



Báo cáo Doanh nghiệp: Nước Thủ Dầu Một (TDM VN)

Bộ phận phân tích DN
 (+84)24 3573 0073
 research@gijas.com.vn

19 tháng 7 năm 2021

Hàng hoá thiết yếu giữa đại dịch

Luận điểm đầu tư

- Ngành phòng thủ với sản phẩm thiết yếu, tăng trưởng ổn định khoảng 10%/năm.
- Ngành nước Ít bị ảnh hưởng khi dịch Covid-19 bùng phát khi mà nhu cầu tiêu thụ hộ gia đình tăng lên do ở nhà nhiều hơn nhưng nhu cầu sử dụng nước sản xuất kinh doanh giảm xuống, triệt tiêu tác động tiêu cực đến doanh thu.
- Dân số Bình Dương tăng trưởng cao cùng với tỷ lệ nhập cư thuần rất cao là cơ sở vững chắc cho nhu cầu tăng lên trong tương lai, thâm chí cao hơn Hà Nội và tp Hồ Chí Minh. Vốn FDI tăng trưởng mạnh và Bình Dương luôn nằm trong top 5 thành phố thu hút vốn FDI của cả nước.
- Sở hữu công ty phân phối nước độc quyền ở Bình Dương là Biwase. Giá bán nước sẽ tiếp tục được điều chỉnh tăng trong năm 2023, ước tính giá bán tăng 5% mỗi năm.
- Khoảng cách vốn hoá của BWE và TDM rộng hơn và đạt 250%, cao hơn trung bình trong quá khứ là 142% khi mà TDM sở hữu 38.5% cổ phần lưu hành của BWE

Rủi ro

- Giá bán bị giới hạn bởi nhà nước.
- Tiềm năng bùng nổ bị giới hạn khi doanh thu khó tăng mạnh trong khi rủi ro thì không.
- Chi phí đầu tư cao khi mở rộng sang Đồng Nai và Bình Phước
- Đại dịch bùng phát ảnh hưởng đến tiêu thụ nước cho sản xuất.

Khuyến nghị:

Phản ánh các yếu tố đã phân tích ở trên, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu TDM (không bao gồm cổ phần của BWE) là khoảng 22,300 VND/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng giá thị trường hiện tại của BWE là phản ánh đúng giá trị thật của BWE, là vào khoảng 33,000 VND/cổ phiếu đến 40,000 VND/cổ phiếu. và vì vậy giá cổ phiếu của TDM sẽ là khoảng 35,000 VND/cổ phiếu đến 43,720 VND/cổ phiếu.

Rating:

Buy
Initial

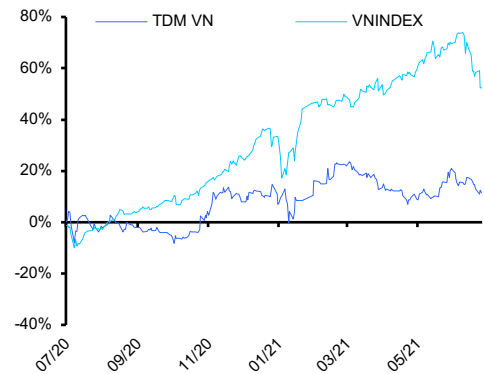
6-18m TP:

VND40,000

Giá cổ phiếu:

VND27,900

Diễn biến giá cổ phiếu



Thay đổi giá	1 M	3 M	1 Y
Tuyệt đối %	1.09%	2.01%	14.5%
SS % với VNI index	2.47%	(9.4%)	(19.6%)
Giá trung bình (VND)	29,523	28,704	28,589

Nguồn: Bloomberg, Guotai Junan Việt Nam

Năm tài chính 12/31	DT (VND tỷ)	LNST (VND tỷ)	EPS (VND)	EPS (Δ%)	PER (x)	BPS (VND)	PBR (x)	DPS (VND)	Yield (%)	ROE (%)
2019A	346	204	2,130	15.6%	10.5	16,470	1.4	900	42%	12.9
2020A	386	173	1,729	-18.8%	16.2	16,554	1.7	1,300	75%	10.5
2021F	424	195	1,945	12.5%	13.9	17,299	1.6	1200	62%	11.2
2022F	467	215	2,149	10.5%	12.6	18,248	1.5	1200	56%	11.8
2023F	513	237	2,371	10.3%	11.4	19,419	1.4	1,200	51%	12.2

CPLH (m)	100,000	Cổ đông lớn	NTP phía Nam	10.66%
Vốn hoá. (VND m)	2,790,000.1	Free float (%)		60.0
KLGD TB 3 tháng. ('000)	395.0	FY20 Net gearing (%)		44.0
Giá 52 tuần cao/thấp (VND)	21,200 / 31,450			

Nguồn: Công ty, Guotai Junan Vietnam.

Công ty cổ phần Nước Thủ Dầu Một (TDM) là một trong 2 công ty cung cấp nước lớn nhất ở tỉnh Bình Dương. Công ty cổ phần nước Thủ Dầu Một (TDM) là một trong những doanh nghiệp cung cấp nước lớn nhất ở Bình Dương. TDM sở hữu 2 nhà máy nước, là Dĩ An và Bàu Bàng. Sau vài lần nâng công suất, hiện tại, Nhà máy Dĩ An đạt công suất 200,000 m3/ngày và Nhà máy Bàu Bàng đạt 60,000 m3/ngày. TDM là nhà cung cấp đúng đầu trong chuỗi cung cấp nước, và hiện không sở hữu đường ống phân phối nào. Nguồn nước đầu vào hiện tại được lấy từ sông Đồng Nai và hồ Dầu Tiếng.

Trong Q1/2021, TDM đạt doanh thu 92,7 tỷ VND (+12% YoY) và LNST đạt 118 tỷ VND (+288% YoY), đóng góp chủ yếu bởi cổ tức từ Biwase (86 tỷ VND) (ticker: BWE), công ty trực thuộc lớn nhất của TDM, TDM nắm giữ 38.5% tổng số cổ phần của BWE. Lợi nhuận gộp đạt 44 tỷ VND, tăng 10% YoY.

Sở hữu 2 nhà máy nước tại Bình Dương, công suất lớn thứ 2 toàn tỉnh. Nhà máy Dĩ An hoàn thành nâng cấp vào tháng 1 năm 2020 lên 200,000 m3/nd. Vì vậy công suất được mở rộng sau thời gian dài toàn dụng công suất. Nhà máy Bàu Bàng sẽ đạt công suất 60,000 m3/nd trong năm 2021 sau khi hoàn thành nâng cấp tháng 12 2020. Đây là động lực tăng trưởng chính trong 2021 khi mà nhu cầu nước tại Bình Dương tăng cao và tiềm năng trong tương lai.

TDM đặt mục tiêu doanh thu đạt 453 tỷ đồng trong 2021 (+17.6% YoY), trong khi sản lượng nước và tiêu thụ tăng trưởng 12% YoY.

Table-1: Công suất và các chỉ số hoạt động

Nhà máy	Công suất (m3/nd)	Công suất (m3/năm)	Sản xuất (m3)	Sản lượng (m3)	% công suất	Nâng cấp gần nhất
Dĩ An	200,000	73,000,000	52,493,450	51,785,780	72%	100,000 (Jan-20)
Bàu Bàng	60,000	10,950,000	9,733,802	9,733,802	89%	30,000 (Dec-20)

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

Nhu cầu sử dụng nước rất tiềm năng. Nước là sản phẩm thiết yếu, và nhu cầu sử dụng nước luôn luôn tăng trưởng ổn định. Chúng tôi ước tính rằng tỷ lệ tăng trưởng của ngành vào khoảng 5%-10%, phụ thuộc vào từng khu vực. Nhu cầu tiềm năng tại Bình Dương đến từ tăng trưởng dân số cao, tỷ lệ nhập cư cao trong khi xuất cư thấp. Bình Dương là 1 trong những thành phố có tỷ lệ tăng dân số cao nhất, CAGR là 4.93%, cao hơn Hà Nội và Hồ Chí Minh. So với các thành phố công nghiệp khác như Long An và Hải Phòng, Bình Dương hấp dẫn hơn. Hơn nữa, Bình Dương có tỷ lệ nhập cư thuần rất cao (+200,4%) với hơn 489,000 người nhập cư 1 năm trong khi chỉ 38,000 người di cư.

Table-2: Dân số Bình Dương và các thành phố khác

Dân số (người)	2009			2019		
	Tổng	Thành thị	Nông thôn	Tổng	Thành thị	Nông thôn
Long An	1,436,066	250,030	1,186,036	1,688,547	271,580	1,416,967
HCMC	7,162,864	5,968,384	1,194,480	8,993,082	7,127,364	1,865,718
Bình Dương	1,481,550	443,245	1,038,305	2,426,561	1,937,759	488,802
Hải Dương	1,705,059	323,407	1,381,652	1,892,254	433,269	1,458,985
Hải Phòng	1,837,173	846,191	990,982	2,028,514	922,619	1,105,895
Hà Nội	6,451,909	2,644,536	3,807,373	8,053,663	3,962,927	4,090,736

Nguồn: GSA, Guotai Junan (Việt Nam)

Số hộ	Tổng hộ gia đình	Thành thị	Nông thôn
Bình Dương 2019	832,087	679,622	152,425
Bình Dương 2021 (F)	917,376	N/A	N/A

Nguồn: GSA, Guotai Junan (Việt Nam)

Tăng trưởng dân số	CAGR (%)		
	Tổng	Thành thị	Nông thôn
Long An	1,62	0,83	1,78
HCMC	2,28	1,77	4,46
Bình Dương	4,93	14,75	-7,53
Hải Dương	1,04	2,92	0,54
Hải Phòng	0,99	0,86	1,10
Hà Nội	2,22	4,04	0,72

Bình Dương hấp dẫn đầu tư FDI lớn và các dự án công nghiệp, là nhu cầu sử dụng nước và xử lý nước thải rất tiềm năng. Bình Dương luôn nằm trong top thu hút FDI trong nhiều năm.

Table-3: Ước tính nhu cầu tiêu thụ nước

	Nhu cầu nước Bình Dương	Hà Nội	HCMC
Dân số 2021 (người)	2,600,000	8,355,872	9,407,756
Hộ gia đình (hộ)	917,376	2,313,850	2,703,253
Trung bình 1 hộ/tháng (m3)	23	17	22
Tiêu thụ nước 1 tháng (m3)	21,099,646	39,000,000	60,000,000
Tiêu thụ nước 12 tháng (m3)	253,195,753	468,000,000	720,000,000
Tiêu thụ nước hàng ngày (m3)	693,687	1,300,000	2,000,000
Công suất cung cấp nước/ngày (m3)	1,010,000	1,500,000	2,400,000

Nguồn: GSA, Guotai Junan (Việt Nam)

Tỷ lệ tiêu thụ nước sạch tại thành thị đạt 90,2%, nông thôn là 73%. Tiêu thụ nước trung bình 1 hộ mỗi tháng tại Bình Dương là 23 m3/tháng, cao hơn Hà Nội và Hồ Chí Minh. Tổng công suất cung cấp nước là 1.010.000 m3/nđ (bao gồm công suất mới đưa vào hoạt động của Biwase và TDM trong 2021).

Vì vậy, chúng tôi cho rằng tiềm năng tăng trưởng tiêu thụ nước tại Bình Dương vào khoảng 10%/năm. TDM và BWE tiếp tục tái đầu tư vào đường ống, nhà máy xử lý nước trong khi các nhà máy đang hoạt động tối đa công suất. Đợt nâng cấp nhà máy Dĩ An và Bàu Bàng sẽ đảm bảo tăng trưởng cho 2021 và 2022. TDM và BWE sẽ tiếp tục mở rộng ra các thành phố như Bình Phước và Đồng Nai, nơi mà nhu cầu rất cao và thiếu nhà cung ứng tại đây.

Tăng giá bán nước hàng năm đến 2022. Theo Quyết định số 04/2018/QĐ-UBND, Giá bán nước tăng 5%/năm trong giai đoạn 2018-2022. Chúng tôi cho rằng Quyết định mới sẽ được ban hành để điều chỉnh giá bán tăng lên đảm bảo cung ứng nước duy trì tính hấp dẫn với nhà đầu tư.

Giá bán nước được tính khác nhau với từng mục đích tiêu thụ, sinh hoạt hộ gia đình hay kinh doanh, thành thị hoặc nông thôn. Chính phủ kiểm soát giá bán, đặt ra giá sàn và trần.

Table-4: Khung giá bán nước

		Giá tối thiểu (VND/m3)	Giá tối đa (VND/m3)
1	Đô thị đặc biệt, đô thị loại 1	3,500	18,000
2	Đô thị 2,3,4,5	3,000	15,000
3	Nông thôn	2,000	11,000

Nguồn: Thông tư 44/2021/TT-BTC do Bộ tài chính ban hành

Table-5: Giá bán nước theo mục đích sử dụng

Mục đích	2018	2019	2020	2021	2022
	(VND/m3)	(VND/m3)	(VND/m3)	(VND/m3)	(VND/m3)
Nước sạch dùng cho sinh hoạt	8,500	9,000	9,500	10,000	10,500
Nước sạch cho cơ quan hành chính sự nghiệp	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800
Nước sạch dùng cho sản xuất vật chất					
<i>Giá bán lẻ</i>	11,500	12,000	12,600	13,200	13,800
<i>Giá bán buôn</i>	10,800	11,300	11,800	12,500	13,100
Nước sạch dùng cho kinh doanh dịch vụ	17,000	18,000	19,000	20,000	21,000

Nguồn: Quyết định 04/2018/QĐ-UBND do UBND tỉnh Bình Dương ban hành

Nguyên vật liệu. Sông Đồng Nai và hồ Dầu Tiếng cung cấp nước mặt cho nhà máy của TDM. Nguồn nước mặt ít tốn kém chi phí xử lý hơn nước ngầm, cung cấp nguồn nguyên liệu giá rẻ và ổn định cho TDM.

Thị trường độc quyền và rào cản gia nhập ngành. Xử lý và phân phối nước là ngành độc quyền trong nhiều năm và sẽ duy trì như vậy trong tương lai. Hầu hết các công ty trong ngành là công ty do Nhà nước sở hữu, và có vài công ty trở thành đại chúng trong vài năm trước nhưng sở hữu của Nhà nước vẫn rất cao. Mỗi thành phố đều có nhà cung cấp độc quyền, và đường ống phân phối rộng khắp cùng với chi phí chuyển đổi nhà cung cấp rất

lớn, là rào cản gia nhập rất lớn cho các bên muốn tham gia. TDM và BWE là 2 công ty độc quyền ở Bình Dương, cung cấp nước cho khu vực thành thị và khu công nghiệp với tổng công suất là 980,000 m3/nđ trên tổng 1.010.000 m3/nđ trong khu Trung tâm đầu tư nước sạch thành phố Bình Dương cung cấp nước sạch cho khu vực nông thôn. BWE hiện đang quản lý tổng 4.276 km đường ống phân phối nước ở Bình Dương, bao phủ toàn

bộ khu vực đô thị và hơn 50% khu vực nông thôn cùng với một vài khu vực ở Bình Phước.

TDM bán nước trực tiếp cho BWE và duy trì 38.5% sở hữu, cổ đông lớn nhất của BWE, kiểm soát toàn bộ chuỗi cung ứng từ sản xuất đến bán lẻ cho người tiêu dùng.

Không giống các công ty cung cấp nước khác phải thực hiện nghĩa vụ xã hội như bao phủ đường ống cung cấp nước sạch cho toàn bộ thành phố như Hà Nội và HCMC, và khiến cho việc hoạt động hiệu quả không phải là mục tiêu quan trọng nhất. BWE và TDM thì linh động hơn trong việc chọn các dự

án mang lại lợi suất cao nhất cho cổ đông vì BWE và TDM đã là công ty đại chúng.

BWE có kế hoạch mở rộng mạng lưới sang Bình Phước, Đồng Nai, khu vực mà thu hút nhiều FDI. ở Bình Dương, thành phố mới Bình Dương, KCN Mỹ Phước, Bàu Bàng sẽ là khu vực tiếp theo để đặt đường ống phân phối nước. BWE và TDM sẽ tiếp tục đầu tư vào công suất mới trong mỗi 4 năm vì công suất hiện tại sẽ lấp đầy trong 2 năm tới.

Chi phí đầu tư sẽ dự kiến tăng cao hơn khi mở rộng ra Bình Phước và Đồng Nai do vị trí đặt sẽ rộng và dài hơn.

Tăng trưởng và hoạt động ổn định. Hoạt động kinh doanh của TDM ổn định và tăng trưởng hàng năm. Công suất mới được lắp đầy rất hiệu quả. Nhu cầu tăng cao và tăng trưởng hàng năm bất chấp Covid-19 bùng phát từ 2020. Khách hàng duy nhất và là nhà phân phối chính là công ty trực thuộc, Biwase. Chúng tôi cho rằng với công suất mới nâng cấp 30,000 m³/nd của nhà máy Bàu Bàng, TDM sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm 2021-2022. Cả TDM và BWE có tỷ lệ thất thoát nước thấp nhất (5% và 1.2%), là yếu tố then chốt mang lại hiệu quả lợi nhuận cao so với công ty cùng ngành trong khi giá bán nước không thể tăng cùng với chi phí, cách duy nhất mang lại lợi nhuận cao và ổn định là tiết kiệm chi phí hiệu quả, và tỷ lệ thất thoát là quan trọng nhất. Chúng tôi ước tính rằng mỗi 1% cải thiện ở tỷ suất này, TDM sẽ tiết kiệm 4 tỷ đồng lợi nhuận. toàn bộ đường ống của TDM đều đi nổi trên bề mặt, đầu trực tiếp với đường ống của BWE, nên việc quản lý đường ống và thất thoát rất hiệu quả. BWE cũng kiểm soát tỷ lệ thất thoát rất tốt, giảm xuống còn 5% trong 2020 nhờ áp dụng công nghệ và hiệu quả trong quản lý doanh nghiệp.

Table-6: Chi tiết số liệu hoạt động sản xuất

	2017	2018	2019	2020
Sản xuất (m3)	37,508,148	50,236,639	58,719,951	62,227,252
<i>Dĩ An</i>	36,294,791	45,119,010	49,774,880	52,493,450
<i>Bàu Bàng</i>	1,213,357	5,117,629	8,945,071	9,733,802
Sản lượng (m3)	37,614,948	49,281,705	57,911,144	61,519,582
<i>Dĩ An</i>	36,294,791	44,164,076	48,966,073	51,785,780
<i>Bàu Bàng</i>	1,320,157	5,117,629	8,945,071	9,733,802
Tăng trưởng sản lượng		31%	18%	6%
% Công suất	103%	106%	124%	74%
Giá bán (nước thô) (VND/m3)	3,809	3,810	3,810	3,810
Giá bán nước sạch (VND/m3)	5,240	5,764	6,052	6,355
Chi phí sản xuất nước (VND/m3)	1,624	2,966	3,513	3,602
Tăng trưởng giá bán nước		10%	5%	5%
Công suất (m3/năm)	36,515,000	47,450,000	47,450,000	83,950,000
<i>Dĩ An</i>	36,500,000	36,500,000	36,500,000	73,000,000
<i>Bàu Bàng</i>	15,000	10,950,000	10,950,000	10,950,000
Tăng trưởng công suất		30%	0%	77%

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

So sánh với các công ty cùng ngành (bảng dưới), Biwase và TDM là 2 trong những công ty có tỷ suất hoạt động đạt hiệu quả cao nhất, như BLN, lợi nhuận trên mỗi đầu nổi và tỷ lệ thất thoát nước thấp nhất. Lợi nhuận của Biwase cho mỗi đầu nổi là cao nhất trong tất cả.

Table-7: So sánh với các công ty cùng ngành

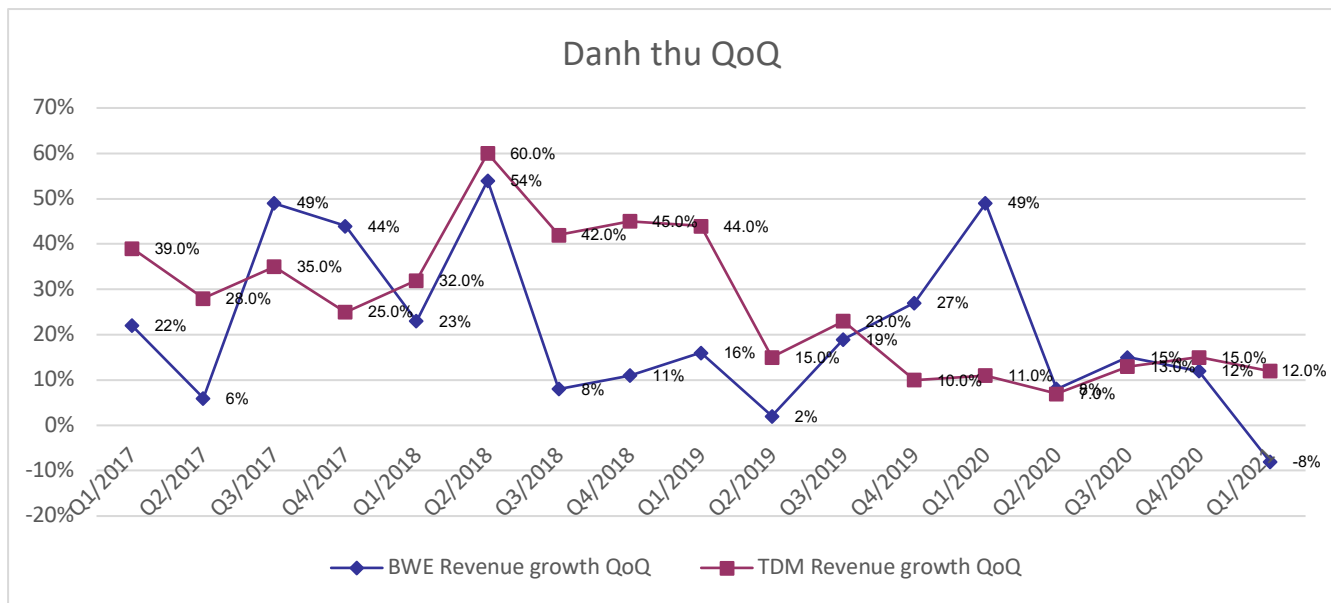
	Market cap (tr VND)	D/E	P/E	Sản lượng (m3)	Tỷ lệ thất thoát nước	Đầu nổi	LN (Mil VND)	LN/Đầu nổi (tr VND)	GPM	ROE
Sawaco	N/A	65%	N/A	571,439,000	20.90%	1,520,050	605,155	0.4	12.7%	N/A
Hawaco	N/A	55%	N/A	193,000,000	15.48%	990,000	371,308	0.4	17.8%	N/A
BWE	6,626	35%	9.9	165,398,109	5%	310,000	1,001,160	3.2	55%	19%
TDM	2,740	45%	10.1	61,519,582	1.20%	N/A	172,480	N/A	44.8%	10.7%

DNW	2,451	61%	13.7	85,652,000	15.90%	302,287	447,450	1.5	40.1%	10.1%
BWS	3,159	31%	13.6	56,669,000	8.70%	197,700	326,216	1.7	48.4%	26%
HPW	1,209	65%	13.2	72,540,000	10.37%	331,000	382,127	1.2	38.3%	8.6%
HWS	1,092	80%	11.4	54,390,000	N/A	281,239	177,181	0.6	31.1%	9.9%
NQN	787	78%	20.2	58,963,000	11.36%	N/A	121,770	N/A	20.5%	6.8%
HDW	494	44%	9.3	54,141,000	10.50%	N/A	162,000	N/A	32.4%	12.9%
KHW	439	81%	13.7	44,825,245	15.74%	N/A	46,112	N/A	13.1%	11.6%
BPW	297	4%	23.5	7,789,180	16.10%	3,142	40,059	12.7	46.5%	6.2%
VLW	481	48%	7.9	17,182,000	20%	74,750	107,856	1.4	64.2%	17.1%
DBW	393	0%	226	7,472,764	28.90%	N/A	11,124	N/A	19.1%	0.4%
CTW	252	43%	5.5	24,250,000	14.46%	N/A	137,562	N/A	45.4%	10%

Nguồn: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam)

Định giá và khuyến nghị. Chúng tôi cho rằng không giống các ngành kinh doanh khác, đường ống phân phối và nhà máy nước là các tài sản rất có giá trị, một khi đã được lắp đặt trước, không có đối thủ nào muốn cạnh tranh và chỉ mua lại hoặc hợp tác kinh doanh. Mặc dù giá bán bị giới hạn nhưng việc tăng giá không phải là không khả thi. Không giống như Sawaco hay Hawacom, BWE đang hoạt động hiệu quả, tỷ lệ thất thoát nước thấp, chi phí sản xuất thấp, là yếu tố khiến BWE có thể dễ dàng hơn trong đề xuất tăng giá bán nước hàng năm. Các phân ngành kinh doanh khác như xử lý nước, gom rác thải và tái chế đang có nhu cầu rất cao và BWE đang xin tăng giá dịch vụ cho các mảng này.

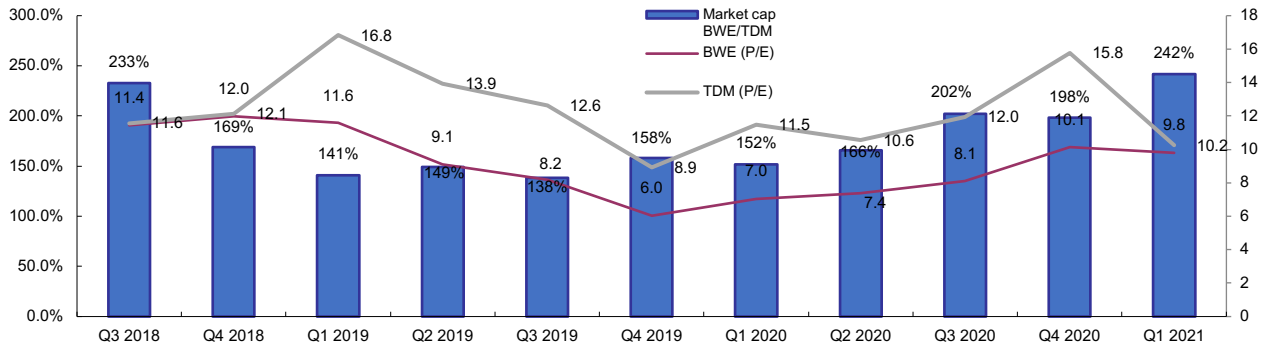
Mặc dù duy trì cách ly xã hội do làn sóng dịch Covid-19 thứ 4, điều mà chúng tôi nhận định rằng sẽ kéo dài và không kết thúc cho đến khi vắc xin được tiêm chủng rộng rãi, ngành nước sẽ ít bị tác động hơn và tùy thuộc vào địa bàn kinh doanh. Lý do là bởi khách hàng tiêu thụ nước là hộ gia đình sẽ tăng lên do người dân ở nhà nhiều hơn, trong khi đó, nước sử dụng cho sản xuất kinh doanh sẽ giảm xuống. Một ngành mang tính phòng thủ như vậy, thậm chí Q2 năm ngoái, doanh thu BWE và TDM vẫn tăng trưởng so với cùng kỳ bất chấp các biện pháp cách ly xã hội.



Nguồn: Guotai Junan (Vietnam)

Chúng tôi cho rằng TDM và BWE vẫn tăng trưởng ổn định khoảng 10% mỗi năm, tiếp tục tái đầu tư và nhà máy nước và đường ống phân phối, mở rộng mạng lưới và khách hàng, chiếm các vị trí chiến lược để đặt ống, đón đầu nhu cầu sẽ tăng trong tương lai.

So sánh với vốn hóa BWE, TDM rẻ hơn rất nhiều. sự khác biệt giữa vốn hóa của BWE và TDM tăng lên 250% so với trung bình chỉ 142% thời gian trước. Chúng tôi lưu ý rằng TDM sở hữu 38.5% cổ phần của BWE, trong khi tại bảng cân đối của TDM, khoản đầu tư này chỉ hạch toán với giá gốc là 1,061 tỷ đồng, trong khi vốn hóa của khoản đầu tư này là 2,740 tỷ đồng so với vốn hóa của toàn bộ TDM là 2,825 tỷ đồng tại ngày đóng cửa sàn giao dịch là 16 tháng 7 2021.



Nguồn: Guotai Junan (Vietnam)

Trong năm 2019, TDM thay đổi thời gian khấu hao cho tài sản cố định, theo ước tính là từ 20 năm xuống 10 năm, nhưng chúng tôi cho rằng mục đích chỉ là cân đối dòng tiền kế toán với thời hạn các khoản thanh toán nợ gốc. Thực tế, chúng tôi cho rằng nhà máy và đường ống nước sẽ duy trì trong khoảng 20-30 năm mà không mất quá nhiều chi phí bảo trì bảo dưỡng thay thế. Vì vậy, chúng tôi cho rằng lợi nhuận kinh tế của TDM sẽ cao hơn lợi nhuận kế toán là khoảng 50 tỷ đồng do cộng thêm chi phí khấu hao, tương ứng khoảng 200-210 tỷ đồng trong năm 2020.

Áp dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu TDM (không bao gồm cổ phần của BWE) là khoảng 22,300 VND/cổ phiếu. Chúng tôi cho rằng giá thị trường hiện tại của BWE là phản ánh đúng giá trị thật của BWE là vào khoảng 33,000 VND/cổ phiếu đến 40,000 VND/cổ phiếu, P/E và P/B ở mức 10.2 và 1.92 trong khi trung bình ngành P/E và P/B là 19 và 2.7. và vì vậy giá cổ phiếu của TDM sẽ là khoảng 35,000 VND/cổ phiếu đến 43,720 VND/cổ phiếu.

Báo cáo tài chính và chỉ số tài chính

Báo cáo KQKD					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Doanh thu	346	386	424	467	513
yoy(%)	20.8%	11.5%	10.0%	10.0%	10.0%
Giá vốn	(162)	(182)	(216)	(238)	(262)
LNG	183	204	208	229	252
yoy(%)	-0.7%	11.3%	1.8%	10.0%	10.0%
Chi phí bán hàng, QLDN	(7)	(9)	(8)	(9)	(10)
Thu nhập/chi phí khác, ròng	0	0	0	0	0
Thu nhập tài chính	73	21	20	20	20
Chi phí tài chính	(38)	(33)	(35)	(35)	(36)
Thu nhập từ công ty ldik	72	20	20	20	20
LNTT	212	183	185	205	226
yoy(%)	6.89%	(13.4%)	1.13%	10.46%	10.34%
Chi phí thuế TNDN	(8)	(10)	9	10	11
LNST	204	173	195	215	237
yoy(%)	7.0%	(15.0%)	12.2%	10.5%	10.3%
CD thiếu số	0	0	0	0	0
LNST thuộc về mẹ	204	173	195	215	237
yoy(%)	7.0%	(15%)	12.2%	10.5%	10.3%
EPS(VND)	2,130	1,729	1,945	2,149	2,371
yoy(%)	15.6%	(18.8%)	12.5%	10.5%	10.3%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
LNTT	204	173	195	215	237
Điều chỉnh	62	126	116	134	154
Thay đổi vốn lưu động	(93)	(47)	(23)	11	12
Tiền từ HĐKD	173	253	288	360	403
Chi đầu tư mua sắm TSCĐ	(347)	(88)	(175)	(195)	(217)
Tiền từ HĐĐT	(284)	(375)	(175)	(195)	(217)
Phát hành (mua lại) cổ phiếu	0	0	0	0	0
Khác	462	(52)	(74)	50	(30)
Tiền từ HĐ TC	389	(147)	(194)	(70)	(150)
Tiền và tương tiền đầu kỳ	45	323	53	(28)	68
Thay đổi tiền rông	278	(270)	(81)	95	36
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	323	53	(28)	68	104

Source: Công ty, Guotai Junan (Việt Nam).

Báo cáo cân đối kế toán					
31/12 năm tài chính (tỷ VND)	2019 A	2020 A	2021 F	2022 F	2023 F
Tài sản ngắn hạn	543	202	134	237	281
Tiền tương đương tiền	323	53	(28)	68	104
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	191	119	129	133	138
Hàng tồn kho	5	7	8	9	10
Tài sản dài hạn	1807	2178	2236	2298	2361
Tài sản cố định hữu hình	659	774	833	894	957
Tài sản cố định vô hình	55	54	54	54	54
Chi phí sản xuất kinh doanh dở dang	228	119	119	119	119
Trả trước và phải thu khác	3	3	3	4	4
Đầu tư vào công ty LDLK	701	1067	1067	1067	1067
Đầu tư khác	161	161	161	161	161
Tổng tài sản	2350	2380	2370	2534	2643
Nợ ngắn hạn	293	425	291	390	405
Phải trả ngắn hạn	5	19	15	17	18
Vay ngắn hạn	158	224	100	180	174
Phải trả dài hạn	481	300	350	320	296
vay dài hạn	481	300	350	320	296
Nợ phải trả	774	725	640	710	701
Cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Vốn góp	957	1000	1000	1000	1000
Các quỹ và lợi nhuận chưa phân phối	619	655	730	825	942
Vốn chủ sở hữu	1576	1655	1730	1825	1942
yoy (%)	42.1%	5.0%	4.5%	5.5%	6.4%

Chỉ số tài chính					
	2019 A	2020 A	2021 F	2022 F	2023 F
BLNG (%)	53	53	49	49	49
Biên LN hoạt động (%)	11.2	11.2	11.2	11.2	11.2
BLN ròng (%)	59.0	45.0	45.9	46.1	46.2
ROA (%)	8.7	7.3	8.2	8.5	9.0
ROE (%)	12.9	10.5	11.2	11.8	12.2
Net gearing ratio (%)	40.6	31.6	26.0	27.4	24.2
Current ratio(x)	1.9	0.5	0.5	0.6	0.7

XẾP HẠNG CỔ PHIẾU Chỉ số tham chiếu: **VN - Index.**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Khuyến nghị	Định nghĩa
Mua	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng $\geq 15\%$ Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Tích lũy	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ 5% đến 15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng trung lập
Giảm tỷ trọng	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng từ -15% to -5% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực
Bán	Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng nhỏ hơn -15% Hoặc công ty/ngành có triển vọng kém tích cực

XẾP HẠNG NGÀNH

Chỉ số tham chiếu: **VN - Index**

Kỳ hạn đầu tư: **6 đến 18 tháng**

Xếp loại	Định nghĩa
Vượt trội	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index lớn hơn 5% Hoặc triển vọng ngành tích cực
Trung lập	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index từ -5% đến 5% Hoặc triển vọng ngành trung lập
Kém hiệu quả	Tỷ suất lợi nhuận trung bình ngành so với VN-Index nhỏ hơn -5% Hoặc triển vọng ngành kém tích cực

KHUYẾN CÁO

Các nhận định trong báo cáo này phản ánh quan điểm riêng của người viết về mã chứng khoán hoặc tổ chức phát hành. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Guotai Junan Securities (Vietnam) không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào được đề cập trong bản báo cáo này.

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm chuẩn bị báo cáo này nhận được thù lao dựa trên các yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng và độ chính xác của nghiên cứu, phản hồi của khách hàng, yếu tố cạnh tranh và doanh thu tổng thể của công ty, bao gồm doanh thu từ/trong số các đơn vị kinh doanh khác. Guotai Junan (Vietnam) và cán bộ, giám đốc, nhân viên có thể có mối liên hệ đến bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong tài liệu này (hoặc trong bất kỳ khoản đầu tư nào có liên quan).

Báo cáo này đã được chuẩn bị trên cơ sở thông tin được cho là đáng tin cậy tại thời điểm công bố. Guotai Junan (Vietnam) không tuyên bố hay bảo đảm về tính đầy đủ và chính xác của thông tin đó. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư tổ chức và khách hàng cá nhân của Guotai Junan (Vietnam) tại Việt Nam và ở nước ngoài theo luật pháp và quy định có liên quan rõ ràng cho quốc gia nơi báo cáo này được phân phối không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này.

Báo cáo này không được sao chép, xuất bản hoặc phân phối lại bởi bất kỳ đối tượng nào cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự cho phép bằng văn bản của đại diện ủy quyền của Guotai Junan (Vietnam). Vui lòng dẫn nguồn khi trích dẫn.

GUOTAI JUNAN VIETNAM RESEARCH & INVESTMENT STRATEGY

Thành viên	Vị trí	Phụ trách	Email	Ext.
Võ Thế Vinh	Trưởng phòng	Phân tích & Chiến lược Đầu tư	vinhvt@gtjas.com.vn	704
Đỗ Trung Nguyên	Phó phòng	Chiến lược đầu tư	nguyendt@gtjas.com.vn	703
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Ngân hàng	nhungth@gtjas.com.vn	706
Đinh Quang Đạt	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Tiêu dùng	datdq@gtjas.com.vn	
Phí Công Linh	Chuyên viên Cao cấp Phân tích Doanh nghiệp	Ngành Bất Động sản	linhpc@gtjas.com.vn	709



CONTACT	Hanoi Head Office	HCMC Branch
Advising: (024) 35.730.073	R9-10, 1 st Floor, Charmvit Tower, 117 Trần Duy Hưng, Hà Nội	4 th Floor, No. 2 BIS, Công Trường Quốc Tế, P. 6, Q.3, Tp.HCM
Stock ordering: (024) 35.779.999	Tel: (024) 35.730.073	Tel: (028) 38.239.966
Email: ivs@gtjas.com.vn Website: www.ivs.com.vn	Fax: (024) 35.730.088	Fax: (028) 38.239.696