EQUITIES RESEARCH

MBS CHỨNG KHOÁN MB

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

Báo cáo chi tiết 19/01/2015

Khuyến nghị	**MUA**
Giá mục tiêu (VND)	31.000
Tiềm năng tăng giá	36,3%
Cổ tức (VND)	500
Lợi suất cổ tức	2,1%

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng

Thông tin cổ phiếu, ngày 19/01/2015

Giá hiện tại (VND)	23.100
Số lượng CP niêm yết	256.000.000
Số lượng CP lưu hành	256.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5.964,80
Khoảng giá 52 tuần	5.740 - 23.900
KLGDTB 3 tháng	618.611
GTGDTB 3 tháng (VND bn)	12,406
% sở hữu nước ngoài	0%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	125.440.000
Số lượng còn được phép mua	125.440.000

Tổng quan DN

Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (PVPOWER NT2) được thành lập năm 2007 để thực hiện đầu tư xây dựng dự án "Nhà máy điện Chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2" tại Khu Công nghiệp Ông Kèo, ấp 3, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, Đồng Nai. Nhà máy điện có quy mô công suất 750 MW gồm 2 tuabin khí công suất 500 MW và 1 đuôi công suất 250 MW.

Nguồn: MBS tổng hợp

Analyst

Phan Thùy Trang

Email: trang.phanthuy@mbs.com.vn

Tel: 0904749979

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1/2015 TÍCH CỰC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu CTCP điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 với mức định giá trên cơ sở thận trọng 31.000 đồng/cp, với tiềm năng tăng giá 36% so với giá 23.100 đồng/cp ngày 19/01/2015 trên cơ sở (1) Giai đoạn mùa khô các nhà máy thủy điện không hoạt động do đó các công ty nhiệt điện thường có kết quả kinh doanh (KQKD) tốt nhất trong năm (2) Giá bán điện chính thức đã được ký kết với EVN, do đó NT2 có khả năng thu về 1 khoản lợi nhuận đột biến 587 tỷ đồng hồi tố từ những năm trước.

TIÊU ĐIỂM

- **Sở hữu nhà máy nhiệt điện khí lớn nhất của ngành Dầu khí**

NT2 sở hữu và vận hành Nhà máy nhiệt điện khí lớn nhất của ngành Dầu khí. Công suất nhà máy là 750MW, Sản lượng điện lũy kế từ khi phát điện thương mại (16/10/2011) đến ngày 19/12/2014 đạt 15,7 tỷ kWh.

- **Lợi thế cạnh tranh**

NT2 có những lợi thế nhất định khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh do vị trí nhà máy điện Nhơn Trạch 2 nằm gần trung tâm phụ tải Miền Nam, là tam giác kinh tế trọng điểm phía nam.

- **Yếu tố ảnh hưởng mạnh đến KQKD giảm dần theo năm**
  - Áp lực lãi vay giảm dần trên dư nợ
  - Rủi ro tỷ giá được giảm thiểu
  - Phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ khi đầu tư nhà máy kết thúc năm 2014
- **Giá bán điện chính thức hàng năm đã được ký kết**

Từ năm 2014, EVN đã chính thức ký hợp đồng về cách thức tính giá điện, do đó NT2 sẽ có khả năng thu 1 khoản lợi nhuận đột biến do chênh lệch cách tính giá bán điện trước đây trong năm 2015.

Dự phóng KQKD Q1/2015. Trên cơ sở (1) thông tin kết thúc phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá 126 tỷ/năm (2) đồng thời loại bỏ yếu tố tỷ giá do giả định đồng USD và EUR diễn biến ngược chiều nhau (3) khoản lợi nhuận đột biến do hồi tố lại phần chênh lệch giá điện tạm tính trước đây => **chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế Q1/2015 của NT2 ít nhất khoảng 642 tỷ đồng.**

ĐỊNH GIÁ

Kết quả định giá mục tiêu cổ phiếu NT2 trên cơ sở thận trọng ở mức 31.000 đồng/cp theo hai phương pháp định giá dòng tiền và phương pháp so sánh EV/EBITDA, cao hơn 36% so với mức giá hiện tại 23.100 đồng/cp ngày 19/01/2015.

RỦI RO

Ảnh hưởng mạnh từ yếu tố tỷ giá. NT2 có 2 khoản vay ngoại tệ USD và EUR. Sự tăng/giảm của đồng ngoại tệ cũng sẽ tác động giảm/tăng tới KQKD của NT2. Do số dư nợ ngoại tệ giảm dần theo năm nên không thể ước lượng được giá trị tuyệt đối của sự thay đổi, do đó chúng tôi sẽ phân tích kĩ về tác động của tỷ giá đối với giá trị định giá cổ phiếu NT2 trong phần phân tích độ nhạy cổ phiếu.

Tổ chức sở hữu lớn trong cơ cấu cổ đông. Tổ chức chiếm đến 80% cơ cấu sở hữu, trong đó PV Power chiếm tới 63%, do đó quyền biểu quyết và quyết định chiến lược kinh doanh của NT2 đối với các cổ đông còn lại rất thấp.

Áp lực cung lớn khi VNPT thoái vốn ngoài ngành. Tập đoàn bưu chính viễn thông Việt Nam VNPT đăng ký thoái 12,8 triệu cổ phiếu NT2 từ 14/01/2015 – 12/02/2015 theo phương thức thỏa thuận và khớp lệnh, tạo áp lực cũng trong ngắn hạn.

TÓM TẮT VÀ DỰ PHÓNG BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Mô hình thu nhập (tỷVND)	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	6.215	6.348	6.272
Giá vốn hàng bán	(5.407)	(5.364)	(5.491)
Lợi nhuận gộp	**808**	**984**	**781**
Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(0)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(75)	(76)	(75)
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	**736**	**910**	**708**
Doanh thu hoạt động tài chính	472	101	151
Chi phí tài chính	(435)	(372)	(264)
Trong đó: Chi phí lãi vay	*244*	*223*	*188*
Thu nhập khác	4	4	4
Chi phí khác	(1)	(1)	(1)
Lợi nhuận khác	3	3	3
Lãi (lỗ) cty liên doanh/liên kết			
Lợi nhuận trước thuế	**772**	**639**	**595**
Chi phí thuế TNDN	0	32	30
Lợi nhuận sau thuế	**772**	**607**	**565**
Lợi ích của cổ đông thiểu số			
LNST cổ đông công ty mẹ	**772**	**607**	**565**
EPS (VND)	**3.017**	**2.372**	**2.208**

Báo cáo dòng tiền (tỷ VNĐ)	2014F	2015F	2016F
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH			
Lợi nhuận sau thuế	**772**	**639**	**595**
Điều chỉnh cho các khoản			
Khấu hao	807	809	810
Tăng (giảm) khoản phải thu	87	145	187
Tăng (giảm) hàng tồn kho	(1)	2	(5)
Tăng (giảm) khoản phải trả	6	141	174
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	**1.672**	**1.704**	**1.730**
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG ĐẦU TƯ			
Chi mua sắm TSCĐ, TSDH	(0)	(8)	(3)
Tăng/Giảm đầu tư ngắn hạn	246	0	0
Tăng/Giảm đầu tư dài hạn	196	200	200
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ đầu tư	**442**	**192**	**197**
LƯU CHUYỂN TIỀN TỪ HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH			
Tiền vay ngắn hạn, dài hạn nhận được	(91)	17	2
Tiền chi trả nợ gốc vay	(795)	(1.047)	(1.066)
Tiền chi trả nợ thuê tài chính			
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho chủ sở hữu	(128)	(128)	(128)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính	(1.014)	(1.159)	(1.192)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	1.100	737	735
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	57	1.157	1.894
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	**1.157**	**1.894**	**2.629**

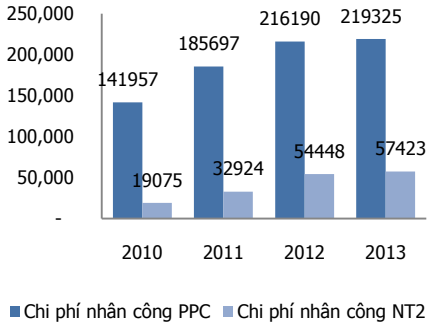
Bảng Cân Đối KếToán (tỷ VNĐ)	2014F	2015F	2016F
Tài sản ngắn hạn			
Tiền & tương đương tiền	1.157	1.894	2.629
Đầu tư tài chính			
Khoản phải thu	1.362	1.217	1.031
Hàng tồn kho	222	220	226
Chi phí trả trước, TSNH khác	9	9	9
Tổng tài sản ngắn hạn	**2.751**	**3.341**	**3.895**
Tài sản máy móc thiết bị	**8.329**	**7.528**	**6.722**
Nguyên giá	11.315	11.324	11.327
Giá trị hao mòn	(2.986)	(3.795)	(4.605)
Tài sản cố định ròng	8.329	7.528	6.722
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	6	6	6
Tài sản&đầu tư dài hạn khác	865	665	465
Tổng tài sản	**11.951**	**11.541**	**11.088**
Vay nợ ngắn hạn			
Vay ngắn hạn	1.047	1.064	1.066
Khoản phải trả	889	1.029	1.204
Nợ khác	62	63	63
Tổng vay nợ ngắn hạn	**1.998**	**2.156**	**2.332**
Vay nợ dài hạn	**6.521**	**5.474**	**4.408**
Vốn chủ sở hữu	**3.432**	**3.911**	**4.348**
Vốn điều lệ	2.560	2.560	2.560
Quỹ đầu tư phát triển	190	190	190
Lợi nhuận giữ lại	682	1.162	1.599
Các quỹ khác			
Lợi ích cổ đông thiểu số			
Tổng nguồn vốn	**11.951**	**11.541**	**11.088**

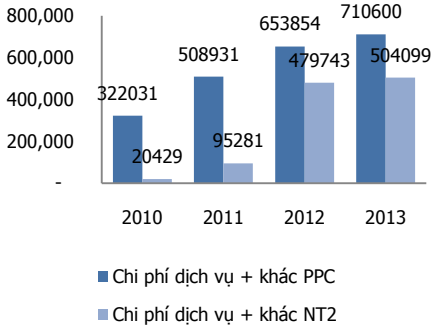
Hệ số tài chính	2014F	2015F	2016F
Hệ số thanh khoản			
Hệ số thanh toán hiện thời	1,38	1,55	1,67
Hệ số thanh toán nhanh	1,27	1,45	1,57
Hệ số hoạt động			
Số vòng quay khoản phải thu	4,56	5,21	6,08
Số vòng quay hàng tồn kho	24,33	24,33	24,33
Số vòng quay tổng tài sản	0,52	0,55	0,57
Hệ số đòn bẩy			
Hệ số nợ	0,71	0,66	0,61
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	2,48	1,95	1,55
Hệ số sinh lời			
Tỷ suất lãi gộp/Doanh thu	13,00%	15,50%	12,45%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu	12,43%	9,56%	9,01%
ROA	6,46%	5,26%	5,10%
ROE	22,51%	15,52%	13,00%
Hệ số khác			
Lợi nhuận ròng/CP (EPS) (VND)	3.017	2.372	2.208
Giá trị sổ sách cổ phần (BVPS) (VND)	13.407	15.278	16.986
P/E	3,44	12,16	13,07
P/B	0,78	1,89	1,70

Nguồn: MBS Research

TIÊU ĐIỂM

Nhiệt điện Nhơn Trạch NT2 và Nhiệt điện Phả Lại PPC là hai công ty nhiệt điện trên sàn có mức vốn gần tương đương nhau, qua so sánh nhận thấy NT2 vận hành sản xuất hiệu quả hơn PPC





Biến động tỷ giá EUR/USD năm 2014

Dự báo tỷ giá EUR/USD năm 2015

	1 month	3 months	6 months	12 months
Barclays	1.2700	1.2200	1.1700	1.1000
Goldman Sachs	1.2600	1.2300	1.2000	1.1500
HSBC	1.2542	1.2434	1.2234	1.1967
Reuters Smart Estimate*	1.2504	1.2413	1.2294	1.2165

Nguồn: Reuteurs

Top 500 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam

Công ty cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 vinh dự đứng thứ hạng 166 trong Bảng xếp hạng VNR500 – Top 500 doanh nghiệp lớn nhất Việt Nam, đứng sau một số Tập đoàn và Tổng Công ty và đứng thứ hạng số 2 trong số các công ty cổ phần thuộc ngành sản xuất, kinh doanh, phân phối điện.

Sở hữu và vận hành Nhà máy nhiệt điện khí lớn nhất của ngành Dầu khí. Công suất nhà máy là 750MW, Sản lượng điện lũy kế từ khi phát điện thương mại (16/10/2011) đến ngày 19/12/2014 đạt 15,7 tỷ kWh.

Lợi thế cạnh tranh

NT2 có những lợi thế nhất định khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh. Vị trí nhà máy điện Nhơn Trạch 2 nằm trong khu công nghiệp Ông Kèo,gần trung tâm phụ tải Miền Nam, là tam giác kinh tế trọng điểm phía nam,hệ thống truyền tải điện thuận lợi, do đó khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, NT2 có những lợi thế nhất định. Ngoài ra khả năng thay đổi linh hoạt công suất phát điện tùy từng trường hợp cũng giúp NT2 có những lợi thế khi phát điện cạnh tranh.

Vận hành sản xuất hiệu quả. Chi phí nhân công của NT2 ở mức rất thấp 0.5%/Doanh thu trong khi các công ty khác như nhiệt điện Phả Lại PPC ở mức trung bình 3.5%. Nhờ vận hành hiệu quả mà mặc dù kế hoạch hoàn vốn trong 3 năm nhưng ngay năm đầu vận hành NT2 đã có lãi. Tỷ lệ lãi biên gộp của NT2 ở mức khá cao trung bình 11.9%. Tỷ suất sinh lời trên vốn chủ ROE của NT2 22,6%.

Yếu tố ảnh hưởng mạnh đến KQKD giảm dần theo năm

Áp lực lãi vay giảm dần trên dư nợ

NT2 thực hiện chi trả gốc lãi vay trong thời hạn 10 năm, thời gian khá ngắn so với các công ty trong ngành điện.

Lãi suất Euribor và Libor 6 tháng hiện theo xu hướng giảm , lần lượt 0,168% và 0,36% tuy nhiên chúng tôi vẫn dự phóng trên cơ sở thận trọng, theo đó khoản lãi vay sẽ giảm dần theo năm với mức giảm khoảng 30 tỷ/năm.

Rủi ro tỷ giá được giảm thiểu

Tỷ giá EUR/USD ngày 08/01/2015 đạt mức thấp nhất trong vòng 9 năm qua với mức quote EUR/USD = 1,1768. Đồng USD mạnh lên so với hầu hết các đồng tiền khác trên thế giới bắt nguồn từ sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ.

Tỷ giá EUR/USD được dự báo sẽ tiếp tục giảm trong năm 2015 bắt nguồn từ sự phục hồi của nền kinh tế Mỹ và dự đoán tiếp tục suy thoái tại nền kinh tế Châu Âu. Sự biến động ngược chiều giữa hai đồng ngoại tệ giúp cho NT2 giảm thiểu phần lớn rủi ro tỷ giá đến từ các khoản vay ngoại tệ.

Kết thúc phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ khi đầu tư nhà máy. Hàng năm trong chi phí tài chính, NT2 vẫn có khoản 126 tỷ đồng phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá từ khi đầu tư nhà máy. Khoảng phân bổ này sẽ kết thúc trong năm 2014.

Giá bán điện chính thức hàng năm đã được ký kết

NT2 tính giá bán điện theo thị trường bắt đầu từ năm 2011, nhưng trước năm 2014, giá bán điện thường là giá bán tạm tính với EVN theo một mức giá cố định. Từ năm 2014, EVN đã chính thức ký hợp đồng về cách thức tính giá điện, do đó NT2 sẽ có khả năng thu 1 khoản lợi nhuận đột biến do chênh lệch cách tính giá bán điện trước đây trong năm 2015. Thêm nữa trước đây do không được hưởng giá khí đầu vào ngang với các nhà máy sản xuất trong khu vực do đó chúng tôi kỳ vọng mức giá bán điều chỉnh sẽ ở mức cao theo giá mua khí đầu vào cao của những năm trước. Chúng tôi dự phóng khoản lợi nhuận đột biến trên cơ sở so sánh giá bán điện của NT2 giai đoạn 2011 - 2013 so với giá bán điện chính thức của nhiệt điện phả lại PPC, theo đó khoản lợi nhuận chênh lệch tính giá điện có thể vào khoảng 587 tỷ đồng.

ĐỊNH GIÁ

Kết quả định giá cho mục tiêu ngắn hạn cổ phiếu NT2 trên quan điểm thận trọng ở mức 31.000 đồng/cp, khả năng tăng giá 36% so với giá hiện tại ngày 19/01/2015 23.100 đồng/cp, dựa trên 2 phương pháp định giá là phương pháp dòng tiền và phương pháp so sánh. Trong đó đối với phương pháp dòng tiền chúng tôi lựa chọn phương pháp FCFE nhằm loại trừ tác động quá mạnh tới dòng tiền từ yếu tố lãi suất của phương pháp FCFF. Đối với phương pháp so sánh, chúng tôi lựa chọn phương pháp EV/EBITDA vì đối với các công ty trong ngành sản xuất điện, vay nợ ngoại tệ cao do đó yếu tố tỷ giá tác động khá lớn đến hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp, do đó nếu so sánh theo phương pháp PE thì tính chính xác sẽ không cao.

Một số những giả định chính trong mô hình định giá như sau:

(1) Thời gian định giá bắt đầu tư năm 2015 và kéo dài 7 năm sau đó giai đoạn 2015 – 2022, sau đó là giai đoạn ổn định.
(2) Chi phí vốn chủ ở mức 10,86% (Lãi suất phi rủi ro 4,55%, phần bù rủi ro 7% và Beta 0,9).
(3) Chi phí nợ 10,7% và chi phí nợ sau thuế là 10,17%.
(4) Tăng trưởng dài hạn 2% với giả định đề án bán điện cạnh tranh khó thực thi và công suất phát điện của NT2 không thay đổi.
(5) Giá khí đầu vào do PVGAS cung cấp vẫn giữ ở mức 125.000 đồng/trBTU

Kết quả định giá cổ phiếu NT2 ở mức giá 34.741 đồng/cp theo phương pháp dòng tiền FCFE

Đơn vị: tỷ đồng	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F
Lợi nhuận sau thuế	607	565	517	661	824	979	1.134
(+) Khấu hao	808	809	810	811	811	811	811
(-) Đầu tư	(8,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(0,1)	(0,1)
(-) Thay đổi vốn lưu động	146,2	181,2	(12,3)	(12,5)	(12,6)	(12,6)	(12,8)
Free cash flow to the Firm	**2.754**	**1.168**	**1.840**	**1.324**	**1.783**	**1.842**	**1.558**
(+) Giá trị cuối cùng	4.693						
Giá trị hiện tại FCFE	**8.893**						
Số lượng cổ phiếu	256.000.000						
Giá cổ phiếu (VND)	**34.741**						
Tỷ lệ chiết khấu							
Beta	0,9						
Lãi suất phi rủi ro	4,55%						
Phần bù rủi ro	7%						
Chi phí vốn chủ	**10,86%**						

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh EV/EBITDA là 28.230 đồng/cp. Chúng tôi lựa chọn một số công ty điện trong ngành có mức vốn hóa gần tương đương với NT2 để so sánh. Mức EV/EBITDA ngành là 7,54 lần.

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	EV/EBITDA
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	8.590	6,81
CTCP Thủy điện Vĩnh Sơn Sông Hinh	2.887	12,17
CTCP Thủy điện Miền Nam	1.864	8,08
CTCP Thủy điện Thác Mơ	1.757	4,51
CTCP Thủy điện Miền Trung	1.836	7,18
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	864	4,99
Average	**17.800**	**7,54**

Nguồn: Stoxpro

Tổng hợp định giá. Kết quả định giá cổ phiếu NT2 ở mức 31.485 đồng/cp dựa trên hai phương pháp định giá FCFE và phương pháp EV/EBITDA. Chúng tôi xác định tỷ trọng cân bằng cho mỗi phương pháp do hoạt động sản xuất điện có tính ổn định cao và các giả định nhằm định giá dài hạn đưa ra ở mức độ thận trọng.

Phương pháp định giá	Tỷ trọng		Giá trị (VND)		Giá mục tiêu (VND)
Phương pháp FCFE	50%	X	34.741	→	31.485
Phương pháp EV/EBITDA	50%	X	28.230	→	
Upside					**36,3%**

Phân tích độ nhạy

Biến động tỷ giá, chi phí vốn, lãi vay là các yếu tố ảnh hưởng lớn đến KQKD của NT2, sẽ tác động mạnh tới kết quả định giá của cổ phiếu NT2. Do đó chúng tôi chọn lựa 3 biến trên là 3 biến chính để đánh giá độ nhạy đối với cổ phiếu NT2.

(1) Cost of Capital.

	Tác động lên giá
Chi phí vốn tăng 1%	(4,9%)
Chi phí vốn tăng 0.5%	(2,6%)
Chi phí vốn 10.86%	0%
Chi phí vốn giảm 0.5%	2,9%
Chi phí vốn giảm 1%	6,3%

(2) Tỷ giá USD.

	2015	2016	2017
Dư nợ cho vay USD	123.622.299	101.145.517	78.668.735
Dư nợ cho vay EUR	112.944.729	92.409.323	71.873.917
Tỷ giá EUR/USD dự phóng	1,2098	1,20	1,15
Thay đổi dự nợ/1% thay đổi tỷ giá USD	1.236.233	1.011.455	786.687
Thay đổi dư nợ/1% thay đổi tỷ giá ÊUR	1.129.447	924.093	718.739

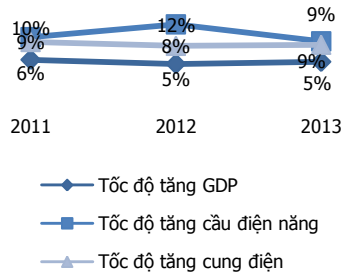
(3) Lãi vay.

	Tác động lên giá
Lãi vay EUR tăng 1%	(1,2%)
Lãi vay USD tăng 1%	(1,1%)
Lãi vay giữ nguyên	0%
Lãi vay EUR giảm 1%	1,2%
Lãi vay USD giảm 1%	1,1%

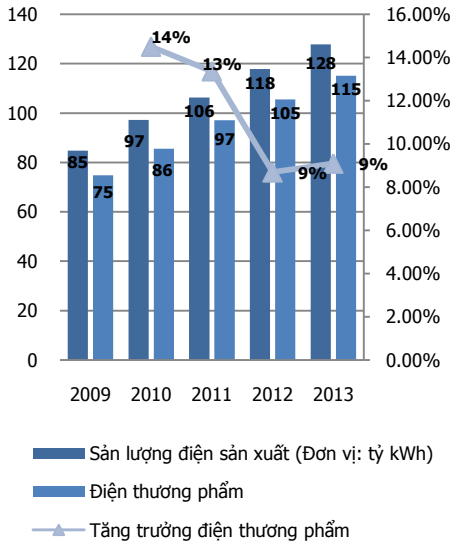
(4) Thay đổi giá cổ phiếu theo chi phí vốn chủ và tăng trưởng dài hạn

	9,86%	10,86%	11,86%
0%	31.054	29.649	28.496
1%	32.121	30.473	29.145
2%	33.459	31.484	29.926
3%	35.187	32.751	30.883
4%	37.505	34.388	32.084

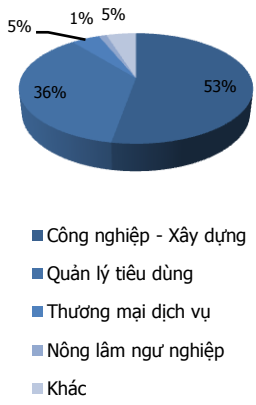
Tốc độ tăng trưởng kinh tế, cầu điện năng và cung điện năng



Sản lượng điện sản xuất, sản lượng điện thương phẩm (đv: tỷ kWh)



Cơ cấu phụ tải điện năm 2013



Triển vọng ngành

Nhu cầu điện tăng cao trong giai đoạn phát triển kinh tế

Theo Quy hoạch Điện VII đã được chính phủ phê duyệt, tăng trưởng nhu cầu năng lượng của Việt Nam giai đoạn 2001-2020 là 8,1-8,7%, trong đó sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu đến năm 2015 khoảng 194 – 210 tỷ KWh, năm 2020 là 330 - 362 tỷ kWh, năm 2030 khoảng 695 - 834 tỷ kWh. Trên thực tế tốc độ tăng trưởng nhu cầu điện giai đoạn 2011 – 2013 là 10,37%, đã cao hơn so với tốc độ cung điện năng 8,6% cũng trong giai đoạn này.

Cơ cấu nguồn điện vẫn chủ yếu là nhiệt điện than và thủy điện. Như vậy có thể thấy so với các nước trong khu vực trình độ kỹ thuật xây dựng các nhà máy sử dụng năng lượng sạch hay điện hạt nhân của Việt Nam còn khá kém, trong khi nhu cầu điện của một đất nước đang phát triển lại lớn, khả năng thiếu hụt nguồn điện trong tương lai là có thể xảy ra.

Cơ cấu phụ tải điện năm 2013 với tỷ trọng cao 52,8% thuộc về ngành công nghiệp xây dựng. Những năm qua, nền kinh tế Việt Nam rơi vào suy thoái nên nhu cầu điện năng cho lĩnh vực này chưa thực sự cấp bách. Tuy nhiên nền kinh tế từ năm 2015 được đánh giá có những triển vọng sáng sủa hơn đặc biệt là lĩnh vực xây dựng công nghiệp, qua đó sẽ thúc đẩy hơn nữa nhu cầu điện năng.

Phá bỏ dần cơ chế độc quyền ngành điện

EVN vẫn là tập đoàn giữ vai trò chi phối khâu phát điện, với tỷ trọng hơn 60% tổng công suất phát điện toàn hệ thống, 90% khâu phân phối bán lẻ và độc quyền hoàn toàn trong các khâu truyền tải điện, chưa có đơn vị điều hành giao dịch thị trường điện lực. Việc độc quyền ngành điện của EVN gây ra nhiều bất cập trong chất lượng dịch vụ cung ứng điện của Việt Nam.

Theo Quyết định số 26/2006/QĐ – TTg về lộ trình xóa bỏ độc quyền trong ngành điện sẽ gồm 3 giai đoạn: Giai đoạn 2005 – 2014 (giai đoạn phát điện cạnh tranh), Giai đoạn 2015 – 2022 (bán buôn điện cạnh tranh), Sau 2022 (bán lẻ điện cạnh tranh).

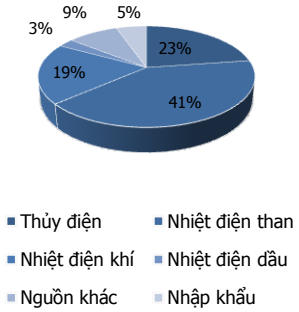
Hiện tại thị trường phát điện cạnh tranh đã được thực hiện. Đến cuối năm 2013, có 48 nhà máy điện trực tiếp chào giá trên thị trường, với tổng công suất đặt là 11.947 MW, chiếm 44,4% tổng công suất đặt toàn hệ thống. So với thời điểm mới vận hành thị trường, số lượng nhà máy điện trực tiếp chào giá đã tăng thêm 16 nhà máy, tỷ lệ công suất đặt của các nhà máy trực tiếp chào giá tăng từ mức 39% lên 44,4% tổng công suất hệ thống.

Đã có nhiều tín hiệu tích cực nhưng vẫn khó hoàn thành thị trường điện cạnh tranh đúng kế hoạch vào năm 2022: Sau hơn một năm vận hành thực hiện phát điện cạnh tranh (chính thức khởi động từ 01/07/2012) nhìn chung đã có được một số kết quả đáng kích lệ. Tuy nhiên, để đến năm 2022 Việt Nam có thể có thị trường điện hoàn chỉnh đúng như kế hoạch theo chúng tôi là rất khó hoàn thành, ngành điện vẫn còn nhiều vấn đề còn tồn tại như cơ sở hạ tầng, trang thiết bị, cơ cấu tổ chức ngành…

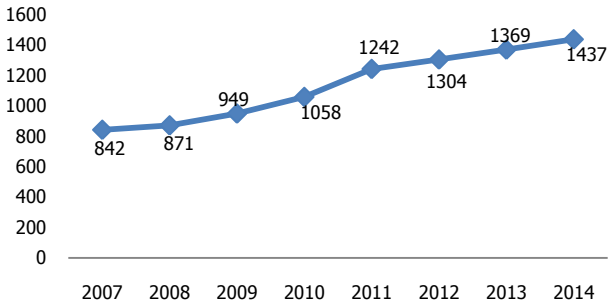
Giá điện hiện được điều chỉnh theo cơ chế thị trường

Trong vòng 6 năm từ 2009-2013, giá điện bán lẻ đã tăng 7 lần liên tiếp, các năm 2009-2011, giá điện bình quân tăng trung bình mỗi năm 14,10%/năm. Từ năm 2011, khi Quyết định 24/2011/QĐ-TTg ngày 05/4/2011 về điều chỉnh giá bán điện theo cơ chế thị trường được ban hành, mỗi năm giá điện đều tăng khoảng 5%. Đối với các nhà sản xuất phân phối điện như NT2 thì mức giá bán phụ thuộc nhiều vào khả năng đàm phán giá điện chính thức đối với EVN và mức giá bán này sẽ phụ thuộc vào việc tính toán chi phí đầu vào như giá bán than cho điện, giá khí trung bình, giá dầu DO & FO, tỷ giá VND/USD.

Cơ cấu nguồn điện năm 2013



Giá điện bán lẻ chưa VAT từ năm 2007



Nguồn: Bộ Công thương, MBS tổng hợp

Vị trí doanh nghiệp trong ngành

Công ty cổ phần Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện khí lớn nhất của Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam – PVPower với công suất 750 MW, gồm 2 tuabin khí 500 MW và 1 tuabin đuôi hơi 250 MW, được xây dựng từ tháng 6/2009 với tổng mức đầu tư khoảng 11.304 tỷ đồng, vận hành chính thức tổ máy 1 vào tháng 12/2010, tổ máy 2 vào tháng 3/2011 và tổ máy 3 vào tháng 8/2011. Sản lượng điện sản xuất hàng năm đạt khoảng 4,6 tỷ kWh, tính đến tháng 12 năm 2014 sản lượng điện sản xuất lũy kế đạt 15 tỷ kWh, góp phần quan trọng vào ổn định nguồn điện cho toàn hệ thống điện quốc gia.

Lợi thế lớn của PVPOWER NT2 là các cổ đông sáng lập là các tổ chức kinh tế lớn của quốc gia như Tập đoàn Điện lực Việt Nam, tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam, Tổng công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí, Công ty TNHH Phát triển Công nghệ, Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam.

Trong số các công ty nhiệt điện niêm yết trên sàn, NT2 là công ty có tuổi đời non trẻ nhất, chỉ mới bắt đầu vận hành vào năm 2010. Trong khi đó Công ty cổ phần Nhiệt điện Phả Lại vận hành tổ máy đầu tiên năm 1983 và tổ máy cuối cùng số 6 vào năm 2002; nhiệt điện Bà Rịa vận hành tổ máy 1 năm 1994 và tổ máy cuối cùng vào năm 1996 và CTCP nhiệt điện Ninh Bình được thành lập từ năm 1974. Cũng chính vì vậy nên tỷ lệ nợ vay của NT2 hiện đang cao nhất trong số các công ty nhiệt điện trên sàn, do đó áp lực lãi vay của doanh nghiệp cũng khá lớn. Tuy nhiên áp lực này sẽ giảm dần theo năm do NT2 thực hiện chi trả lãi vay trong thời gian khá ngắn.

Tuy là công ty có tuổi đời non trẻ nhưng NT2 có hiệu quả sản xuất so với trung bình ngành khá tốt. Các chỉ số tài chính đều thể hiện hiệu quả kinh doanh của NT2 đều cao hơn so với các công ty cùng ngành. Cụ thể mức lãi gộp của NT2 ở mức 15,3%, hiệu quả kinh doanh trên vốn ROE ở mức 22% cao nhất trong ngành, mức doanh số/số lượng nhân viên cao hơn rất nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành.

NT2 hiện cũng là cổ phiếu có lượng thanh khoản cao nhất, thu hút được nhà đầu tư nhiều nhất trong số các công ty ngành điện niêm yết trên sàn.

Bảng so sánh một số chỉ tiêu tài chính giữa các công ty nhiệt điện niêm yết

	NT2	PPC	BTP	NBP
Khối lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	256	318,15	60,49	12,87
Giá trị vốn hóa (tỷ VND)	5.928,70	8.590,17	877,04	216,14
Sở hữu nước ngoài	0	16,33	6,78	3,19
EPS cơ bản (TTM)	2.622,55	2.288,47	1.505,00	2.359,69
EPS pha loãng (TTM)	2.622,55	2.288,47	1.505,00	2.359,69
Giá trị sổ sách	13.121	16.921	16.627	17.926
EBIT	903,56	1.118,57	122,73	39,19
P/E	8,83	11,8	9,63	7,12
P/B	1,77	1,6	0,87	0,94
Tiền/Nợ ngắn hạn	0,39	4,2	6,58	0,96
TSLĐ/Nợ ngắn hạn	1,21	6,62	8,64	2,11
Vay dài hạn/Tài sản	0,55	0,41	0,35	0
Vốn vay/Tài sản	0,64	0,44	0,38	0
Công nợ/Tài sản	0,72	0,51	0,44	0,41
Lãi gộp/Doanh thu	15,30%	3,91%	5,90%	7,78%
Lãi hoạt động/Doanh thu	10,78%	2,23%	6,12%	3,85%
Lãi trước thuế/Doanh thu	10,80%	13,19%	6,13%	3,94%
Lãi sau thuế/Doanh thu	10,80%	9,99%	5,56%	3,05%
ROE	22,68%	13,58%	9,28%	13,38%
ROA	5,57%	6,35%	4,73%	7,04%
Doanh số/Nhân viên (tỷ VND)	126,86	5,29	5,46	1,01
KLGD trung bình 10 ngày	1.178.821	937.759	108.283	600

Nguồn: Stoxpro, MBS tổng hợp

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ PHÓNG

Mô hình dự báo lợi nhuận (earnings model)

Trong mô hình dự báo lợi nhuận, chúng tôi giả định những yếu tố sau

(1) Sản lượng điện trung bình hàng năm của NT2 là 4,5 tỷ kWh. Kế hoạch sản lượng điện của NT2 thường đặt khá thận trọng, chỉ khoảng 4,2 tỷ kWh. Tuy nhiên trong 3 năm 2012 – 2014, NT2 thường hoàn thành vượt kế hoạch trung bình 10%, do đó chúng tôi dự phóng sản lượng điện trung bình hàng năm khoảng 4,5 tỷ kWh.

(2) Đối với giá bán điện, mặc dù biên độ điều chỉnh giá hàng năm vào khoảng 5% nhưng trên cơ sở thận trọng nhất là khi giá bán điện tính theo sự thay đổi các yếu tố đầu vào trong khi giá khí đầu vào có khả năng được giảm và giá bán còn phụ thuộc vào khả năng đàm phán điện với EVN => chúng tôi dự phóng tăng trưởng giá bán điện hàng năm 1%.

(3) Đối với giá khí đầu vào, giá khí sẽ giảm theo diễn biến giá dầu nhưng theo chúng tôi khả năng biên lợi nhuận của NT2 có sự đột biến mạnh là rất khó vì hợp đồng bán điện sẽ tính đến sự thay đổi các yếu tố nguyên liệu đầu vào, theo đó nếu giá khí giảm thì giá bán điện cho EVN cũng sẽ giảm. Chúng tôi vẫn giả định giá khí đầu vào khoảng 130.000 đồng/trBTU để bảo đảm mức biên lợi nhuận hoạt động chính ổn định.

(4) Sản lượng khí đầu vào cần thiết để sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh ngang mức trung bình hàng năm khoảng 780 triệu m3 khí

(5) Tỷ lệ chi phí hoạt động ở mức 1,2%/Doanh thu ngang tỷ lệ chi phí hoạt động như trong năm 2013

(6) Chi phí tài chính bao gồm chi phí chính yếu là lãi vay nợ khoảng 222 tỷ năm 2015, phí bảo hiểm khoản vay 61 tỷ và lỗ chênh lệch tỷ giá 90 tỷ trên cơ sở giả định đồng EUR

mạnh lên 1% và đồng USD mạnh lên 2%. Yếu tố phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá 126 tỷ đã kết thúc từ năm 2014.

(7) Doanh thu tài chính bao gồm khoản lãi tiền gửi và không tính yếu tố lãi chênh lệch tỷ giá.

(8) Thuế thu nhập doanh nghiệp từ năm 2015 là 5%

⇨ Trên cơ sở mô hình dự báo lợi nhuận nếu trên, chúng tôi ước tính bình quân hàng năm EBIT của NT2 sẽ vào khoảng 700 tỷ đồng – 800 tỷ đồng; Lãi vay sẽ giảm 30 tỷ/năm; riêng phần phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá 126 tỷ đồng kết thúc vào năm 2014 và hàng năm lợi nhuận của NT2 phụ thuộc vào diễn biến đồng EUR và USD (yếu tố ảnh hưởng tỷ giá sẽ giảm dần theo năm trên số dư nợ).

⇨ Chúng tôi cũng lưu ý riêng lợi nhuận năm 2014 của NT2 có thể cao hơn dự đoán trên cơ sở hạch toán 1 phần khoản hồi tố chênh lệch giá điện tạm tính và giá điện chính thức những năm trước.

BẢNG DỰ BÁO LỢI NHUẬN

Nhìn chung các hoạt động sản xuất kinh doanh các doanh nghiệp điện vẫn khá bị động do vận hành theo cơ chế độc quyền của EVN, ngoài ra cách thức tính giá điện theo cơ chế thị trường sẽ khiến biên lợi nhuận gộp các doanh nghiệp ngành điện nói chung và NT2 nói riêng chỉ ở mức ổn định qua các năm. Có thể nhận thấy EBIT qua các năm của NT2 ổn định ở mức 800 tỷ đồng, nhưng riêng năm 2015 tăng lên 983 tỷ đồng, chủ yếu là do chúng tôi dự phóng phần lợi nhuận khoản thu chênh lệch giá bán điện chính thức và giá bán điện tạm tính trong những năm trước.

Lợi nhuận sau thuế giảm dần theo năm bắt đầu từ năm 2014 chủ yếu do diễn biến tỷ giá EUR có lợi cho NT2, do đó NT2 có khoản doanh thu tài chính lãi chênh lệch tỷ giá từ nợ vay ngoại tệ khá lớn. Từ năm 2015, mặc dù đồng EUR được dự đoán tiếp tục giảm nhưng đồng USD lại mạnh lên do kinh tế Mỹ phục hồi do đó chúng tôi cho rằng phần lợi nhuận đột biến từ lãi chênh lệch tỷ giá đồng EUR sẽ bù trừ cho phần lỗ chênh lệch tỷ giá từ đồng USD.

Đơn vị: tỷ đồng	2014E	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	6.214	6.348	6.272	6.334
Giá vốn	(5.406)	(5.364)	(5.491)	(5.538)
Biên lợi nhuận gộp	808	983	780	795
Chi phí hoạt động	(74)	(76)	(75)	(76)
Thu nhập khác	(1)	(1)	(1)	(1)
EBIT	**736**	**910**	**708**	**722**
Thu nhập đầu tư tài chính	471	100	151	203
Chi phí tài chính	(435)	(371)	(264)	(381)
Chi phí lãi vay	243	222	188	159
Lợi nhuận trước thuế	**772**	**639**	**594**	**544**
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	31	29	27
Lợi nhuận sau thuế	**722**	**607**	**565**	**517**
Tăng trưởng doanh thu	5.7%	2.1%	(1.2%)	1%
Tăng trưởng lãi hoạt động	(0.8%)	23.7%	(22.2%)	2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	9300%	(21%)	(7%)	(8%)
Tỷ lệ Biên				
Tỷ lệ lãi gộp	13.0%	15.5%	12.4%	12.6%
Tỷ lệ biên EBIT	11.8%	14.3%	11.3%	11.4%
Tỷ lệ lãi ròng	12.4%	9.6%	9.0%	8.2%
Tỷ lệ Thuế thu nhập doanh nghiệp	0%	5%	5%	5%

Nguồn: MBS Research

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Đơn vị: tỷ đồng	2014E	2015F	2016F	2017F
Tài sản cố định	8.307	7.506	6.700	5.892
Tài sản vô hình	21,6	21,6	21,6	21,6
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	6	6	6	6
Vốn lưu động	695	409	204	207
Tổng vốn đầu tư	9.030	7.943	6.781	5.975
Tổng Nguồn vốn	11.951	11.540	11.088	10.423
Nợ vay dài hạn	6.520	5.473	4.407	3.298
Vốn điều lệ	2.560	2.560	2.560	2.560
Tổng Nguồn Vốn	11.951	11.540	11.088	10.423
Tăng trưởng tài sản cố định	(9%)	(10%)	(11%)	(12%)
Tăng trưởng nguồn vốn	(2%)	(3%)	(4%)	(6%)
Tăng trưởng vốn lưu động	(22%)	(41%)	(50%)	3%
ROA	6,46%	5,26%	5,17%	5,04%
ROE	22,51%	15,52%	13,00%	10,92%
Hệ số thanh toán hiện thời	1,38	1,55	1,72	1,83
Hệ số thanh toán nhanh	1,27	1,45	1,61	1,73
Hệ số thanh toán tiền mặt	0.58	0.88	1.14	1.26
Hệ số nợ	0,71	0,66	0,60	0,54
Hệ số nợ dài hạn	0,66	0,58	0,50	0,41
Vòng quay khoản phải thu	4,56	5,21	6,08	6,08
Vòng quay hàng tồn kho	24,33	24,33	24,33	24,33
Vòng quay Tài sản cố định	0,75	0,84	0,93	1,07
Vòng quay Tổng tài sản	0,52	0,55	0,57	0,62

Nguồn: MBS research

DÒNG TIỀN

Mức biên lợi nhuận khá ổn định qua các năm cùng với mức khấu hao lớn là hai tính chất đặc trưng đối với các doanh nghiệp hoạt động trong ngành sản xuất điện, theo đó giúp cho dòng tiền hoạt động tại những doanh nghiệp này luôn dồi dào và ít rủi ro.

Các doanh nghiệp sản xuất điện có tỷ lệ đầu tư trong quá trình xây dựng lớn do đó sẽ khấu hao dần trong những năm vận hành sản xuất, hoạt động đều đặn cùng với mức chi phí duy trì như đầu tư bảo dưỡng, sữa chữa máy móc và phần chi chi phí văn phòng. Đây là những khoản đầu tư khá nhỏ, các doanh nghiệp điện phần lớn sẽ không có khoản đầu tư lớn nào trong những năm vận hành, loại trừ khả năng nhà máy tăng công suất, đầu tư lắp đặt thêm máy móc có giá trị lớn.

Do mức chi đầu tư xây dựng khá lớn nên chi phí nợ vay lớn trong những năm đầu sản xuất, tuy nhiên tỷ lệ nợ vay sẽ giảm dần theo năm và áp lực chi phí tài chính sẽ giảm.

Bảng dự phóng dòng tiền của NT2 (2014 – 2017)

Đơn vị: tỷ đồng	2014E	2015F	2016F	2017F
Lợi nhuận sau thuế	772	607	565	517
Khấu hao	806	808	809	810
Tăng/Giảm Hàng tồn kho	-	1,7	(5)	(1,9)
Tăng/Giảm các khoản phải thu	87	144	186	(10)
Tăng/Giảm các khoản phải trả	6,3	141	23	9
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh	**1.671**	**1.703**	**1.579**	**1.325**
Tăng/Giảm tài sản cố định	0,2	8,1	3,1	3,1
Tăng/Giảm đầu tư ngắn hạn	246	-	-	-
Tăng/Giảm chi phí xây dựng cơ bản dở dang	(4,3)			
Tăng/Giảm đầu tư dài hạn	200	200	200	200
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	**441**	**191**	**196**	**196**
Chi giả nợ gốc vay	(795)	(1.047)	(1.065)	(1.109)
Tăng/giảm vay ngắn hạn	(90)	16	1,9	43
Cổ tức	(128)	(128)	(128)	(128)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	**(1.013)**	**(1.158)**	**(1.191)**	**(1.193)**
Lợi suất cổ tức	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
CAPEX/Doanh thu	-	0,13%	0.05%	0.05%
Lợi tức Dòng tiền tự do	12,9%	10,9%	8,5%	4,2%

Nguồn: MBS research

Liên hệ

Research: Phan Thùy Trang Email: trang.phanthuy@mbs.com.vn Tel: +84 904749979	**Institutional Sales:Gordon Edward Alexander** Email: Gordon.Edward@mbs.com.vn Tel: (+84) 904 017 141

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	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 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.