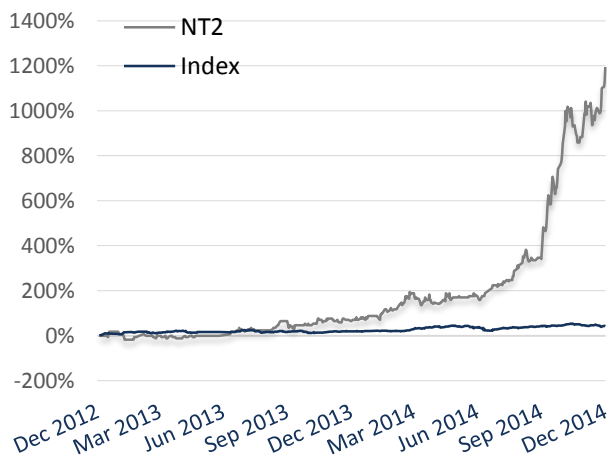


CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HOSE: NT2)

| | | | | | | | |
|--|----------------|---------------|------|------|----------|------|------|
| Nguyễn Ngọc Hoàng Chuyên viên phân tích Email: hoangnn@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 86290 8686 - Ext : 7592 | Giá tham chiếu | 23.200 | -18% | -7% | 0% | +7% | +18% |
| | Giá mục tiêu | 28.000 | Bán | Giảm | Theo dõi | Thêm | Mua |
| | Tăng/giảm | +21% | | | | | |
| | Tỷ suất cổ tức | N/A | | | | | |
| | | | | | | | |

MUA

TÓM TẮT

Chúng tôi tiến hành cập nhật báo cáo NT2 và nâng giá mục tiêu 12 tháng tới lên 28.000 đồng/cp so với báo cáo ngày 17/10/2014 do công ty dẫn thời gian khấu hao và được hồi tố giá điện giai đoạn 2011 – 2013.

9 tháng đầu năm 2014, hoạt động sản xuất kinh doanh của NT2 thuận lợi, doanh thu thuần NT2 đạt 4.626 tỷ đồng. Việc tỷ giá VND/EUR giảm 2.200 đồng so với 31/12/2013 giúp doanh nghiệp ghi nhận khoản lãi do chênh lệch tỷ giá lên đến 300 tỷ đồng, LNST 9 tháng đạt 575 tỷ đồng.

Chúng tôi ước tính sản lượng điện năm 2014 của NT2 có thể đạt gần 4,8 tỷ kWh (+2,7% yoy), tương đương với 6.000 tỷ đồng doanh thu thuần (+2,0% yoy). LNST ước đạt 1.050 tỷ đồng, tương ứng với mức **EPS (2014) là 4.100 VNĐ/cp. EPS điều chỉnh 3.261 VNĐ/cp** (loại trừ phần lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá), chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu **28.000 đồng/cp**.

Hợp đồng mua khí dài hạn với PV Gas lên đến 25 năm do đó NT2 có sự ổn định về nguồn khí đầu vào. Hiện tại NT2 đang phải mua khí ở bể Nam Côn Sơn với giá cao hơn 10% so với các nhà máy điện sử dụng chung bể. Biến động giá khí sẽ được điều chỉnh vào giá điện trong hợp đồng với EVN (chiếm khoảng 90% công suất).

NT2 có rất nhiều lợi thế khi tham gia thị trường điện cạnh tranh, (1) doanh nghiệp có chính sách chào giá rất chuyên nghiệp và hợp lý nhờ thành lập riêng Tổ thị trường điện để đảm nhận vai trò này, (2) nhà máy nằm ngay trung tâm phụ tải của miền Đông Nam Bộ, (3) nhà máy hoạt động ổn định và có độ tin cậy cao.

Giá bán điện mới đã được thống nhất trong phụ lục hợp đồng sửa đổi bổ sung số 04 ngày 28/05/2014. NT2 sẽ phát sinh thêm phần chênh lệch doanh thu giai đoạn 2011-2013 do ghi nhận theo mức giá tạm tính. Giá trị khoản hồi tố gần 900 tỷ đồng này được EVN và NT2 thỏa thuận phân bổ 245 tỷ trong năm 2014 và phần còn lại trong năm 2015–2017.

Được hưởng ưu đãi thuế TNDN từ 2014 – 2029. Cụ thể doanh nghiệp được miễn thuế trong giai đoạn 2011 – 2014, chịu thuế suất 5% từ 2015 đến 2023 và 10% trong 2 năm 2024, 2025.

NT2 đã thay đổi thời gian khấu hao của máy móc thiết bị từ 10 lên 14 năm từ ngày 30/09/2014, nhờ đó chi phí khấu hao sẽ giảm

| Thông tin giao dịch | 15/01/2015 |
|------------------------------|-------------|
| Giá hiện tại | 23.200 |
| Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP) | 22.900 |
| Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP) | 5.900 |
| Số lượng CP niêm yết (CP) | 256.000.000 |
| Số lượng CP lưu hành (CP) | 256.000.000 |
| KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày) | 477.364 |
| % sở hữu nước ngoài | 6,25% |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 2.560 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 5.581 |

| Tổng quan doanh nghiệp | |
|------------------------|--|
| Tên | CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 |
| Địa chỉ | Ấp 3 - X.Phước Khánh - H.Nhơn Trạch - T.Đồng Nai |
| Doanh thu chính | Nhiệt điện khí |
| Chi phí chính | CP nguyên vật liệu, CP khấu hao, CP lãi vay. |
| Lợi thế cạnh tranh | Máy móc thiết bị hiện đại; Đầu ra được đảm bảo. |
| Rủi ro chính | Rủi ro tỷ giá; Rủi ro cạnh tranh. |

| Danh sách cổ đông | Tỷ lệ (%) |
|-------------------------------|-----------|
| PVPower | 62,8% |
| Cty TNHH Phát triển Công nghệ | 8,4% |
| Vinaconim, J-Power | 10,0% |
| BIDV, EVN | 5,0% |
| Cổ đông khác | 13,8% |

khoảng 200 tỷ đồng từ năm 2015, tận dụng được những ưu đãi thuế nói trên.

NT2 có khoản vay ngoại tệ tính đến hết quý 3/2014 là 143,7 triệu EUR và 157,3 triệu USD, do đó doanh nghiệp luôn phải chịu rủi ro tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay. Chỉ cần 1% thay đổi bất lợi của tỷ giá VND/EUR sẽ làm khoản vay của NT2 tăng thêm 50 tỷ đồng.

Tại ngày 31/12/2014, tỷ giá VND/EUR tiếp tục giảm 1.100 đồng, trong khi tỷ giá VND/USD chỉ tăng 185 đồng so với ngày 30/09/2014, tổng lãi chênh lệch tỷ giá năm 2014 ước đạt khoảng 400 tỷ đồng.

Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản đã phân bổ đến cuối năm 2014 là 507 tỷ đồng, chỉ còn khoảng 60 tỷ sẽ phân bổ hết trong năm 2015.

ĐỊNH GIÁ P/E

Chúng tôi dự phóng thận trọng NT2 đạt khoảng 6.000 tỷ đồng doanh thu thuần trong năm 2014. LNST ước đạt 1.050 tỷ đồng, tương ứng với mức **EPS (2014) là 4.100 VNĐ/cp. EPS điều chỉnh 3.261 VNĐ/cp** (loại trừ các khoản lãi lỗ do chênh lệch tỷ giá). NT2 đang giao dịch trên sàn UPCOM và sẽ chính thức chuyển sàn HSX vào quý 2/2015. So với các doanh nghiệp điện niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX đang giao dịch ở mức P/E là 8,41 lần, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với NT2 với giá mục tiêu **28.000 đồng/cp** (giá theo EPS điều chỉnh).

| Mã CP | Công ty | Quốc gia | Vốn hóa (tr.USD) | Doanh thu (tr.USD) | ROE (%) | EV/EBITDA | P/E | P/B |
|-------------------|---|-----------------|------------------|--------------------|-------------|------------|-------------|------------|
| BTP VN | BA RIA THERMAL POWER JSC | Việt Nam | 41 | 77 | 5,7 | 2,3 | 9,7 | 0,9 |
| NBP VN | NINH BINH THERMALPOWER JSC | Việt Nam | 10 | 47 | 14,6 | 3,1 | 7,2 | 0,9 |
| TMP VN | THAC MO HYDROPOWER JSC | Việt Nam | 93 | 29 | 17,1 | 3,3 | 10,7 | 2,1 |
| SJD VN | CAN DON HYDROPOWER JSC | Việt Nam | 55 | 18 | 20,2 | 4,4 | 7,1 | 1,2 |
| CHP VN | CENTRAL HYDROPOWER JSC | Việt Nam | 82,5 | 25,2 | 10,3 | 6,04 | 8,4* | 1,5 |
| SEB VN | MIEN TRUNG POWER INV & DEV | Việt Nam | 30 | 5,0 | 20,6 | 10,9 | 8,38 | 1,8 |
| TBC VN | THAC BA HYDROPOWER JSC | Việt Nam | 79 | 14 | 16,9 | 3,4 | 12,6 | 1,8 |
| PPC VN | PHA LAI THERMAL POWER JSC | Việt Nam | 385 | 349 | 34,1 | 5,2 | 7,3* | 1,5 |
| Trung bình | | | 70,5 | 70,5 | 17,5 | 4,9 | 8,9 | 1,6 |
| Trung vị | | | 67 | 27 | 17,0 | 5,2 | 8,41 | 1,6 |
| NT2 | PETROVIETNAM POWER NHONTRACH 2 JSC | Việt Nam | | 281 | 18,8 | 6,6 | 6,1 | 1,4 |

(*) P/E điều chỉnh do CHP và PPC có lợi nhuận đột biến trong 2014

Nguồn: Bloomberg và FPTTS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

Rủi ro cạnh tranh: NT2 không chịu tác động trực tiếp của tình hình thủy văn. Vào những năm mưa nhiều, EVN sẽ ưu tiên mua điện từ các nhà máy thủy điện với giá rẻ hơn. Điều này sẽ tác động đến giá điện của NT2 trên thị trường cạnh tranh. Tuy nhiên, do sự vận hành ổn định



**Nhà máy điện Tuabin khí chu trình hỗn hợp
Nhơn Trạch 2**



Đường dây truyền tải điện



Quy hoạch nhà máy

của máy móc cùng với vị trí nằm ngay trung tâm phụ tải miền Đông Nam Bộ, nơi thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu điện, chúng tôi đánh giá tác động của rủi ro này là không lớn đối với NT2.

Rủi ro tỷ giá: NT2 có khoản vay ngoại tệ tính đến hết quý 3/2014 là 144 triệu EUR và 157 triệu USD. Do đó, doanh nghiệp luôn phải chịu rủi ro tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay này. Chỉ cần 1% thay đổi bất lợi trong tỷ giá VND/EUR có thể làm doanh nghiệp chịu khoản lỗ tỷ giá hơn 50 tỷ đồng. Chính sách trả nợ nhanh (trả nợ gốc khoảng 13%/năm) đang giúp doanh nghiệp phần nào khắc phục được điều này. Bên cạnh đó, việc giá khí và giá bán điện đều được tính theo USD cũng giúp NT2 hạn chế được rủi ro tỷ giá.

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 thành lập ngày 15/06/2007 với vốn điều lệ ban đầu 2.560 tỷ đồng. Nhà máy điện Tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 có công suất 750 MW được đưa vào vận hành từ năm 2011.

NT2 giao dịch trên sàn UPCOM vào tháng 01/2010 và đang chuẩn bị kế hoạch chuyển sàn niêm yết sang sàn HOSE vào đầu quý 2 năm 2015. Với số vốn điều lệ lên đến 2.560 tỷ đồng, NT2 sẽ trở thành cổ phiếu điện có vốn điều lệ lớn thứ hai, chỉ sau PPC (3.262 tỷ đồng).

2007 Thành lập CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
Vốn điều lệ ban đầu 2.560 tỷ đồng.



2009 Ký kết hợp đồng EPC và khởi công xây dựng
nhà máy điện Nhơn Trạch 2.



2010 Ký hợp đồng mua bán khí với PV Gas.
Niêm yết trên sàn UPCOM.



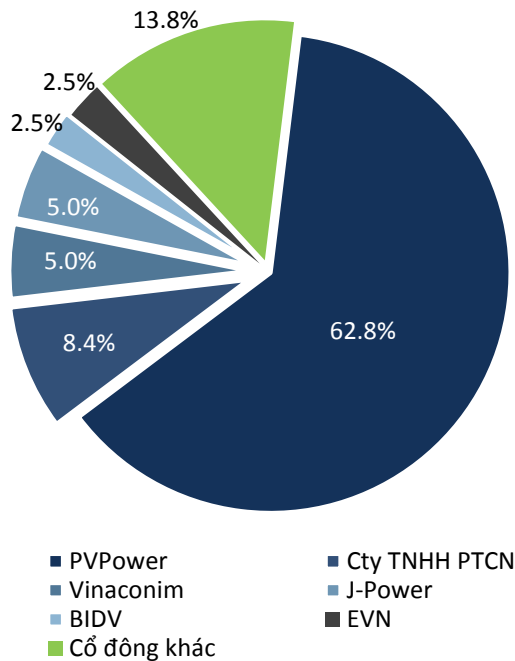
2011 Hai tổ máy tuabin khí và Tuabin hơi lần lượt
được đưa vào vận hành.



2013 Hoàn tất đàm phán hợp đồng giá điện với EPTC



2014 Đạt mốc 15 tỷ kWh phát lên lưới điện Quốc gia

Cơ cấu sở hữu NT2


| Tên | Địa bàn | Công suất (MW) |
|-----|-----------|----------------|
| PPC | Hải Dương | 1.040 |
| NT2 | Đồng Nai | 750 |
| BTP | Bà Rịa | 388,9 |
| NBP | Ninh Bình | 100 |

Nguồn: FPTs Tổng hợp

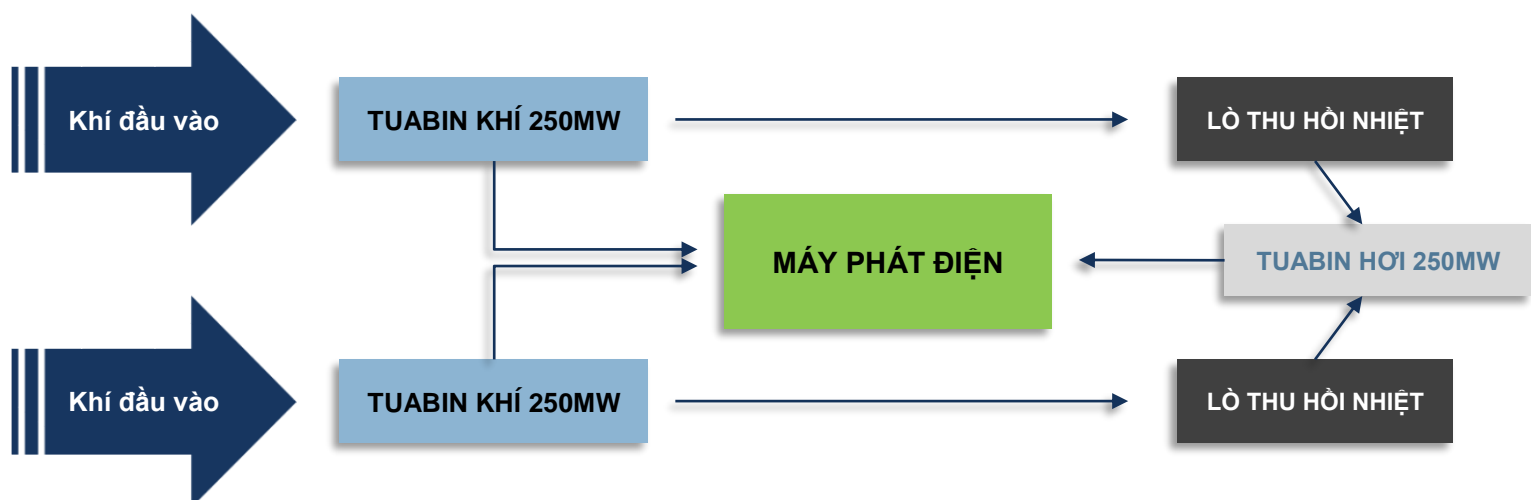
Khái quát về đặc điểm nhà máy

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 là dự án đầu tư nguồn điện đầu tiên do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chủ trì, thực hiện theo hình thức đa sở hữu. Dự án có tổng mức đầu tư trên 700 triệu USD theo hình thức nhà máy điện độc lập (IPP) và có lợi thế rất lớn khi cổ đông sáng lập là các tập đoàn kinh tế lớn của quốc gia như: Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), Tập đoàn Bưu chính Viễn thông (VNPT), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (Vinaconim), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV),...

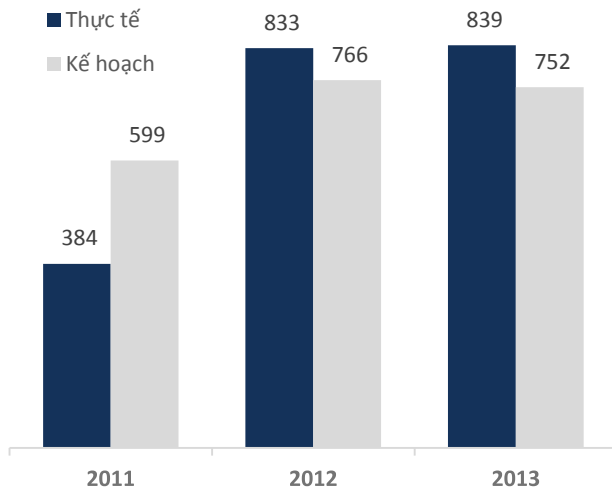
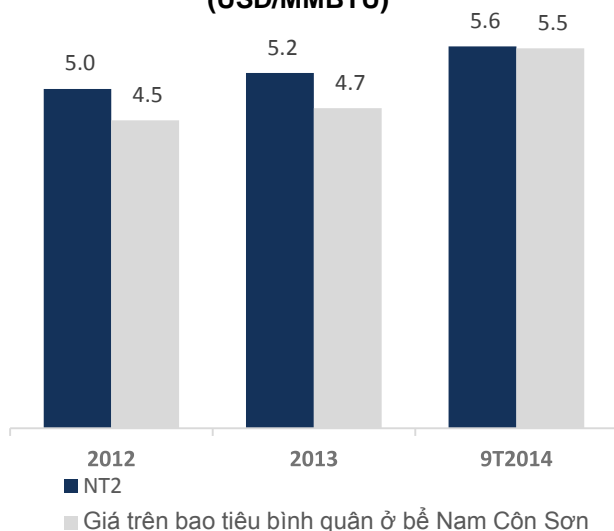
Nhà máy có tổng công suất 750MW, sản lượng bình quân khoảng 4,6 tỷ kWh/năm tương đương với 6.000 giờ vận hành/năm. Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy nhiệt điện có quy mô lớn trong ngành, chiếm gần 7,5% tổng nhu cầu tiêu thụ điện toàn miền Nam (10.011MW) và 3,5% tổng sản lượng điện cả nước năm 2013.

Vị trí lắp đặt nhà máy nằm ở khu công nghiệp Ông Kèo (huyện Nhơn Trạch), gần trung tâm phụ tải Miền Nam, hệ thống truyền tải điện thuận lợi, gần sông tiện lợi cho vận tải thiết bị, công tác lấy và thải nước làm mát,...

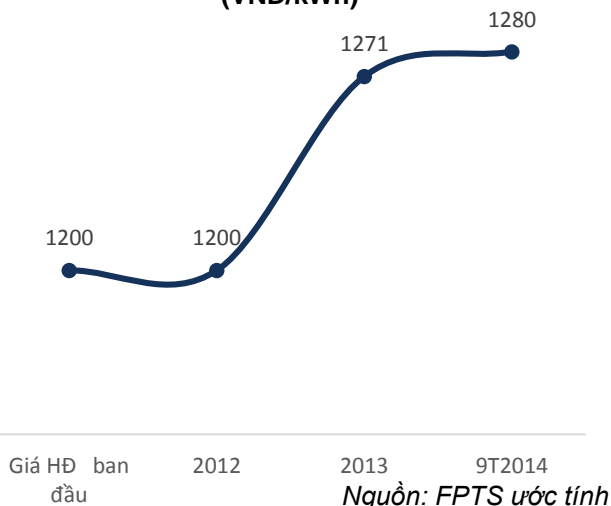
Nhà máy sử dụng công nghệ tuabin khí chu trình hỗn hợp thể hệ F, được nhập khẩu từ Đức của hãng Siemens, cấu hình 2-2-1 (2 tuabin khí công suất mỗi tổ 250MW, 2 lò thu hồi nhiệt và 1 tuabin hơi công suất 250MW). Khí đốt và hỗn hợp không khí nóng thổi qua làm quay tuabin khí, chạy máy phát điện. Nhiệt thải từ tuabin này sẽ được lò thu hồi nhiệt giữ lại, dẫn qua tuabin hơi, cung cấp thêm điện cho máy phát. Chu trình hỗn hợp này một trong những công nghệ sản xuất điện hiệu quả nhất nhờ tận dụng được nguồn nhiệt từ giai đoạn đầu.

Chu trình Tuabin khí hỗn hợp


Nguồn: FPTs Tổng hợp

Khối lượng khí tiêu thụ (triệu m³)

Giá khí bình quân của NT2 (USD/MMBTU)


Nguồn: FPTSS ước tính

Giá bán điện bình quân NT2 (VND/kWh)


Nguồn nhiên liệu đầu vào được đảm bảo

Nhà máy sử dụng nhiên liệu chính là khí từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn thông qua đường ống dẫn Phú Mỹ - TPHCM, với sản lượng tiêu thụ khoảng 830 triệu m³ khí/năm. Ngoài ra NT2 còn sử dụng nhiên liệu dự phòng là dầu DO với lượng tiêu thụ tối đa khoảng 2.600 tấn/ngày.

Hợp đồng mua khí dài hạn với PV Gas lên đến 25 năm do đó NT2 có sự ổn định về nguồn khí đầu vào. Tuy nhiên, NT2 đang phải mua khí Nam Côn Sơn với giá cao hơn so với các nhà máy điện sử dụng chung bể. Cụ thể theo ước tính của chúng tôi giá khí bình quân năm 2012 và 2013 của NT2 lần lượt là 5,0 và 5,2 USD/MMBTU, cao hơn khoảng 10% so với mức giá trên bao tiêu của các nhà máy điện khác (4,5 và 4,7 USD/MMBTU).

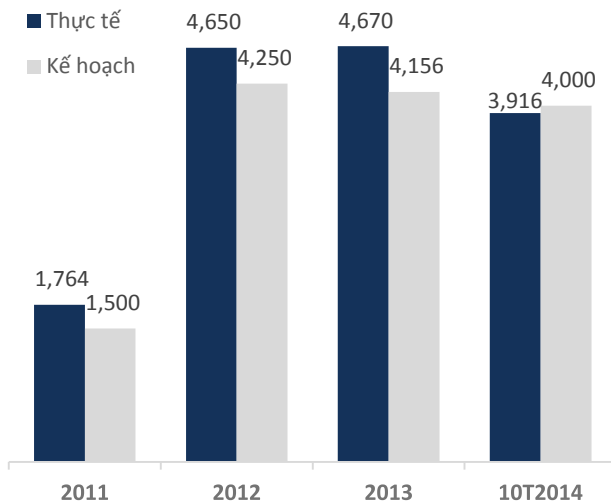
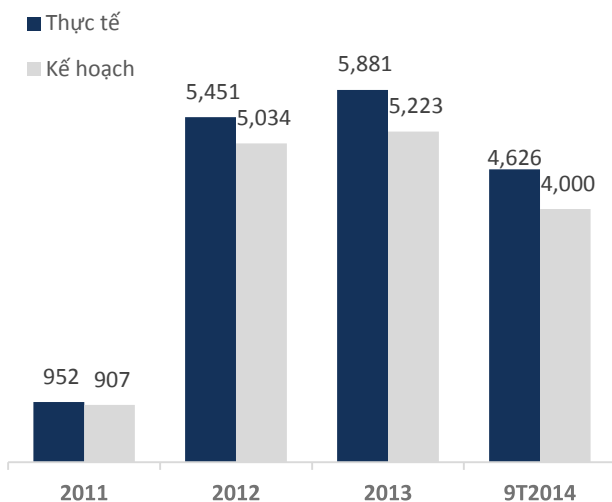
Hợp đồng mua bán điện (PPA)

Hợp đồng mua bán điện được ký kết với EVN có thời hạn 10 năm kể từ khi đi vào hoạt động (2011-2020) với mức giá hợp đồng dựa trên mức giá khí tại thời điểm ký kết hợp đồng là 1.200 đồng/kWh. Giá hợp đồng gồm 2 phần: phần giá cố định được tính theo suất đầu tư của vòng đời dự án, tương ứng với chi phí khấu hao nhà máy này, chi phí nhân công, vận hành, sửa chữa lớn,... phần biến đổi được điều chỉnh hàng năm theo biến động giá nhiên liệu khí đầu vào. Với phương pháp tính giá này, rủi ro đã phần nào được chuyển vào giá bán cho EVN.

NT2 đã tham gia thị trường điện cạnh tranh từ tháng 07/2012. Hiện tại, hơn 10% sản lượng điện của NT2 được bán theo giá thị trường. Có 3 yếu tố lợi thế của NT2 khi tham gia thị trường điện cạnh tranh (1) doanh nghiệp có chính sách chào giá rất chuyên nghiệp và hợp lý nhờ thành lập riêng Tổ thị trường điện để đảm nhận vai trò này, (2) nhà máy nằm ngay trung tâm phụ tải của miền Đông Nam Bộ, (3) nhà máy hoạt động ổn định và có độ tin cậy cao.

Bên cạnh đó, NT2 là một trong số ít doanh nghiệp có giá khí và giá bán điện cùng được tính theo USD. Điều này giúp doanh nghiệp có thể giảm thiểu phần nào rủi ro biến động tỷ giá.

Giá bán điện mới đã được thống nhất trong phụ lục hợp đồng sửa đổi bổ sung số 04 ngày 28/05/2014. NT2 sẽ phát sinh thêm phần chênh lệch doanh thu giai đoạn 2011-2013 do ghi nhận theo mức giá tạm tính. Giá trị khoản hồi tố gần 900 tỷ đồng này được EVN và NT2 thỏa thuận phân bổ trong vòng 4 năm. Quý 4/2014, EVN đã thanh toán khoảng 245 tỷ đồng cho NT2.

Sản lượng điện sản xuất (tỷ kWh)

Doanh thu sản xuất điện (Tỷ đồng)


Nguồn: NT2

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH
Tình hình sản xuất kinh doanh giai đoạn 2011 – 10T2014

Nhà máy điện Nhon Trach 2_ Nguồn cung điện không thể thiếu cho khu vực từ khi đi vào vận hành.

Do 3 tổ máy chỉ được đi vào vận hành lần lượt vào tháng 2,3 và 8 năm 2011 nên sản lượng năm đầu tiên của nhà máy nhiệt điện Nhon Trach 2 không khả quan, chỉ đạt 1,764 tỷ kWh, chỉ đạt 36% công suất lắp đặt. Trong năm 2012, khi được chạy đủ cả năm, NT2 dễ dàng đạt mức sản lượng 4,65 tỷ kWh, tăng đến 2,6 lần so với cùng kỳ năm trước.

Nằm ở khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam, nơi thường xuyên xảy ra tình trạng thiếu điện, việc nhà máy Nhon Trach 2 có số giờ chạy trung bình lên đến 6.000h mỗi năm là điều dễ hiểu. Trong năm 2013, nhà máy tiếp tục duy trì mức sản lượng cao lên đến 4,67 tỷ kWh.

Doanh thu của NT2 giai đoạn này có tăng trưởng chủ yếu nhờ sự biến động của sản lượng. Doanh thu thuần chỉ đạt 952 tỷ đồng trong năm 2011 đã tăng mạnh đến 5,7 lần ngay trong năm tiếp theo khi nhà máy chạy đủ cả năm, đạt 5.451 tỷ đồng và tiếp tục tăng 8% lên mức 5.881 tỷ đồng trong năm 2013.

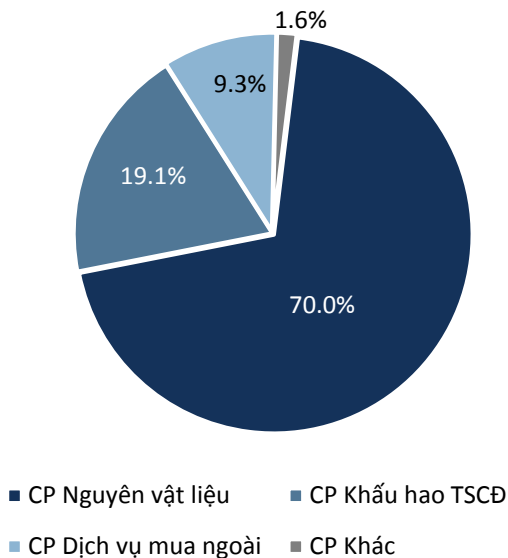
Năm 2014, NT2 kết hợp với đối tác Siemen Service và PVPS thực hiện trung tu lần đầu nhà máy trong khoảng 1 tháng. Công tác được chuẩn bị tốt, hoàn thành vượt tiến độ 7 ngày, công suất của mỗi tổ tuabin khí tăng thêm trung bình khoảng 5 – 8 MW so với trước bảo trì, nhờ đó hoạt động sản xuất vẫn được đảm bảo. Lũy kế 10 tháng đầu năm, NT2 đạt sản lượng 3,92 tỷ kWh, hoàn thành đến 98% kế hoạch năm (4 tỷ kWh). Đây cũng là dấu mốc 15 tỷ kWh phát lên lưới điện quốc gia, khẳng định vị thế vô cùng quan trọng của NT2 cho sự phát triển của khu vực.

Mặc dù sản lượng giảm nhẹ do quá trình sửa chữa nhưng doanh thu 9 tháng đầu năm vẫn đạt tăng trưởng 7,8% so với cùng kỳ lên mức 4.626 tỷ đồng nhờ chốt được giá bán điện mới trong tháng 5.

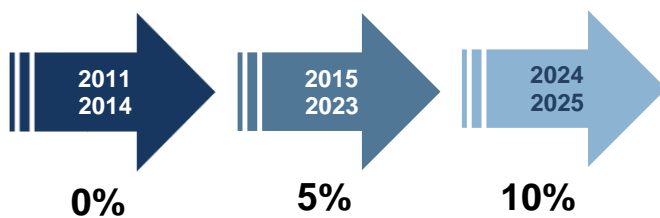
Tháng 11 bắt đầu mùa khô ở miền Nam, khi sản lượng từ các nhà máy thủy điện giảm dần thì cũng là lúc nhu cầu phụ tải từ các nhà máy nhiệt điện tăng cao. Nhờ sự đảm bảo về trang thiết bị sau quá trình trung tu, chúng tôi dự đoán sản lượng điện quý 4 của NT2 có thể đạt 1,5 tỷ kWh. Lũy kế cả năm vẫn đạt gần 4,8 tỷ kWh (+2,7% yoy), tương ứng mức doanh thu thuần cả năm khoảng 6.000 tỷ đồng. LNST từ hoạt động SXKD chính đạt hơn 800 tỷ đồng.

Tỷ giá VND/EUR ngày 31/12/2014 lại tiếp tục giảm xuống khoảng 1.100 đồng trong khi tỷ giá VND/USD chỉ tăng 185 đồng so với ngày 30/09/2014, do đó tổng lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại khoản vay ngoại tệ năm 2014 ước đạt 400 tỷ đồng. Cộng với phần hồi tố giá điện phân bổ cho năm nay 245 tỷ đồng, chúng tôi dự báo thận trọng tổng lợi nhuận sau thuế năm 2014 của NT2 đạt khoảng 1.050 tỷ, tương đương EPS (2014) đạt 4.100 đồng/CP.

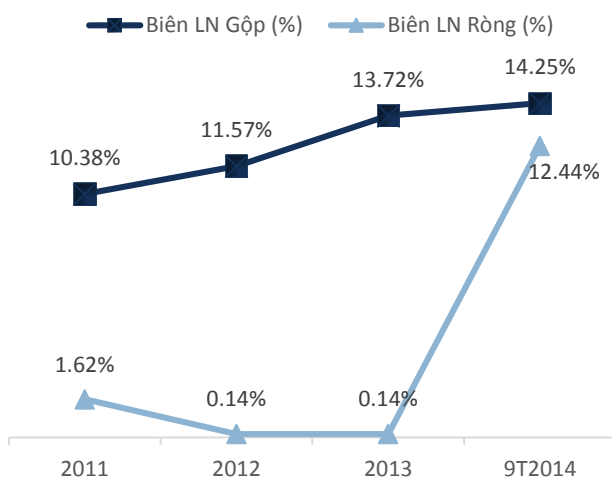
Cơ cấu giá thành sản xuất điện NT2



Thuế suất TNDN của NT2



Hiệu quả HĐKD của NT2



Nguồn: NT2 và FPTS tính toán

Cơ cấu chi phí

Chi phí nhiên liệu chiếm 70% giá vốn

Trái với các nhà máy thủy điện thường không phải tốn chi phí nguyên vật liệu, các nhà máy nhiệt điện khí lại có cơ cấu chi phí với phần lớn tỷ trọng là nhiên liệu đầu vào. Cụ thể đối với NT2, nhiên liệu khí chiếm xấp xỉ 70% giá thành. Điều này chứng tỏ hiệu quả sử dụng nhiên liệu rất tốt của NT2 nhờ vào máy móc theo chu trình hỗn hợp và mới đưa vào hoạt động. Con số này ở các nhà máy nhiệt điện khí thường dao động khoảng 65 – 80%, chưa kể việc NT2 đang phải mua khí với giá cao hơn các nhà máy điện dùng chung bể Nam Côn Sơn như đề cập ở trên.

Khấu hao cao do chi phí xây dựng nhà máy nhiệt điện cao. Doanh nghiệp thực hiện khấu hao đều 25 năm cho nhà xưởng và 10 năm cho máy móc thiết bị từ khi đi vào hoạt động, tổng chi phí khấu hao mỗi năm lên đến 980 tỷ đồng, tuy nhiên chi phí này chỉ chiếm khoảng 20% giá thành sản xuất điện.

Ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp

Là một trong những công trình trọng điểm Quốc gia, nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 được hưởng chính sách ưu đãi về thuế TNDN đối với hoạt động kinh doanh chính. Cụ thể doanh nghiệp được miễn thuế 4 năm đầu kể từ khi có doanh thu từ hoạt động sản xuất kinh doanh điện năng, chịu thuế suất 5% trong 9 năm tiếp theo, và 10% trong 2 năm 2024, 2025.

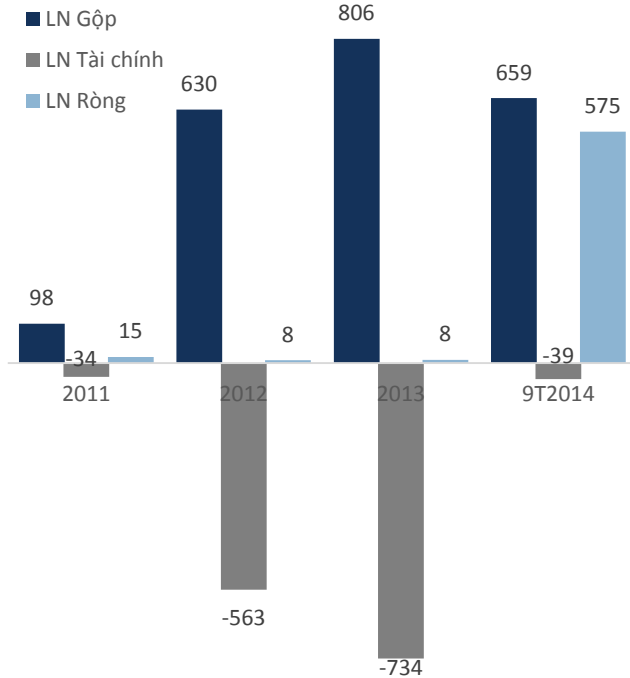
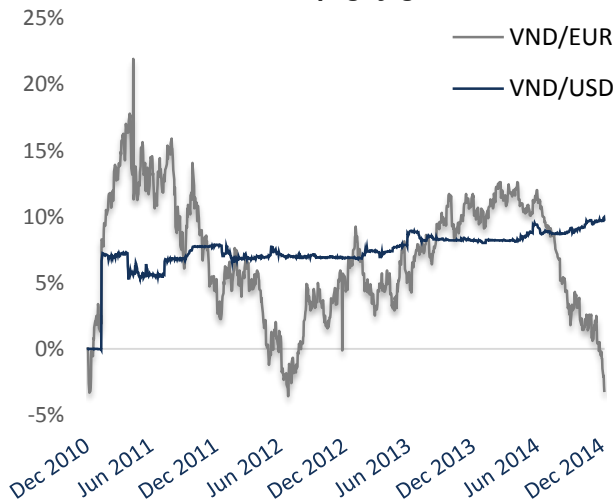
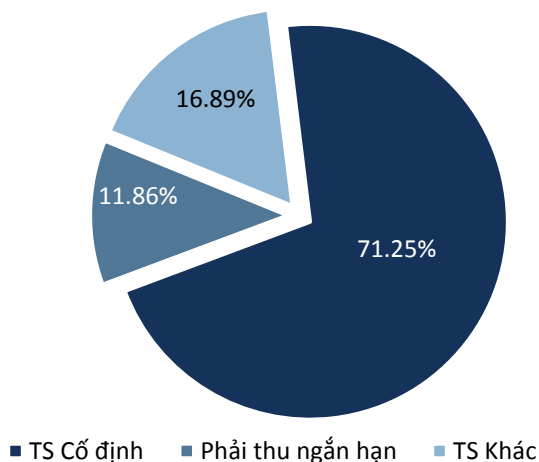
NT2 đã thay đổi thời gian khấu hao của máy móc thiết bị từ 10 lên 14 năm từ cuối quý 3/2014. Chúng tôi đánh giá đây là một bước đi rất khôn ngoan của NT2 bởi doanh nghiệp này đã chốt được giá bán chính thức của hợp đồng PPA vào tháng 05/2014, nhờ đó chi phí sẽ giảm khoảng 200 tỷ đồng từ năm 2015, tận dụng được những ưu đãi rất lớn trong chính sách thuế nói trên.

Bên cạnh đó, do giá hợp đồng PPA đã tính đến các loại chi phí liên quan như chi phí nhiên liệu, chi phí sửa chữa lớn, chi phí nhân công, chi phí lãi vay... nên doanh nghiệp có thể thực hiện các chính sách nhằm tiết kiệm các chi phí này để gia tăng lợi nhuận sau khi thống nhất được giá với EVN.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Hiệu quả hoạt động kinh doanh

Như đã đề cập ở trên, chi phí khấu hao TSCĐ chiếm khoảng 20% trong giá vốn của doanh nghiệp, nhờ sản lượng tăng dần qua các năm giúp hiệu quả hoạt động SXKD chính của doanh nghiệp liên tục được cải thiện. Cụ thể, biên lãi gộp 10,38% năm 2011 đã tăng 32% lên mức 13,72% ở năm 2013. Việc hợp đồng PPA cho phép chuyển rủi ro về biến động giá khí vào giá bán điện cũng là lợi thế của NT2 khi nguồn nhiên liệu chiếm đến 70% giá thành này đang được mua với mặt bằng giá cao hơn so với các nhà máy điện sử dụng cùng mỏ Nam Côn Sơn.

Biến động lợi nhuận (tỷ đồng)

Biến động tỷ giá

Cơ cấu Tài sản NT2


9 tháng đầu năm 2014, biên lãi gộp tăng nhẹ lên mức 14,25%. Chúng tôi dự báo biên lãi gộp ở quý 4 vẫn sẽ giữ được đà tăng trưởng này nhờ (1) đã chốt được giá điện PPA vào tháng 5, (2) chi phí giảm nhờ thời gian khấu hao máy móc thiết bị kéo dài lên 14 năm, (3) sản lượng được cải thiện nhờ thực hiện trung tu và (4) quý 4 bắt đầu bước vào mùa khô ở miền Nam, lượng điện cung cấp từ các nhà máy thủy điện giảm nhờ đó giá bán trên thị trường cạnh tranh của NT2 sẽ được cải thiện.

Biên lãi ròng thấp trong nhiều năm liền do gánh nặng của khoản lỗ tỷ giá. NT2 có lỗ khoản chênh lệch tỷ giá phát sinh trong quá trình xây dựng nhà máy được vốn hóa và phân bổ vào chi phí tài chính trong vòng 5 năm. Từ năm 2011 đến nay, bình quân NT2 đã phân bổ 126 tỷ đồng mỗi năm cho khoản mục này và dự kiến sẽ hạch toán hết vào năm 2015.

Bên cạnh đó, do phải huy động nợ vay bằng ngoại tệ là EUR và USD để tài trợ cho dự án, NT2 cũng thường xuyên phải chịu rủi ro tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay này. Trong khi tỷ giá VND/USD khá ổn định do được Ngân hàng Nhà nước điều tiết thì tỷ giá VND/EUR lại liên tục biến động trong thời gian qua gây bất lợi lớn cho doanh nghiệp.

Cụ thể khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện là 56 tỷ đồng năm 2012 đã tăng đến 5 lần, lên 280,7 tỷ đồng năm 2013. Chính những lý do này đã tạo gánh nặng lên hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp khi biên lợi nhuận ròng khiêm tốn, chỉ đạt 0,14% trong năm 2012 và 2013.

Quý 2/2014, tỷ giá EUR giảm 2.200 đồng đem lại cho NT2 khoản doanh thu từ chênh lệch tỷ giá lên đến 301 tỷ đồng, làm đảo ngược hoàn toàn diễn biến lợi nhuận trong những năm gần đây. Lũy kế 9 tháng, lợi nhuận ròng đạt đến 575 tỷ đồng, tăng 82 lần so với cả năm 2013. Biên lãi ròng cũng tăng vọt lên mức 12,44%.

Chúng tôi dự báo biên lãi ròng của NT2 sẽ tiếp tục được cải thiện trong năm 2015 nhờ (1) tỷ giá VND/EUR được dự báo sẽ còn tiếp tục giảm, (2) phần lỗ tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản giảm một nửa chỉ còn 63 tỷ, (3) trung tâm khí tượng thủy văn dự báo thời tiết năm 2015 sẽ khô hạn hơn 2014, lượng mưa khu vực Tây Nguyên và Nam Bộ sẽ giảm 15 – 30% do mùa mưa kết thúc sớm, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà máy nhiệt điện như Nhơn Trạch 2.

Cơ cấu tài sản

Tài sản dài hạn chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu tổng tài sản.

Đặc thù của đầu tư vào ngành điện cũng chính là đầu tư vào tài sản cố định. Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 có tổng mức đầu tư được duyệt là 11.448 tỷ đồng chỉ mới đi vào vận hành từ năm 2011, tổng giá trị khấu hao đến hết quý 3/2014 chỉ mới đạt 25% nguyên giá, do đó tỷ trọng của tài sản này chiếm đến 71% tổng tài sản của doanh nghiệp.

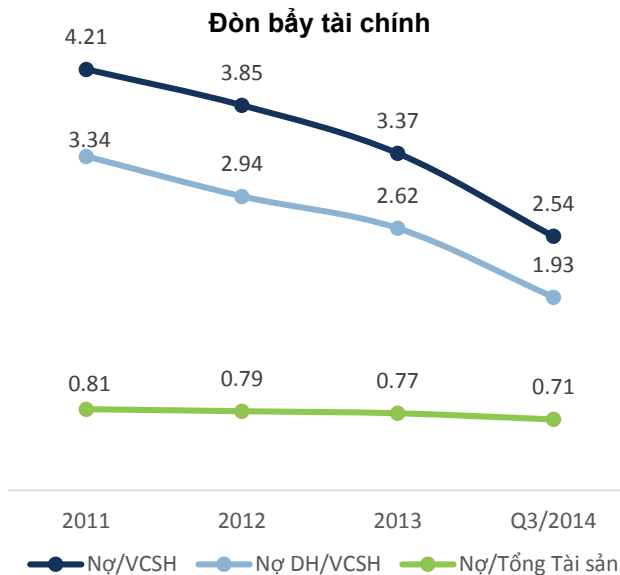
Tài sản ngắn hạn chủ yếu là khoản phải thu ngắn hạn.

Nguồn thu chính của doanh nghiệp là doanh thu bán điện cho Công ty Mua bán điện (EPTC). Khoản thu này có giá trị khoảng 1.500 tỷ đồng/năm và thường bị thanh toán chậm 1 quý (tương ứng với vòng quay khoản phải thu thường ổn định ở mức 4,1 – 4,2).

Cơ Cấu Nguồn Vốn

Nợ vay dài hạn bằng ngoại tệ cao gây rủi ro tỷ giá. NT2 thực hiện đầu tư nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 với cơ cấu vốn 70-30, tổng dư nợ vay dài hạn tại thời điểm cuối năm 2011 khi nhà máy vừa đi vào hoạt động là 9.282 tỷ đồng, gấp 3,3 lần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp. Dư nợ vay ngoại tệ tại thời điểm đó là 202,5 triệu EUR và 215 triệu USD, do đó chỉ cần **1% thay đổi bất lợi trong tỷ giá VND/EUR có thể tăng giá trị khoản nợ của doanh nghiệp lên đến 50 tỷ đồng.**

NT2 thực hiện chính sách trả nợ nhanh nhằm hạn chế rủi ro tỷ giá. Cụ thể doanh nghiệp thanh toán nợ gốc khoảng 6,67%/6 tháng. Chỉ sau 2 năm 2012 và 2013, dư nợ này giảm đến 30% chỉ còn 143,7 triệu EUR và 157,3 triệu USD. Nhờ đó tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp từ 4,21 lần vào cuối năm 2011 đã giảm mạnh chỉ còn 2,54 ở cuối quý 3/2014.



Cơ cấu nợ vay ngày 30/9/2014

| Ngân hàng | Hạn mức | Lãi suất | Thời hạn | Dư nợ còn lại |
|-----------|-----------------|----------------------------|----------|-----------------|
| Citibank | 202,6 triệu EUR | Libor 6 tháng điều chỉnh | 2021 | 143,7 triệu EUR |
| Citibank | 215,4 triệu USD | Euribor 6 tháng điều chỉnh | 2021 | 157,3 triệu USD |
| VPBank | 286,4 tỷ VNĐ | LS thả nổi 6 tháng | 2022 | 286,4 tỷ VNĐ |
| HDBank | 163,6 tỷ VNĐ | LS kỳ hạn 12 tháng | 2022 | 163,6 tỷ VNĐ |

Nguồn: NT2

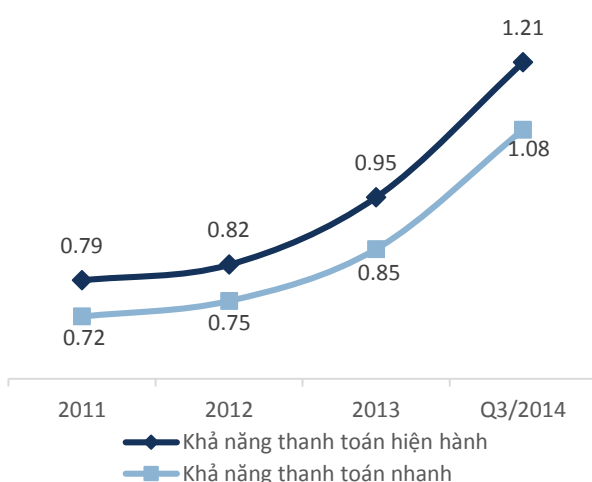
Khả năng thanh toán

Khả năng thanh toán thấp, áp lực trả nợ cao.

Đối với các doanh nghiệp ngành điện, áp lực trả nợ là một vấn đề không thể tránh khỏi trong những năm đầu hoạt động. NT2 cũng không phải là ngoại lệ khi khoản vay hơn 9.000 tỷ đồng để đầu tư xây dựng nhà máy đặt doanh nghiệp trong trạng thái luôn phải thanh toán khoản nợ gốc khoảng 1.100 tỷ đồng mỗi năm. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của NT2 cao nhưng không ổn định, CFO năm 2012 đạt đến 1.200 tỷ đồng, trong khi năm 2013 lại chỉ đạt 900 tỷ đồng, phải huy động thêm tiền từ hoạt động đầu tư để thanh toán nợ gốc.

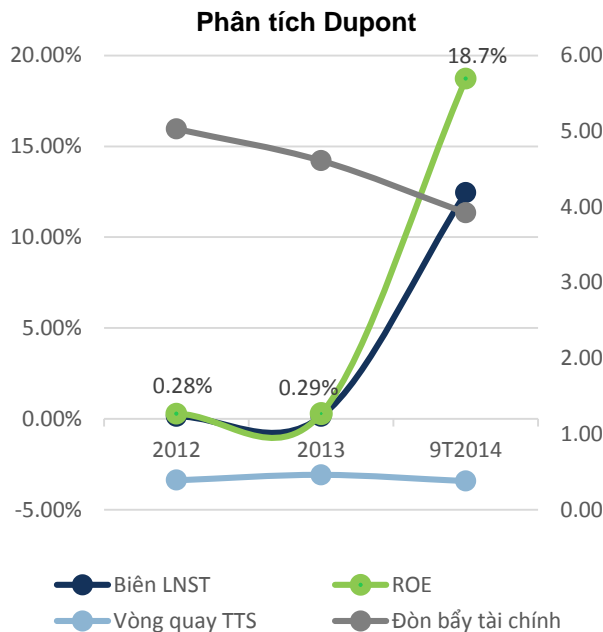
Chính sách trả nợ nhanh giúp khả năng thanh toán đang dần dần được cải thiện. Các chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán

Khả năng thanh toán của NT2



nhanh của công ty lần lượt là 0,79 và 0,72 đã được cải thiện rõ nét. Đến cuối quý 3/2014, các chỉ số này đã là 1,21 và 1,08.

Phân tích Dupont



Phân tích Dupont lại một lần nữa cho ta thấy tác động rất lớn của biên LNST lên tỷ suất ROE của doanh nghiệp khi 2 chỉ số này có sự biến động cùng chiều trong suốt giai đoạn 2012 đến nay.

Trong khi vòng quay tổng tài sản của NT2 khá ổn định ở mức 0,4 lần do biến động về quy mô doanh thu và và tổng tài sản giai đoạn này không lớn thì hệ số đòn bẩy tài chính lại có xu hướng giảm dần do chính sách trả nợ nhanh nhằm hạn chế rủi ro tỷ giá đã đề cập ở trên. 2 yếu tố này tác động không lớn đến sự biến động của ROE của doanh nghiệp trong giai đoạn qua.

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 có suất đầu tư khoảng 0,7 triệu USD/MW, đây cũng là suất đầu tư trung bình của các nhà máy nhiệt điện tại Việt Nam, tuy nhiên do nhà máy mới đi vào hoạt động được 4 năm, chỉ mới chạy được khoảng 80% công suất cùng việc ghi nhận doanh thu bán điện theo giá tạm tính trong giai đoạn 2011 – 2013 nên vòng quay tổng tài sản qua các năm chưa cao. Dự kiến vài năm tới, khi nhà máy bước vào giai đoạn hoạt động ổn định của nhà máy nhiệt điện, chỉ số này sẽ được cải thiện đáng kể.

LỊCH SỬ KHUYẾN NGHỊ

| Ngày | Phương pháp | Khuyến nghị | Giá tham chiếu | Giá mục tiêu |
|------------|-------------|-------------|----------------|--------------|
| 17/10/2014 | P/E | MUA | 15.500 | 21.000 |
| 15/01/2015 | P/E | MUA | 23.200 | 28.000 |

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

| Khuyến nghị | Diễn giải |
|-------------------------|---|
| Kỳ vọng 12 tháng | |
| Mua | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18% |
| Thêm | Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 7% đến 18% |
| Theo dõi | Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7% |
| Giảm | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ -7% đến -18% |
| Bán | Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18% |

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 phân tích 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 phân tích không nắm giữ cổ phiếu NT2 nào.

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 <http://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

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171
Fax: (84.4) 37739058

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: (84.8) 62908686
Fax: (84.8) 62910607

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

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553666
Fax: (84.511) 3553888