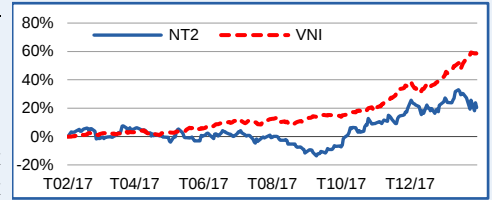


CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) [MUA +48,4%]

BC Cập nhật

Ngành:	Tiện ích		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	04/04/2018	Tăng trưởng DT	-15.3%	11.1%	6.8%	3.1%
Giá hiện tại:	30,850VND	Tăng trưởng EPS*	1.5%	-6.2%	10.7%	0.6%
Giá mục tiêu:	42,800VND	Biên LN gộp	20.6%	16.6%	16.5%	15.8%
Giá mục tiêu trước đây:	38,300VND	Biên LN ròng	12.0%	12.4%	13.5%	13.3%
TL tăng:	+38.7%	EV/EBITDA	6.3x	5.7x	5.0x	4.5x
Lợi suất cổ tức:	9.7%	P/E (1) **	8.6x	9.1x	8.3x	8.2x
Tổng mức sinh lời:	+48.4%	P/E (2) ***	11.2x	9.7x	8.4x	8.2x



			NT2	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	566.8tr USD	P/E (trượt)	8.6x	13.9x	21.3x
Room KN:	146.8tr USD	P/B (hiện tại)	1.8x	1.4x	3.3x
GTGD/ngày (20n):	0.5tr USD	Nợ ròng/CSH	0.5	0.4	N/A
Cổ phần Nhà nước:	60.0%	ROE	21.3%	14.7%	15.2%
SL cổ phiếu lưu hành	284.9tr	ROA	9.2%	5.9%	2.4%
Pha loãng	284.9tr				

* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh
** EPS thường xuyên không bao gồm lỗ từ chênh lệch tỷ giá
*** EPS thường xuyên bao gồm lỗ từ chênh lệch tỷ giá

Tổng quan về công ty

NT2 là nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh/năm, tương đương khoảng 4% sản lượng điện cả nước.

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng

Tổng Giám đốc mới đảm bảo cho quá trình chuyển đổi thành con gà đẻ trứng vàng

- Chúng tôi đánh giá tích cực việc bổ nhiệm Tổng Giám đốc (TGD) mới của CTCP Nhiệt điện Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) và nâng giá mục tiêu thêm 11,7% lên 42.800 đồng (tương ứng với tổng mức sinh lời 48,4%) do dự báo lợi nhuận cao hơn giai đoạn 2019-2021 & lãi suất phi rủi ro thấp hơn.
- Chúng tôi kỳ vọng KQKD quý 1/2018 ổn định khi sản lượng điện bán trong 2 tháng 2018 phục hồi 23,2% YoY đạt 845 triệu kWh và giá bán trong thị trường bán điện cạnh tranh (CGM) là cao hơn 34% so với 3 tháng đầu năm 2017. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sản xuất điện quý 1 sẽ đạt 28% dự báo cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận sản xuất điện 2019 và 2020 thêm lần lượt 18,0% và 18,9%, do giả định sản lượng điện bán ra cao hơn với tình hình thiếu điện trầm trọng hơn dự báo trước đây.
- Qua trao đổi gần đây, công ty cho biết mức cổ tức tiền mặt sẽ là 3.000 đồng/CP (lợi suất cổ tức 9,7%) cho năm 2017, cao hơn 20% so với dự báo hiện tại của chúng tôi. NT2 sẽ không còn nợ từ năm 2021 trở đi.
- NT2 hiện đang giao dịch với mức P/E và EV/EBITDA 2018 hấp dẫn lần lượt là 9,1 lần và 5,7 lần, thấp hơn lần lượt 34,6% và 24% so với các công ty cùng ngành, trong khi lại vượt trội các công ty cùng ngành ở các chỉ số.
- NT2 không còn tiềm năng tăng trưởng công suất nhưng tự do hóa ngành điện tương ứng với tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận sau năm 2020 mà chúng tôi chưa ghi nhận vào mô hình dự báo, khi đang chờ đợi các tín hiệu rõ ràng hơn. Ngoài ra, tỷ lệ tăng trưởng lượng điện tiêu thụ tại Việt Nam là cao nhất so với các quốc gia khác trong khu vực.

NT2 đã công bố bổ nhiệm TGD mới có nhiều kinh nghiệm và năng lực, được chúng tôi đánh giá là lựa chọn thích hợp nhất cho vị trí này. Ông Ngô Đức Nhân nhận bằng kỹ sư cơ khí tại Đại học Khoa học Tự nhiên Đà Nẵng và cử nhân quản trị kinh doanh tại Đại học Khoa học Tự nhiên Hà Nội. Ông Nhân có gần 20 năm kinh nghiệm trong ngành điện và là một trong các cán bộ chủ chốt của NT2 từ ngày đầu thành lập, được bổ nhiệm vị trí Phó TGD của NT2 năm 2010. Chúng tôi cho rằng ông Nhân có đủ năng lực để đảm bảo cho hoạt động ổn định của NT2 cũng như lợi thế cạnh tranh của công ty trong một thị trường tự do hóa hơn.

Sản lượng điện bán trong quý 1 & giá CGM xác nhận dự báo 2018 của chúng tôi. Khi không còn lợi nhuận bất thường từ một tháng tạm hoãn thị trường CGM cũng như sản lượng điện hợp

đồng cao trong năm 2017, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của NT2 năm 2018 sẽ chỉ giảm tương trưng so với 2017 do giá thị trường điện cao và sản lượng phục hồi.

Các cập nhật gần đây cho thấy tính hình thiếu hụt điện trầm trọng hơn dự báo, có thể giúp hiệu suất hoạt động cao hơn cho NT2. Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) vừa đặt kế hoạch tăng trưởng nguồn điện 760 MW và 900 MW lần lượt trong năm 2018 và 2019, chưa tới 1/3 so với tăng trưởng nhu cầu. Do đó, chúng tôi nâng dự báo sản lượng điện bán giai đoạn 2019-2021 thêm 3-4% lên 5,2 tỷ kWh/năm trong 3 năm tới cho NT2. Diễn biến này cũng hỗ trợ cho giả định giá CGM cao hơn.

Ngành điện là một ngành có rủi ro thấp, hơn nữa NT2 sẽ là một cổ máy in tiền trong thời gian tới. Chúng tôi ước tính trong vòng 3 năm tới, NT2 có thể chia cổ tức ổn định 3.000 đồng/CP (lợi suất cổ tức 9,7%) khi cán cân nợ đang giảm dần. Ngoài ra, công ty có thể tăng cổ tức lên 3.500-4.000 đồng (lợi suất 11,3%-12,9%) sau năm 2020.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2017A	2018F	2019F		2017A	2018F	2019F
Doanh thu	6.761	7.511	8.025	Tiền và tương đương	146	1.099	986
Giá vốn hàng bán	-5.368	-6.266	-6.702	Đầu tư TC ngắn hạn	900	0	0
Lợi nhuận gộp	1.393	1.245	1.323	Các khoản phải thu	1.682	1.652	1.779
Chi phí bán hàng	0	0	0	Hàng tồn kho	259	249	266
Chi phí quản lý DN	-114	-114	-116	TS ngắn hạn khác	114	114	114
LN thuần HĐKD	1.279	1.131	1.207	Tổng TS ngắn hạn	3.101	3.113	3.144
Thu nhập tài chính	63	60	63	TS dài hạn (gộp)	11.312	11.412	11.512
Chi phí tài chính	-490	-212	-131	- Khấu hao lũy kế	-5.091	-5.783	-6.475
Trong đó, chi phí lãi vay	120	84	60	TS dài hạn (ròng)	6.221	5.629	5.037
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	1	0	0	TS dài hạn khác	642	492	342
LNTT	853	979	1.140	Tổng TS dài hạn	6.863	6.121	5.379
Thuế TNDN	-43	-49	-57	Tổng Tài sản	9.964	9.234	8.523
LNST trước CĐTS	810	930	1.083				
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Phải trả ngắn hạn	922	1.030	1.102
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	810	930	1.083	Nợ ngắn hạn	1.066	1.087	600
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1.052	991	1.098	Nợ ngắn hạn khác	296	401	428
EBITDA	1.971	1.823	1.899	Tổng nợ ngắn hạn	2.284	2.517	2.130
EPS cơ bản, báo cáo, VND	2.759	3.166	3.687	Nợ dài hạn	2.632	1.545	945
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3.600	3.377	3.738	Nợ dài hạn khác	63	63	63
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	3.600	3.377	3.738	Tổng nợ	4.979	4.126	3.138
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Tăng trưởng				Vốn cổ phần	2.879	2.879	2.879
Tăng trưởng doanh thu	-15,3%	11,1%	6,8%	Thặng dư vốn CP	-	-	-
Tăng trưởng LN HĐKD	-1,2%	-11,5%	6,7%	Lợi nhuận giữ lại	2.107	2.231	2.508
Tăng trưởng LNTT	-25,6%	14,7%	16,4%	Vốn khác	0	0	0
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	1,5%	-6,2%	10,7%	Lợi ích CĐTS	0	0	0
				Vốn chủ sở hữu	4.986	5.110	5.387
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	9.964	9.234	8.523
Biên LN gộp %	20,6%	16,6%	16,5%				
Biên LN từ HĐ %	18,9%	15,1%	15,0%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Biên EBITDA	29,2%	24,3%	23,7%	Tiền đầu năm	1.398	1.398	145
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12,0%	12,4%	13,5%	Lợi nhuận sau thuế	810	810	930
ROE %	16,4%	18,4%	20,6%	Khấu hao	693	693	692
ROA %	7,1%	9,7%	12,2%	Thay đổi vốn lưu động	105	105	0
				Điều chỉnh khác	105	176	254
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	1.785	1.785	1.876
Số ngày tồn kho	16,9	14,8	14,0				
Số ngày phải thu	138,4	81,0	78,0	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-7	-100	-100
Số ngày phải trả	121,5	56,8	58,1	Đầu tư	60	1.050	150
TG luân chuyển tiền	33,9	39,0	34,0	Tiền từ HĐ đầu tư	-848	950	50
Thanh khoản				Cổ tức đã trả	-890	-806	-806
CS thanh toán hiện hành	1,4	1,2	1,5	Tăng (giảm) vốn cổ phần	30	0	0
CS thanh toán nhanh	1,2	1,1	1,4	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1.330	-1.066	-1.087
CS thanh toán tiền mặt	0,1	0,4	0,5	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn			
Nợ/Tài sản	0,4	0,3	0,2	Tiền từ các hoạt động TC khác			
Nợ/Vốn sử dụng	0,4	0,3	0,2	Tiền từ hoạt động TC	-2.190	-1.872	-1.893
Nợ/Vốn CSH	0,5	0,3	0,1				
Khả năng thanh toán lãi vay	10,6	13,5	20,1	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1.252	954	-113
				Tiền cuối năm	145	1.099	986

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Ngô Hoàng Long, Trưởng phòng cao cấp ext 123

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tổng Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Trần Thu Trang, Chuyên viên ext 149

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 28 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

barry.weisblatt@vcsc.com.vn

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 194
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên ext 196

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 28 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.