

NGÀNH: THỦY ĐIỆN
Ngày 08 tháng 11 năm 2018

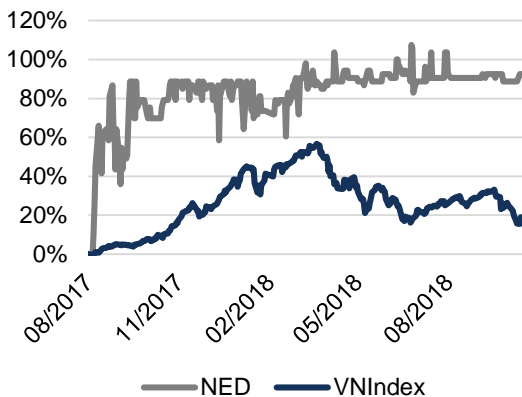
CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN ĐIỆN TÂY BẮC (UPCOM: NED)

Trịnh Thị Nhật Lệ

Chuyên viên Tư vấn đầu tư

 Email: LeTTN@fpts.com.vn

Điện thoại: (+824) – 3773 7070 - Ext:5976

Biến động giá NED và VNIndex


Thông tin giao dịch ngày 08/11/2018

Giá hiện tại (VNĐ/cp):	10.200
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/cp):	11.000
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/cp):	7.800
Số lượng CP niêm yết (cp):	40.500.000
Số lượng CP lưu hành (cp):	40.500.000
KLGD BQ 10 phiên (cp/phiên):	2.100
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	405
EPS 4 quý gần nhất (VNĐ/cp):	1.931
P/E trailing:	5,17

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Đầu tư và Phát triển điện Tây Bắc
Địa chỉ	Bản Chiến, xã Chiềng San, huyện Mường La, tỉnh Sơn La
Doanh thu chính	Kinh doanh điện năng
Chi phí chính	Chi phí lãi vay, Chi phí khấu hao

1. Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2018

- (1) Doanh thu và lợi nhuận trước thuế 9T/2018 tăng trưởng mạnh**
Trong đó doanh thu đạt 186 tỷ đồng, tăng 41% so với cùng kỳ năm 2017, hoàn thành 85,7% kế hoạch 2018. Lợi nhuận trước thuế đạt 63 tỷ, tăng 952% so với cùng kỳ 2017, vượt 14% kế hoạch 2018.
- (2) Riêng quý 3/2018, doanh thu đạt 86 tỷ đồng (+25% yoy), lợi nhuận trước thuế đạt 38,9 tỷ đồng (+162% yoy).**

2. Hoạt động đầu tư của NED

Theo kế hoạch, NED sẽ đưa vào phát điện 2 nhà máy mới trong quý IV/2018. Cụ thể:

- ✓ NMTĐ Nậm Chiến 3 tổng vốn đầu tư 102 tỷ, công suất 3,1 MW, dự kiến sẽ đi vào phát điện vào giữa tháng 11/2018.
- ✓ NMTĐ Nậm Công 5 tổng vốn đầu tư 131 tỷ, công suất 4 MW, đi vào phát điện ngày 23/10/2018.

3. Quan điểm đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Theo dõi** đối với cổ phiếu NED với luận điểm sau:

- ✓ Mặc dù tính đến thời điểm 30/9/2018, doanh nghiệp vẫn còn lỗ lũy kế 89 tỷ đồng, nhưng kết quả kinh doanh từ năm 2016 trở lại đây đã cải thiện rõ nét hơn so với các năm trước.
- ✓ Giá bán điện bình quân của NMTĐ Nậm Chiến 2 tăng từ quý IV/2018 trở đi.
- ✓ Sản lượng điện tăng lên nhờ việc NMTĐ Nậm Chiến 3 và NMTĐ Nậm Công 5 đi vào hoạt động vào quý 4/2018.

Rủi ro và các yếu tố cần theo dõi

- ✓ **Doanh nghiệp đang có dư nợ vay lớn và chịu áp lực cao trong việc trả nợ gốc và lãi vay trong những năm tới.** Ngoài ra, việc mất bằng lãi suất đang có xu hướng tăng nhẹ thì chi phí lãi vay ngân hàng vẫn sẽ là một gánh nặng của doanh nghiệp.
- ✓ **Rủi ro thời tiết** ảnh hưởng trực tiếp đến tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Đặc biệt hiện tượng thiên tai, lũ quét bất thường xảy ra có thể gây hư hỏng nhà máy phải dừng phát điện để sửa chữa.
- ✓ **Rủi ro phụ thuộc vào một cổ đông lớn:** Hiện tại, ông Trần Văn Huyền – chủ tịch NED nắm giữ gián tiếp 72% cổ phần của NED thông qua CTCP Sông Đà- Hoàng Long. Vì vậy mọi quyết định của ông sẽ chi phối đến phương hướng hoạt động của công ty.
- ✓ **Rủi ro thanh khoản của cổ phiếu:** Khối lượng khớp lệnh trung bình ở mức thấp, chỉ khoảng 1.033 cổ phiếu/ phiên tính cho 30 phiên giao dịch gần nhất.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành



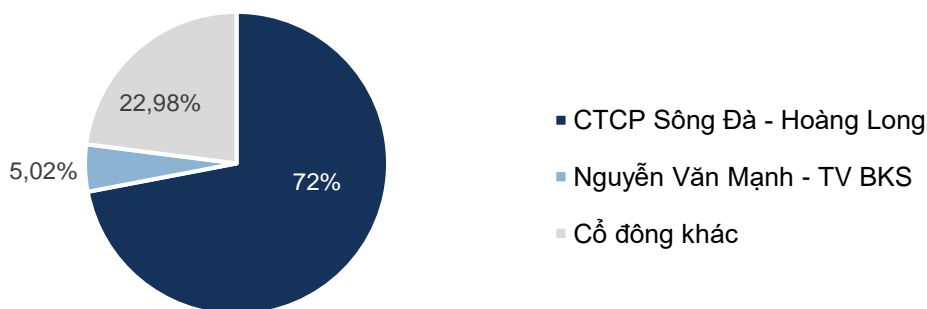
CTCP Đầu tư và Phát triển điện Tây Bắc

Ngày 16/06/ 2006: công ty được thành lập với vốn điều lệ 170 tỷ đồng

Ngày 02/08/2017: được cấp giấy chứng nhận đăng ký chứng khoán với tổng số lượng cổ phiếu đăng ký là 36.254.754 cổ phiếu

Ngày 18/08/2017: giao dịch phiên đầu tiên trên sàn Upcom với mã chứng khoán NED

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: NED, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của NED khá cô đặc, tính đến thời điểm 31/07/2018 cổ đông lớn nhất là CTCP Sông Đà-Hoàng Long (SDL) với khoảng 72% cổ phần. Hiện nay, ông Trần Văn Huyền - chủ tịch của NED đang nắm giữ 99% cổ phần SDL. Từ năm 2003 đến năm 2016, ông Huyền đã có quá trình công tác và nắm giữ các chức vụ quan trọng tại Tổng công ty xây dựng Sông Đà 5 – đơn vị chuyên thi công các công trình thủy điện.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA NED

Hoạt động kinh doanh của NED chính là sản xuất và kinh doanh điện năng.

1. Các nhà máy thủy điện của NED

Công ty hiện tại đang sở hữu 5 nhà máy và đang vận hành 3 nhà máy thủy điện

Nhà máy thủy điện	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Hồ điều tiết	Năm bắt đầu vận hành	Vị trí
Nậm Chiến 2	713,8	32	Theo ngày	2009	Huyện Mường La, Sơn La
Nậm Công 4	298,3	10	Theo ngày	2010	Huyện Sông Mã, Sơn La
Nậm Sỏi	298,3	10	Theo ngày	2010	Huyện Sông Mã, Sơn La
Nậm Chiến 3	102,6	3,1	Không có	Dự kiến tháng 11/2018	Huyện Mường La, Sơn La
Nậm Công 5	131	4	Không có	23/10/2018	Huyện Sông Mã, Sơn La

NMTĐ Nậm Chiến 2 xây dựng trên dòng Nậm Chiến, bậc thang dưới của NMTĐ Nậm Chiến - không thuộc sở hữu của NED có công suất 200MW. NMTĐ Nậm Chiến 2 có hồ điều tiết theo ngày nhưng được hưởng thêm lợi thế từ NMTĐ Nậm Chiến 1 phía trên có hồ điều tiết theo tháng với khả năng tích nước để sản xuất vào mùa khô khá hiệu quả.

NMTĐ Nậm Chiến 3 nằm ở bậc thang dưới của Thủy điện Nậm Chiến 2, đầu tư từ quý IV/2017, đang trong giai đoạn lắp máy, dự kiến giữa tháng 11/2018 đi vào phát điện.

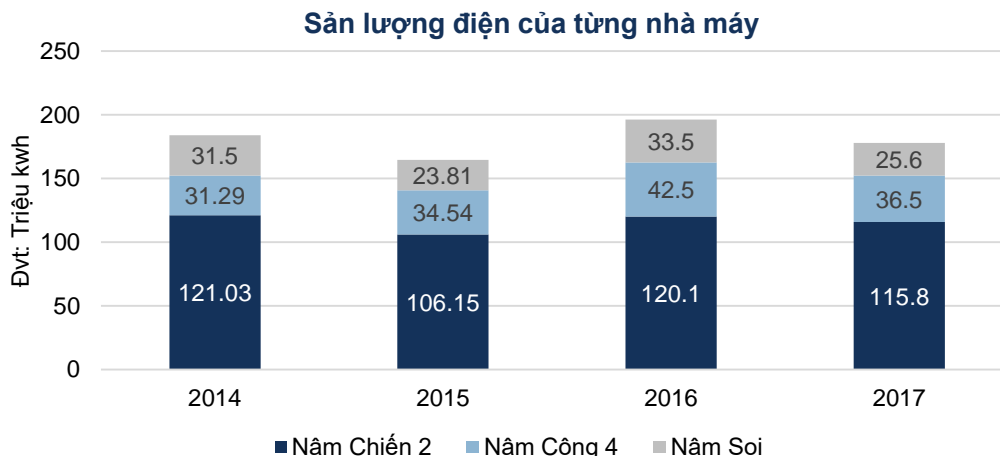
NMTĐ Nậm Công 4 nằm ở dòng suối Nậm Công, bậc thang dưới của NMTĐ Nậm Công 3 công suất 8MW và phía trên tiếp là NMTĐ Tà Cọ công suất 30MW. Hai nhà máy này đều thuộc CTCP Đầu tư phát triển Bắc Minh.

NMTĐ Nậm Công 5 nằm ở bậc thang dưới cách thủy điện Nậm Công 4 1km và nằm cạnh dòng suối Nậm Mặn. NED mua lại cổ phần của CTCP Nậm Công – Sơn La - chủ đầu tư trước của NMTĐ Nậm Công 5 vào tháng 2/2018 nâng sở hữu cổ phần lên 99%. NMTĐ Nậm Công 5 bắt đầu triển khai xây dựng từ 8/2017, dự kiến 23/10/2018 đi vào phát điện.

NMTĐ Nậm Sỏi nằm trên dòng suối Nậm Sỏi. Mặc dù có cùng công suất với NMTĐ Nậm Công 4 nhưng sản lượng điện thường ít hơn do hồ chứa của NMTĐ Nậm Sỏi bị bùn cát lắng đọng nhiều, tích nước không hiệu quả.

Nói chung, các nhà máy của NED trừ NMTĐ Nậm Sỏi đang được hưởng ưu thế là tận dụng được nước từ các nhà máy thủy điện phía trên cùng bậc thang có hồ điều tiết để tích trữ nước vào mùa khô. Tuy vậy, đặc điểm về vị trí địa lý này có điểm bất lợi là phụ thuộc vào kế hoạch phát điện của nhà máy thủy điện phía trên.

(a) Sản lượng điện của từng nhà máy



Nguồn: NED, FPTS tổng hợp

Trong 4 năm vừa qua, sản lượng của các nhà máy không biến thiên nhiều qua các năm dao động ở mức 160 – 190 triệu kWh. Sản lượng phụ thuộc vào lượng mưa hằng năm và hiện tượng thiên tai bất thường. Trên thực tế, tháng 8/2017 tại khu vực này đã xảy ra trận lũ quét khiến cho NMTĐ Nậm Chiến 2 bị hư hỏng nhà máy, phải dừng sản xuất điện trong 20 ngày để sửa chữa dẫn đến sản lượng sụt giảm so với năm 2016.

Sản lượng điện dự kiến tăng trong các năm tới khi 2 nhà máy Nậm Chiến 3 và Nậm Công 5 đi vào hoạt động vào quý IV/2018. Hai nhà máy này đều tận dụng được lợi thế là bậc thang dưới của các nhà máy thủy điện phía trên. Ngoài ra, việc cải thiện nạo vét lòng hồ chứa tại NMTĐ Nậm Sỏi (giai đoạn 1 vào tháng 10/2018, giai đoạn 2 vào đầu năm 2019) sẽ làm cho sản lượng của nhà máy này được cải thiện trong các năm tiếp theo.

(b) Giá bán điện của từng nhà máy

Đối với nhà máy thủy điện Nậm Chiến 2: Hiện nay, khoảng 80% sản lượng điện sản xuất hàng năm của nhà máy được bán theo hợp đồng mua bán điện ký kết với Tập đoàn Điện lực Việt Nam, 20% sản lượng còn lại được bán trên thị trường điện phát điện cạnh tranh. Năm 2017, giá bán điện bình quân của NMTĐ Nậm Chiến 2 đạt 945 đồng/kwh.

Đối với nhà máy thủy điện Nậm Công 4 và Nậm Sỏi: do được xếp vào nhóm thủy điện nhỏ (công suất lắp đặt dưới 30MW) nên toàn bộ điện sản xuất ra sẽ được bán theo “Biểu giá chi phí tránh được” của Bộ công thương. Năm 2017, khoảng 30% sản lượng điện của 2 nhà máy này được bán vào giờ cao điểm mùa khô ở mức giá 2.850 đồng/kwh dẫn đến giá bán điện bình quân của 2 nhà máy ở mức 1.142 đồng/kwh.

***Biểu giá chi phí tránh được năm 2018**

Đơn vị (đồng/kWh)		Mùa khô			Mùa mưa		
Giá bán điện	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Giờ cao điểm	Giờ bình thường	Giờ thấp điểm	Phần điện năng dư
Miền Bắc	617	618	624	617	625	632	316
Miền Trung	615	617	622	615	622	630	315
Miền Nam	641	643	648	640	648	656	328
Giá công suất (cho cả 3 miền)	2.306						

Nguồn: Cục điều tiết điện lực Việt Nam

Giá bán điện bình quân của 2 nhà máy thủy điện Nậm Công 4, Nậm Sỏi được áp dụng theo Biểu giá chi phí tránh được cao hơn đáng kể so với giá bán bình quân của NMTĐ Nậm Chiến 2 phụ thuộc chủ yếu vào Hợp đồng với EVN.

Giá bán bình quân của 3 nhà máy thủy điện NED

Đơn vị : đồng/Kwh	2014	2015	2016	2017
Nậm Chiến 2	933	871	850	945
Nậm Công 4	1.312	1.000	1.132	1.146
Nậm Sỏi	1.332	1.000	1.294	1.138

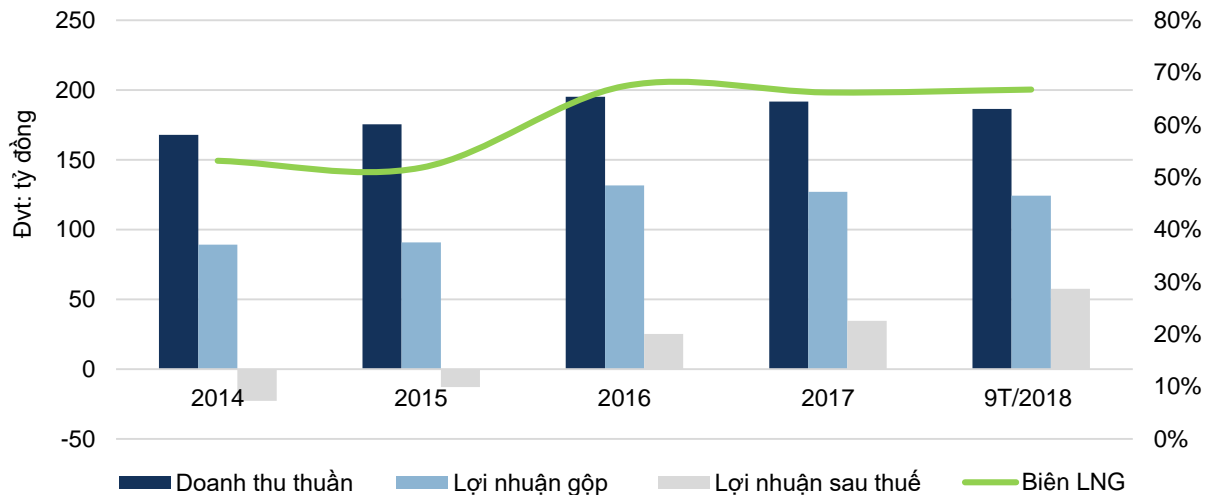
Nguồn: NED, FPTTS tổng hợp

Giá bán điện bình quân của NED sẽ tăng trong các năm tới. Khi NMTĐ Nậm Chiến 3 đi vào phát điện thì NMTĐ Nậm Chiến 2 được chuyển đổi phương thức bán điện theo Thông tư 06/2016/TT-BTC¹ từ giá hợp đồng sang biểu giá chi phí tránh được, điều này tương đương với giá bán trung bình của NMTĐ Nậm chiến 2 sẽ dao động khoảng từ 1.100-1.200 đồng/kwh tương ứng tăng 26,9% so với giá bán điện bình quân năm 2017.

¹ **Thông tư 06/2016/TT-BCT quy định:** Đối với trường hợp chủ đầu tư có nhiều nhà máy thủy điện bậc thang trên cùng một dòng sông và nhà máy đưa vào vận hành trước đó công suất lớn hơn 30MW, chủ đầu tư có thể áp dụng biểu giá chi phí tránh được cho toàn bộ các nhà máy điện trong cụm thủy điện bậc thang từ ngày nhà máy điện tiếp theo đi vào vận hành thương mại.

2. Kết quả kinh doanh của NED qua các năm

Kết quả kinh doanh của NED qua các năm

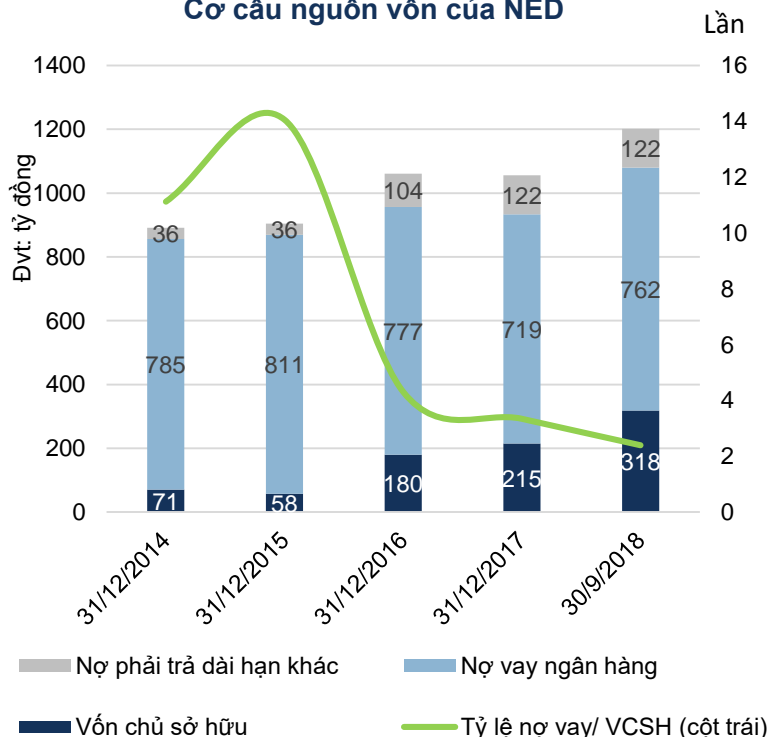


Nguồn : NED, FPTS tổng hợp

Kết quả kinh doanh của NED đang dần được cải thiện. Với tốc độ tăng trưởng kép của doanh thu từ năm 2014 đến năm 2017 đạt 4,5 %, và sự giảm dần của chi phí lãi vay, lợi nhuận sau thuế đã có sự chuyển biến tích cực hơn từ giai đoạn 2016 trở về đây. Năm 2017 lợi nhuận sau thuế đạt 34,7 tỷ đồng tăng 37,5% so với năm 2016.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH CỦA NED

Cơ cấu nguồn vốn của NED



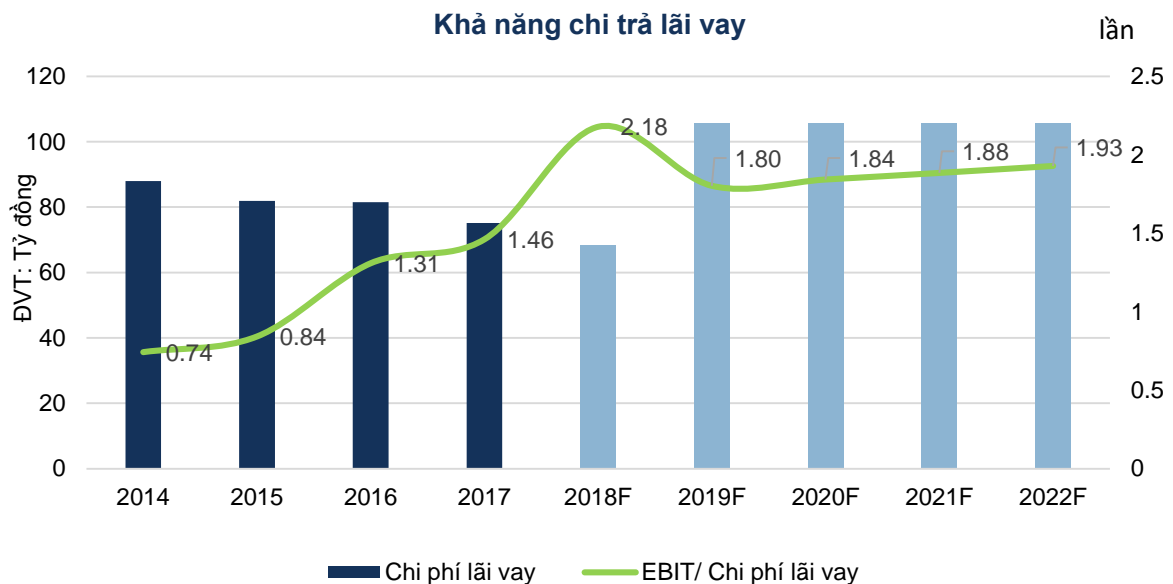
Nguồn : NED, FPTS tổng hợp

Nợ vay ngân hàng của NED đang ở mức cao so với vốn chủ sở hữu. Tính đến thời điểm 30/9/2018, NED tăng vay nợ ngân hàng thêm 43 tỷ đồng để đầu tư xây dựng thêm NMTĐ Nậm Chiến 3 và NMTĐ Nậm Công 5. Tỷ lệ nợ vay trên vốn chủ sở hữu đang là 2,4 lần tuy đã có cải thiện hơn so với năm 2015 (14,05 lần).

Ngoài khoản nợ vay ngân hàng đang ở mức cao thì NED vẫn đang tồn một khoản nợ phải trả dài hạn khác là 122 tỷ đồng. Đây là khoản lãi vay ngân hàng chưa trả được, tồn từ năm 2014 – 2017, đã được ngân hàng khoan lại và không tính lãi. NED đã ký thỏa thuận với ngân hàng trả khoản lãi này chia đều trong 4 năm từ 2019-2022 mỗi năm trả khoảng 30,5 tỷ đồng.

Với dư nợ vay ở mức cao so với quy mô vốn và mặt bằng lãi suất hàng năm đang có xu hướng tăng nhẹ thì doanh nghiệp phải đối mặt với gánh nặng trả nợ gốc vay và lãi vay trong những năm tới.

Đa số các khoản vay của NED là khoản vay dài hạn với lãi suất thả nổi, thời hạn hợp đồng vay đến năm 2026. Mức lãi suất áp dụng vào đầu năm 2018 ở quanh mức 10%/năm. Với giả định lãi suất hàng năm không đổi ở mức 10%/năm, chúng tôi ước tính rằng từ 2019-2022, mỗi năm doanh nghiệp phải trả lãi vay khoảng 105,5 tỷ đồng bao gồm: 75 tỷ đồng lãi vay phát sinh trong kỳ và 30,5 tỷ đồng lãi vay tồn trước đó. Chúng tôi đánh giá trong các năm tới doanh nghiệp vẫn có đủ khả năng để chi trả khoản lãi vay này.



Nguồn : FPTS tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG ĐẦU NĂM 2018

Triệu đồng	9T/2018	9T/ 2017	%yoy	%TH/K H 2018	Nhận xét
Doanh thu thuần	186.325	131.690	41,5%	85,7%	Doanh thu 9 tháng đầu năm của NED tăng trưởng tốt 41,5% yoy do: + Tổng sản lượng của 3 nhà máy đạt 163,1 triệu Kwh (+33,8% yoy) nhờ thời tiết thuận lợi, mưa nhiều làm cho lượng nước về các hồ tăng. + Giá bán điện bình quân đạt 1.142 đồng/kwh (+5,7% yoy) chủ yếu do giá bán điện bình quân tại thủy điện Nậm Chiến 2 tăng nhiều hơn so với năm 2017 đạt 1.167 đồng/kwh (+11,5% yoy) (*)
Thủy điện Nậm Chiến 2	125.903	78.460	60,5%		
Thủy điện Nậm Công 4	45.006	38.942	15,6%		
Thủy điện Nậm Sỏi	33.397	27.317	22,3%		
Sản lượng (triệu Kwh)	163,1	121,9	33,8%		
Thủy điện Nậm Chiến 2	107,8	75	43,7%		
Thủy điện Nậm Công 4	31,9	27,3	16,8%		
Thủy điện Nậm Sỏi	23,4	19,6	19,3%		
Lợi nhuận gộp	124.384	86.170	+44%		
Doanh thu tài chính	11	17	-35%		
Chi phí tài chính	52.453	63.764	-18%		Chi phí tài chính giảm 18% do dư nợ gốc vay ngân hàng giảm gần 90 tỷ. Do năm 2018 doanh nghiệp thay đổi cách hạch toán, chi phí lương trả cho cán bộ tại các nhà máy chuyển từ chi phí quản lý sang chi phí giá vốn.
Chi phí lãi vay	52.405	57.019	-8%		
Chi phí quản lý	9.122	14.033	-35%		
Lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh	62.819	6.964			
Lợi nhuận trước thuế	63.805	6.067	+952%	114%	
Lợi nhuận sau thuế	57.683	6.067	+851%		

Nguồn: NED, FPTS tổng hợp

(*) 9T/2018, giá bán điện của NMTĐ Nậm Chiến 2 tăng nhờ vào bán điện vào mùa khô hiệu quả với giá bán trên thị trường điện cạnh tranh cao ở mức trung bình 1.204 đồng/kwh. Trong khi 9T/2017, TĐ Nậm Chiến 2 tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh vào mùa mưa, nên giá bán điện trung bình chỉ đạt 856 đồng/kwh.

TRIỂN VỌNG KẾT QUẢ KINH DOANH 2018

Năm 2018, NED đặt kế hoạch kinh doanh 2018:

- Doanh thu: 217 tỷ đồng (tương đương +13,6% thực hiện 2017)
- Lợi nhuận trước thuế: 55 tỷ đồng (tương đương +61,7% thực hiện 2017)

Chúng tôi ước tính năm 2018 doanh thu NED đạt 260,8 tỷ đồng (+36%yoy) vượt kế hoạch 9,8%, lợi nhuận trước thuế đạt 80,65 tỷ đồng (+132% yoy) vượt kế hoạch 46,6% dựa vào các yếu tố sau:

- ✓ Giá bán điện bình quân tăng lên mức 1.100 – 1.200 đồng/Kwh nhờ vào thay đổi phương thức tính giá bán điện theo hợp đồng sang biểu giá chi phí tránh được tại NMTĐ Nậm Chiến 2 khi NMTĐ Nậm Chiến 3 đi vào phát điện thương mại.
- ✓ Tổng sản lượng điện năm 2018 ước tính đạt 236,1 triệu Kwh (+51% yoy) do có sự đóng góp thêm sản lượng của 2 nhà máy mới vận hành vào quý IV/2018 và việc cải thiện lòng hồ tại NMTĐ Nậm Sỏi vào tháng 10/2018.
- ✓ Chi phí lãi vay sẽ giảm khoảng 8,6% yoy do NED tăng chi trả nợ gốc vay.

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888