

Ngành Điện

Báo cáo cập nhật

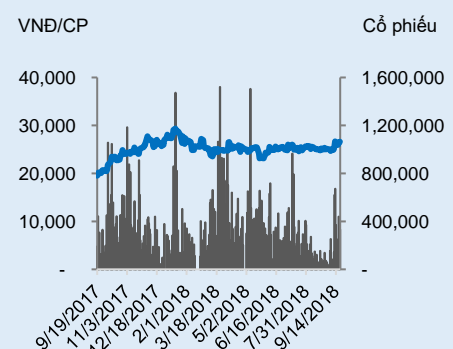
Tháng 9, 2018

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	25.200
Giá thị trường (20/9/2018)	26.600
Lợi nhuận kỳ vọng	-5,26%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	19.530-29.360
Vốn hóa	7.658 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	287.876.029
KLGD bình quân 10 ngày	339.617
% sở hữu nước ngoài	21,6%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	11,3%
Beta	0,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
NT2	-3,2%	5,5%	5,9%	7,3%
VNIndex	0,9%	1,8%	5,0%	-16,0%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2

Mã giao dịch: NT2

Reuters: NT2.HM

Bloomberg: NT2 VN

Giá khí tăng lên làm giảm lợi nhuận.

Công suất đặt toàn hệ thống tăng trưởng chậm so với nhu cầu tiêu thụ.

Kể từ năm 2014 trở lại đây, tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống điện có xu hướng chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm của EVN. Đặc biệt năm 2017 và năm 2018, tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống chỉ vào khoảng phân nửa tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm của EVN. Năm 2018, theo tính toán của EVN, sản lượng điện của hệ thống nhà máy phát điện chỉ cao hơn một chút so với nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này sẽ giúp cho hoạt động kinh doanh của NT2 khả quan hơn nhờ EVN sẽ cần tăng cường huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện cũng như giá bán trên thị trường cạnh tranh sẽ cao hơn.

Tình hình thủy văn thuận lợi hơn cho nhà máy nhiệt điện.

Hiện tượng La Nina đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo báo cáo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng thời tiết gây khô hạn là El Nino kể từ cuối năm 2018 là trên 70%. Vì vậy, lượng mưa được dự báo sẽ giảm trong năm 2018 và tiếp tục giảm trong năm 2019. Lượng mưa giảm sẽ làm giảm sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện từ đó giúp cho giá điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn cũng như các nhà máy nhiệt điện được huy động nhiều hơn.

Giá khí tăng làm giảm lợi nhuận.

Nguồn nguyên liệu chính của NT2 là khí tự nhiên và chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 77% giá vốn hàng bán. Giá khí tăng lên sẽ làm cho chi phí biến đổi của NT2 tăng lên dẫn tới lợi nhuận gộp giảm cũng như NT2 gặp nhiều khó khăn hơn trong việc cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh.

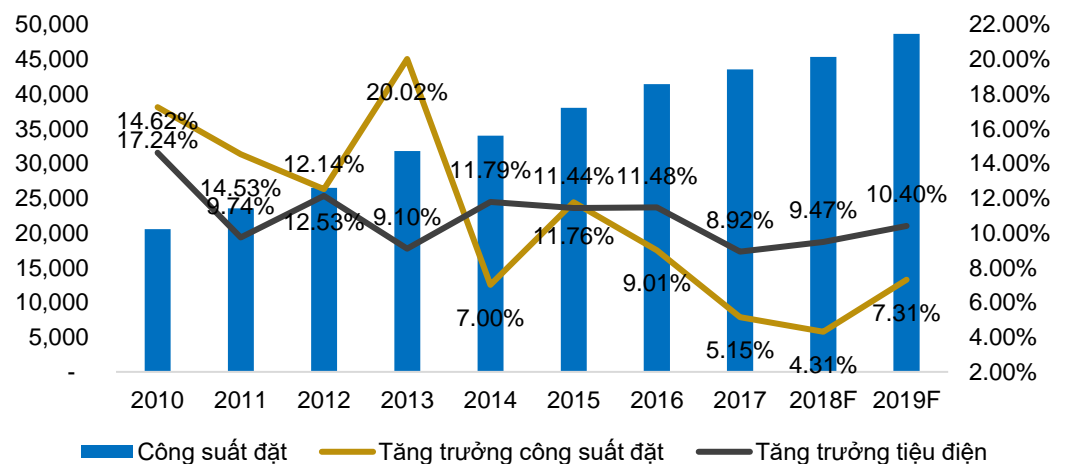
Quan điểm đầu tư.

NT2 là doanh nghiệp hoạt động tốt và thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao. Bên cạnh đó, NT2 được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Tuy nhiên, giá khí tăng cao đã làm cho chi phí sản xuất tăng lên làm ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của NT2 trên thị trường phát điện cạnh tranh cũng như làm giảm biên lợi nhuận gộp. Với những yếu tố thuận lợi và bất lợi đan xen cũng như định giá chưa thực sự hấp dẫn thì chúng tôi khuyến nghị NEUTRAL đối với cổ phiếu NT2. Mức giá mục tiêu cho NT2 là 25.200 VNĐ/CP, thấp hơn 5,26% so mức giá đóng cửa ngày 20/09/2018 là 26.600 VNĐ/CP.

Công suất đặt toàn hệ thống tăng trưởng chậm so với nhu cầu tiêu thụ điện.

Sản lượng điện thương phẩm của EVN liên tục duy trì tốc độ tăng trưởng 9-12%/năm từ năm 2014 trở lại đây. Theo dự báo của Quy hoạch điện 7 điều chỉnh và Quyết định 219 của Thủ tướng Chính phủ, sản lượng điện thương phẩm của EVN tiếp tục tăng bình quân khoảng 10%/năm từ năm 2018 đến 2020. Tuy nhiên, kể từ năm 2014 trở lại đây, tốc độ tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống đã không theo kịp tốc độ tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện. Đặc biệt năm 2017 và năm 2018, tăng trưởng công suất đặt toàn hệ thống chỉ vào khoảng phân nửa tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm. Năm 2018, theo tính toán của EVN, sản lượng điện của toàn hệ thống nhà máy phát điện chỉ cao hơn một chút so với nhu cầu tiêu thụ điện. Điều này sẽ giúp cho hoạt động kinh doanh của NT2 khả quan hơn nhờ EVN sẽ cần tăng cường huy động điện từ các nhà máy nhiệt điện cũng như giá bán trên thị trường cạnh tranh sẽ cao hơn.

Công suất đặt (MW) và tăng trưởng tiêu thụ điện

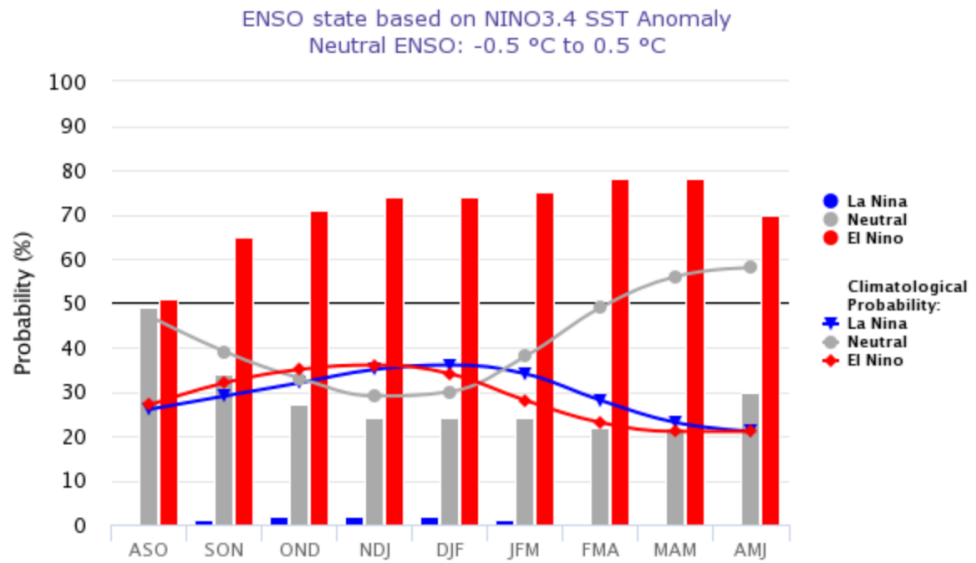


Nguồn: EVN, BVSC

Tình hình thủy văn thuận lợi hơn cho nhà máy nhiệt điện.

Năm 2017, tình hình thủy văn chịu tác động mạnh của hiện tượng La Nina. Hiện tượng thời tiết này gây mưa làm cho lượng mưa năm 2017 cao hơn so với trung bình nhiều năm và từ đó giúp cho hoạt động kinh doanh của các công ty thủy điện thuận lợi. Tuy nhiên, hiện tượng thời tiết này đã kết thúc vào đầu năm 2018 và chuyển sang pha trung tính. Bên cạnh đó, theo báo cáo của Viện nghiên cứu thời tiết quốc tế của Đại học Columbia, xác suất xảy ra hiện tượng thời tiết gây khô hạn là El Nino kể từ cuối năm 2018 là trên 70%. Vì vậy, lượng mưa được dự báo sẽ giảm trong năm 2018 và tiếp tục giảm trong năm 2019. Lượng mưa giảm sẽ làm giảm sản lượng điện từ các nhà máy thủy điện từ đó giúp cho giá điện trên thị trường cạnh tranh cao hơn cũng như các nhà máy nhiệt điện được huy động nhiều hơn.

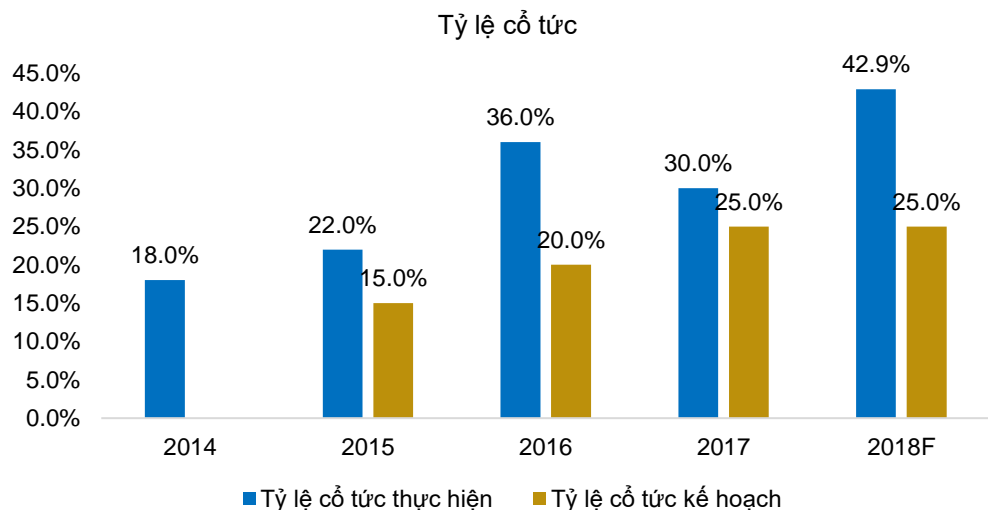
Mid-Aug IRI/CPC Model-Based Probabilistic ENSO Forecasts



Nguồn: IRI

Doanh nghiệp trả cổ tức tiền mặt đều đặn với tỷ lệ cổ tức cao.

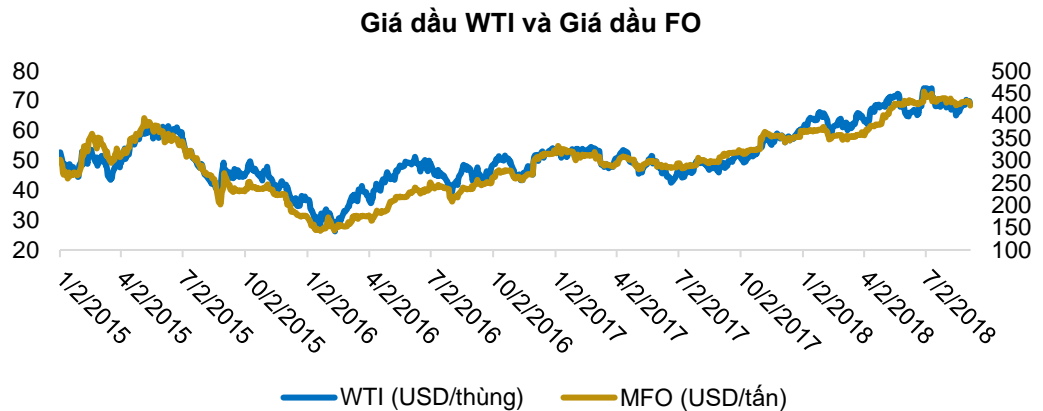
NT2 bắt đầu thực hiện trả cổ tức tiền mặt từ 2014 với tỷ lệ cổ tức từ 18-36%. Đặc biệt, năm 2018, NT2 thực hiện chia cổ tức từ nguồn lợi nhuận chưa phân phối lũy kế từ 2007 đến 2015 với tỷ lệ là 27,92% và thực hiện tạm ứng cổ tức năm 2018 là 15%. Vì vậy, tỷ lệ cổ tức thực hiện bằng tiền mặt trong năm 2018 sẽ không thấp hơn 42,9% tương ứng với tỷ suất cổ tức là 16,13% (so với mức giá đóng cửa tại ngày 20/09/2018 là 26.600 VND/CP). Mức tỷ suất này cao hơn nhiều so với lãi suất ngân hàng. Tuy nhiên, sau những đợt thanh toán cổ tức này thì NT2 đã gần như hết tiền mặt và cổ tức những năm tới sẽ phụ thuộc nhiều vào kết quả kinh doanh của NT2. Chúng tôi ước tính NT2 có thể trả cổ tức với tỷ lệ vào khoảng 10-15% trong giai đoạn 2019-2021 và sau đó tỷ lệ cổ tức có thể sẽ tăng mạnh lên 40-50% do NT2 đã thanh toán hết nợ vay.



Nguồn: NT2, BVSC

Giá khí tăng làm giảm lợi nhuận.

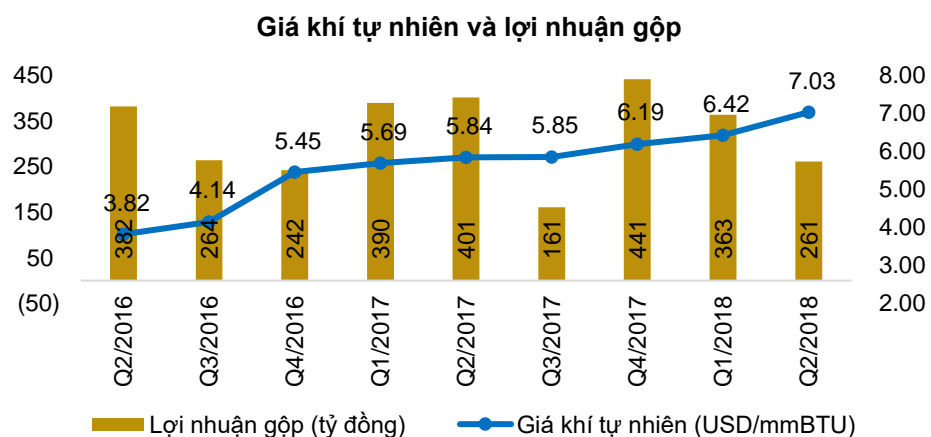
Nguồn nguyên liệu chính của NT2 là khí tự nhiên và nguyên liệu dự phòng là dầu DO. Chi phí nguyên liệu chiếm khoảng 77% giá vốn hàng bán (2017). Giá mua khí của NT2 được neo theo 46%MFO (giá dầu FO tại thị trường Singapore) cộng với chi phí vận chuyển. Giá dầu WTI bình quân 6T2018 đã tăng 30,89% so với giá bình quân 6T2017, giá dầu thô tăng mạnh đã kéo theo sự tăng lên của dầu FO và từ đó làm tăng chi phí khí tự nhiên của NT2. Theo kết quả thống kê của Bloomberg về dự báo của các tổ chức như Citigroup, Commerzbank, Banco, Wells Fargo... thì giá dầu WTI ở mức 68,48 USD/thùng (+42,09% yoy) vào quý 3 và 67,33 USD/thùng (+21,75% yoy) vào quý 4/2018, sau đó giá dầu sẽ tương đối ổn định quanh mức 66 USD/thùng trong năm 2019.



Nguồn: Bloomberg, BVSC

Tác động của giá khí tự nhiên lên kết quả kinh doanh.

Sản lượng điện của NT2 gồm 2 phần là sản lượng điện bán theo hợp đồng PPA (chiếm khoảng 85% sản lượng điện thương phẩm) và sản lượng điện bán trên thị trường phát điện cạnh tranh. Đối với sản lượng điện theo hợp đồng PPA, giá khí tăng lên không ảnh hưởng tới lợi nhuận gộp do giá khí được chuyển hoàn toàn sang giá bán điện. Tuy nhiên, giá khí tăng lên sẽ làm cho chi phí biến đổi của NT2 tăng lên dẫn tới lợi nhuận gộp giảm cũng như NT2 gặp nhiều khó khăn hơn trong việc cạnh tranh trên thị trường phát điện cạnh tranh.



Nguồn: NT2, BVSC

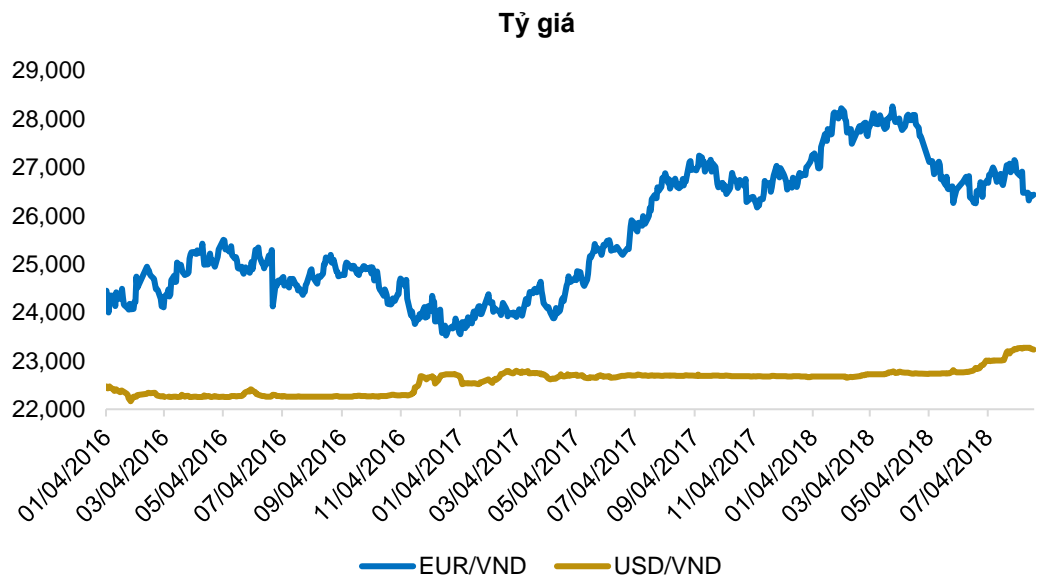
Lợi nhuận quý 2 tích cực nhờ đồng EUR giảm.

NT2 đã công bố BCTC kiểm toán giữa niên độ năm 2018. Theo đó, sản lượng điện thương phẩm và doanh thu đều tăng trưởng tích cực và đạt lần lượt là 2.619 triệu kWh và 2.008 tỷ đồng. Tuy nhiên lợi nhuận gộp chỉ đạt mức 624 tỷ đồng (-21,04% yoy) do giá khí đầu vào tăng mạnh.

Chỉ tiêu	Q2/2018	Tăng trưởng	6T2018	Tăng trưởng
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	1.264	15,08%	2.619	12,96%
Doanh thu (tỷ đồng)	2.008	12,81%	4.030	13,52%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	261	-34,91%	624	-21,04%
LNST (tỷ đồng)	287	41,31%	504	10,37%

Nguồn: NT2, BVSC

Mặc dù lợi nhuận gộp sụt giảm nhưng LNST của NT2 vẫn tăng trưởng 10,37% so với cùng kỳ do tỷ giá USD và EUR đều ổn định dẫn tới NT2 chỉ lỗ tỷ giá 3,75 tỷ đồng so với mức lỗ cùng kỳ năm trước là 185,88 tỷ đồng. Dự báo năm 2018, VND sẽ mất giá khoảng 3% so với USD, mất giá 0.35% so với EUR và mức lỗ tỷ giá cả năm 2018 là 55 tỷ đồng.



Nguồn: Fiinpro, BVSC

Dự báo kết quả kinh doanh.

Cho năm 2018, BVSC dự báo NT2 sẽ ghi nhận 7.547 tỷ đồng doanh thu (+11,6% yoy) và 734 tỷ đồng LNST (-9.42% yoy) tương đương với EPS là 2.461 VND/CP dựa trên một số giả định như sau:

- Sản lượng điện thương mại là 4.922 triệu kWh (+13,48% yoy), trong đó sản lượng điện theo hợp đồng PPA là 4.025 triệu kWh (-5,54% yoy).
- Giá dầu WTI bình quân năm 2018 là 65,77 USD/thùng, giá khí bình quân 6,74 USD/mmBTU và giá bán điện theo hợp đồng PPA là 1.608 VND/kWh.
- Doanh thu tài chính đạt 48 tỷ đồng (-24,44% yoy) do NT2 trả cổ tức làm giảm mạnh tiền mặt. BVSC chưa đưa khoản thanh toán lỗ tỷ giá của EVN vào mô hình do chưa xác định được một số thông tin chắc chắn về khoản thanh toán này.
- Chi phí tài chính là 159 tỷ đồng (-74,85% yoy) do tỷ giá USD và EUR ổn định hơn dẫn tới NT2 chỉ lỗ tỷ giá 55 tỷ đồng so với mức lỗ cùng kỳ năm trước là 290 tỷ đồng.

Quan điểm đầu tư.

NT2 là doanh nghiệp hoạt động tốt và thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao. Bên cạnh đó, NT2 được hưởng lợi nhờ EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn nhiều so với nhu cầu tiêu thụ điện và điều kiện thủy văn bất lợi cho các công ty thủy điện. Tuy nhiên, giá khí tăng cao đã làm cho chi phí sản xuất tăng lên làm ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của NT2 trên thị trường phát điện cạnh tranh cũng như làm giảm biên lợi nhuận gộp. Với những yếu tố thuận lợi và bất lợi đan xen cũng như định giá chưa thực sự hấp dẫn thì chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu NT2. Mức giá mục tiêu cho NT2 theo Phương pháp DCF là 25.200 VND/CP, thấp hơn 5,26% so mức giá đóng cửa ngày 20/09/2018 là 26.600 VND/CP.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	7.983	6.761	7.547	7.893
Giá vốn	6.632	5.368	6.506	6.827
Lợi nhuận gộp	1.351	1.393	1.041	1.066
Doanh thu tài chính	103	63	48	5
Chi phí tài chính	(249)	(490)	(159)	(94)
Lợi nhuận sau thuế	1.085	810	734	773

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2016	2017	2018F	2019F
Tiền & khoản tương đương tiền	1.398	1.046	126	209
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.447	1.682	1.882	1.968
Hàng tồn kho	239	259	310	325
Tài sản cố định hữu hình	6.907	6.221	5.467	4.714
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	12.980	9.964	8.551	7.984
Nợ ngắn hạn	1.045	1.066	1.542	1.586
Nợ dài hạn	3.697	2.632	1.591	516
Vốn chủ sở hữu	4.908	4.985	3.904	4.287
Tổng nguồn vốn	12.980	9.964	8.551	7.984

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2016	2017	2018F	2019F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	18,63%	-15,31%	11,63%	4,58%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-4,92%	-25,33%	-9,42%	5,30%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,93%	20,60%	13,79%	13,51%
Lợi nhuận thuần biên (%)	13,59%	11,99%	9,73%	9,79%
ROA (%)	8,81%	7,06%	7,93%	9,35%
ROE (%)	22,43%	16,38%	16,52%	18,87%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	36,54%	37,11%	36,64%	26,32%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	96,61%	74,17%	80,25%	49,03%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.739	2.716	2.461	2.591
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.230	17.317	13.562	14.891

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentientung@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyên
Cao su tự nhiên
nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa
Điện, Vật liệu xây dựng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng, Dệt may
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dược, Vận tải
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng, Nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh
Hàng tiêu dùng
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng
Phó Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888