

NT2 [MUA +30%] - Nhà máy nhiệt điện hàng đầu chuẩn bị niêm yết - BC lần đầu

Đinh Thị Thùy Dương
Chuyên viên cao cấp

05/06/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	11%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	256 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	256 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	24.400
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	6.500

Cơ cấu cổ đông

PV Power	60%
CFTD	8%
Dragon Capital & VFM	5%
Vinacomin Power	5%
Khác	22%

Mô tả công ty

NT2 là một trong số các nhà máy nhiệt điện mới nhất và hiện đại nhất ở miền Nam, cung cấp trung bình 4,5 tỷ kWh điện năng mỗi năm, chiếm 4,5% nguồn cung điện quốc gia

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2), Công ty phát điện

Giá thị trường: 23.700 đồng Giá mục tiêu: 29.300 đồng TL tăng + cổ tức: 30%
Giá trị vốn hóa: 282 tr USD GTGD (30 ngày): 1,0 tr USD Room KN: 38%

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng doanh thu	7,9%	20,1%	-8,4%	-5,8%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	96,8%	46,5%	47,0%	-5,2%
Tăng trưởng LNST trừ lợi ích CĐTS	96,8%	46,5%	47,0%	-5,2%
Tăng trưởng EPS	96,8%	46,5%	47,0%	-5,2%
PER theo giá thị trường	13,9	9,4	6,4	6,8
PBR theo giá thị trường	0,6	1,3	1,2	1,1
ROE	0,3%	45,2%	22,9%	16,8%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	0,0%	8,6%	6,3%	6,3%

- Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu cho NT2 với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) 29.300 đồng (tỷ lệ tăng 23,6% và tổng lợi nhuận 30%).

- Cổ phiếu NT2 hiện đang giao dịch với PER 6,4 lần dựa theo EPS hoạt động kinh doanh điện ước tính 3.688 đồng cho năm 2015, thấp hơn 46,2% so với các công ty cùng ngành.

- Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện sử dụng khí đốt hiện đại nhất Việt Nam khi sử dụng công nghệ khí đốt chu kỳ kết hợp (của Siemens – Đức), giúp giảm tối đa lượng khí đốt sử dụng cho mỗi kW điện, cũng như tối thiểu hóa hao mòn máy móc. Chúng tôi ước tính lượng tiêu thụ khí đốt của NT2 thấp hơn 21% so với công ty niêm yết sử dụng khí đốt khác (BTP).

Hợp đồng mua bán điện (PPA) thời hạn 10 năm bằng đồng USD cố định cho 80-90% sản lượng điện giúp triển vọng rõ ràng. Tháng 5/2014, NT2 đã ký kết hợp đồng PPA thời hạn 10 năm với giá 6,5 cent Mỹ, tăng 10,2% so với PPA giai đoạn 2012-2013 với EVN (Tập đoàn Điện lực Việt Nam). Hợp đồng PPA mới ký kết bằng đồng USD giúp hạn chế những rủi ro tỷ giá và chuyển yếu tố chi phí lớn nhất (khí đốt tự nhiên) sang EVN. Ngoài ra, nguồn cung cấp khí đốt cũng được đảm bảo với hợp đồng thời hạn 25 năm với Tổng công ty khí Việt Nam (GAS). Chúng tôi giả định giá khí đốt không thay đổi nhưng GAS và EVN đang hoàn tất thủ tục sử dụng cơ chế định giá theo giá thị trường, điều này sẽ làm tăng sức cạnh tranh của NT2 khi giá dầu thô hiện tại ở mức khá thấp.

Có vị trí nằm tại khu vực có nhu cầu điện cao nhất Việt Nam bảo đảm cho NT2 đạt công suất cao 65-70%. Việt Nam có cơ cấu nhu cầu điện cho từng vùng khác nhau và mức tăng trưởng nhu cầu được dự kiến tăng mạnh 10,0% mỗi năm. Miền Nam chiếm 50% nhu cầu điện toàn quốc và NT2 nằm ở trung tâm của khu vực này. Chúng tôi tin rằng NT2 sẽ vận hành với công suất cao trong vòng 3 năm tới dù cho mức tăng trưởng nguồn cung ước tính 5-14% ở phía Nam.

Cơ hội tăng trưởng trong thị trường phát điện cạnh tranh (CGM). Ngành điện tại Việt Nam đang ngày càng được tự do hóa. Giá điện đang trên đường đạt mức tăng tiềm năng 18,5% lên 8-9 cent/kWh vào năm 2020. Điểm mấu chốt trong mô hình định giá thận trọng của chúng tôi là lợi nhuận sẽ giảm trong giai đoạn 2016-2018, nhưng sẽ dần phục hồi trong năm 2019 khi giá điện trong CGM trở nên cao hơn giá PPA. Ngoài ra, NT2 đang nghiên cứu tính khả thi và xin giấy phép đầu tư thêm một nhà máy mới (750MW) để tăng gấp đôi công suất kể từ năm 2020.

Sản lượng điện bán là rủi ro lớn nhất: Chúng tôi ước tính rằng cứ 5% thay đổi sản lượng sẽ dẫn đến mức thay đổi 14% của giá mục tiêu cổ phiếu NT2. **NT2 lên kế hoạch niêm yết trên sàn HoSE từ ngày 12/6/2015 với giá khởi điểm 23.700 đồng.**

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Lĩnh vực kinh doanh

Phát điện

Yếu tố doanh thu chính

Yếu tố chi phí chính

Yếu tố rủi ro chính

Các khách hàng chính

Lãnh đạo

Địa chỉ

Website

Email

Điện thoại

Công suất hoạt động & giá điện

Chi phí khí đốt

Doanh số bán ra thấp và đồng EUR tăng giá

Công ty mua bán điện Việt Nam

Ông Lê Tự Hiếu (Chủ tịch), Ông Hoàng Xuân Quốc (CEO)

Xã Phước Khánh, Huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai

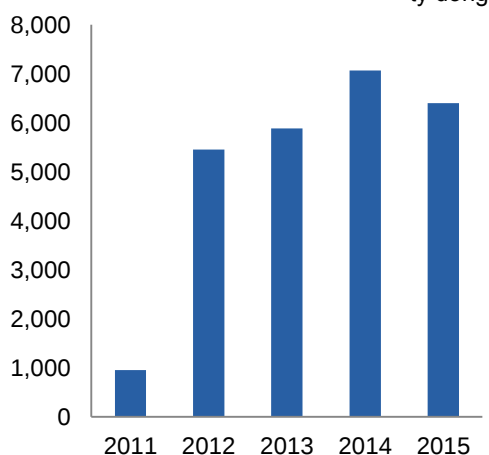
www.pvpnt2.com

info@pvpnt2.com

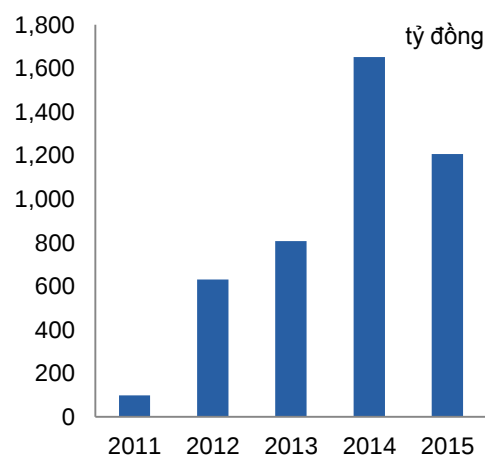
(+84) 612 225 899

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

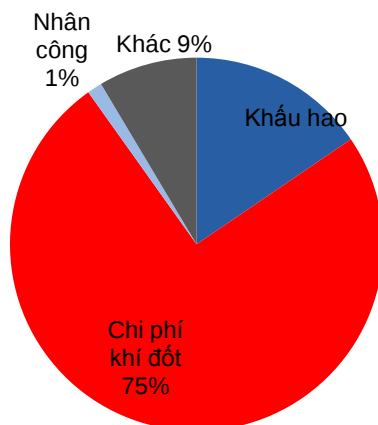
Doanh thu



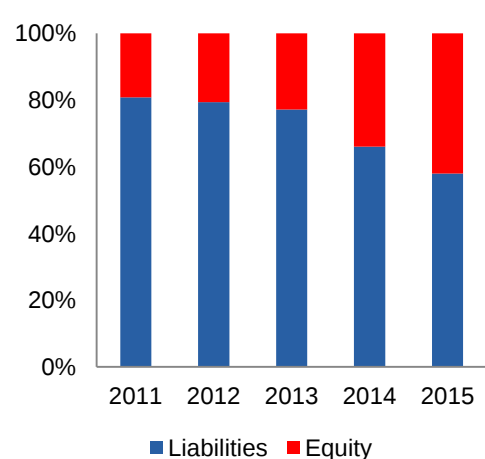
Lợi nhuận gộp



Cơ cấu chi phí



Cơ cấu vốn



Nguồn: Báo cáo Tài chính của CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
KQLN				
Doanh thu thuần	5.881	7.065	6.471	6.095
- Giá vốn hàng bán	(5.074)	(5.413)	(5.258)	(4.976)
Lợi nhuận gộp	807	1.652	1.213	1.119
- Chi phí bán hàng	(0)	(0)	(0)	(0)
- Chi phí quản lý DN	(66)	(75)	(78)	(73)
LN thuần HĐKD	741	1.577	1.135	1.046
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	(23)	14	13	12
- Lợi nhuận khác	(443)	219	130	(5)
EBIT	275	1.810	1.278	1.054
- Chi phí lãi vay	(266)	(219)	(174)	(144)
Lợi nhuận trước thuế	8	1.591	1.104	910
- Thuế TNDN	-	-	(55)	(45)
LNST	8	1.591	1.049	864
- Lợi ích CĐ thiếu số	-	-	-	-
LN ròng	8	1.591	1.049	864
EBITDA	1257	2649	1973	1748
SL CP lưu hành (triệu)	256	256	256	256
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	256	256	256	256
EPS	32	6.215	4.097	3.377
EPS pha loãng hoàn toàn	1.713	2.509	3.688	3.495

	2013A	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	7,9%	20,1%	-8,4%	-5,8%
Tăng trưởng LN HĐKD	28,5%	112,9%	-28,0%	-7,8%
Tăng trưởng EBIT	-24,0%	559,2%	-29,4%	-17,6%
Tăng trưởng EPS	n,a	96,8%	46,5%	47,0%
Khả năng sinh lợi				
Biên LN gộp %	13,7%	23,4%	18,7%	18,4%
Biên LN từ HĐ %	12,6%	22,3%	17,5%	17,2%
EBIT %	4,7%	25,6%	19,8%	17,3%
EBITDA %	21,4%	37,5%	30,5%	28,7%
Biên LN ròng %	0,1%	22,5%	16,2%	14,2%
ROE %	0,3%	45,2%	22,9%	16,8%
ROA %	0,1%	12,9%	8,6%	7,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	14,6	16,7	17,9	17,2
Số ngày phải thu	0,0	0,0	15,0	30,9
Số ngày phải trả	13,8	2,1	2,2	2,1
TG luân chuyển tiền	0,9	14,7	30,7	46,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,0	1,4	1,5	1,5
CS thanh toán nhanh	0,8	1,3	1,4	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,1	0,6	0,8
Nợ/Tài sản	0,7	0,6	0,5	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	0,8	0,6	0,5	0,5
Nợ/Vốn CSH	3,0	1,6	1,2	0,9
Khả năng thanh toán lãi vay	1,0	8,3	7,3	7,3

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
Bảng CĐKT				
Tiền và tương đương	57	186	1.243	1.746
Đầu tư TC ngắn hạn	246	540	0	0
Các khoản phải thu	0	0	532	501
Hàng tồn kho	221	275	241	228
TS ngắn hạn	1.458	2.260	1.260	760
Tổng TS ngắn hạn	1.983	3.261	3.276	3.235
TS dài hạn (gộp)	11.295	11.294	11.468	11.642
- Khấu hao lũy kế	-2.180	-3.018	-3.713	-4.408
TS dài hạn (ròng)	9.116	8.276	7.755	7.234
Đầu tư TC dài hạn	39	39	39	39
TS dài hạn khác	1.048	907	907	907
Tổng TS dài hạn	10.203	9.222	8.701	8.180
Tổng Tài sản	12.186	12.484	11.977	11.415
Phải trả ngắn hạn	27	34	30	28
Nợ ngắn hạn	1.138	1.052	972	979
Phải trả ngắn hạn khác	918	1.291	1.176	1.107
Nợ ngắn hạn	2.083	2.377	2.178	2.115
Vay và nợ dài hạn	7.311	5.856	4.883	3.904
Phải trả dài hạn khác	5	5	5	5
Tổng nợ dài hạn	7.316	5.860	4.888	3.909
Tổng nợ	9.399	8.237	7.066	6.023
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Thặng dư vốn CP	2.560	2.560	2.560	2.560
Vốn cổ phần	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	228	1.687	2.351	2.832
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	2.788	4.247	4.911	5.392
Tổng cộng nguồn vốn	12.186	12.484	11.977	11.415

Tỷ đồng	2013A	2014A	2015F	2016F
Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	52	57	186	1.243
Lợi nhuận sau thuế	8	1.591	1.049	864
Khấu hao	982	839	695	695
Thay đổi vốn lưu động	293	-401	0	0
Điều chỉnh khác	-326	-475	383	474
Tiền từ hoạt động KD	958	1.553	2.126	2.033
Chi mua sắm TSCĐ	-11	-7	-174	-174
Đầu tư	248	-294	540	0
Tiền từ HĐ đầu tư	237	-301	366	-174
Cổ tức đã trả	0	0	-384	-384
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-1.189	-1.124	-1.052	-972
Tiền từ hoạt động TC	-1.189	-1.124	-1.436	-1.356
Tổng lưu chuyển tiền tệ	6	129	1.057	503
Tiền cuối năm	57	186	1.243	1.746

Nguồn: Báo cáo tài chính của NT2, dự báo của VCSC

KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG HÀNG QUÝ

Tỷ đồng							
	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của NT2	Dự báo của VCSC
2015F							
Doanh thu	1.758	1.705	1.279	1.728	1.758	6.588	6.471
Lợi nhuận gộp	353	320	240	300	353		1.213
Biên lợi nhuận gộp (%)	20,1%	18,7%	18,7%	17,4%	n/a		
Lợi nhuận từ hoạt động	337	299	224	274	337		1.135
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	19,2%	17,5%	17,5%	15,9%	n/a		
LNST	503	276	207	62	503	628	1.049
Biên LNST (%)	28,6%	16,2%	16,2%	3,6%	n/a		
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.690	1.452	1.484	2.439	7.065		
Lợi nhuận gộp	201	250	209	993	1.652		
Biên lợi nhuận gộp (%)	11,9%	17,2%	14,1%	40,7%	23,4%		
Lợi nhuận từ hoạt động	187	250	163	993	1.577		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	11,0%	17,2%	11,0%	40,7%	22,3%		
LNST	22	93	447	1.045	1.591		
Biên LNST (%)	1,3%	6,4%	30,1%	42,8%	22,5%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	1.625	1.530	1.136	1.590	5.881		
Lợi nhuận gộp	111	271	133	292	807		
Biên lợi nhuận gộp (%)	6,8%	17,7%	11,7%	18,4%	13,7%		
Lợi nhuận từ hoạt động	99	271	90	292	741		
Biên lợi nhuận từ hoạt động (%)	6,1%	17,7%	7,9%	18,4%	12,6%		
LNST	1	24	-125	119	8		
Biên LNST (%)	0,1%	1,6%	-11,0%	7,5%	0,1%		

DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

Tỷ đồng	2014	Dự báo 2015	YoY%	Ghi chú
Doanh thu	7.065	6.471	-8,4%	Không còn doanh thu/lợi nhuận hồi tố (658 tỷ). Loại trừ yếu tố này, doanh thu ước tính sẽ tăng khoảng 1%.
Lợi nhuận gộp	1.652	1.213	-26,6%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	0	0	-8,4%	
Chi phí quản lý	-75	-78	3,9%	
Lợi nhuận từ hoạt động	1.577	1.135	-28,0%	Không còn lợi nhuận hồi tố. Lợi nhuận HĐKD điện được kỳ vọng sẽ tăng 21,3% do 1) chi phí khấu hao thấp hơn 21,3% và 2) sản lượng hợp đồng cao hơn sẽ có thể mang lại lợi nhuận 64 tỷ đồng
Lợi nhuận ngoài HĐKD	234	130	-44,3%	
Lợi nhuận trước thuế	1.810	1.278	-29,4%	
Chi phí lãi vay	-219	-174	-20,6%	Dư nợ cuối kỳ thấp hơn
LN trước thuế	1.591	1.104	-30,6%	
LN sau thuế	1.591	1.049	-34,1%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	1.591	1.049	-34,1%	
LNST cốt lõi	642	944	47,0%	
EBITDA	2.649	1.973	-25,5%	
			Thay đổi	
Biên LN gộp %	23,4%	18,7%	-4,6%	Không còn doanh thu/lợi nhuận hồi tố (658 tỷ)
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	0,0%	0,0%	0,0%	
Chi phí quản lý / doanh thu	1,1%	1,2%	0,1%	
Biên lợi nhuận từ hoạt động	22,3%	17,5%	-4,8%	
Biên EBIT %	25,6%	19,8%	-5,9%	
Biên EBITDA %	37,5%	30,5%	-7,0%	

Mục lục

SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY	2
Tổng quan công ty	8
Lịch sử hình thành	8
Ban lãnh đạo	8
Các tài sản chính	9
NT2 là nhà máy điện khí hiện đại nhất tại Việt Nam.....	9
Tiết kiệm nguyên liệu và hiệu quả xứng đáng để đầu tư vốn lớn.....	9
Hợp đồng PPA (Pc) 10 năm tính bằng đồng USD	10
Giá trong CGM hiện tại thấp hơn giá hợp đồng	11
Miền Nam có nhu cầu cao về điện	11
Khí tự nhiên chiếm tỷ lệ chi phí lớn nhất và nguồn khí được đảm bảo.....	14
Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) chịu phần giá khí tăng thêm, nhưng chi phí sản xuất cao sẽ ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của NT2	14
Vẫn chưa áp dụng cơ chế giá khí mới.....	15
Cơ hội tăng gấp đôi công suất đến năm 2020	16
Triển vọng lợi nhuận	16
Tổng kết tình hình hoạt động 2014	16
LNST Quý 1/2015 đạt 80% mục tiêu cả năm.....	16
Ước tính 2015	17
Chính sách trả cổ tức	17
Định giá.....	18
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	18
Phân tích độ nhạy	18
Định giá theo phương pháp bội số	19
Rủi ro	21

Hình & Bảng

Hình 1: Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2.....	8
Hình 2: Danh sách các nhà máy điện khí ở Việt Nam.....	9
Hình 3: Vốn đầu tư vào các nhà máy điện khí	10
Hình 4: Lượng khí đốt tiêu thụ hay tỷ lệ nhiệt	10
Hình 5: Các tính PPA của NT2.....	10
Hình 6: giá CGM so với giá hợp đồng (đồng/kWh)	11
Hình 7: Các nhà máy điện hiện nay và sắp được xây dựng tại miền Nam.....	12
Hình 8: Tăng trưởng lượng điện cung cấp tại miền Nam.....	12
Hình 9: Nguồn cung mới tại Bình Thuận (miền Trung)	12
Hình 10: Sản lượng bán ra của NT2 (tỷ kWh) và hiệu suất (%).....	13
Hình 11: Sản lượng hợp đồng và sản lượng thị trường.....	13
Hình 12: Cơ cấu giá vốn hàng bán của NT2 năm 2014.....	14
Hình 13: Cơ chế giá khí.....	15

Hình 14: Giá khí đầu vào cho NT2 so với các nhà máy điện khác	15
Hình 15: Triển vọng lợi nhuận	17
Hình 16: Định giá chiết khấu dòng tiền.....	18
Hình 17: Dòng tiền tự do của NT2 (tỷ đồng)	18
Hình 18: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu cổ phiếu NT2	19
Hình 19: Định giá theo phương pháp PE	19
Hình 20: Các công ty điện khác trong khu vực.....	20
Hình 21: Diễn biến tỷ giá EUR/USD	22

Tổng quan công ty

- Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy điện khí mới nhất và hiện đại nhất ở phía Nam khi cung cấp trung bình 4,5 tỷ kWh giờ điện mỗi năm, chiếm 4,5% nguồn cung trên toàn quốc.
- Nhà máy điện khí của NT2 có công suất 750MW, tọa lạc tại khu công nghiệp Ông Kèo, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai (vùng Đông Nam Bộ).

Hình 1: Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2



Nguồn: NT2 và VCSC

Lịch sử hình thành

- 2007: Được thành lập bởi 8 cổ đông sáng lập: Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV), Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam (VNPT), Tập đoàn Than-Khoáng sản Việt Nam (TKV), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Công ty Cổ phần xuất nhập khẩu tổng hợp Hà Nội (GELEXIMCO), Công ty TNHH Phát triển Công nghệ (CTFD), Công ty cổ phần Đầu tư và Thương mại Hệ thống quốc tế (NETTRA).
- 1/2009: Các cổ đông đóng góp đầy đủ vốn điều lệ 2,5 nghìn tỷ đồng
- 4/2009: Đi vào hoạt động
- 10/2011: NT2 hoạt động hết công suất
- 5/2014: NT2 ký kết PPA 10 năm với EVN
- Công ty niêm yết trên sàn Upcom từ năm 2010 và lên kế hoạch niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Tp HCM vào quý 2/2015.

Ban lãnh đạo

- Ông Hoàng Xuân Quốc (CEO) đã làm việc tại NT2 từ năm 2007. Ông Quốc đã có 15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực khí đốt và có bằng Tiến sĩ Khoa học. Ông Quốc tốt nghiệp đại học Khoa học và Công nghệ Hà Nội năm 1982, sau đó làm giảng viên giảng dạy tại trường từ năm 1982-1995. Giai đoạn 2001-2004, ông Quốc được bổ nhiệm là Phó ban Quản lý Khu phức hợp Khí Điện đạm Cà Mau (thuộc PVN).

Các tài sản chính

NT2 là nhà máy điện khí hiện đại nhất tại Việt Nam

NT2 là nhà máy điện khí mới nhất tại Việt Nam, khi chỉ mới đi vào hoạt động 4 năm so với nhà máy lâu đời nhất Việt Nam - nhà máy điện Phú Mỹ 2.1 (18 năm).

Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện sử dụng công nghệ khí đốt chu kỳ kết hợp hiện đang là công nghệ hiện đại nhất trên thế giới. Nhà máy bao gồm 2 tuabin khí (250 MW) và 1 tuabin hơi (250 MW). Nhiên liệu chính là khí đốt tự nhiên và được đăng ký theo Cơ chế Phát triển Sạch (CDM) của Liên Hiệp Quốc.

NT2 sử dụng tổng thầu EPC trong nước (Công ty lắp máy Việt Nam - Lilama & CTCP Xây dựng dầu khí Việt Nam – PVC). Tuy nhiên, NT2 lại sử dụng công nghệ đốt tiên tiến từ Siemens (Đức). Công nghệ mới này một mặt đã giúp giảm thiểu nguyên liệu tiêu thụ đầu vào, mặt khác, công nghệ này cũng có thể vận hành linh hoạt khi dễ dàng khởi động trong vòng 1 giờ đồng hồ, so với thời gian vài giờ tại các máy phát điện than.

Hình 2: Danh sách các nhà máy điện khí ở Việt Nam

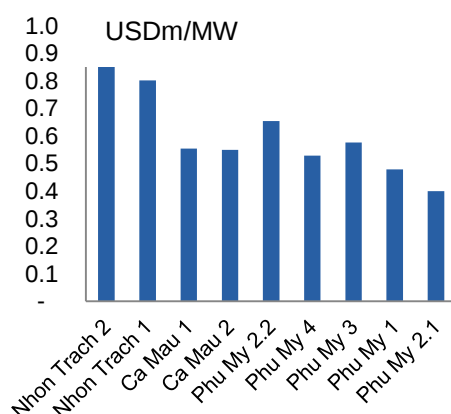
Nhà máy	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (USDm/MW)	Thời gian hoạt động	Nhà thầu EPC	Máy móc
Nhơn Trạch 2	750	0,9	4	Lilama & PVC	Siemens (Đức)
Nhơn Trạch 1	450	0,8	6	Lilama & PVC	Alstom (Pháp)
Cà Mau 1	750	0,6	7	Lilama	Siemens
Cà Mau 2	750	0,6	7	Lilama	Siemens
Phú Mỹ 2.2	733	0,7	10	Electricite de France (EDF), Sumitomo & Tokyo Electric Power (TEPCO)	N/A
Phú Mỹ 4	458	0,5	11	Marubeni & Siemens	Alstom
Phú Mỹ 3	716	0,6	11	Talisman	Siemens
Phú Mỹ 1	1#108	0,5	15	Mitsubishi Heavy Industries (MHI)	N/A
Phú Mỹ 2.1	896	0,4	18	Siemens & Mitsui	Alstom & Siemens

Nguồn: Các nhà máy điện niêm yết, NT2 và VCSC

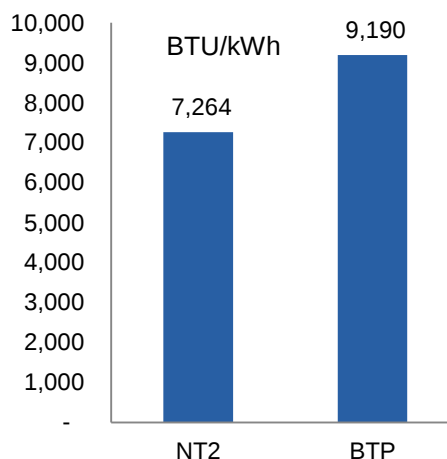
Tiết kiệm nguyên liệu và hiệu quả xứng đáng để đầu tư vốn lớn

Vốn đầu tư của nhà máy NT2 là 0,9 triệu USD mỗi MW, cao hơn 51% so với mức trung bình của các nhà máy điện khí khác. Tuy nhiên, đây là điều bình thường khi NT2 vừa mới được xây dựng trong khi các nhà máy khác đã được xây dựng từ 10-20 năm trước. Như đã đề cập, nhà máy vừa mới xây dựng và công nghệ hiện đại nhất giúp giảm thiểu tiêu thụ nguyên liệu đầu vào cũng như làm giảm hao mòn & tỷ lệ thất thoát. Chúng tôi ước tính lượng khí đốt tiêu thụ của NT2 (tỷ lệ nhiệt) cho một kWh là 7.264 BTU (đơn vị nhiệt Anh), thấp hơn 21% so với nhà máy điện khí Bà Rịa (BTP) - một nhà máy nhiệt điện niêm yết với công suất 375 MW. Tỷ lệ hao mòn và thất thoát của NT2 cũng ở mức rất thấp ở mức 1,5%, so với 9,8% tại nhà máy điện than Phả Lại (PPC).

Hình 3: Vốn đầu tư vào các nhà máy điện khí



Hình 4: Lượng khí đốt tiêu thụ hay tỷ lệ nhiệt



Nguồn: Các nhà máy điện, NT2, BTP và VCSC

Hợp đồng PPA (Pc) 10 năm tính bằng đồng USD

Tháng 5/2014, NT2 đã ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA hay giá hợp đồng - Pc) với Công ty mua bán điện (thuộc EVN). Hợp đồng PPA không được công bố toàn bộ ra công chúng nhưng ban lãnh đạo đã xác nhận mức giá xấp xỉ 6,5 cent Mỹ/kWh. Trong những năm trước đây, giá bán điện được căn cứ vào thương thảo hàng năm giữa NT2 và EVN, với mức giá dao động từ 2,6-6,1 cent (theo ước tính của chúng tôi). Do NT2 thanh toán khí đốt tự nhiên bằng đồng USD, nên NT2 đã thương thảo PPA bằng đồng USD. Hợp đồng PPA của NT2 tuân theo Thông tư 41, bao gồm 2 thành phần chính: yếu tố cố định và yếu tố khả biến.

$$\text{PPA (USD/kWh)} = \text{Yếu tố cố định (khấu hao \& \text{mức sinh lời theo quy định)} + \text{Yếu tố khả biến}$$

Hình 5: Các tính PPA của NT2

Thành phần	Diễn giải
Yếu tố cố định (USD/kWh)	Giá điện được tính toán từ mô hình chiết khấu dòng tiền để đảm bảo mức ROE theo quy định (10% cho vốn nhà nước và đối với vốn tư nhân, thì bằng tỷ lệ bằng lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm + 3%), sử dụng các giả định bên dưới: - Vốn đầu tư: 11,4 nghìn tỷ đồng - Vòng đời dự án: 25 năm - Chính sách khấu hao: 10 năm, điều chỉnh thành 14 năm từ ngày 1/7/2014. - Chi phí bảo dưỡng - Tỷ lệ vốn chủ sở hữu và nợ: 30% - 70% - Lãi suất và thời hạn vay: Eurobor hay Libor 6 tháng , thời hạn vay 10 năm - Thuế TNDN: 0% giai đoạn 2011-2014, 5% giai đoạn 2015-2023, 10% giai đoạn 2024-2025. - Khối lượng sản xuất trung bình ước tính: 4,5 tỷ kWh
Yếu tố khả biến	Tiêu hao nhiên liệu (BTU/kWh) * giá khí đốt đầu vào (USD/BTU)

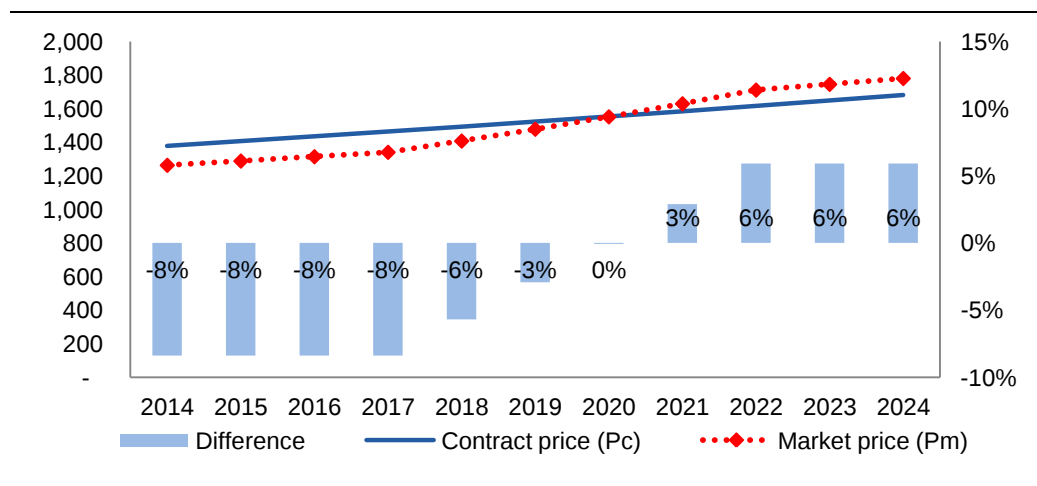
Nguồn: Thông tư 41, NT2 và VCSC

Giá trong CGM hiện tại thấp hơn giá hợp đồng

Kể từ tháng 7/2012, NT2 đã tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh Việt Nam (VCGM) theo yêu cầu. Do đó, NT2 đã bán một số lượng điện theo VCGM và nhận được giá phát điện cạnh tranh (CGM/Pm).

Chúng tôi ước tính giá CGM (Pm) của NT2 thấp hơn xấp xỉ 8% so với giá hợp đồng (Pc/PPA). Chúng tôi dự báo xu hướng này sẽ vẫn còn kéo dài đến năm 2020 khi Việt Nam thực hiện hoàn chỉnh Thị trường bán buôn cạnh tranh Việt Nam (VWCM), thời điểm giá CGM sẽ được tự do điều chỉnh theo thị trường hơn. Do đó, mức chênh lệch giá giữa giá CGM và giá hợp đồng sẽ dần dần được thu hẹp, và sẽ bắt đầu cao hơn giá hợp đồng từ năm 2020 trở đi (vui lòng xem báo cáo ngành Điện sắp tới của chúng tôi để hiểu rõ hơn về dự báo này).

Hình 6: giá CGM so với giá hợp đồng (đồng/kWh)



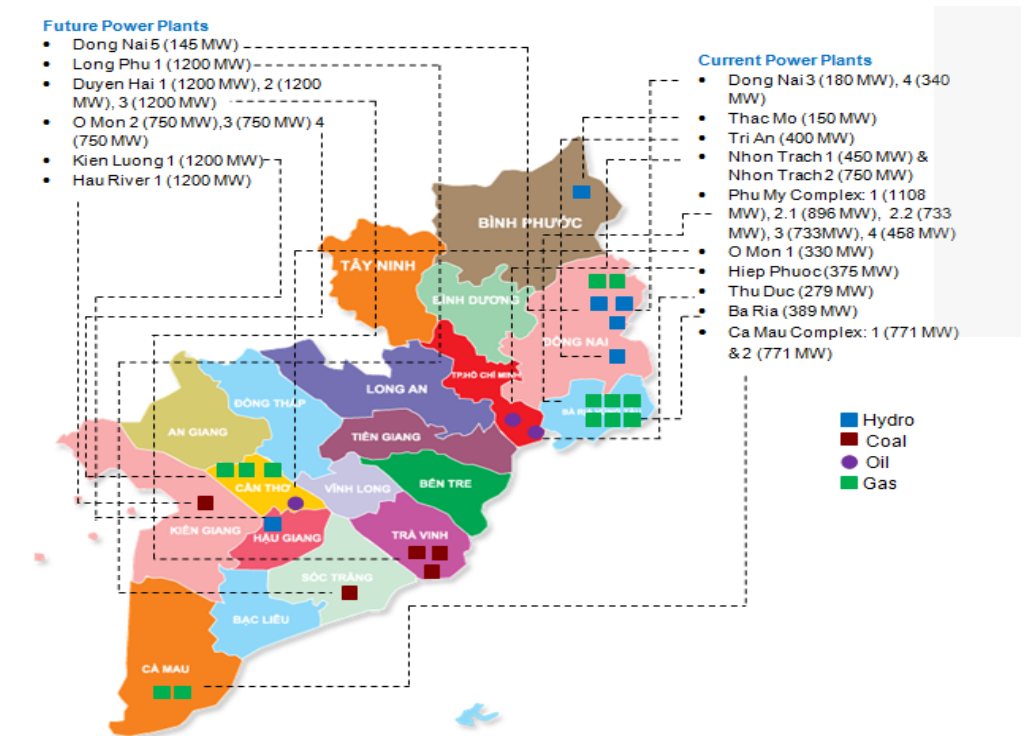
Nguồn: NT2 và ước tính của VCSC

Miền Nam có nhu cầu cao về điện

Phía Nam chiếm hơn 50% nhu cầu điện toàn quốc và NT2 có lợi thế địa lý khi tọa lạc tại khu công nghiệp (KCN) Ông Kèo, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai. Đồng Nai có tổng cộng 31 KCN, chiếm 9,43% sản lượng công nghiệp ở Việt Nam tính đến năm 2013. Ở các tỉnh lân cận Đồng Nai, cũng có nhiều địa phương có mức độ tập trung các KCN cao như Bà Rịa – Vũng Tàu và Bình Dương, lần lượt chiếm 7,6% và 8,9% sản lượng sản xuất công nghiệp tính đến năm 2013.

Hiện tại, không có nhà máy điện than nào ở phía Nam trong khi công suất hạn chế của các nhà máy điện khí và thủy điện chỉ đủ để đáp ứng 80% nhu cầu ở khu vực này. Nhu cầu tăng mạnh hiện đang được bù đắp bằng những nhà máy điện sử dụng dầu thô đắt đỏ, và mùa cao điểm thường phụ thuộc vào các nguồn điện khác (từ miền Trung và miền Bắc thông qua đường dây điện cao thế 500 KV).

Hình 7: Các nhà máy điện hiện nay và sắp được xây dựng tại miền Nam



Nguồn: NT2 và VCSC

Hình 8: Tăng trưởng lượng điện cung cấp tại miền Nam

Năm	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Cung	10.065	11.445	12.645	12.645	13.245	16.245	17.445
Tăng trưởng cung		14%	10%	0%	5%	23%	7%
Thêm		1.380	1.200	-	600	3.000	1.200
Đồng Nai V		135					
Duyen Hai 1		1.245					
Duyen Hai 2							1.200
Duyen Hai 3			1.200				
Long Phú 1#1					600		
Long Phú 1#2						600	
Long Phú 2						1.200	
Sông Hậu 1						1.200	

Nguồn: Quy hoạch điện VII và VCSC

Hình 9: Nguồn cung mới tại Bình Thuận (miền Trung)

Năm	2015	2016	2017	2018
Vĩnh Tân 1				1.200
Vĩnh Tân 2	1.200			
Vĩnh Tân 3				1.980
Vĩnh Tân 4		1.200		
Tổng cộng	1.200	1.200	-	3.180

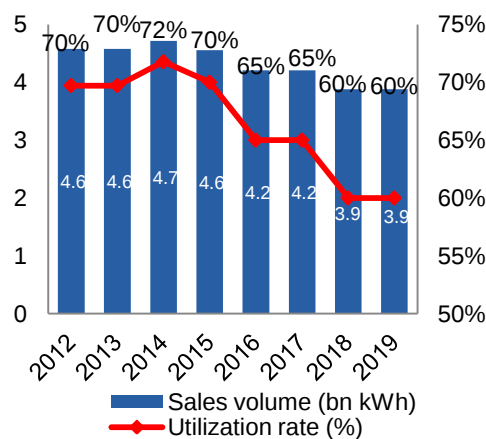
Nguồn: Trung tâm nhiệt điện Vĩnh Tân và VCSC

Chúng tôi cho rằng NT2 sẽ sử dụng hiệu suất cao trong ba năm tới – 70% năm 2015 và 65% năm 2016 và 2017 vì:

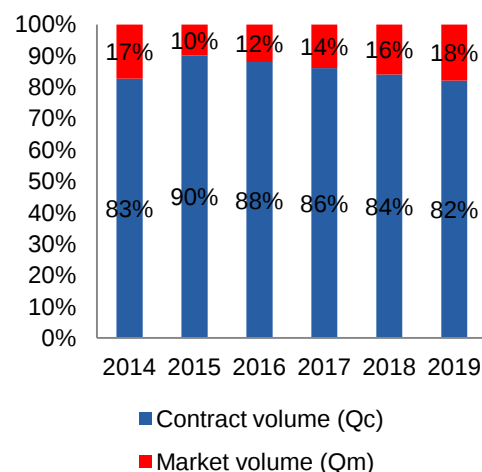
- Miền Đông Nam Bộ đang thiếu điện;
- Công suất mới trong ba năm tới chỉ có thể giúp tăng công suất miền Nam tối đa 14%; nguồn cung tại tỉnh Bình Thuận, miền Trung, cạnh các tỉnh phía nam, chỉ đáng kể từ năm 2018.
- Nền kinh tế đang trong quá trình phục hồi;
- Các năm tới, đặc biệt là 2015, dự kiến sẽ là các năm khô hạn, ảnh hưởng đến sản xuất thủy điện. Vì vậy, nhu cầu nhiệt điện từ khí sẽ ở mức cao. Sản lượng trong 5 tháng đầu năm của NT2 đạt 2.171 triệu kWh, bằng cùng kỳ năm ngoái.
- Nguồn cung tăng thêm tại các khu vực khác (miền Trung và miền Bắc) chỉ có thể phần nào cải thiện tình hình vì đường truyền 500kW hiện đang hoạt động quá công suất. Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy nhiệt điện dùng khí thường được ưu tiên hơn so với nhiệt điện dùng than vì đặc điểm khí chảy liên tục.

Tuy nhiên, tỷ lệ sử dụng có thể chỉ còn 60% từ năm 2018 một khi có thêm công suất.

Hình 10: Sản lượng bán ra của NT2 (tỷ kWh) và hiệu suất (%)



Hình 11: Sản lượng hợp đồng và sản lượng thị trường



Nguồn: NT2 và VCSC

Như chúng tôi đã đề cập trên đây, từ tháng 07/2012, NT2 đã bán một phần sản lượng trên thị trường phát điện cạnh tranh. Không có số liệu năm 2012 và 2013; còn đối với năm 2014, ban lãnh đạo cho biết sản lượng hợp đồng (sản lượng hợp đồng được thanh toán với giá hợp đồng) chiếm 84% tổng sản lượng bán ra và con số này sẽ tăng lên 90% trong năm 2015. Sản lượng theo hợp đồng năm 2015 tăng mạnh so với năm 2014 vì NT2 không phải bảo trì trong năm 2015 trong khi năm 2014 nhà máy điện phải ngưng hoạt động một tháng.

Tỷ lệ sản lượng theo hợp đồng/tổng sản lượng tuy tăng nhẹ trong năm 2015 nhưng sẽ giảm trong dài hạn vì ngành điện Việt Nam đang dần được tự do hóa. Chúng tôi xin lưu ý sản lượng theo hợp đồng do Cục Điều tiết điện lực (ERAV) quyết định mỗi năm một lần vào đầu năm.

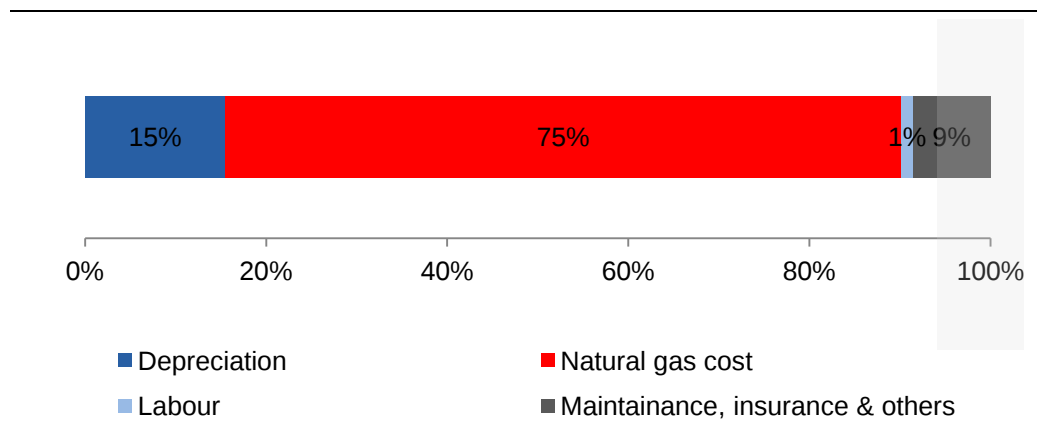
Khí tự nhiên chiếm tỷ lệ chi phí lớn nhất và nguồn khí được đảm bảo

Khí đầu vào chiếm tỷ lệ chi phí lớn nhất tại các nhà máy nhiệt điện dùng khí của NT2 với 75% giá vốn hàng bán.

Khí không được đảm bảo theo hợp đồng 25 năm với Tổng Công ty khí Việt Nam (2010-2036) với 785 sm3 khí tự nhiên (khung giá được trình bày dưới đây). NT2 sử dụng khí tại bể Nam Côn Sơn với trữ lượng theo ước tính sẽ đủ khai thác đến năm 2028. Chúng tôi ước tính trong ba năm qua, NT2 đã sử dụng trung bình 809 triệu sm3, cao hơn khoảng 3%-4% sản lượng cam kết.

Trong trường hợp không có đủ khí tự nhiên trong nước để cung cấp đúng như hợp đồng, Tổng Công ty khí Việt Nam sẽ nhập khẩu LNG để bù cho phần thiếu hụt. Trong trường hợp xấu nhất là không thể nhập khẩu LNG, NT2 sẽ dùng dầu diesel làm nhiên liệu cho nhà máy điện.

Hình 12: Cơ cấu giá vốn hàng bán của NT2 năm 2014



Nguồn: NT2 và VCSC

- Khấu hao: Chiếm 15% giá vốn hàng bán. NT2 quyết định tăng thời gian khấu hao từ 10 năm lên 14 năm kể từ ngày 01/07/2014.
- Chi phí nhân công: Không đáng kể, chỉ chiếm 1%.
- Các chi phí khác: Bảo trì và bảo hiểm chiếm 9% tổng giá vốn hàng bán. Hợp đồng bảo trì kéo dài 12 năm và chi phí từng năm được tính dựa trên sản lượng.

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) chịu phần giá khí tăng thêm, nhưng chi phí sản xuất cao sẽ ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của NT2

Phần giá khí tăng thêm (và ngay cả giá dầu diesel) do Công ty Mua bán điện (EPTC) chịu được tính theo công thức:

$$\text{Chi phí khả biến mới} = \text{Tiêu hao nhiên liệu} \left(\frac{\text{BTU}}{\text{kWh}} \right) \times \frac{\text{Giá khí mới} \left(\frac{\text{USD}}{\text{BTU}} \right)}{\text{Giá khí trước đây} \left(\frac{\text{USD}}{\text{BTU}} \right)}$$

Trong trường hợp NT2 phải sử dụng LNG hoặc dầu diesel, ngay cả nếu phần giá khí đầu vào tăng thêm được chuyển sang cho khách hàng, chi phí sản xuất cao hơn có thể khiến hiệu suất của NT2 giảm vì Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia sẽ ưu tiên các nguồn có chi phí thấp hơn từ các nhà máy điện khác.

Vấn chưa áp dụng cơ chế giá khí mới

Giá khí cho các nhà máy điện tại Việt Nam được tính như sau:

Hình 13: Cơ chế giá khí

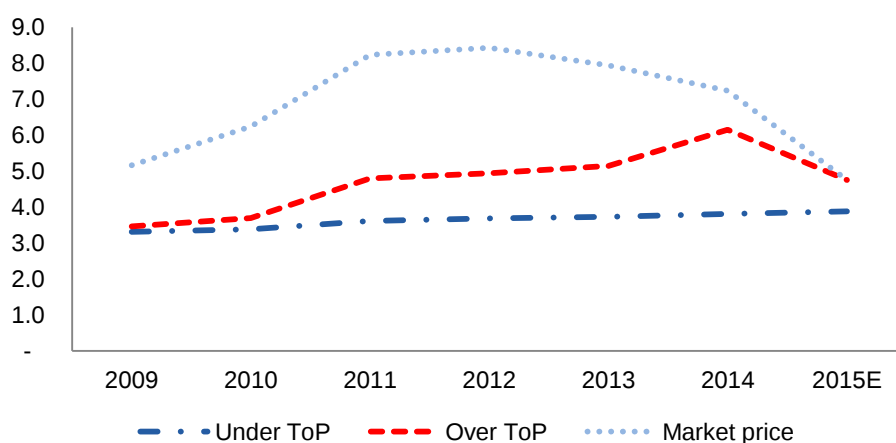
Nhà máy điện	Cơ chế cũ	Cơ chế mới
Phú Mỹ	Sản lượng đảm bảo: giá ngoài và trong bao tiêu Sản lượng không đảm bảo: cao hơn giá bao tiêu	Sản lượng đảm bảo: giá ngoài và trong bao tiêu Sản lượng không đảm bảo: Giá thị trường
Nhơn Trạch 1&2	Giá trong bao tiêu	Giá thị trường
Cà Mau 1&2	Giá thị trường (46% giá dầu + thuế)	Giá thị trường

Nguồn: Tổng Công ty khí Việt Nam, NT2 và VCSC

Từ ngày 01/04/2014, Thủ tướng quyết định giá khí trên bao tiêu sẽ bằng giá thị trường. Tuy nhiên, đến nay NT2 vẫn chưa áp dụng giá thị trường đối với khí đầu vào vì EVN và Tổng Công ty khí Việt Nam vẫn chưa hoàn tất hợp đồng đối với cơ chế giá thị trường. Vì vậy, việc điều chỉnh giá sẽ được thực hiện trong năm 2015 và sẽ được hồi tố. Tuy nhiên, chúng tôi xin lưu ý là phần giá khí tăng/giảm sẽ được chuyển sang khách hàng và do đó, không ảnh hưởng đến lợi nhuận 2014 của NT2.

Áp dụng cơ chế giá khí mới, giá khí cho NT2 sẽ bằng giá khí cho Nhà máy điện Cà Mau. Vì vậy, về mặt chi phí sản xuất, NT2 có thể giảm khả năng cạnh tranh so với các nhà máy điện Cà Mau 1 và 2 vì hai nhà máy này đã trả gần xong nợ. Trong khi đó, chi phí sản xuất của NT2 nhiều khả năng sẽ thấp hơn so với các nhà máy nhiệt điện dùng than vì giá dầu hiện ở mức thấp.

Hình 14: Giá khí đầu vào cho NT2 so với các nhà máy điện khác



Nguồn: Tổng Công ty khí Việt Nam và VCSC

Cơ hội tăng gấp đôi công suất đến năm 2020

NT2 hiện đang xem xét tính khả thi của dự án công suất 750MW vì trữ lượng tại mỏ Sừ Tử Trắng theo ước tính đủ để cung cấp cho các nhà máy điện dùng khí có vòng đời 25 năm. Một khi đi vào hoạt động năm 2020, dự án mới sẽ giúp tăng gấp đôi công suất của NT2 lên 1.500MW. Công ty đưa ra lịch trình dự án như sau:

- 2015: Chuẩn bị báo cáo tài chính và xin giấy phép đầu tư (dự án vẫn chưa thuộc Kế hoạch Phát triển Năng lượng 7).
- 2016: Duyệt thiết kế và chuẩn bị tổ chức đấu thầu EPC.
- 2017: Tổ chức cấp vốn cho dự án và đấu thầu
- Quý 2/2020: Đi vào hoạt động

Theo chúng tôi được biết, trữ lượng tại mỏ Sừ Tử Trắng bằng một nửa bể Nam Côn Sơn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng khả năng NT2 được phép phát triển dự án này là rất cao. Tuy nhiên, quy trình xin Thủ tướng phê duyệt đòi hỏi rất nhiều thời gian và vẫn chưa biết mức giá khí được áp dụng.

Triển vọng lợi nhuận

Tổng kết tình hình hoạt động 2014

KQLN 2014 sau kiểm toán của NT2 cho thấy doanh thu đạt 7.100 tỷ đồng (tăng 20,1% so với năm 2013) và LNST tăng mạnh lên 1.591 tỷ đồng (từ 8 tỷ đồng năm 2013). Doanh thu tăng mạnh phần lớn nhờ 650 tỷ đồng doanh thu hồi tố từ các năm trước (2011-2013) sau khi NT2 và EVN hoàn tất hợp đồng mua bán điện tháng 05/2014 và hồi tố cho giai đoạn 2011-2013. Lợi nhuận tăng mạnh phần lớn nhờ 1) Hợp đồng mua bán điện 10 năm USD6.5cents với EVN ký vào giữa năm 2014 (tăng khoảng 6,6% so với hợp đồng mua bán điện năm 2013); và 2) lãi 300 tỷ đồng từ chênh lệch tỷ giá so với lỗ 430 tỷ đồng năm 2013.

Nếu không tính lãi từ chênh lệch tỷ giá và doanh thu hồi tố, lợi nhuận thường xuyên là 642 tỷ đồng (so với 8 tỷ đồng năm 2013).

LNST Quý 1/2015 đạt 80% mục tiêu cả năm

NT2 cho biết lợi nhuận gộp tăng 76,5% (153 tỷ đồng) lên 353 tỷ đồng trong Quý 1/2015 nhờ doanh thu tăng và chi phí khấu hao giảm, trong đó:

- Giá điện tăng nhẹ trên thị trường cạnh tranh đóng góp 69 tỷ đồng. Chúng tôi xin lưu ý sản lượng bán ra trong Quý 1/2015 đạt 1,3 tỷ kWh, bằng Quý 1/2014.
- Việc thay đổi chính sách khấu hao dẫn đến chi phí khấu hao giảm 75 tỷ đồng.
- Chi phí bảo trì cũng giảm vì được tính bằng đồng euro.
- LNST thường xuyên ước đạt 290 tỷ đồng, gấp 12 lần Quý 1/2014.

Như vậy, NT2 báo cáo đạt 1.758 tỷ đồng doanh thu (tăng 4,1% so với Quý 1/2014) và 503 tỷ đồng LNST so với 21 tỷ đồng Quý 1/2014. LNST bao gồm khoảng 201 tỷ đồng lãi từ chênh lệch tỷ giá nhờ đồng euro trượt giá 10%.

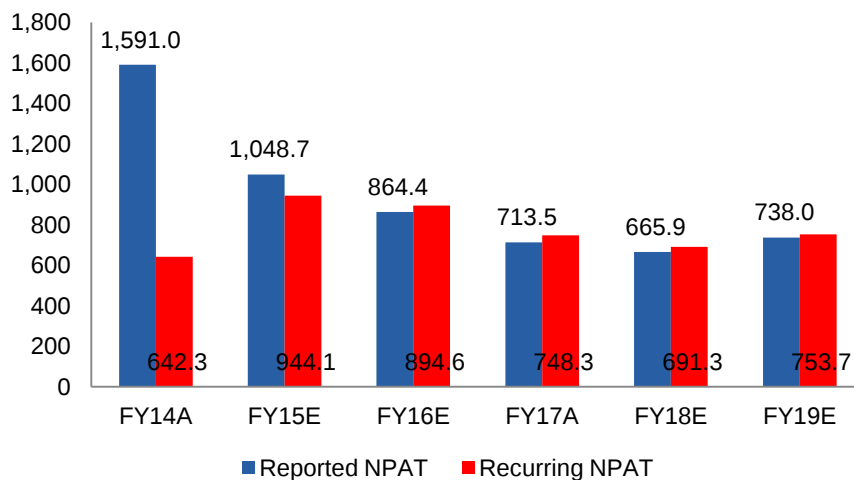
Đáng chú ý, Thông tư 200 được cho là sẽ có lợi cho lợi nhuận theo kế toán của NT2 nhưng lại bất lợi cho dòng tiền. Tuy nhiên, NT2 vẫn đang áp dụng Thông tư 179 đối với KQLN Quý 1/2015. Nếu áp dụng Thông tư 200, chúng tôi ước tính lãi từ chênh lệch tỷ giá sẽ cao hơn 11% (30 tỷ đồng) nhưng NT2 phải trả thuế 5% phần lãi kế toán này từ dòng tiền. Xin lưu ý là quy định mới về kế toán theo Thông tư 200 đòi hỏi sử dụng tỷ giá bán ra thay vì tỷ giá mua vào (như Thông tư 179) trong việc định giá lại các khoản nợ bằng ngoại tệ.

Ước tính 2015

Chúng tôi cho rằng doanh thu và LNST 2015 đạt lần lượt 6.500 tỷ đồng và 1.000 tỷ đồng, trên cơ sở sản lượng bán ra ước đạt 4,6 tỷ kWh (giảm 3,4% so với năm ngoái), trên cơ sở giả định nhu cầu điện ngày càng tăng nhờ tăng trưởng kinh tế phục hồi và tình hình năm 2015 kém thuận lợi đối với thủy điện trong bối cảnh tăng trưởng nguồn cung từ các nhà máy điện mới và qua đó đảm bảo mức độ thận trọng nhất định trong dự báo. LNST thường xuyên dự báo đạt 944.1 tỷ đồng, tăng 47% so với năm 2014 do:

- Chi phí khấu hao năm 2015 giảm 144 tỷ đồng so với năm 2014 vì NT2 kéo dài thời gian khấu hao thêm 4 năm, từ 10 lên 14 năm.
- Chi phí lãi vay giảm 21% so với năm 2014 do số dư nợ giảm.
- Sản lượng hợp đồng năm 2015 cao hơn 5,1% so với năm 2014, có thêm 64 tỷ đồng doanh thu dù sản lượng giảm và mang lại lợi nhuận tối ưu vì giá hợp đồng vẫn cao hơn giá thị trường.
- Lãi từ chênh lệch tỷ giá 105 tỷ đồng, áp dụng tỷ giá EUR/VND là 23.601 và tỷ giá USD/VND là 21.770 sau khi khấu trừ lỗ từ tỷ giá từ thi công xây dựng (66,4 tỷ đồng).

Hình 15: Triển vọng lợi nhuận



Nguồn: NT2 và VCSC

Lợi nhuận thường xuyên năm 2016 và 2017 dự báo sẽ giảm vì NT2 chỉ hoạt động với 65% công suất thay vì 70%. Ngoài ra, tỷ lệ sản lượng theo hợp đồng cũng dự kiến sẽ giảm theo từng năm. Từ năm 2019 trở đi tình hình sẽ cải thiện khi chênh lệch giữa giá thị trường phát điện cạnh tranh và giá hợp đồng cho NT2 rút ngắn.

Chính sách trả cổ tức

- NT2 đã trả cổ tức tại mức 1.800 đồng/cổ phiếu cho năm 2014; dự kiến sẽ trả cổ tức bằng tiền mặt 1.500 đồng và cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 7% cho năm 2015.
- Ban lãnh đạo dự định trong tương lai sẽ dùng gần như toàn bộ lợi nhuận để trả cổ tức.
- Rủi ro duy nhất là việc đồng euro và USD tăng giá, có thể khiến lợi nhuận và cổ tức giảm mạnh.

Định giá

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Theo tính toán của chúng tôi, giá mục tiêu dành cho cổ phiếu NT2 là 29.300 đồng, áp dụng WACC 10%. Lý do của việc áp dụng WACC thấp là chi phí nợ thấp (Eurobor & Libor 0,1% và 0,4%) cũng như thuế TNDN ưu đãi là 5%.

Hình 16: Định giá chiết khấu dòng tiền

Giả định phương pháp CKDT		Tính giá mục tiêu	
		Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	6.326,0
Lãi suất phi rủi ro	6,0%	Giá trị cuối cùng	7.347,6
Hệ số beta	1,0	Giá trị doanh nghiệp	13.673,5
Phần bù rủi ro	7,5%	cộng: Tiền mặt cash	726,1
Chi phí chủ sở hữu	13,5%	trừ: Nợ	(6.907,6)
Chi phí nợ	5,0%	Giá trị vốn CSH	7.492,0
Thuế suất	5,0%	Số cổ phiếu	256
Tỷ lệ nợ	39,7%	Giá mục tiêu (VND/cp)	29.300
Tỷ lệ chủ sở hữu	60,3%	Giá niêm yết ban đầu	23.700
Tăng trưởng danh nghĩa dài hạn	1,0%	TL tăng (%)	23,6%
WACC	10,0%	Tổng lợi nhuận chia cổ đông (%)	30,0%

Nguồn: NT2 và VCSC

NT2 theo dự báo sẽ mang lại dòng tiền lớn, trung bình 1.600 tỷ đồng trong năm năm tới, nhờ lợi nhuận cao và chi phí vốn được hạn chế.

Hình 17: Dòng tiền tự do của NT2 (tỷ đồng)

Năm	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
EBIT	1.810,3	1.278,1	1.053,5	864,0	782,6	826,5
Trừ thuế	-	(63,9)	(52,7)	(43,2)	(39,1)	(41,3)
cộng: Khấu hao	838,7	694,7	694,7	694,7	694,7	694,7
trừ: Trừ vốn lưu động	(475,6)	383,0	474,0	(0,9)	(24,0)	9,6
trừ: Chi phí XDCB	(8,2)	(173,7)	(173,7)	(173,7)	(173,7)	(173,7)
Dòng tiền tự do	2.165,3	2.118,2	1.995,8	1.340,9	1.240,5	1.315,8

Nguồn: NT2 và VCSC

Phân tích độ nhạy

Chúng tôi nhận thấy giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền phụ thuộc vào hiệu suất. Chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy cho giai đoạn 2018-2019 áp dụng giả định hiệu suất đạt từ 50% đến 70%. Khi đó, giá mục tiêu của NT2 dao động từ 23.500 đồng đến 35.000 đồng. Hiệu suất thay đổi 5% sẽ kéo theo giá mục tiêu thay đổi 12%.

Hình 18: Phân tích độ nhạy giá mục tiêu cổ phiếu NT2

Hiệu suất	70%	65%	60%	55%	50%
Giá mục tiêu	35.000	32.100	29.300	26.400	23.500
TL tăng	47,1%	34,9%	23,1%	10,9%	-1,3%

Nguồn: NT2 và VCSC

Định giá theo phương pháp bội số

Chúng tôi áp dụng PER mục tiêu là 10 lần để thực hiện phương pháp định giá bội số dành cho NT2, thấp hơn nhiều so với mức 13,2 lần mà các công ty điện khác trong khu vực hiện đang giao dịch. Chúng tôi xin lưu ý giá trị vốn hóa của NT2 chỉ bằng 1/10 các công ty cùng ngành nhưng lợi suất cổ tức cũng như ROE đều cao hơn. Giá trị hợp lý tính theo phương pháp P/E dành cho NT2 là 36.900 đồng, cao hơn 25% so với kết quả của phương pháp DCF.

Hình 19: Định giá theo phương pháp PE

Năm	2015	2016
PE mục tiêu (lần)	10,0	10,0
EPS (VND/cp)	3.688	3.495
Giá trị hợp lý (VND/cp)	36.900	34.900

Nguồn: NT2 và VCSC

Có 28 công ty tiện ích tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương (các thị trường mới nổi) có thể được phân thành bốn nhóm theo giá trị vốn hóa:

- Giá trị vốn hóa càng thấp, các tỷ số càng mắc. Nhóm đầu tiên giao dịch với PE 2015 là 13,2 lần và PB 2,3 lần, trung vị giá trị vốn hóa là 2,7 tỷ USD. Trong khi đó, nhóm thứ tư giao dịch với PE 2015 là 15,3 lần và PB là 2,5 lần, với trung vị giá trị vốn hóa là 353 triệu USD.
- Nhóm thứ nhất, với giá trị vốn hóa trung bình là 2,7 tỷ USD, ít tập trung vào các nã Trung Quốc hơn, có thể mang lại các sự so sánh có ý nghĩa nhất về chỉ số.
- Nhóm thứ nhất cũng có lợi suất cổ tức và ROE cao nhất.
- Chúng tôi dùng nhóm thứ nhất để so sánh với NT2.

Hình 20: Các công ty điện khác trong khu vực

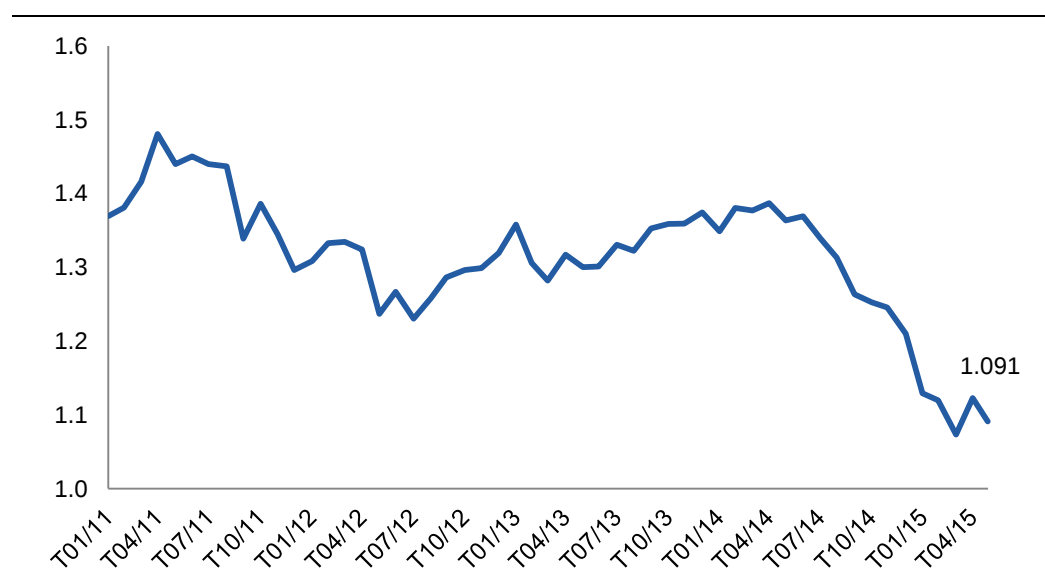
Công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	P/E FY15 (lần)	P/E FY14 (lần)	P/B (lần)	EV/EBITDA (lần)	LS cổ tức (%)	ROE (%)
NT2	Việt Nam	282,1	6,5	9,5	1,3	6,1	6,3	22,9
Nhóm 1								
Trung vị		2.689,9	13,2	15,5	2,3	8,9	1,9	15,4
Trung bình		6.525,3	13,4	17,6	2,3	9,2	2,8	13,1
Tenaga Nasional	Malaysia	22.139,7	11,9	11,4	1,8	7,7	2,0	16,0
Power Grid Corp	Ấn Độ	12.296,0	12,1	15,5	2,2	11,7	1,4	14,9
Manila Electric	Philippines	6.674,6	18,0	16,5	3,8	7,8	7,9	23,4
Tata Power Co	Ấn Độ	3.364,0	14,8	n,a	1,6	8,0	1,6	(3,2)
Henan Yuneng	Trung Quốc	2.015,9	14,4	26,5	3,9	n,a	n,a	17,5
K-Electric Ltd	Pakistan	1.971,8	9,1	9,3	2,4	10,1	n,a	20,7
Xinjiang Tianf	Trung Quốc	1.872,8	20,7	38,2	2,7	n,a	2,3	8,1
Reliance Infrast	Ấn Độ	1.867,2	6,2	6,1	0,4	9,9	1,7	7,2
Second Quartile								
Trung vị		1.158,4	15,9	31,4	1,9	9,2	1,0	6,3
Trung bình		1.206,4	24,5	53,3	2,2	9,0	1,7	7,0
SJVN Ltd	Ấn Độ	1.653,1	n,a	9,3	1,1	6,4	6,5	n,a
CESC Ltd	Ấn Độ	1.297,2	10,7	15,5	1,4	11,3	1,3	9,1
Torrent Power It	Ấn Độ	1.227,6	15,9	72,6	1,2	11,3	0,3	1,7
First Philip Hld	Philippines	1.183,0	9,5	14,6	0,8	7,1	2,1	3,7
Shenyang Jinsh	Trung Quốc	1.133,9	n,a	24,5	3,3	n,a	0,9	17,6
Guangxi Guidon	Trung Quốc	1.101,5	n,a	189,5	2,4	n,a	1,0	1,7
Hunan Chendian	Trung Quốc	1.032,9	42,2	38,4	3,3	n,a	0,7	9,1
Sichuan Guanga	Trung Quốc	1.021,7	44,5	62,3	4,1	n,a	0,6	6,3
Third Quartile								
Trung vị		710,4	23,7	41,8	3,4	n,a	0,6	7,6
Trung bình		756,7	23,7	43,2	3,5	n,a	0,6	(4,6)
Chongqing Thre	Trung Quốc	973,2	30,6	38,5	4,1	n,a	0,7	9,5
Leshan Elec Po	Trung Quốc	910,7	16,8	n,a	2,8	n,a	n,a	(48,7)
Sichuan Minj	Trung Quốc	719,1	n,a	53,6	5,7	n,a	n,a	(21,8)
Yunnan Wenshan	Trung Quốc	710,4	n,a	44,9	3,4	n,a	0,9	7,6
Sichuan Xichan	Trung Quốc	695,0	n,a	69,6	4,7	n,a	0,3	7,8
Shenz Nanshan	Trung Quốc	676,2	n,a	14,2	1,5	n,a	n,a	3,4
Sichuan Mingx	Trung Quốc	612,2	n,a	38,7	2,0	n,a	0,5	9,9
Fourth Quartile		-						
Trung vị		352,8	15,3	48,8	2,5	27,5	0,5	7,5
Trung bình		358,3	15,3	77,8	3,7	33,0	3,5	12,0
Chongqing Fuli	Trung Quốc	567,6	n,a	48,8	7,3	n,a	n,a	13,7
Liaoning Jongy	Trung Quốc	413,0	n,a	210,0	7,7	n,a	0,3	3,8
Ksk Energy Ventu	Ấn Độ	392,8	23,7	n,a	0,8	32,7	n,a	(5,7)
DESCO	Bangladesh	312,9	n,a	30,1	2,3	71,8	0,7	7,5
DPSC Ltd	Ấn Độ	263,3	n,a	93,6	1,6	22,2	0,3	n,a
Nishat Chunian	Pakistan	200,1	7,0	6,3	2,8	5,2	12,6	40,5

Nguồn: Bloomberg và VCSC

Rủi ro

- Sản lượng bán ra: 1) Cạnh tranh từ các nhà máy điện có giá rẻ hơn sẽ khiến hiệu suất sử dụng của NT2 thấp; 2) Tăng trưởng kinh tế giảm cũng sẽ khiến sản lượng toàn bộ ngành điện giảm; 3) Chúng tôi ước tính nếu tỷ lệ sử dụng chưa đến 40%, doanh thu có thể không đủ để bù chi phí khấu hao và các chi phí cố định khác như bảo trì và nhân công. Rủi ro không còn nữa khi NT2 hoàn tất khấu hao tài sản từ năm 2023.
- Rủi ro về giá: Vì giá trên thị trường phát điện cạnh tranh của NT2 thấp hơn khoảng 8% so với giá hợp đồng, điều này sẽ khiến rủi ro đối với NT2 trong các năm tới tăng khi tỷ lệ sản lượng bán trên thị trường phát điện cạnh tranh tăng. Nói cách khác, sản lượng theo hợp đồng giảm sẽ bất lợi cho NT2 trong ngắn hạn. Tuy nhiên, rủi ro này sẽ giảm khi giá trên thị trường phát điện cạnh tranh tiếp tục được tự do hóa và cao hơn giá hợp đồng.
- Rủi ro lỗ từ chênh lệch tỷ giá: Tính đến ngày 31/12/2014, nợ bằng euro và USD của NT2 lần lượt là 133 triệu euro và 146 triệu USD. Đồng euro tiếp tục giảm giá nhưng có thể đảo chiều bất kỳ khi nào. Ngoài ra, tiền đồng Việt Nam cũng đang chịu áp lực giảm giá. Nếu cả hai đồng tiền này diễn biến bất lợi thì NT2 có thể chịu lỗ lớn từ chênh lệch tỷ giá và trong một vài trường hợp đặc biệt có thể lấy đi toàn bộ lợi nhuận kế toán và khiến cổ đông không có cổ tức.

Hình 21: Diễn biến tỷ giá EUR/USD



Nguồn: Bloomberg và VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Thùy Dương, 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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (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 diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

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

Tổ chức trong nước

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

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 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.