

Lê Phước Đức

Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

Nguồn cung nước sạch sẵn sàng cho sự phục hồi của nền kinh tế

Khoản đầu tư 1 tỷ USD của LEGO vào tỉnh Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu nước trong dài hạn. LEGO đặt mục tiêu đầu tư 1 tỷ USD để xây dựng nhà máy tại Khu công nghiệp Việt Nam – Singapore 3 (VSIP 3). Công ty đặt mục tiêu động thổ vào năm 2022 và đưa nhà máy vào hoạt động vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng BWE (công suất 750.000 m³/ngày) và TDM (công suất 250.000 m³/ngày) sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu nước dân cư cao hơn khi công nhân mới di cư đến tỉnh Bình Dương để làm việc cho LEGO.

BWE có khả năng mở rộng mảng cấp nước tại tỉnh Đồng Nai. Chính phủ đang thúc đẩy để dự án sân bay quốc tế Long Thành đi vào hoạt động trong giai đoạn 2025-2026, dẫn đến tiềm năng nhu cầu nước sạch tăng mạnh tại tỉnh Đồng Nai. BWE và TDM có vị thế tốt để tận dụng đà tăng của nhu cầu nước sạch thông qua cổ phần tại CTCP Nước Đồng Nai (DNW) - công suất 500.000 m³/ngày - và CTCP Nước Gia Tân - công suất 200.000 m³/ngày (được mua vào năm 2021). BWE gần đây đã thông báo rằng công ty đang trong quá trình xin giấy phép cho dự án nước đường cao tốc Long Thành (công suất 600.000 m³ và vốn đầu tư là 5,2 nghìn tỷ đồng) và dự kiến sở hữu 30%-35% cổ phần trong dự án này.

Chúng tôi tin rằng nhu cầu nước sẽ phục hồi vào năm 2022. Chúng tôi dự báo sản lượng nước thương phẩm của BWE và TDM sẽ lần lượt tăng 12% YoY và 13% YoY trong năm 2022. Sự tăng trưởng về sản lượng này sẽ giúp BWE và TDM ghi nhận EPS cốt lõi tăng trưởng mạnh, lần lượt là 18% YoY và 35% YoY.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho BWE thêm 1% lên 55.300 đồng/CP và giữ khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi tăng dự báo tổng lợi nhuận cho giai đoạn 2022-2026 thêm 0,2% vì LNST cao hơn trong giai đoạn dự báo bị ảnh hưởng nhẹ bởi mức giảm 4%/6% trong dự báo LNST của chúng tôi cho năm 2022/2023. Chúng tôi giảm dự báo LNST năm 2022/2023 khi sản lượng nước thương phẩm quý 4/2021 phục hồi thấp hơn một chút so với dự kiến của chúng tôi. Chúng tôi nâng dự báo LNST giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực từ khoản đầu tư của LEGO tại Bình Dương đến nhu cầu nước. Định giá của BWE có vẻ hấp dẫn với P/E năm 2022 là 13,3 lần, tương ứng PEG là 0,5 và EV/EBITDA là 7,5 lần - chiết khấu 25% so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho TDM thêm 5% lên 41.100 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ mức điều chỉnh tăng 4% trong dự báo tổng LNST cho giai đoạn 2022-2026 của chúng tôi sau khi sản lượng nước thương phẩm cao hơn dự kiến trong quý 4/2021 và kỳ vọng của chúng tôi rằng sản lượng nước thương phẩm sẽ tăng trưởng mạnh hơn trong giai đoạn 2024-2025 tương ứng với khoản đầu tư 1 tỷ USD của LEGO vào Bình Dương. Định giá của TDM có vẻ hấp dẫn với P/E năm 2022 là 12,0 lần, thấp hơn khoảng 25% so với trung vị P/E trượt 4 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 15,8 lần.

Hình 1: Các công ty nước – Dữ liệu chính

Mã	KN	GTVH trUSD	Sở hữu NN %	FOL %	Room NN còn lại trUSD	ADTV 30D trUSD	Giá CP VND/CP	Giá mục tiêu VND/CP	Ngày cập nhật	TL tăng %	LS cổ tức %	Tổng mức sinh lời 12T %
BWE	MUA	399	20	49	119	0,8	46.900	55.300	2/14/2022	17,9	2,6	20,5
TDM	MUA	154	0	49	60	0,5	35.000	41.100	2/14/2022	17,4	3,4	20,9

Nguồn: Bloomberg, VCSC

Hình 2: Các công ty nước – Tổng hợp định giá dựa theo lợi nhuận báo cáo

Mã	Giá CP VND/CP	EPS g 2020 %	EPS g 2021F %	EPS g 2022F %	P/E TTM (x)	P/E 2020 (x)	P/E 2021F (x)	P/E 2022F (x)	EV/EBITDA 2022F (x)	ROE 2022F %	P/B quý gần nhất (x)	Nợ ròng/Vốn CSH quý gần nhất %
BWE	46.900	38,9%	10,3%	31,4%	14,7	14,7	13,3	10,1	7,5	19,8	2,1	45,9
TDM	35.000	94,1%	-3,6%	38,5%	11,6	11,6	12,0	8,7	9,4	16,3	1,7	15,2

Nguồn: Bloomberg, VCSC (Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa trên lợi nhuận báo cáo)

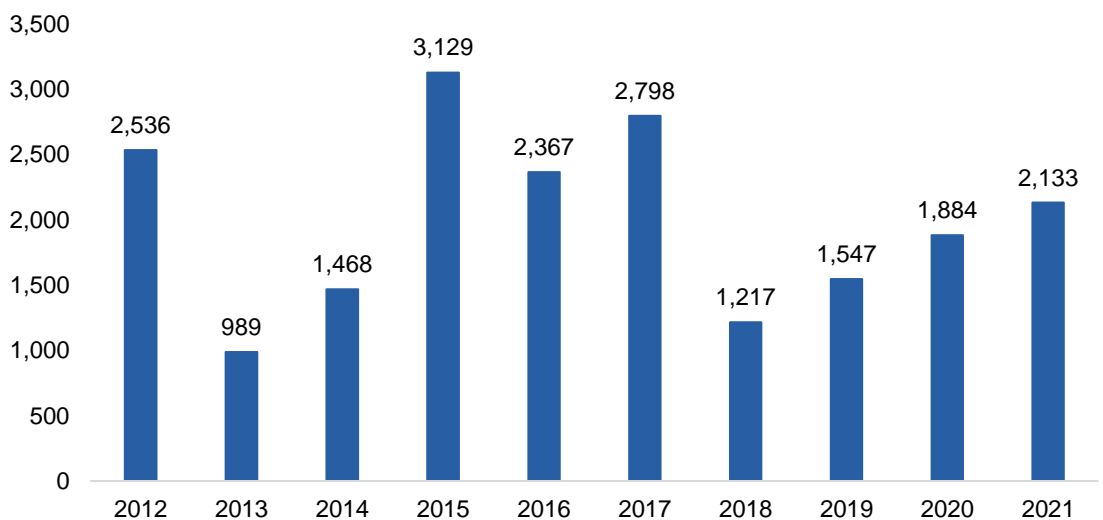
Cập nhật ngành

Nguồn vốn FDI mạnh mẽ vào đầu tư vào tỉnh Bình Dương thúc đẩy nhu cầu nước

Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào tỉnh Bình Dương tiếp tục tăng. Bình Dương là một trong những tỉnh thành công nghiệp lớn nhất Việt Nam và nằm trong top 5 tỉnh hàng đầu của Việt Nam về thu hút vốn FDI đăng ký mới trong 5 năm qua. Năm 2021, Bình Dương nhận được tổng vốn FDI đăng ký là 2 tỷ USD (+13% YoY) và là địa điểm phổ biến thứ tư tại Việt Nam (sau Hải Phòng, Long An và TP. HCM) về thu hút vốn FDI đăng ký, điều này cho thấy sự tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp và sản xuất chế biến - chế tạo của tỉnh trong tương lai. Sự tăng trưởng này cuối cùng sẽ dẫn đến tiêu thụ nước có khả năng phục hồi. Ngay cả khi chịu tác động tiêu cực từ COVID-19, vốn FDI đăng ký vào tỉnh Bình Dương đã đạt 2 tỷ USD trong năm 2021 (+13% YoY) so với tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam vào năm 2021 là 31 tỷ USD (+ 9% YoY). Ngoài ra, GRDP tăng 2,79% so với mức 6%-7% của các năm trước và chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 4,5%.

Khoản đầu tư lớn của LEGO vào tỉnh Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu nước trong dài hạn. LEGO đã đặt mục tiêu đầu tư 1 tỷ USD để xây dựng nhà máy tại KCN VSIP 3. Công ty đặt mục tiêu động thổ vào năm 2022 và đưa nhà máy vào hoạt động trong năm 2024. Do đó, chúng tôi tin rằng BWE sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu nước sinh hoạt cao hơn khi công nhân mới di chuyển đến tỉnh Bình Dương để làm việc cho LEGO.

Hình 3: FDI đăng ký mới ở tỉnh Bình Dương (triệu USD)



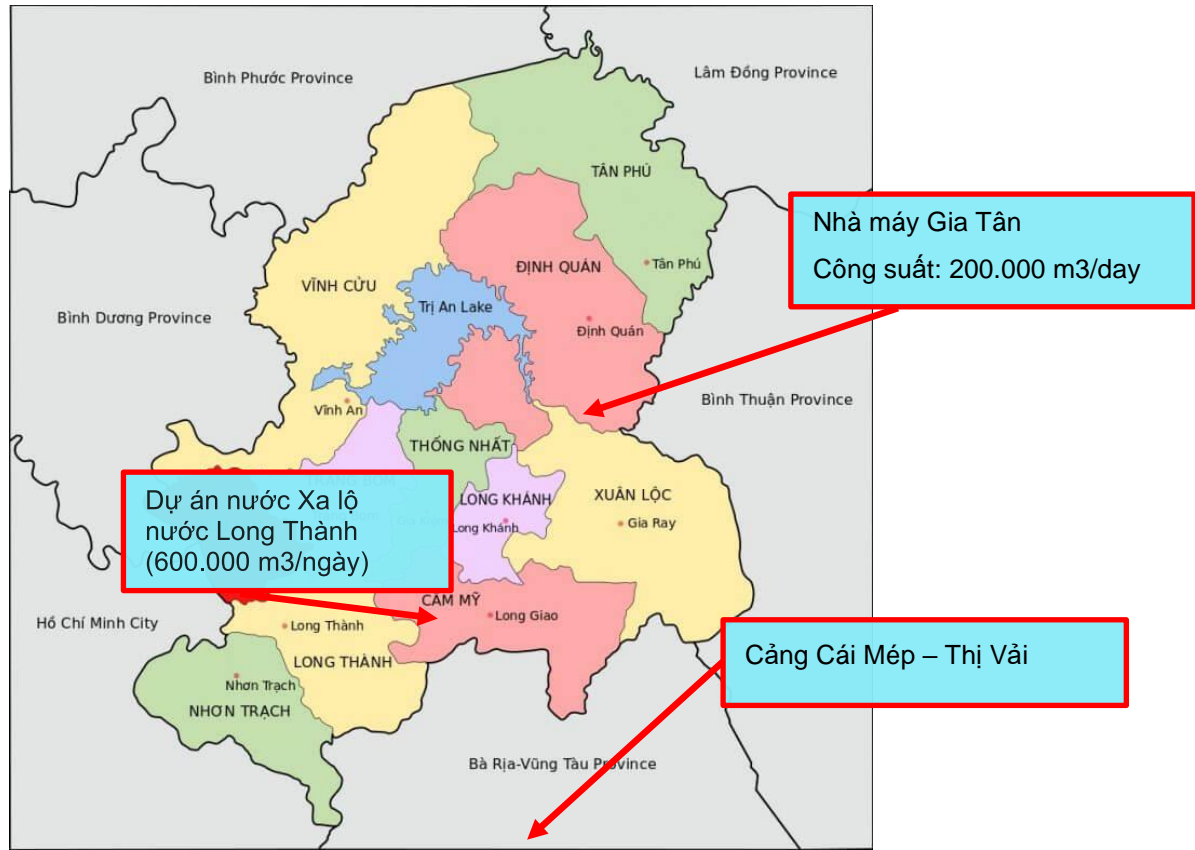
Nguồn: Bộ Kế hoạch và Đầu tư (MoPI), VCSC

BWE đang thực hiện dự án cấp nước xa lộ nước Long Thành

Dự án cấp thoát nước cho đường cao tốc Long Thành được xây dựng sẽ đảm bảo nhu cầu sử dụng nước cho các khu kinh tế, các thành phố xung quanh sân bay quốc tế Long Thành và các khu vực khác trên địa bàn tỉnh Đồng Nai. BWE đã đề xuất lắp đặt tổng công suất nước lên đến 600.000 m³/ngày trong 15-20 năm tới (Giai đoạn 1: 300.000 m³/ngày; Giai đoạn 2: 300.000 m³/ngày). Tổng chi phí đầu tư dự kiến là 5,2 nghìn tỷ đồng và được chia thành 2 giai đoạn (Giai đoạn 1: 3,7 nghìn tỷ đồng; Giai đoạn 2: 1,5 nghìn tỷ đồng)

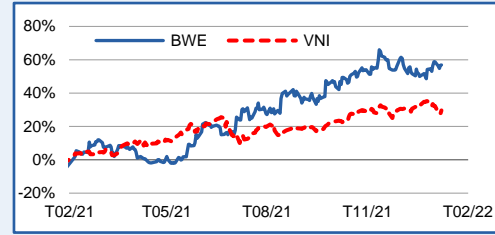
Hiện tại, BWE đang chuẩn bị đề xuất đầu tư, dự kiến sẽ trình chính quyền tỉnh Đồng Nai vào quý 1/2022. Sau đó, BWE và các đối tác phải tham gia đấu thầu để trở thành nhà đầu tư duy nhất của dự án này. Nếu thành công, BWE sẽ thành lập CTCP (BWE dự kiến có 30%-35% cổ phần tại CTCP này).

Hình 4: Địa điểm dự án cấp nước đường cao tốc Long Thành và nhà máy nước Gia Tân, tỉnh Đồng Nai



Nguồn: BWE, GIWACO, VCSC

Ngành	Tiện ích		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	14/02/2022	Tăng trưởng DT	3,0%	14,3%	14,3%	12,3%
Giá hiện tại	43.200VND	Tăng trưởng EPS	38,9%	10,3%	31,4%	39,6%
Giá mục tiêu	54.900VND	EPS cốt lõi YoY*	20,8%	17,6%	31,4%	39,6%
Giá mục tiêu gần nhất	37.300VND	LNST (tỷ đồng)	744	820	1,078	1,504
TL tăng	+27,1%	EV/EBITDA	8,7x	7,5x	5,7x	4,1
Lợi suất cổ tức	3,0%	P/E	14,7x	13,3x	10,1x	7,2
Tổng mức sinh lời	+30,1%	DPS (VND/CP)	1,200	1,300	1,400	1,500



			<u>BWE</u>	<u>Peers (**)</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa	365tr USD	P/E (trượt)	14,7x	15,9x	17,1x
Room KN	113tr USD	EV/EBITDA	8,7x	10,0x	2,6x
GTGD/ngày (30n)	618.804USD	Nợ ròng/CSH	63,9%	66,9%	N/A
Cổ phần Nhà nước	0%	ROE	19,7%	8,5%	15,5%
SL cổ phiếu lưu hành	193 tr	ROA	8,6%	3,0%	2,6%
Pha loãng	193 tr				
PEG	0,4				

Tổng quan công ty:

BWE là công ty phân phối nước lớn thứ ba tại Việt Nam với tổng công suất 750.000 m³/ngày tính đến năm 2020. BWE sở hữu chuỗi giá trị môi trường hoàn chỉnh từ phân phối nước sạch (80% LN gộp) đến xử lý chất thải. BWE cũng hoạt động trong ngành xử lý nước thải, dịch vụ tang lễ và điện mặt trời lắp mái.

* pha loãng hoàn toàn và báo cáo; ** trung vị 4 năm của các CT cùng ngành trong

Lê Phước Đức

Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

Dự án Xa lộ nước Long Thành hỗ trợ tiềm năng tăng trưởng

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 1% lên 55.300 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu BWE. Chúng tôi lạc quan về triển vọng tăng trưởng của BWE với vai trò là một trong những công ty hàng đầu trong lĩnh vực cấp nước của Việt Nam. BWE đang mở rộng phạm vi hoạt động ra khỏi tỉnh Bình Dương sang tỉnh Đồng Nai và sở hữu tỷ lệ thất thoát nước vượt trội mà công ty cho rằng đứng thứ ba trong khu vực Châu Á - Thái Bình Dương.

- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do dự báo tổng lợi nhuận của chúng tôi giai đoạn năm 2022-2026 tăng 0,2% khi LNST dự báo cao hơn cho các năm 2024-2026 cao hơn một chút so với mức giảm 4%/6% trong LNST dự báo các năm 2022/2023.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST giai đoạn 2022-2023 khi sản lượng nước phục hồi trong quý 4/2021 thấp hơn một chút so với dự kiến. Chúng tôi nâng dự báo LNST giai đoạn 2024-2026 do tác động tích cực của việc đầu tư của LEGO vào tỉnh Bình Dương đối với nhu cầu nước.
- Chúng tôi dự báo EPS cốt lõi năm 2022 tăng trưởng khoảng 18% YoY do (1) tăng trưởng sản lượng nước 12,5%, (2) tăng trưởng sản lượng nước công nghiệp 13,4% và (3) tăng trưởng LNST khoảng 50% từ xử lý chất thải.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) giai đoạn 2021-2024 là 13% cho doanh thu và 27% đối với EPS được thúc đẩy bởi sản lượng tiềm năng tối đa 1.000.000 m³ mỗi ngày với công suất lắp đặt 750.000 m³ mỗi ngày cùng với tăng trưởng LNST 2 chữ số từ mảng xử lý chất thải.
- Định giá của BWE có vẻ hấp dẫn ở mức P/E 2022 là 13,3 lần, PEG tương ứng là 0,5 và EV/EBITDA là 7,5 lần - chiết khấu 25% so với các công ty cùng ngành trong khu vực. Trong khi đó, ROE của BWE cao gấp đôi so với các công ty cùng ngành.
- Yếu tố hỗ trợ: Được cấp phép thành công dự án nước Xa lộ Long Thành
- Rủi ro giảm: Sản lượng nước thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi dự báo sản lượng nước của BWE sẽ tăng 12,5% vào năm 2022. Sản lượng nước năm 2021 của BWE là 174 triệu m³ (+5% YoY) – hoàn thành 96% so với dự báo trước đây của chúng tôi - do hoạt động kinh tế trong khu vực phục hồi chậm hơn dự kiến. Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tổng sản lượng năm 2022 xuống còn 196 triệu m³ và tin rằng 2022 có thể đạt được mức tăng trưởng 12,5% so với mức trung bình 6 năm qua là 13,3%.

Chúng tôi kỳ vọng LNST của mảng xử lý chất thải sẽ tăng trưởng ở mức 2 chữ số trong tương lai. Điều này được thúc đẩy bởi tốc độ tăng trưởng lượng chất thải công nghiệp cao (15%/năm) cũng như 10 MW công suất điện sẽ được lắp đặt trong giai đoạn 2021-2022, giúp hạ

giá thành và cải thiện biên lợi nhuận. Chúng tôi kỳ vọng giá rác thải sinh hoạt sẽ tăng 10% vào năm 2023 (thay vì vào năm 2022 như trước đây).

Khoản đầu tư lớn của LEGO vào tỉnh Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu nước lâu dài. LEGO đã nhắm mục tiêu đầu tư 1 tỷ USD để xây dựng nhà máy tại KCN VSIP 3. Công ty đặt mục tiêu động thổ vào năm 2022 và đưa nhà máy vào hoạt động vào năm 2024.

BWE đang làm việc để xin giấy phép cho dự án lớn đường cao tốc Long Thành. BWE đặt mục tiêu có 30%-35% cổ phần trong dự án này với công suất 600.000 cbm / ngày và vốn đầu tư là 5,2 ngàn tỷ đồng. Dự án này sẽ giúp BWE thực hiện mục tiêu chiếm 20% -30% thị phần nước của tỉnh Đồng Nai.

Báo cáo Tài chính của BWE

KQKD (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	3.116	3.562	4.071	4.570	Tiền và tương đương	476	41	602	1.429
Giá vốn hàng bán	-1.801	-2.041	-2.228	-2.274	Đầu tư TC ngắn hạn	600	600	600	600
Lợi nhuận gộp	1.315	1.520	1.843	2.296	Các khoản phải thu	911	937	892	1.002
Chi phí bán hàng	-325	-387	-411	-450	Hàng tồn kho	698	755	824	841
Chi phí quản lí DN	-145	-150	-171	-192	TS ngắn hạn khác	35	35	35	35
LN từ HĐKD	844	984	1.261	1.653	Tổng TS ngắn hạn	2.719	2.367	2.952	3.906
Thu nhập tài chính	110	90	104	150	TS dài hạn (gộp)	7.000	7.555	8.139	8.439
Chi phí tài chính	-79	-154	-162	-141	- Khấu hao lũy kế	3.253	3.306	3.344	3.079
Trong đó, chi phí lãi vay	-155	-154	-162	-141	TS dài hạn (ròng)	1.104	949	665	665
Lợi nhuận từ công ty LDLK	3	-6	-5	3	Đầu tư TC dài hạn	977	977	977	977
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-20	0	1	8	TS dài hạn khác	1.017	1.017	1.017	1.017
LNTT	859	914	1.200	1.674	Tổng TS dài hạn	6.351	6.248	6.003	5.737
Thuế TNDN	-109	-87	-116	-163	Tổng Tài sản	9.069	8.615	8.955	9.643
LNST	750	826	1.084	1.511	Phải trả ngắn hạn	198	229	250	255
- Lợi ích CĐTS	-7	-7	-7	-7	Nợ ngắn hạn	1.210	1.022	992	971
LNST sau CĐTS báo cáo	744	820	1.078	1.504	Nợ ngắn hạn khác	600	600	600	600
LNST sau CĐTS cốt lõi	697	820	1.078	1.504	Tổng nợ ngắn hạn	2.008	1.851	1.842	1.826
EBITDA	1.328	1.486	1.807	2.219	Nợ dài hạn	2.371	1.625	1.330	1.056
EPS báo cáo, VND	3.233	3.528	4.636	6.471	Nợ dài hạn khác	770	770	770	770
EPS pha loãng, VND	3.199	3.527	4.636	6.470	Tổng nợ	3.141	2.395	2.100	1.826
Cổ tức/Cổ phiếu	1.200	1.300	1.400	1.500	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS/EPS	37,1%	36,9%	30,2%	23,2%	Vốn cổ phần	1.929	1.929	1.929	1.929
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Thặng dư vốn CP	621	621	621	621
Tăng trưởng					Lợi nhuận giữ lại	601	1.050	1.693	2.672
Tăng trưởng doanh thu %	3,0%	14,3%	14,3%	12,3%	Vốn khác	722	722	722	722
Tăng trưởng LN từ HĐKD %	13,0%	16,5%	28,3%	31,1%	Lợi ích CĐTS	47	47	47	47
Tăng trưởng EPS cơ bản, %	38,9%	10,3%	31,4%	39,6%	Vốn chủ sở hữu	3.921	4.370	5.013	5.991
Tăng trưởng EPS pha loãng, %	40,0%	10,3%	31,4%	39,6%	Tổng cộng nguồn vốn	9.069	8.615	8.955	9.643
					CP lưu hành cuối năm (tr)	193	193	193	193
Khả năng sinh lời					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN gộp %	42,2%	42,7%	45,3%	50,2%	Tiền đầu năm	728	476	41	602
Biên LN từ HĐ %	27,1%	27,6%	31,0%	36,2%	Lợi nhuận sau thuế	744	820	1.078	1.504
Biên EBITDA	42,6%	41,7%	44,4%	48,5%	Khấu hao	484	502	545	565
Biên LNST, %	23,9%	23,0%	26,5%	32,9%	Thay đổi vốn lưu động	-145	-52	-4	-121
ROE, %	19,7%	19,8%	23,0%	27,3%	Điều chỉnh khác	-126	-139	-183	-256
ROE, %	8,6%	9,3%	12,3%	16,2%	Tiền từ hoạt động KD	892	1.131	1.436	1.692
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-770	-400	-300	-300
Số ngày tồn kho	134	130	129	134	Đầu tư, ròng	-311	0	0	0
Số ngày phải thu	94	95	82	76	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.081	-400	-300	-300
Số ngày phải trả	43	38	39	41	Cổ tức đã trả	-225	-231	-251	-270
TG luân chuyển tiền	185	186	172	169	Tăng (giảm) vốn	93	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	0	-189	-29	-21
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,3	1,6	2,1	Tăng (giảm) nợ dài hạn	68	-746	-295	-274
CS thanh toán nhanh	1,0	0,9	1,2	1,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,0	0,3	0,8	Tiền từ hoạt động TC	-63	-1.166	-575	-565
Nợ/Tài sản	39,5%	30,7%	25,9%	21,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-252	-435	561	827
Nợ/Vốn sử dụng	47,7%	37,7%	31,7%	25,3%	Tiền cuối năm	476	41	602	1.429
Nợ/Vốn CSH	63,9%	45,9%	22,4%	0,0%					
Khả năng thanh toán lãi vay	5,5	6,4	7,8	11,7					

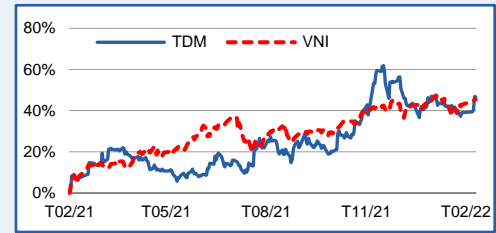
Nguồn: Báo cáo Tài chính BWE, VCSC



CTCP Nước Thủ Dầu Một (TDM) [MUA +20,9%]

Cập nhật

Ngành	Tiện ích		2021	2022F	2023F	2024F
Ngày báo cáo	14/02/2022	Tăng trưởng DT	8,1%	18,4%	31,6%	4,8%
Giá hiện tại	VND35,000	TT EPS	94,1%	-3,6%	38,5%	10,6%
Giá mục tiêu	VND41,100	EPS cốt lõi YoY*	-12,2%	35,1%	38,5%	10,6%
Giá mục tiêu gần nhất	VND39,100	LNST (tỷ đồng)	329	317	439	485
TL tăng	17,4%	DPS	1,200	1,300	1,400	1,500
Lợi suất cổ tức	3,4%	EV/EBITDA	11,9x	9,4x	6,3x	5,3x
Tổng mức sinh lời	+20,9%	P/E	11,6x	12,0x	8,7x	7,8x



Tổng quan công ty:

TDM là công ty nước tự nhân tại tỉnh Bình Dương (khu kinh tế trọng điểm ở miền Nam). Công ty thành lập với công suất 50.000 m³/ngày vào năm 2015. TDM đạt công suất 260.000 m³/ngày tính đến năm 2020. Công ty sở hữu 37% cổ phần tại công ty nước lớn nhất và có trọn vẹn chuỗi giá trị nước tại tỉnh Bình Dương (BWE).

	USD154mn	TDM	Peers	VNI	
GT vốn hóa	USD154mn				
Room KN	USD60mn	P/E (trượt) (1)	11,6x	15,9x	17,1x
GTGD/ngày (30n)	USD471,909	EV/EBITDA	11,9x	10,0x	2,6x
Cổ phần Nhà nước	0%	Nợ ròng/CSH	15,2%	66,9%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	100 mn	ROE	18,8%	8,5%	15,5%
Pha loãng	100 mn	ROA	13,7%	3,0%	2,6%

(1) dựa theo EPS công ty mẹ; (2) dựa theo EPS hợp nhất (ước tính của VCSC)

Lê Phước Đức

Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng cao cấp

LNST cốt lõi cao bù đắp thu nhập từ cổ tức thấp hơn

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu 5% lên 41.100 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị CTCP (TDM từ KHẢ QUAN lên MUA. Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan của mình đối với TDM do vị thế gần như bán độc quyền tại Bình Dương (top 4 tỉnh thành đứng đầu về thu hút FDI tại Việt Nam trong năm 2021) và có khoảng 37% cổ phần tại BWE (nhà cung cấp và phân phối nước lớn thứ hai tại Việt Nam).
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do điều chỉnh tăng 4% trong dự báo LNST tổng hợp cho giai đoạn 2022-2026 của chúng tôi sau khi sản lượng tốt hơn dự kiến trong quý 4/2021 và kỳ vọng của chúng tôi về sản lượng 2024-2025 mạnh hơn sau khoản đầu tư 1 tỷ USD của LEGO tại Tỉnh Bình Dương.
- Chúng tôi nâng dự báo LNST năm 2022 thêm 2%, chủ yếu do giả định về sản lượng cho năm 2022 cao hơn một chút so với dự kiến trong quý 4/2021.
- Chúng tôi dự báo sản lượng năm 2022 sẽ phục hồi 13% sau khi ghi nhận mức tăng trưởng khiêm tốn 3% trong năm 2021. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng EPS dự phóng năm 2022 sẽ tăng trưởng 35%. Chúng tôi dự báo EPS năm 2022 sẽ giảm nhẹ từ mức cơ sở cao 2021 do TDM nhận cổ tức từ BWE 2 lần vào năm 2021.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm giai đoạn 2021-2024 là 12% đối với doanh thu và 27% đối với EPS cốt lõi.
- Chúng tôi duy trì giả định DPS lần lượt là 1.300/1.400/1.500 đồng cho năm 2022/2023/2024.
- Định giá của TDM có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng 2022 của chúng tôi là 12,0 lần, thấp hơn khoảng 25% so với P/E trung bình trượt của các công ty cùng ngành trong khu vực 4 năm là 15,8 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Sản lượng nước phục hồi cao hơn dự kiến
- Rủi ro: hoãn ngày giao dịch không hưởng quyền trả cổ tức từ BWE năm 2022 sang 2023

Sẵn sàng cho sự phục hồi kinh tế. Sản lượng tiêu thụ của TDM giảm 5% YoY trong quý 3/2021 chủ yếu do ảnh hưởng nặng nề của dịch COVID-19 tại Dĩ An và Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương vì các thành phố này chiếm phần lớn sản lượng của TDM. Tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ trong quý 4/2021 đã tăng trở lại 12% so với quý 3/2021, giúp sản lượng cả năm 2021 tăng 3% YoY (so với giả định trước đây của chúng tôi là 0% YoY). Chúng tôi nâng giả định tăng trưởng sản lượng cho năm 2022 thêm 1% lên 71 triệu m³ (+13% YoY).

Khoản đầu tư lớn của LEGO vào tỉnh Bình Dương sẽ hỗ trợ nhu cầu nước trong dài hạn. LEGO đã đặt mục tiêu đầu tư 1 tỷ USD để xây dựng nhà máy tại KCN VSIP 3. Công ty đặt mục tiêu động thổ vào năm 2022 và đưa nhà máy vào hoạt động vào năm 2024. Chúng tôi tin rằng BWE

(công suất 750.000 m³/ngày) và TDM (công suất 260.000 m³/ngày) sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu nước dân cư cao hơn khi công nhân mới di chuyển đến tỉnh Bình Dương để làm việc cho LEGO.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho BWE thêm 1% lên 55.300 đồng/cổ phiếu.

Báo cáo Tài chính công ty mẹ của TDM *

KQKD (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	417	494	650	681	Tiền và tương đương	86	92	414	749
Giá vốn hàng bán	-210	-247	-278	-287	Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
Lợi nhuận gộp	207	247	372	394	Các khoản phải thu	101	127	137	145
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Hàng tồn kho	41	30	6	6
Chi phí quản lí DN	-20	-10	-10	-11	TS ngắn hạn khác	18	112	112	112
LN từ HĐKD	187	237	362	383	Tổng TS ngắn hạn	245	361	669	1.012
Thu nhập tài chính	189	113	128	152	TS dài hạn (gộp)	1.314	1.443	1.513	1.583
Chi phí tài chính	-40	-22	-15	-9	- Khấu hao lũy kế	-451	-605	-758	-911
Trong đó, chi phí lãi vay	-30	-22	-15	-9	TS dài hạn (ròng)	862	838	755	672
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	1.297	1.297	1.297	1.297
Lợi nhuận/(chi phí) khác	0	0	0	0	TS dài hạn khác	1	1	1	1
LNTT	336	328	475	526	Tổng TS dài hạn	2.160	2.136	2.053	1.970
Thuế TNDN	-7	-11	-36	-40	Tổng Tài sản	2.406	2.497	2.722	2.982
LNST	329	317	439	485	Phải trả ngắn hạn	4	14	15	16
- Lợi ích CĐTS	1	0	0	0	Nợ ngắn hạn	154	144	144	80
LNST sau lợi ích CĐTS, công ty mẹ	329	317	439	485	Nợ ngắn hạn khác	187	187	187	187
LNST sau lợi ích CĐTS, hợp nhất	491	653	894	1.083	Tổng nợ ngắn hạn	345	345	346	283
EBITDA	317	391	515	537	Nợ dài hạn	213	108	22	0
EPS báo cáo, công ty mẹ VND	3.023	2.916	4.039	4.467	Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
EPS pha loãng, công ty mẹ VND	3.023	2.916	4.039	4.467	Tổng nợ	558	453	369	283
EPS pha loãng, hợp nhất VND	4.089	4.296	5.908	6.882	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Cổ tức/Cổ phiếu	1.200	1.300	1.400	1.500	Vốn cổ phần	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS/EPS	39,7%	44,6%	34,7%	33,6%	Thặng dư vốn CP	398	398	398	398
TỶ LỆ	2021	2022F	2023F	2024F	Lợi nhuận giữ lại	211	407	716	1.062
Tăng trưởng					Vốn khác	2	2	2	2
Tăng trưởng doanh thu	8,1%	18,4%	31,6%	4,8%	Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS	89,9%	-3,6%	38,5%	10,6%	Vốn chủ sở hữu	1.848	2.044	2.353	2.699
Tăng trưởng EPS, công ty mẹ	94,1%	-3,6%	38,5%	10,6%	Tổng cộng nguồn vốn	2.406	2.497	2.722	2.982
Tăng trưởng EPS, hợp nhất	67,9%	5,1%	37,5%	16,5%	CP lưu hành cuối năm (tr)	100	100	100	100
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	49,7%	50,0%	57,3%	57,8%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ VND)	2021	2022F	2023F	2024F
Biên LN từ HĐ %	44,9%	48,0%	55,7%	56,2%	Tiền đầu năm	53	86	92	414
Biên EBITDA	76,1%	79,1%	79,3%	78,8%	Lợi nhuận sau thuế	329	317	439	485
Biên LNST, công ty mẹ %	78,8%	64,2%	67,5%	71,3%	Khấu hao	130	153	153	153
ROE, công ty mẹ %	18,8%	16,3%	20,0%	19,2%	Thay đổi vốn lưu động	74	-6	16	-8
ROE, hợp nhất %	28,0%	33,6%	40,6%	42,9%	Điều chỉnh khác	-187	0	0	0
Chỉ số hiệu quả vận hành					Tiền từ hoạt động KD	345	464	608	631
Số ngày tồn kho	12,4	42,0	52,6	23,8	Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-58	-130	-70	-70
Số ngày phải thu	96,1	84,2	74,3	75,8	Đầu tư, ròng	22	-94	0	0
Số ngày phải trả	19,7	13,1	19,1	19,8	Tiền từ HĐ đầu tư	-36	-224	-70	-70
TG luân chuyển tiền	118,4	123,8	79,0	63,5	Cổ tức đã trả	-120	-120	-130	-140
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	0,7	1,0	1,9	3,6	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-70	-10	0	-64
CS thanh toán nhanh	0,6	1,0	1,9	3,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-87	-104	-86	-22
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	1,2	2,6	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Nợ/Tài sản	15,2%	10,1%	6,1%	2,7%	Tiền từ hoạt động TC	-277	-235	-216	-226
Nợ/Vốn sử dụng	16,6%	11,0%	6,6%	2,9%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	33	6	322	335
Nợ/Vốn CSH	15,2%	7,8%	-10,5%	-24,8%	Tiền cuối năm	86	92	414	749
Khả năng thanh toán lãi vay	6,3	10,7	23,8	41,7					

Nguồn: TDM, VCSC; Chúng tôi lưu ý rằng báo cáo tài chính hợp nhất vẫn chưa được công bố. TDM sử dụng phương pháp chi phí cho khoản đầu tư tại BWE. Chúng tôi ước tính LNST, EPS và ROE hợp nhất sử dụng phương pháp vốn cho khoản đầu tư của TDM tại BWE

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Lê Phước Đức, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, Lầu 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, lầu 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 Nguyễn Ngọc Doãn,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

Hàng tiêu dùng

Đặng Văn Pháp, Giám đốc, ext 143

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Công Trứ

Lầu 6B, 236 - 238 Nguyễn Công Trứ,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch ABS

Tòa nhà Sailing, lầu 8, 111A Pasteur,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (403)

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.