

Company Update

NT2 -Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 12/03/2018

BSC

Recommendation: Năm Giữ

Chu Tuấn Phong- PTCB

phongct@bsc.com.vn

Target price	30,217
Current price	29,300
Upside	3.1%

Trần Thành Hưng (PTKT)

hungtt@bsc.com.vn

Target price	32,000
Cut loss	29,300

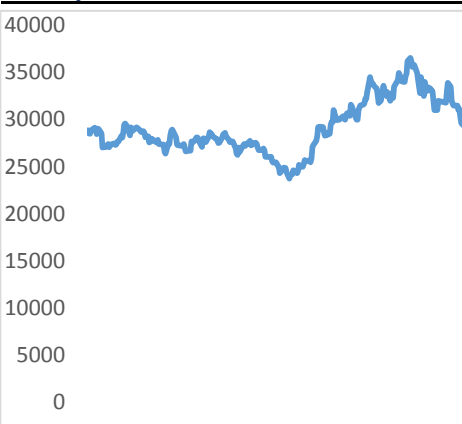
Market Data

Số lượng cp	287
Vốn hóa	8,434
Cao nhất 52w	36,700
Thanh khoản 10 phiên	353,456
Sở hữu nước ngoài	22.18%

Cổ đông lớn

CFTD	8.27%
Electric power Develop	4.83%
ETF	3.97%
Norges Bank	1.60%

Đồ thị 1 năm



Tổng quan công ty

NT2 có công suất thiết kế 750 MW. Sau trung tu năm 2017, công suất đạt mức 774 MW. Nhà máy của NT2 đóng tại Đồng Nai, nơi có phụ tải cao đến từ các khu CN trên địa bàn, đồng thời thuận lợi cho việc dẫn truyền khí phục vụ nhà máy.

Định giá

Năm 2018, chúng tôi dự báo NT2 đạt EPS là 2,949 đồng/cp, EBITDA đạt mức 1,685 tỷ, tại ngày 12/3/2018, NT2 giao dịch tại mức giá 29,300 đồng/cp, tương ứng với PE fw ở mức 10x. Đây là mức định giá cao hơn so với mức trung bình hiện nay

Do đó, trong giai đoạn 1 năm tới chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Năm Giữ** với NT2 với giá mục tiêu là 30,217 đồng/cp, tương ứng với EV/EBITDA 2018 đạt 6.5x (là mức cao nhất trong 3 năm gần đây) NT2 là một trong những doanh nghiệp hoạt động hiệu quả nhất trong ngành điện, có tính chất phòng thủ cao (beta 3 năm ở mức 0.69). Với mức giá hiện tại, tỷ lệ chia cổ tức bằng tiền khoảng 25% thì mức lợi nhuận cổ tức đạt 8.5%

Dự báo kết quả kinh doanh.

Năm 2018, chúng tôi dự báo NT2 sẽ ghi nhận doanh thu 8,071 tỷ (+19%yoy), LNST đạt 849 tỷ (+4.8%yoy). Các giả định dự báo:

(1) Trong năm 2018, nhờ công suất thiết kế tăng 24 MW, sản lượng điện thương phẩm dự báo đạt 5.35 triệu kWh tương ứng với hiệu suất sử dụng đạt 80%. QC giao NT2 trong năm 2018 giảm khoảng 10% so với 2017. Trong năm 2018, BSC dự báo NT2 sẽ không có khả năng ghi nhận doanh thu bất thường từ chênh lệch QC giao trong năm và sản lượng huy động từ EVN như đã diễn ra trong năm 2017.

(2) Giá bán điện bình quân đạt 1,508 đồng/kWh, giảm nhẹ so với trung bình 2017 do tăng tỷ trọng bán điện trên CGM. Ngoài ra chúng tôi cho rằng giá khí tăng khoảng 10% so với cuối năm 2017, ở mức 6.61 USD/mil BTU.

(3) Tỷ giá EUR/VND dự báo tăng khoảng 2% năm 2018 trong khi đó USD/VND giữ ổn định

Catalyst

(1) Tỷ giá EUR/VND ước tính chỉ tăng khoảng 2% trong năm 2018 giúp lỗ chênh lệch tỷ giá giảm mạnh. (2) Hoàn thành trung tu giúp công suất tăng từ 750mw lên 774mw.

Luận điểm Đầu tư

(1) Kết quả kinh doanh dự báo có thể được cải thiện trong năm 2018 nhờ dự báo tỷ giá EUR/VND không có sự tăng mạnh như năm 2017. Thêm vào đó, nhờ hoàn thành trung tu tổ máy, NT2 được dự báo sẽ hoạt động ổn định trong 3 năm tới

(2) NT2 nằm trong khu vực có phụ tải điện cao (Đồng Nai) giúp cho nguồn cầu của nhà máy được đảm bảo.

Rủi ro đầu tư: (1) QC năm 2018 của hầu hết các nhà máy nhiệt điện đều giảm khoảng 10% so với năm 2017, vì vậy NT2 có thể phải đẩy mạnh bán điện trên thị trường điện cạnh tranh. (2) Tỷ giá EUR/VND tăng mạnh hơn mức dự báo. (3) Từ năm 2022, giá khí đầu vào của NT2 có thể tăng mạnh do phải nhập khí tại các mỏ có chi phí khai thác cao.

[Other report: Link](#)

NT2-CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2

Phân tích tài chính

BSC

Đơn vị: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018E
Doanh thu thuần	7,065	6,729	7,983	6,761	8,071
LN gộp	1,652	1,642	1,351	1,393	1,223
DT tài chính	450	65	103	63	75
CP tài chính	(437)	(359)	(249)	(490)	(268)
Lãi vay	(219)	(183)	(156)	(120)	(95)
CP bán hàng	(0)	(0)	-	-	-
CP QLDN	(75)	(146)	(57)	(114)	(136)
Lãi/lỗ HĐKD	1,590	1,201	1,149	852	894
TN nhập khác (ròng)	1	1	(1)	1	1
LN trước thuế	1,591	1,202	1,148	853	895
LN sau thuế	1,591	1,142	1,086	810	849
LN CĐ thiếu số	-	-	-	-	-
LN Cty mẹ	1,591	1,142	1,086	810	849
EPS	6,215	4,168	3,810	2,815	2,949

TS ngắn hạn	2,768	2,981	5,316	3,101	4,817
Tiền và TĐ Tiền	726	1,109	1,398	146	1,442
ĐT TC ngắn hạn	-	-	-	900	900
Phải thu ngắn hạn	1,767	1,576	3,610	1,795	2,143
Tồn kho	275	288	239	259	331
TS ngắn hạn khác	0	8	69	0	0
TS dài hạn	9,716	8,664	7,664	6,863	6,158
Phải thu dài hạn	532	368	202	38	45
TSCĐ	8,306	7,618	6,935	6,247	5,538
TSCĐ hữu hình					
TS thuê tài chính	-	-	-	-	-
TSCĐ vô hình	180	164	183	186	396
TS dở dang dài hạn		-	-	-	-
ĐT TC dài hạn	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	877	673	526	575	575
Tổng TS	12,484	11,645	12,980	9,964	10,975
Nợ phải trả	8,237	6,876	8,071	4,979	5,232
Nợ ngắn hạn	2,374	2,002	4,287	2,269	2,557
Vay ngắn hạn	1,052	1,054	1,045	1,066	653
Nợ dài hạn	5,856	4,812	3,721	2,655	2,675
Vay dài hạn	5,856	4,812	3,697	2,632	2,647
Vốn chủ sở hữu	4,247	4,768	4,908	4,985	5,743
Vốn góp	2,560	2,739	2,849	2,879	2,879
LN chưa phân phối	1,497	1,950	1,923	1,970	2,721
Tổng nguồn vốn	12,484	11,645	12,980	9,964	10,975

% yoy DTT		-5%	19%	-15%	19%
Biên ln gộp	23.4%	24.4%	16.9%	20.6%	15.1%
Lãi vay/ DTT	3.1%	2.7%	2.0%	1.8%	1.2%
CP bán hàng / DTT	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CP QLDN/DTT	1.1%	2.2%	0.7%	1.7%	1.7%
Biên ln thuần	22.5%	17.0%	13.6%	12.0%	10.5%

Doanh giảm do: (1) Trung tu tổ máy trong 32 ngày trong khoảng tháng 10/2017. Sản lượng điện đạt 4,337 tr kWh (-17%yoy) (2) Thủy văn tốt làm giảm giá trung bình trên CGM.

CPTC tăng mạnh do EURVND tăng mạnh khoảng 17% trong năm 2017 khiến NT2 ghi nhận lỗ tỷ giá 290 tỷ (năm 2016 lỗ 12 tỷ). Tại ngày 31/12/2017, NT2 có dư nợ USD là 78 triệu và dư nợ EUR là 70 triệu

TSNH giảm mạnh do giảm mạnh khoản phải thu công ty mua bán điện EPTC. Chúng tôi nhận định đây là đặc thù chung của các DN điện thường bị chiếm dụng vốn ngắn hạn bởi các DN mua điện. Mức phải thu NH hiện ở mức trung bình các năm trước.

TSDH không có biến động lớn, giảm chủ yếu do trích lập khấu hao trong kì.

Trong năm 2017, NT2 tất toán 2 hợp đồng vay 281 tỷ, trả nợ vay ngoại tệ 25.12 triệu USD và 22.69 triệu EUR.

BLNG tăng mạnh nhờ trong kì NT2 được ghi nhận khoản doanh thu bất thường từ chênh lệch giữa Qc được giao trong năm và sản lượng thực tế EVN huy động. Chúng tôi ước tính NT2 ghi nhận khoảng 90 tỷ năm 2017

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

2013 2014 2015 2016 2017

1. Khả năng thanh toán

Hsố TT ngắn hạn	0.95	1.17	1.49	1.24	1.37
Hsố TT nhanh	0.85	1.05	1.34	1.18	1.25

Các chỉ số thanh toán ở mức an toàn đảm bảo NT2 có thể thanh toán các khoản nợ đến hạn

2. Cơ cấu vốn

TSNH/ TTS	0.16	0.22	0.26	0.41	0.31
TSDH/ TTS	0.84	0.78	0.74	0.59	0.69
Hsố Nợ/ TTS	0.77	0.66	0.59	0.62	0.50
Hsố Nợ/ VCSH	3.37	1.94	1.44	1.64	1.00
Nợ ngắn hạn /Equity	0.75	0.56	0.42	0.87	0.46
Nợ DH /Equity	2.62	1.38	1.01	0.76	0.53

Tỷ trọng TSDH giảm dần, giống với đặc trưng của các doanh nghiệp điện: chi phí đầu tư ban đầu lớn và ít phát sinh hoạt động đầu tư mới TSCĐ. Vì vậy TSDH sẽ giảm dần theo tốc độ khấu hao của doanh nghiệp.

Đồng thời, các khoản nợ vay cũng được trả dần đúng theo tiến độ giúp cho tỷ trọng nợ/TTS có xu hướng giảm dần.

3. Năng lực hoạt động

Vòng hàng tồn kho	22.6	21.5	17.8	24.8	21.2
Vòng phải thu	4.0	4.3	4.0	3.0	2.5
Vòng phải trả	6.2	5.3	7.0	2.4	5.5
Số ngày HTK	15.9	16.7	20.2	14.5	16.9
Số ngày phải thu	90.0	83.1	90.7	118.5	145.9
Số ngày phải trả	58.4	68.3	51.5	148.2	64.9
CCC	(15.3)	(6.1)	(23.0)	(21.4)	(31.4)

4. Khả năng sinh lời

LNST/DTT (%)	0.1%	22.5%	17.0%	13.6%	12.0%
LNST/VCSH (%)	0.3%	37.5%	23.9%	22.1%	16.3%
LNST/TTS	0.1%	12.7%	9.8%	8.4%	8.1%
LN từ HĐKD/DTT	0.1%	22.5%	17.8%	14.4%	12.6%

Trong 4 năm gần nhất, 2017 là năm NT2 ghi nhận các chỉ số sinh lời thấp nhất, chủ yếu do tỷ giá EURVND biến động mạnh. Trong khi đó hoạt động kinh doanh chính vẫn ổn định. Chúng tôi cho rằng NĐT có thể theo dõi diễn biến tỷ giá EURVND để có quyết định đầu tư hợp lý với NT2.

5. Mô hình DuPont (5 nhân tố)

Thue	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
Lãi suất	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9
Biên EBIT	0.0	0.3	0.2	0.2	0.1
Vòng quay tài sản	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
Tỷ lệ đòn bẩy	4.4	2.9	2.4	2.6	2.0

6. Định giá

EPS	32	6,215	4,168	3,810	2,815
BVPS	10,889	16,589	17,408	17,230	17,317

7. Tăng trưởng (%yoy)

TTS	2%	-7%	11%	-23%
Nợ	-12%	-17%	17%	-38%
DTT	20%	-5%	19%	-15%
LN gộp	23%	24%	17%	21%
LNST	19255%	-28%	-5%	-25%
EPS	0%	-33%	-9%	-26%

Với việc hoàn thành trung tu nhà máy nâng công suất hoạt động, tỷ giá EURVND không có biến động mạnh năm 2018, EPS của NT2 năm 2018 có thể cải thiện nhẹ so với năm 2017.

Điểm nhấn kỹ thuật:

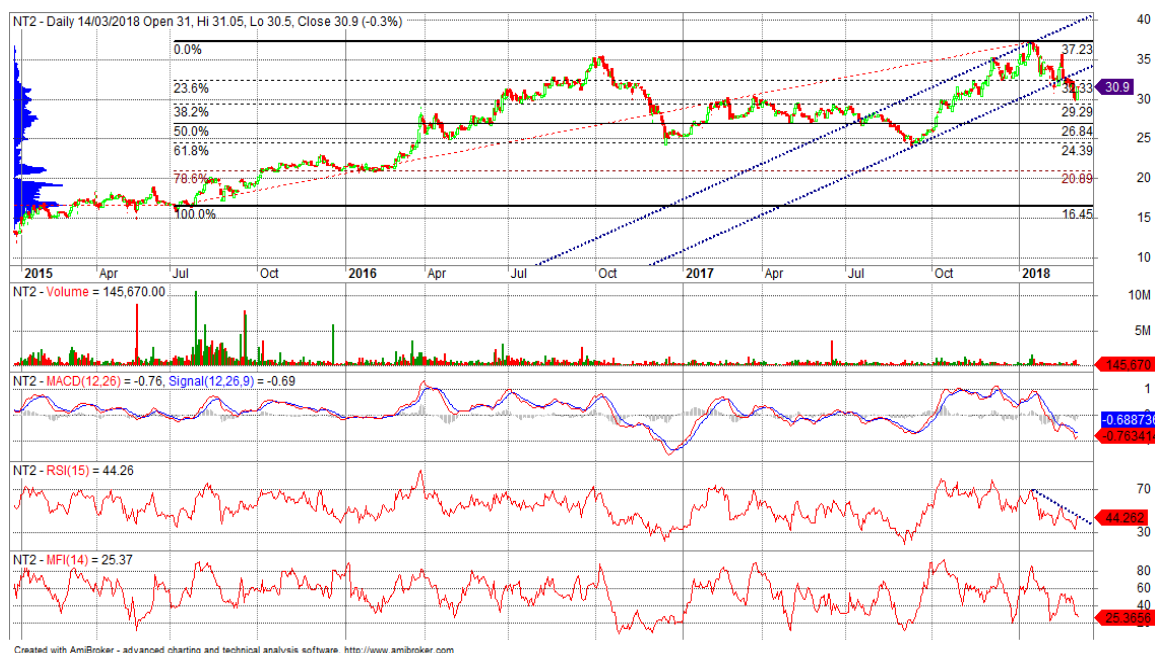
- Xu hướng hiện tại: tích lũy ngắn hạn
- Chỉ báo xu hướng MACD bám sát đường tín hiệu, kết hợp với chỉ báo RSI chưa vượt ngưỡng kháng cự, cho thấy xu hướng tích lũy của cổ phiếu.
- Thanh khoản: có giá trị thanh khoản bình quân 10 phiên đạt khoảng 12.7 tỷ đồng, không thấp so với thị trường chung. Thanh khoản của cổ phiếu giảm mạnh trong phiên giao dịch 13/3.

Nhận định:

Sau một đợt điều chỉnh mạnh, cổ phiếu NT2 đã rơi thủng ngưỡng hỗ trợ của đường xu hướng tăng giá trung hạn. Mặc dù, giá cổ phiếu đã bật tăng mạnh trở lại hình thành “Belt-hold lines” khi chạm ngưỡng hỗ trợ Fibonacci 29.3, nhưng với thanh khoản thấp hơn nhiều so với các phiên giao dịch trước. Hiện tại giá cổ phiếu đang biến động trong khoảng 29.3 – 32.

Khuyến nghị: Nhà đầu tư tiếp tục theo dõi diễn biến giá cổ phiếu đến khi hình thành xu hướng rõ ràng hơn, có thể gia tăng tỷ trọng nếu cổ phiếu điều chỉnh xuống mức hỗ trợ 29.3. Giá mục tiêu 32. Cut loss: mất ngưỡng hỗ trợ 29.3

Đồ thị kỹ thuật



Disclaimer

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về tình hình hoạt động của doanh nghiệp cũng như diễn biến thị trường của cổ phiếu của doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Headquarters

BIDV Tower, 10th & 11th Floor
35 Hang Voi, Hoan Kiem, Hanoi
Tel: +84 4 3935 2722
Fax: +84 4 2220 0669

Ho Chi Minh City Office

146 Nguyen Cong Tru St, 9th Floor
District 1, HCMC
Tel: +84 8 3821 8885
Fax: +84 8 3821 8510

<http://www.bsc.com.vn>
Bloomberg: BSCV <GO>

