

CTCP Cấp nước Đồng Nai (UpCOM: DNW)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu DNW với **giá mục tiêu VND28.300** trên cơ sở (i) là DN hàng đầu sản xuất và cung cấp nước sạch cho các huyện trên địa bàn tỉnh Đồng Nai, (ii) công tác triển khai phát triển khách hàng được chú trọng và đẩy mạnh thông qua các dự án mở rộng hệ thống cấp nước nhằm đáp ứng nhu cầu sử dụng nước ngày càng cao tại Đồng Nai, và (iii) triển vọng tăng trưởng gắn liền với định hướng và quy hoạch phát triển mạng lưới cấp nước của tỉnh. **Ngoài ra, việc đồng JPY mất giá so với USD sẽ tạo động lực tăng trưởng ngắn hạn cho DNW khi biên LN được cải thiện rõ rệt nhờ ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá lớn.**

Tiêu điểm đầu tư

- **DNW là DN hàng đầu sản xuất và cung cấp nước sạch cho các huyện trên địa bàn tỉnh Đồng Nai**, với hệ thống cấp nước và nhà máy nước có tổng công suất ~480.000 m3/ngày đêm. Dịch vụ cung cấp nước sạch chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu với >95%.
- **Biến động tỷ giá theo hướng có lợi trong ngắn hạn.** Đồng JPY và KRW mất giá trong nửa đầu năm giúp lãi ròng 1H2021 của DNW tăng mạnh 90% khi ghi nhận lãi ~80 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá. Tỷ giá USD/JPY và USD/KRW được dự báo sẽ tiếp tục cao trong nửa cuối năm sẽ là động lực giúp DNW cải thiện lợi nhuận trong năm 2021.
- **Công tác triển khai phát triển khách hàng được chú trọng và đẩy mạnh thông qua các dự án mở rộng hệ thống cấp nước.** Để đáp ứng nhu cầu sử dụng nước ngày càng cao tại Đồng Nai, các dự án mở rộng công suất sản xuất nước sạch được DNW triển khai mạnh mẽ. HTCN Thiện Tân GD2 đã được đưa vào hoạt động trong năm 2020, nâng công suất hoạt động lên 30% so với giai đoạn trước đó.
- **Chi trả cổ tức tiền mặt tăng dần đều qua các năm.** Năm 2020, DNW thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt VND 1.000/CP, tương ứng lợi tức khoảng 4%. Chúng tôi kỳ vọng DN sẽ duy trì chính sách chi trả cổ tức này trong vòng 5 năm tới.
- **Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của DNW tăng tương ứng 4,2% và 113% n/n** với động lực tăng trưởng chính đến từ việc ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá khi đồng JPY và KRW chúng kiến mất giá khoảng 7% so với năm 2020.

Định giá

Chúng tôi xác định **giá mục tiêu** của cổ phiếu DNW **vào khoảng VND 28.300** dựa trên kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E.



Ngày báo cáo	14/09/2021
Giá hiện tại	VND 24.000
Giá mục tiêu	VND 28.300
Upside	17,9%
Lợi tức	4,2%
Tổng mức sinh lời	22,1%
Vốn hóa thị trường	2.880 tỷ VND
Biến động 52 tuần	VND 17.000
	VND 24.000
Khối lượng giao dịch/ngày	39.036 Cp
Giới hạn sở hữu NĐTNN	10,00%
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN	0,05%

	Đơn vị	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	Tỷ đồng	1.072	1.116	1.163	1.181
EBIT	Tỷ đồng	254	241	416	282
Lãi ròng	Tỷ đồng	153	149	318	185
EPS	VND	1.363	1.336	2.738	1.721
Tăng trưởng EPS	%	37%	-2%	105%	-37%
P/E	Lần	20,3x	5,4x	8,8x	13,9x
P/B	Lần	1,7x	1,6x	1,5x	1,5x
ROE	%	10,8%	10,1%	18,8%	9,6%

(*): EPS giảm do lượng CP tăng thêm

Nguồn: MBS Research

CTCP Cấp nước Đồng Nai (UpCOM: DNW)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

DNW là DN sản xuất và cung cấp nước sạch có vị thế hàng đầu tại Đồng Nai...

- **DNW là DN hàng đầu sản xuất và cung cấp nước sạch cho các huyện trên địa bàn tỉnh Đồng Nai**, với hệ thống cấp nước và nhà máy nước có tổng công suất ~480.000 m³/ngày đêm, trong đó riêng Công ty mẹ ~450.000 m³/ngày đêm. Dịch vụ cung cấp nước sạch chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu với >95%, phần còn lại đến từ hoạt động lắp đặt, thay thế đồng hồ nước...và nước đóng chai Doriv.
- **Hoạt động kinh doanh nước đóng chai bắt đầu được triển khai từ 08/2020 và nhận được phản hồi tích cực của khách hàng.** Trong 1H2021, hoạt động này đem lại 879 triệu đồng cho DNW, cao hơn mức 349 triệu đồng của cả năm 2020 (tính từ 08/2020). Tuy nhiên, cần lưu ý rằng hoạt động kinh doanh này chỉ đóng góp 1 phần rất nhỏ trong cơ cấu doanh thu của DNW.
- **Công tác triển khai phát triển khách hàng được chú trọng và đẩy mạnh thông qua các dự án mở rộng hệ thống cấp nước.** Số lượng khách hàng sử dụng sản phẩm của DNW chứng kiến bình quân tăng 10%/năm trong giai đoạn 2013 – 2020. Để đáp ứng nhu cầu sử dụng nước ngày càng cao tại Đồng Nai, với vị thế là DN cung cấp nước sạch hàng đầu tại đây, các dự án mở rộng công suất sản xuất nước sạch được DNW triển khai mạnh mẽ, như Hệ thống cấp nước Thiện Tân GD2 và HTC N Nhơn Trạch GD2, trong đó HTCN Thiện Tân GD2 đã được đưa vào hoạt động trong năm 2020, nâng công suất hoạt động lên 30% so với giai đoạn trước đó.
- **Cập nhật tiến độ dự án Hệ thống cấp nước Nhơn Trạch GD2.** Dự án hiện đã hoàn chỉnh hồ sơ thiết kế và trình Sở Xây dựng thẩm định hồ sơ.
- **Tỷ lệ thất thoát nước mặc dù giảm khá từ năm 2014 nhưng vẫn ở mức cao, ~20%.** Doanh nghiệp đặt mục tiêu giảm tỷ lệ thất thoát xuống còn 16% đến năm 2025.
- **Kết quả kinh doanh chịu ảnh hưởng lớn từ tỷ giá giữa JPY và KRW với VND.** Số dư khoản vay bằng JPY và KRW của DNW đến cuối Q2 2021 vào khoảng >1.200 tỷ đồng, tương ứng ~60% tổng dư nợ. Điều này khiến cho lợi nhuận của DN biến động mạnh theo diễn biến tỷ giá của 2 đồng ngoại tệ này với VND.
- **Cổ tức chi trả đều hàng năm với mức tăng dần.** Năm 2020, DN thực hiện chi trả cổ tức tiền mặt 1.000 VNĐ/CP, tương ứng lợi tức khoảng 4%.

Công suất sản xuất nước của DNW

	Hệ thống cấp nước	Công suất (m ³ /ngày)
	HTCN Thiện Tân GD1	100.000
	HTCN Thiện Tân GD2	100.000
	HTCN Nhơn Trạch GD1	100.000
	NM nước Long Bình	30.000
	NM nước Biên Hòa	36.000
	HTCN Trảng Bom	2.000
Công ty mẹ	HTCN Vĩnh An	4.000
	HTCN Tân Phú	2.500
	HTCN Định Quán	4.200
	HTCN Tâm Hưng Hòa	10.000
	HTCN Gia Ray	15.000
	NM nước Hóa An	15.000
	NMN Thạnh Phú	15.000
Công ty con	CTCP Cấp nước Nhơn Trạch	34.100
Công ty con	CTCP Cấp nước Long Khánh	11.400
Tổng		479.200

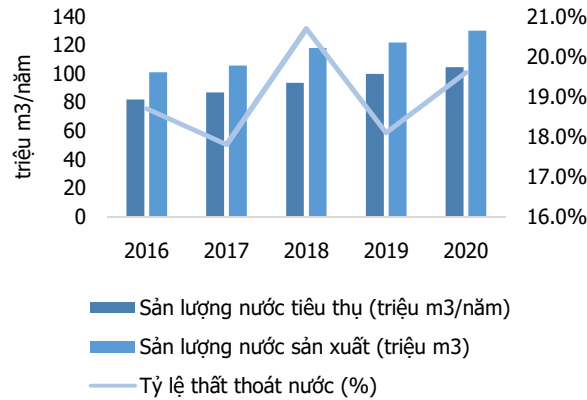
(Nguồn: DNW)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

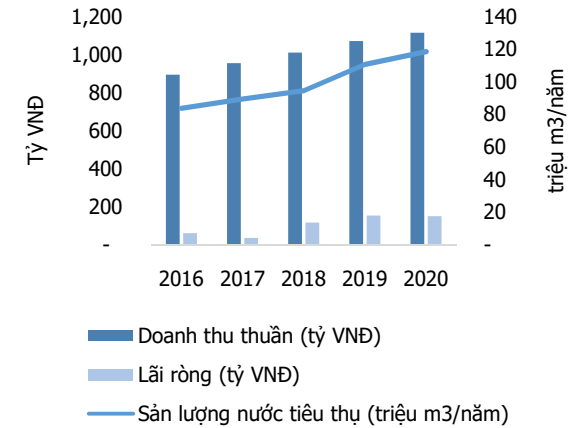
...với những chuyển biến tích cực trong hoạt động sản xuất kinh doanh

- **Lãi ròng 1H2021 tăng mạnh 90% n/n chủ yếu nhờ ghi nhận lớn lãi chênh lệch tỷ giá.** Với dư nợ vay bằng JPY và KRW cao, DNW ghi nhận lãi tỷ giá ~80 tỷ đồng trong 1H2021 khi đồng JPY và KRW đều mất giá, trong khi cùng kỳ năm ngoái DN ghi nhận lỗ ~6,56 tỷ đồng. Đây là nguyên nhân chính khiến lãi ròng của DNW trong nửa đầu năm 2021 tăng mạnh so với cùng kỳ bên cạnh các yếu tố về (i) cải thiện biên LN gộp (40,2% lên 41,2%), (ii) tiết giảm chi phí bán hàng & QLDN, và (iii) áp dụng thuế TNDN 5% với DN hoạt động trong lĩnh vực xã hội hóa.
- **Khả năng sinh lời có sự cải thiện trong những năm gần đây.** Mặc dù biên LN gộp của DNW khá cao tuy nhiên ROE và ROA ở mức thấp chủ yếu do tác động bởi yếu tố tỷ giá mà chúng tôi đã đề cập ở trên.
- **Hệ số thanh toán ở mức thấp tuy nhiên dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn ghi nhận giá trị thặng dư lớn qua các năm.**

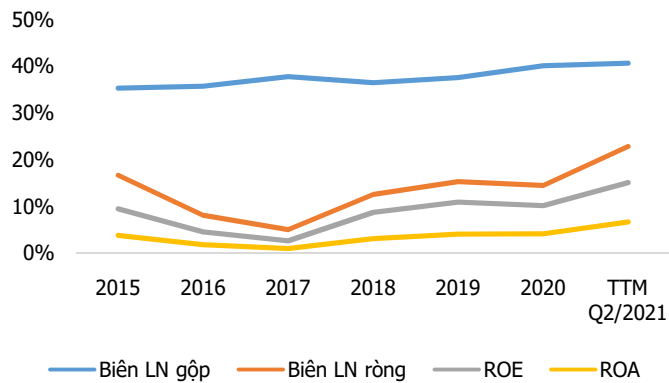
Tình hình sản xuất nước & tỷ lệ thất thoát nước 2016 - 2020



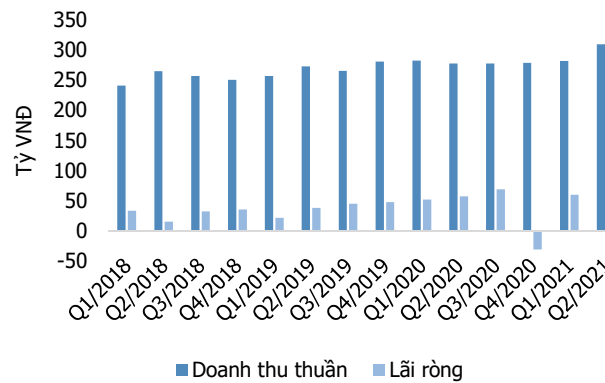
Biến động KQKD theo năm



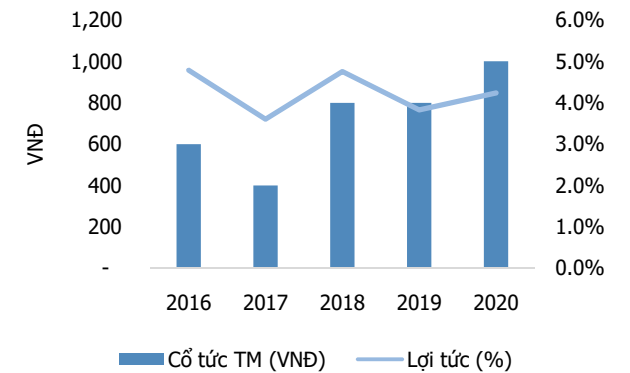
Khả năng sinh lời



Biến động KQKD theo quý



Lịch sử chi trả cổ tức tiền mặt



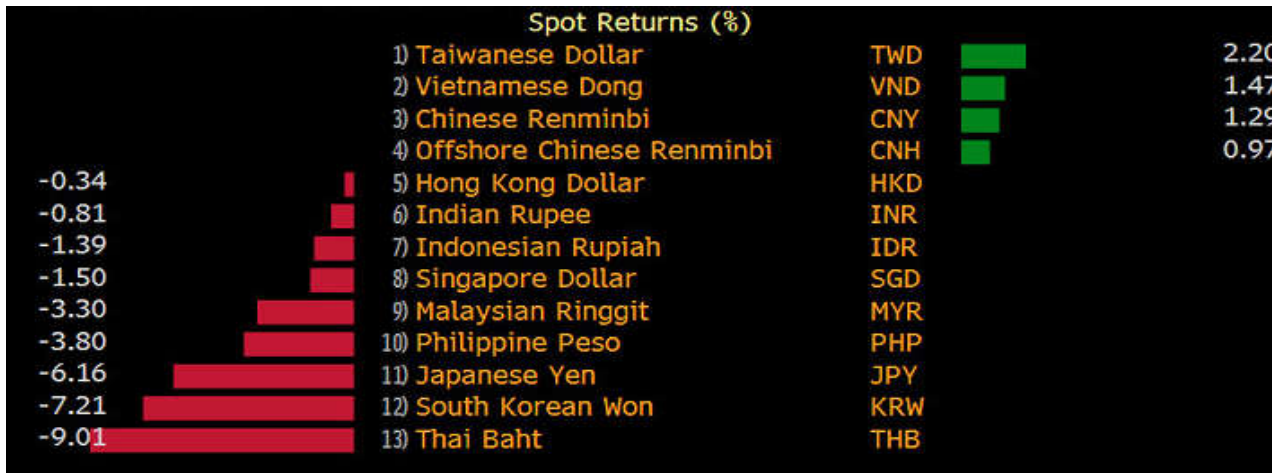
(Nguồn: DNW)

(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

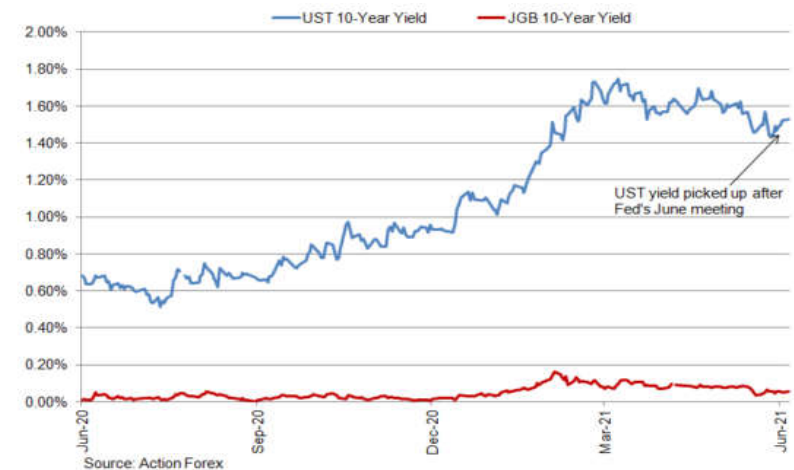
Triển vọng tăng trưởng ngắn hạn của DNW gắn liền với biến động tỷ giá theo hướng có lợi cho lợi nhuận kinh doanh của DN...

- **JPY và KRW là 2 trong 3 đồng tiền chứng kiến mất giá nhiều nhất so với USD kể từ đầu năm trở lại đây**, tương ứng -6% YTD và 7,2% YTD (theo Bloomberg).
- **Tỷ giá USD/JPY lên mức cao nhất trong 1 năm qua** do (i) BoJ quyết định giữ nguyên lãi suất ngắn hạn ở mức -0,1% và dài hạn quanh mức 0% trong khi FED dự kiến sẽ tăng 2 đợt lãi suất vào năm 2023, (ii) lợi suất TPCP Nhật Bản ở mức thấp do chính sách kiểm soát đường cong lợi suất của BoJ và lãi suất âm trong khi LSTP Mỹ tăng cao hơn do kỳ vọng về lạm phát tại quốc gia này, (iii) Nhật Bản đang đối mặt với suy thoái kinh tế, đối lập với đà tăng trở lại của nền kinh tế Mỹ, và (iv) Nhật Bản vẫn đang trong tình trạng giảm phát kể từ tháng 10/2020 trong khi các nền kinh tế lớn trên thế giới ghi nhận chỉ số lạm phát tăng. Xu hướng mất giá của đồng JPY vẫn sẽ tiếp tục đến cuối năm 2021 và có thể kéo dài sang năm 2022.
- **KRW được dự báo sẽ chỉ mất giá trong ngắn hạn.** Kể từ đầu năm 2021, sự gia tăng mạnh tỷ giá USD/KRW là kết quả của những thay đổi toàn diện các điều kiện thị trường như các nhà đầu tư nước ngoài bán cổ phiếu của các công ty Hàn Quốc gần đây, tín hiệu thắt chặt chính sách tiền tệ từ Mỹ và cả tác động từ làn sóng lây nhiễm COVID-19 thứ 4 đang diễn ra. Tuy nhiên xu hướng này sẽ không kéo dài qua lâu trước động thái nâng lãi suất cơ bản của NHTW Hàn Quốc (BoK). Nhà kinh tế Kim Hyo-jin của KB Securities dự báo tỷ giá hối đoái sẽ bắt đầu có dấu hiệu ổn định sau cuộc họp của Ủy ban Thị trường Mở Liên bang Mỹ (dự kiến diễn ra vào ngày 21-22/9 tới).

Biến động tỷ giá giữa các đồng tiền châu Á với USD từ đầu năm 2020



So sánh lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm Mỹ & Nhật Bản



(Nguồn: Bloomberg, Action Forex)

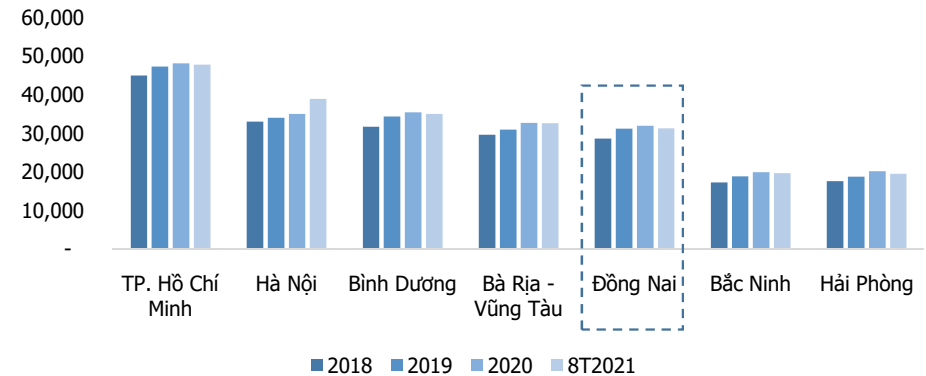
(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

... trong khi triển vọng dài hạn gắn liền với chủ trương và quy hoạch phát triển mạng lưới cấp nước của tỉnh Đồng Nai

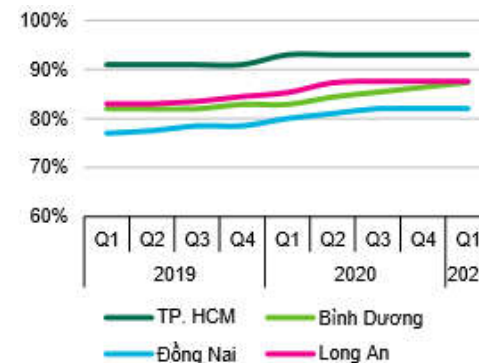
- Phát triển mạng lưới thủy lợi, cấp nước là một trong những chỉ tiêu quy hoạch trọng yếu của tỉnh Đồng Nai.** Đồng Nai nằm trong vùng kinh tế trọng điểm phía Nam với 32 khu công nghiệp, khu công nghệ đang hoạt động. Theo “Quy hoạch tỉnh Đồng Nai thời kỳ 2021 – 2030, tầm nhìn đến năm 2050” được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt vào tháng 7/2020, việc phát triển mạng lưới thủy lợi, cấp nước là một trong những chỉ tiêu quy hoạch trọng yếu của tỉnh, gắn liền với tốc độ đô thị hóa, thu hút vốn FDI & nhu cầu sử dụng nước sạch ngày càng cao tại khu vực này.
- Hệ thống hạ tầng giao thông ngày càng được hoàn thiện là nền tảng thu hút vốn FDI** vào các Khu Công nghiệp tại Đồng Nai với hàng loạt các dự án đầu tư lớn được triển khai như: Sân bay Long Thành, các dự án phát triển hạ tầng kết nối giao thông tại các huyện Long Thành, Thống Nhất, Nhơn Trạch, Long Khánh... Đồng Nai là tỉnh xếp thứ 5 cả nước về thu hút vốn FDI, chỉ sau TP. Hồ Chí Minh, Hà Nội, Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu.
- Nhiều doanh nghiệp FDI vẫn tăng vốn đầu tư vào Đồng Nai trong bối cảnh diễn biến dịch bệnh phức tạp.** Tính từ đầu năm đến 20/08/2021, cả nước ghi nhận 19,12 tỷ USD tổng vốn đăng ký cấp mới, điều chỉnh và góp vốn mua cổ phần của nhà ĐTNN, bằng 97,9% so với cùng kỳ năm 2020, trong đó Đồng Nai thu hút 572,8 triệu USD, tăng nhẹ 6,4% n/n mặc dù số ca mắc Covid-19 liên tục tăng trong thời gian gần đây. Theo Ban Quản lý các Khu công nghiệp DIZA tỉnh Đồng Nai, nhiều doanh nghiệp vẫn tăng vốn sản xuất, như: Công ty TNHH Hyosung Đồng Nai, Công ty TNHH Ma Ri Got Việt Nam..., cho thấy các nhà đầu tư tin tưởng dịch bệnh sẽ được kiểm soát, hoạt động sản xuất kinh doanh sớm trở lại bình thường.

Lũy kế đến ngày 20/08/2021, toàn tỉnh có 1.783 dự án có vốn đầu tư nước ngoài với tổng vốn đăng ký là 32,35 tỷ USD (theo Bộ Kế hoạch & Đầu tư), đứng thứ ba cả nước về thu hút FDI (không bao gồm Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh, sau Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu).
- Tỷ lệ lấp đầy tại các KCN vẫn duy trì ở mức cao.** Thống kê từ JLL & CBRE cho thấy tỷ lệ lấp đầy tại các khu công nghiệp chính tại miền Nam vẫn đạt hơn 85,0% nhờ nhu cầu cao từ sự dịch chuyển sản xuất từ Trung Quốc cũng như Hiệp định EVFTA chính thức có hiệu lực.
- Nhu cầu sử dụng nước sạch tại các KCN mặc dù có giảm nhưng vẫn duy trì trong đợt bùng phát dịch Covid-19** khi có hơn 1,2 nghìn DN đăng ký thực hiện “3 tại chỗ”, nhiều DN vẫn duy trì sản xuất 30-70%.

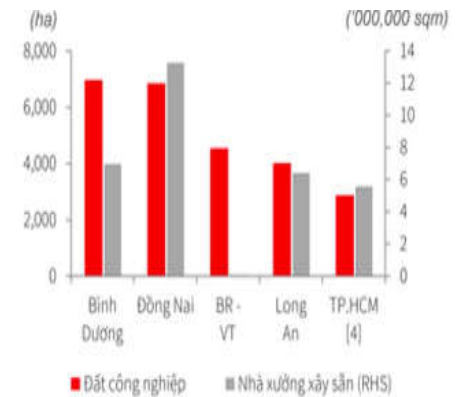
FDI theo địa phương (lũy kế các dự án còn hiệu lực)



Tỷ lệ lấp đầy đất công nghiệp



Tổng nguồn cung Q2 2021



(Nguồn: JLL, CBRE, Bộ Kế hoạch đầu tư)

CTCP Cấp nước Đồng Nai (UpCOM: DNW)



(MUA; Giá mục tiêu: VND 28.300)

Mô hình dự phóng

Năm 2021, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận của DNW tăng tương ứng 4,2% và 113% n/n với động lực tăng trưởng chính đến từ việc ghi nhận lãi chênh lệch tỷ giá khi đồng JPY và KRW chứng kiến mất giá khoảng 7% so với năm 2020. Chúng tôi giả định sản lượng nước tiêu thụ năm 2021 tăng ~5% lên 124 triệu m³/năm, tương ứng 71% công suất sản xuất nước của DNW. Doanh thu từ kinh doanh nước đóng chai Doriv tiếp tục tăng khá trong năm 2021, tuy nhiên đóng góp không đáng kể vào doanh thu của toàn Công ty.

Năm 2022, doanh thu tăng nhẹ ~2% trong khi lãi ròng giảm 42% khi nền kinh tế các nước hồi phục sau dịch Covid-19, đồng JPY và KRW tăng giá ~3% so với năm 2021. Sản lượng nước tiêu thụ tăng 1,5% n/n.

Trong giai đoạn tiếp theo từ 2023 - 2025, DN sẽ ghi nhận mức tăng trưởng bình quân năm với doanh thu khoảng 1% và lãi ròng khoảng 8%.

Do dự án đầu tư mở rộng Hệ thống cấp nước Nhơn Trạch Giai đoạn 2 đang tạm ngưng triển khai, chúng tôi không đưa phần công suất tăng thêm đóng góp bởi HTCN này trong mô hình dự phóng.

Định giá

Chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu DNW vào khoảng VND 28.300 dựa trên kết hợp 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E.

WACC áp dụng đối với DN ở mức 5,3% và tốc độ tăng trưởng dài hạn giả định 1%.

Bảng so sánh P/E một số DN cùng ngành & quy mô tương đương

Công ty	Ticker	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	BF P/E
CTCP Nước - Môi trường Bình Dương	BWE	7.938	11,5x
CTCP Cấp nước Hải Phòng	HPW	1.224	13,0x
CTCP Đầu tư Nước sạch Sông Đà	VCW	3.750	19,8x
CTCP Điện nước An Giang	DNA	1.170	9,8x
Bình quân		3.520	13,5x

(Nguồn: MBS Research)

Liên hệ Khôi Nghiên cứu:

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Quỳnh Hoa

Email: hoa.nguyenquynh@mbs.com.vn

Người kiểm soát: Trần Hoàng Sơn

Email: Son.tranhoang@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 15\%$
GIỮ	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

MBS RESEARCH | TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Quận Đống Đa, Hà Nội

Tel: +84 24 7304 5688 - Fax: + 84 24 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Hotline: **+84 24 3755 6688**