



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	
Giá kỳ vọng	30,370
Giá thị trường ngày 04.03.2015	22,600
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	256
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	5,581
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	3,559
Sở hữu nước ngoài (%)	5%
KLTB 10 ngày (cp)	1,156,336
Giá thấp nhất 52T (đ)	24,500
Giá cao nhất 52T (đ)	6,000
+/- 7 ngày qua	-7%
+/- 1 tháng qua	-2%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

Email : havt@bsc.com.vn

Tel:+ 84.39352722 (108)

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH** cổ phiếu NT2 với giá mục tiêu 12 tháng là từ 30,370 đồng/cp (+34% so với giá thị trường ngày 04.03.2015) theo phương pháp FCF. Chúng tôi lưu ý, NT2 sẽ tiết giảm được nhiều chi phí trong năm 2015 và được hưởng lợi trực tiếp trong xu hướng giảm giá của đồng EUR

PV Power NT2 cung cấp khoảng 3.4% tổng sản lượng điện tiêu thụ của Việt Nam, là nhà máy nhiệt điện khí có công suất lớn thứ 3 của Việt Nam. **Kết quả kinh doanh tăng trưởng mạnh trong năm 2014** với lợi nhuận sau thuế đạt 933 tỷ đồng, tăng đột biến so với lợi nhuận 8 tỷ đồng năm 2013, tương đương EPS 2014 đạt 3,645 đồng/cổ phiếu.

BSC đánh giá NT2 sẽ duy trì kết quả kinh doanh khả quan từ 2015 nhờ những yếu tố sau: (1) Sản lượng điện sản xuất tăng nhẹ do không có sửa chữa lớn.(2) Khấu hao năm 2015 sẽ tiếp tục giảm khoảng 140 tỷ đồng so với cùng kỳ. (3) Giá đồng euro được dự báo sẽ tiếp tục giảm giúp doanh nghiệp ghi nhận khoản lãi tỷ giá đáng kể.(4) Phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản giảm mạnh từ 2015.(5) Thực hiện ghi nhận khoản hồi tố chênh lệch doanh thu bán điện của giai đoạn 2011-2013 vào kết quả kinh doanh giai đoạn 2014-2017.

BSC dự báo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2015 (với giả định tỷ giá EUR/USD xuống 1.08 vào cuối năm 2015 và tỷ giá USD/VND tăng 1%) theo 2 trường hợp sau:(1) **Trường hợp 1:** Doanh nghiệp phân bổ khoảng 200 tỷ hồi tố trong năm 2015 thì doanh thu sẽ đạt 7,183 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 617 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 đạt 2,411 đồng/cổ phiếu.(2)**Trường hợp 2:** Doanh nghiệp phân bổ hết toàn bộ khoản hồi tố còn lại trong năm 2015 thì doanh thu sẽ đạt 7,641 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 1,047 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 đạt 4,091 đồng/cổ phiếu.

Tỷ lệ chi trả cổ tức: doanh nghiệp dự kiến sẽ chi trả 20% cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2014 (đã tạm ứng 5%) và 15% cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2015.

Niêm yết trên HOSE từ tháng 4/2015: Theo nghị quyết của Đại hội Cổ đông ban hành ngày 04/12/2014, NT2 dự kiến sẽ đăng ký giao dịch chính thức trên HOSE từ ngày 10/4/2015 đến ngày 30/4/2015.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần (tỷ đ)	83	952	5,451	5,881	6,407
% tăng trưởng y-o-y		1046.76%	472.57%	7.89%	8.94%
Tổng tài sản (tỷ đ)	11,503	14,473	13,486	12,186	11,760
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,776	2,777	2,782	2,788	3,589
CPLH bình quân (Triệu cp)	256	256	256	256	256
LN sau thuế (tỷ đ)	32	15	8	8	933
% tăng trưởng y-o-y		-51.28%	-50.17%	6.99%	11251.65%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	124	60	30	32	3,645
Giá trị sổ sách (đ/cp)	10,844	10,849	10,869	10,805	13,901
Lợi nhuận gộp biên	100.00	10.38%	11.57%	13.72%	15.51%
ROS	38.12%	1.62%	0.14%	0.14%	14.56%
ROE	1.14%	0.56%	0.28%	0.29%	26.00%
ROA	0.28%	0.11%	0.06%	0.07%	7.93%

Nguồn: BCTC NT2, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
Tên giao dịch:	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
Tên viết tắt:	PVPOWER NT2
Địa chỉ:	Ấp 3, xã Phước Khánh, huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai
Tel:	(061) 2225 899
Fax:	(061) 2225 897
Website:	http://www.pvpnt2.com/
Vốn điều lệ:	2,560,000,000,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Sản xuất và kinh doanh điện năng
Ngành nghề kinh doanh chính	Sản xuất và kinh doanh điện năng

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
15/06/2007	Thành lập CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2.
06/04/2010	Ký kết Hợp đồng Mua bán khí Nhà máy điện Nhơn Trạch 2.
21/02/2011	Tổ máy tuabin khí-máy phát số 01 (GT11) công suất 250MW, bắt đầu chính thức đưa vào vận hành thương mại.
14/09/2011	Ký kết Hợp đồng bảo trì dài hạn nhà máy.
16/10/2011	Toàn bộ Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 đã hoàn thành công tác xây dựng và chính thức đi vào vận hành thương mại.
02/05/2012	Ký kết Hợp đồng mua bán điện giá tạm tính với EVN.
28/05/2014	Ký kết Hợp đồng mua bán điện giá chính thức với EVN

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 30.06.2014

Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam	160,766,150	62.8%	Phổ thông
Công ty TNHH Phát triển Công nghệ (CFTD)	21,384,000	8.35%	Phổ thông
Tổng Công ty Điện lực Vinacomin	12,800,000	5%	Phổ thông
Tập đoàn Bưu chính Viễn thông Việt Nam	12,800,000	5%	Phổ thông
Electric Power Deve;opment Co.,LTd	12,800,000	5%	Phổ thông

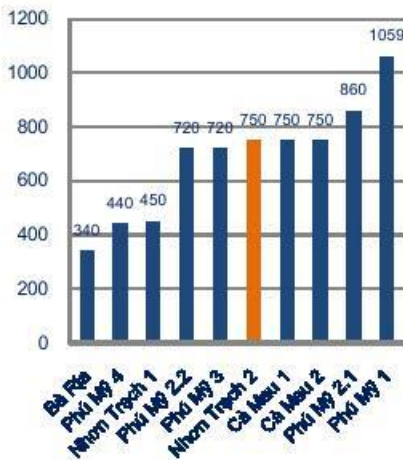
Cơ cấu cổ đông đến 31.12.2013

Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Loại cổ phần
Cổ đông nhà nước	186,366,150	72.8%	
Cổ đông nội bộ	22,000	0.0086%	
- Hội đồng quản trị	7,500	0.0029%	Phổ thông
- Ban kiểm soát	0	0%	Phổ thông
- Ban Giám đốc	14,500	0.0057%	Phổ thông
Cổ đông bên ngoài	69,611,850	27%	
- Trong nước	56,811,850	22.2%	Phổ thông
- Nước ngoài	12,800,000	5%	Phổ thông
Tổng cộng	256,000,000	100%	Phổ thông

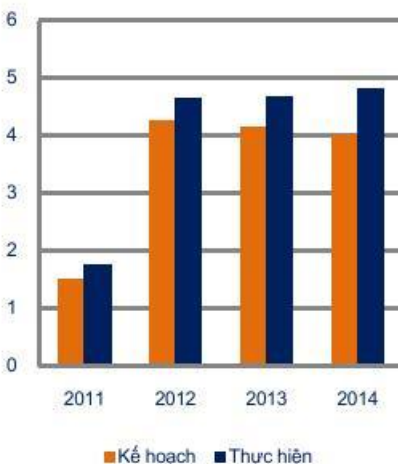
- PVPower NT2 được thành lập với sự tham gia góp vốn của 6 cổ đông lớn bao gồm: Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power); Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN); Tập đoàn Bưu chính Viễn thông (VNPT); Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (TKV); Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV); Công ty TNHH Phát triển Công nghệ (CFTD).
- Cổ đông nhà nước nắm giữ phần lớn cổ phần tại doanh nghiệp trong khi cổ đông nội bộ nắm giữ phần vốn không đáng kể.
- Theo chủ trương thoái vốn ngoài ngành của chính phủ, các cổ đông như VNPT, BIDV và có thể là Vinacomin sẽ phải dần thoái vốn khỏi doanh nghiệp. Cụ thể, tập đoàn Bưu chính Viễn thông đã bán 7,888,100 cổ phiếu và đăng ký tiếp tục bán 4,911,900 cổ phiếu từ ngày 02/03/2015 đến ngày 31/03/2015 theo phương thức thỏa thuận và khớp lệnh.
- Doanh nghiệp dự kiến sẽ niêm yết trên HOSE trong tháng 4/2015. Để đạt đủ điều kiện niêm yết trên HOSE, thì tỷ lệ nắm giữ của các cổ đông lớn phải giảm xuống dưới 80% (hiện tại là 81.15%).

HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP

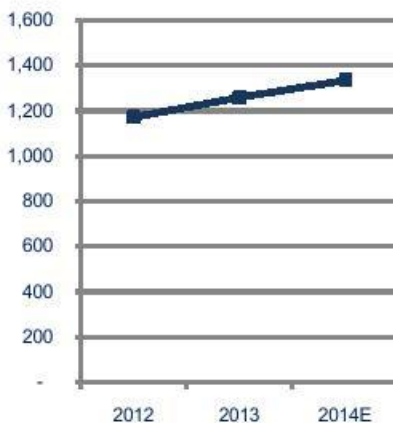
Các nhà máy nhiệt điện khí tại Việt Nam



Sản lượng điện thương mại của NT2



Giá bán điện trung bình (đồng/kWh)



CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (PV Power NT2) thực hiện xây dựng và quản lý vận hành khai thác dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 có công suất 750 MW gồm 2 tuabin khí có tổng công suất là 500 MW và 1 tuabin hơi có công suất 250 MW được chính thức đưa vào vận hành thương mại từ 21/02/2011. Hiện PV Power NT2 là một trong những nhà máy nhiệt điện khí có công suất lớn thứ 3 của Việt Nam, đứng sau 2 nhà máy nhiệt điện khí Phú Mỹ 1 và Phú Mỹ 2.1. Với sản lượng cả năm 2014 ước đạt 4.8 tỷ kWh, nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 đã cung cấp khoảng 3.4% tổng sản lượng điện tiêu thụ của Việt Nam.

Lợi nhuận tăng trưởng đột biến trong năm 2014: theo báo cáo tài chính chưa kiểm toán năm 2014, NT2 đạt 6407 tỷ đồng doanh thu, tăng nhẹ 9% so với 2013. Trong khi đó, lợi nhuận sau thuế đạt 933 tỷ đồng, tăng đột biến so với 8 tỷ đồng của 2 năm liền trước. Việc lợi nhuận tăng mạnh là nhờ những nguyên nhân sau: **(1)** sản lượng điện tiêu thụ đạt khoảng 4.8 tỷ kWh, tăng 2.8% y.o.y **(2)** Giá bán điện tăng trung bình tăng 6.0% y.o.y. **(3)** Thời gian khấu hao máy móc thiết bị hình thành từ đầu tư xây dựng Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 được giãn từ 10 lên 14 năm giúp chi phí khấu hao giảm 143 tỷ đồng năm 2014. **(4)** Đồng EUR bị giảm giá mạnh trong năm 2014 giúp doanh nghiệp ghi nhận 424 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá trong khi năm 2013 doanh nghiệp phải ghi nhận 304 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá.

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG

Sản lượng điện thương phẩm tăng qua các năm: từ khi vận hành thương mại từ năm 2011, sản lượng điện thương phẩm của doanh nghiệp đều tăng nhẹ qua các năm. Năm 2014, mặc dù nhà máy phải dừng khoảng 20 ngày để thực hiện sửa chữa lớn (trung tu), sản lượng điện thương phẩm cả năm vẫn đạt khoảng 4.8 tỷ kWh, tăng 3% so với năm 2013, đạt khoảng 74% công suất. Hơn nữa với dự báo hạn hán sẽ nghiêm trọng hơn các năm trước cùng với việc sẽ không có sửa chữa lớn trong năm, sản lượng điện thương phẩm của doanh nghiệp trong năm 2015 được dự báo sẽ tăng nhẹ 2%, đạt khoảng 4.875 tỷ kWh.

Hoạt động hiệu quả trên thị trường phát điện cạnh tranh: chính thức tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) từ tháng 7/2012, khoảng 10-15% sản lượng điện sản xuất hàng năm của NT2 được tiêu thụ trên thị trường phát điện cạnh tranh. NT2 có một số lợi thế khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh gồm **(1) Thiết kế và công nghệ của nhà máy** cho phép thay đổi phụ tải nhanh chóng, khả năng tăng giảm công suất phát điện rất linh hoạt trong 1 dải công suất khá rộng nên được ưu tiên cấp điện vào hệ thống lúc xảy ra quá tải. **(2) Lợi thế vị trí** do nhà máy nằm tại Đồng Nai, trung tâm phụ tải của Đông Nam Bộ- khu vực kinh tế năng động, tập trung nhiều nhà máy công nghiệp, nhu cầu tiêu thụ điện cao. Do vậy việc truyền tải điện từ nhà máy Nhơn Trạch 2 đạt hiệu suất cao, mức hao hụt thấp hơn và việc lấy từ các nhà

máy điện khác ở khu vực Tây Nam Bộ. Hơn nữa, 20% điện thương phẩm của miền Nam vẫn phải truyền tải từ miền Bắc và miền Trung vào.

Giá bán điện được ký kết chính thức và ghi nhận hồi tố: tháng 5/2014, NT2 đã hoàn thành đàm phán và ký kết hợp đồng mua bán điện với giá chính thức cao hơn giá tạm tính của các năm trước. Nhờ vậy, doanh nghiệp sẽ nhận được khoản hồi tố hơn 800 tỷ từ EVN cho chênh lệch doanh thu bán điện tạm tính và chính thức cho các năm trước và dự kiến khoản hồi tố này được phân bổ thành 4 kỳ trong giai đoạn 2014-2017 trong đó năm 2014 ghi nhận 245 tỷ hồi tố.

Sản lượng điện trong bao tiêu không chịu rủi ro biến động đầu vào: EVN và NT2 đã ký kết hợp đồng mua bán điện PPA với thời hạn 10 năm từ 2011-2021 với suất tiêu hao nhiên liệu thực tế năm 2012 được lấy làm suất tiêu hao nhiên liệu năm cơ sở để tính toán giá điện chính thức của hợp đồng mua bán điện. Giá điện được ký kết gồm 2 phần giá cố định và giá biến đổi trong đó giá cố định tính đến chi phí vốn đầu tư xây dựng (suất đầu tư, chi phí tài chính), chi phí vận hành bảo dưỡng cố định (chi phí sửa chữa lớn định kỳ, chi phí nhân công, chi phí dịch vụ mua ngoài, chi phí khác bằng tiền) và giá biến đổi tính theo giá nhiên liệu chính (giá khí), chi phí vật liệu phụ, chi phí khởi động cho phép, chi phí sửa chữa bảo dưỡng nhỏ thường xuyên. Như vậy các rủi ro từ việc biến động giá cả đầu vào đều được chuyển sang bên mua điện.

Chi phí khấu hao giảm mạnh từ năm 2014: chi phí khấu hao là chi phí lớn thứ 2 sau chi phí nhiên liệu, chiếm khoảng 20% tổng chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp trong giai đoạn 2011-2013. Ngày 05/09/2014, Hội đồng quản trị NT2 đã ra quyết định thay đổi thời gian khấu hao tài sản cố định cho tài sản là máy móc thiết bị hình thành từ việc đầu tư xây dựng Nhà máy điện chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 từ 10 năm thành 14 năm, áp dụng từ quý III/2014. Nhờ vậy chi phí khấu hao năm 2014 đã giảm 143 tỷ so với năm 2013 và năm 2015, chi phí khấu hao ước tính tiếp tục giảm khoảng hơn 140 tỷ so với năm 2014.

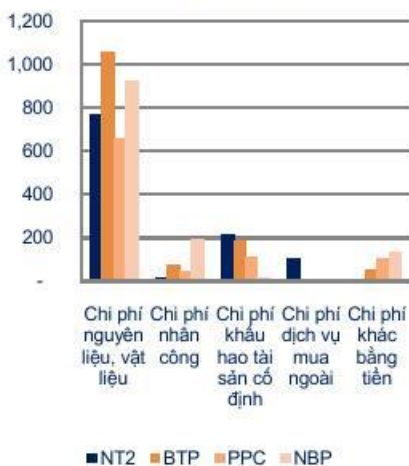
Tiết kiệm chi phí nhân công: do được xây dựng muộn với dây chuyền máy móc hiện đại nên trong khi chi phí khấu hao vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu chi phí thì NT2 có chi phí nhân công tiết kiệm hơn các nhà máy nhiệt điện khác với định mức khoảng 12 đồng/kWh cho năm 2013.

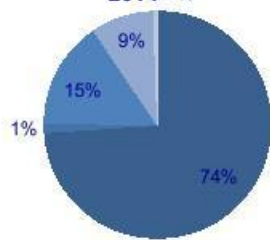
HẠN CHẾ

Giá khí chiếm đến hơn 70% chi phí sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Suất tiêu hao nhiên liệu của NT2 ước tính khoảng 0.18 m³ khí/kWh.

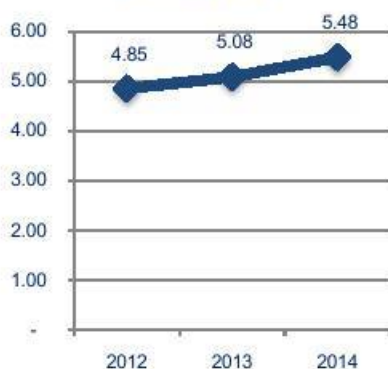
Khả năng thiếu khí trong năm 2015: theo thông báo của PVGAS, năm 2015, sẽ có khoảng 65 ngày các nguồn khí cung cấp cho nhiệt

Chi phí cho 1kWh ước tính của các nhà máy nhiệt điện năm 2013



Cơ cấu chi phí sản xuất kinh doanh của Nhơn Trạch 2 năm 2014


- Chi phí nguyên liệu, vật liệu
- Chi phí nhân công
- Chi phí khấu hao tài sản cố định
- Chi phí dịch vụ mua ngoài
- Chi phí khác bằng tiền

Giá mua khí bình quân (USD/triệu btu)


điện bị gián đoạn do bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ và thay thế thiết bị. Do vậy nhà máy có thể phải sử dụng nhiên liệu dự phòng là dầu FO với chi phí cao, suất tiêu thụ tối đa trong trường hợp không có khí là 2,600 tấn/ngày. Tuy nhiên, về dài hạn, nguồn khí đầu vào được đảm bảo do NT2 đã ký hợp đồng mua bán khí với thời hạn 25 năm (2011-2036) với Tổng Công ty Khí Việt Nam (PVGAS), đảm bảo cung cấp lượng khí cần thiết tương ứng với công suất phát điện của nhà máy với khối lượng bao tiêu khoảng 2.1505 triệu m³ khí/ngày đêm.

Bất lợi giá khí đầu vào: Do đi vào vận hành muộn hơn nên giá khí cung cấp cho Nhơn Trạch 2 đắt hơn các nhà máy điện tuabin khí khác ở khu vực miền Đông Nam Bộ cùng lấy khí ở bể Nam Côn Sơn. Hiện tại, sản lượng khí mua từ PVGAS của NT2 đều trong bao tiêu nên giá khí được ký kết trực tiếp và không ảnh hưởng bởi biến động giá dầu. Ngoài ra, giá mua khí của NT2 được điều chỉnh tăng 3%/năm từ 1/3/2015 cùng với lộ trình tăng của giá khí ngoài bao tiêu. Tuy nhiên, theo cập nhật từ PVGAS, PVN đã trình công văn đề xuất với bộ công thương về việc tính giá khí bán điện trong bao tiêu theo giá thị trường với công thức dựa trên giá dầu FO.

TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014
Cơ cấu vốn				
Vốn vay/VCSH	3.76	3.36	3.03	1.92
Tổng tài sản/VCSH	5.21	4.85	4.37	3.28
Cơ cấu tài sản				
TS dài hạn/ Tổng TS	0.87	0.85	0.84	0.78
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.13	0.15	0.16	0.22
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT nhanh	0.72	0.75	0.85	0.98
Hệ số TT ngắn hạn	0.79	0.82	0.95	1.10
Năng lực HĐ (ngày)				
Số ngày phải thu	26	5	-	-
Số ngày tồn kho	39	14	15	17
Số ngày phải trả	190	32	14	2
Khả năng sinh lời (%)				
Lợi nhuận gộp biên	10.38%	11.57%	13.72%	15.51%
ROS	1.62%	0.14%	0.14%	14.56%
ROE	0.56%	0.28%	0.29%	26.00%
ROA	0.11%	0.06%	0.07%	7.93%

Áp lực trả nợ vay lớn: doanh nghiệp sử dụng nguồn vốn vay dài hạn từ các ngân hàng nước ngoài để tài trợ việc xây dựng nhà máy điện với trong đó nợ gốc và lãi vay được trả định kỳ 6 tháng một lần, chia làm 19 kỳ. Mỗi kỳ doanh nghiệp phải chi trả 10,267,703 EUR và 11,238,391 USD tiền nợ gốc, tương đương mỗi năm NT2 phải chi trả hơn 1,000 tỷ đồng nợ gốc. Do đó, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chủ yếu dùng để chi trả nợ vay hàng năm, hoạt động đầu tư mới không đáng kể và số dư tiền mặt thấp.

Tỷ trọng tài sản dài hạn giảm dần: do các khoản mục đầu tư mới thấp trong khi chi phí khấu hao lớn và chi phí trả trước dài hạn được phân bổ hàng năm lớn nên tài sản dài hạn của doanh nghiệp giảm nhanh qua từng năm trong khi tài sản ngắn hạn lại tăng lên nhờ doanh thu bán điện tăng hàng năm.

Khả năng thanh toán dần cải thiện: Trong giai đoạn 2011-2014, trong khi tài sản ngắn hạn tăng đến 32% (chủ yếu tăng tiền, đầu tư ngắn hạn và phải thu khác nhờ doanh thu bán điện cho EVN tăng hàng năm) thì nợ ngắn hạn lại giảm nhẹ 4% do phải trả nhà cung cấp ngắn hạn giảm mạnh và vay ngắn hạn (vay dài hạn đến hạn trả) giảm nhẹ qua từng năm.

Năng lực hoạt động tốt: theo chia sẻ của doanh nghiệp, công nợ của EVN là từ 1-2 tháng trong khi nợ phải trả PVGAS là từ 2-3 tháng. Hơn nữa, do cùng thuộc tập đoàn PVN nên nếu EVN có chậm thanh toán công nợ cho NT2 thì doanh nghiệp cũng có thể xin kéo dài thời gian trả nợ cho PVGAS.

Khả năng sinh lời tăng mạnh: bắt đầu phát điện thương mại từ năm 2015, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp đều tăng qua các năm từ 10.38% vào năm 2011 lên 15.51% vào năm 2014. Nguyên nhân chủ yếu do doanh nghiệp thực hiện hiệu quả việc bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh. Hơn nữa, do chịu ảnh hưởng lớn của việc biến động tỷ giá nên trong khi năm 2012 và 2013 doanh nghiệp phải chịu khoản lỗ tỷ giá tương đối lớn thì năm 2014 ghi nhận khoản lãi tỷ giá đáng kể, giúp biên lợi nhuận sau thuế tăng đột biến.

Ghi nhận lãi tỷ giá lớn: sự mất giá mạnh của đồng EUR trong năm 2014 đã giúp doanh nghiệp ghi nhận 424 tỷ lãi chênh lệch tỷ giá từ khoản vay bằng EUR vào doanh thu hoạt động tài chính gồm 21 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá đã thực hiện và 404 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện. Hơn nữa, đồng EUR được dự báo tiếp tục mất giá mạnh trong năm 2015 do chính sách nới lỏng tiền tệ để kích thích nền kinh tế của châu Âu. Cụ thể, Goldman Sachs dự báo tỷ giá EUR/USD sẽ có thể xuống 1.08 vào cuối năm 2015; bằng 1 vào cuối năm 2016 và bằng 0.9 vào cuối năm 2017. Trong khi đó tỷ giá USD/VND ít biến động do chính sách tỷ giá cố định của Việt Nam. Như vậy, NT2 được kỳ vọng sẽ tiếp tục ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá đáng kể trong 3 năm tới.

Phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản giảm mạnh từ 2015: trong giai đoạn 2011-2014, mỗi năm doanh nghiệp phải



phân bổ khoảng 126 tỷ lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản vào chi phí tài chính. Tính đến thời điểm 31/12/2014, khoản lỗ chênh lệch tỷ giá hối đoái lũy kế trong quá trình đầu tư xây dựng cơ bản chờ phân bổ chỉ còn 66 tỷ đồng. Như vậy, lỗ chênh lệch tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản được phân bổ vào chi phí tài chính năm 2015 sẽ giảm khoảng 60 tỷ đồng so với các năm trước và việc phân bổ lỗ chênh lệch tỷ giá này sẽ kết thúc vào năm 2015.

Phân bổ chi phí trung tu nhà máy điện từ năm 2015-2018: năm 2014, khi nhà máy đạt 25,000 giờ vận hành EOH, doanh nghiệp đã thực hiện trung tu theo yêu cầu kỹ thuật với tổng chi phí là 73 tỷ. Chi phí trung tu này được ghi nhận và phân bổ vào kết quả hoạt động kinh doanh cho kỳ phát sinh 25,000 giờ EOH tiếp theo, dự kiến là trong 4 năm từ 2015 đến 2018 với ước tính mỗi năm phân bổ khoảng 18 tỷ đồng.

Thuế suất thuế TNDN tăng lên 5% từ năm 2015: công ty có nghĩa vụ nộp thuế thu nhập doanh nghiệp theo thuế suất 10% tính trên thu nhập chịu thuế từ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng trong 15 năm kể từ năm đầu tiên có doanh thu trong đó doanh nghiệp được miễn thuế 4 năm kể từ khi có thu nhập chịu thuế đối với hoạt động sản xuất kinh doanh điện năng và giảm 50% số thuế phải nộp cho 9 năm tiếp theo. Như vậy, từ năm 2015, doanh nghiệp sẽ bắt đầu chịu thuế suất 5% thay vì được miễn thuế như 4 năm trước.

ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro biến động chi phí đầu vào: hợp đồng mua bán khí ký kết giữa NT2 và PVGAS có thời hạn 25 năm từ 2011-2035 trong đó giá mua khí được ký kết trực tiếp, không chịu ảnh hưởng của giá dầu. Tuy nhiên, khi sản lượng khí suy giảm hoặc bị gián đoạn, sản xuất điện sẽ gặp khó khăn vì phải dùng nhiên liệu dự phòng là dầu DO với chi phí cao. Theo công thức tính giá điện trong hợp đồng PPA đã tính đến hết biến động chi phí đầu vào, nên việc biến động chi phí đầu vào chỉ ảnh hưởng đến phần sản lượng bán trên thị trường phát điện cạnh tranh của doanh nghiệp, hiện chiếm khoảng 10-15% sản lượng điện thương phẩm hàng năm.

Rủi ro biến động giá đầu ra: đặc thù của ngành kinh doanh điện là giá mua bán điện phụ thuộc vào sự điều chỉnh giá của Nhà Nước. Tuy nhiên, hợp đồng mua bán điện giữa NT2 và EVN được ký kết 10 năm từ 2011-2021 và giá bán điện đã được ký kết chính thức từ tháng 5/2014. Do đó chúng tôi đánh giá rủi ro biến động đầu ra của doanh nghiệp ở mức thấp.

Rủi ro tỷ giá: chúng tôi đánh giá rủi ro tỷ giá hiện là rủi ro lớn nhất của doanh nghiệp, có ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp do doanh nghiệp có số dự nợ vay bằng ngoại tệ lớn. Theo phân tích độ nhạy, nếu trong năm 2015, tỷ giá đồng VND tăng/giảm 1% so với đồng EUR và USD thì lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp sẽ giảm/tăng lần lượt khoảng 34 tỷ đồng và 31 tỷ đồng.

Rủi ro thanh khoản: do áp lực chi trả nợ gốc hàng năm lớn nên doanh



ngành đang đối mặt với rủi ro thanh khoản tương đối cao. Tuy nhiên rủi ro thanh khoản giảm dần qua từng năm với hệ số thanh toán ngắn hạn tăng từ 0.79 vào năm 2011 lên mức an toàn là 1.10 vào năm 2014.

TRIỂN VỌNG NGÀNH ĐIỆN

Chúng tôi nhận định ngành điện sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định trong năm 2015 do hưởng lợi từ việc giá dầu giảm và tỷ giá, đặc biệt là các doanh nghiệp nhiệt điện. Đồng thời, chúng tôi cũng nhận định nhiều khả năng giá điện bán lẻ sẽ tăng trong năm 2015 để bù đắp chi phí treo của năm 2014 cũng như chi phí mua than tăng lên của các nhà máy điện.

Sản lượng điện dự kiến tăng 10% y.o.y: năm 2015, dự kiến EVN sản xuất và mua ngoài 156.9 tỷ kWh và điện thương phẩm đạt 141.8 tỷ kWh, tăng 10% so với năm 2014.

Tăng giá điện bán lẻ: EVN đã kiến nghị điều chỉnh giá điện năm 2015 lên mức 1,652.19 đồng/kWh, tăng 9.5% so với giá bán điện bình quân năm 2014 nhằm bù đắp cho chi phí treo, chưa được hạch toán vào năm 2014 do giá than và giá khí trên bao tiêu bán cho điện tăng theo lộ trình. Điều này có thể giúp giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh cao hơn so với năm 2014.

Giá dầu và giá khí giảm: từ ngày 1/1/2015 giá khí trên bao tiêu sẽ được tăng lên mức bằng 100% giá thị trường (46% giá dầu FO trung bình của thị trường Singapore + chi phí vận chuyển). Đồng thời PVN và PVGAS đã gửi công văn lên bộ công thương đề xuất tính giá khí trong bao tiêu theo giá thị trường. Trong khi đó giá dầu được các tổ chức lớn như Morgan Stanley, Goldman Sachs, EIA và Moody's dự báo sẽ tiếp tục giảm trong 6 tháng đầu năm 2015 sau đó hồi phục và giữ ở mức thấp trong nửa cuối năm 2015. Như vậy chi phí nhiên liệu của các nhà máy nhiệt điện chạy dầu và chạy khí có thể giảm trong năm 2015.

Nguy cơ thiếu điện tại miền Nam: do nguồn điện được phân bổ không đều, tập trung ở miền Bắc và miền Trung, các dự án nhà máy điện tại miền Nam bị chậm tiến độ trong khi nhu cầu tiêu dùng điện của miền Nam chiếm tới khoảng 50% nhu cầu tiêu thụ điện cả nước. Việc thiếu điện tại miền Nam có thể dẫn đến việc huy động nguồn điện từ các nhà máy nhiệt điện chạy dầu với giá mua khoảng 5,600 đồng/kWh, cao gấp gần 4 lần mức giá bán điện hiện tại hoặc mua điện từ Trung Quốc.

Hạn hán nặng trong năm 2015: theo Bộ trưởng Bộ Nông nghiệp và Phát triển nông thôn, năm 2015 dự báo tình hình hạn hán sẽ diễn ra trên diện rộng, gay gắt và có khả năng kéo dài trong 5 tháng. Hiện tại thủy điện hiện chiếm tới 49% tổng công suất phát điện của Việt Nam.



PVN tập trung vào các dự án nhiệt điện: đối mặt với việc giá dầu giảm mạnh trong nửa cuối năm 2014 và dự báo tiếp tục giảm trong năm 2015, PVN có thể sẽ cân đối lại kế hoạch đầu tư cho các dự án trên bờ (onshore) và ngoài khơi (offshore), tập trung đầu tư phát triển các dự án trên bờ và cần trọng đối với các dự án khai thác mới ngoài khơi. PVN đang đầu tư 5 dự án nhiệt điện than lớn với tổng công suất hơn 6,000 MW bao gồm Vũng Áng, Thái Bình, Long Phú, Sông Hậu và Quảng Trạch.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng điện sản xuất năm 2015 sẽ tăng nhẹ so với 2014 do không có sửa chữa bảo dưỡng lớn trong năm cùng với dự báo hạn hán diễn ra khắc nghiệt hơn trong năm 2015. Doanh nghiệp sẽ tiếp tục duy trì mức sản lượng này cho năm 2016 và 2018. Năm 2017, do tiến hành đại tu kéo dài khoảng 3 tháng nên sản lượng điện sản xuất sẽ giảm mạnh.
- Giá khí đầu vào sẽ tăng 3%/năm từ 1/3/2015.
- Giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ tăng dần theo xu hướng tăng dần của chi phí đầu vào.
- Doanh nghiệp sẽ tiến hành đại tu nhà máy vào năm 2017
- Goldman Sachs dự báo tỷ giá EUR/USD sẽ có thể xuống 1.08 vào cuối năm 2015; bằng 1 vào cuối năm 2016 và bằng 0.9 vào cuối năm 2017.
- Tỷ giá USD/VND sẽ tăng khoảng 1% mỗi năm.

Kết quả dự báo

Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong năm 2015 theo 2 trường hợp sau:

- **Trường hợp 1:** Doanh nghiệp phân bổ khoảng 200 tỷ hồi tố trong năm 2015 thì doanh thu sẽ đạt 7,183 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 617 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 đạt 2,411 đồng/cổ phiếu.

- **Trường hợp 2:** Doanh nghiệp phân bổ hết toàn bộ khoản hồi tố còn lại trong năm 2015 thì doanh thu sẽ đạt 7,641 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 1,047 tỷ đồng, tương đương EPS 2015 đạt 4,091 đồng/cổ phiếu.

Chúng tôi lưu ý, kết quả dự báo trên đã được điều chỉnh so với báo cáo cập nhật cổ phiếu NT2 trong [Báo cáo phân tích Triển vọng ngành năm 2015 phát hành ngày 26.01.2015](#) và [Báo cáo cập nhật cổ phiếu NT2 phát hành ngày 28.01.2015](#) do thay đổi dự báo sản lượng điện sản xuất và tỷ giá EUR/VND.

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ
ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Lãi suất phi rủi ro Rf	Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu NT2 như sau: Một số giả định: - Chi phí vốn chủ sở hữu là 16.49%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định (1) beta 1 năm của cổ phiếu NT2 theo tính toán của bloomberg là 0.85; (2) Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2009-2014 của VNindex là 11.75%; (3) Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 6.50%. - Chi phí vốn vay trung bình là 3.75% - Thuế suất thuế TNDN là 5% - Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 44/56 cho giai đoạn 2014-2018 và là 30/70 cho giai đoạn sau 2018
Lợi suất thị trường Rm	
Beta 1 năm	
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	
Chi phí sử dụng vốn vay	
Chi phí sử dụng vốn bình quân	
Tăng trưởng dài hạn sau 2018 (g)	
Giá một cổ phần (đồng/cp):	
Trường hợp 1	
Trường hợp 2	
Giá hợp lý cho một cổ phần (đồng/cp)	

Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 từ năm 2015-2018:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp nhờ sản lượng điện sản xuất đạt ở mức cao (trừ năm 2017 do thực hiện đại tu nhà máy).
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2018):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 5%, thấp hơn mức tăng trưởng GDP dự báo.

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA MẠNH cổ phiếu NT2** với giá mục tiêu 12 tháng là từ 30,370 đồng/cp (+34% so với giá thị trường ngày 04.03.2015). Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục tăng trưởng nhanh trong năm 2015 với sản lượng điện sản xuất tăng nhẹ, đồng EUR được dự báo tiếp tục mất giá và khoản hồi tố chênh lệch doanh thu bán điện trong giai đoạn 2011-2013 sẽ tiếp tục được phân bổ trong kết quả kinh doanh năm 2015.



PHỤ LỤC 01: Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		9.38%	9.88%	10.38%	10.88%	11.38%	11.88%	12.38%
Giá cổ phần	2.5%	28,673	25,653	22,965	20,556	18,385	16,417	14,626
	3.0%	30,999	27,663	24,713	22,087	19,734	17,612	15,689
	3.5%	33,654	29,937	26,678	23,797	21,231	18,931	16,858
	4.0%	36,710	32,531	28,901	25,717	22,902	20,395	18,148
	4.5%	40,268	35,519	31,437	27,890	24,780	22,029	19,579
	5.0%	44,461	38,996	34,357	30,370	26,905	23,865	21,178
	5.5%	49,476	43,094	37,756	33,225	29,329	25,943	22,973
	6.0%	55,582	47,996	41,762	36,548	32,120	28,313	25,005
	6.5%	63,176	53,964	46,554	40,464	35,369	31,043	27,323
	7.0%	72,880	61,387	52,387	45,148	39,198	34,219	29,992
	7.5%	85,715	70,872	59,643	50,851	43,778	37,964	33,098

Nguồn: BSC dự báo

PHỤ LỤC 02: Bảng dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2018
Trường hợp 1:

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	2,516	2,993	2,646	3,064
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	8,398	7,701	7,210	6,479
Tổng tài sản (tỷ đ)	10,914	10,694	9,856	9,543
Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	2,164	2,255	2,097	2,174
Nợ dài hạn (tỷ đ)	4,672	3,569	2,494	1,490
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4,078	4,870	5,264	5,878
Giá trị sổ sách (đồng/cp)	15,812	18,907	20,446	22,845

Báo cáo KQKD	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	7,183	7,524	5,723	7,374
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	821	1,158	625	882
Doanh thu tài chính	274	149	166	132
Chi phí tài chính (tỷ đ)	374	257	203	152
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	617	920	522	742
ROE	15%	19%	10%	13%
EPS (đồng/cp)	2,411	3,594	2,039	2,900

Trường hợp 2:

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	2,932	3,220	2,679	3,093
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	8,398	7,701	7,210	6,479
Tổng tài sản (tỷ đ)	11,329	10,921	9,889	9,572
Nợ ngắn hạn (tỷ đ)	2,150	2,240	2,086	2,159
Nợ dài hạn (tỷ đ)	4,672	3,569	2,494	1,490
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	4,508	5,112	5,309	5,923
Giá trị sổ sách (đồng/cp)	17,492	19,853	20,620	23,019

Báo cáo KQKD	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	7,641	7,324	5,523	7,374
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	1,279	958	425	882
Doanh thu tài chính (tỷ đ)	274	149	166	132
Chi phí tài chính (tỷ đ)	374	257	203	152
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	1,047	732	324	742
ROE	23%	14%	6%	13%
EPS (đồng/cp)	4,091	2,861	1,267	2,900

Nguồn: BSC dự báo



HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NAM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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 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

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: www.facebook.com/BIDVSecurities

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

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.