

## Ngành nhựa

Báo cáo lần đầu

20 tháng 11, 2015

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng 2015 **21.771**

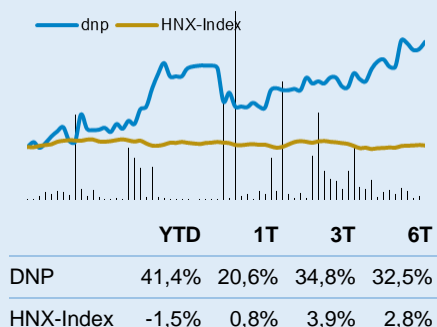
Giá thị trường (19/11/2015) **21.700**

Lợi nhuận kỳ vọng **0%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	8.751 – 23.500
Vốn hóa	293
SL cổ phiếu lưu hành	13.507.131
KLGD bình quân 10 ngày	3.384
% sở hữu nước ngoài	2,7%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	
Beta	1,12

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

**Chế Thị Mai Trang**

(84 4) 3928 8080 ext 606

chethimaitrang@baoviet.com.vn

## Tiềm năng tăng trưởng từ hướng đi mới

### Định hướng chiến lược phát triển mảng sản xuất kinh doanh nước sạch.

CTCP Nhựa Đồng Nai có hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống là ống nhựa và bao bì nhựa. Tháng 5/2015, Công ty mua cổ phần chi phối (51,63%) của Công ty cổ phần Bình Hiệp – doanh nghiệp sở hữu nhà máy nước Cà Giang công suất 30.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm, chuyên cung cấp nước cho khu vực thị xã Phan Thiết và Mũi Né. CTCP Bình Hiệp có hoạt động kinh doanh khá hiệu quả với biên lợi nhuận cao (48% trong 6T/2015), do đó mặc dù lĩnh vực kinh doanh nước chỉ chiếm 6% doanh thu nhưng đóng góp tới 33% lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm của DNP, giúp DNP đạt mức tăng trưởng 2,7 lần về lợi nhuận so với cùng kỳ 2014. Định hướng phát triển trong tương lai của DNP là duy trì ổn định mảng bao bì nhựa, tiếp tục phát triển sản xuất ống nhựa với phân khúc khách hàng dự án, và đặc biệt đầu tư vào hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sạch.

### Nước sạch là hoạt động được khuyến khích đầu tư với nhiều ưu đãi của Nhà nước.

Việc đầu tư vào hệ thống hạ tầng cấp thoát nước tại khu vực nông thôn được coi là một trong những nhiệm vụ cấp thiết hiện nay. Nhà nước đã có nhiều chính sách ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp, tiền thuê đất và các hỗ trợ về vốn, cũng như cơ chế tính giá nước đảm bảo cho doanh nghiệp bù đắp được chi phí và có lợi nhuận. Đồng thời về dài hạn giá nước sẽ theo xu hướng tăng trong các năm tới, giúp ngành nước trở thành một trong những ngành có mức độ rủi ro thấp và khả năng sinh lời tốt.

### Hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sẽ được đặc biệt đẩy mạnh trong vòng 2 năm tới với mục tiêu tăng gấp 6-7 lần công suất hiện tại.

DNP sẽ tiến hành nâng công suất của nhà máy Cà Giang lên 50.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm để đáp ứng được nhu cầu nước sạch gia tăng của tỉnh Bình Thuận. Ngoài ra, DNP đang nghiên cứu tiến hành 2 dự án xây dựng nhà máy nước có công suất 15.000 m<sup>3</sup> và 10.000 m<sup>3</sup>. Công ty cũng cho biết mục tiêu trong vòng 2 năm tới là đưa tổng công suất cung cấp nước sạch lên 200.000 m<sup>3</sup> nước thông qua việc xây dựng mới và tiến hành M&A với các công ty cấp nước. Thị trường mà DNP hướng tới là các nhà máy cấp nước tại khu vực nông thôn, có quy mô nhỏ chỉ khoảng 2.000 – 5.000 m<sup>3</sup> nước là những dự án Nhà nước đang khuyến khích đầu tư để có thể tận dụng những ưu đãi về vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp và tiền thuê đất.

### Khuyến nghị đầu tư.

Trong cả năm 2015, DNP ước tính công ty có thể đạt 40 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng khoảng 73% so với năm 2014. Giá hợp lý của cổ phiếu DNP theo phương pháp so sánh P/E 2015 ở mức 21.771 VNĐ/cổ phần, theo đó giá hiện tại đã phản ánh tương đối đầy đủ triển vọng 2015 của DNP. Năm 2016, là năm DNP thực hiện các dự án đầu tư mới vào ngành nước do đó kết quả kinh doanh sẽ chỉ tương đương với năm 2015. Tuy nhiên, từ năm 2017 trở đi, khi các dự án mới được đưa vào vận hành, có thể giúp DNP đạt mức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận. Do đó, mặc dù giá hiện tại đã khá hợp lý với triển vọng ngắn hạn của DNP, chúng tôi cho rằng DNP là cổ phiếu cần được theo dõi trong năm 2016.

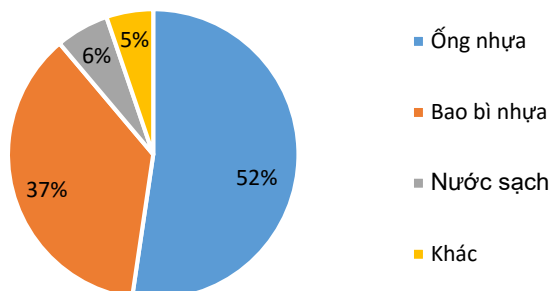
## Sơ lược về công ty

CTCP Nhựa Đồng Nai tiền thân là Công ty Diêm Đồng Nai được thành lập theo Quyết định số 393/CNN-TCLĐ của Bộ Công nghiệp nhẹ. Công ty chuyển sang hình thức công ty cổ phần từ tháng 5/2003 với số vốn điều lệ 3 tỷ VNĐ. Sau nhiều lần phát hành tăng vốn, hiện tại Nhựa Đồng Nai có vốn điều lệ khoảng 140 tỷ VNĐ và niêm yết trên sàn HNX với mã chứng khoán DNP.

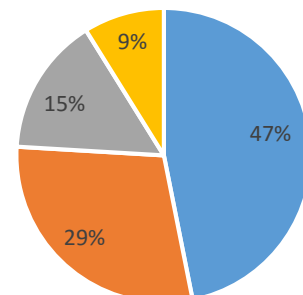
Hoạt động sản xuất kinh doanh truyền thống của DNP là sản xuất ống nhựa và bao bì nhựa. Tháng 5/2015, Công ty lấn sân sang lĩnh vực sản xuất và kinh doanh nước sạch khi tiến hành mua cổ phần chi phối (51,63%) của Công ty cổ phần Bình Hiệp – doanh nghiệp sở hữu nhà máy nước Cà Giang công suất 30.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm, chuyên cung cấp nước cho khu vực thị xã Phan Thiết và Mũi Né.

Định hướng phát triển trong tương lai của DNP là duy trì ổn định mảng bao bì nhựa, tiếp tục phát triển sản xuất ống nhựa với phân khúc khách hàng dự án, và đặc biệt đầu tư vào hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sạch.

Cơ cấu doanh thu thuần 6T/2015



Cơ cấu lợi nhuận gộp 6T/2015



## Bao bì nhựa: lợi nhuận không cao nhưng dòng tiền ổn định

Hoạt động sản xuất bao bì của DNP có quy mô khoảng 3.000 – 5.000 tấn sản phẩm/năm. Sản phẩm 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%. Khi giá nguyên liệu thay đổi, giá bán cũng sẽ điều chỉnh theo, do đó DNP không gặp rủi ro đối với hoạt động này. Mặc dù đây không phải là mảng hoạt động có lợi nhuận cao, tuy nhiên mang lại dòng tiền ổn định và nguồn USD đối ứng giúp DNP thuận lợi hơn trong việc vay ngoại tệ phục vụ cho hoạt động nhập khẩu hạt nhựa phục vụ sản xuất ống nhựa và bao bì nhựa. 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.

## Ống nhựa có tiềm năng tăng trưởng tốt khi tập trung vào phân khúc khách hàng dự án

### **Hoạt động sản xuất ống nhựa tập trung vào phân khúc khách hàng dự án.**

Công suất sản xuất ống nhựa của DNP hiện tại đạt 12.000 tấn/năm, có quy mô tương đối nhỏ so với các doanh nghiệp đầu ngành là Nhựa Tiền Phong (NTP- công suất 102.000 tấn/năm) và Nhựa Bình Minh (BMP – công suất 85.000 tấn/năm). DNP tập trung phát triển phân khúc sản phẩm cung cấp cho các công trình xây dựng thay vì sản phẩm dùng trong dân dụng. Định hướng phát triển này phù hợp với quy mô vốn nhỏ của DNP, khi việc phát triển mảng khách hàng dân dụng cần phải xây dựng hệ thống đại lý phân phối cũng như các chiến dịch quảng bá sản phẩm tốn nhiều chi phí.

**Các công ty cấp thoát nước là khách hàng chính của DNP.** Các khách hàng chính của DNP có thể kể đến là các công ty cấp thoát nước (Tổng công ty đầu tư Xây dựng cấp thoát nước và môi trường Việt Nam, CTCP Đầu tư và xây dựng Cấp thoát nước, CTCP Cơ khí công trình cấp nước...) và các công ty xây dựng (VC5, Vinaconex 17...). 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 35%- 40% thị phần toàn ngành.

Các dự án chính DNP đã thực hiện năm 2014:

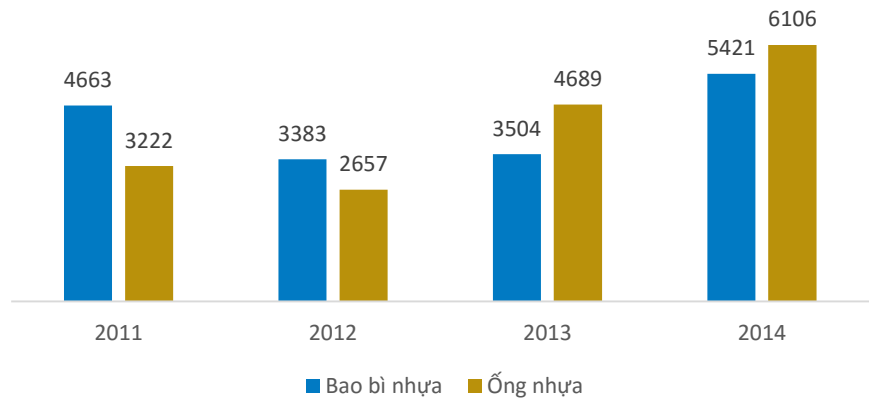
- ❑ Cung cấp ống HDPE và phụ kiện đường kính 630 mm cho hệ thống nước dự án Nhiệt điện Duyên Hải.
- ❑ Cung cấp ống HDPE và phụ kiện đường kính 400-560 mm cho hệ thống cấp nước huyện Phú Quốc.
- ❑ Cung cấp ống HDPE và phụ kiện đường kính 225-630 mm cho nhà máy nước mặt Bắc Ninh.
- ❑ Cung cấp ống nhựa và phụ kiện cho hệ thống ống mạng cấp nước do các công ty cấp nước thuộc các tỉnh/TP đầu tư như Hồ Chí Minh, Đồng Nai, Cần Thơ, Đà Nẵng, Huế, Tiền Giang, Long An, Khánh Hòa, Đắk Lắk, Trà Vinh, Quảng Trị, Nghệ An, Quảng Nam, An Giang, Vũng Tàu, Sóc Trăng...

**Tiềm năng của mảng ống nhựa phục vụ hạ tầng cấp thoát nước còn khá lớn.** Nhu cầu phát triển cơ sở hạ tầng cấp thoát nước của một quốc gia đang phát triển, có dân số tăng nhanh và tốc độ đô thị hóa cao như Việt Nam còn rất lớn. Theo dự báo của Bộ Xây dựng, nhu cầu sử dụng nước sạch đến năm 2020 khoảng 10,5 triệu m<sup>3</sup>/ngày đêm; tương đương sản lượng nước máy đạt 3.832 triệu m<sup>3</sup>. Trong khi sản lượng nước máy năm 2014 mới đạt 2.034 triệu m<sup>3</sup>; đồng nghĩa với việc tăng trưởng của ngành nước trong vòng 5 năm tới có thể duy trì bình quân khoảng 11%/năm, giúp cho nhu cầu của ngành ống nhựa phục vụ hạ tầng cấp thoát nước có thể đạt mức tăng trưởng tốt trong các năm tới.

**Sản lượng tiêu thụ ống nhựa của DNP đạt tốc độ tăng trưởng cao.** Hoạt động tiêu thụ ống nhựa của DNP đạt tốc độ tăng trưởng khá tốt trong các năm gần đây. Ngoại trừ năm 2012 bị sụt giảm về sản lượng do tình hình kinh tế khó

khăn (BMP và NTP đều bị tăng trưởng âm về sản lượng trong năm 2012), thì trong giai đoạn 2011- 2014, DNP đạt mức tăng trưởng sản lượng bình quân CAGR là 22%/năm.

**Sản lượng tiêu thụ bao bì và ống nhựa 2011-2014 (tấn)**

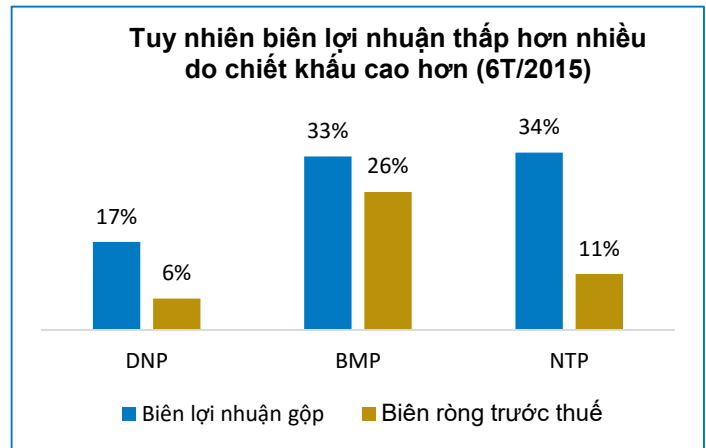


*Nguồn: DNP, BVSC tổng hợp*

**Rủi ro cạnh tranh với các doanh nghiệp đầu ngành chưa đáng lo ngại.** Hiện tại quy mô sản xuất ống nhựa của DNP chỉ bằng 1/10 so với doanh nghiệp đứng đầu ngành ống nhựa tại thị trường miền Nam là BMP. Do đó DNP có thể gặp rủi ro khi BMP tập trung phát triển hơn nữa phân khúc thị trường dự án. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rủi ro này là hiện hữu nhưng chưa đáng lo ngại:

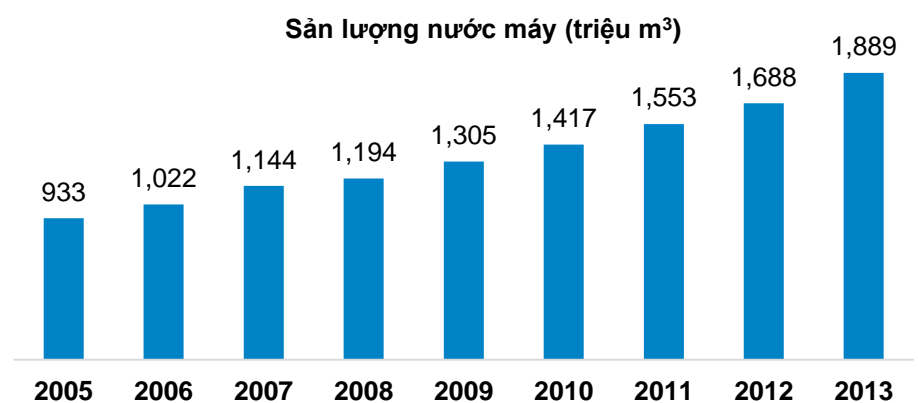
- *BMP sẽ vẫn ưu tiên phát triển mảng ống nhựa dân dụng hơn so với mảng khách hàng dự án.* BMP không phải là chưa chú ý tới dòng sản phẩm của DNP mà các loại ống nhựa của DNP vẫn là mặt hàng BMP đã sản xuất từ lâu, tuy nhiên mảng khách hàng dự án vốn không hấp dẫn với BMP do thị trường ống nhựa dân dụng của BMP vẫn còn rất nhiều tiềm năng tăng trưởng. Hiện tại, các nhà máy phía Nam của BMP đang bị quá tải và một phần sản lượng phải được sản xuất tại nhà máy phía Bắc rồi vận chuyển vào do nhu cầu tiêu thụ của thị trường ống nhựa dân dụng phía Nam quá tốt. Đồng thời mảng khách hàng dự án có biên lợi nhuận thấp do tỷ lệ chiết khấu cao. Trong khi chiết khấu của thị trường dân dụng bình quân chỉ khoảng 5% thì để có thể tiêu thụ hàng trong các dự án, tỷ lệ chiết khấu của các doanh nghiệp ống nhựa (cả DNP và BMP) thường phải từ 25%-30%, khiến biên lợi nhuận của mảng này rất thấp. Do đó, với cùng một nguồn lực tài chính, BMP sẽ ưu tiên mở rộng hệ thống đại lý bán lẻ, cùng các chương trình quảng bá sản phẩm để phát triển sản phẩm ống nhựa dân dụng hơn là mảng khách hàng dự án.
- *Các hợp đồng cung cấp ống nhựa cho công trình xây dựng thường không có quy mô lớn và cần quan hệ.* DNP đã xây dựng được mối quan hệ khá thân thiết với các doanh nghiệp trong ngành hạ tầng cấp thoát nước, đồng thời thị phần của DNP cũng đang đứng đầu trong mảng này do đó việc duy trì và mở rộng khách hàng sẽ tốt hơn so với BMP.

Giá bán của DNP tương đương với BMP (VNĐ/m)		
Loại ống	DNP	BMP
450*17.2mm	1.772.166	1.750.650
450*21.5mm	2.181.036	2.161.940
450*26.7mm	2.669.073	2.647.810
630*24.1mm	3.755.697	3.767.940
630*30.0mm	4.618.108	4.632.210
630*37.4mm	5.683.898	5.701.850



## Hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sạch: hướng đi mới đầy tiềm năng

**Nhu cầu tiêu thụ lớn trong khi nguồn cung chưa đáp ứng đủ.** Theo báo cáo của Bộ y tế, tỷ lệ dân số thành thị được cung cấp nước sạch hiện mới đạt 80% và tỷ lệ này tại nông thôn chỉ đạt 42%. Tại đô thị, lượng nước sử dụng trung bình cũng chỉ đạt 80-90 lít/người/ngày đêm, trong khi tại các nước phát triển, con số này vào khoảng 250-300 lít/người/ngày đêm. Tình trạng thiếu nước sạch hằng năm hiện ảnh hưởng tới ít nhất 1 triệu người Việt Nam và trong 4 năm qua, chi phí cho y tế để giải quyết các trường hợp mắc bệnh liên quan tới thiếu nước sạch ước tính lên đến 20 triệu USD. Do đó việc đầu tư vào hệ thống hạ tầng cấp thoát nước, tăng tỷ lệ dân số sử dụng nước sạch được coi là một trong những nhiệm vụ cấp thiết hiện nay.



Nguồn: Tổng cục thống kê

**Cơ chế giá nước có lợi cho doanh nghiệp và hoạt động đầu tư được hỗ trợ với nhiều ưu đãi.** Nhu cầu vốn đầu tư xây dựng hạ tầng cấp thoát nước là rất lớn và nếu chỉ chi tiêu đầu tư công sẽ đặt áp lực lên ngân sách Nhà nước, do đó Chính phủ đã có những chính sách hỗ trợ, khuyến khích các thành phần kinh tế tham gia đầu tư vào ngành.

*Thứ nhất: giá nước bắt buộc phải đảm bảo cho doanh nghiệp bù đắp được chi phí và có lợi nhuận.* Nghị định 117/2007/NĐ-CP và thông tư liên tịch số 75/2012/TTLT-BTC-BXD-BNNPTNT đã quy định cụ thể về cách tính giá nước:

- ❑ Giá nước phải tính đúng, tính đủ các chi phí sản xuất và đảm bảo một mức lợi nhuận hợp lý cho đơn vị cấp nước.
- ❑ Trường hợp giá thấp hơn phương án giá nước đã được thẩm định, UBND tỉnh phải cấp bù từ ngân sách địa phương để bảo đảm quyền và lợi ích hợp pháp của đơn vị cấp nước.
- ❑ Hàng năm, khi các yếu tố cấu thành chi phí có biến động hoặc có các yếu tố làm giá thành tiêu thụ nước sạch tăng (hoặc giảm) thì cấp có thẩm quyền phải xem xét điều chỉnh tăng (hoặc giảm) khung giá, mức giá tiêu thụ nước sạch.

*Thứ hai: đối với các dự án cấp nước sạch cho khu vực nông thôn, sẽ được ưu đãi về tiền sử dụng đất, thuế thu nhập doanh nghiệp và hỗ trợ về vốn.* Trong Quyết định số 131/2009/QĐ-TTg của Thủ tướng Chính phủ đã quy định cụ thể, các công trình cấp nước sạch nông thôn sẽ được:

- ❑ Được Nhà nước miễn tiền sử dụng đất.
- ❑ Được áp dụng thuế thu nhập doanh nghiệp là 10% trong suốt thời gian hoạt động, được miễn thuế 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế và giảm 50% trong vòng 5 năm tiếp theo.
- ❑ Được vay vốn tín dụng ưu đãi theo quy định hiện hành.

**Giá nước sẽ theo xu hướng tăng.** Cơ chế quản lý giá nước có tính chất linh hoạt cao hơn nhiều so với giá điện. Nếu như giá điện thay đổi phải trình Thủ tướng chính phủ quyết định thì giá nước được phân quyền quyết định cho các UBND tỉnh, trong điều kiện đảm bảo giá vẫn phải nằm khung giá quy định của Bộ tài chính.

<b>Khung giá nước sinh hoạt của Bộ Tài chính (đồng/m<sup>3</sup>)</b>		
<b>Loại</b>	<b>Giá tối thiểu</b>	<b>Giá tối đa</b>
Đô thị đặc biệt, đô thị loại 1	3.500	18.000
Đô thị loại 2, loại 3, loại 4, loại 5	3.000	15.000
Nước sạch khu vực nông thôn	2.000	11.000

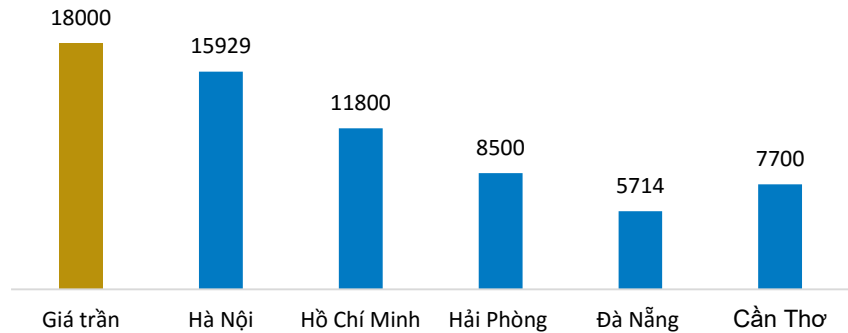
*Nguồn: Thông tư 88/2012/TT-BTC, BVSC tổng hợp*

Khung giá nước được Bộ tài chính đưa ra từ năm 2012, và mức trần vẫn đang tương đối cao so với mức tối đa của giá nước sinh hoạt tại các tỉnh thành hiện nay, do đó giá nước vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng.

**Giá nước tại các khu vực nông thôn và đô thị nhỏ sẽ còn nhiều tiềm năng để tăng hơn so với các tỉnh thành phố lớn.** Trong giai đoạn 2012 – 2015, giá nước sạch tại Hà Nội đã tăng bình quân 14% - 19%/năm. Tại TP Hồ Chí Minh, Tổng công ty cấp nước Sài Gòn đang đề xuất lộ trình tăng giá nước trong vòng 5 năm tới (2015-2019), với mức tăng bình quân là 10,5%/năm. Giá nước tại các khu vực nông thôn và đô thị nhỏ hiện chênh lệch đáng kể so với các tỉnh thành lớn hiện nay và thấp hơn nhiều so với mức trần quy định của

Bộ tài chính, do đó giá nước tại các khu vực này sẽ còn nhiều dư địa tăng trưởng hơn so với các tỉnh thành phố lớn.

**Giá trần của Bộ tài chính và mức giá nước sinh hoạt cao nhất của một số đô thị loại 1 hiện nay (VNĐ/m<sup>3</sup>)**



*Nguồn: BVSC tổng hợp*

**DNP đã lấn sân sang lĩnh vực sản xuất và cung cấp nước sạch sau khi mua cổ phần chi phối CTCP Bình Hiệp.** Tháng 5/2015, DNP hoàn tất giao dịch mua 51,63% cổ phần của CTCP Bình Hiệp, đơn vị sở hữu nhà máy nước Cà Giang, có công suất 30.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm, và nhà máy nước Tân Thành công suất 1.250 m<sup>3</sup>/ngày đêm, cung cấp nước cho khu vực thị xã Phan Thiết và Mũi Né. CTCP Bình Hiệp không trực tiếp phân phối nước đến từng hộ dân mà bán buôn nước cho CTCP Cấp thoát nước Bình Thuận, do đó có thể tránh được hiện tượng thất thoát nước với tỷ lệ cao (khoảng 20%-30%) như nhiều doanh nghiệp cấp nước niêm yết trên sàn hiện nay (CLW, BDW, BTW..) do đường ống cũ bị rò rỉ và việc người dân không trung thực trong việc sử dụng nước.

**CTCP Bình Hiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh khá hiệu quả với biên lợi nhuận tốt.** Do giá vốn chủ yếu là chi phí khấu hao và giá nguyên liệu nước (nhà máy Cà Giang mua nước của Sở nông nghiệp từ hồ thủy lợi Cà Giang với giá 900 VNĐ/m<sup>3</sup>), ngoài ra là clo và xút là nguyên liệu xử lý nước có tỷ trọng không đáng kể, nên giá vốn của CTCP Bình Hiệp khá ổn định và biên lợi nhuận gộp cao, đạt 48% trong 6 tháng đầu năm 2015. Do có biên lợi nhuận tốt, nên sau khi tiến hành hợp nhất, hoạt động sản xuất kinh doanh nước mặc dù chỉ chiếm 6% doanh thu nhưng đóng góp tới 33% lợi nhuận trong 6 tháng đầu năm của DNP.

CTCP Bình Hiệp cũng có mức tăng trưởng sản lượng tiêu thụ khá tốt, bình quân khoảng 16,7%/năm trong giai đoạn 2011- 2014.

<b>Sản lượng tiêu thụ CTCP Bình Hiệp (m<sup>3</sup>)</b>				
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Cà Giang	4.520.259	5.394.437	6.116.682	
Tân Thành	111.048	102.276	90.081	
<b>Tổng</b>	<b>4.631.307</b>	<b>5.496.713</b>	<b>6.206.763</b>	<b>7.353.913</b>

*Nguồn: CTCP Bình Hiệp, VDSC, BVSC tổng hợp*

**Giá nước bán lẻ của tỉnh Bình Thuận đã được giữ nguyên từ tháng 4/2013 đến nay do đó nhiều khả năng sẽ tăng giá trong thời gian tới.** Sản lượng nước của CTCP Bình Hiệp được cung cấp cho CTCP Cấp thoát nước Bình Thuận. Hợp đồng cung cấp nước được ký dài hạn với sản lượng cam kết, và giá bán nước là thỏa thuận giữa 2 bên. CTCP Cấp thoát nước Bình Thuận vốn là một trong những cổ đông sáng lập của CTCP Bình Hiệp, và hiện vẫn giữ 27% vốn cổ phần tại CTCP Bình Hiệp, do đó giá nước của nhà máy Cà Giang và Tân Thành được ký kết khá tốt. Trong giai đoạn 2011-2013, giá bán nước của CTCP Bình Hiệp có mức tăng trưởng bình quân 17,2%/năm và không thay đổi đáng kể từ năm 2013 đến nay, do giá nước bán lẻ của tỉnh Bình Thuận được giữ nguyên từ tháng 4/2013 đến nay. Hiện tại, giá nước của nhà máy Cà Giang đạt khoảng 5.500 VNĐ/m<sup>3</sup>. DNP cho biết trong hợp đồng cung cấp nước có điều khoản cam kết, trong trường hợp giá nước bán lẻ của tỉnh Bình Thuận tăng lên, thì giá nước của CTCP Bình Hiệp có thể được điều chỉnh tăng theo.

**DNP sẽ tiến hành nâng công suất của CTCP Bình Hiệp lên 50.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm.** Hiện tại nhà máy nước Cà Giang đã hoạt động gần như tối đa công suất (28.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm trên công suất thiết kế 30.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm) trong khi nhu cầu tiêu thụ nước theo Quy hoạch tổng thể cấp nước tỉnh Bình Thuận đến năm 2020 được dự báo sẽ tăng bình quân 7,3%/năm trong vòng 5 năm tới. Đồng thời trong quy hoạch cũng đã chỉ rõ, nhà máy nước Cà Giang là một trong những đơn vị cần tiến hành tăng công suất, mục tiêu đạt 80.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm vào năm 2020 để đáp ứng được nhu cầu tiêu thụ nước sạch gia tăng của tỉnh Bình Thuận.

Dự báo nhu cầu tiêu thụ nước tại tỉnh Bình Thuận (m <sup>3</sup> /ngày đêm)							
		2015			2020		
		Khu đô thị	Nông thôn	Tổng	Khu đô thị	Nông thôn	Tổng
1	TP Phan Thiết	83.037	841	83.878	100.010	1338	101.348
2	Thị xã La Gi	43.176	506	43.682	61.808	757	62.565
3	Thị xã Phan Rí Cửa	7.524		75.24	11.485		11.485
4	Huyện Tuy Phong	33.269	4.162	37.431	36.596	6.586	43.182
5	Huyện Bắc Bình	13.081	3.849	16.930	19.973	5.864	25.837
6	Huyện Hàm Thuận Bắc	4.316	6.844	11.160	7.412	9.648	17.060
7	Huyện Hàm Thuận Nam	37.973	3.178	41.151	57.702	5.588	63.290
8	Huyện Tánh Linh	4.013	3.156	7.169	5.851	6.552	12.403
9	Huyện Đức Linh	9.153	3.151	12.304	12.811	6.384	19.195
10	Huyện Hàm Tân	55.942	1.392	57.334	96.692	2.707	99.399
11	Huyện Phú Quý	4.814	731	5.545	6.261	440	6.701
<b>Tổng</b>		<b>296.297</b>	<b>27.810</b>	<b>324.107</b>	<b>416.601</b>	<b>45.864</b>	<b>462.465</b>

*Nguồn: Quy hoạch tổng thể cấp nước đô thị/nông thôn tỉnh Bình Thuận*



DNP dự kiến sẽ xây dựng một tổ máy xử lý nước ngay tại khuôn viên hiện tại của nhà máy nước Cà Giang, với công suất 20.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm, dự kiến thực hiện trong Q1/2016 với thời gian xây dựng khoảng 9 tháng. Hiện DNP vẫn đang nghiên cứu 2 phương án thực hiện xây dựng: phương án thứ 1 là tiến hành xây đường ống từ tổ máy mới tới đường ống cấp nước của CTCP cấp thoát nước Bình Thuận, và phương án thứ 2 là tiếp tục sử dụng đường ống nổi hiện tại của nhà máy nước Cà Giang. Trong phương án thứ 1, vốn đầu tư cho dự án này sẽ vào khoảng 3 triệu VNĐ/m<sup>3</sup>, tương đương 60 tỷ VNĐ và nếu thực hiện theo phương án thứ 2 thì vốn đầu tư khoảng 5 triệu VNĐ/m<sup>3</sup>, tương đương 100 tỷ VNĐ. Sau khi dự án hoàn thành, dự kiến trong vòng 3 năm có thể huy động được hết công suất của tổ máy mới.

**Hoạt động sản xuất và kinh doanh nước sẽ được đặc biệt đẩy mạnh trong vòng 2 năm tới với mục tiêu tăng gấp 6-7 lần công suất hiện tại.** Ngoài dự án nâng công suất nhà máy nước Cà Giang, DNP đang nghiên cứu tiến hành 2 dự án xây dựng nhà máy nước có công suất 15.000 m<sup>3</sup> và 10.000 m<sup>3</sup>, đưa tổng công suất cấp nước lên 75.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm. DNP chưa công bố vị trí xây dựng cũng như các thông tin cụ thể về các dự án này. Công ty cũng cho biết mục tiêu trong vòng 2 năm tới là đưa tổng công suất cung cấp nước sạch lên 200.000 m<sup>3</sup> nước thông qua việc xây dựng mới và tiến hành M&A với các công ty cấp nước. Thị trường mà DNP hướng tới là các nhà máy cấp nước tại khu vực nông thôn, có quy mô nhỏ chỉ khoảng 2.000 – 5.000 m<sup>3</sup> nước là những dự án Nhà nước đang khuyến khích đầu tư để có thể tận dụng những ưu đãi về vốn, thuế thu nhập doanh nghiệp và tiền thuê đất. Ngoài ra, với kinh nghiệm cung cấp ống nhựa cho lĩnh vực hạ tầng cấp thoát nước, DNP có thể sẽ xây dựng hệ thống đường ống dẫn tới từng hộ dân (bán lẻ) thay vì chỉ bán buôn nước cho Công ty cấp nước của tỉnh như hiện nay.

**Nhu cầu vốn đầu tư tăng để đầu tư dự án mới và khả năng phát hành thêm cổ phiếu.** DNP ước tính suất vốn đầu tư bình quân của các dự án mới khoảng 5 triệu VNĐ/m<sup>3</sup> (chỉ bao gồm khâu sản xuất và xây đường ống tới đơn vị cấp nước, không bao gồm khâu bán lẻ tới hộ dân). Chúng tôi cho rằng mức này là tương đối hợp lý so sánh với các dự án đầu tư nhà máy nước hiện nay.

<b>Một số dự án xây dựng nhà máy nước</b>			
<b>Nhà máy</b>	<b>Công suất (m<sup>3</sup>/ngày đêm)</b>	<b>Vốn đầu tư (triệu VNĐ)</b>	<b>Suất đầu tư (triệu VNĐ/m<sup>3</sup>)</b>
Tân Hiệp 2	300.000	1.700.000	5,67
Sài Gòn Mekong	50.000	260.000	5,20
Bắc Thăng Long	30.000	152.000	5,07

*Nguồn: BVSC tổng hợp*

Để có thể đạt được mục tiêu 200.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm trong vòng 2 năm tới, nhu cầu vốn tăng thêm của DNP cần tối thiểu là 435 tỷ VNĐ (nếu toàn bộ đều là mua cổ phần chi phối các công ty sở hữu nhà máy nước với tỷ lệ 51%) và có thể lên tới 850 tỷ VNĐ (nếu toàn bộ là xây dựng mới 100%). Đây là số vốn khá lớn nếu xét theo quy mô vốn chủ sở hữu và tổng tài sản hiện tại của DNP (khoảng 215

tỷ VNĐ vốn chủ sở hữu và 570 tỷ VNĐ tổng tài sản). Do đó DNP có thể sẽ xin ý kiến cổ đông để phát hành tăng vốn trong ĐHCĐ thường niên 2016. Công ty chưa công bố cụ thể kế hoạch, tuy nhiên nhiều khả năng sẽ tiến hành phát hành thêm cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 1:1. Vốn từ việc phát hành thêm trước mắt có thể sử dụng cho dự án tăng công suất nhà máy nước Cà Giang và xây dựng 2 nhà máy nước mới.

## Triển vọng 2015 và 2016

**Lợi nhuận 2015 có thể tăng trưởng 73% so với 2014.** Trong 9 tháng đầu năm 2015, DNP đã đạt được khoảng 29,6 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng gấp 2,7 lần so với cùng kỳ năm 2014. Mức tăng trưởng ấn tượng này đạt được do: giá nguyên liệu hạt nhựa giảm mạnh khiến biên lợi nhuận gộp của sản xuất ống nhựa và bao bì nhựa tăng, sản lượng tiêu thụ của 2 dòng sản phẩm này tăng trưởng khá tốt so với 2014 và mua cổ phần của CTCP Bình Hiệp có hoạt động sản xuất kinh doanh khá hiệu quả với biên lợi nhuận tốt. Trong cả năm 2015, DNP ước tính công ty có thể đạt 40 tỷ VNĐ lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng khoảng 73% so với năm 2014.

**Triển vọng 2016 không có nhiều đột biến khi các dự án mới vẫn đang trong quá trình triển khai.** DNP sẽ triển khai đồng loạt 3 dự án xây dựng nhà máy nước: dự án tăng công suất nhà máy nước Cà Giang và 2 dự án xây mới nhà máy nước công suất 15.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm và 10.000 m<sup>3</sup>/ngày đêm trong năm 2016. Các dự án này chỉ có thể bắt đầu mang lại hiệu quả vào năm 2017 khi hoàn thành, do đó lợi nhuận năm 2016 không có nhiều đột biến và có thể chỉ tương đương với 2015.

## Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi ước tính P/E hợp lý của DNP dựa trên P/E bình quân của ngành nước và ngành nhựa có tính đến yếu tố chiết khấu. P/E dự báo 2015 của ngành nước và ngành nhựa (với giá đóng cửa ngày 19/11/2015) theo ước tính của BVSC hiện đạt 7,44 lần và 11,04 lần.

P/E dự báo 2015 của hoạt động sx nước		
	EPS 2015	P/E
TDW	1.882	10,99
CLW	1.385	11,69
GDW	2.105	8,31
NTW	7.300	7,68
BTW	2.564	6,43
PJS	2.010	7,41
<b>Trung bình</b>		<b>8,75</b>
Chiết khấu cho DNP		15%
<b>P/E hợp lý cho DNP</b>		<b>7,44</b>

<b>P/E dự báo 2015 của hoạt động sản xuất nhựa</b>		
<b>Ngành nhựa</b>	<b>EPS 2015</b>	<b>P/E 2015</b>
BMP	11.739	11,58
NTP	6.181	10,51
Trung bình		<b>11,04</b>
Chiết khấu cho DNP		30%
<b>P/E hợp lý cho DNP</b>		<b>7,74</b>

*Nguồn: BVSC ước tính*

Với quy mô hoạt động, doanh thu và lợi nhuận của mảng nước và nhựa của DNP so với các doanh nghiệp được lấy mẫu để ước tính P/E trung bình ngành, chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 15% đối với hoạt động sản xuất nước và 30% đối với hoạt động sản xuất nhựa của DNP. Tỷ trọng lợi nhuận đóng góp của mảng nước và nhựa của DNP năm 2015 đạt tương ứng 40% và 60%, theo đó P/E hợp lý của DNP là 7,25 lần.

<b>P/E hợp lý của DNP</b>		
	<b>P/E</b>	<b>Tỷ trọng lợi nhuận</b>
Hoạt động sản xuất nước	7,44	40%
Hoạt động sản xuất nhựa	7,74	60%
<b>P/E bình quân gia quyền</b>	<b>7,62</b>	

*Nguồn: BVSC ước tính*

Giá hợp lý của cổ phiếu DNP theo phương pháp định giá của chúng tôi hiện ở mức 21.771 VNĐ/cổ phần, theo đó giá hiện tại đã phản ánh đầy đủ triển vọng 2015 của DNP. Năm 2016, là năm DNP thực hiện các dự án đầu tư mới vào ngành nước do đó kết quả kinh doanh sẽ chỉ tương đương với năm 2015. Tuy nhiên, từ năm 2017 trở đi, khi các dự án mới được đưa vào vận hành, có thể giúp DNP đạt mức tăng trưởng tốt về doanh thu và lợi nhuận. Do đó, mặc dù giá hiện tại đã khá hợp lý với triển vọng ngắn hạn của DNP, tuy nhiên chúng tôi cho rằng đây cũng là cổ phiếu cần được theo dõi trong năm 2016, khi thông tin về các dự án mới được Công ty công bố rõ ràng hơn và tiến độ đầu tư được thực hiện hợp lý, đảm bảo có thể mang lại lợi nhuận từ 2017 trở về sau.

## THUYẾT MINH BÁO CÁO

**Giá kỳ vọng.** Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



## **KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

## **BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ**

### **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999