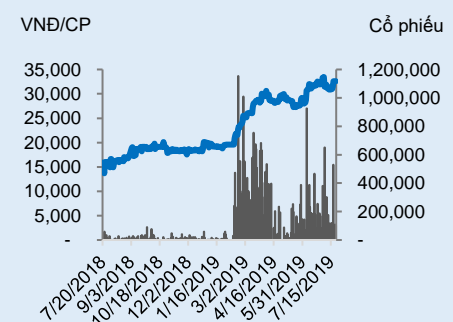


Khuyến nghị	<b>NEUTRAL</b>
Giá kỳ vọng (VNĐ)	<b>30.400</b>
Giá thị trường (23/7/2019)	32.600
Lợi nhuận kỳ vọng	-6,7%

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	27.250-33.450
Vốn hóa	3.120 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	95.700.000
KLGD bình quân 10 ngày	159.756
% sở hữu nước ngoài	15%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,4

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
TDM	63,8%	1,6%	10,1%	72,5%
VNIndex	11,0%	3,2%	1,0%	8,9%

Chuyên viên phân tích

**Lê Thanh Hòa**

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

# CTCP Nước Thủ Dầu Một

Mã giao dịch: TDM

Reuters: TDM.HM

Bloomberg: TDM VN

## Thay đổi chính sách kế toán làm chi phí khấu hao tăng mạnh

### LNST Quý 2/2019 tăng mạnh nhờ không phải trích lập dự phòng

TDM đã công bố kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019. Theo đó, trong 6 tháng đầu năm 2019, TDM ghi nhận 164,5 tỷ đồng doanh thu (+26,8% yoy) và 70,8 tỷ đồng LNST (+22,9% yoy). Kể từ Q2/2019, TDM bắt đầu áp dụng chính sách kế toán mới làm tăng mạnh chi phí khấu hao. Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp của TDM giảm từ 59,8% trong Q2/2018 về 51,5% trong Q2/2019. Tuy nhiên, LNST của TDM vẫn tăng trưởng mạnh trong Q2/2019 nhờ TDM không phải trích lập dự phòng khoản đầu tư vào DNW và được hoàn nhập một phần từ khoản đầu tư này.

### Nhà máy mở rộng có thể vượt tiến độ

Dự án mở rộng nhà máy Dĩ An đã được khởi công vào tháng 4/2019 và có kế hoạch hoàn thành vào tháng 4/2020. Dự án đang được triển khai nhanh chóng và dự kiến sẽ vượt kế hoạch để bắt đầu vận hành vào tháng 12/2019.

### Thay đổi chính sách kế toán làm chi phí khấu hao tăng mạnh

Quý 2/2019, TDM thực hiện thay đổi thời gian khấu hao làm tăng mạnh chi phí khấu hao. Chính sách kế toán này đã làm cho chi phí khấu hao Q2/2019 lên tới 26,3 tỷ đồng, tăng 68,4% yoy. Chi phí khấu hao năm 2019 của TDM dự kiến sẽ vào khoảng 92 tỷ đồng, cao gấp đôi so với mức dự kiến trước đó của BVSC. Do đó, chúng tôi hạ dự báo LNST năm 2019 từ mức 260 tỷ đồng về mức 220 tỷ đồng (+15,62% yoy), tương ứng với mức EPS là 1.974 VNĐ/CP và tương đương với EPS 2.819 VNĐ/CP với giả định hoạch toán khoản đầu tư vào BWE theo phương pháp vốn chủ sở hữu.

### Quan điểm đầu tư.

CTCP Nước Thủ Dầu Một là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh và hiệu quả hoạt động ở mức cao. Công ty có thể tiếp tục tăng trưởng nhanh trong vài năm tới nhờ đầu tư thêm nhà máy mới cũng như nhu cầu nước sạch tăng ở Bình Dương. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá TDM là công ty hấp dẫn và có nhiều tiềm năng để trở thành một công ty rất lớn trong ngành sản xuất và cung cấp nước sạch. Mức định giá FCFF cho mục tiêu dài hạn của BVSC là 40.700 VNĐ/CP. Tuy nhiên, với việc TDM thay đổi chính sách kế toán làm giảm lợi nhuận kỳ vọng trong những năm tới thì BVSC thực hiện đánh giá lại và đưa ra mức giá mục tiêu ngắn hạn dựa trên định giá P/E là 30.400 VNĐ/CP. Mức giá mục tiêu này thấp hơn 6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 23/7/2019 của TDM là 32.600 VNĐ/CP. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** trong ngắn hạn đối với cổ phiếu TDM.

### LNST Quý 2/2019 tăng mạnh nhờ không phải trích lập dự phòng

TDM đã công bố kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2019. Theo đó, trong 6 tháng đầu năm 2019, TDM ghi nhận 164,5 tỷ đồng doanh thu và 70,8 tỷ đồng LNST. Kể từ Q2/2019, TDM bắt đầu áp dụng chính sách kế toán mới làm tăng mạnh chi phí khấu hao. Điều này làm cho biên lợi nhuận gộp của TDM giảm từ 59,8% trong Q2/2018 về 51,5% trong Q2/2019. Tuy nhiên, LNST của TDM vẫn tăng trưởng mạnh trong Q2/2019 nhờ TDM không phải trích lập dự phòng khoản đầu tư vào DNW và được hoàn nhập một phần từ khoản đầu tư này.

#### Kết quả kinh doanh Q2 và 6 tháng đầu năm 2019

(tỷ đồng)	Q2/2019	Q2/2018	Tăng trưởng	6T2019	6T2018	Tăng trưởng
Doanh thu	89,7	77,8	15,3%	164,5	129,8	26,8%
Lợi nhuận gộp	46,2	46,5	-0,7%	95,1	81,3	17,0%
Doanh thu hoạt động tài chính	0,7	12,9	-94,2%	1,1	27,5	-96,0%
Chi phí tài chính	8,6	31,2	-72,4%	17,8	44,7	-60,2%
LNST	35,0	24,2	44,9%	70,8	57,6	22,9%

Nguồn: BCTC TDM

### Nhà máy mở rộng có thể vượt tiến độ

Dự án mở rộng nhà máy Dĩ An đã được khởi công vào tháng 4/2019 và có kế hoạch hoàn thành vào tháng 4/2020. Nguồn vốn đầu tư cho dự án từ nguồn phát hành riêng lẻ và bán đấu giá 14,5 triệu cổ phiếu. Tổng dự toán chi phí cho dự án như sau:

Loại chi phí	Giá trị (tỷ đồng)
Chi phí xây dựng	256,8
Chi phí thiết bị	78,7
Chi phí quản lý dự án	3,4
Chi phí tư vấn đầu tư xây dựng	11,3
Chi phí khác	14,7
<b>Tổng chi phí</b>	<b>364,8</b>

Nguồn: TDM

Dự án mở rộng nhà máy Dĩ An đang được triển khai nhanh chóng và dự kiến sẽ vượt kế hoạch để bắt đầu vận hành vào tháng 12/2019. BVSC đánh giá dự án này của TDM là cấp thiết khi mà nhà máy Dĩ An hiện tại đang hoạt động với công suất lên tới 130% so với công suất thiết kế. Sau khi lắp đặt thêm các ống lọc để tăng tốc độ lọc nước thì nhà máy Dĩ An hiện tại có thể hoạt động tối đa ở mức 180% so với công suất thiết kế và đảm bảo đáp ứng nhu cầu nước sạch đến đầu năm 2020. Sau thời điểm đó thì nhà máy Dĩ An mở rộng sẽ đi vào hoạt động và từ đó giúp TDM tiếp tục tăng trưởng.

### Thay đổi chính sách kế toán làm chi phí khấu hao tăng mạnh

Quý 2/2019, TDM thực hiện thay đổi thời gian khấu hao đối với các nhóm tài sản chính như công trình kiến trúc, máy móc thiết bị và phương tiện vận tải truyền dẫn. BVSC ước tính thời gian khấu hao trung bình của công trình kiến trúc giảm từ 23 năm xuống còn 8 năm, máy móc thiết bị từ 13 năm xuống còn 6 năm và phương tiện vận tải truyền dẫn từ 20 năm xuống còn 12 năm. Chính sách kế toán này đã làm cho chi phí khấu hao Q2/2019 lên tới 26,3 tỷ đồng, tăng 68,4% yoy trong khi nguyên giá tài sản cố định chỉ tăng 4,5%.

Với chính sách kế toán mới này, chi phí khấu hao năm 2019 của TDM dự kiến sẽ vào khoảng 92 tỷ đồng, cao gấp đôi so với mức dự kiến trước đó của BVSC. Do đó, chúng tôi hạ dự báo LNST năm 2019 từ mức 260 tỷ đồng về mức 220 tỷ đồng (+15,62% yoy), tương ứng với mức EPS là 1.974 VND/CP và tương đương với EPS 2.819 VND/CP với giả định hoạch toán khoản đầu tư vào BWE theo phương pháp vốn chủ sở hữu. Chúng tôi giữ nguyên dự báo doanh thu năm 2019 là 367 tỷ đồng (+28,5% yoy).

### Quan điểm đầu tư.

CTCP Nước Thủ Dầu Một là doanh nghiệp có tốc độ tăng trưởng nhanh và hiệu quả hoạt động ở mức cao. Công ty có thể tiếp tục tăng trưởng nhanh trong vài năm tới nhờ đầu tư thêm nhà máy mới cũng như nhu cầu nước sạch tăng ở Bình Dương. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn duy trì đánh giá TDM là công ty hấp dẫn và có nhiều tiềm năng để trở thành một công ty rất lớn trong ngành sản xuất và cung cấp nước sạch. Mức định giá FCFF cho mục tiêu dài hạn của BVSC là 40.700 VND/CP. Tuy nhiên, với việc TDM thay đổi chính sách kế toán làm giảm lợi nhuận kỳ vọng trong những năm tới thì BVSC thực hiện đánh giá lại và đưa ra mức giá mục tiêu ngắn hạn dựa trên định giá P/E là 30.400 VND/CP. Mức giá mục tiêu này thấp hơn 6,7% so với mức giá đóng cửa ngày 23/7/2019 của TDM là 32.600 VND/CP. Do đó chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** trong ngắn hạn đối với cổ phiếu TDM.

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Doanh thu thuần	197	286	368	476
Giá vốn	62	102	156	209
Lợi nhuận gộp	135	185	211	267
Doanh thu tài chính	22	74	67	67
Chi phí tài chính	(76)	(56)	(43)	(38)
Lợi nhuận sau thuế	76	190	220	275

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>Đơn vị (tỷ VND)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
Tiền & khoản tương đương tiền	316	53	165	325
Các khoản phải thu ngắn hạn	6	30	37	47
Hàng tồn kho	1	1	2	3
Tài sản cố định hữu hình	522	708	961	906
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	701	701	701	701
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.072</b>	<b>1.788</b>	<b>2.170</b>	<b>2.300</b>
Nợ ngắn hạn	374	129	273	382
Nợ dài hạn	496	425	233	98
Vốn chủ sở hữu	745	1.109	1.597	1.735
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.072</b>	<b>1.788</b>	<b>2.170</b>	<b>2.300</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu (%)	30,85%	45,30%	28,52%	29,52%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	31,36%	150,34%	15,62%	25,29%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên (%)	68,36%	64,49%	57,47%	56,08%
Lợi nhuận thuần biên (%)	38,52%	66,38%	59,71%	57,76%
ROA (%)	4,32%	9,84%	11,10%	12,31%
ROE (%)	13,22%	20,50%	16,23%	16,52%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	41,98%	30,96%	23,30%	20,87%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	116,83%	49,92%	31,65%	27,67%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	1.075	2.012	1.974	2.473
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	11.447	13.658	16.690	18.128

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**  
Phó Giám đốc khối  
luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**  
Ngân hàng, Bảo hiểm  
nguyenthuha@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyên**  
Cao su tự nhiên, Dầu Khí  
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**  
Công nghệ, Cảng biển  
hoangbaongoc@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**  
Bán lẻ  
tranthithunga@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**  
Dược, Thủy sản  
phamleanthuan@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**  
Phó Giám đốc khối  
ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**  
Bất động sản, Hàng tiêu dùng  
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**  
Tiện ích công cộng  
lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**  
Hàng tiêu dùng  
truongsyphu@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hào**  
Hạ tầng, Nước  
thaianhhao@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**  
Hàng tiêu dùng  
ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**  
Xây dựng  
trandangmanh@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**  
Phó Giám đốc khối  
phamtien.dung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**  
Chuyên viên vĩ mô  
tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**  
Phân tích kỹ thuật  
tranxuanbach@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888