

### BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 24 tháng 02 năm 2017

**Chuyên viên phân tích**

**Đàm Sỹ Đức**

dsduc@vcbs.com.vn

(+84) 0985451394

### KQKD Q4.2016 và cả năm 2016

NT2 đã công bố báo cáo tài chính 2016 đã kiểm toán. Theo đó, **DT Q4.2016 đạt 3522.1 tỷ đồng (+106.2% yoy)**. **LNST Q4.2016 đạt 225.3 tỷ đồng (-49.9% yoy)**. **SL điện đạt 1,2 tỷ kWh (-20% yoy)**.

KQKD Q4.2016 về SL điện và LNST có chút thất vọng do:

- (1) La Nina về trong Q4 khiến nguồn cung từ thủy điện tăng cao. Do đó, SL điện NT2 được huy động giảm mạnh và giá bán trên thị trường cạnh tranh cũng sụt giảm.
- (2) Tổ máy của một số nhà máy than lớn như Duyên Hải 3, Vũng Áng 2 tiến hành chạy thử nghiệm trong Q4.2016 và được ưu tiên huy động sản xuất điện, góp phần làm giảm SL điện được huy động của NT2.

Trong khi đó, việc DT Q4.2016 tăng so với cùng kỳ 2015 là do EVN hồi tố khoảng 2.000 tỷ đồng cho nhà cung cấp khí của NT2 (GAS) thông qua công ty. Khoản hồi tố này được ghi nhận lên cả DT và chi phí của NT2 nên không có tác động lên LN của công ty.

Cụ thể, căn cứ theo văn bản số 256 được Chính phủ ban hành ngày 12/01/2016, GAS sẽ áp giá khí trên bao tiêu cho các nhà máy điện theo giá thị trường (46% giá dầu FO + tariff) nhưng không thấp hơn giá khí miệng giếng (giá đầu vào của GAS). Theo ban lãnh đạo NT2, cơ chế này đã được áp dụng cho NT2 từ tháng 4/2016. Tuy nhiên, trong giai đoạn tháng 4 tới khoảng tháng 11, NT2 và GAS vẫn tạm thời áp dụng giá thị trường. Vì vậy, trong Q4.2016, theo cơ chế hợp đồng giữa EVN và NT2, EVN đã thông qua NT2 hồi tố khoảng 2.000 tỷ đồng cho GAS, là khoản chênh lệch giữa giá miệng giếng và giá thị trường,

**Lũy kế cả năm, DT đạt 7983.3 tỷ đồng (+18.6% yoy, đạt 133.0% KH năm)**. **LNST đạt 1085.5 tỷ đồng (-4.9% yoy, đạt 149.2% KH năm)**. **SL điện 2016 đạt 5,22 tỷ kWh (-5% yoy, đạt 117,4% KH năm)**.

DT 2016 của NT2 tăng đột biến do khoản hồi tố cho GAS trong Q4.2016. SL điện 2016 của NT2 giảm một chút so với 2015 do kết quả kém khả quan trong Q4.2016 như chúng tôi đã giải thích ở trên. SL điện giảm là nguyên nhân chính dẫn đến LNST của công ty sụt giảm so với 2015.

Chi phí lãi vay của NT2 giảm đều qua từng năm, xuống 156 tỷ đồng trong năm 2016 so với 183 tỷ đồng trong 2015. Về lãi lỗ tỷ giá, trong năm 2016, diễn biến tỷ giá USD/VND và EUR/VND tương đối ổn định. NT2 ghi nhận lãi tỷ giá 32 tỷ đồng trong năm 2016. Trong các năm trước đây, NT2 lỗ tỷ giá 191 tỷ đồng năm 2012, lỗ 430 tỷ đồng năm 2013, lãi 292 tỷ đồng năm 2014, và lỗ 68 tỷ đồng năm 2015.

### MỘT SỐ THÔNG TIN QUAN TRỌNG

#### Dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 được thông qua

Theo văn bản số 212/TTg-CN ra ngày 13/02/2017, thủ tướng Chính phủ đã đồng ý bổ sung vào Quy hoạch điện VII điều chỉnh các dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. Sau khi 2 dự án này được thông qua, tiếp theo, Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam sẽ lên kế hoạch đầu tư 2 dự án, trong đó quyết định ai làm chủ đầu tư của Nhơn Trạch 3. **Tới thời điểm hiện tại, ban lãnh đạo NT2 vẫn chưa xác định công ty có làm chủ đầu tư của Nhơn Trạch 3 hay không.**

Theo ban lãnh đạo NT2, dự án Nhơn Trạch 3 sẽ có vốn đầu tư khoảng 750 triệu USD, với công suất 750 MW. Nhà máy này nhìn chung sẽ được xây dựng tương tự nhà máy Nhơn Trạch 2 (về công suất cũng như chủ thầu Siemens từ Đức). Với hiệu quả hoạt động của NT2, NT3 được dự đoán là một dự án tốt.

### NT2 dự kiến được huy động 5,5 tỷ kWh trong 2017

La Nina diễn ra từ tháng 10/2016 tới đầu tháng 2/2017 khiến nguồn cung thủy điện tăng đột biến và SL điện được huy động của NT2 giảm sút đáng kể. Tuy nhiên, sau khi La Nina kết thúc, tình hình thủy văn cho 2017 được đánh giá không quá thuận lợi như kỳ vọng trước đây là tín hiệu tích cực cho NT2 trong năm 2017.

Theo Quyết định số 4711/QĐ-BCT của Bộ Công thương, NT2 dự kiến sẽ được huy động ở mức rất cao 5.543 triệu kWh trong năm 2017. Tuy đây chỉ là con số kế hoạch, mức huy động này cao hơn mức huy động kế hoạch trong năm 2016 là 5.269 triệu kWh. Điều này phản ánh quan điểm của chúng tôi rằng ngành điện sẽ chịu áp lực thiếu nguồn cung (đặc biệt là khu vực phía Nam) trong năm 2017 và SL điện của NT2 sẽ tích cực trong năm nay.

### ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Từ khi đi vào hoạt động hết công suất năm 2012, nhà máy NT2 tăng SL điện từ khoảng 4,6 tỷ kWh/năm trong giai đoạn 2012 – 2014 lên 5,5 tỷ kWh trong năm 2015 và 5,2 tỷ kWh trong năm 2016. Chúng tôi giữ quan điểm ngành điện sẽ tiếp tục chịu áp lực thiếu cung trong các năm tới và cho rằng NT2 sẽ được huy động sản xuất điện ở mức cao trong tương lai dài hạn, từ khoảng 5,2 tỷ - 5,5 tỷ kWh/năm, tương đương khoảng 290 – 305 ngày hoạt động hết công suất/năm. Đây là mức công suất rất lớn. **Thế mạnh của NT2 là có nhà máy mới, chất lượng tốt (do công ty Siemens của Đức xây dựng), đội ngũ quản lý hiệu quả và hoạt động của NT2 trong 2015 và 2016 cho thấy công ty đủ khả năng duy trì mức công suất này.**

Cho năm 2017, chúng tôi dự phóng SL điện đạt 5.230 triệu kWh (+0,13% yoy), LNST đạt 1.117 tỷ đồng (+2,9% yoy), tương đương EPS forward 2017 ở mức 3.921 đồng/cp. Cụ thể:

- (1) Chúng tôi nâng mức dự phóng SL điện 2017 từ 5.000 triệu kWh trước đây lên 5.230 triệu kWh dựa theo kế hoạch huy động điện của NT2 trong năm 2017 cũng như việc tình hình thủy văn 2017 được dự đoán kém khả quan hơn kỳ vọng trước đây. Lưu ý, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ không đạt được mức SL điện huy động là 5.543 triệu kWh do công ty sẽ thực hiện đại tu trong 2017 và có thể mất khoảng 300 triệu kWh trong thời gian này.
- (2) Chúng tôi nâng dự phóng LNST 2017 từ khoảng 800 tỷ đồng lên 1.117 tỷ đồng dựa trên thay đổi về dự phóng SL điện cũng như việc giá bán trên thị trường cạnh tranh có chiều hướng tăng trong 2017 so với 2016 (giá trần thị trường cạnh tranh là 1.280 đồng/kWh năm 2017 so với 1.171 đồng./kWh năm 2016). Chúng tôi không xét tới lãi lỗ tỷ giá trong dự phóng về LNST.

**Dùng phương pháp định giá P/E**, chúng tôi so sánh P/E của NT2 với 3 công ty nhiệt điện là PPC, NBP và BTP. Xét tới ROE của NT2 cao hơn đáng kể so với các công ty còn lại, cùng như triển vọng huy động điện của NT2 tăng lên do tình trạng thiếu nguồn cung của ngành điện, chúng tôi cho rằng mức P/E của NT2 còn thấp và công ty có thể duy trì mức P/E là 9 lần trong năm 2017. Với EPS 2017 dự phóng 3.921 đồng/cp, giá NT2 ở mức 35.300 đồng/cp.

**Dùng phương pháp định giá DCF**, chúng tôi giả định đời hoạt động của nhà máy NT2 là 30 năm, dựa trên lịch sử hoạt động của các nhà máy nhiệt khí khác trên thế giới. Dựa trên dự phóng của chúng tôi về FCF của NT2, giá hợp lý của NT2 là 32.800 đồng/cp.

Chúng tôi áp dụng tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp định giá và đưa ra giá hợp lý cho cổ phiếu NT2 là 34.500 đồng/CP.

### **Đánh giá**

Chúng tôi cho rằng NT2 là một cổ phiếu ổn định, ít rủi ro về mặt hoạt động sản xuất. Rủi ro về lãi lỗ tỷ giá vẫn tồn tại. Tuy nhiên, xét tới chính sách của Ngân hàng nhà nước Việt Nam duy trì tỷ giá USD/VND bình ổn và đồng EUR đang suy yếu do sự thiếu ổn định tại EU, chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá của NT2 không quá lớn trong năm 2017. Mặc dù vậy, nhà đầu tư vẫn cần theo dõi diễn biến tỷ giá sát sao để đưa ra quyết định đầu tư hợp lý.

**Dù không xét tới triển vọng dự án NT3, chúng tôi cho rằng NT2 vẫn là một cổ phiếu tốt để đầu tư dài hạn.** Hiện tại, việc NT2 có làm chủ đầu tư của NT3 hay không vẫn chưa rõ ràng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kể cả khi NT2 không làm chủ đầu tư của NT3, giá cổ phiếu NT2 hiện tại vẫn thấp khi xét tới triển vọng hoạt động của nhà máy NT2.

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu là 34.500 đồng/CP và khuyến nghị **KHẢ QUAN** cổ phiếu NT2.

**PHỤ LỤC**

**Bảng so sánh định giá tương đối các công ty nhiệt điện**

Mã cổ phiếu	TTS (tỷ đồng)	Nợ/TTS	Hệ số biên EBITDA ttm	Hệ số biên LNST ttm	ROE ttm	EV/ Sales trailing	EV/ EBITDA trailing	P/E trailing	P/B
NT2	12.980	36,5%	24,9%	18,1%	22,4%	1,39x	5,59x	8,48x	1,85x
PPC	10.592	39,7%	13,5%	9,2%	10,6%	1,03x	12,01x	9,76x	1,17x
BTP	1.795	29,9%	7,4%	7,1%	10,9%	0,31x	4,19x	6,86	0,73x
NBP	372	0%	4,1%	2,8%	7,0%	0,15x	3,52x	11,55x	0,82x

(Nguồn: Bloomberg, VCBS – cập nhật ngày 23/02/2017)

**Bảng dự phóng FCFF**

FCFF (triệu VND)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT	1.361.691	1.441.666	1.460.084	1.482.739	1.552.939
(-) EBIT * thuế suất	(72.083)	(73.004)	(74.137)	(77.647)	(78.884)
(+) Khấu hao	691.853	691.853	691.853	691.853	691.853
(-) Đầu tư TSCĐ	(50.000)	(10.000)	(10.000)	(10.000)	(10.000)
(-) Thay đổi trong VLD	(65.416)	338.761	(15.402)	(16.173)	(16.981)
<b>FCFF</b>	<b>2.389.276</b>	<b>2.052.397</b>	<b>2.070.772</b>	<b>2.138.927</b>	<b>2.149.756</b>

Giá trị hiện tại của FCFF (triệu VND)	13.558.873
<b>Giá trị công ty</b>	<b>13.558.873</b>
Tổng nợ vay	5.322.558
Tiền	1.108.501
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.344.816</b>
Khối lượng cổ phiếu (triệu cp)	285
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>32.803</b>

(Nguồn: VCBS dự phóng)

## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Lý Hoàng Anh Thi**

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

**Đàm Sỹ Đức**

Chuyên viên Phân tích

dsduc@vcbs.com.vn