

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 26 tháng 09 năm 2016

Chuyên viên phân tích

Đàm Sỹ Đức

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

Sau buổi gặp mặt với ban lãnh đạo của NT2 trong tháng 9/2016, phòng Phân tích xin được cập nhật nhanh một số thông tin về doanh nghiệp như sau:

TRIỂN VỌNG DN: DỰ BÁO KQKD Q3.2016 VÀ DỰ PHÓNG CẢ NĂM 2016

Dự kiến SL điện trong Q3.2016 đạt 1.244 triệu kWh (-1,2% yoy) và cả năm 2016 đạt 5.470 triệu kWh (-0,5% yoy, đạt 123% KH năm).

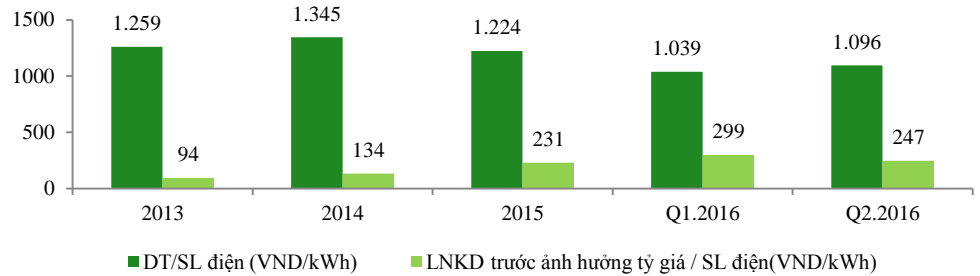
Từ tháng 8/2015, NT2 đã công bố SL điện tiêu thụ và DT (chưa được kiểm toán) hàng tháng cho cổ đông. Trong 8 tháng đầu năm, NT2 đạt mức kế hoạch SL 2.913 triệu kWh, trong khi SL thực tế đạt 3.596 triệu kWh, vượt 23% so với kế hoạch. Dự đoán SL điện tháng 9.2016 sẽ đạt 410 triệu kWh, vượt 29% so với KH tháng 9 (317 triệu kWh). Như vậy, SL điện trong Q3.2016 sẽ đạt 1.244 triệu kWh (-1,2% yoy). Từ khi đi vào hoạt động hết công suất năm 2012, NT2 có đà vượt mức kế hoạch từ 5% (2012) lên 28% (2015). Chúng tôi dự đoán sản lượng cả năm 2016 của NT2 sẽ đạt 5.470 triệu kWh, tăng 23% so với kế hoạch năm (4.450 triệu kWh) và khá gần với sản lượng 5.499 triệu kWh năm 2015. Với giờ vận hành thiết kế là 6.500 giờ/năm, chúng tôi ước tính SL điện theo thiết kế của NT2 là 4.400 triệu kWh. Như vậy, SL điện năm 2015 đạt khoảng 125% SL thiết kế với trên 8.000 giờ hoạt động (tương đương 334 ngày) trong năm 2015. Chúng tôi đánh giá SL điện năm 2015 là mức SL đỉnh điểm mà NT2 khó có thể vượt qua.

Dự kiến DT Q3.2016 đạt 1.375 tỷ đồng (+7,8% yoy) và cả năm 2016 đạt 5.900 tỷ đồng (-12,3% yoy, hoàn thành 98,3% KH năm).

Do giá khí giảm trong năm 2016 (hiện giá khí từ bể Nam Côn Sơn xấp xỉ 4USD/mmBTU), giá bán điện hợp đồng của NT2 cho EVN cũng giảm theo. Theo ban lãnh đạo NT2, giá điện hợp đồng được tính dựa trên các chi phí sản xuất đầu vào, bao gồm chi phí nguyên liệu, nhân công, lãi vay để đảm bảo mức LN của NT2 (SL điện bán theo giá hợp đồng ước chừng 4.000 triệu kWh/năm). Dự kiến khoảng 75% sản lượng điện năm nay của NT2 bán cho EVN theo giá hợp đồng nên DT của công ty bị ảnh hưởng nhiều từ việc giá khí giảm. Chúng tôi dự đoán giá bán điện bình quân 2016 của NT2 là 1.080 VNĐ/kWh (-11,8% yoy), do vậy, sản lượng 5.470 triệu kWh sẽ đem về khoảng 5.900 tỷ đồng DT (-12,3% yoy, đạt 98,3% KH năm). Nhà đầu tư cần lưu ý rằng do giá bán điện hợp đồng được tính dựa trên chi phí hoạt động của công ty, sự sụt giảm trong doanh thu của NT2 bắt nguồn từ sụt giảm chi phí hoạt động và do vậy, LN không bị ảnh hưởng.

LNTT Q3.2016 dự kiến đạt 334 tỷ đồng (+359% yoy) và 9T.2016 đạt 1.070 tỷ đồng (+47% yoy, hoàn thành 140% KH năm). Cả năm 2016, LNTT dự kiến đạt 1.460 tỷ đồng (+22% yoy, hoàn thành 191% KH năm).

Mặc dù DT cả năm 2016 dự kiến suy giảm so với DT 2015, tuy nhiên LNTT tiếp tục khả quan. Hai yếu tố quan trọng nhất ảnh hưởng đến LN cả năm của NT2 là (1) biến động về sản lượng điện và (2) nguồn lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá khoản vay ngoại tệ (lãi/lỗ do chênh lệch ngoại tệ không được tính đến khi lập giá bán điện hợp đồng). SL điện như dự kiến tiếp tục khả quan trong khi tỷ giá VND/USD và VND/EUR tương đối bình ổn trong Q3.2016. Theo thông tin từ Vietcombank, tỷ giá đồng USD là 22.270 VND/USD (1/7/2016) và 22.275 VND/USD (22/9/2016). Tỷ giá EUR là 24.550 EUR/VND (1/7/2016) và 24.782 EUR/VND (22/9/2016). Do vậy, khoản lỗ từ chênh lệch ngoại tệ sẽ không đáng kể trong Q3.2016.



(Nguồn: VCBS ước tính)

Do đặc thù hợp đồng giữa EVN và NT2, chúng tôi cho rằng tỷ số LNKD không tính đến ảnh hưởng của tỷ giá trên sản lượng điện là một thước đo tương đối chính xác để đánh giá khả năng hoạt động của NT2. Tỷ số này tăng từ 94 đồng/kWh năm 2013 lên mức trung bình 272 đồng/kWh 6T.2016. Chúng tôi ước tính tỷ số này sẽ ở mức 270 đồng/kWh trong năm 2016 và dự kiến LNKD không tính ảnh hưởng tỷ giá 2016 đạt 1.476 tỷ đồng, LNTT năm 2016 dự báo đạt 1.460 tỷ đồng (+22% yoy, hoàn thành 191% KH năm).

Dòng tiền trong Q3.2016 không có nhiều biến động. Trong Q2.2016, dòng tiền từ hoạt động tài chính giảm 896 tỷ đồng, gồm 535 tỷ khoản trả nợ trong tháng 6/2016 và 361 tỷ đồng trả cổ tức. Trong Q4.2016, NT2 tiếp tục trả nợ trong tháng 12/2016 và sẽ nhận 150 tỷ đồng vào dòng tiền từ khoản hồi tố 658 tỷ đồng năm 2014 của EVN.

Khoản dư nợ của NT2 với Citibank tiếp tục được trả theo kế hoạch. Với ước tính lợi nhuận cả năm trên 1.400 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ không gặp khó khăn trong việc trả các khoản nợ và lãi vay theo kế hoạch.

MỘT SỐ THÔNG TIN ĐÁNG CHÚ Ý KHÁC

Hiện nay, NT2 đang trong quá trình xin cấp phép cho dự án Nhơn Trạch 2 mở rộng (hay Nhơn Trạch 3). Tháng 5/2015, NT2 đã ký hợp đồng với Viện Năng lượng về việc lập Báo cáo điều chỉnh Quy hoạch Trung tâm Điện lực Nhơn Trạch, theo đó dự kiến bổ sung 2 nhà máy điện tuabin khí chu trình hỗn hợp với tổng công suất 1.800 MW. Tuy vậy, ban lãnh đạo NT2 giữ quan điểm thận trọng và đặt mục tiêu xây nhà máy điện mở rộng với công suất 750 MW. Nếu dự án Nhơn Trạch 2 mở rộng được thông qua, khả năng cáo NT2 sẽ tiếp tục được vay với lãi suất ưu đãi từ Citibank. Theo kế hoạch từ năm 2015, dự án Nhơn Trạch 2 mở rộng sẽ được thi công năm 2017. Tuy nhiên, đây là một mục tiêu tương đối lạc quan.

Cũng trong tháng 5/2016, NT2 ký hợp đồng Tư vấn báo cáo nghiên cứu khả thi dự án thu hồi và sản xuất CO2 lỏng thương mại từ khí thải nhà máy điện Nhơn Trạch 2. Theo ban lãnh đạo NT2, nếu dự án khả thi, nguồn DT từ CO2 lỏng thương mại sẽ không đáng kể so với DT hiện tại (ước chừng 100 tỷ đồng/năm) nhưng dự án này có lợi cho môi trường và sẽ ảnh hưởng tích cực tới hình ảnh của công ty.

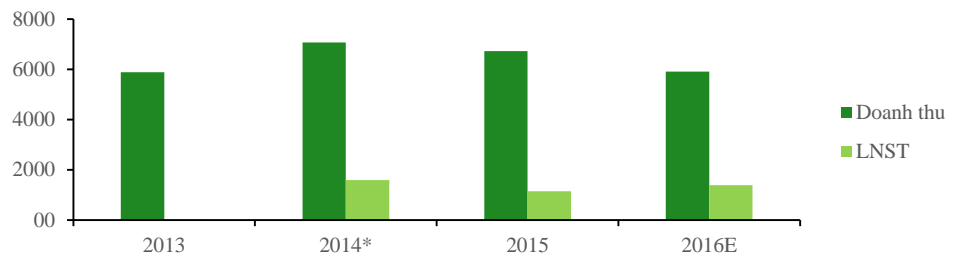
Trong tháng 7/2016, NT2 thực hiện tiểu tu nhà máy điện. Đây là hoạt động bảo dưỡng thường niên của NT2. Trong tháng 7/2017, NT2 sẽ thực hiện đại tu lần đầu tiên. Phòng Phân tích ước tính việc đại tu sẽ làm giảm 480 giờ hoạt động của nhà máy (tương đương 20 ngày) và làm giảm sản lượng điện 2017 khoảng 6% so với năm 2016 (khoảng 8.000 giờ hoạt động).

Về việc GAS phải trả cho NT2 tiền hồi tố: Do giá khí đã bán cho NT2 từ tháng 1/2014 đến tháng 6/2015 được chuyển từ giá trên bao tiêu sang giá thị trường (bình quân thấp hơn giá trên bao tiêu trong giai đoạn 1/2014 – 6/2015), NT2 sẽ nhận tiền hồi tố từ GAS. Ban lãnh đạo NT2 xác nhận lại rằng toàn bộ khoản tiền hồi tố này sẽ được chuyển lại cho EVN theo quy tắc chuyển ngang và NT2 sẽ không hưởng lợi từ phần tiền hồi tố này.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Trong các năm gần đây, hoạt động SXKD của NT2 ổn định với SL điện liên tục tăng từ 4.649 triệu kWh (2012) lên đỉnh điểm 5.499 triệu kWh (2015). Do đặc thù hợp đồng giữa NT2 và EVN, công ty không chịu ảnh hưởng nhiều từ biến động giá nhiên liệu và có nguồn lợi nhuận đảm bảo. Dư nợ với Citibank được trả đều từ năm 2012 và do vậy, rủi ro tín dụng của công ty giảm dần qua các năm. Ban lãnh đạo NT2 tin tưởng rằng thế mạnh của NT2 trong ngành nhiệt điện là máy móc nhập khẩu chất lượng tốt, sẽ giúp nhà máy hoạt động ổn định và dài hơi. Điều này dẫn đến SL điện tăng qua các năm của NT2 và như chúng tôi nhận định, đây là một yếu tố chính tạo nên giá trị của cổ phiếu NT2.

Một yếu tố khác ảnh hưởng đến LN của NT2 là biến động trong tỷ giá VND/USD và VND/EUR. Dự kiến tỷ giá 2 đồng ngoại tệ này không có biến động lớn tới cuối năm nay. Ngoài ra, do khoản dư nợ ngoại tệ của NT2 giảm dần qua các năm, ảnh hưởng của tỷ giá lên LN cũng giảm dần. Sau năm 2021, NT2 dự kiến sẽ thanh toán xong khoản nợ với Citibank.



Doanh thu và LNST dự phóng (tỷ VND)

**DT và LNST 2014 bao gồm 658 tỷ đồng hồi tố từ EVN*

(Nguồn: NT2, VCBS dự phóng)

Chúng tôi dự phóng LNTT cả năm 2016 đạt 1,460 tỷ đồng (+22% yoy), LNST cả năm đạt 1,387 tỷ đồng (+22% yoy, hoàn thành 191% KH năm), theo đó EPS cả năm 2016 ước đạt khoảng 4.890 đồng/cổ phiếu (ước tính trích quỹ phúc lợi 20 tỷ đồng). Theo ban lãnh đạo NT2, công ty dự kiến sẽ trả cổ tức 25% giá cổ phiếu gốc trong năm 2016. Hiện NT2 đã trả trước 15% cổ tức của năm 2016 cho cổ đông.

	Doanh thu 12 tháng gần nhất (triệu đồng)	Hệ số biên EBITDA	Hệ số biên LNST	Hệ số thu nhập trên vốn cổ phần	Trailing EV/Sales	Trailing EV/EBITDA	Trailing EV/EBIT	Trailing P/E	P/B
NT2	5.936.420	39%	20%	24%	2,41x	6,19x	8,85x	8,58x	2,04x
PPC	6.623.515	12%	-4%	-5%	1,35x	10,83x	13,17x	-18,71x	1,02x
BTP	1.768.950	12%	12%	20%	0,58x	4,76x	5,41x	4,05x	0,80x
KHP	3.313.883	4%	2%	10%	0,21x	4,72x	31,91x	6,45x	0,67x
NBP	674.323	5%	3%	9%	0,12x	2,53x	3,23x	9,98x	0,87x

(Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật ngày 23/09/2016)

Hiện tại, NT2 có P/E là 8,58 lần trong khi hai công ty cùng ngành có hoạt động tương đối tốt là BTP và KHP có P/E lần lượt là 4,05 và 6,45 lần. Chúng tôi không tính đến PPC (LNST âm) và NBP (hiện không có dư nợ). Như vậy, NT2 hiện đã được định giá cao hơn so với các công ty cùng ngành và chúng tôi cho rằng điều này phản ánh hiệu quả hoạt động của NT2. Chúng tôi nhận định NT2 là một cổ phiếu tốt và đáng để đầu tư lâu dài. Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** cổ phiếu NT2.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Đàm Sỹ Đức

Chuyên viên Phân tích

dsduc@vcbs.com.vn