

CÔNG TY CỔ PHẦN NHIỆT ĐIỆN NINH BÌNH (NBP)**Chuyên viên: Vũ Thị Thu Trang****Email: vu.trang@apec.com.vn****ĐT: (04) 3577 1968, ext: 638****Thông tin chung:**

Giá ngày 28/05/2010	26,100 VND/CP	Công ty Cổ phần Nhiệt điện Ninh Bình tiền thân là Nhà máy Điện Ninh Bình trực thuộc Công ty Điện lực Miền Bắc thành lập năm 1974, được cổ phần hóa cuối năm 2006 và chính thức đi vào hoạt động dưới mô hình công ty cổ phần từ 01/01/2008 với vốn điều lệ 128.65 tỷ đồng. Trong đó, cổ đông nhà nước là Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) nắm giữ 54.76% tương ứng gần 7.05 triệu cổ phần.
Số lượng cổ phiếu lưu hành	12,865,500	
EPS trailing	4,582	
P/E	5.70	
Giá trị sổ sách	15.21	
Cổ tức gần nhất	1,700 VND	
Định giá	30,277 VND/CP	Trong số các cổ đông tổ chức còn lại, Công ty Chứng khoán Sài Gòn nắm giữ 513 nghìn cổ phần, bằng 4% tổng số cổ phiếu đang lưu hành. Cán bộ công nhân viên công ty nắm giữ 523 nghìn cổ phần cũng vào khoảng 4%. Số cổ phiếu lưu hành thực tế trên thị trường vào khoảng 4.5 triệu cổ phần.

I. Hoạt động sản xuất kinh doanh

Sản phẩm chính của Công ty là điện, chiếm đa số trong tổng doanh thu của công ty. Các sản phẩm phụ khác như đất đèn, xi than và thu dịch vụ phí bến cảng chiếm chưa đến 3% tổng doanh thu. Nhà máy Nhiệt điện Ninh Bình gồm 4 tổ máy với tổng quy mô công suất là 100 MW, hàng năm cung cấp vào mạng lưới điện quốc gia khoảng 700 kWh, bằng 1% tổng lượng điện sản xuất trong năm của ngành điện Việt Nam.

Ngoài ra, NBP được EVN chuyển giao làm chủ đầu tư dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1 (2x300 MW) có tổng mức đầu tư hơn 750 triệu USD. Dự kiến tổ máy thứ nhất sẽ phát điện vào cuối 2012 và hoàn thành toàn bộ dự án vào năm 2013.

Nguyên vật liệu đầu vào: Nguyên liệu đầu vào của Nhà máy chủ yếu là than. Theo ước tính của các chuyên gia Reuters, giá than thế giới dự kiến sẽ tăng 8% trong năm 2010, trong đó giá than đốt nhiệt, sử dụng trong các nhà máy điện, sẽ tăng từ 5% đến 20%. Công ty Cổ phần Nhiệt điện Ninh Bình không nhập khẩu than mà mua than từ Vinacomin theo chỉ định hợp đồng của EVN theo giá Nhà nước quy định nên trong ngắn hạn giá thành sản xuất điện không bị tác động bởi sự thay đổi giá cả than trên thị trường thế giới.

Hiện tại, theo quy định của Bộ Tài chính, than của Vinacomin được bán ra theo 4 mức giá: bán cho sản xuất điện ở mức 62 - 71% giá thành sản xuất than và tương đương 50% giá xuất khẩu; bán cho sản xuất phân bón, xi măng, giấy ở mức 81% giá thành; bán cho hộ khác trong nước tiệm cận giá thành và xuất khẩu. Đây là một lợi thế của ngành điện so với các ngành sản xuất khác cũng sử dụng than làm nguyên liệu đầu vào.

Theo quy định của Cục quản lý giá, giá bán than cho ngành điện từ 01/03/2010 được điều chỉnh như sau: giá bán than cám 4b TCVN là 648,000 đồng/tấn; giá than cám 5 TCVN là 520,000 đồng/tấn; giá than cám 6a TCVN là 450,000 đồng/tấn; than cám 6b là 395,000 đồng/tấn, tăng từ 28%- 47% so với năm 2009 (các mức giá trên chưa bao gồm VAT). Trong tháng 3 Vinacomin đề xuất thêm đợt tăng trong quý IV năm 2010 nhưng Bộ Tài chính không đồng ý với mục đích bình ổn giá và lạm phát. Như vậy mức giá này dự kiến sẽ giữ ổn định đến hết năm 2010. Theo thiết kế, mức tiêu thụ nguyên liệu của NBP là 60% than cám 4b và 40% than cám 5.

Tại thời điểm hiện tại, việc thay đổi giá than không ảnh hưởng nhiều đến tỷ suất lợi nhuận của các nhà máy nhiệt điện vì các biến động giá nguyên liệu đầu vào được phản ánh trong giá bán điện cho EVN. Tuy nhiên, công ty vẫn có thể chịu tác động ít nhiều của các đợt điều chỉnh giá than nếu như giá bán điện được điều chỉnh trễ so với sự thay đổi giá nguyên liệu đầu vào. Ngoài ra, theo kế hoạch cạnh tranh hóa thị trường điện của chính phủ, trong giai đoạn 5 – 10 năm nữa, công ty có thể sẽ phải tự chủ hơn trong việc quản lý chi phí – giá thành cũng như giá bán điện.

ĐVT: Triệu VNĐ

STT	Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F
1	Doanh thu	452,808	509,004	534,454	561,177
2	Lợi nhuận từ HĐKD	68,638	73,837	77,529	81,440
3	Lợi nhuận sau thuế	49,339	56,584	59,413	62,409
4	Tổng tài sản	244,940	259,085	272,039	285,641
5	EPS	3,835	4,398	4,618	6,060

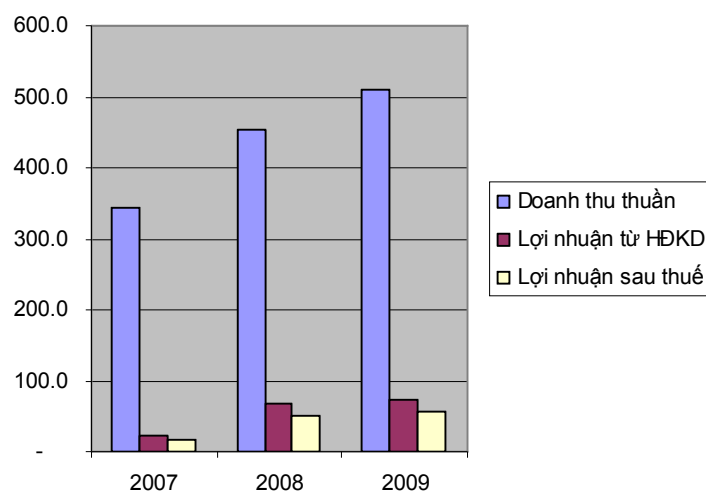
Nguồn: BCTC kiểm toán NBP, APEC dự báo
(Chưa tính tới khả năng lợi nhuận từ Dự án Nhiệt điện Thái Bình)

II. Phân tích tài chính

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

SỨC KHỎE TÀI CHÍNH	2008	2009
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.37	2.94
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.61	1.63
Nợ dài hạn/ Vốn chủ sở hữu	0.00	0.01
Nợ/ Vốn chủ sở hữu	0.42	0.37
Nợ/ Tổng tài sản	0.29	0.27
Hệ số đòn bẩy	1.42	1.37
LỢI NHUẬN		
Lợi nhuận gộp/ Doanh thu	20%	19%
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu	11%	11%
HIỆU QUẢ QUẢN LÝ		
ROE		31%
ROA		22%

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



Năm 2009 tổng doanh thu của Công ty đạt 518.52 tỷ đồng tăng hơn so với năm 2008 là 61.19 tỷ đồng. Trong đó doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ tăng 56.20 tỷ đồng. Nguyên nhân chủ yếu là do hợp đồng mua bán điện được NBP ký với Công ty Mua bán điện của EVN với giá trong giai đoạn 2007-2010 là 617.8 đồng/kWh, nhưng từ tháng 3/2009 do giá bán than cho các nhà máy nhiệt điện tăng 27%, nên giá bán điện đã được điều chỉnh lên hơn 716.21 đồng/kWh. Mặt khác sản lượng điện thương phẩm năm 2009 cũng tăng hơn so với năm 2008 là 3.96 triệu kWh.

Kết quả kinh doanh quý IV và cả năm 2009 (tỷ đồng)				
Chỉ tiêu	6 tháng	QIII/2009	QIV/2009	Năm 2009
Doanh thu	269.61	121.48	117.91	509.00
LNTT	41.45	10.76	23.16	75.37
Thuế TNDN	1.51	11.55	5.73	18.79
LNST	39.94	(0.79)	17.43	56.58

Doanh thu hoạt động tài chính tăng 601 triệu đồng là do trong năm công ty đã chuyển một lượng tiền nhàn rỗi sang tiết kiệm có kỳ hạn làm cho lãi suất tăng lên. Từ các yếu tố trên dẫn đến lợi nhuận

trước thuế tăng hơn so với năm trước là 6.86 tỷ đồng.

Quý III năm 2009, công ty có lợi nhuận sau thuế âm là do quý này bù thuế thu nhập doanh nghiệp của 6 tháng đầu năm.

Tổng nguyên giá tài sản cố định đến ngày 30/06/2009 là 414 tỷ đồng, trong đó đã khấu hao hết 378 tỷ đồng, giá trị còn lại 35 tỷ đồng. Trong năm 2009, NBP đã trích khấu hao tài sản cố định 35 tỷ đồng. Dự kiến nhà máy sẽ khấu hao hết trong năm 2010. Do đó từ năm 2011, mỗi năm công ty sẽ hạch toán thêm 25 tỷ đồng chi phí khấu hao vào lợi nhuận sau thuế.

Tỷ lệ lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu của công ty năm 2009 là 31%. Theo phân tích DuPont, tỷ lệ này chủ yếu do tỷ lệ lợi nhuận trên doanh thu và vòng quay tổng tài sản hợp thành. Công ty sử dụng rất ít đòn bẩy tài chính, và tỷ lệ nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu chỉ dưới 1%.

KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ I - 2010

STT	Chỉ tiêu	Đơn vị tính	Q1 - 2009	Q1 - 2010
1	Sản lượng điện sản xuất	Tr. Kwh	208.84	207.53
2	Điện thương phẩm	Tr. Kwh	188.41	187.63
3	Giá bán điện	đ/kwh	682.11	784.61
4	Xuất hao than tiêu chuẩn	g/kwh	559.61	555.07
5	Tổng doanh thu	Tr. Đồng	131,946.44	150,019.77
6	Doanh thu bán điện	Tr. Đồng	128,519.77	120,903.75
7	Doanh thu hoạt động sản xuất khác	Tr. Đồng	3,436.67	2,801.46
8	Tổng chi phí SXKD	Tr. Đồng	110,974.54	120,903.75
9	Lợi nhuận trước thuế	Tr. Đồng	20,971.90	29,116.02
10	Thuế TNDN	Tr. Đồng		7,279.00
11	Lợi nhuận sau thuế	Tr. Đồng	20,971.90	21,837.02

Quý I năm 2010, công ty đạt 21.84 tỷ đồng LNST, tăng 4.15% so với cùng kỳ năm 2009. Tuy sản lượng điện sản xuất bằng cùng kỳ năm 2009 nhưng do giá bán điện tăng nên doanh thu quý I/2009 của NBP đạt 150 tỷ đồng, tăng 13.68% so với quý I/2009. Lợi nhuận trước thuế quý I/2010 của công ty đạt 29.116 tỷ đồng, tăng 8.14 tỷ đồng tương đương tăng 38% so với cùng kỳ năm 2009. Theo giải trình của NBP, giá bán điện quý I/2010 tăng 102.5 đồng/ Kwh so với quý I/2009 và chi phí khấu hao tài sản cố định giảm nên LNTT điều chỉnh tăng thêm hơn 26 tỷ đồng (19.32 tỷ đồng+6.937 tỷ đồng).

Giá nhiên liệu (than, dầu) quý I/2010 tăng hơn so với quý I/2009 làm chi phí nguyên liệu tăng cộng với việc trượt giá dẫn đến LNTT giảm 17.2 tỷ đồng (14.61 tỷ đồng và 2.68 tỷ đồng) so với quý I/2009.

Từ các yếu tố trên, tổng lợi nhuận sau thuế quý I/2010 của công ty là 21.84 tỷ đồng, tăng 4.15% so với mức 20.97 tỷ đồng đạt được cùng kỳ năm 2009.

SO SÁNH NBP VỚI CÁC CÔNG TY CÙNG NGÀNH

ĐTV: Tỷ VND

STT	Chỉ tiêu	NBP	BTP	PPC
1	Tổng tài sản	259.1	2074.6	11,743.8
2	Doanh thu	509.0	1,472.4	4,421.0
3	Lợi nhuận sau thuế	56.6	52.0	892.0
4	ROE	31.3%	6.4%	20.6%
5	ROA	22.5%	2.5%	7.6%
6	Đòn bẩy tài chính	1.37	2.56	2.72
7	EPS	4,398	835	2,743
8	P/E	5.32	14.0	5.9

Nguồn: Báo cáo tài chính kiểm toán các công ty 2009

Từ bảng trên có thể thấy các chỉ tiêu lợi nhuận ROE, ROA của NBP cao hơn so với các công ty cùng lĩnh vực. Trong khi đó, đòn bẩy tài chính lại thấp, NBP sẽ không phải chịu các rủi ro về lãi suất, tỷ giá hối đoái nên có khả năng ổn định được suất sinh lời trong thời gian tới.

III. Phân tích SWOT

<p>Điểm mạnh</p> <p>Là nhà máy điện chạy than, NBP không phụ thuộc vào điều kiện tự nhiên theo mùa mưa và mùa khô như các nhà máy thủy điện.</p> <p>Là công ty con của EVN, NBP gặp nhiều thuận lợi trong việc đàm phán hợp đồng mua bán điện với EVN (tăng giá bán điện theo hợp đồng khi có điều chỉnh giá nguyên liệu đầu vào).</p> <p>Do không sử dụng đòn bẩy tài chính để kinh doanh, NBP không chịu rủi ro về tỷ giá như PPC.</p>	<p>Điểm yếu</p> <p>Nhà máy nhiệt điện tại thị xã Ninh Bình chỉ có thể duy trì mức sản lượng như hiện tại chứ khó có thể mở rộng quy mô công suất hoạt động. Trừ phần chi phí khấu hao được hạch toán vào lợi nhuận từ năm 2011, công ty sẽ không thu được lợi nhuận đột biến từ việc quản lý và vận hành nhà máy này.</p> <p>Thiết bị chính của nhà máy do Trung Quốc sản xuất đã đưa vào vận hành trên 30 năm. Do vậy hàng năm phải ngừng hoạt động so le một số tổ máy để sửa chữa lớn, ảnh hưởng đến chi phí giá thành.</p>
<p>Cơ hội:</p> <p>Hiện tại, theo Công văn số 1484/EVN-TCCB&ĐT ngày 2/4/2008 thì “EVN thuê NBP quản lý dự án Nhiệt điện Thái Bình 1 cho đến khi hoàn thành thủ tục chuyển giao dự án cho NBP làm chủ đầu tư”. Dự án Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 1 có tổng vốn đầu tư là 756.46 triệu USD, với công suất 2x300 MW, dự kiến đưa vào vận hành năm 2013.</p> <p>Với công suất gấp 6 lần nhà máy đang vận hành hiện tại, khi Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 1 đi vào hoạt động, NBP sẽ thay đổi hoàn toàn vị thế so với các công ty trong ngành.</p> <p>Nhu cầu điện gia tăng cùng với sự phát triển của nền kinh tế, và hiện tại cung vẫn chưa đáp ứng đủ cầu.</p>	<p>Thách thức</p> <p>Nguyên nhiên liệu đầu vào của nhà máy nhiệt điện là than và dầu, và giá cả các nguyên vật liệu này thì rất nhạy cảm với các biến động kinh tế, tài chính trên thế giới.</p> <p>Ngoài nguồn vốn tự có, NBP cần huy động vốn vay ODA và vay thương mại trong và ngoài nước cho dự án Nhiệt điện Thái Bình 1. NBP sẽ phải chịu thêm rủi ro về tỷ giá hối đoái.</p> <p>Một số công ty, tập đoàn lớn như Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Tập đoàn Than và Khoáng sản tham gia vào lĩnh vực công nghiệp điện trong thời gian gần đây, làm gia tăng mức độ cạnh tranh của thị trường. Tuy nhiên do hiện tại chênh lệch cầu – cung thị trường điện còn cao nên trước mắt đây chưa phải là thách thức lớn.</p>

IV. Định giá

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền: Loại trừ dòng tiền có thể thu từ Dự án Nhiệt điện Thái Bình 1, chỉ tính riêng dòng tiền từ nhà máy nhiệt điện Ninh Bình hiện tại, với mức tăng trưởng trong dài hạn là 5%, WACC 5 năm đầu là 16.1%, từ năm thứ 6 trở đi là 14.3%, NBP có giá 32,032 VND/CP.

Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, dự án Nhiệt điện Thái Bình 1 có công suất 600 MW, tức là bằng 6 lần công suất hiện tại mà công ty đang quản lý vận hành. Mặc dù tại thời điểm hiện tại khó có thể ước tính chính xác dòng tiền từ dự án này, khả năng dòng tiền thực tế mà công ty thu được lớn hơn rất nhiều lần so với mức ước tính ở trên.

Theo phương pháp P/E và P/B: Mặc dù tính tổng cộng trên cả HOSE và HNX, có 14 công ty trong lĩnh vực sản xuất và kinh doanh điện niêm yết, đặc điểm của nhà máy nhiệt điện và thủy điện khác xa nhau nên trong phần này, chúng tôi chỉ sử dụng mức P/E và P/B của các công ty hoạt động trong lĩnh vực quản lý vận hành nhà máy nhiệt điện. Với mức P/E và P/B trung bình có trọng số của phân khúc ngành quản lý và vận hành nhà máy nhiệt điện lần lượt là 7.9 và 1.6, giá cổ phiếu NBP lần lượt ở mức 36,201 và 22,014 VND/CP.

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ trọng
FCFF	32,032	40%
P/E	36,201	30%
P/B	22,014	30%
Trung bình	30,277 VND/CP	

Kết luận: Trong các lĩnh vực, cổ phiếu ngành điện vốn được xem là một trong những nhóm có tính ổn định giá cao nhất thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, trong trường hợp của NBP, P/E đang ở mức thấp nhất trong ngành, trong khi hoạt động kinh doanh lại có nhiều lợi thế hơn các công ty cùng lĩnh vực, khả năng có đột biến về vị thế và lợi nhuận khi dự án Nhiệt điện Thái Bình 1 đi vào hoạt động, sự nắm giữ phần lớn cổ phiếu của các tổ chức, NBP có khả năng sẽ có đột phá về giá trong thời gian tới.

Với diễn biến thị trường tại thời điểm hiện tại, APEC khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào với giá dưới 28,000 VND.

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi APECS hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, APECS không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này.

Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của APECS và có thể thay đổi mà không cần thông báo. APECS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. APECS có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà APECS đang quản lý. APECS có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của APECS có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của APECS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



Loại Báo cáo: Báo Cáo Phân Tích Cơ Hội Đầu Tư

Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công ty Cổ Phần Chứng khoán APEC

HỘI SỞ:

Add: Tầng 8 tòa nhà VCCI, số 9 Đào Duy Anh, Q.Đống Đa, Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200

Email: research@apex.com.vn

Website: <http://www.apex.com.vn>

APEC Hồ Chí Minh

Add: 6B Lê Quý Đôn, Phường 4, Q.3, TP Hồ Chí Minh

Tel: (84- 8) 3930 6568