

Ngành VLXD tổng hợp

Báo cáo cập nhật

Tháng 8, 2017

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **36.600**

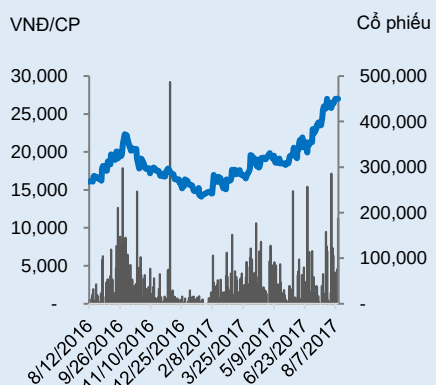
Giá thị trường (11/8/2017) 27.000

Lợi nhuận kỳ vọng 35,6%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	14.110-27.000
Vốn hóa	1.337 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	49.509.262
KLGD bình quân 10 ngày	92.621
% sở hữu nước ngoài	2,92%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/a
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/a
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DNP	67,1%	14,9%	46,0%	67,8%
Hnx-Index	23,9%	2,3%	8,8%	16,4%

Chuyên viên phân tích

Thái Anh Hào

(84 8) 3914 6888 ext 254

thaianhhao@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Nhựa Đồng Nai

Mã giao dịch: DNP

Reuters: DNP.HN

Bloomberg: DNP VN

Kỳ vọng tăng trưởng từ mảng nước sạch.

Nhu cầu đầu tư hạ tầng ngành nước còn dư địa tăng trưởng, là thuận lợi cho mảng kinh doanh truyền thống của DNP.

Theo dự báo của BMI Research, Ngành Hạ tầng nước được dự báo tăng trưởng ổn định, trung bình đạt 11,9%/năm trong giai đoạn 2017-2021, nhờ việc tăng nhu cầu sử dụng nước và xu hướng đô thị hóa nhanh và rộng.

Tận dụng kinh nghiệm từ mảng kinh doanh truyền thống, DNP mở rộng sang ngành cung cấp nước sạch đầy tiềm năng.

Thành lập DNP-Water trong tháng 4-2017, với kế hoạch kêu gọi thêm vốn đầu tư vào ngành nước sạch, là bước đi tiếp theo thể hiện tham vọng của công ty trong ngành này. Từ thực trạng nhu cầu nước sạch của người dân Việt Nam còn rất lớn và đa phần các doanh nghiệp trong ngành nước là doanh nghiệp nhà nước có hiệu quả hoạt động không cao, do đó, DNP xác định chiến lược đầu tư trong dài hạn là ngành nước nhờ vào lợi thế kinh nghiệm và hiểu biết trong lĩnh vực này. DNP-Water dự kiến phát hành cho hai nhà đầu tư chiến lược trong ngành nước, tăng vốn điều lệ lên khoảng 1.250 tỷ đồng và giảm sở hữu của DNP xuống còn 51%.

Nhà máy nước đang hoạt động là NM Cà Giang và NM Đồng Tâm có triển vọng tăng trưởng tốt nhờ cung vẫn chưa đủ cầu ở TP. Phan Thiết và tỉnh Tiền Giang.

Tại TP. Phan Thiết: Quy hoạch cấp nước của UBND tỉnh Bình Thuận nêu rõ nhà máy nước Cà Giang là đơn vị cần tiến hành tăng công suất, mục tiêu đạt 80.000 m3/ngày đêm vào năm 2020.

Tại Tiền Giang: Theo Quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế - xã hội tỉnh Tiền Giang, để đạt những mục tiêu cấp nước đề ra thì giá trị sản xuất ngành cấp nước tỉnh Tiền Giang sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 15-18%/năm cho đến 2020.

Chính thức triển khai xây dựng nhà máy nước sạch Bắc Giang.

Dự kiến, cuối năm 2018, nhà máy nước sạch Bắc Giang sẽ chính thức được vận hành và bán buôn nước sạch qua đồng hồ tổng cho BGW với công suất tối thiểu đảm bảo 20.000 m3/ngày (DNP dự kiến có thể đạt 25.000 m3/ngày). BVSC cho rằng sau khoảng 4-5 năm thì nhà máy Bắc Giang giai đoạn 1 (50.000 m3/ngày) có thể hoạt động tối đa công suất và DNP sẽ tiếp tục triển khai giai đoạn 2 (nâng tổng công suất lên 80.000 m3/ngày) trong năm 2022.

Hệ số nợ vay tăng nhanh gây nên áp lực chi phí tài chính.

Với doanh thu hàng năm tương đối lớn và đặc thù đầu thầu dự án ống nhựa vào công trình nhà nước có thời gian thu tiền lâu nên nhu cầu vốn lưu động của DNP khá cao. Về nợ vay dài hạn, dư nợ tăng đột biến trong năm 2016 từ 25 tỷ đồng lên 744 tỷ đồng là do hợp nhất khoản nợ ở nhà máy nước Đồng Tâm hơn 520 tỷ đồng và phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu thường cho Vietcombank có thời hạn 3 năm, đáng lưu ý là DNP có điều khoản cam kết không chia cổ tức bằng tiền cho cổ đông trong thời gian trái phiếu lưu hành và đảm bảo hệ số vay không vượt quá 75% vốn chủ sở hữu. Vì vậy, trong thời gian tới DNP có thể sẽ chia cổ tức bằng cổ phiếu hoặc có thể phát hành cổ phiếu để cơ cấu các khoản nợ và cải thiện hệ số vay nợ. Cuối tháng 6 vừa rồi, công ty đã phát hành thành công hơn 12 triệu cổ phiếu để thu về hơn 120 tỷ đồng bổ sung nguồn vốn lưu động giúp giảm áp lực tài chính.

Khuyến nghị đầu tư: Từ năm 2016, DNP Corp được tổ chức theo mô hình công ty đầu tư, gồm nhiều đơn vị thành viên và tập trung cho 2 ngành chiến lược là Nhựa và Nước sạch. Ở cả hai ngành, DNP đều có những bước đi vững chắc và mang tính chiến lược như hoàn thiện chuỗi công nghệ trong sản xuất nhựa để phát triển thị trường dân dụng, thuê đơn vị tư vấn chuyên cung cấp giải pháp công nghệ cho nhà máy sản xuất nước sạch, phát hành tăng vốn cho đối tác tổ chức có kinh nghiệm trong ngành nước. Với tăng trưởng đạt được khá ấn tượng trong thời gian vừa qua, giá cổ phiếu DNP cũng đã tăng mạnh 65% kể từ đầu năm đến nay. Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng cao nhờ vào cung cấp ống hạ tầng cho các dự án nhà máy nước, hiệu quả hoạt động cải thiện và tiềm năng tăng trưởng lớn của các nhà máy nước và mảng kinh doanh nhựa công nghiệp và nhựa dân dụng, nên đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu DNP trong dài hạn với mức giá hợp lý là 36.600 đồng/cp, cao hơn 35,6% so với giá trị trường.

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	1.455	2.172	2.831	2.676	3.024
Lợi nhuận gộp	333	450	622	613	717
SG&A	(161)	(222)	(311)	(299)	(329)
Lợi nhuận/(Chi phí) tài chính	(61)	(92)	(100)	(99)	(96)
LNTT	115	137	210	215	292
LNST công ty mẹ	86	105	141	133	165
EPS (đồng)	2.878	2.116	2.843	2.677	3.324
P/E (lần)	9,4	12,8	9,5	10,1	8,1

Nguồn: BVSC dự báo

Báo cáo cập nhật

Nhu cầu đầu tư hạ tầng ngành nước còn dư địa tăng trưởng, đem lại thuận lợi cho mảng kinh doanh truyền thống của DNP.

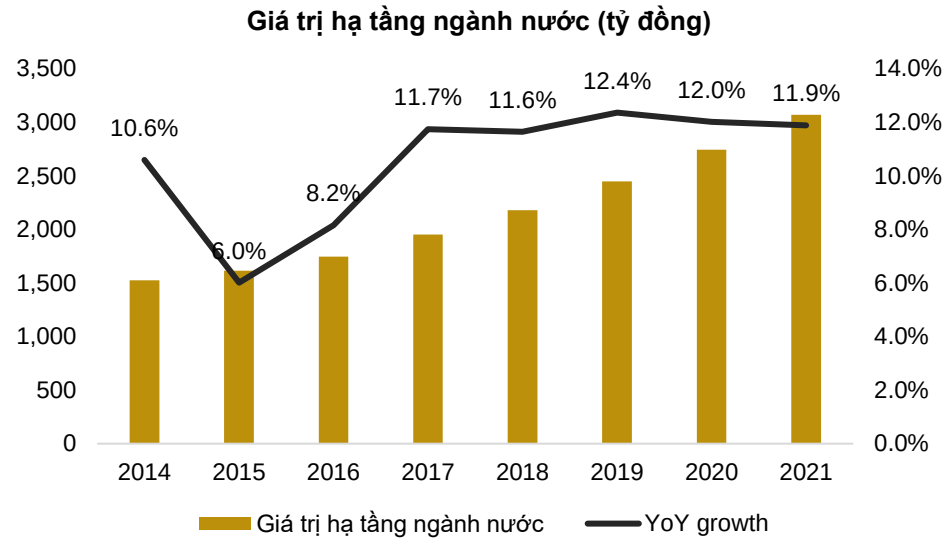
DNP là một trong những doanh nghiệp sản xuất ống nhựa hàng đầu Việt Nam, với 2 nhà máy tại Đồng Nai và Quảng Nam có tổng năng lực sản xuất là 3.000 tấn/tháng. Sản phẩm ống nhựa chính của công ty là ống uPVC và HDPE, đây là các sản phẩm có nhiều ứng dụng trong các lĩnh vực như:

- Công nghiệp nhẹ
 - Ống cấp thoát nước
 - Hệ thống dẫn nước và tưới tiêu trong nông nghiệp
 - Hệ thống dẫn nước trong khu đô thị, khu công nghiệp
- Công nghiệp năng lượng
 - Ống luồn dây điện, dây cáp điện
 - Hệ thống ống cấp, thải nước làm mát cho nhà máy nhiệt điện
 - Ống phục vụ ngành bưu điện, cáp quang

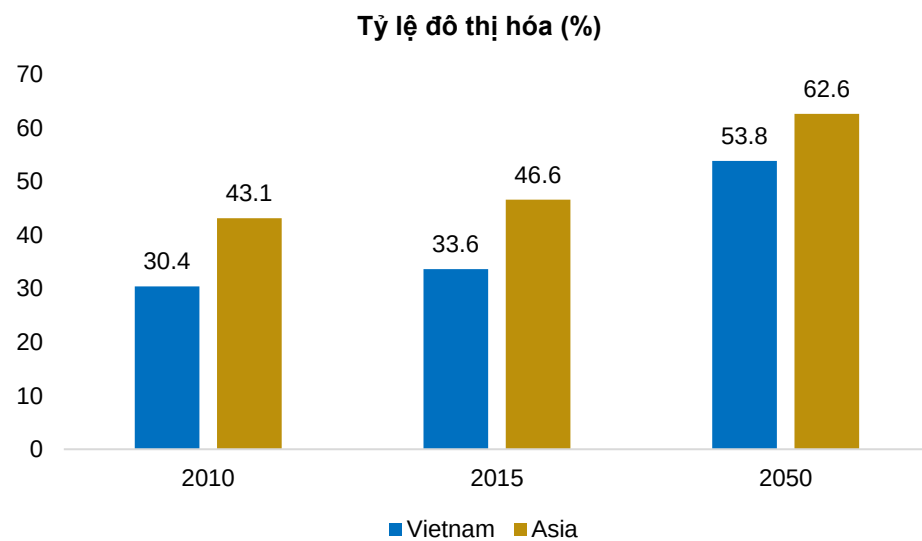
DNP là doanh nghiệp có thâm niên hoạt động, đồng thời đã xây dựng những mối quan hệ tốt trong hơn 15 năm kinh nghiệm trong ngành, để từ đó công ty có thể tham gia đấu thầu cho các dự án xây dựng hạ tầng, mà chủ yếu là các dự án cấp thoát nước. Đây cũng là lý do DNP có tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp trên doanh thu (7,8% doanh thu, năm 2016) ở mức cao nhất so với các công ty nhựa VLXD niêm yết khác, nhìn chung ở mức 3-4% doanh thu.

Các sản phẩm của DNP chủ yếu phục vụ trong lĩnh vực cấp thoát nước, xử lý nước thải và vệ sinh môi trường. DNP cho biết công ty hiện tại đang đứng số 1 trong thị trường cung cấp ống nhựa cho các dự án hạ tầng cấp thoát nước với 40% thị phần toàn ngành.

Nhu cầu đầu tư hạ tầng ngành nước được dự báo tăng trưởng khả quan. Theo dự báo của BMI Research, ngành hạ tầng nước được dự báo tăng trưởng ổn định, trung bình đạt 11,9%/năm trong giai đoạn 2017-2021, nhờ việc tăng nhu cầu sử dụng nước và xu hướng đô thị hóa diễn ra khắp cả nước. Việt Nam còn nhiều tiềm năng để phát triển các cơ sở xử lý nước quy mô lớn và hệ thống cấp thoát nước do hạ tầng ngành nước vẫn còn yếu, chưa hoàn thiện và chỉ chiếm 2,5% trong cơ cấu giá trị hạ tầng cả nước. Chẳng hạn, năm 2016, vùng đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL) đã hứng chịu đợt hạn hán, xâm nhập mặn nặng nề nhất trong vòng 100 năm qua, gây ảnh hưởng lớn đến việc cấp nước sinh hoạt cho một số khu vực nhất là các vùng chưa có công trình cấp nước tập trung. Bên cạnh đó, tốc độ công nghiệp hóa nhanh cũng gây ra ô nhiễm nguồn nước, làm tình trạng thiếu nước sạch thêm nghiêm trọng. Do đó, nhiều tổ chức tài chính sẵn sàng tài trợ cho các dự án cấp thoát nước, trong đó, Ngân hàng Phát triển Châu Á (ADB) đã đồng ý hỗ trợ 1 tỷ USD nhằm cải thiện hệ thống cung cấp nước sạch cho Việt Nam trong giai đoạn 2011-2020.



Nguồn: GSO, BMI Research



Nguồn: BMI Research, United Nations

Tận dụng kinh nghiệm từ mảng kinh doanh truyền thống, DNP mở rộng sang ngành cung cấp nước sạch đầy tiềm năng.

Thành lập DNP-Water trong tháng 4-2017, với kế hoạch kêu gọi thêm vốn đầu tư vào ngành nước sạch, là bước đi tiếp theo thể hiện tham vọng của công ty trong ngành này. Từ thực trạng nhu cầu nước sạch của người dân Việt Nam còn rất lớn và đa phần các doanh nghiệp trong ngành nước là doanh nghiệp nhà nước có hiệu quả hoạt động không cao, do đó, DNP xác định chiến lược đầu tư trong dài hạn là ngành nước nhờ vào lợi thế kinh nghiệm và hiểu biết trong lĩnh vực này. Tháng 4-2017, DNP đã góp vốn 735 tỷ đồng, thành lập CTCP Đầu tư ngành nước (DNP-Water), tương đương 98% vốn điều lệ, trụ sở chính tại Bắc Giang.

DNP-Water dự kiến sẽ tiếp tục phát hành cho hai nhà đầu tư chiến lược trong ngành nước, tăng vốn điều lệ lên khoảng 1.250 tỷ đồng và giảm sở hữu của DNP xuống còn 51%.

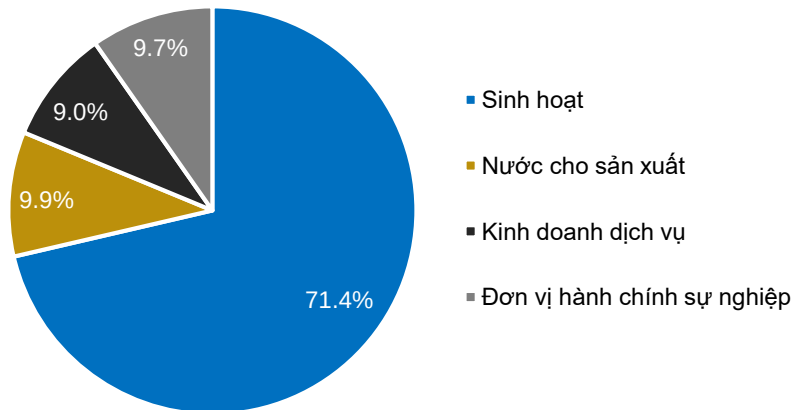
Từ đây, phần vốn góp của DNP, 53,7% và 52,7% lần lượt ở công ty Bình Hiệp và Đồng Tâm sẽ được chuyển nhượng cho DNP-Water quản lý, đồng thời, các dự án nhà máy nước mới cũng sẽ do DNP-Water đầu tư và quản lý.

Nhu cầu thị trường tiêu thụ nước sạch TP. Phan Thiết còn nhiều triển vọng.

CTCP Bình Hiệp có hai nhà máy nước là nhà máy Cà Giang và nhà máy Tân Thành, trong đó Cà Giang là nhà máy chính với năng lực sản xuất lớn hơn nhiều so với Tân Thành, sản lượng tiêu thụ chiếm tỷ trọng lớn (~98% tổng sản lượng) và có lợi thế nguồn nước mặt thô từ hồ Cà Giang (chi phí rẻ hơn nguồn nước khai thác từ các giếng khoan của nhà máy Tân Thành). Nước sạch từ nhà máy Cà Giang sẽ được bán cho CTCP cấp thoát nước Bình Thuận (BTWASECO) để cung cấp cho địa bàn TP. Phan Thiết.

Địa bàn TP. Phan Thiết sử dụng nước sạch từ hai nhà máy Cà Giang và Phan Thiết, có công suất lần lượt là 30.000 m³/ngày và 22.000 m³/ngày, và đều đang được huy động hết công suất. Do đó, sang năm 2018, DNP sẽ đầu tư khoảng 100 tỷ đồng để xây thêm cụm xử lý nước và lắp đặt thêm đường ống cấp nước, từ đó nâng tổng công suất nhà máy Cà Giang lên thành 50.000 m³/ngày và phục vụ được nhiều hộ dân hơn. Thêm vào đó, quy hoạch cấp nước của UBND tỉnh Bình Thuận cũng chỉ rõ nhà máy nước Cà Giang là đơn vị cần tiến hành tăng công suất, mục tiêu đạt 80.000 m³/ngày đến vào năm 2020, còn nhà máy nước Phan Thiết dự kiến sẽ chỉ duy trì công suất hiện tại. Có thể thấy, dung lượng thị trường ở TP. Phan Thiết còn thiếu khoảng 50.000 m³/ngày và nhà máy nước Cà Giang là đơn vị được quy hoạch tăng mạnh công suất xử lý nước (+167% so với công suất hiện tại) để đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ nước sạch gia tăng thêm của TP. Phan Thiết đến năm 2020.

TP. Phan Thiết		2014	Quy hoạch 2020
Diện phủ dịch vụ	%	80,3%	100,0%
Nhu cầu cấp nước đơn vị	lít/người/ngày	108,7	150
Tổng nhu cầu nước sạch	m ³ /ngày	52.000 (năm 2016)	101.348

Cơ cấu phân phối nước của BTWASECO năm 2014


Nguồn: Hội Cấp thoát nước, Quy hoạch cấp nước đô thị và nông thôn Bình Thuận

Nhà máy Đồng Tâm dự kiến tăng trưởng cao nhờ nhu cầu nước sạch tỉnh Tiền Giang dự báo tăng nhanh.

Dự án nhà máy nước Đồng Tâm được ký kết triển khai từ năm 2007, trong bối cảnh các huyện phía Đông của tỉnh Tiền Giang có tiềm năng phát triển về kinh tế rất cao, đặc biệt là khu vực Soài Rạp - Vàm Láng có khả năng phát triển KCN kết hợp với cảng nước sâu. Tuy nhiên, thời điểm nhà máy đi vào hoạt động vào cuối năm 2011 đã bị ảnh hưởng bởi suy thoái kinh tế toàn cầu nên các KCN này chưa được đầu tư như dự kiến. Dẫn đến sản lượng tiêu thụ nước sạch chưa cao như kế hoạch đặt ra, gây áp lực lên tình hình kinh doanh của nhà máy trong những năm vừa qua.

Tuy nhu cầu nước cho sản xuất từ phát triển các KCN không đạt như kỳ vọng, thì nhu cầu nước sinh hoạt trên địa bàn tỉnh Tiền Giang và khu vực lân cận vẫn đang rất cấp thiết trong điều kiện biến đổi khí hậu và nguồn nước bị xâm nhập mặn. CTCP nhà máy nước Đồng Tâm sản xuất nước sạch từ nguồn nước thô sông Tiền, rồi cung cấp cho Công ty TNHH MTV cấp nước Tiền Giang (TIWACO) để phân phối cho các quận, huyện trên địa bàn.

Theo thống kê của TIWACO năm 2014, tỷ lệ dân số được cấp nước sạch trên địa bàn công ty quản lý là 70,5%, lượng nước sử dụng trung bình khoảng 108,5 lít/người/ngày và tổng lượng nước phân phối đạt khoảng 82.870 m³/ngày.

Theo Quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế - xã hội tỉnh Tiền Giang, để đạt những mục tiêu cấp nước đề ra thì giá trị sản xuất ngành cấp nước tỉnh Tiền Giang sẽ đạt mức tăng trưởng khoảng 15-18%/năm cho đến 2020.

Tiền Giang		2014	Quy hoạch	
			2020	2030
Diện phủ dịch vụ đô thị	%	70,5%	90-100%	98-100%
Nhu cầu cấp nước đơn vị	lít/người/ngày	108,5	120-130	140-160
Tỷ lệ đô thị hóa	%	15,4%	30-35%	40-45%

Nguồn: TIWACO, Quy hoạch tổng thể phát triển kinh tế - xã hội tỉnh Tiền Giang giai đoạn 2020-2030

Ngoài ra, theo quy hoạch cấp nước vùng đồng bằng sông Cửu Long (ĐBSCL), kinh phí đầu tư các hệ thống cấp nước quy mô vùng liên tỉnh và phát triển mở rộng đường ống cấp nước tại các tỉnh/thành phố vùng ĐBSCL đến năm 2030 là 146.000 tỷ đồng (trong đó, giai đoạn đến 2020 là 57.000 tỷ đồng, đến 2025 là 33.000 tỷ đồng và đến 2030 là 56.000 tỷ đồng), nguồn vốn đầu tư dự kiến sẽ huy động từ vốn ngân sách nhà nước, vốn ODA, tín dụng hoặc vốn tư nhân. Do đó, DNP sẽ có cơ hội tham gia đấu thầu cung cấp ống nhựa cho khu vực ĐBSCL và đạt mức tăng trưởng tốt mảnh kinh doanh ống nhựa hạ tầng trong những năm tới.

Chính thức triển khai xây dựng nhà máy nước sạch Bắc Giang.

Ngày 14-07-2017, nhà máy nước sạch Bắc Giang đã chính thức khởi công xây dựng tại xã Hương Sơn, huyện Lạng Giang, tỉnh Bắc Giang. Trong vùng cấp nước của dự án, hiện chỉ có một nhà máy nước chính với công suất cấp nước thiết kế là 35.000m³/ngày (công suất huy động năm 2016 là 97,7%), thuộc sở hữu CTCP nước sạch Bắc Giang (BGW). Theo đánh giá của DNP, nhu cầu cấp nước ở đây sẽ không ngừng tăng lên, dự kiến đến năm 2025 là 109.000 m³/ngày và năm 2035 là 155.000m³/ngày. Dự kiến, cuối năm 2018, nhà máy nước sạch Bắc Giang sẽ chính thức được vận hành và bán buôn nước sạch qua đồng hồ tổng cho BGW với công suất tối thiểu đảm bảo 20.000 m³/ngày (DNP dự kiến có thể đạt 25.000 m³/ngày). Nhu cầu nước sạch ở thành phố Bắc Giang hiện đang rất lớn, đa số người dân phải dùng trực tiếp nước sông hoặc giếng nước khoan để sinh hoạt hàng ngày, số hộ dân dùng nước hợp vệ sinh chỉ gần 40%, riêng tỷ lệ người dân được cung cấp nước sạch qua đồng hồ chỉ đạt 4,5% vào năm 2014 (nguồn: BGW). Do đó, BVSC cho rằng sau khoảng 4-5 năm thì nhà máy Bắc Giang giai đoạn 1 (50.000 m³/ngày) có thể hoạt động tối đa công suất và DNP sẽ tiếp tục triển khai giai đoạn 2 (nâng tổng công suất lên 80.000 m³/ngày) trong năm 2022. Giá bán nước trung bình ở thành phố Bắc Giang năm 2016 là 6.895 đồng/m³ năm 2016 (nguồn: BGW), và được điều chỉnh 2 năm một lần, tăng khoảng 15-20% theo lộ trình cam kết với UBND tỉnh. Lần điều chỉnh gần nhất giá nước sạch Bắc Giang là từ ngày 01-11-2016 với mức tăng trung bình là 20% so với mức giá quy định từ ngày 01-06-2014.

Với giá định nhà máy nước Bắc Giang đi vào hoạt động từ đầu năm 2019, sản lượng cung cấp là 25.000 m³/ngày, giá bán trung bình đạt 7.722 đồng/m³, BVSC dự báo doanh thu của nhà máy trong năm đầu tiên hoạt động đạt 70,5 tỷ đồng và bắt đầu có lợi nhuận gộp dương từ năm thứ 3 trở đi. Dự án này ước tính có IRR khoảng 14-15%.

		Công suất <i>m3/ngày</i>	Vốn đầu tư <i>tỷ đồng</i>	Ưu đãi thuế
NM nước Bắc Giang	GD 1	50.000	800	Miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% trong 5 năm tiếp theo.
	GD 2	30.000	600	

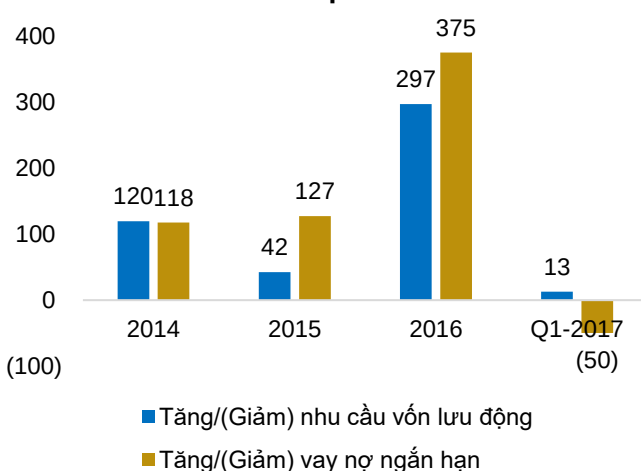
Nguồn: DNP

Hệ số nợ vay tăng nhanh gây nên áp lực chi phí tài chính.

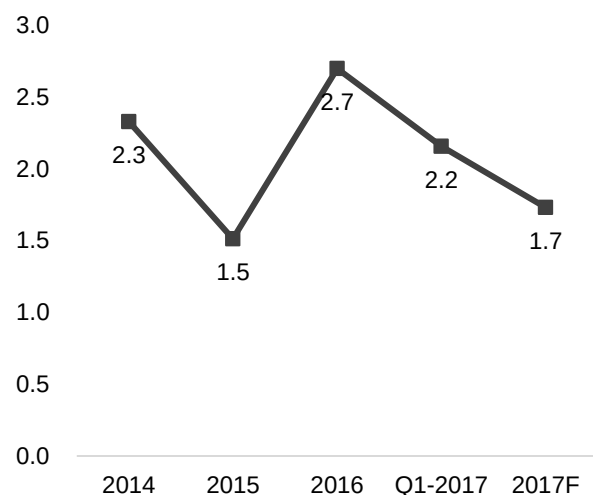
Với doanh thu hàng năm tương đối lớn và đặc thù đấu thầu dự án ống nhựa nên nhu cầu vốn lưu động của DNP khá cao. Nhu cầu vốn lưu động trong năm 2016 tăng mạnh gần 300 tỷ đồng, tương ứng công ty đã phải tăng vay nợ ngắn hạn từ 377 tỷ đồng năm 2015 lên 752 tỷ đồng năm 2016, đến Q1-2017 dư nợ ngắn hạn giảm nhẹ còn hơn 700 tỷ đồng. Về nợ vay dài hạn, dư nợ tăng đột biến trong năm 2016 từ 25 tỷ đồng lên 744 tỷ đồng là do hợp nhất khoản nợ ở nhà máy nước Đồng Tâm hơn 520 tỷ đồng và phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu thường cho Vietcombank có thời hạn 3 năm, đáng lưu ý là DNP có điều khoản cam kết không chia cổ tức bằng tiền cho cổ đông trong thời gian trái phiếu lưu hành và đảm bảo hệ số vay không vượt quá 75% vốn chủ sở hữu. Vì vậy, trong thời gian tới DNP có thể sẽ chia cổ tức bằng cổ phiếu hoặc có thể phát hành cổ phiếu để cơ cấu các khoản nợ và cải thiện hệ số vay nợ. Cuối tháng 6 vừa rồi, công ty đã phát hành thành công hơn 12 triệu cổ phiếu để thu về hơn 120 tỷ đồng bổ sung nguồn vốn lưu động giúp giảm áp lực tài chính.

BVSC dự báo hệ số vay nợ của DNP nhiều khả năng vẫn ở mức cao trong 3 năm tới do nhu cầu triển khai các dự án đầu tư và bổ sung nguồn vốn kinh doanh. Chi phí lãi vay dự báo khoảng 100 tỷ đồng/năm và bắt đầu giảm dần từ năm 2019. Tỷ lệ nợ vay cao cũng là một yếu tố tương đối rủi ro của DNP.

Thay đổi nhu cầu VLD và nợ vay ngắn hạn



Hệ số vay nợ/Vốn CSH



Nguồn: BVSC tổng hợp

Dự báo kết quả kinh doanh 2017.

BVSC dự báo doanh thu và LNST công ty mẹ 2017 đạt 2.172 tỷ đồng (+49,3% yoy, đạt 106% kế hoạch) và 105 tỷ đồng (+21,3% yoy, đạt 87% kế hoạch).

	2016	2017F	Tăng trưởng
Tổng doanh thu thuần	1.455	2.172	49,3%
<i>Ống nhựa hạ tầng</i>	574	790	37,6%
<i>Bao bì</i>	308	324	5,1%
<i>Nước sạch</i>	68	162	138,5%
<i>Nhựa công nghiệp</i>	500	723	44,7%
<i>Ống nhựa dân dụng M&E</i>		173	na
Biên lợi nhuận gộp	22,9%	20,7%	
<i>Ống nhựa hạ tầng</i>	27,9%	25,4%	
<i>Bao bì</i>	14,2%	14,2%	
<i>Nước sạch</i>	40,3%	37,3%	
<i>Nhựa công nghiệp</i>	20,3%	19,8%	
<i>Ống nhựa dân dụng M&E</i>		0,0%	
LNST công ty mẹ	86	105	21,3%
EPS	2.878	2.116	-26,5%

Nguồn: BVSC dự báo

Cụ thể như sau:

- Chúng tôi cho rằng DNP có thể hoàn thành kế hoạch doanh thu ống nhựa hạ tầng, đạt 790 tỷ đồng (+37,6% yoy), nhờ lợi thế thương hiệu trong việc tham gia đấu thầu các dự án hạ tầng cấp thoát nước. Doanh thu mảng này chủ yếu sẽ rơi vào cuối năm do các dự án thường được duyệt vào Q2 và giải ngân vào Q4. Ngoài ra, việc cung cấp ống nước các dự án nước mới (DNP – Bắc Giang và DNP – Long An) được kỳ vọng lớn sẽ thúc đẩy tăng trưởng kết quả kinh doanh của công ty cho đến năm 2022. Về chi phí, giá dầu thô đã tăng đáng kể từ đầu năm dự kiến sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của các sản phẩm nhựa của DNP. Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), giá dầu thô bình quân WTI năm nay dự báo tăng 14% yoy, đạt 48,95 USD/thùng, và tăng nhẹ 1,3% yoy vào năm 2018. Ngoài ra, BVSC cho rằng DNP sẽ chấp nhận một mức biên lợi nhuận thấp hơn một chút khi cung cấp cho tổng thầu dự án nước Bắc Giang được thực hiện từ giữa năm nay. Do đó, BVSC dự báo biên lợi nhuận gộp mảng ống nhựa hạ tầng sẽ giảm nhẹ từ 27,9% năm 2016 xuống 25,4% năm 2017.

- Doanh thu bao bì dự báo đạt 324 tỷ đồng (+5,1% yoy), sản phẩm chủ yếu được xuất khẩu đi các nước Châu Âu theo đơn đặt hàng. Hoạt động này có biên lợi nhuận thấp, mang tính chất gia công là chính khi giá bán sẽ tính toán đầy đủ các chi phí sản xuất và đảm bảo cho DNP một mức biên lợi nhuận ròng từ 3%-5%. Do biên lợi nhuận thấp, DNP cũng định hướng đây sẽ không phải là hoạt động chiến lược cần tập trung trong thời gian tới.
- Doanh thu nước sạch dự báo đạt khoảng 162 tỷ đồng (+139% yoy), trong đó doanh thu từ CTCP Bình Hiệp là 62 tỷ đồng và nhà máy Đồng Tâm là 101 tỷ đồng. BVSC dự báo sản lượng tiêu thụ của hai đơn vị này đạt lần lượt là 100% và 55% công suất thiết kế, tương ứng với 30.000 m³/ngày và 50.000 m³/ngày, và dự báo tiếp tục tăng trưởng với CAGR khoảng 14-15% để đạt hết công suất trong 3-5 năm tới dựa trên nhu cầu nước sạch vẫn còn lớn ở TP. Phan Thiết và tỉnh Tiền Giang.
- Doanh thu nhựa công nghiệp dự báo tăng 44,7% yoy, đạt 723 tỷ đồng (hoàn thành 100% kế hoạch). Nguyên nhân là nhờ công ty nhựa Tân Phú đã đầu tư 150 tỷ đồng để cải tạo nhà xưởng ở Long An và Bắc Ninh, hiện đại hóa máy móc nhằm nâng cao môi trường sản xuất, đảm bảo chất lượng vệ sinh của sản phẩm theo yêu cầu của khách hàng vì đa phần sản phẩm được dùng trong công nghiệp đồ uống, giải khát, thực phẩm, hóa chất, dược phẩm, hàng tiêu dùng,... Trong năm, TPP cũng đã tích cực trong công tác bán hàng và marketing như tham gia Triển lãm Bao bì Quốc tế Interpack, ký hợp đồng cung cấp kết nhựa cho Sapporo Việt Nam, Carlsberg. Về biên lợi nhuận gộp, do yêu cầu chất lượng vệ sinh phải đạt tiêu chuẩn cao của sản phẩm nên dù giá đầu vào tăng (giá dầu) thì công ty cũng có thể điều chỉnh tăng giá bán để đảm bảo biên lợi nhuận của mình, nên BVSC dự kiến biên lợi nhuận gộp năm nay vào khoảng 20%, tương đương với năm ngoái.
- Doanh thu phụ kiện nhựa dân dụng có thể đạt kế hoạch, là 172,6 tỷ đồng, với sản lượng 4.845 tấn. DNP dự kiến sẽ không có lợi nhuận từ mảng kinh doanh này trong 2 năm đầu hoạt động. Với dây chuyền sản xuất có công nghệ hiện đại từ Đức (quy mô đầu tư giai đoạn 1 là 80 tỷ đồng và cả dự án là 200 tỷ đồng), có thể sản xuất hơn 200 bộ sản phẩm, đây là bước tạo đà cho DNP phát triển thị trường dân dụng (nhà cao tầng, khu đô thị, dân cư, khu du lịch) – phân khúc mà các công ty BMP và NTP đang chiếm lĩnh.

Định giá

Để đánh giá đầy đủ tiềm năng tăng trưởng trong những năm tới của DNP, chúng tôi sử dụng phương pháp DCF để định giá các mảng kinh doanh hiện tại của DNP và nhà máy mới Bắc Giang. Kết quả kinh doanh dự phóng như sau:

Đơn vị: tỷ đồng	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu	1.455	2.172	2.831	2.676	3.024
Lợi nhuận gộp	333	450	622	613	717
SG&A	(161)	(222)	(311)	(299)	(329)
Lợi nhuận/(Chi phí) tài chính	(61)	(92)	(100)	(99)	(96)
LNTT	115	137	210	215	292
LNST công ty mẹ	86	105	141	133	165
EPS (đồng)	2.878	2.116	2.843	2.677	3.324
P/E (lần)	9,4	12,8	9,5	10,1	8,1

Với suất chiếu khấu WACC là 12%, BVSC định giá các mảng kinh doanh hiện tại của DNP là 1.539 tỷ đồng (sau khi trừ nợ vay 1.469 tỷ đồng và cộng tiền mặt, tiền phát hành là 232 tỷ đồng) và định giá nhà máy nước Bắc Giang là 274 tỷ đồng. BVSC cho rằng giá hợp lý của cổ phiếu DNP là **36.600 đồng/cp**.

Định giá	Giá trị (Tỷ đồng)
Các mảng kinh doanh hiện tại	1.539
Nhà máy mới Bắc Giang (DNP sở hữu 51%)	274
Giá trị doanh nghiệp DNP	1.813
Giá hợp lý cổ phiếu (đồng/cp)	36.614

Nguồn: BVSC ước tính

Khuyến nghị đầu tư

Từ năm 2016, DNP Corp được tổ chức theo mô hình công ty đầu tư, gồm nhiều đơn vị thành viên và tập trung cho 2 ngành chiến lược là Nhựa và Nước sạch. Ở cả hai ngành, DNP đều có những bước đi vững chắc và mang tính chiến lược như hoàn thiện chuỗi công nghệ trong sản xuất nhựa để phát triển thị trường dân dụng, thuê đơn vị tư vấn chuyên cung cấp giải pháp công nghệ cho nhà máy sản xuất nước sạch, phát hành tăng vốn cho đối tác tổ chức có kinh nghiệm trong ngành nước. Với tăng trưởng đạt được khá ấn tượng trong thời gian vừa qua, giá cổ phiếu DNP cũng đã tăng mạnh 65% kể từ đầu năm đến nay. Chúng tôi cho rằng Công ty sẽ tiếp tục tăng trưởng cao nhờ vào cung cấp ống hạ tầng cho các dự án nhà máy nước, hiệu quả hoạt động cải thiện và tiềm năng tăng trưởng lớn của các nhà máy nước và mảng kinh doanh nhựa công nghiệp và nhựa dân dụng, nên đưa ra khuyến nghị **OUTPERFORM** cổ phiếu DNP trong dài hạn với mức giá hợp lý là 36.600 đồng/cp, cao hơn 35,6% so với giá trị trường.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	387	595	904	1.455
Giá vốn	(330)	(508)	(740)	(1.121)
Lợi nhuận gộp	57	87	163	333
Doanh thu tài chính	1	0	4	9
Chi phí tài chính	(13)	(15)	(30)	(70)
Lợi nhuận sau thuế	12	23	45	86

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Tiền & khoản tương đương tiền	8	9	118	155
Các khoản phải thu ngắn hạn	95	175	202	317
Hàng tồn kho	69	97	111	305
Tài sản cố định hữu hình	53	49	110	1.073
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	10	46	144
Tổng tài sản	283	417	717	2.518
Nợ ngắn hạn	176	297	426	875
Nợ dài hạn	16	9	25	1.089
Vốn chủ sở hữu	90	111	266	555
Tổng nguồn vốn	283	417	717	2.518

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	26,5%	53,6%	52,0%	60,9%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	47,5%	95,6%	96,9%	91,6%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	14,8%	14,6%	18,1%	22,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	3,0%	3,8%	5,0%	5,9%
ROA (%)	4,5%	6,5%	7,9%	5,3%
ROE (%)	13,4%	22,8%	23,9%	21,0%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,68	0,73	0,63	0,78
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	2,13	2,76	1,69	3,54
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.413	6.676	3.336	2.878
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	26.287	32.319	19.692	18.487

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Thái Anh Hào** 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

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường, Dầu khí

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhua@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng, Nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyensexuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh

Chiến lược thị trường

tranducanh@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:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

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