

CTCP NHỰA ĐỒNG NAI (DNP – HNX)

Động lực tăng trưởng mới từ ngành nước

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	161,8	238,8	-32%	116,5	39%
Lợi nhuận sau thuế	3,8	11,2	-66%	2,8	36%
EBIT	9,3	18,4	-49%	5,7	62%
Tỷ suất EBIT	5,8%	7,7%	-193bps	4,9%	83bps

- Các mảng sản xuất kinh doanh chính cho thấy xu hướng tăng trưởng khả quan
- Việc đầu tư vào ngành nước mở ra cơ hội kinh doanh mới hiệu quả cao
- Kế hoạch tăng vốn giúp DNP cơ cấu lại nợ vay và bổ sung nguồn vốn đầu tư
- KQKD năm 2015 kỳ vọng tăng trưởng tích cực

Quan điểm và định giá

CTCP Nhựa Đồng Nai là doanh nghiệp có quy mô nhỏ hoạt động chính trong hai lĩnh vực sản xuất là: (1) ống nhựa xây dựng cho các dự án cấp thoát nước và xử lý nước thải; (2) bao bì sản xuất theo phương thức gia công cho thị trường châu Âu. Trong các năm gần đây, KQKD của DNP có sự tăng trưởng tích cực với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST lần lượt đạt 18,7% và 18,8%.

Đầu năm 2015, DNP đã nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Bình Hiệp lên 51,63% và có thể hợp nhất BCTC của đơn vị này từ quý 2/2015. Dù là một công ty cấp nước nhỏ, CTCP Bình Hiệp có khả năng sinh lời tốt với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong các năm tới. DNP cũng có kế hoạch đầu tư thêm vào ngành nước để gia tăng lợi nhuận từ hoạt động này đồng thời thâm nhập sâu vào thị trường ống nhựa dự án.

Sau khi chia cổ phiếu thưởng (16% cổ phiếu), DNP sẽ phát hành thêm 5.635.000 cp cho đối tác chiến lược trong năm nay. Số tiền thu được sẽ cho phép Công ty tiếp tục đầu tư vào ngành nước cũng như mở rộng sản xuất và giảm chi phí lãi vay từ năm 2016.

Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu DNP là **21.900 đồng/cp**, cao hơn 34,4% so với giá đóng cửa ngày 09/07/2015. Ở mức giá hiện tại, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**. Tuy nhiên, cơ cấu cổ đông khá cô đặc nên thanh khoản cũng là một vấn đề đáng lưu ý với cổ phiếu DNP.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	387,0	596,9	731,1	827,2
% tăng trưởng	26,5	54,2	22,5	13,1
Lợi nhuận sau thuế	11,7	21,2	28,2	39,7
% tăng trưởng	42,2	81,1	33,0	40,6
Tỷ suất LNST (%)	3,0	3,6	3,9	4,8
ROA (%)	4,5	6,1	6,7	8,9
ROE (%)	13,5	21,3	16,1	15,9
EPS (VND)	3.426	6.217	3.043	2.940
EPS đ/chỉnh (VND)	1.490	2.701	3.043	2.940
Giá trị sổ sách (VND)	26.287	31.897	17.904	19.047
Cổ tức tiền mặt (VND)	600	-	1.000	1.500
P/E đ/chỉnh (x)	4,5	2,9	8,0	8,5
P/BV (x)	0,6	0,6	0,9	0,8

Nguồn: DNP, RongViet Research

(*) Tính dựa trên giá đóng cửa ngày 29/06/2015

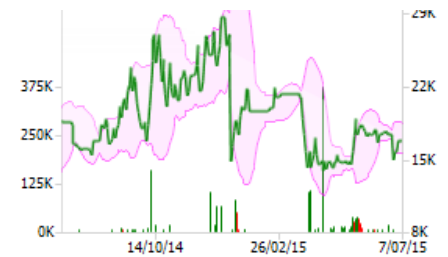
MUA

Giá thị trường (VND)	16.300
Giá mục tiêu (VND)	21.900

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	VLXD
Vốn hóa (tỷ đồng)	114
SLCPDLH	7.872.424
Beta	0,56
Free Float (%)	54,9
Giá cao nhất 52 tuần	22.000
Giá thấp nhất 52 tuần	7.000
KLGD bình quân 20 phiên	2.274



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
DNP	15,1	-21,9	46,1
VLXD	-1,6	29,9	60,7
HNX30 Index	12,1	1,5	33,8
VN-Index	7,4	11,0	29,2

Cổ đông lớn (%)

Vũ Đình Độ	17,0
Nguyễn Tiến Hòa	7,6
Ngô Đức Vũ	7,3
Phan Thị Tuyết Lan	6,9
Hoàng Anh Tuấn	6,3
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	46,6

Phạm Thị Hương

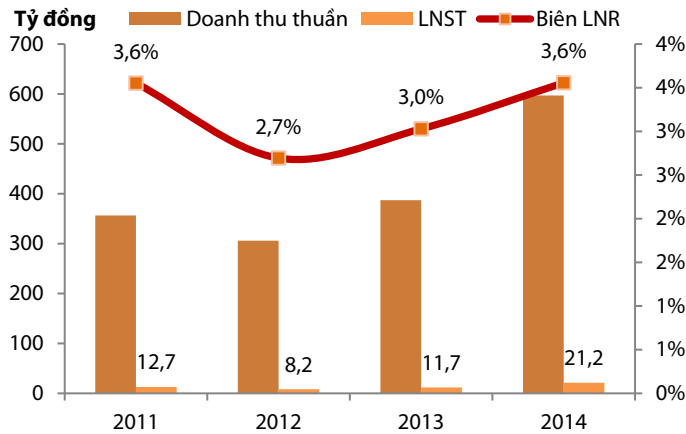
(084) 08- 6299 2006 – Ext 1314

huong.pt@vdsc.com.vn

Các mảng sản xuất kinh doanh chính cho thấy xu hướng tăng trưởng khả quan

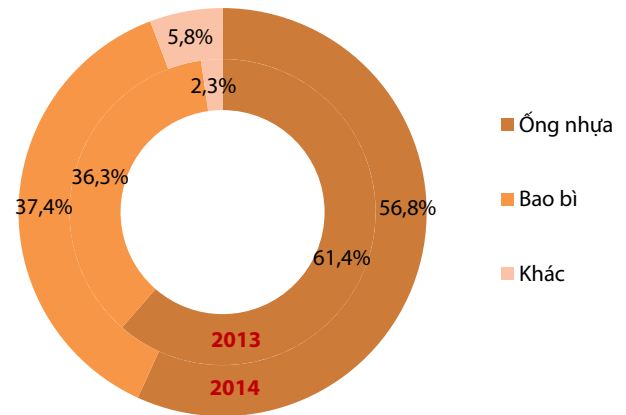
CTCP Nhựa Đồng Nai là doanh nghiệp có quy mô nhỏ, hoạt động chính trong lĩnh vực sản xuất bao bì và ống nhựa. Trong mảng kinh doanh bao bì, DNP chủ yếu gia công các loại túi dùng trong siêu thị và công nghiệp thực phẩm phục vụ các khách hàng ở thị trường châu Âu (Đức, Pháp, Hà Lan, vv...). Đồng thời, Công ty cũng cung cấp các loại ống HDPE và ống uPVC dùng trong các công trình xây dựng và cấp thoát nước ở các tỉnh đồng bằng sông Cửu Long và miền Trung... Một số công trình tiêu biểu sử dụng ống nhựa của DNP có thể kể đến như dự án Nhiệt điện Duyên Hải (Trà Vinh), hệ thống cấp nước huyện đảo Phú Quốc, nhà máy nước mặt Bắc Ninh, dự án xử lý nước thải TP. Quy Nhơn, Nha Trang, dự án vượt kênh Tham Lương TP.HCM,...

Hình 1: Doanh thu và lợi nhuận của DNP



Nguồn: DNP

Hình 2: Cơ cấu doanh thu năm 2013 và 2014



Nguồn: DNP

Trong giai đoạn 2011-2014, hoạt động kinh doanh của DNP có sự tăng trưởng khá tích cực với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST đạt lần lượt 18,7% và 18,8%. Biên LNST cũng có sự cải thiện khá tốt từ năm 2012 (Hình 1). Năm 2014, mảng bao bì chưa đạt kế hoạch tiêu thụ ở thị trường châu Âu (5.421 tấn so với kế hoạch 8.732 tấn) do một số khách hàng thay đổi sản lượng đặt mua. Tuy nhiên, giá đầu ra của các sản phẩm vẫn tương đối ổn định và doanh thu của mảng này cũng ghi nhận bước tăng trưởng nhảy vọt (58,2%). Do DNP chủ yếu thực hiện gia công các sản phẩm bao bì (tìm nguồn nguyên liệu để sản xuất và in ấn nhãn mác theo yêu cầu của khách hàng) nên biên lợi nhuận ròng ở mảng này khá khiêm tốn, chỉ khoảng 2-3%. Tuy vậy, mảng kinh doanh này có vai trò quan trọng như một nguồn thu ngoại tệ cho phép doanh nghiệp đi vay với chi phí hợp lý nhằm phục vụ nhu cầu nhập khẩu nguyên liệu cho sản xuất ống nhựa.

Đối với mảng ống nhựa, khác với hướng đi của các doanh nghiệp lớn như BMP, NTP và Hoa Sen vốn tập trung nhiều vào thị trường dân dụng, DNP chủ yếu cung cấp ống cho các dự án cấp thoát nước. Năm 2014, doanh thu từ mảng này tăng 42,1% so với năm 2013. Cơ cấu sản phẩm DNP cũng có sự khác biệt so với các thương hiệu nói trên khi ống HDPE chiếm khoảng 80% sản lượng mảng sản xuất ống của Công ty (năm 2014). Ống HDPE có độ bền cơ học cao hơn và cho tỷ lệ thất thoát nước thấp hơn (dưới 10%) so với ống uPVC (khoảng 30%) nên thường được sử dụng cho các dự án xây dựng. Ngoài ra, DNP còn có doanh thu từ việc kinh doanh các loại phụ tùng dùng cho ngành nước, vật tư nguyên liệu và chất phụ gia ngành nhựa.

Nhìn chung, biên LNR của DNP có vẻ kém hấp dẫn so với các doanh nghiệp khác trong ngành. Nguyên nhân là do: (1) mảng bao bì chỉ sản xuất gia công nên biên lợi nhuận thấp, (2) ống nhựa bán cho dự án nên giá cả cạnh tranh hơn mảng ống dân dụng; (3) chi phí lãi vay cao. Tuy nhiên, việc tập trung vào

mảng dự án cho phép DNP tránh được sự cạnh tranh trực tiếp với BMP, NTP và HSG vốn có lợi thế về hệ thống phân phối rộng, năng lực sản xuất và tài chính. Hơn thế nữa, thị trường ống dân dụng tuy có biên lợi nhuận cao nhưng đã gần như bão hòa với thị phần chi phối của BMP ở miền Nam (50-60%) và NTP ở miền Bắc (~70%). Cộng với sự gia nhập của HSG, cạnh tranh thị trường ống dân dụng hiện đang được các doanh nghiệp đánh giá là khá gay gắt.

Bảng 1: Chỉ số tài chính cơ bản của một số công ty cùng ngành năm 2014

Chỉ tiêu	DNP	BMP	NTP	DPC	DAG	AAA	TTP
Tăng trưởng DT (%)	53,61	15,68	20,83	-0,81	10,69	34,83	0,77
Tăng trưởng LNST (%)	95,59	1,86	12,25	-56,68	10,46	-14,51	-11,24
Biên LNG	14,63	27,7	30,89	14,7	8,3	11,71	10,88
Biên LNR	3,85	15,6	10,84	1,1	2,67	-14,51	2,19
ROE (%)	22,78	29,05	24,15	2,25	16,1	7,11	6,32
ROA (%)	6,54	25,56	14,8	2,04	3,97	3,65	2,96
Nợ vay/Vốn CSH	233,36	3,4	58,91	0	200,75	58,78	108,74
P/E*	2,87	8,81	8,19	30,74	6,09	5,91	9,46
P/B*	0,9	1,93	2,05	0,7	0,95	0,7	0,6

Nguồn: Vietstock

(*) Giá đóng cửa ngày 29/06/2015

Việc đầu tư vào ngành nước mở ra cơ hội kinh doanh mới với hiệu quả cao

Cuối năm 2014, DNP đầu tư vào hai doanh nghiệp ngành nước là TCT Đầu tư Nước và Môi trường Việt Nam (Viwaseen) và CTCP Bình Hiệp. Tháng 5 năm 2015, DNP tiếp tục nâng sở hữu tại CTCP Bình Hiệp lên 51,63% (tương ứng với 774.400 cp) và có thể thực hiện hợp nhất báo cáo tài chính với đơn vị này như một công ty con từ quý 2 năm nay.

CTCP Bình Hiệp hiện là một trong ba nguồn cung cấp nước sạch (bên cạnh hồ Sông Quao và Nhà máy nước Tân Tiến) cho CTCP cấp thoát nước Bình Thuận (đơn vị phân phối nước sạch chính trên địa bàn tỉnh Bình Thuận). Hai nguồn cung cấp nước thô cho Công ty là nước mặt từ hồ Cà Giang (Nhà máy nước Cà Giang - huyện Hàm Thuận Bắc) và nguồn nước ngầm trên địa bàn xã Tân Thành (cung cấp cho Nhà máy nước Tân Thành - huyện Hàm Thuận Nam). Trong đó, hồ Cà Giang là nguồn nước chính với trữ lượng nước tương đối ổn định, đủ cung cấp cho nhà máy trong cả mùa mưa lẫn mùa khô.

Bảng 2: Sản lượng nước ghi thu ở từng nhà máy nước của CTCP Bình Hiệp (Đơn vị: m³)

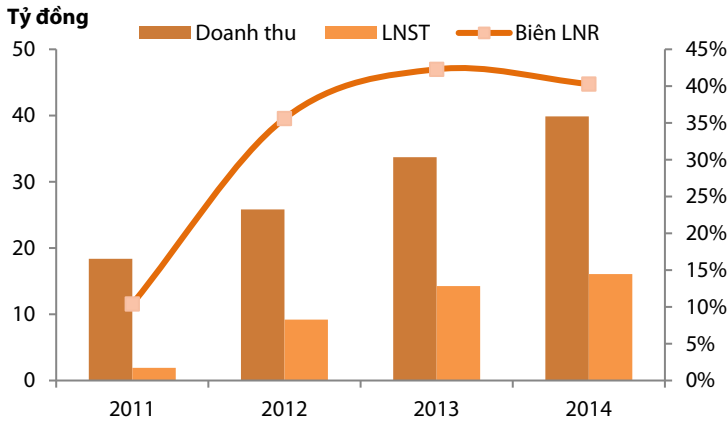
Năm	2011	2012	2013	2014
Nhà máy nước Cà Giang	4.520.259	5.394.437	6.116.682	
Nhà máy nước Tân Thành	111.048	102.276	90.081	
Tổng	4.631.307	5.496.713	6.206.763	7.353.913

Nguồn: CTCP Bình Hiệp

Trong giai đoạn 2011-2014, KQKD của CTCP Bình Hiệp có sự tăng trưởng nhảy vọt với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của doanh thu và lợi nhuận ròng đạt lần lượt 29,5% và 103,4%. Có được kết quả khả quan như vậy là nhờ: (1) sự gia tăng đều đặn về nhu cầu nước sạch ở tỉnh Bình Thuận nói chung và thành phố Phan Thiết nói riêng ([xem thêm Phụ lục](#)), (2) chi phí vận chuyển nước thấp và (3) giá bán nước tương đối tốt. Được biết, hệ thống trạm bơm của CTCP Bình Hiệp nằm trong bán kính chỉ 5-7 km từ đồng hồ tổng nên chi phí cho ống dẫn và tỷ lệ thất thoát nước đều ở mức thấp (ước tính khoảng

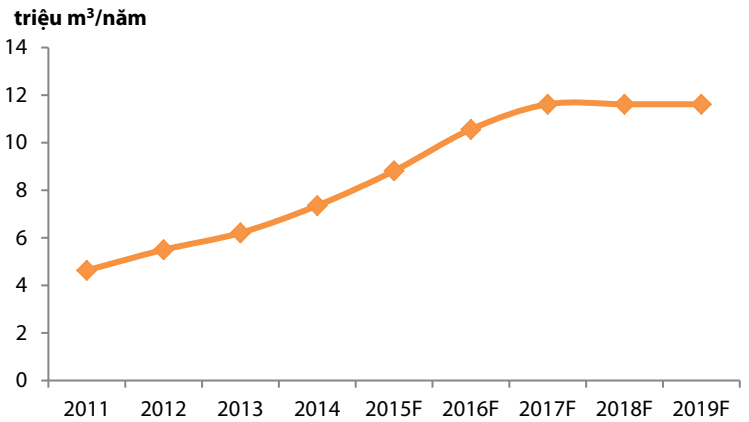
0,2%). Thêm vào đó, giá bán nước ký kết với Cấp thoát nước Bình Thuận (khoảng 5.500 đồng/m³) cũng đảm bảo cho Bình Hiệp một biên lợi gộp khá tốt, ước tính khoảng 49%.

Hình 3: KQKD của CTCP Bình Hiệp giai đoạn 2011-2014



Nguồn: DNP, CTCP Bình Hiệp, RongViet Research

Hình 4: Sản lượng nước ghi thu của CTCP Bình Hiệp



Nguồn: DNP

Công suất cấp nước của tỉnh Bình Thuận đã tăng dần qua các năm nhưng lượng cung vẫn chưa đáp ứng được tốc độ gia tăng nhanh chóng của nhu cầu nước sạch. Chính vì vậy, CTCP Bình Hiệp đã đưa vào vận hành nhà máy nước Cà Giang giai đoạn 2 từ tháng 9/2014 với công suất thiết kế 15.000 m³/ngày đêm, tương đương công suất của nhà máy Cà Giang giai đoạn 1. Nhờ đó, KQKD của CTCP Bình Hiệp kỳ vọng còn tăng trưởng tích cực trong thời gian tới. Ngoài ra, khả năng gia tăng năng lực sản xuất có thể coi là lợi thế của CTCP Bình Hiệp khi mà nhà máy nước Phan Thiết và Tân Tiến đã hoạt động ở công suất tối đa.

Có thể thấy mảng kinh doanh nước sạch của CTCP Bình Hiệp có tỷ suất sinh lời cao và triển vọng tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận tích cực trong dài hạn. Với việc sở hữu trên 51% cổ phần tại đây, chúng tôi kỳ vọng, kết quả hoạt động khả quan của CTCP Bình Hiệp sẽ được phản ánh vào KQKD của DNP từ quý 2/2015. Theo ước tính của chúng tôi, khoản đầu tư này có thể đóng góp khoảng 5,5 tỷ đồng cho cổ đông công ty mẹ của DNP trong năm 2015.

Bảng 3: Chỉ số tài chính cơ bản của CTCP Bình Hiệp và một số công ty nước niêm yết năm 2014

Các chỉ tiêu chính	Bình Hiệp	NTW	CLW	TDW	BTW	SII
Tăng trưởng DT (%)	18,30	-3,96	5,56	14,46	2,49	133,81
Tăng trưởng LNST (%)	29,91	35,15	-12,32	4,46	-10,78	17001,2
ROE (%)	107,1	29,05	15,08	17,57	15,07	1,76
ROA (%)	n/a	25,56	8,83	6,56	11,84	1,4
Nợ vay/Vốn CSH	n/a	0	6,43	25,97	0	19,72
P/E*	n/a	4,05	7,01	6,29	5,98	105,13
P/B*	n/a	1,27	1,04	1,08	0,9	1,84

Nguồn: Vietstock, RongViet Research tổng hợp
*Tính dựa theo giá đóng cửa ngày 29/06/2015

Trước nhu cầu sử dụng nước sạch ngày càng tăng, DNP dự định tiếp tục đầu tư mới vào 3 nhà máy nước từ nay đến cuối năm 2016. Việc tham gia sâu hơn vào ngành nước có thể là bước đầu để DNP thâm nhập thị trường ống nhựa dự án ở khu vực miền Trung – một thị trường ngách mà BMP và NTP chưa vươn tới. Tuy vậy, các ống nhựa cho dự án thường có kích thước lớn nên chi phí vận chuyển tới các khu vực này cũng có thể là vấn đề đáng lưu ý.

Kế hoạch tăng vốn giúp DNP cơ cấu lại các tỷ lệ nợ và bổ sung nguồn vốn đầu tư vào ngành nước

Nhựa Đồng Nai dự kiến phát hành riêng lẻ 5.635.000 cổ phiếu cho các cổ đông chiến lược với giá không thấp hơn 13.000 đồng/cp. Theo tìm hiểu của chúng tôi, một số đối tác chiến lược đã đặt mua toàn bộ lượng cổ phiếu nói trên; do đó, khả năng phát hành thành công là tương đối cao. Bên cạnh đó, Công ty cũng sẽ phát hành thêm 273.000 cổ phiếu dưới hình thức ESOP. Số tiền mà DNP có thể thu được từ các đợt phát hành trên ước tính khoảng 76 tỷ đồng. Ngoài việc bổ sung vốn lưu động và tài trợ các dự án đầu tư vào ngành nước, nguồn tiền từ phát hành còn được DNP dùng để tái cơ cấu nguồn vốn.

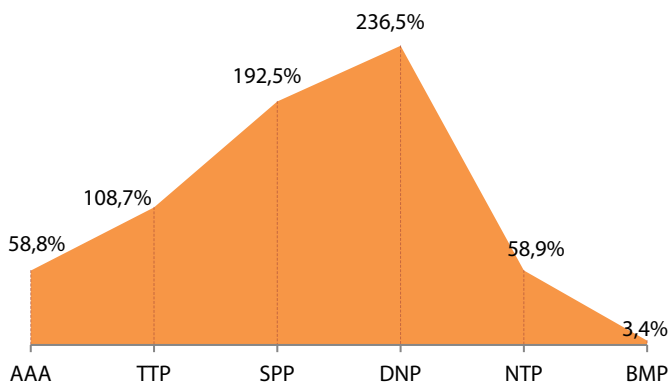
Với doanh thu hằng năm tương đối lớn, nhu cầu vốn lưu động của Công ty là khá cao. Trong khi đó, quy mô vốn điều lệ lại tương đối nhỏ khiến các chỉ số về khả năng thanh toán và hiệu quả hoạt động của DNP chỉ ở mức trung bình trong ngành (Bảng 4). Thêm vào đó, việc chậm thu giá trị hợp đồng dự án Nhiệt điện Duyên Hải (70 tỷ đồng) cuối năm 2014 khiến khoản phải thu và nợ ngắn hạn của DNP cao hơn khá nhiều so với các năm trước (lần lượt tăng 88,2% và 89,2%).

Bảng 4: Chỉ số tài chính thanh toán và cơ bản của một số công ty cùng ngành năm 2014

Chỉ tiêu	DNP		BMP	NTP	DPC	DAG	AAA	TTP
	2014	2015F						
Các chỉ tiêu thanh toán								
Khả năng thanh toán nhanh (lần)	0,79	1,05	5,29	0,65	2,87	0,36	0,66	0,8
Khả năng chi trả lãi vay (lần)	3,38	3,86	125,62	11,57	24,72	2,06	4,33	2,12
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu (%)	279,4	77,8	12,24	76,02	6,61	318,96	81,77	133,83
Tổng nợ / Tổng tài sản (%)	73,6	43,7	10,9	43,19	6,2	76,13	44,69	57,23
Các chỉ tiêu hoạt động (lần)								
Vòng quay phải thu khách hàng	4,4	3,8	8,2	5,63	10,93	9,6	15,67	5,48
Vòng quay hàng tồn kho	6,13	6,2	4,71	3,79	2,35	2,76	8,16	7,06
Vòng quay phải trả nhà cung cấp	24,48	11,0	29,28	20,43	140,02	10,65	8,7	13,8
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt	122,3	123,8	109,51	143,38	186,27	135,78	22,06	91,9

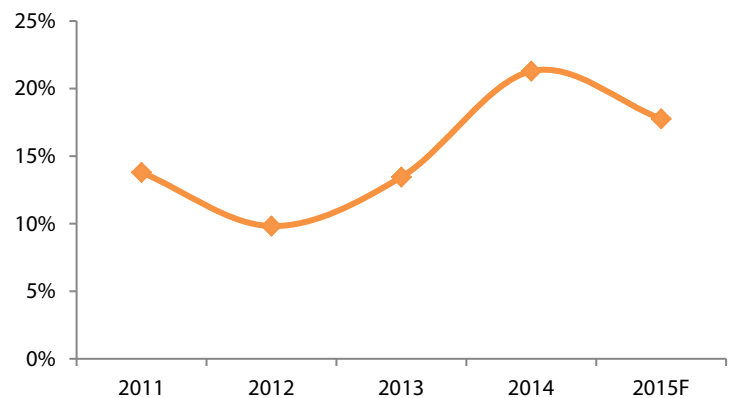
Nguồn: Vietstock, RongViet Research

Hình 5: Tỷ lệ Nợ vay/vốn chủ sở hữu năm 2014



Nguồn: Vietstock

Hình 6: Tỷ lệ ROE bình quân qua các năm



Nguồn: DNP

Tuy nhiên, toàn bộ giá trị của hợp đồng nói trên đã được khách hàng thanh toán trong quý 2/2015. Cùng với đó, với việc sử dụng một phần số tiền từ đợt phát hành thêm để trả nợ, chúng tôi ước tính số dư nợ vay cuối năm 2015 có thể giảm khoảng 42% so với năm 2014. Tỷ lệ nợ vay/VSCH nhờ đó cũng có thể giảm về mức an toàn hơn, khoảng 55%. Dù vậy, do việc phát hành tăng vốn dự kiến chỉ được thực hiện cuối quý 3 hoặc trong quý 4/2015 nên tác động đến chi phí lãi vay có thể được thể hiện rõ nét hơn từ năm 2016. Chúng tôi cho rằng chi phí lãi vay của DNP có thể tăng khoảng 11% trong năm nay nhưng có thể giảm khoảng 36% trong 2016.

Về cơ bản, việc gia tăng số lượng cổ phiếu có thể giảm tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu (ROE) của DNP. Tuy nhiên, nhờ lợi nhuận hợp nhất từ CTCP Bình Hiệp, chúng tôi cho rằng DNP vẫn có thể duy trì được mức ROE gần 18% trong năm nay. Từ đây có thể sự tính toán khá hợp lý của lãnh đạo doanh nghiệp trong việc lựa chọn thời điểm tăng vốn cũng như kế hoạch sử dụng nguồn tiền thu được từ phát hành thêm.

KQKD năm 2015 kỳ vọng có sự tăng trưởng tích cực

Trong quý 1/2015, KQKD của DNP giảm đáng kể so với quý 4 năm trước. Điều này chủ yếu do trong quý 4/2015 Công ty ghi nhận 70 tỷ đồng doanh thu từ dự án Nhiệt điện Duyên Hải nên doanh thu và LNST có sự tăng trưởng đột biến. Tuy nhiên, so với cùng kỳ, doanh thu và LNST vẫn có sự tăng trưởng khả quan với mức tăng lần lượt là 38,9% và 35,8% so với cùng kỳ. Ngoài doanh số ống thường xuyên vẫn đang tăng trưởng, DNP sẽ ghi nhận giá trị của một số hợp đồng bán ống cho các dự án lớn trong năm 2015 như (1) dự án tuyến ống D225-D630mm cho dự án nước mặt Bắc Ninh (40 tỷ đồng); (2) dự án tuyến ống D500-D710 huyện Gò Công, Tiền Giang (50 tỷ đồng); (3) dự án cung cấp mạng lưới và truyền tải D710-800mm ở huyện Củ Chi, TP. Hồ Chí Minh (45 tỷ đồng) và một số dự án lớn đang trong quá trình đàm phán.

Tính chung cả năm 2015, doanh thu thuần của DNP có thể tăng khoảng 25%; trong đó doanh thu mảng bao bì tăng khoảng hơn 22% và ống nhựa 25%. Nhờ đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT) có thể tăng khoảng 26%, tuy nhiên, LNST kỳ vọng có sự nhảy vọt khoảng 59% do việc hợp nhất từ CTCP Bình Hiệp. Như vậy, dù số lượng cổ phiếu đến cuối năm 2015 có thể tăng gần 4 lần, EPS cơ bản cả năm vẫn có thể duy trì ở mức khoảng 3.043 đồng/cp.

Bảng 5: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY15

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q1-FY14	+/- (yoy) (%)	Q4-FY14	+/- (qoq) (%)
Doanh thu	161,8	116,5	38,9	238,8	-32,2
Lợi nhuận gộp	19,6	11,9	65,1	39,3	-50,2
EBITDA	14,1	9,5	49,0	17,3	-18,5
EBIT	9,3	5,7	62,5	18,4	-49,3
LNST	5,4	3,3	64,7	15,0	-63,8
LNST	3,8	2,8	35,8	11,2	-66,0

Nguồn: DNP

Quan điểm và định giá

CTCP Nhựa Đồng Nai là doanh nghiệp có quy mô nhỏ hoạt động chính trong hai lĩnh vực sản xuất là: (1) ống nhựa xây dựng cho các dự án cấp thoát nước và xử lý nước thải; (2) bao bì sản xuất theo phương thức gia công cho thị trường châu Âu. Trong các năm gần đây, KQKD của DNP có sự tăng trưởng tích cực với tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) doanh thu và LNST lần lượt đạt 18,7% và 18,8%.

Đầu năm 2015, DNP đã nâng tỷ lệ sở hữu tại CTCP Bình Hiệp lên 51,63% và có thể hợp nhất BCTC của đơn vị này từ quý 2/2015. Dù là một công ty cấp nước nhỏ, CTCP Bình Hiệp có khả năng sinh lời tốt với triển vọng tăng trưởng lợi nhuận tích cực trong các năm tới. DNP cũng có kế hoạch đầu tư thêm vào ngành nước để gia tăng lợi nhuận từ hoạt động này đồng thời thâm nhập sâu vào thị trường ống nhựa dự án.

Sau khi chia cổ phiếu thưởng, DNP có kế hoạch phát hành thêm 5.635.000 cp cho đối tác chiến lược trong năm nay. Số tiền thu được sẽ cho phép Công ty tiếp tục đầu tư vào ngành nước cũng như mở rộng sản xuất và giảm chi phí lãi vay từ năm 2016.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E, P/B), chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý với cổ phiếu DNP là **21.900 đồng/cp**, cao hơn 34,4% so với giá đóng cửa ngày 09/07/2015. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu DNP trong **DÀI HẠN**. Tuy nhiên, cơ cấu cổ đông khá cô đặc nên thanh khoản cũng là một vấn đề đáng lưu ý với cổ phiếu DNP

Bảng 6: Kết quả định giá

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	24.323	40%	9.729
P/E	24.346	30%	7.304
P/BV	16.114	30%	4.834
Giá bình quân		100%	21.867

Nguồn: RongViet Research

PHỤ LỤC: Nhu cầu nước sạch ở tỉnh Bình Thuận

Nhu cầu nước ở tỉnh Bình Thuận được hỗ trợ bởi hai yếu tố chính đó là sự gia tăng dân số và tỷ lệ dân số sử dụng nước sạch. Theo báo cáo của Tổng cục Thống kê, dân số toàn tỉnh Bình Thuận năm 2014 vào khoảng 1.207.400 người; trong đó, Phan Thiết có khoảng 255.000 dân. Với mức sử dụng nước sạch cho sinh hoạt ước tính khoảng 135 lít/người/ngày đêm và tỷ lệ dân số sử dụng nước sạch là 97% (Quy hoạch tổng thể cấp nước đô thị tỉnh Bình Thuận đến năm 2020), nhu cầu nước sạch năm 2015 của thành phố Phan Thiết ước tính khoảng 84.375 m³ /ngày đêm. Theo dự báo của tỉnh Bình Thuận, dân số của tỉnh năm 2020 có thể lên tới 1.442.000 người, trong đó số dân ở TP. Phan Thiết có thể lên đến 345.000 người. Nhờ vậy, nhu cầu nước sạch của riêng TP. Phan Thiết có thể tăng thêm khoảng 20% so với năm 2015. Bên cạnh đó, nhu cầu nước sạch ở tỉnh Bình Thuận còn có khả năng tăng trưởng nhờ lượng du khách tăng thêm sau khi đường cao tốc TP.HCM – Long Thành – Dầu Giây và sân bay Phan Thiết hình thành.

Bảng 5: Nhu cầu sử dụng nước sạch trên địa bàn tỉnh Bình Thuận (Đvt: m³/ngày đêm)

STT	Khu vực	Năm 2015			Năm 2020		
		Thành Thị	Nông thôn	Tổng	Thành Thị	Nông thôn	Tổng
1	TP.PhanThiết	83.037	1.338	84.375	100.01	1.338	101.348
2	Thị xã La Gi	43.176	757	43.933	61.808	757	62.565
3	Thị xã Phan Rí Cửa	7.524		7.524	11.485		11.485
4	Huyện Tuy Phong	33.269	6.586	39.855	36.596	6.586	43.182
5	Huyện Bắc Bình	13.081	5.864	18.945	19.973	5.864	25.837
6	Huyện Hàm Thuận Bắc	4.316	9.648	13.964	7.412	9.648	17.060
7	Huyện Hàm Thuận Nam	37.973	5.588	43.561	57.702	5.588	63.290
8	Huyện Tánh Linh	4.013	6.552	10.565	5.851	6.552	12.403
9	Huyện Đức Linh	9.153	6.384	15.537	12.811	6.384	19.195
10	Huyện Hàm Tân	55.942	2.707	58.649	96.692	2.707	99.399
11	Huyện Phú Quý	4.814	440	5.254	6.261	440	6.701
	Tổng	296.297	45.864	342.161	416.601	45.864	462.465

Nguồn: Quy hoạch tổng thể cấp nước đô thị tỉnh Bình Thuận đến năm 2020
Quy hoạch tổng thể cấp nước nông thôn tỉnh Bình Thuận đến năm 2020

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần				
Giá vốn	387,0	596,9	731,1	827,2
Lãi gộp	329,8	511,6	625,1	707,2
Chi phí bán hàng	57,2	85,3	106,0	119,9
Chi phí quản lý	14,0	17,2	21,9	24,8
Thu nhập từ HĐTC	17,7	24,2	31,6	34,6
Chi phí tài chính	1,4	0,4	0,9	0,7
Lợi nhuận khác	13,1	15,1	16,9	10,8
Lợi nhuận trước thuế	0,2	-2,0	-0,3	-0,7
Thuế TNDN	14,0	27,2	36,2	49,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,3	5,9	8,0	9,9
Lợi nhuận sau thuế	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	11,7	21,2	28,2	39,7
EBITDA	24,4	38,6	48,9	57,8

Đvt:%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	26,5	54,2	22,5	13,1
Lợi nhuận HKKD	12,4	72,5	19,6	15,2
EBITDA	9,9	10,9	51,4	15,1
EBIT	24,2	58,0	26,7	18,2
Lợi nhuận sau thuế	42,2	81,1	33,0	40,6
Tổng tài sản	16,6	46,9	3,6	6,8
Vốn chủ sở hữu	7,1	21,3	121,2	6,4
Tốc độ tăng trưởng nội tại	11,1	21,3	8,4	7,8
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	14,8	14,3	14,5	14,5
LN HKKD / Doanh thu	6,6	7,4	7,2	7,3
EBITDA/ Doanh thu	9,8	7,0	8,7	8,8
EBIT/ Doanh thu	6,3	6,5	6,7	7,0
LNST/ Doanh thu	3,0	3,6	3,9	4,8
ROA	4,5	6,1	6,7	8,9
ROIC or RONA	24,1	34,6	27,1	23,1
ROE	13,5	21,3	16,1	15,9

Hiệu quả hoạt động (x)

Vòng quay kh. phải thu	4,0	3,8	4,1	5,2
Vòng quay hàng tồn kho	4,7	6,2	5,8	5,6
Vòng quay khoản phải trả	8,2	11,0	12,5	12,8

Khả năng thanh toán (x)

Hiện hành	1,1	1,1	1,7	1,7
Nhanh	0,7	0,8	1,1	1,0

Cấu trúc tài chính

Tổng nợ/ Vốn CSH	215,0	279,4	77,7	78,4
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	146,5	228,5	54,4	41,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	17,6	8,0	0,0	0,0

Lưu ý: Chưa hợp nhất báo cáo tài chính của CTCP Bình Hiệp

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tiền	8	9	19	20
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	9	10	10
Các khoản phải thu	110	206	154	165
Tồn kho	69	96	120	131
Tài sản ngắn hạn khác	13	9	16	13
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	199	329	318	339
Tài sản cố định hữu hình	53	49	47	43
Tài sản cố định vô hình	3	3	3	3
Xây dựng cơ bản dở dang	1	0	2	2
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	9	30	45
Tài sản dài hạn khác	27	25	30	28
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
TSCĐ và đầu tư dài hạn	84	86	112	120
TỔNG TÀI SẢN	283	415	430	459
Tiền hàng phải trả và ứng	30	25	31	33
Khoản phải trả ngắn hạn khác	16	22	26	62
Vay và nợ ngắn hạn	132	250	132	108
Vay và nợ dài hạn	16	9	0	0
Khoản phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	194	306	188	202
Vốn chủ sở hữu	90	109	242	257
Vốn đầu tư của CSH	34	34	138	138
Lợi nhuận giữ lại	13	27	31	37
Các quỹ	17	21	29	39
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	90	109	242	257
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	284	415	430	459
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
LNTT	14,0	15,0	36,2	49,6
Khấu hao	13,3	3,3	14,5	15,2
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>10,6</i>	<i>80,2</i>	<i>-61,4</i>	<i>-63,0</i>
Thay đổi vốn lưu động	-34,1	-94,1	30,4	18,9
Tiền thuần từ HĐKD	3,8	4,5	19,8	20,7
Thay đổi TSCĐ	-21,9	-2,6	-21,9	-6,5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-2,5	-13,7	-24,6	-18,1
Lãi cho vay, cổ tức, LN được	0,8	0,0	0,0	0,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-23,6	-16,4	-46,5	-24,7
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	120,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	25,6	54,6	-126,9	-24,1
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-2,0	0,0	44,1	29,5
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	23,7	54,6	37,2	5,4
Tiền thuần trong kỳ	3,9	42,7	10,4	1,5
Tiền đầu năm	3,9	8,3	8,7	18,7
Ảnh hưởng của tỷ giá	-0,2	8,7	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	7,6	8,7	18,7	20,2

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và 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. 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. Rong Viet Securities tuyệt đối 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 của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. 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.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**