạch cho khu vực dân cư nơi tỷ lệ sử dụng nước sạch chỉ là 34% do người dân đang chủ yếu sử dụng nguồn nước ngầm.

Một dự án tiềm năng khác ở tỉnh Đồng Nai là dự án nước đường cao tốc Long Thành, trong đó BWE đề xuất đầu tư mức công suất lên tới 600 nghìn m³/ngày trong 20 năm tới. Chiến lược này có thể được áp dụng tương tự cho các khu vực khác như tỉnh Bình Phước.

Trong dài hạn, chúng tôi dự báo công suất cung cấp nước sạch của BWE và TDM sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 5%, gần với tốc độ tăng trưởng GDP dài hạn của cả nước là 6% khi thị trường hoàn thiện.

Định giá và khuyến nghị

Diễn biến của giá cổ phiếu gần đây

Cổ phiếu BWE và TDM đã tăng về giá trị tuyệt đối và diễn biến tích cực hơn so với chỉ số VN Index trong 3 tháng & 12 tháng qua (Bảng 10). HSC cho rằng điều này là do triển vọng tăng giá nước và nhu cầu nước phục hồi tại tỉnh Bình Dương.

So sánh định giá với các công ty khác trong thị trường

So sánh hệ số EV/công suất với các công ty cùng ngành ở Việt Nam

Bảng 11 so sánh hệ số EV/công suất cấp nước của BWE, TDM và các công ty Nước niêm yết khác tại Việt Nam mà hai công ty này sở hữu cổ phần đáng kể. Dựa trên bảng này, TDM và BWE có hệ số EV/công suất cao nhất so với các công ty khác. Những lý do chính khiến hệ số EV/công suất cao là do tỷ lệ thất thoát nước của BWE và TDM thấp hơn so với các công ty cùng ngành và tiềm năng tăng trưởng cao hơn.

Bảng 10: Diễn biến giá cổ phiếu ngành nước và VN Index

	3 tháng	12 tháng
TDM	1.5%	23.1%
BWE	5.9%	14.7%
VN Index	0.4%	13.8%

Ghi chú: dữ liệu ngày 14/10.
Nguồn: HSC

Bảng 11: EV/ công suất của các công ty cấp nước Việt Nam

TDM có tỷ lệ EV/công suất cao nhất do tỷ lệ hao hụt nước thấp

Mã CK	Công ty	EV (Tỷ đồng)	Công suất cung cấp nước sạch (m ³ /ngày)	EV/công suất (triệu đồng/ m ³ /ngày)	tỷ lệ hao hụt nước (%)
TDM	Thu Dau Mot Water	5,525	260,000	21.3	0.7
BWE	Binh Duong Water Environment	14,902	822,000	18.1	5.0
DNW	Dong Nai Water	4,994	304,950	16.4	17.2
VLW	Vinh Long Water Supply	744	72,980	10.2	18.6
LAW	Long An Water Supply	358	37,200	9.6	11.0
CTW	Can Tho Water Supply - Sewerage	1,014	166,200	6.1	12.7
CMW	Ca Mau Water Supply	199	48,252	4.1	15.7
NQB	Quang Binh Water Supply	150	49,200	3.0	20.0

Ghi chú: dữ liệu ngày 14/10.
Nguồn: HSC

Bảng 12: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE hiện giao dịch tại mức chiết khấu EV/EBITDA cao so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA*		P/E**		P/B		ROE
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2025
BWE	Việt Nam	401	7.8	6.8	14.9	11.6	1.7	1.5	13.3
TDM	Việt Nam	215	14.8	13.2	11.3	9.8	2.5	2.3	23.5
TTW PCL	Thái Lan	1114	10.0	10.0	13.2	12.4	2.4	2.3	18.4
VA Tech Wabag	Ấn Độ	1238	27.1	27.1	39.7	34.8	5.7	5.0	14.9
Manila Water	Philippines	1215	8.1	7.9	7.0	6.2	0.9	0.8	15.0
WHA Utilities	Thái Lan	565	23.3	23.4	13.4	11.1	1.3	1.3	11.4
CECEP Guozhen	Trung Quốc	677	10.7	10.5	11.4	10.6	1.1	1.0	9.5
Jiangxi Hongcheng	Trung Quốc	1733	6.8	7.4	10.3	9.7	1.3	1.2	12.8
Bình quân		895	13.6	13.3	15.2	13.3	2.1	1.9	14.8

Ghi chú: *số liệu TDM dựa trên báo cáo tài chính (chưa điều chỉnh); **Lợi nhuận thuần của TDM được điều chỉnh bằng cách cộng 37.4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi số tức tiền mặt của BWE nhận được (bởi TDM); tất cả dữ liệu đều dựa trên giá tính đến 14/10
Nguồn: Bloomberg

So sánh các hệ số chính khác với các công ty cùng ngành trong khu vực

Nhìn vào các chỉ số chính so với các công ty cùng ngành được chọn trong khu vực (Bảng 12), BWE nhìn chung đang giao dịch ở mức giá rẻ. EV/EBITDA dự phóng năm 2025 là 6,8 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực (TDM chỉ ở mức tương đương). Trong khi đó, với P/E dự phóng năm 2025 từ 9,8-11,6 lần – sử dụng dữ liệu đã điều chỉnh cho TDM, mức P/E cơ sở ưa thích của chúng tôi (xem thêm thảo luận bên dưới) – cả BWE và TDM đều có vẻ rẻ so với mức bình quân của khu vực là 13,3 lần. Tuy nhiên, P/B dự phóng năm 2025 kém hấp dẫn hơn ở mức từ 1,5-2,3 lần – so với mức bình quân khu vực là 1,9 lần – trong khi chỉ TDM có ROE tương đối cao hơn so với các công ty cùng ngành.

HSC nhấn mạnh rằng chỉ số so sánh ưa thích của chúng tôi là hệ số P/E điều chỉnh, vì lợi nhuận HĐKD cốt lõi của TDM – bao gồm BWE được hạch toán theo phương pháp vốn CSH dựa trên 37,4% lợi ích của TDM, trừ đi cổ tức (nếu có) mà BWE chỉ trả cho TDM – giúp làm giảm sự biến động lợi nhuận của Công ty (giống với hầu hết các công ty tiện ích) và cũng phù hợp với các tiêu chuẩn khu vực về ghi nhận lợi nhuận.

So sánh trực tiếp TDM và BWE

Xét về hệ số EV/doanh thu (Bảng 13), dựa trên dữ liệu đã báo cáo, TDM đang giao dịch ở mức định giá cao hơn đáng kể so với BWE (EV/doanh thu dự phóng năm 2025 của TDM là 9,0 lần so với chỉ 3,3 lần của BWE). Trong khi đó, trên cơ sở EV/EBITDA – dựa trên dữ liệu đã báo cáo của mỗi công ty – TDM cũng đang giao dịch ở mức định giá cao hơn so với BWE (EV/EBITDA dự phóng năm 2025 của TDM là 13,2 lần so với 6,8 lần của BWE). Lưu ý, lợi suất cổ tức dự kiến của TDM là 3% cho năm 2025, bằng với lợi suất cổ tức dự kiến tại BWE, vì cả hai công ty đều đang tập trung nhiều hơn vào việc mở rộng công suất.

Bảng 13: Các số liệu định giá chính, BWE and TDM

EV/EBITDA của BWE đang ở mức chiết khấu lớn so với TDM

Công ty	EV/doanh thu			EV/EBITDA**			Lợi suất cổ tức	
	2023A*	2024F	2025F	2023A*	2024F	2025F	2024F	2025F
BWE	3.6	3.7	3.3	4.8	7.8	6.8	0.0%	3.0%
TDM	8.7	10.0	9.0	16.4	14.8	13.2	3.0%	3.0%

Ghi chú: *Dựa trên EV cuối năm 2023; **EBITDA theo số liệu báo cáo; dữ liệu dựa trên giá tính đến ngày 14 tháng 10. Nguồn: HSC

Bảng 14: So sánh P/E, BWE và TDM

P/E điều chỉnh của TDM có vẻ hấp dẫn

Cty	2023A*	2024F	2025F
BWE	12.5	14.9	11.6
TDM – BCTC	14.3	26.5	18.2
TDM – Điều chỉnh**	9.6	11.3	9.8

Ghi chú: *Số liệu TDM dựa trên báo cáo tài chính (chưa điều chỉnh); **Lợi nhuận thuần của TDM được điều chỉnh bằng cách cộng 37,4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi cổ tức tiền mặt của BWE nhận được (bởi TDM); tất cả dữ liệu đều dựa trên giá tính đến 14/10. Nguồn: HSC

Trong Bảng 14, chúng tôi so sánh hệ số P/E của BWE với (1) P/E của TDM sử dụng dữ liệu báo cáo (với chi phí cổ phần BWE được hạch toán) và với (2) P/E điều chỉnh của TDM (thay thế bất kỳ khoản cổ tức nào BWE chi trả bằng lợi nhuận BWE thuộc về TDM dựa trên 37,4% lợi ích của TDM). Cho năm 2025, TDM đang giao dịch ở mức định giá rẻ hơn BWE trên cơ sở điều chỉnh, ở mức 9,8 lần so với 11,6 lần, trong khi đắt hơn đáng kể trên số liệu chưa điều chỉnh.

Cuối cùng, TDM (trên cơ sở điều chỉnh) có vẻ rẻ hơn BWE khi đánh giá P/E dự phóng so với chuỗi thời gian tương ứng của mỗi công ty. TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 10,5 lần. Trong khi đó, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 12,7 lần.

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp tổng hợp từng phần (SoTP) để tính toán giá mục tiêu dự phóng 12 tháng cho BWE và TDM, vì cả hai công ty này đang nhanh chóng mở rộng công suất thông qua việc đầu tư vào các công ty cấp nước khác ở Việt Nam. Chi tiết như sau:

- Đối với các mảng kinh doanh cốt lõi, chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) do đặc thù của sản lượng tiêu thụ là tăng dần đều và có thể dự đoán được, trong khi giá bán lũy tiến được chính quyền tỉnh quy định và dự kiến sẽ được áp dụng cho việc tăng giá sắp tới vào năm 2025.
- Đối với các doanh nghiệp cung cấp nước lớn khác, chúng tôi cũng sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền vì bản chất của các doanh nghiệp đó giống với HĐKD cốt lõi của BWE.
- Đối với các khoản đầu tư còn lại, chúng tôi chọn sử dụng giá trị sổ sách do mức đóng góp không đáng kể của chúng vào tổng lợi nhuận cho đến nay.
- HSC cũng loại bỏ mức chiết khấu 10% về mặt rủi ro không kiểm soát và rủi ro thanh khoản đối với BWE và TDM để phù hợp với phương pháp định giá các công ty tiện ích khác trong danh sách khuyến nghị của chúng tôi.

Do đó, giả định chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) đối với BWE và TDM lần lượt là 11,9% và 12,9%.

Theo phương pháp này, giá mục tiêu mới của chúng tôi cho BWE là 56.000đ, tăng 11,6% so với dự báo cũ (50.175đ) với khuyến nghị Mua vào. Theo giá mục tiêu mới này, EV/EBITDA dự phóng cho năm 2024-2025 lần lượt là 9,2 lần và 8,1 lần. Đối với TDM, giá mục tiêu mới là 66.000đ, tăng 22% so với dự báo trước đó (54.208đ), tương đương EV/EBITDA dự phóng năm 2024-2025 điều chỉnh lần lượt là 7,0 lần và 6,4 lần. TDM là lựa chọn hàng đầu của HSC trong lĩnh vực nước do định giá rẻ hơn.

Rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

- Các vấn đề pháp lý, chẳng hạn như việc tăng giá nước chậm hơn dự kiến, hoặc tỷ lệ thất thoát nước do chính phủ đặt ra quá khắt khe.
- Ô nhiễm nguồn nước thô
- Thiếu nguồn hỗ trợ tài chính dài hạn cho ngành
- Luật chứng khoán chặt chẽ hơn làm hạn chế khả năng phát hành trái phiếu

Tiềm năng tăng giá

- Phát triển cơ sở hạ tầng nước: Đất nước cần đầu tư thêm vào các dự án nước để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng từ tăng trưởng dân số tự nhiên cũng như từ quá trình đô thị hóa.
- Dòng vốn FDI cũng làm tăng nhu cầu nước công nghiệp, đặc biệt là đối với các KCN mới thành lập.

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

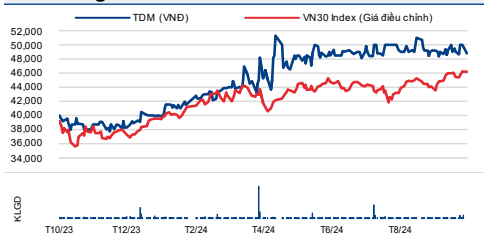
Giá mục tiêu: VNĐ66,000 (từ VNĐ54,208)

Tiềm năng tăng/giảm: 35.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024)	48,800
Mã Bloomberg	TDM VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	37,768-51,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	49,600
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,368
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	216
Slg CP lưu hành (tr.đv)	110
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	55.0
Slg CP NN được mua (tr.đv)	3.52
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	46.8%
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	(0.81)	1.46	23.1
So với chỉ số	(5.52)	(2.80)	5.66
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	4,326	4,143	4.4
2025F	4,980	5,711	(12.8)
2026F	5,596	7,507	(25.5)

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 Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 9 8925 9210

Lợi nhuận dự kiến phục hồi trong năm 2025

- HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 22% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 66.000đ sau khi xem xét lại triển vọng của công ty và trên cơ sở định giá sau chuyển thăm Công ty gần đây và sau khi Công ty công bố KQKD Q2/2024.
- Lợi nhuận của TDM đến từ việc bán nước cho khách hàng duy nhất là BWE (công ty liên kết của TDM, TDM sở hữu 37,4% cổ phần). Cho năm 2025, HSC hiện dự báo TDM sẽ nhận khoản cổ tức tiền mặt 107 tỷ đồng từ BWE, đóng góp khoảng 24% vào lợi nhuận thuần của công ty.
- TDM đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 (dựa trên lợi nhuận HĐKD cốt lõi điều chỉnh cho khoản đầu tư vào BWE) là 9,8 lần, thấp hơn 26% so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 13,3 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 35% và P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh là 13,3 lần.

Sự kiện: Phân tích thêm sau chuyển thăm doanh nghiệp và BCTC Q2/2024 được công bố

Doanh thu tăng 25% so với cùng kỳ đạt 293 tỷ đồng, nhưng LNTT giảm 53% so với cùng kỳ xuống 91 tỷ đồng, chỉ hoàn thành 43% kế hoạch của Công ty do không còn khoản cổ tức tiền mặt từ 37,4% cổ phần của công ty tại BWE. Trong 6 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 4,7% so với cùng kỳ. Tính chung 8 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ đạt 45 triệu m3 (tăng 3,1% so với cùng kỳ). Doanh thu tăng trưởng yếu hơn dự kiến chủ yếu là do hoạt động kinh tế ở Bình Dương phục hồi chậm.

TDM kỳ vọng sản lượng sẽ tăng trưởng 5% mỗi năm (HSC áp dụng con số này trong mô hình dự báo của mình), giúp công ty dẫn đầu thị trường trong dài hạn nhờ lợi thế cạnh tranh về nguồn nước thô và năng lực hoạt động hiệu quả.

Tác động: Điều chỉnh định giá và giá mục tiêu sau chuyển thăm doanh nghiệp

HSC giảm lần lượt 7% và 28% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 do điều chỉnh giá định sản lượng tiêu thụ. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với lợi nhuận thuần tăng trưởng 14,5%, tương đương có tốc độ tăng trưởng kép trong 3 năm tới đạt 13,4%.

Lưu ý, dự báo mới cho năm 2024-2025 của HSC cao hơn một chút so với dự báo thị trường cho năm 2024 nhưng thấp hơn 13% cho năm 2025. Dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2024 của chúng tôi sát với kế hoạch HĐKD mà công ty đề ra.

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 35% tại giá mục tiêu mới tính theo phương pháp SoTP; giá mục tiêu này đã tăng 22% so với dự báo trước đó sau khi (1) loại bỏ mức chiết khấu 10% so với RNAV mà chúng tôi đã áp dụng trước đó và (2) chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024); tác động tích cực từ những yếu tố này đã lớn hơn tác động tiêu cực từ việc hạ dự báo trong ngắn hạn.

Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ trong 1 tháng & 3 tháng qua và tăng 23,1% trong 1 năm qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh là 9,7 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023. Trong khi đó, P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh là 9,8 lần, thấp hơn 26% so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 13,3 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	299	308	369 ▼	399 ▼	464
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	220	283	194 ▼	295 ▼	330
EPS ĐC (đồng)	4,719	4,243	4,326 ▼	4,980 ▼	5,596
DPS (đồng)	1,200	1,300	1,500	1,600	1,800
BVPS (đồng)	20,408	20,366	19,740 ▼	20,823 ▼	22,022
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.1	16.4	14.8	13.2	11.3
P/E ĐC (lần)	10.3	11.5	11.3	9.80	8.72
Lợi suất cổ tức (%)	2.46	2.66	3.07	3.28	3.69
P/B (lần)	2.39	2.40	2.47	2.34	2.22
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	(10.1)	1.97	15.1	12.4
ROAE (%)	11.3	13.9	9.20	13.2	14.0

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

Duy trì kỳ vọng về việc tăng giá nước vào năm 2025

HSC tăng 22% giá mục tiêu dựa trên một số giả định định giá mới và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) khi (1) loại bỏ mức chiết khấu 10% so với ước tính RNAV về mặt rủi ro kiểm soát và tính thanh khoản mà chúng tôi đã áp dụng trước đó và (2) giảm dự báo vốn đầu tư cuối kỳ để khớp với khấu hao; tác động tích cực từ những yếu tố này đã bù đắp tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận ngắn hạn (một phần do giảm giả định về sản lượng tiêu thụ). HSC cho rằng cổ phiếu TDM vẫn hấp dẫn, TDM đang giao dịch với P/E dự phóng thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với mức bình quân của các công ty cùng ngành.

Tổng quan mảng kinh doanh chủ chốt

Công suất hiện tại và kế hoạch mở rộng công suất trong tương lai của TDM

TDM có tổng công suất cấp nước là 260 nghìn m³/ngày, bao gồm 200 nghìn m³/ngày từ nhà máy nước Dĩ An và 60 nghìn m³/ngày từ nhà máy nước Bàu Bàng. 100% công suất cấp nước của TDM được bán cho BWE (TDM sở hữu 37,4% cổ phần), khách hàng duy nhất của TDM; do đó, công suất nước của TDM đóng góp 32% tổng công suất 820 nghìn m³/ngày của BWE (và công suất này của BWE đóng góp khoảng 7% tổng nguồn cung cấp nước sạch 11 triệu m³/ngày của Việt Nam).

Trong bảy năm qua, tổng công suất thiết kế của TDM đã có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 17%, trong khi sản lượng tiêu thụ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm là 10,5%.

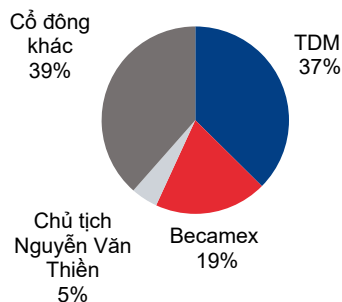
Trong tương lai, công ty có kế hoạch mở rộng công suất sản xuất bằng cách xây dựng đường ống dẫn nước cho Nhà máy nước Dĩ An (với vốn đầu tư ước tính khoảng 276 tỷ đồng để xây dựng đường ống dẫn nước thô từ Tân Ba đến Nhà máy nước Dĩ An) và Nhà máy nước Bàu Bàng (với vốn đầu tư ước tính khoảng 365 tỷ đồng để xây dựng đường ống dẫn nước thô) trong năm 2024. Công suất tăng trưởng dự kiến sẽ đáp ứng nhu cầu tăng trưởng dài hạn từ năm 2023 đến năm 2030 (khoảng 13% mỗi năm).

Ngoài việc hai công ty có mối liên hệ với nhau thông qua việc TDM sở hữu cổ phần trong BWE, và BWE là khách hàng duy nhất của TDM, TDM và BWE cũng đã hưởng lợi từ các cơ hội đồng đầu tư, đặc biệt là từ việc đầu tư vào các công ty nước – một hướng mở rộng kinh doanh mà chúng tôi hy vọng cả hai công ty sẽ tiếp tục đi theo. Hai công ty đã cùng đầu tư vào GIWACO và BWE Quảng Bình, cũng như Nhà máy nước Dĩ An (với TDM: 200 nghìn m³/ngày và BWE 100 nghìn m³/ngày).

Vì chính phủ cho phép các công ty tự thương lượng giá bán buôn nhưng phải tuân thủ giá bán lẻ được quy định, nên mối quan hệ tốt đẹp giữa hai công ty rõ ràng đang đóng vai trò quan trọng với cả hai bên. Việc hai công ty sáp nhập lại sẽ xảy ra nguy cơ độc quyền trên thị trường, nên chúng tôi cho rằng khả năng lớn là hai công ty sẽ tiếp tục cùng tồn tại.

Bảng 15: Tỷ lệ sở hữu tại BWE

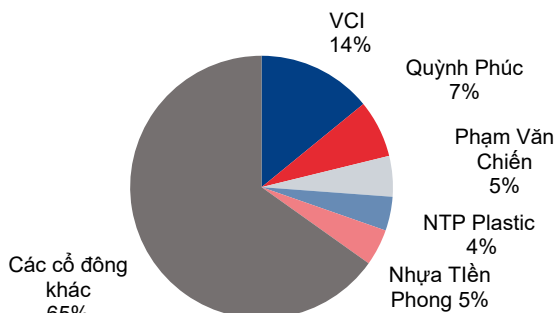
TDM, cổ đông lớn nhất, sở hữu 37,4% cổ phần BWE



Nguồn: FiinPro

Biểu đồ 16: Tỷ lệ sở hữu tại TDM

Cổ đông đa dạng: cổ đông lớn nhất VCI sở hữu 14%



Nguồn: FiinPro

Lợi thế cạnh tranh

HĐKD hiệu quả và khả năng tiếp cận ổn định với nguồn nước thô là hai lợi thế cạnh tranh của công ty. Do TDM bán nước trực tiếp cho BWE nên tỷ lệ thất thoát nước thấp ở mức 0,1%. Trong khi đó, BWE có tỷ lệ thất thoát nước là 5%, mức thấp nhất trong số các công ty phân phối nước ở Việt Nam do BWE sử dụng mạng lưới đường ống dẫn nước riêng để phân phối đến người tiêu dùng cuối. TDM cũng đã lắp đặt các tấm pin năng lượng mặt trời áp mái tại các cơ sở của mình để giảm tiêu thụ điện năng trong giờ cao điểm.

Công ty có vị trí chiến lược tại tỉnh Bình Dương với nguồn cung cấp nước thô ổn định từ sông Đồng Nai và sông Sài Gòn. So với các tỉnh khác như Long An, nguồn nước của Bình Dương sạch hơn, giúp Công ty giảm chi phí sản xuất.

Cuối cùng, công ty kiên định với tầm nhìn dài hạn là tăng công suất. Như chúng ta đã thấy tại Nhà máy nước Dĩ An, TDM đã có sẵn quỹ đất để tăng công suất từ công suất hiện tại của TDM (200 nghìn m³/ngày) và BWE (100 nghìn m³/ngày) lên 500-700 nghìn m³/ngày hoặc hơn tùy thuộc vào những tiến bộ công nghệ trong tương lai. Công ty cũng có kế hoạch mua thêm đất tại Bình Dương để mở rộng công suất.

HSC nhận thấy công ty có kế hoạch dài hạn là đầu tư mở rộng công suất nhưng tiến độ mở rộng có thể sẽ phụ thuộc vào sự chấp thuận của chính phủ, nguồn vốn cho việc mở rộng công suất mới, cũng như sự cạnh tranh của các đối thủ. Chúng tôi sẽ điều chỉnh dự báo vốn đầu tư trong tương lai khi nhận thấy tiến triển đáng kể về mặt này.

Giá nước dự kiến tăng trong năm 2025

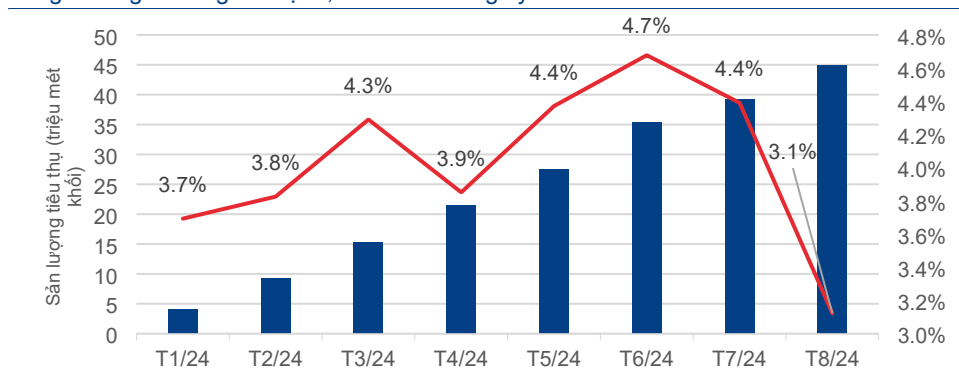
Tương tự như BWE, HSC kỳ vọng TDM có thể đảm bảo giá nước sạch tăng bình quân 3% mỗi năm cho giai đoạn 2025-2029 sau khi công ty gửi đề xuất lên chính quyền địa phương. Mức tăng giá nước này phù hợp với mức tăng thông thường từ 3-5% mỗi năm của các tỉnh. Thị trường đang kỳ vọng mức tăng giá mạnh hơn là 5% mỗi năm.

Cơ hội tăng trưởng trong dài hạn

- Tăng trưởng hữu cơ từ quá trình đô thị hóa và nhu cầu công nghiệp.
- Hợp nhất ngành: Khi chính phủ dần cho phép nhiều công ty nước tiến hành IPO hơn, HSC kỳ vọng TDM sẽ hưởng lợi từ xu hướng này bằng cách tận dụng lợi thế tiên phong để mở rộng mạng lưới trong tương lai.

Biểu đồ 17: Sản lượng tiêu thụ và tốc độ tăng trưởng từ đầu năm, TDM

Tăng trưởng 8 tháng chỉ đạt 3,1% so với cùng kỳ



Nguồn: TDM

Phân tích KQKD 6 tháng đầu năm 2024

KQKD 6 tháng đầu năm 2024:

Doanh thu tăng 25% so với cùng kỳ, đạt 293 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, bao gồm 48 tỷ đồng doanh thu từ mảng thương mại (vật tư cấp nước). Doanh thu mảng cấp nước cốt lõi đạt 242 tỷ đồng, tăng 5,2% do sản lượng tiêu thụ chỉ tăng 4,7% so với cùng kỳ.

Trong khi đó, LNTT chỉ đạt 91 tỷ đồng, giảm 53% so với cùng kỳ, chỉ đạt 42% dự báo trước đó của HSC và hoàn thành 43% kế hoạch của công ty. Lợi nhuận giảm so với cùng kỳ là do không còn khoản cổ tức tiền mặt 94 tỷ đồng từ BWE (công ty mà TDM sở hữu 37,4% cổ phần) đã ghi nhận trong nửa đầu năm 2023, đóng góp khoảng 51% lợi nhuận của TDM trong giai đoạn này.

Lưu ý, TDM vẫn ghi nhận khoản đầu tư vào BWE (37,4% cổ phần BWE) trên BCTC theo phương pháp chi phí (chỉ ghi nhận tiền cổ tức) thay vì phương pháp vốn CSH. HSC suy đoán lý do chính đằng sau việc sử dụng phương pháp chi phí là nhằm kiểm soát tỷ suất lợi nhuận thuần (sẽ rất cao nếu sử dụng phương pháp vốn CSH và có thể ảnh hưởng đến việc phê duyệt giá nước). Ngoài ra, không giống như IFRS, Chuẩn mực Kế toán Việt Nam cho phép các công ty sử dụng phương pháp vốn CSH hoặc phương pháp chi phí để ghi nhận khoản đầu tư vào các công ty liên kết.

Công ty cũng vừa công bố sản lượng tiêu thụ 8 tháng đầu năm 2024 đạt 45 triệu m³ (tăng 3,1% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 112 tỷ đồng (bằng 54% dự báo cũ cho cả năm 2024 của HSC). Nguyên nhân chính khiến sản lượng tiêu thụ tăng chậm hơn dự kiến là do sự phục hồi kinh tế chậm ở Bình Dương. Lưu ý, TDM bán toàn bộ sản lượng cho BWE; trong khi đó, chúng tôi tin rằng khoảng 50% tổng sản lượng nước của BWE được bán cho các khách hàng công nghiệp.

Dự báo mới

Về các động lực chính thúc đẩy tăng trưởng, HSC dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng trưởng 5% cho năm 2025, thấp hơn nhiều so với dự báo trước đó (31%) do tốc độ tăng trưởng chậm lại trong 8 tháng đầu năm (chỉ ở mức 3% so với cùng kỳ). Chênh lệch giữa giá nước sạch bình quân và chi phí đã giảm bình quân 2% trong giai đoạn hai năm xuống mức 3.644đ/m³ so với 3.724đ/m³ do sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng với tốc độ chậm hơn.

Ngoài ra, chúng tôi hiện dự báo vốn đầu tư hằng năm sẽ giảm xuống mức duy trì khoảng 149 tỷ đồng vào năm 2030 (năm cuối kỳ dự báo hiện tại), từ mức 218 tỷ đồng vào năm 2028 (năm cuối kỳ dự báo trước đó), dẫn đến dòng tiền ổn định hơn cũng như chi phí khấu hao giảm xuống.

Những thay đổi trong các giả định của chúng tôi về các yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng đã dẫn đến việc điều chỉnh giảm 24% dự báo sản lượng tiêu thụ cho năm 2025. Ngoài ra, cho năm 2024-2025, HSC giảm lần lượt 25% và 32% dự báo lợi nhuận HĐKD cốt lõi, bao gồm lợi nhuận được tính theo phương pháp vốn CSH từ cổ phần BWE (không tính đến cổ tức đã nhận), do giảm bình quân 14% giả định sản lượng của BWE trong giai đoạn này.

Theo đó, doanh thu dự báo tăng trưởng bình quân 5% trong hai năm tới. Cho năm 2024-2025, lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng lần lượt 4,9% và 20,7%, ít biến động hơn nhiều so với mức tăng trưởng của lợi nhuận thuần là -31,7% và 52,4% do điều chỉnh cho khoản đầu tư tại BWE theo phương pháp vốn CSH.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026 với doanh thu tăng trưởng 7,8% đạt 633 tỷ đồng nhờ tăng 5% giả định sản lượng tiêu thụ nước và tăng 3% giả định giá bán. Theo đó, lợi nhuận HĐKD cốt lõi dự báo tăng trưởng 14,7% đạt 616 tỷ đồng, hoặc 330 tỷ đồng trên cơ sở chưa điều chỉnh.

Bảng 18: Dự báo cũ và dự báo mới lợi nhuận, TDM

HSC điều chỉnh tốc độ tăng trưởng CAGR của lợi nhuận thuần của TDM là 13% trong 3 năm tới

Tỷ đồng	Dự báo mới				3-yr** CAGR	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2024	2025	2026			2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	545	587	633		6%	517	695	5%	-16%
Lợi nhuận gộp	242	275	308			252	380	-4%	-28%
Lợi nhuận tài chính	33	116	125			10	104	222%	11%
Chi phí tài chính	-45	-46	(48)			-30	-33	52%	39%
Lợi nhuận thuần	194	295	330		5%	207	410	-7%	-28%
Điều chỉnh* (vào tài khoản vốn chủ sở hữu BWE)	252	242	286			416	403	-39%	-40%
Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi*	445	537	616		13%	623	813	-29%	-34%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	44.5%	46.8%	48.7%			48.8%	54.6%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	35.5%	50.3%	52.1%			40.1%	58.9%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi*	85.9%	94.2%	97.3%			120.5%	116.9%		
Các giả định chính									
Sản lượng tiêu thụ (triệu mét khối)	70	74	78		5%	74	97	-5%	-24%
Giá bán nước bình quân (đồng/mét khối)	6,922	7,129	7,343			6,976	7,185	-1%	-1%
Chi phí nước (đồng/mét khối)	-3,397	-3,366	(3,365)			-3,500	-3,211	-3%	5%
Chênh lệch (đồng/mét khối)	3,524	3,763	3,979			3,475	3,974	1%	-5%

Ghi chú:

Chúng tôi cộng khoản lãi phân bổ của 37,4% cổ phần từ BWE vào thu nhập thuần của TDM, và trừ đi mọi khoản cổ tức bằng tiền nhận được từ BWE; **tính từ năm 2023.

Nguồn: HSC

Bảng 19: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, TDM

Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 13% trong giai đoạn 2023-2026

Tỷ đồng	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	2.3%	7.8%	7.8%
Lợi nhuận gộp	0.6%	13.4%	12.2%
Lợi nhuận thuần	-31.7%	52.4%	11.8%
Lợi nhuận của BWE được phân bổ, trừ đi các khoản cổ tức đã nhận	78.7%	-3.7%	17.9%
Lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi	4.9%	20.7%	14.5%

Ghi chú:

Chúng tôi cộng khoản lãi phân bổ của 37,4% cổ phần từ BWE vào thu nhập thuần của TDM, trừ đi mọi khoản cổ tức nhận được từ BWE.

Nguồn: HSC

Trong giai đoạn 2024-2026, cổ tức tiền mặt từ BWE (công ty mà TDM sở hữu 37,4% cổ phần) – được đưa vào khoản mục “Doanh thu HĐ tài chính” trong BCTC của TDM – dự kiến lần lượt là 0 đồng (không thay đổi so với dự báo trước đó của HSC), 85 tỷ đồng (không thay đổi so với dự báo trước đó của chúng tôi) và 85 tỷ đồng, đóng góp lần lượt 0% (so với 0% trong dự báo trước đó), 29% (so với mức 20% trong dự báo trước đó) và 26% dự báo lợi nhuận thuần. HSC dự báo BWE sẽ tiếp tục chi trả cổ tức tiền mặt trong năm 2025-2026 vì chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ có thể đảm bảo mức tăng giá nước hợp lý trong 5 năm kể từ năm 2025.

Tăng 22% giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với TDM lên Mua vào và tăng 22% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 66.000đ, chủ yếu do (1) áp dụng mức yêu cầu vốn đầu tư dài hạn thấp hơn trong mô hình dự báo, (2) loại bỏ mức chiết khấu 10% so với ước tính RNAV đã áp dụng trước đó, và (3) chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 (từ năm 2024). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 35% và P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh là 13,2 lần.

Về phương pháp định giá, chúng tôi muốn nhấn mạnh những điểm sau:

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá mảng kinh doanh cốt lõi của TDM, cũng như các khoản đầu tư của Công ty vào Nước Đồng Nai (DNW; chưa khuyến nghị, TDM sở hữu 12% cổ phần) và Nước Cà Mau (CMW; chưa khuyến nghị, TDM sở hữu 24,4% cổ phần).

Tổng giá trị định giá theo phương pháp DCF của các khoản đầu tư này (thuộc về TDM) chỉ thấp hơn 6% so với giá trị thị trường.

- Đối với các khoản đầu tư dài hạn khác trong phương pháp SoTP, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách mới nhất.

Bảng 20: Phương pháp định giá SOTP, TDM

Tỷ đồng	Mô hình kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Lợi ích của TDM	Phân bổ cho TDM
HĐKD cốt lõi của TDM	Cấp nước	DCF	2,002	100.0%	2,002
BWE	Cấp nước	Tại GMT 56.000đ	12,316	37.4%	4,609
DNW	Cấp nước	DCF	3,737	12.1%	451
CMW	Cấp nước	DCF	259	24.9%	65
GIWACO	Cấp nước	Giá trị sổ sách	439	18.8%	83
WASE	Vật liệu xây dựng	Giá trị sổ sách	22	25.0%	5
BWE – Quảng Bình	Cấp nước	Giá trị sổ sách	91	42.3%	39
Gia Tân - Cẩm Mỹ	Cấp nước	Giá trị sổ sách	48	20.0%	10
RNAV					7,262
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					110.0
RNAV/CP (đồng)					66,000
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng)					66,000
<i>Tiềm năng tăng giá</i>					35.2%
<i>P/E 2024</i>					15.3 lần
<i>P/E 2025</i>					13.3 lần

Nguồn: HSC

- Vốn đầu tư trong mô hình chiết khấu dòng tiền của chúng tôi bằng với khấu hao vào năm 2030 (năm cuối kỳ dự báo mới), dẫn đến giai đoạn hoạt động ổn định hơn cho công ty sau khi hoàn thành giai đoạn M&A và mở rộng công suất (liên quan đến nhà máy nước Dĩ An và Bàu Bàng). Trước đây, dự báo của HSC về vốn đầu tư và khấu hao vào năm 2028 (năm cuối kỳ dự báo trước đó) lần lượt là 218 tỷ đồng và 197 tỷ đồng, so với mức hiện tại là 149 tỷ đồng cho cả chi phí vốn và khấu hao vào năm 2030.
- Giả định WACC được giữ ở mức 12,9%, dựa trên chi phí vốn CSH 13,4% và chi phí nợ là 9,0%, trong khi tốc độ tăng trưởng dài hạn giảm xuống 0% (từ 2%) do HSC giảm vốn đầu tư trong năm cuối kỳ để khớp với chi phí khấu hao.
- HSC loại bỏ mức chiết khấu 10% đối với RNAV đã áp dụng trước đó; cách xử lý này được áp dụng nhất quán đối với các công ty ngành nước trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Trong định giá mới của chúng tôi, khoản đầu tư vào BWE của TDM đóng góp 63,5% ước tính RNAV, trong khi mảng cung cấp nước cốt lõi của TDM đóng góp 27,6% (thấp hơn một chút so với mức 32% trong định giá trước đó). Do những thay đổi trong định giá cùng với việc giảm 7-28% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025, HSC nhấn mạnh rằng mặc dù chúng tôi vẫn ưa thích TDM do câu chuyện của công ty giờ đây là một câu chuyện dài hạn hơn.

Bảng 21: Định giá DCF cho HĐKD cốt lõi, TDM

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận hoạt động	227	258	290	322	355	390	405
Thuế TNDN 10.0%	(23)	(26)	(29)	(32)	(36)	(39)	(41)
Lợi nhuận thuần HĐ	204	232	261	290	320	351	365
Khấu hao	149	149	149	149	149	149	149
Thay đổi vốn lưu động	(21)	98	(8)	(9)	(46)	(24)	(16)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(142)	(141)	(174)	(180)	(187)	(197)	(149)
Dòng tiền HĐ khác	(38)	(49)	(59)	(62)	(66)	(69)	(71)
Dòng tiền tự do	152	289	170	188	170	210	278
Chiết khấu	0.00	1.13	1.27	1.44	1.63	1.84	2.07
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	0	256	133	131	105	114	134
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	872						

Nguồn: HSC

Bảng 22: Định giá HĐ kinh doanh cốt lõi, TDM

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	0.0%
EV/EBITDA	3.3x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	1,037
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	872
Giá trị hiện tại của DN	1,910
Cộng: Tiền	280
Trừ: Tổng nợ	(187)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	0
Giá trị vốn chủ sở hữu	2,002

Nguồn: HSC

Bảng 23: TDM

	Tính toán WACC, Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Chi phí vốn CSH	13.4%
Chi phí nợ trước thuế	10.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	10.0%
Chi phí nợ	9.0%
Tỷ trọng vốn CSH	90.0%
Tỷ trọng nợ	10.0%
WACC	12.9%

Nguồn: HSC

Bảng 24: So sánh tỷ lệ khấu hao, TDM

TDM có tỷ lệ khấu hao nhanh hơn các công ty cùng ngành

Mã CK	Khấu hao 2023 (Tỷ đồng)	PPE lịch sử 2023 (Tỷ đồng)	Năm khấu hao
TDM	149	1,335	9
HPW	240	3,649	15
PMW	41	643	16
VAV	60	1,015	17
BWS	114	1,928	17
BWE	546	9,306	17
DNW	297	5,388	18
HWS	152	3,373	22
VCW	161	4,850	30
Bình quân trừ-TDM			18

Nguồn: dữ liệu các công ty

Tốc độ khấu hao nhanh hơn so với các công ty cùng ngành

So với các công ty cấp nước niêm yết khác tại Việt Nam, TDM đang khấu hao tài sản, nhà máy và thiết bị với tốc độ nhanh hơn nhiều, ở mức 9 năm so với bình quân 18 năm của các công ty cùng ngành (Bảng 24). Nếu HSC áp dụng tỷ lệ khấu hao tương tự cho TDM, giá mục tiêu sẽ tăng 4% lên 68.900đ do hiệu ứng lá chắn thuế, vì thu nhập chịu thuế giảm xuống dẫn đến thuế thu nhập doanh nghiệp phải nộp thấp hơn.

Điều chỉnh lợi nhuận thuần của TDM

Đối với TDM, HSC điều chỉnh lợi nhuận thuần bằng cách cộng thêm 37,4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi cổ tức tiền mặt mà BWE chi trả cho TDM. Hiện tại, TDM ghi nhận khoản đầu tư 37,4% vào BWE theo phương pháp giá gốc và hạch toán cổ tức tiền mặt từ BWE là doanh thu HĐ tài chính. HSC cho rằng việc sử dụng phương pháp chi phí đã làm giảm lợi nhuận HĐKD cốt lõi của TDM. Ngoài ra, Việt Nam sẽ bắt đầu áp dụng chuẩn mực IFRS từ năm 2025, yêu cầu các công ty định giá công ty liên kết bằng phương pháp vốn CSH (theo giá trị hợp lý) thay vì phương pháp giá gốc.

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng nhẹ trong 1 tháng & 3 tháng qua và tăng 23,1% trong 1 năm qua, TDM đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh là 10,1 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023 ở mức 10,5 lần.

Biểu đồ 25: P/E trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh, TDM

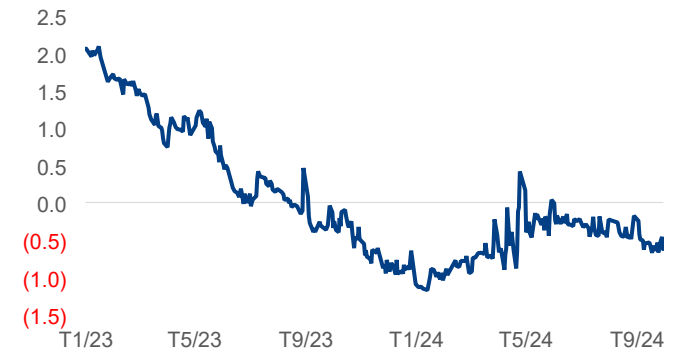
P/E trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh là 10,1 lần, thấp nhất từ T1/2023



Nguồn: HSC

Biểu đồ 26: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm điều chỉnh, TDM

Thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn từ mức bình quân



Nguồn: HSC

Bảng 27: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE hiện giao dịch tại mức chiết khấu EV/EBITDA cao so với bình quân các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA*		P/E**		P/B		ROE**
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2025
BWE	Việt Nam	401	7.8	6.8	14.9	11.6	1.7	1.5	13.3
TDM	Việt Nam	215	14.8	13.2	11.3	9.8	2.5	2.3	23.5
TTW PCL	Thái Lan	1114	10.0	10.0	13.2	12.4	2.4	2.3	18.4
VA Tech Wabag	Ấn Độ	1238	27.1	27.1	39.7	34.8	5.7	5.0	14.9
Manila Water	Philippines	1215	8.1	7.9	7.0	6.2	0.9	0.8	15.0
WHA Utilities	Thái Lan	565	23.3	23.4	13.4	11.1	1.3	1.3	11.4
CECEP Guozhen	Trung Quốc	677	10.7	10.5	11.4	10.6	1.1	1.0	9.5
Jiangxi Hongcheng	Trung Quốc	1733	6.8	7.4	10.3	9.7	1.3	1.2	12.8
Bình quân		895	13.6	13.3	15.2	13.3	2.1	1.9	14.8

Ghi chú: *số liệu TDM dựa trên báo cáo tài chính (chưa điều chỉnh); **Lợi nhuận thuần của TDM được điều chỉnh bằng cách cộng 37,4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi cổ tức tiền mặt của BWE nhận được (bởi TDM); tất cả dữ liệu đều dựa trên giá tính đến 14/10. Nguồn: Bloomberg

So với các công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, TDM đang giao dịch với mức EV/EBITDA dự phóng năm 2025 bằng mức bình quân của các công ty cùng ngành. Về ROE, công ty cũng mang lại ROE là 23,5%, cao hơn mức bình quân 14,8% của các công ty cùng ngành.

Mặc dù Bảng 25-26 cho thấy BWE nhìn chung đã bị định giá thấp hơn dựa trên hệ số P/E dự phóng kể từ đầu năm 2023 nhưng HSC kỳ vọng xu hướng này sẽ bắt đầu đảo ngược khi thị trường tính đến cổ phần của TDM trong BWE theo giá trị hợp lý và đánh giá giá cao tốc độ tăng trưởng kép tiềm năng của sản lượng là 13% tính đến năm 2030 (dựa trên quy hoạch tổng thể của địa phương so với công suất hiện tại của công ty).

Những động lực chính

- Bình Dương công bố mức tăng giá nước trong 5 năm tới (HSC dự kiến điều này sẽ diễn ra vào đầu năm 2025).
- Mức tăng giá nước tại Bình Dương cao hơn dự báo của chúng tôi ở mức 3%/năm.

Những rủi ro chính

- Việc trì hoãn tăng giá nước tại Bình Dương so với dự kiến (trong năm 2024).
- Bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc huy động vốn có thể ảnh hưởng đến kế hoạch tăng trưởng trong tương lai của công ty.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	479	533	545	587	633
Lợi nhuận gộp	249	241	242	275	308
Chi phí BH&QL	(10.3)	(14.2)	(15.5)	(16.7)	(18.0)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	239	227	227	258	290
Lãi vay thuần	(8.55)	75.4	(11.7)	69.9	76.4
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0.85	0.15	0	0	0
LNTT	231	302	215	328	367
Chi phí thuế TNDN	(10.6)	(18.7)	(21.5)	(32.8)	(36.7)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	220	283	194	295	330
Lợi nhuận thuần ĐC	472	424	445	537	616
EBITDA ĐC	299	308	369	399	464
EPS (đồng)	2,204	2,834	1,843	2,682	2,999
EPS ĐC (đồng)	4,719	4,243	4,326	4,980	5,596
DPS (đồng)	1,200	1,300	1,500	1,600	1,800
Slg CP bình quân (triệu đv)	100	100	105	110	110
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	100	100	110	110	110
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	100	100	106	110	110

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	33.5	110	119	280	323
Đầu tư ngắn hạn	0	40.0	0	0	0
Phải thu khách hàng	195	351	365	282	304
Hàng tồn kho	60.6	2.06	4.83	8.14	11.9
Các tài sản ngắn hạn khác	7.27	2.10	2.10	8.18	12.0
Tổng tài sản ngắn hạn	297	505	490	578	651
TSCĐ hữu hình	725	650	501	492	517
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	52.8	60.0	202	202	202
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,149	1,232	1,269	1,307	1,346
Tài sản dài hạn khác	181	156	202	217	234
Tổng tài sản dài hạn	2,108	2,098	2,173	2,218	2,299
Tổng cộng tài sản	2,404	2,603	2,663	2,797	2,950
Nợ ngắn hạn	142	215	145	135	135
Phả trả người bán	13.9	52.4	52.4	63.7	71.8
Nợ ngắn hạn khác	90.8	240	240	252	266
Tổng nợ ngắn hạn	250	515	440	454	476
Nợ dài hạn	114	52.3	52.3	52.3	52.3
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	114	52.3	52.3	52.3	52.3
Tổng nợ phải trả	364	567	492	506	528
Vốn chủ sở hữu	2,041	2,037	2,171	2,291	2,422
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng vốn chủ sở hữu	2,041	2,037	2,171	2,291	2,422
Tổng nợ phải trả và VCSH	2,404	2,603	2,663	2,797	2,950
BVPS (đ)	20,408	20,366	19,740	20,823	22,022
Nợ thuần*/(tiền mặt)	223	157	78.5	(92.9)	(136)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	239	227	227	258	290
Khấu hao	(60.4)	(81.2)	(142)	(141)	(174)
Lãi vay thuần	(8.55)	75.4	(11.7)	69.9	76.4
Thuế TNDN đã nộp	(10.6)	(18.7)	(21.5)	(32.8)	(36.7)
Thay đổi vốn lưu động	(189)	99.9	(21.1)	97.7	(7.86)
Khác	40.8	(28.5)	(25.1)	45.8	10.1
LCT thuần từ HĐKD	119	341	283	492	412
Đầu tư TS dài hạn	(60.4)	(81.2)	(142)	(141)	(174)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	119	(64.2)	(42.1)	(53.7)	(56.2)
LCT thuần từ HĐĐT	58.6	(145)	(184)	(194)	(230)
Cổ tức trả cho CSH	(120)	(130)	(159)	(176)	(198)
Thu từ phát hành CP	376	64.4	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(111)	11.1	(70.0)	(10.0)	0
Khác	(376)	(64.4)	138	49.4	58.6
LCT thuần từ HĐTC	(231)	(119)	(90.6)	(137)	(139)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	86.1	33.5	110	119	280
LCT thuần trong kỳ	(52.6)	76.5	8.65	161	43.2
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	33.5	110	119	280	323
Dòng tiền tự do	59.0	260	141	352	239

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	52.0	45.2	44.5	46.8	48.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	62.4	57.8	67.7	67.9	73.3
Tỷ suất LNT (%)	46.0	53.2	35.5	50.3	52.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	4.57	6.19	10.0	10.0	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.8	11.2	2.28	7.75	7.82
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	23.2	2.92	19.8	8.09	16.3
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	12.0	(10.1)	4.94	20.7	14.5
Tăng trưởng EPS (%)	(32.9)	28.6	(35.0)	45.5	11.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	12.0	(10.1)	1.97	15.1	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	0	8.33	15.4	6.67	12.5
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	54.4	45.9	81.4	59.6	60.0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	11.3	13.9	9.20	13.2	14.0
ROACE (%)	11.3	10.7	10.5	11.3	12.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.20	0.21	0.21	0.22	0.22
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.50	1.50	1.25	1.91	1.42
Số ngày tồn kho	96.1	2.57	5.83	9.51	13.4
Số ngày phải thu	310	439	440	329	341
Số ngày phải trả	22.0	65.6	63.3	74.4	80.7
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	11.0	8.09	3.74	(3.93)	(5.49)
Nợ/tài sản (%)	10.8	10.6	7.51	6.80	6.45
EBIT/lãi vay (lần)	27.9	N/a	19.4	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.87	0.89	0.54	0.48	0.41
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.19	0.98	1.12	1.27	1.37
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	10.7	9.46	10.00	8.99	8.27
EV/EBITDA ĐC (lần)	17.1	16.4	14.8	13.2	11.3
P/E (lần)	22.1	17.2	26.5	18.2	16.3
P/E ĐC (lần)	10.3	11.5	11.3	9.80	8.72
P/B (lần)	2.39	2.40	2.47	2.34	2.22
Lợi suất cổ tức (%)	2.46	2.66	3.07	3.28	3.69

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

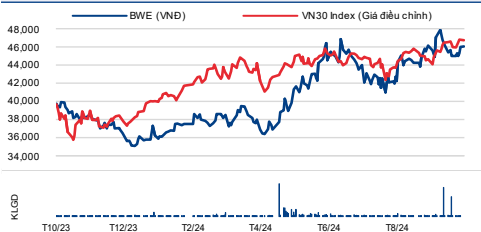
Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ56,000 (từ VNĐ50,175)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (14/10/2024)	46,050
Mã Bloomberg	BWE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	34,913-47,900
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	45,783
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,128
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	408
Slg CP lưu hành (tr.đv)	220
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	108
Slg CP NN được mua (tr.đv)	80.3
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.5%
Tỷ lệ freefloat	30.0%
Cổ đông lớn	Nước Thủ Dầu Một (37.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(0.11)	5.86	14.7
So với chỉ số	(4.85)	1.43	(1.48)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2024F	3,059	3,138	(2.5)
2025F	3,935	3,835	2.6
2026F	4,395	4,933	(10.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BWE là công ty cấp nước lớn thứ ba Việt Nam với tổng công suất thiết kế 0.8 triệu mét khối/ngày với thị trường chính ở Bình Dương. BWE cũng tham gia kinh doanh mảng xử lý rác thải và nước thải và tích cực trong việc mua những công ty nước ở tỉnh khác

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 9 8925 9210

Một công ty CSHT đang trong giai đoạn mở rộng

- HSC nâng khuyến nghị đối với BWE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 12% giá mục tiêu lên 56.000đ sau khi phân tích kế hoạch mở rộng công suất và điều chỉnh giá nước của công ty trong 5 năm tới.
- Chúng tôi giảm dự báo EPS cho năm 2024-2025 mặc dù vẫn kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bình quân đạt 21% nhờ sản lượng tiêu thụ nước phục hồi và giá nước tăng. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2026 của HSC cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 14%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 6% trong 3 tháng qua, BWE đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 11,6 lần, thấp hơn 12% so với bình quân công ty cùng ngành ở mức 13,3 lần. Tại giá mục tiêu theo phương pháp SoTP, tiềm năng tăng giá là 21,6% và P/E dự phóng năm 2025 là 14,1 lần.

Sự kiện: Mở rộng công suất trên nhiều mặt

BWE có kế hoạch phát hành 700 tỷ đồng TPDN để mở rộng công suất tại Nhà máy nước Nhị Thành ở tỉnh Long An với lãi suất tối đa 8% trong thời hạn 10 năm. Việc mở rộng công suất dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2025. Kế hoạch mở rộng công suất này phù hợp với chiến lược hiện tại của công ty nhằm mở rộng công suất sản xuất tại các công ty con cũng như thực hiện M&A với các công ty nước khác tại Việt Nam.

Tác động: điều chỉnh các giả định chính và định giá

HSC giảm dự báo EPS năm 2024-2025 mặc dù vẫn kỳ vọng tốc độ tăng trưởng bình quân là 21% nhờ sản lượng tiêu thụ phục hồi và giá nước tăng. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng 14% nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 10% và giá bán tăng 3%.

Về các giả định cơ bản, HSC hạ dự báo tốc độ tăng trưởng sản lượng nước sạch trong năm 2024-2025 xuống lần lượt 7,4% và 9,1% (từ 22,1% và 13,8%) do tăng trưởng sản lượng tiêu thụ 8 tháng đầu năm 2024 có phần đáng thất vọng, sát với tốc độ tăng trưởng sản lượng bình quân của BWE trong 7 năm qua ở mức 9,3%. Chúng tôi cũng đưa vào mô hình dự báo giá định vốn đầu tư hằng năm sẽ giảm xuống mức duy trì khoảng 600 tỷ đồng vào năm 2030 (năm cuối kỳ dự báo hiện tại của chúng tôi) từ 1,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2028 (năm cuối kỳ trong dự báo trước đó), dẫn đến dòng tiền ổn định hơn cũng như chi phí khấu hao thấp hơn. Dự báo lợi nhuận của HSC nhìn chung sát với bình quân dự báo thị trường trong năm 2024-2025 nhưng thấp hơn cho năm 2026 do hạ giả định về mức tăng giá bán (3% từ 5%).

Định giá và khuyến nghị

HSC nâng khuyến nghị đối với BWE lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu mới theo phương pháp SoTP là 56.000đ (tiềm năng tăng giá 21,6%). Giá mục tiêu này đã tăng 12% so với dự báo trước đó do chúng tôi loại bỏ mức chiết khấu 10% đối với RNAV đã áp dụng trước đó và chuyển cơ sở định giá sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua nhưng tăng 6% trong 3 tháng qua và 15% trong 1 năm qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn một chút so với bình quân từ năm 2023 ở mức 13,0 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,658	2,842	1,818 ▼	2,037 ▼	2,243
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	743	674	734 ▼	975 ▼	1,113
EPS ĐC (đồng)	3,203	2,900	3,059 ▼	3,935 ▼	4,395
DPS (đồng)	1,225	1,327	0 ▼	1,300 ▼	1,300
BVPS (đồng)	23,293	24,891	26,398 ▼	29,533 ▼	33,293
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.62	4.81	7.91	6.86	5.99
P/E ĐC (lần)	14.4	15.9	15.1	11.7	10.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.66	2.88	0	2.82	2.82
P/B (lần)	1.98	1.85	1.74	1.56	1.38
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.36)	(9.45)	5.50	28.6	11.7
ROAE (%)	17.7	14.5	13.8	15.9	16.1

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

Bổ sung công suất mới và tiềm năng M&A

HSC tăng 11,6% giá mục tiêu của BWE sau khi chuyển cơ sở định giá sang năm 2025, loại bỏ mức chiết khấu 10% so với RNAV và giảm yêu cầu vốn đầu tư cuối kỳ. Chúng tôi cũng nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) với tiềm năng tăng giá 22% tại giá mục tiêu mới. Xét các yếu tố cơ bản của cổ phiếu, chúng tôi ưa thích BWE vì Công ty tập trung vào việc mở rộng công suất và có tỷ lệ thất thoát nước thấp. Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua nhưng tăng lần lượt 6% và 15% trong 3 tháng & 1 năm qua, BWE đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 sát với bình quân quá khứ nhưng vẫn rẻ hơn một chút so với mức bình quân của các công ty cùng ngành; BWE cũng đang có EV/EBITDA dự phóng năm 2025 rẻ hơn 49% so với các công ty cùng ngành.

Tổng quan mảng kinh doanh chủ chốt

Công suất hiện tại và kế hoạch mở rộng công suất trong tương lai của BWE

BWE có tổng công suất cấp nước là 820 nghìn m³/ngày, bao gồm công suất 260 nghìn m³/ngày từ TDM (200 nghìn m³/ngày từ nhà máy nước Dĩ An và 60 nghìn m³/ngày từ nhà máy nước Bàu Bàng), công ty sở hữu 37,4% cổ phần của BWE. 100% công suất cấp nước của TDM được bán cho BWE, biến BWE thành khách hàng duy nhất của TDM; do đó, công suất nước đầu vào từ TDM chiếm 32% tổng công suất 820 nghìn m³/ngày của BWE.

Trong tám năm qua, tổng công suất thiết kế của BWE có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 22% trong khi sản lượng tiêu thụ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm là 9,3%. Trong tương lai, công ty có kế hoạch mở rộng công suất sản xuất bằng Nhà máy nước Nhị Thành. Công suất tăng trưởng dự kiến sẽ đáp ứng nhu cầu tăng trưởng dài hạn cho đến năm 2030 (khoảng 13% mỗi năm) (Bảng 28). Việc tăng công suất cho đến năm 2030 được thúc đẩy bởi việc mở rộng công suất tại tất cả/hầu hết các nhà máy nước.

Bảng 28: Công suất cấp nước hiện tại và kế hoạch, BWE

Tổng công suất được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR 13% trong những năm tới

	2023A	2030E	Tốc độ tăng trưởng kép
Tổng công suất thiết kế	820,000	1,895,000	13%
1. Dĩ An (*)	300,000	550,000	9%
2. Tân Hiệp	250,000	500,000	10%
3. Nam Tân Uyên	60,000	100,000	8%
4. Uyên Hưng	30,000	140,000	25%
5. Thủ Dầu Một	25,000	35,000	5%
6. Chơn Thành	30,000	60,000	10%
7. Bàu Bàng (*)	60,000	350,000	29%
8. Dầu Tiếng	2,500	20,000	35%
9. Phước Vĩnh	2,500	20,000	35%
10. Nhị Thành (BWE Long An)	60,000	120,000	10%

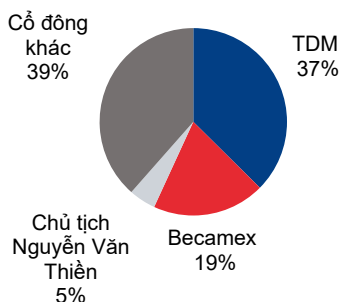
Lưu ý: (1) *Nhà máy nước của TDM; (2) BWE có công suất 100k tại Dĩ An, phần còn lại từ TDM. Nguồn: BWE, quy hoạch tổng thể của tỉnh

BWE và TDM cũng đã hưởng lợi từ các cơ hội đồng đầu tư, nhất là từ việc đầu tư vào các công ty nước – một hướng mở rộng kinh doanh mà chúng tôi hy vọng cả hai công ty sẽ tiếp tục đi theo. Hai công ty đã cùng đầu tư vào GIWACO và BWE Quảng Bình cũng như Nhà máy nước Dĩ An (với TDM: 200 nghìn m³/ngày và BWE 100 nghìn m³/ngày).

Vì chính phủ cho phép các công ty tự thương lượng giá bán buôn nhưng phải tuân thủ giá bán lẻ được quy định nên mối quan hệ tốt đẹp giữa hai công ty rõ ràng đóng vai trò quan trọng với cả hai bên.

Biểu đồ 29: Tỷ lệ sở hữu tại BWE

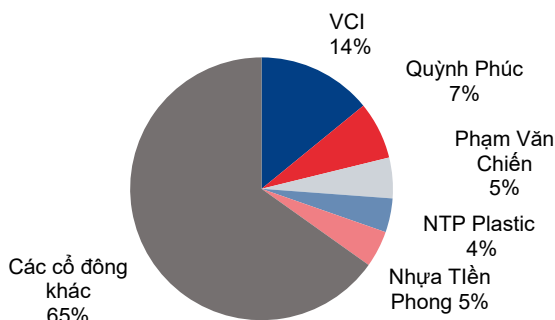
TDM, cổ đông lớn nhất, sở hữu 37,4% cổ phần BWE



Nguồn: FiinPro

Biểu đồ 30: Tỷ lệ sở hữu tại TDM

Cổ đông đa dạng: cổ đông lớn nhất VCI sở hữu 14%



Nguồn: FiinPro

Lợi thế cạnh tranh

HĐKD hiệu quả và khả năng tiếp cận ổn định với nguồn nước thô là hai lợi thế cạnh tranh của công ty. BWE có tỷ lệ thất thoát nước là 5%, mức thấp nhất trong số các công ty phân phối nước ở Việt Nam, do BWE sử dụng mạng lưới đường ống dẫn nước riêng để phân phối đến người tiêu dùng cuối. BWE cũng đã lắp đặt các tấm pin năng lượng mặt trời áp mái tại các cơ sở của mình để giảm tiêu thụ điện năng trong giờ cao điểm.

Công ty có vị trí chiến lược tại tỉnh Bình Dương với nguồn cung cấp nước thô ổn định từ sông Đồng Nai, sông Sài Gòn và kênh Dầu Tiếng – Phước Hòa. So với các tỉnh khác như Long An, nguồn nước của Bình Dương sạch hơn, giúp giảm chi phí sản xuất.

Cuối cùng, công ty kiên định với tầm nhìn dài hạn là tăng công suất. Công ty cũng có kế hoạch mua thêm đất tại Bình Dương để mở rộng công suất. HSC nhận thấy công ty có kế hoạch dài hạn là đầu tư mở rộng công suất nhưng tiến độ mở rộng có thể sẽ phụ thuộc vào sự chấp thuận của chính phủ, nguồn vốn cho việc mở rộng công suất mới, cũng như sự cạnh tranh của các đối thủ. Chúng tôi sẽ điều chỉnh dự báo vốn đầu tư trong tương lai khi nhận thấy tiến triển đáng kể về mặt này.

Chiến lược mở rộng công suất và M&A

BWE có thế mạnh về hiệu quả hoạt động, cho phép Công ty giảm tỷ lệ thất thoát nước và tăng năng suất lao động. Công ty cho biết chi phí lao động chỉ chiếm 10% doanh thu so với mức 20% của các công ty cùng ngành và tỷ lệ thất thoát nước là 5% (bao gồm bán buôn và bán lẻ), thấp hơn nhiều so với cả các công ty trong nước lẫn trong khu vực ở mức từ 10% đến 20%. BWE sử dụng hệ thống kiểm soát áp lực nước công nghệ cao và đường ống thông minh để mang lại trải nghiệm tốt hơn cho người dùng cuối.

Dựa trên những thế mạnh này, Công ty tự tin trong việc mua lại và tái cấu trúc các công ty xử lý nước. Như đã đề cập, công ty đã và đang chia sẻ những cơ hội này với TDM.

Giá nước dự kiến tăng trong năm 2025

Tương tự như BWE, HSC kỳ vọng BWE có thể đảm bảo giá nước sạch tăng bình quân 3% mỗi năm cho giai đoạn 2025-2029 sau khi công ty gửi đề xuất lên chính quyền tỉnh. Mức tăng giá nước này phù hợp với mức tăng thông thường từ 3-5% mỗi năm của các tỉnh. Thị trường đang kỳ vọng mức tăng giá mạnh hơn là 5% mỗi năm.

Cơ hội tăng trưởng trong dài hạn

- **Tăng trưởng hữu cơ** từ quá trình đô thị hóa ngày càng tăng và nhu cầu công nghiệp tăng cao.
- **Quá trình hợp nhất ngành:** Khi chính phủ dần cho phép nhiều công ty nước tiến hành IPO hơn, HSC kỳ vọng BWE sẽ hưởng lợi từ xu hướng này bằng cách tận dụng lợi thế tiên phong để mở rộng mạng lưới trong tương lai.

Sự phụ thuộc vào vốn vay ngân hàng và TPDN gây lo ngại nhẹ

Khi BWE mở rộng sản lượng sản xuất nước và mua cổ phần của các công ty cấp nước khác, Công ty có hai kênh huy động vốn chính là vay ngân hàng và phát hành TPDN.

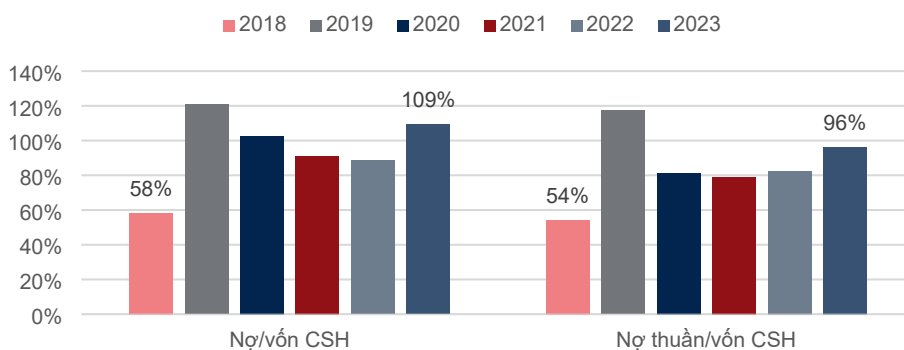
Gần đây, dự thảo Luật Chứng khoán mới nhất đã loại trừ nhà đầu tư chứng khoán chuyên nghiệp cá nhân (NĐTCKCN) khỏi việc tham gia vào thị trường TPDN phát hành riêng lẻ. Vào cuối năm 2023, tỷ lệ TPDN phát hành riêng lẻ do NĐTCKCN sở hữu là 28%. Bằng cách giảm số lượng người tham gia vào thị trường TPDN, HSC dự báo các công ty như BWE sẽ gặp nhiều khó khăn hơn trong việc tìm kiếm người mua trong ngắn hạn.

Vào cuối năm 2023, tỷ lệ nợ trên vốn CSH của BWE đã tăng lên mức 109% từ 58%. Chúng tôi cho rằng sự gia tăng này là nhờ BWE tăng 65% công suất lên 820 nghìn m³/ngày trong giai đoạn 6 năm và tăng đầu tư vào công ty liên kết từ 0,6 nghìn tỷ đồng lên 2,1 nghìn tỷ đồng.

BWE đang có kế hoạch phát hành 700 tỷ đồng TPDN kỳ hạn 10 năm với lãi suất 8% để mở rộng công suất nhà máy nước Nhị Thành tại tỉnh Long An. Trong bối cảnh BWE đang mở rộng công suất sản xuất và hướng đến việc mang lại lợi ích môi trường, HSC nhận thấy rằng trái phiếu xanh là một kênh huy động vốn tiềm năng, đặc biệt là khi điều kiện phát hành TPDN đang thắt chặt.

Biểu đồ 31: Tỷ lệ nợ, BWE

Tăng gần gấp đôi trong 6 năm qua do chi phí đầu tư TSCĐ và chi phí cho thương vụ mua bán & sáp nhập



Nguồn: BWE, HSC

Tổng kết KQKD 6 tháng đầu năm 2024

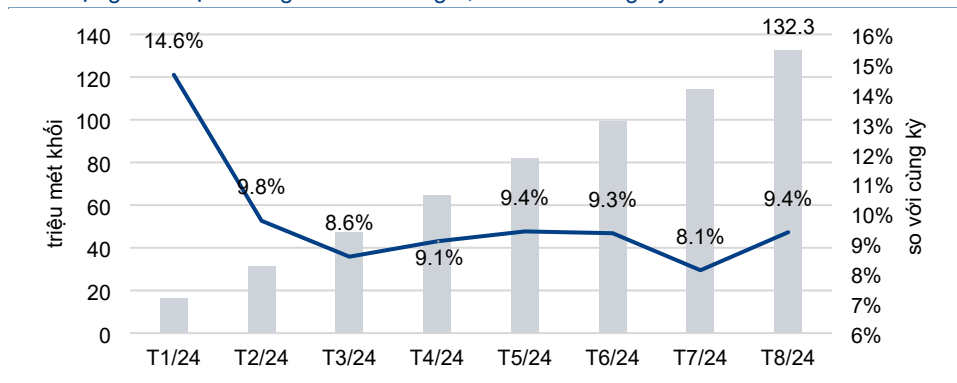
Doanh thu tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 1,8 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2024, bao gồm 48 tỷ đồng doanh thu từ mảng kinh doanh vật tư cấp nước (với tỷ suất lợi nhuận rất thấp). Doanh thu mảng cấp nước đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng 10,3% so với cùng kỳ do sản lượng tiêu thụ tăng 9,4% trong khi giá bán bình quân chỉ tăng nhẹ 0,8%.

Tính chung sáu tháng đầu năm, lợi nhuận thuần đạt 318 tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ, hoàn thành 51% kế hoạch cả năm của công ty và chỉ đạt 28% dự báo trước đó của HSC) do chi phí tài chính tăng lên 137 tỷ đồng so với chỉ 61 tỷ đồng trong Q2/2023. Nguyên nhân chính là do khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện 71 tỷ đồng, do BWE đang vay 116 triệu USD (tương đương 2.967 tỷ đồng) và đồng VND đã mất giá khoảng 2,4% so với USD trong Q2/2024.

Trong Q3/2024, VND đã tăng giá 4,2% so với USD, tạo tiền đề cho việc đảo ngược khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện trong quý này. Về mặt sản lượng tiêu thụ, tính chung 8 tháng đầu năm 2024, sản lượng tiêu thụ đã tăng 9,4% so với cùng kỳ, đạt 132,2 triệu m³.

Biểu đồ 32: Sản lượng tiêu thụ hàng tháng, BWE

Sản lượng tiêu thụ 8 tháng đầu năm tăng 9,4% so với cùng kỳ



Nguồn: BWE

Bảng 33: Dự báo cũ và dự báo mới lợi nhuận, BWE

Dự báo sản lượng tiêu thụ trong 2 năm tới sẽ giảm bình quân 12,1%

Tỷ đồng	Dự báo mới			CAGR 3 năm*	Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2024	2025	2026		2024	2025	2024	2025
Doanh thu thuần	3,849	4,229	4,611	9%	4,308	4,889	-10.7%	-13.5%
Lợi nhuận thuần	734	975	1,113	18%	1,134	1,392	-35.3%	-29.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	43.8%	46.1%	47.7%		46.7%	47.2%		
Tỷ suất lợi nhuận HĐ	28.7%	31.0%	32.6%		31.6%	32.1%		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	19.1%	23.1%	24.1%		26.3%	28.5%		
Các giả định chính								
Sản lượng tiêu thụ (triệu mét khối)	197	214	236	9%	224	254	-12.1%	-15.7%
Giá bán nước bình quân (đồng/mét khối)	12,673	13,053	13,445	2%	12,898	13,285	-1.7%	-1.7%
Chi phí nước (đồng/mét khối)	-5,250	-5,390	-5,438	1%	-5,107	-5,433	2.8%	-0.8%
Chênh lệch (đồng/mét khối)	7,423	7,664	8,007	3%	7,791	7,853	-4.7%	-2.4%

 Ghi chú: *So với năm 2023 đã kiểm toán.
 Nguồn: HSC

Bảng 34: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, BWE

Lợi nhuận thuần HDKD cốt lõi được dự báo sẽ tăng trưởng với tốc độ CAGR bình quân 19% trong 3 năm tới

Tỷ đồng	2024	2025	2026
Doanh thu thuần	9.2%	9.9%	9.0%
Lợi nhuận gộp	7.9%	15.6%	12.8%
Lợi nhuận HĐ	12.9%	18.5%	14.6%
Lợi nhuận thuần	8.8%	33.0%	14.1%
Sản lượng tiêu thụ	7.4%	9.1%	9.9%

Nguồn: HSC

Dự báo mới

Xét về các động lực tăng trưởng chính, cho năm 2024-2025, HSC đang giả định trong mô hình dự báo là sản lượng tiêu thụ bình quân đạt 206 triệu m³/năm, thấp hơn nhiều so với giả định trước đó ở mức 239 triệu m³/năm do tốc độ tăng trưởng chậm hơn trong 8 tháng đầu năm, chỉ đạt 9,4% (sát với mức bình quân của BWE trong 7 năm qua). Chênh lệch giữa giá nước sạch bình quân và chi phí đã giảm bình quân 2,5% trong giai đoạn hai năm xuống mức 3.644đ/m³ so với 3.724đ/m³ do sản lượng tiêu thụ dự kiến tăng trưởng với tốc độ chậm hơn.

Ngoài ra, HSC hiện giả định vốn đầu tư hàng năm sẽ giảm xuống mức duy trì khoảng 600 tỷ đồng vào năm 2030 (năm cuối kỳ dự báo hiện tại của chúng tôi) từ 1,2 nghìn tỷ đồng vào năm 2028 (năm cuối kỳ trong dự báo trước đó), dẫn đến dòng tiền ổn định hơn cũng như chi phí khấu hao thấp hơn.

Do những thay đổi trong các động lực tăng trưởng chính này, HSC giảm lần lượt 10,7% và 13,5% tốc độ tăng trưởng sản lượng tiêu thụ cho năm 2024-2025. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm lần lượt 35,3% và 29,9% dự báo lợi nhuận cho năm 2024-2025, do giảm bình quân 13,9% giá định sản lượng của BWE cho năm 2024-2025.

Dựa trên các giả định mới, doanh thu BWE dự báo tăng trưởng bình quân 9,5% trong hai năm tới. Lợi nhuận thuần năm 2024-2025 dự báo tăng trưởng lần lượt 8,8% và 33,0%, chủ yếu do kỳ vọng giá nước tăng từ năm 2025.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026, với doanh thu đạt 4,6 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 1,1 nghìn tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ dự báo tăng trưởng 10% và giá nước sạch bình quân dự báo tăng 3%.

Về các giả định chính cho dài hạn được đưa vào mô hình dự báo, chúng tôi nhấn mạnh những điều sau:

- Giả định sản lượng tiêu thụ tăng trưởng 9% mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028 và 5% mỗi năm trong giai đoạn 2029-2030. Trong dự báo trước đó, HSC đã giả định tốc độ tăng trưởng là 14,3% cho giai đoạn 2024-2026 và 4,6% cho giai đoạn 2027-2028.
- Giả định giá bán tăng 3% mỗi năm trong giai đoạn 2025-2029 và 0% vào năm 2030.

Bảng 35: Phương pháp định giá SOTP, BWE

81% giá trị đến từ HĐKD cốt lõi của BWE

Tỷ đồng	Mô hình kinh doanh	Phương pháp	Giá trị vốn CSH	Lợi ích của BWE	Phân bổ cho BWE
HĐKD cốt lõi của BWE	Cung cấp nước sạch	DCF	9,976	100.0%	9,976
DNW	Cung cấp nước sạch	DCF	3,737	18.8%	704
CTW	Cung cấp nước sạch	DCF	456	24.6%	112
VLW	Cung cấp nước sạch	DCF	908	17.5%	159
LAW	Cung cấp nước sạch	DCF	342	38.1%	130
NQB	Cung cấp nước sạch	DCF	314	41.0%	129
GIWACO	Cung cấp nước sạch	Giá trị sổ sách	418	34.1%	143
CTCP Cấp nước Cần Thơ II	Cung cấp nước sạch	Giá trị sổ sách	307	48.9%	150
CPHACO (Chánh Phú Hòa)	Tang lễ	Giá trị sổ sách	1,313	43.3%	569
PRT	Đa ngành	Giá trị sổ sách	5,344	4.0%	214
TLP	Dầu khí	Giá trị sổ sách	3,605	0.5%	18
SNZ	Khu công nghiệp	Giá trị sổ sách	12,298	0.0%	5
Giá trị thuần					12,309
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)					220.0
Giá trị /CP (đồng)					56,000
Chiết khấu					0.0%
Giá mục tiêu (đồng)					56,000
Tiềm năng tăng giá					21.6%
P/E 2024					18.3 lần
P/E 2025					14.2 lần

Nguồn: HSC

Tăng 12% giá mục tiêu, nâng khuyến nghị lên Mua vào

Kết luận và phương pháp định giá

HSC nâng khuyến nghị đối với BWE lên Mua vào và tăng 11,6% giá mục tiêu theo phương pháp SOTP chủ yếu do (1) áp dụng yêu cầu vốn đầu tư dài hạn thấp hơn trong mô hình dự báo, (2) loại bỏ mức chiết khấu 10% so với ước tính RNAV đã áp dụng trước đó, và (3) chuyển cơ sở định giá sang năm 2025 (từ năm 2024). Do những thay đổi này, HSC giảm 30-35% dự báo lợi nhuận thuần năm 2024-2025 và nhấn mạnh rằng BWE hiện là một câu chuyện dài hạn hơn.

Về phương pháp định giá, chúng tôi cũng muốn nhấn mạnh những điều sau:

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá HĐKD cốt lõi của BWE, cũng như các khoản đầu tư vào các công ty niêm yết như Nước Đồng Nai (DNW; chưa khuyến nghị), Nước Cần Thơ (CTW; chưa khuyến nghị), Nước Vĩnh Long (VLW; chưa khuyến nghị), Nước Long An (LAW; chưa khuyến nghị) và Nước

Quảng Bình (NQB; chưa khuyến nghị). Đối với các khoản đầu tư dài hạn khác, chúng tôi sử dụng giá trị sổ sách gần nhất.

Lưu ý, nếu chúng tôi sử dụng giá trị thị trường cho các khoản đầu tư trong các công ty niêm yết đó, thì tổng mức định giá cho những khoản đầu tư này cũng sẽ tương tự với giá mục tiêu theo phương pháp DCF.

- Vốn đầu tư dự phóng năm 2030 của chúng tôi bằng với khấu hao cho thấy đây sẽ là giai đoạn hoạt động ổn định của công ty sau khi kết thúc giai đoạn M&A và mở rộng công suất. Trước đây, kỳ vọng của chúng tôi về vốn đầu tư và khấu hao trong năm cuối kỳ (2028) là 1.171 tỷ đồng và 1.011 tỷ đồng, cao hơn so với giá trị hiện tại cho năm cuối kỳ (2030) là 600 tỷ đồng và 600 tỷ đồng.
- Giả định chi phí vốn bình quân gia quyền WACC (dựa trên chi phí vốn CSH 12,6% và chi phí vốn vay 9,0%) và giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn được giữ nguyên lần lượt ở mức 11,8% và 2,0%. Mặc dù HSC hiện giảm giả định vốn đầu tư trong năm cuối kỳ để khớp với chi phí khấu hao, nhưng chúng tôi duy trì tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0% cho BWE (so với mức giảm xuống 0% cho TDM) vì BWE tiếp tục mở rộng công suất sản xuất mạnh mẽ hơn bằng cách sử dụng nhiều nợ hơn. Ngoài ra, công suất của BWE có tốc độ tăng trưởng kép trong 8 năm qua là 22%, cao hơn nhiều so với TDM (chỉ ở mức 15%).
- HSC loại bỏ mức chiết khấu 10% đối với ước tính RNAV đã áp dụng trước đó; cách xử lý này được áp dụng nhất quán đối với các công ty ngành nước trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Bảng 36: Định giá DCF cho HĐKD cốt lõi, BWE

BWE tạo ra FCF trung bình 1,1 nghìn tỷ đồng mỗi năm từ năm 2024-30

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
Lợi nhuận hoạt động	1,106	1,311	1,503	1,723	1,951	2,129	2,345
Thuế TNDN 10.0%	(111)	(131)	(150)	(172)	(195)	(213)	(234)
Lợi nhuận thuần HĐ	996	1,180	1,352	1,551	1,756	1,916	2,110
Khấu hao	600	600	600	600	600	600	600
Thay đổi vốn lưu động	(251)	(107)	(108)	(121)	(127)	(97)	(104)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(712)	(725)	(740)	(757)	(776)	(797)	(600)
Dòng tiền HĐ khác	(7)	0	0	0	0	0	0
Quý khen thưởng	(102)	(110)	(146)	(167)	(197)	(228)	(252)
Dòng tiền tự do	523	838	958	1,106	1,256	1,394	1,754
Chiết khấu	0.00	1.12	1.25	1.40	1.57	1.75	1.96
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	0	749	765	789	801	795	894
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	4,793						

Nguồn: HSC

Bảng 37: Định giá HĐ kinh doanh cốt lõi, BWE

Tỷ đồng	Giá trị
Tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	6.1x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	9,215
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	4,793
Giá trị hiện tại của DN	14,008
Cộng: Tiền	1,561
Trừ: Tổng nợ	(5,431)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(162)
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,976

Nguồn: HSC

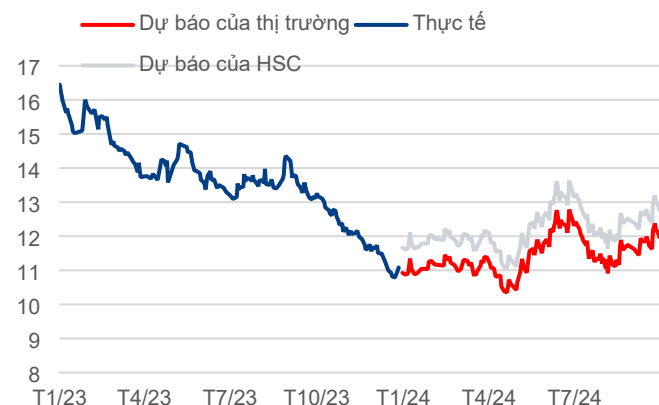
Bảng 38: Tính toán WACC, BWE

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.5%
Chi phí vốn CSH	12.6%
Chi phí nợ trước thuế	10.0%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	10.0%
Chi phí nợ	9.0%
Tỷ trọng vốn CSH	80.0%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	11.8%

Nguồn: HSC

Biểu đồ 39: P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,6 lần, thấp hơn giá trị bình quân quá khứ



Nguồn: HSC

Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với P/E trượt dự phóng 1 năm, BWE

Thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với mức bình quân



Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu đi ngang trong 1 tháng qua nhưng tăng 6% trong 3 tháng qua và 15% trong 1 năm qua, BWE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,4 lần, thấp hơn một chút (0,3 độ lệch chuẩn) so với bình quân từ đầu năm 2023 ở mức 12,7 lần.

Bảng 41: So sánh với các công ty cùng ngành

BWE và TDM hiện được giao dịch ở mức EV/EBITDA chiết khấu sâu so với các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA*		P/E**		P/B		ROE
			2024	2025	2024	2025	2024	2025	2025
BWE	Việt Nam	401	7.8	6.8	14.9	11.6	1.7	1.5	13.3
TDM	Việt Nam	215	14.8	13.2	11.3	9.8	2.5	2.3	23.5
TTW PCL	Thái Lan	1114	10.0	10.0	13.2	12.4	2.4	2.3	18.4
VA Tech Wabag	Ấn Độ	1238	27.1	27.1	39.7	34.8	5.7	5.0	14.9
Manila Water	Philippines	1215	8.1	7.9	7.0	6.2	0.9	0.8	15.0
WHA Utilities	Thái Lan	565	23.3	23.4	13.4	11.1	1.3	1.3	11.4
CECEP Guozhen	Trung Quốc	677	10.7	10.5	11.4	10.6	1.1	1.0	9.5
Jiangxi Hongcheng	Trung Quốc	1733	6.8	7.4	10.3	9.7	1.3	1.2	12.8
Bình quân		895	13.6	13.3	15.2	13.3	2.1	1.9	14.8

Ghi chú: *số liệu TDM dựa trên báo cáo tài chính (chưa điều chỉnh); **Lợi nhuận thuần của TDM được điều chỉnh bằng cách cộng 37,4% tổng lợi nhuận của BWE và trừ đi cổ tức tiền mặt của BWE nhận được (bởi TDM); tất cả dữ liệu đều dựa trên giá tính đến 14/10. Nguồn: Bloomberg

Khi xem xét các công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, BWE đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2025 nhỏ hơn 49% so với bình quân các công ty cùng ngành. Về ROE, công ty cũng mang lại mức ROE là 13,43%, cao hơn mức bình quân 14,8% của các công ty cùng ngành.

Các động lực tăng trưởng tiềm năng

- Bình Dương công bố mức tăng giá nước trong 5 năm tới (HSC dự kiến điều này sẽ diễn ra vào đầu năm 2025).
- Mức tăng giá nước tại Bình Dương cao hơn dự báo của chúng tôi ở mức 3%/năm.
- 213 tỷ đồng doanh thu chưa ghi nhận từ xử lý rác thải và nước thải.

Những rủi ro chính

- Việc trì hoãn tăng giá nước tại Bình Dương so với dự kiến (năm 2024).
- Bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc huy động vốn có thể ảnh hưởng đến kế hoạch tăng trưởng trong tương lai của công ty.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Doanh thu	3,484	3,526	3,849	4,229	4,611
Lợi nhuận gộp	1,421	1,564	1,687	1,949	2,198
Chi phí BH&QL	(502)	(584)	(580)	(638)	(695)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	919	980	1,106	1,311	1,503
Lãi vay thuần	(121)	(268)	(311)	(243)	(279)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	18.2	43.4	45.5	50.1	52.6
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	22.6	7.09	0	0	0
LNTT	838	762	841	1,118	1,276
Chi phí thuế TNDN	(91.6)	(79.9)	(92.5)	(123)	(140)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(3.72)	(7.52)	(15.0)	(19.9)	(22.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	743	674	734	975	1,113
Lợi nhuận thuần ĐC	618	559	632	865	967
EBITDA ĐC	1,658	2,842	1,818	2,037	2,243
EPS (đồng)	3,851	3,496	3,553	4,435	5,060
EPS ĐC (đồng)	3,203	2,900	3,059	3,935	4,395
DPS (đồng)	1,225	1,327	0	1,300	1,300
Slg CP bình quân (triệu đv)	193	193	206	220	220
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	193	193	220	220	220
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	193	193	220	220	220

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Tiền & tương đương tiền	275	655	1,176	1,594	2,133
Đầu tư ngắn hạn	872	265	385	423	461
Phải thu khách hàng	912	781	1,012	1,112	1,213
Hàng tồn kho	714	923	789	867	945
Các tài sản ngắn hạn khác	13.1	81.8	19.2	21.1	23.1
Tổng tài sản ngắn hạn	2,786	2,706	3,382	4,017	4,776
TSCĐ hữu hình	3,617	4,538	4,650	4,775	4,915
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,000	1,395	1,395	1,395	1,395
Đầu tư vào Cty LD,LK	848	1,481	1,481	1,481	1,481
Tài sản dài hạn khác	1,737	2,002	2,080	2,166	2,252
Tổng tài sản dài hạn	7,201	9,416	9,606	9,817	10,044
Tổng cộng tài sản	9,987	12,122	12,988	13,834	14,819
Nợ ngắn hạn	1,326	1,433	1,433	1,433	1,433
Phả trả người bán	184	453	204	224	244
Nợ ngắn hạn khác	281	320	312	343	374
Tổng nợ ngắn hạn	1,989	2,385	2,169	2,241	2,314
Nợ dài hạn	2,692	3,997	3,997	3,997	3,997
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	5.42	11.6	7.70	8.46	9.22
Nợ dài hạn khác	763	764	847	930	1,015
Tổng nợ dài hạn	3,460	4,773	4,852	4,936	5,021
Tổng nợ phải trả	5,449	7,158	7,021	7,178	7,335
Vốn chủ sở hữu	4,494	4,802	5,806	6,495	7,322
Lợi ích cổ đông thiểu số	44.1	162	162	162	162
Tổng vốn chủ sở hữu	4,538	4,964	5,967	6,657	7,484
Tổng nợ phải trả và VCSH	9,987	12,122	12,988	13,834	14,819
BVPS (đ)	23,293	24,891	26,398	29,533	33,293
Nợ thuần*/(tiền mặt)	3,743	4,776	4,255	3,837	3,298

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
EBIT	919	980	1,106	1,311	1,503
Khấu hao	(739)	(1,862)	(712)	(725)	(740)
Lãi vay thuần	(121)	(268)	(311)	(243)	(279)
Thuế TNDN đã nộp	(92.6)	(71.3)	(99.7)	(123)	(140)
Thay đổi vốn lưu động	(127)	142	(251)	(107)	(108)
Khác	35.9	(1,497)	(39.1)	14.8	(36.8)
LCT thuần từ HĐKD	1,303	1,070	1,075	1,469	1,605
Đầu tư TS dài hạn	(739)	(1,862)	(712)	(725)	(740)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(912)	651	(195)	(123)	(124)
LCT thuần từ HĐĐT	(1,650)	(1,212)	(907)	(849)	(864)
Cổ tức trả cho CSH	(236)	(256)	0	(286)	(286)
Thu từ phát hành CP	0	964	86.6	0	0
Tăng/giảm nợ	437	1,413	0	0	0
Khác	(54.4)	(1,600)	266	83.6	84.1
LCT thuần từ HĐTC	146	521	353	(202)	(202)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	476	275	655	1,176	1,594
LCT thuần trong kỳ	(201)	380	521	418	539
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	275	655	1,176	1,594	2,133
Dòng tiền tự do	564	(792)	363	743	865

Các chỉ số tài chính	12-22A	12-23A	12-24F	12-25F	12-26F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	40.8	44.3	43.8	46.1	47.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	47.6	80.6	47.2	48.2	48.6
Tỷ suất LNT (%)	21.3	19.1	19.1	23.1	24.1
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	10.5	11.0	11.0	11.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	11.7	1.21	9.16	9.88	9.04
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	0.36	71.4	(36.0)	12.0	10.1
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(6.04)	(9.45)	12.9	37.0	11.7
Tăng trưởng EPS (%)	(2.16)	(9.21)	1.64	24.8	14.1
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.36)	(9.45)	5.50	28.6	11.7
Tăng trưởng DPS (%)	5.02	8.33	(100)	nm	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	31.8	38.0	0	29.3	25.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	17.7	14.5	13.8	15.9	16.1
ROACE (%)	12.2	11.0	10.8	11.7	12.5
Vòng quay tài sản (lần)	0.37	0.32	0.31	0.32	0.32
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.42	1.09	0.97	1.12	1.07
Số ngày tồn kho	126	172	133	139	143
Số ngày phải thu	161	145	171	178	183
Số ngày phải trả	32.5	84.2	34.4	35.9	37.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	85.0	101	74.7	60.5	46.4
Nợ/tài sản (%)	41.0	45.3	42.5	39.9	37.3
EBIT/lãi vay (lần)	7.57	3.65	3.56	5.39	5.38
Nợ/EBITDA (lần)	2.47	1.93	3.03	2.71	2.47
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.40	1.13	1.56	1.79	2.06
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	3.62	3.87	3.74	3.30	2.91
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.62	4.81	7.91	6.86	5.99
P/E (lần)	12.0	13.2	13.0	10.4	9.10
P/E ĐC (lần)	14.4	15.9	15.1	11.7	10.5
P/B (lần)	1.98	1.85	1.74	1.56	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	2.66	2.88	0	2.82	2.82

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