

DNP – KHẢ QUAN

THÔNG TIN CỔ PHIẾU (ngày 28/09/2016)

| | |
|---------------------|------------|
| Sàn giao dịch | HNX |
| Thị giá (đồng) | 28.400 |
| Vốn hoá (tỷ đồng) | 770 |
| Số lượng CPLH | 27.013.714 |
| % sở hữu nước ngoài | 3,17% |
| Giá trị sổ sách | 19.395 |

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn
+84-38200751 (Ext: 640)

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

DNP: ĐIỂM SÁNG NGÀNH NHỰA VỚI TIỀM NĂNG DÀI HẠN TỪ MẢNG KINH DOANH NƯỚC SẠCH

DNP công bố KQKD Q2.2016 với DTT đạt 406,4 tỷ đồng(+ 82% yoy) và LNST đạt 23,3 tỷ đồng (+ 39% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm doanh thu đạt 691,8 tỷ đồng (+80% yoy, hoàn thành 43 % KH năm), lợi nhuận sau thuế đạt 47,4 tỷ đồng (+ 125% yoy, hoàn thành 63% KH năm). Mảng nhựa công nghiệp tiếp tục chiếm tỷ trọng cao 34 %, đạt 237 tỷ đồng (+17% yoy).

Triển vọng: DNP là doanh nghiệp có thị phần số 1 mảng ống nhựa hạ tầng và sản lượng sản xuất tăng trưởng ổn định. DNP tiếp tục duy trì mức tăng trưởng cao với động lực tăng trưởng chính là mảng ống nhựa hạ tầng và dự báo mảng sản xuất nước sạch sẽ có tiềm năng đóng góp ngày càng cao và bền vững trong lợi nhuận của doanh nghiệp.

Rủi ro: pha loãng EPS do kế hoạch tăng vốn mạnh trong năm 2017.

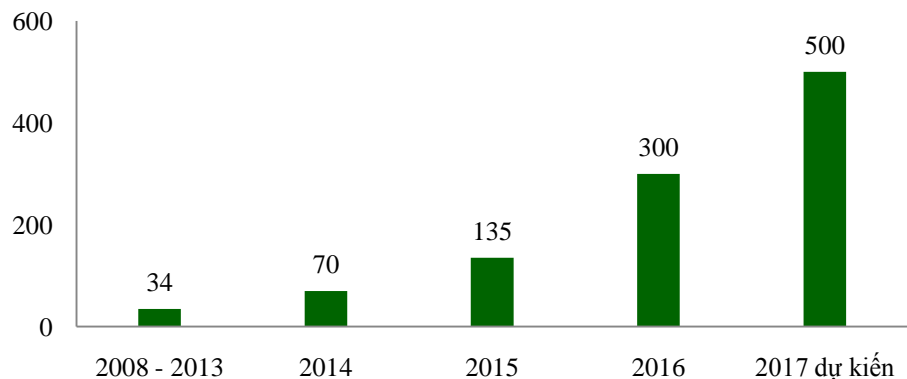
Đánh giá: Năm 2016, kết quả kinh doanh vẫn đến từ mảng ống nhựa hạ tầng và với việc mua thêm nước Đồng Tâm sẽ cùng với Bình Hiệp đóng góp chủ yếu vào lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên khoảng cuối năm 2017 đầu 2018 khi các dự án nhà máy nước hoàn thiện và đưa vào vận hành có thể giúp DNP đạt mức tăng trưởng tốt về lợi nhuận. Chúng tôi đánh giá KHẢ QUAN đối với DNP.

| Chỉ tiêu tài chính | 2013 | 2014 | 2015 | 2016F |
|--------------------|--------|--------|--------|-------|
| DTT (tỷ đồng) | 387 | 595 | 904 | 1622 |
| +/- yoy (%) | 26% | 54% | 52% | |
| LNST (tỷ đồng) | 7.9 | 11.7 | 22.9 | 75 |
| +/- yoy (%) | 47% | 96% | 97% | |
| VCSH (tỷ đồng) | 90 | 111 | 266 | |
| Nợ/TTS (%) | 68% | 73% | 63% | |
| TS LN gộp (%) | 14.8% | 14.6% | 18.1% | |
| TS LN ròng (%) | 3.0% | 3.8% | 5.0% | |
| ROA – TTM (%) | 4.50% | 6.50% | 7.90% | |
| ROE – TTM (%) | 13% | 23% | 26% | |
| EPS - TTM (đồng) | 3.413 | 6.676 | 3.336 | |
| BVPS (đồng) | 25.464 | 31.513 | 19.395 | |

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Sơ lược công ty: Công ty Cổ phần Nhựa Đồng Nai tiền thân là công ty Diêm Đồng Nai được thành lập từ năm 1975 với tư cách là doanh nghiệp quốc doanh trực thuộc Bộ Công Nghiệp. Năm 1996 công ty bắt đầu sản xuất ống nhựa và là thành viên của Tổng Công ty Nhựa Việt nam cùng với Nhựa Bình Minh và Nhựa Tiền Phong. Công ty được cổ phần hóa và đi vào hoạt động theo loại hình công ty cổ phần từ 01/2004 với vốn điều lệ 6 tỷ đồng và niêm yết trên sàn HNX vào năm 2006. Năm 2015 công ty đã thực hiện tăng vốn điều lệ lên 135 tỷ đồng và đánh dấu bước ngoặt thực hiện chiến lược phát triển lâu dài và bền vững với ngành nước sạch.

Quá trình tăng vốn: Từ năm 2013 đến nay công ty tiến hành tăng vốn mạnh



(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

Lĩnh vực hoạt động: DNP hoạt động sản xuất và cung ứng các sản phẩm thiết yếu như: nước sạch; ống nhựa cho cấp thoát nước, xử lý nước thải; bao bì và các sản phẩm nhựa cho công nghiệp và sinh hoạt.

Hiện tại năng lực sản xuất của DNP ở địa bàn miền Nam có 4 nhà máy gồm: nhà máy Biên Hòa chuyên sản xuất ống nhựa HDPE và bao bì mềm, 2 nhà máy sản Nhựa ở Long An và Lũy Bán Bích sản xuất bao bì và các sản phẩm ép phun và nhà máy nước ở CTCP Bình Hiệp. Ở miền Trung có nhà máy Quảng Nam cũng chuyên sản xuất ống nhựa HDPE và 1 nhà máy Thuận Thành Bắc Ninh ở phía Bắc.



NƯỚC SẠCH

- NM nước Bình Hiệp (53,7%)
- NM nước Đồng Tâm (52,7%)
- NM nước DNP Long An (65%) *
- NM nước DNP Tiền Giang (70%) *
- NM nước Bắc Giang (51%) *

*: đang xây dựng



ỐNG NHỰA HẠ TẦNG

- NM Biên Hòa (3ha); công suất 3.000 tấn/tháng
- NM Quảng Nam; công suất 1.000 tấn/tháng



NHỰA CÔNG NGHIỆP (TPP) (71,43%)

- CTCP Nhựa Tân Phú (Q.Tân Phú)
- CN tại Long An
- CN tại Bắc Ninh



BAO BÌ MỀM

- NM Biên Hòa (3ha); công suất 1.100 tấn/tháng

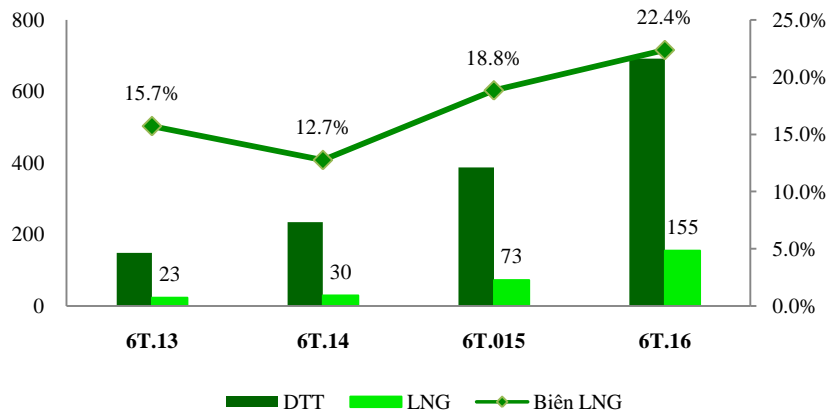
Cơ cấu cổ đông: DNP có cơ cấu cổ đông trong nước chiếm 97% trong đó hầu hết là cổ đông cá nhân chiếm 96,7% lượng cổ phiếu lưu hành. Cổ đông DNP khác cô đặc với nội bộ nắm giữ khoảng 60-70%.

KQKD 6T.2016

DNP công bố KQKD Q2.2016 với DTT đạt 406,4 tỷ đồng(+ 82% yoy) và LNST đạt 23,3 tỷ đồng (+ 39% yoy). Lũy kế 6 tháng đầu năm doanh thu đạt 691,8 tỷ đồng (+80% yoy, hoàn thành 43 % KH năm), lợi nhuận sau thuế đạt 47,4 tỷ đồng (+ 125% yoy, hoàn thành 63% KH năm).

| Chỉ tiêu | Q2.2016 | 6T.2016 | So với 6T.2015 | % KH |
|----------------|---------|---------|----------------|------|
| DTT (tỷ đồng) | 406 | 692 | + 80% | 43 % |
| LNST (tỷ đồng) | 23,3 | 47,4 | + 125% | 63 % |

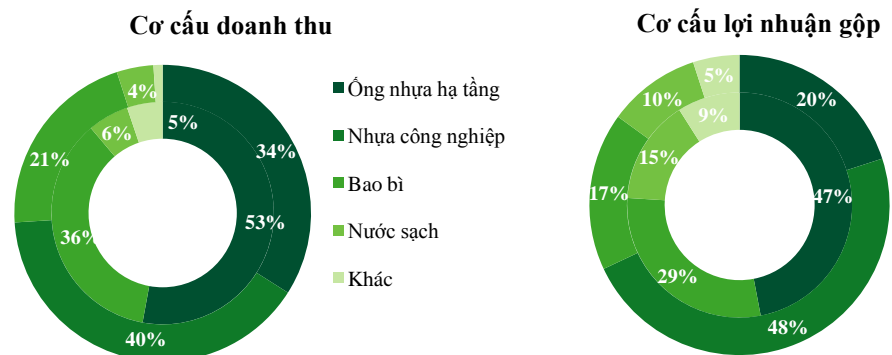
Lũy kế 6 tháng 2016, DNP ghi nhận KQKD ấn tượng tăng trưởng cao về doanh thu và lợi nhuận so với cùng kỳ năm 2015. Cụ thể doanh thu thuần đạt 693 tỷ đồng (+80% yoy, 43% KH) và LNST đạt 47,4 tỷ đồng (+125% yoy, 63% KH). Năm 2016 DNP đã hợp nhất báo cáo với CTCP Nhựa Tân Phú (TPP) nên đặt kế hoạch năm 2016 tăng cao so với cùng kỳ, cụ thể doanh thu tăng trưởng 79% và LNST tăng 67%. Nếu không tính TPP thì các mảng còn lại của DNP cũng đạt kế hoạch tăng trưởng 21,4% so với thực hiện năm 2015.



(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

DNP đã thực hiện hợp nhất kết quả kinh doanh của CTCP Nhựa Tân Phú (TPP) từ cuối tháng 03/2016. DNP đã sở hữu chiếm tỷ lệ 66,87% của TPP. Nếu không tính đến việc hợp nhất TPP thì lợi nhuận gộp của các mảng còn lại đạt 64,8 tỷ đồng giảm 11,1% so với cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù doanh thu của mảng ống nhựa hạ tầng có tăng trưởng tương ứng 17% yoy, nhưng lợi nhuận gộp lại giảm so với cùng kỳ đạt 25,5 tỷ đồng (-25,4% yoy). Trong khi đó mảng nước sạch có doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng nhẹ so với cùng kỳ năm ngoái với mức 10% và 8,8%.

Như vậy với sự hợp nhất với TPP, cơ cấu doanh thu 6T.2016 của DNP có sự thay đổi với mảng ống nhựa hạ tầng giảm tỷ trọng từ 53% xuống còn 34%, ngoài ra có thêm đóng góp của mảng nhựa công nghiệp từ TPP. Mảng nhựa công nghiệp đóng góp 40% trên tổng doanh thu và chiếm 47% trên tổng lợi nhuận gộp. Mảng nước sạch mặc dù chỉ chiếm 4% trong cơ cấu doanh thu nhưng đóng góp đến 10% lợi nhuận gộp.



Vòng tròn trong: 6T.2015, vòng tròn ngoài: 6T.2016

(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

KQKD 6T.2016 công ty đạt mức tăng trưởng cao 80% và liên tục trong giai đoạn 2014-2015 đều đạt mức trên 50%. Cơ cấu sản phẩm được cấu trúc lại theo hướng phát triển bền vững.

ỐNG NHỰA HẠ TẦNG

Mảng ống nhựa hạ tầng 6T.2016 với doanh thu đạt 237 tỷ đồng (+16.9% yoy, 33,6%KH) và lợi nhuận gộp đạt 26 tỷ đồng (-25,4% yoy). Mảng ống nhựa có tăng trưởng về doanh thu tuy nhiên lợi nhuận gộp lại giảm so với cùng kỳ năm ngoái do biến động của giá nguyên liệu hạt

nhựa uPVC và hạt nhựa PE tăng giá so với năm 2015 khoảng 6%. Do nguyên liệu nhựa chiếm khá cao đến 80% trong tổng giá thành của sản phẩm nên công ty chịu rủi ro về giá nguyên liệu trong khi không thay đổi giá sản phẩm đầu ra. Do những yếu tố trên dẫn đến biên lợi nhuận gộp của mảng ống nhựa hạ tầng giảm còn 10,8% so với mức 16,9% cùng kỳ năm ngoái. Hiện nay do sản phẩm ống HPDE là chủ yếu nên DNP nhập nguyên liệu hạt nhựa PE từ Ả Rập.

DNP là doanh nghiệp có quy mô vừa công suất đạt 48.000 tấn/năm với hai nhà máy: một nhà máy chính tại Biên Hòa công suất 3.000 tấn/tháng và ở Quảng Nam miền Trung 1.000 tấn/tháng. Mặc dù là doanh nghiệp có quy mô vừa nhưng DNP là doanh nghiệp có thâm niên hoạt động trong ngành nên công ty có nhiều khách hàng truyền thống, có mối quan hệ trong hoạt động kinh doanh lâu năm. Các sản phẩm ống nhựa của DNP chủ yếu được đấu thầu trong xây dựng công trình hạ tầng về cấp thoát nước còn trong công trình dân dụng hầu như thấp nên sản phẩm của DNP ít cạnh tranh trực tiếp với sản phẩm của nhựa Bình Minh và nhựa Tiền Phong.

Ống nhựa được sử dụng rất nhiều trong công trình công nghiệp và các hệ thống ống nước trong đó ống uPVC thì cứng và bền vững hơn tuy nhiên hơn giòn nên không sử dụng ở những nơi có độ rung mạnh, ống HPDE thì rất linh hoạt có thể điều chỉnh theo mọi địa hình và nơi có độ rung động cao và chịu nhiệt tốt hơn. Trong cơ cấu sản phẩm ống nhựa của DNP thì ống HPDE chiếm tỷ trọng cao gần gấp 4 lần uPVC.

Hiện tại DNP đang nắm giữ vị trí số một với thị phần khoảng 40% trong lĩnh vực thị trường nhựa hạ tầng, tập trung chủ yếu tại thị trường miền Nam. DNP có mạng lưới cung cấp rộng khắp 43/63 tỉnh thành với các đối tác chiến lược chủ yếu là các công ty cấp thoát nước như Tổng công ty Đầu tư Xây dựng Cấp thoát nước và Môi trường Việt Nam, Công ty Cổ Phần Đầu Tư Và Xây Dựng Cấp Thoát Nước (WASECO), Công ty CP Xây dựng số 17 (VINACONEX 17)...

Năm 2016, DNP đã ký được nhiều hợp đồng cung cấp lớn như dự án Nhiệt điện Thái Bình 2 với tổng giá trị gần 90 tỷ đồng, dự án tuyến ống truyền tải từ Gò Công Tây – Tân Phú Đông, Tiền Giang khoảng 80 tỷ đồng, hợp đồng với CTCP Đầu tư xây dựng Tuần Lộc trị giá 50 tỷ đồng, Công ty Xây dựng Trường Xuân 98 tỷ đồng,...

Bên cạnh đó công ty sẽ triển khai kinh doanh ống và phụ kiện vào thị trường dự án tòa nhà dân dụng sẽ đem lại khả năng tăng cao về doanh thu.

NƯỚC SẠCH

Nước sạch: là mảng kinh doanh theo hướng bền vững và lâu dài của DNP trong tương lai. Định hướng chiến lược đến năm 2020 DNP hoàn thiện hệ thống các nhà máy cấp nước sạch, cung cấp đạt 200.000 m3/ngày.

Cung cấp nước sạch đang là nhu cầu thiết yếu tại Việt Nam. DNP với lợi thế hiểu biết về ngành cấp thoát nước cũng như đặc thù của từng địa phương đã mở rộng hoạt động sang lĩnh vực này. Tháng 7 năm 2015 công ty lần đầu tiên mở rộng sang lĩnh vực nước sạch thông qua việc mua cổ phần tại CTCP Bình Hiệp, đơn vị sở hữu 2 nhà máy nước có tổng công suất thiết kế 30.000m3/ngày đêm cung cấp nước sạch cho thành phố Phan Thiết, tỉnh Bình Thuận.

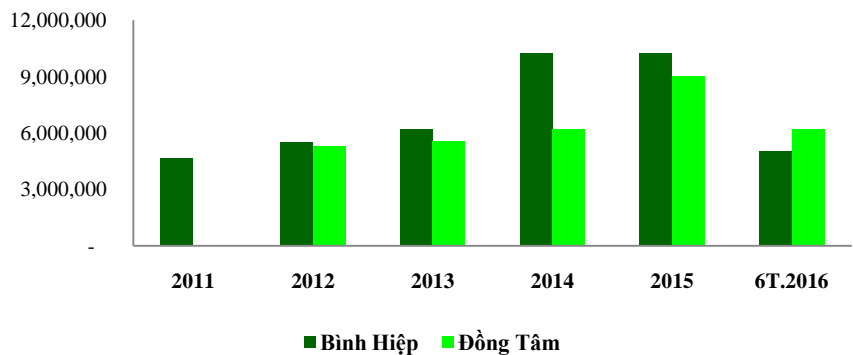
Nhà máy nước Bình Hiệp vẫn hoạt động ổn định (27-28.000 m3/ngày đêm) gần tối đa mức công suất thiết kế 30.000 m3. Doanh thu nước sạch trong 6T.2016 chủ yếu là từ CTCP Bình Hiệp, đóng góp 25,3 tỷ đồng (hoàn thành 50% KH) và lợi nhuận gộp đạt 12,1 tỷ đồng. KQKD 6T cho thấy mảng kinh doanh nước sạch là mảng kinh doanh hiệu quả nhất của công ty, mặc dù chỉ chiếm tỷ trọng 4% trong cơ cấu doanh thu nhưng nước sạch lại có tỷ suất lợi nhuận gộp cao nhất là 47,7%.

Nước sạch được xem là một mặt hàng đặc biệt, nhu cầu ít biến động khi nền kinh tế bị suy thoái

và đặc biệt tăng nhanh khi kinh tế phục hồi và tốc độ đô thị hóa cao. Doanh nghiệp sản xuất nước sạch chịu rủi ro bởi hai yếu tố là đầu vào là nguyên liệu đầu vào là nước thô và đầu ra thì hiện tại đầu ra của DNP rất ổn định. Ngoài ra ngành nước chịu sự kiểm soát của Nhà nước, đặc biệt giá nước phải đảm bảo lợi ích hài hòa giữa doanh nghiệp cung cấp và người sử dụng theo các khung giá nước áp dụng cho từng khu vực trên phạm vi cả nước. Hai yếu tố sản lượng nước tiêu thụ và giá bán nước có tính quyết định doanh thu của công ty.

Đối với CTCP Bình Hiệp với 2 nhà máy Cà Giang (nước mặt) và Tân Thành (nước ngầm) với sản lượng nước chính là từ hồ Cà Giang chiếm khoảng 98%. Bình Hiệp là một trong những công ty có lợi nhuận cao hàng đầu trong các công ty cấp nước. Với lợi thế hồ Cà Giang sát ngay bên cạnh nên không tốn chi phí đầu tư tuyến ống (tuyến ống chiếm 50-60% trong suất đầu tư).

Tỷ lệ thất thoát nước của Bình Hiệp rất thấp do CTCP Cấp thoát nước Bình Thuận bao tiêu hết đầu ra với giá nước hiện nay rất ổn định và dự kiến tăng giá bán còn nhiều. Khung giá nước được Nhà nước áp dụng hiện nay thì mức trần vẫn còn tương đối cao so với mức giá nước hiện nay tại các tỉnh thành.



(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

Hơn nửa gần đây DNP vừa mới công bố hoàn tất việc mua lại nhà máy nước Đồng Tâm (DTW) từ CTCP Đầu tư Hạ tầng Kỹ thuật Tp.HCM-CII. DNP hiện sở hữu 2.050.323 cổ phiếu, tương đương 52,7% vốn điều lệ CTCP nhà máy nước Đồng Tâm.

Nhà máy nước Đồng Tâm phục vụ cấp nước cho địa bàn tỉnh Tiền Giang và do Cty Cấp thoát nước Tiền Giang tiếp nhận toàn bộ lượng nước sạch sản xuất ra. Nhà máy được xây dựng tại xã Bình Đức, huyện Châu Thành có công suất thiết kế là 100.000 m³/ngày đêm. Đồng Tâm là nhà máy nước lớn nhất thuộc khu vực miền Tây sẵn sàng cung cấp nước sạch cho các tỉnh trong khu vực như Tiền Giang, Long An và Bến Tre trong điều kiện biến đổi khí hậu khi nguồn nước ngày càng bị ngập mặn.

DTW bắt đầu cung cấp nước từ năm 2012 và sản lượng tiêu thụ nước tăng dần qua các năm và đặc biệt trong năm 2015 tăng trưởng 45,7% về sản lượng. DTW hiện tại đang hoạt động khá thấp hơn công suất đạt khoảng 35.000m³/ngày đêm. DNP dự kiến sẽ tăng công suất lên 50.000m³ vào cuối Quý 1.2017 và tăng lên 70-80.000m³ vào đầu năm 2018. Hiện tại do chưa có thêm thông tin về giá mua DTW cũng như cơ cấu tài sản và nợ nên chúng tôi chưa đánh giá được hiệu quả của khoản đầu tư này.

Hơn nữa DNP cũng thực hiện góp vốn thành lập nhà máy nước sạch DNP Long An, DNP Tiền Giang với công suất cấp nước tương ứng là 60.000, 30.000 m³/ngày đêm. Tổng vốn dự kiến khoảng 450 tỷ đồng. Hiện tại hai nhà máy này đã hoàn thành thiết kế chi tiết và dự kiến khởi công vào Quý 4 năm 2016 và cấp phát nước vào cuối năm 2017.

Cùng với việc đang triển khai thành công Bình Hiệp và triển khai mua lại các dự án nước sẽ đưa quy mô cấp nước của DNP lên đến 200.000m3/ngày đêm gấp sáu bảy lần sản lượng hiện tại và ngành nước sạch dự báo sẽ trở thành ngành tiềm năng đóng góp chính về lợi nhuận cho toàn công ty trong thời tới. DNP kết hợp với các công ty cấp thoát nước địa phương để sử dụng mạng phân phối cũ và dựa vào đó để phát triển mạng lưới mới trong tương lai.

| Nhà máy | Tỷ lệ sở hữu | Công suất thiết kế | Đơn vị | Tiến độ |
|----------------|--------------|--------------------|-------------|--|
| Bình Hiệp | 53.7% | 50.000 | m3/ngày đêm | Đang mở rộng công suất, dự kiến tăng lên 30.000 lên 50.000 m3 |
| Đồng Tâm | 52,7% | 100.000 | m3/ngày đêm | Đang chạy 30-40% công suất thiết kế, dự kiến tăng lên 50% cuối Q1.2017 và 70-80% vào đầu năm 2018. |
| DNP Long An | 65% | 60,000 | m3/ngày đêm | Dự kiến khởi công Quý 4/2016; phát nước Quý 4/2017 |
| DNP Tiền Giang | 70% | 30,000 | m3/ngày đêm | Dự kiến khởi công Quý 4/2016; phát nước Quý 4/2017 |
| DNP Bắc Giang | 51% | 60,000 | m3/ngày đêm | Giai đoạn 1: 10.000 m3/ngày; giai đoạn 2: +20.000 m3/ngày |

(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

Để tài trợ cho các dự án trên, DNP dự kiến tăng vốn từ 270 tỷ đồng lên 500 tỷ đồng trong năm 2017 theo các phương án gồm: (1) chào bán cho cổ đông hiện hữu (2) lấy từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối và (3) từ nguồn vốn vay bên ngoài.

NHỰA CÔNG NGHIỆP

6T.2016 nhựa công nghiệp đạt doanh thu 276,3 tỷ đồng (hoàn thành 53% KH) và lợi nhuận gộp đạt 60 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp đạt 21,7%.

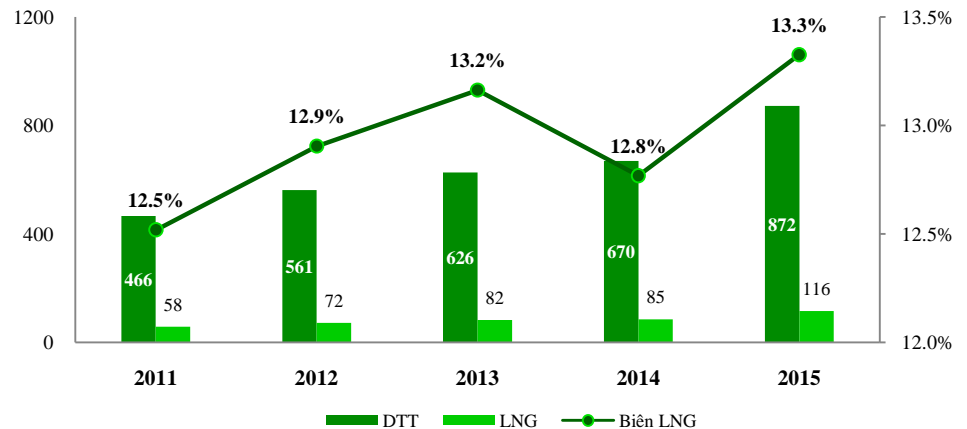
Đến thời điểm cuối tháng 08 DNP đã sở hữu 4,71 triệu cổ phiếu TPP, tương đương 71,43%. DNP cũng đã có 3 đại diện được bầu vào thành viên HĐQT của TPP bao gồm ông Vũ Đình Độ (Chủ tịch HĐQT), ông Ngô Đức Vũ (Tổng Giám Đốc) và ông Nguyễn Văn Hiếu (Phó Tổng Giám đốc). Thêm nữa ông Trịnh Kiên (Công bố thông tin của DNP) cũng được bầu vào Ban kiểm soát của TPP.

Nhựa Tân Phú có gần 40 năm bề dày lịch sử, là một tên tuổi lớn trong ngành nhựa công nghiệp, với các sản phẩm ép phun và bao bì rỗng. Việc mua cổ phần chi phối tại TPP sẽ giúp nhựa Đồng Nai tăng gần gấp đôi quy mô doanh thu, tổng tài sản và nâng cao vị thế trong ngành nhựa.

TPP với năng lực sản xuất 1.800 tấn/ tháng với các sản phẩm truyền thống như chai, phôi nhựa PET, kết nhựa, vỏ bình ắc quy chai, sản phẩm thùng nhựa dùng trong y tế và hàng không... TPP có thị phần trong TOP 5 mảng nhựa công nghiệp.

Mục đích thấu tóm TPP nhằm thâm nhập vào mảng sản xuất nhựa công nghiệp, đồng thời sử dụng cơ sở sẵn có của TPP thay vì đầu tư mới để sản xuất các chi tiết nhựa kỹ thuật mà DNP chưa sản xuất được. DNP cùng với nhựa Tân Phú hoàn thiện dự án sản xuất phụ kiện uPVC trong Quý 3 năm 2016.

TPP có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 21,7% trong giai đoạn từ 2008-2015. Biên lợi nhuận ròng trung bình cũng đạt mức 12,8%/năm. Năm 2015 TPP ghi nhận DTT đạt 872.1 tỷ đồng (+30,0% yoy) và LNST đạt 16.9 tỷ đồng (+52,7% yoy). Có được kết quả khả quan như vậy là nhờ giá nhựa đầu vào giảm mạnh theo diễn biến giá của dầu thô và công ty trúng thầu số lượng lớn các hợp đồng gia công chai nhựa, thùng đựng nước cho các công ty nước giải khát.



(Nguồn: DNP, VCBS tổng hợp)

TPP đặt kế hoạch năm 2016 với DT tối thiểu đạt 550 tỷ đồng (-37% yoy), trong đó doanh thu sản xuất đạt 470 tỷ đồng (-0,4% yoy). Mục tiêu kinh doanh năm 2016 sụt giảm do trong năm 2015, công ty con Nhựa Tân Phú Sài Gòn (TPP nắm giữ 62,5%) phát hành cổ phiếu tăng vốn nhưng TPP không thực hiện quyền mua khiến tỷ lệ sở hữu của TPP tại Nhựa Tân Phú Sài Gòn giảm xuống mức 23%. Vì vậy, kể từ năm 2016, Nhựa Tân Phú Sài Gòn trở thành công ty liên kết của TPP, không được hợp nhất kết quả kinh doanh như trong năm 2015.

Việc hợp nhất KQKD của TPP sẽ tạo ra kế hoạch tăng trưởng doanh thu gần gấp đôi khoảng 79% năm 2016 của DNP, lợi nhuận TPP sẽ đóng góp 17% trong cơ cấu lợi nhuận của DNP.

BAO BÌ MỀM

Bao bì mềm được xác định là mảng kinh doanh ổn định của công ty. DNP kinh doanh bao bì nhựa dưới dạng hợp đồng gia công cho các doanh nghiệp nước ngoài với biên lợi nhuận gộp 14,5% 6T.2016. Sản phẩm bao bì được xuất đi các nước Châu Âu, Đức, Ý và Hà Lan với khoảng dưới mười khách hàng. Mảng bao bì hoạt động ổn định với doanh thu 6T.2016 đạt 144,7 tỷ đồng (+2,3% yoy, hoàn thành 43% KH). Hoạt động trong lĩnh vực bao bì tạo nguồn ngoại tệ cho DNP để nhập nguyên liệu đầu vào nhập khẩu nên ít chịu ảnh hưởng của tỷ giá. Công suất hiện tại luôn đạt gần bằng mức công suất thiết kế.

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH

Thời điểm đầu Q2.2016, DNP đã nắm tỷ lệ chi phối đối với Nhựa Tân Phú (60,8%) và thực hiện hợp nhất với TPP dẫn đến tài sản tăng trưởng mạnh, cụ thể tổng tài sản cuối Quý II đạt 1.176 tỷ đồng (+64% ytd) chủ yếu khoản phải thu và hàng tồn kho tăng. Khoản phải thu khách hàng 306 tỷ đồng (+51,3% ytd) và chiếm tỷ trọng 26% trên tổng tài sản. Tương tự hàng tồn kho cũng tăng mạnh 126% ytd đạt 249,6 tỷ đồng chiếm tỷ trọng 21,2% tổng tài sản.

Tài sản dài hạn cuối Quý đạt 445,5 tỷ đồng (+97,5% ytd) chủ yếu là tài sản cố định tăng 118.3 tỷ đồng hay tăng 21,5% so với đầu năm. Đáng chú ý trong kỳ phát sinh tăng thêm lợi thế thương

mại trong tài sản dài hạn khác. DNP đã đầu tư không quá 150 tỷ đồng với mục đích sở hữu lên đến 75% TPP. Giá trị sổ sách của TPP vào cuối năm 2015 khoảng 12.900 đồng/cp. Việc mua thầu tóm TPP tạo khoản lợi thế thương mại tăng 61,65 tỷ đồng và sẽ được DNP phân bổ trong 10 năm.

Tổng nợ của DNP tăng 84% so với đầu năm với nợ ngắn hạn 631,8 tỷ đồng (+48,3% ytd) và nợ dài hạn 198,2 tỷ đồng (+697% ytd). Khoản vay dài hạn tăng mạnh do trong kỳ DNP có phát hành 100 tỷ đồng trái phiếu thông thường cho Vietcombank – chi nhánh Biên Hòa với thời hạn 3 năm, lãi suất 7,4% năm đầu tiên và từ năm thứ hai bằng lãi suất tiết kiệm trả sau kỳ hạn 12 tháng công 3,5%. Đáng chú ý, theo thuyết minh tài chính trong cam kết cho vay khản trái phiếu trên có điều khoản không được chia cổ tức bằng tiền cho cổ đông trong thời gian trái phiếu lưu hành.

Hệ số nợ vay ngân hàng/VCSH tăng cao từ mức 3,0 lần cuối năm 2015 lên mức 5,53 lần cuối Quý 2.2016.

KẾ HOẠCH TĂNG VỐN

Năm 2016 DNP dự định đầu tư vào hệ thống phụ kiện nhằm hoàn thiện hệ thống sản phẩm ống nước và bắt đầu kinh doanh hạ tầng M&E. Về mảng nước sạch công ty đầu tư thêm mở rộng nhà máy nâng công suất Bình Hiệp lên 50.000-60.000 m3/ngày đêm và dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2016. Tiếp tục xây dựng nhà máy nước Nhị Thành ở Long An với công suất giai đoạn 1 là 30.000 m3/ngày đêm và nhà máy Tiền Giang.

Trong Quý 2 vừa qua DNP đã hoàn tất việc tăng vốn điều lệ lên 270 tỷ đồng qua (1) thưởng cổ phiếu và phát hành cổ phiếu từ nguồn vốn chủ sở hữu tỷ lệ 40%, số lượng cổ phiếu là 5.402.851 cổ phiếu; (2) chào bán cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 60% với giá 10.000 đồng, số lượng cổ phiếu phát hành thêm là 8.104.287 cổ phiếu. Như vậy lượng cổ phiếu tăng thêm tổng cộng là 13.506.583 cổ phiếu, số lượng cổ phiếu lưu hành hiện tại của công ty là 27.013.714 cổ phiếu.

Với mục tiêu đầu tư, xây dựng để hoàn thiện các nhà máy nước trong tương lai DNP dự kiến sẽ tăng vốn lên 500 tỷ trong năm 2017. Với kế hoạch tăng vốn để tài trợ cho các dự án đầu tư trong năm 2017 chúng tôi lưu ý rủi ro pha loãng cổ phiếu DNP.

TRIỂN VỌNG

Kế hoạch kinh doanh năm 2016. Năm 2016, DNP đặt kế hoạch doanh thu sau khi hợp nhất với TPP đạt 1,622 tỷ đồng với mức tăng trưởng 79% và lợi nhuận sau thuế đạt 75.3 tỷ, tăng trưởng 67% so với thực hiện năm 2015. Tỷ lệ cổ tức năm 2016 dự kiến là 16%. 6T.2016 doanh thu thuần đạt 693 tỷ đồng (+80% yoy, 43% KH) và LNST đạt 47,4 tỷ đồng (+125% yoy, 63% KH).

Bên cạnh đó, việc hợp nhất TPP và nước Đồng Tâm sẽ đóng góp nhiều cho sự tăng trưởng mạnh của doanh thu và lợi nhuận DNP trong 6 tháng còn lại của năm 2016. Quan trọng không kém là các mảng kinh doanh nước sạch và ống nhựa hạ tầng cũng vẫn chiếm tỷ trọng đóng góp cao vào kết quả kinh doanh của DNP.

Ngành ống nước hạ tầng:

Động lực tăng trưởng chủ yếu của DNP trong năm 2016-2017 vẫn đến từ mảng kinh doanh ống nhựa, được công ty ước tính sẽ tăng trưởng khoảng 10% trên cơ sở thận trọng. Ống nước hạ tầng tiếp tăng trưởng bền vững dựa trên vị thế thương hiệu và sự khẳng định thị phần số 1 đối với thị trường ống nhựa hạ tầng cho cấp nước và thoát nước, xử lý nước thải. Bên cạnh đó năm 2017 công ty sẽ bắt đầu triển khai kinh doanh ống và phụ kiện vào thị trường dự án tòa nhà dân dụng

sẽ đem lại khả năng tăng cao về doanh thu.

Sản lượng công ty hiện đang ở mức cao, tuy nhiên, khó khăn của DNP sẽ đến từ việc gia tăng chi phí nguồn nguyên liệu khi giá hạt nhựa có xu hướng tăng gần đây. Trong ngắn hạn việc điều chỉnh giá bán sẽ khó khăn hơn và có thể tác động đến lợi nhuận của công ty. Hiện tại mảng ống hạ tầng mới hoàn thành 33,6% kế hoạch nhưng các dự án công trình hạ tầng thường hoàn thành vào cuối năm nên doanh thu sẽ mạnh hơn và kỳ vọng sẽ hoàn thành kế hoạch.

DNP đầu tư thêm hai máy nhập từ Đức với công suất 20 tấn/ngày sẽ giúp tăng thêm công suất 10-15% so với hiện tại.

DNP đang hoàn thiện hệ thống nhà máy sản xuất ống nhựa trên cả ba miền. DNP đang tiếp tục đầu tư hệ thống nhà máy phía Bắc nhằm giảm thiểu chi phí vận chuyển từ miền Trung vào miền Bắc và hoàn thiện mạng lưới cung cấp sản phẩm rộng khắp ba miền.

Ngành nước sạch:

Doanh thu và lợi nhuận của ngành này vẫn chủ yếu là do Công ty CP Bình Hiệp đóng góp với mức độ tăng trưởng chắc chắn. Dự báo sau khi nhà máy nước Long An, Tiền Giang đi vào hoạt động và nhà máy Bình Hiệp mở rộng công suất thành công (+20.000 m3/ngày đêm) sẽ đóng góp cao cho lợi nhuận DNP vào cuối năm 2017 trở đi. Bình Hiệp và Đồng Tâm sẽ đóng góp khoảng

Nhựa công nghiệp: đây là lĩnh vực hỗ trợ cho hoạt động sản xuất ống nhựa dân dụng. DNP dự định tinh gọn lại hoạt động của Tân Phú trong thời gian tới sẽ hoạt động hiệu quả hơn với mức tăng trưởng 15% trong năm 2017 - 2018. TPP sẽ loại bỏ mảng thương mại và tập trung vào hoạt động sản xuất là chính.

Ngành bao bì: tiếp tục được duy trì với tăng trưởng nhẹ và ổn định so với năm 2015. Việc kinh tế châu Âu tiếp tục đà phục hồi sẽ giúp ngành bao bì của công ty hoàn thành được chỉ tiêu năm 2016.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh tương đối P/E của DNP dựa trên P/E bình quân của các mã ngành nước và ngành nhựa. P/E bình quân của ngành nước và ngành nhựa (có chiết khấu) theo ước tính hiện đạt khoảng 10,1 và 14,8 lần.

| P/E của ngành hoạt động sản xuất nước | | | |
|---------------------------------------|----------------------|--------------|-----|
| Cổ phiếu | Vốn hóa (tỷ đồng) | P/E trailing | P/B |
| LKW | 50 | 7.7 | 1.2 |
| BTW | 141 | 18.0 | 1.0 |
| GDW | 143 | 11.7 | 1.0 |
| PJS | 144 | 12.0 | 1.0 |
| NNT | 170 | 7.5 | 1.4 |
| NBW | 192 | 7.6 | 1.1 |
| CLW | 199 | 7.8 | 1.0 |

| | | | |
|------------|-----|------|-----|
| NTW | 246 | 7.4 | 1.2 |
| TDW | 250 | 11.4 | 2.0 |
| Trung bình | 170 | 10.1 | 1.2 |
| Trung vị | 192 | 7.8 | 1.0 |

| P/E của ngành hoạt động sản xuất nhựa | | | |
|---------------------------------------|---------|--------------|------|
| Cổ phiếu | Vốn hóa | P/E trailing | P/B |
| BMP | 7.959 | 13.9 | 13.9 |
| NTP | 6.158 | 15.7 | 15.7 |
| Trung bình | | 14.8 | 14.8 |
| P/E hợp lý cho DNP (chiết khấu 30%) | | | 10.4 |

Do về quy mô và biên lợi nhuận gộp của DNP thấp hơn hai doanh nghiệp ổng nhựa đầu ngành là BMP và NTP nên chúng tôi thực hiện chiết khấu tỷ lệ 30% cho DNP.

| P/E hợp lý của DNP | Tỷ trọng lợi nhuận | P/E |
|-------------------------|--------------------|------|
| Hoạt động sản xuất nước | 30% | 10.1 |
| Hoạt động sản xuất nhựa | 70% | 10.4 |
| P/E bình quân | | 10.3 |

Giá định năm 2016 công ty hoàn thành kế hoạch LNST đạt 75 tỷ đồng (+67%yoy), tương đương với EPS forward pha loãng là 3.375 đồng/cổ phiếu. Với P/E 10,4 thì giá hợp lý của DNP là 35.000 đồng/cổ phiếu. Vì vậy chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu DNP cho trung và dài hạn.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách Bộ phận Phân tích & Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Chuyên viên Phân tích

ntthang-hcm@vcbs.com.vn

Trụ sở chính Hà Nội

Tầng 12 & 17, Tòa nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: (84-4) 3936 6990 - Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8) 3820 8166 - Số máy lẻ: 104/106

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng

ĐT: (84-511) 3388 8991 - Số máy lẻ: 12/13

Phòng Giao dịch Giảng Võ

Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội.

ĐT: (+84-4) 3726 5551

Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, KĐT Phú Mỹ Hưng, Q. 7, TP. Hồ Chí Minh

ĐT: (84-8) 5413 6573

Văn phòng Đại diện Cần Thơ

Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ

ĐT: (84-710) -3750888

Văn phòng Đại diện An Giang

Tầng 6, Tòa nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, Long Xuyên, An Giang

ĐT: (84-76) -3949841

Văn phòng Đại diện Đồng Nai

F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai

ĐT: (84-61)-3918812

Văn phòng đại diện Vũng Tàu

Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu

ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78

Văn phòng đại diện Hải Phòng

Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Tel: (+84-31) 382 1630

Văn phòng đại diện Bình Dương

Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương

ĐT: (+84-650) 385 5771

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>