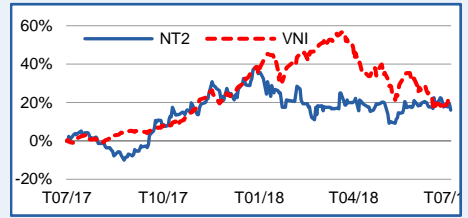


Ngành:	Tiện ích		2017	2018F	2019F	2020F
Ngày báo cáo:	24/07/2018	Tăng trưởng DT	-15,3%	8,1%	6,2%	5,6%
Giá hiện tại:	26.250VND	Tăng trưởng EPS**	1,5%	-21,4%	10,9%	3,7%
Giá mục tiêu:	33.900VND	Tăng trưởng EPS ***	-25,3%	-7,5%	20,9%	4,9%
Giá mục tiêu trước đây:	40.800VND	Biên LN ròng	12,0%	10,3%	11,7%	11,6%
TL tăng:	+29,1%	EV/EBITDA	5,6x	5,9x	5,1x	4,6x
Lợi suất cổ tức:	9,5%	P/E (1) **	7,3x	9,3x	8,4x	8,1x
Tổng mức sinh lời:	+38,7%	P/E (2) ***	9,5x	10,3x	8,5x	8,1x



			NT2	Peers*	VNI
GT vốn hóa:	332,9tr USD	P/E (trượt)	8,0x	17,3x	17,2x
Room KN:	91,7tr USD	P/B (hiện tại)	1,5x	1,3x	2,6x
GTGD/ngày (20n):	0,4tr USD	Nợ ròng/CSH	0,5	0,5	N/A
Cổ phần Nhà nước:	60,0%	ROE	19,1%	8,0%	15,1%
SL cổ phiếu lưu hành	287,9tr	ROA	8,2%	2,6%	2,3%
Pha loãng	287,9tr				

Tổng quan về công ty

NT2 là nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh/năm, tương đương 4% sản lượng điện cả nước.

* Bao gồm CT cùng ngành nước ngoài với hệ số điều chỉnh ** EPS thường xuyên, *** EPS báo cáo

Nguyễn Đắc Phú Thành
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Sự cố đường ống dẫn khí ảnh hưởng đến lợi nhuận 2018

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu dành cho CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) 16,9% vì phần bù rủi ro thị trường tăng cũng như điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận 2018.
- LNST sản xuất điện 6 tháng đầu năm 2018 kém, giảm 20,7% so với cùng kỳ năm ngoái do (1) sản lượng bán ra chỉ phục hồi 17,2% do thiếu khí và (2) giá khí tăng 20,6%.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm 16,4% dự báo LNST sản xuất điện 2018 xuống 828 tỷ đồng, giảm 21,2% so với cùng kỳ năm ngoái, chủ yếu do giả định sản lượng điện thương phẩm thấp hơn so với dự kiến trước đó và giả định giá khí cao hơn.
- Chúng tôi dự báo LNST sản xuất điện 2018-2021 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 6,9% khi tình hình thiếu hụt điện dự kiến ngày càng trầm trọng.
- Yếu tố hỗ trợ: El Nino có khả năng trở lại.
- Rủi ro: Giá dầu tăng, không đủ khí nếu các mỏ khí mới đi vào hoạt động chậm hơn tiến độ, đường ống dẫn khí gặp sự cố trong thời gian dài.

Thiếu hụt khí trong quý 2 là do vấn đề về nén khí, không phải vấn đề về nguồn khí. Do phải dừng hoạt động vì vấn đề kỹ thuật của hệ thống nén khí, sản lượng khí của mỏ khí lớn nhất Việt Nam (Lan Tây/Lan Đỏ, bể Nam Côn Sơn, chiếm khoảng 30% sản lượng khí của Việt Nam) đã giảm khoảng 10% còn 18 triệu m3/ngày từ ngày 27/03 đến ngày 04/06, và nguyên liệu đầu vào của NT2 cũng bị ảnh hưởng tương ứng.

Nguồn cung khí dự kiến sẽ gia tăng. Trong vòng 3 năm tới, nguồn cung khí từ khu vực Đông Nam dự kiến sẽ gia tăng thêm 4%-6% khi sản lượng giảm từ các mỏ khí cũ (Lan Tây/Lan Đỏ) là không đáng kể trong khi khí từ các mỏ khí mới (Phong Lan Đại, Sao Vàng Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng,...) có thể bù đắp cho mức sụt giảm này. Mỏ khí Phong Lan Đại, với công suất 0,7-1,0 tỷ m3/năm, sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2018.

Chúng tôi kỳ vọng LNST thường xuyên năm 2019 sẽ phục hồi 11,1% từ mức cơ sở thấp năm 2018. Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đặt kế hoạch lượng điện tiêu thụ sẽ tăng 10% so với mức tăng trưởng công suất ước tính 5,7%, dẫn đến tình trạng thiếu hụt điện ngày càng trầm trọng và là triển vọng hứa hẹn cho các nhà máy nhiệt điện. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện bán của NT2 sẽ tăng thêm 4,7% YoY. Ngoài ra, chúng tôi giả định giá khí đi ngang trong năm tới với giả định giá dầu 67 USD/thùng, giảm từ mức 70 USD/thùng trong năm nay.

Con gà đẻ trứng vàng với mức cổ tức tiền mặt ấn tượng trong năm 2018. NT2 đã thanh toán cổ tức từ LN chưa phân phối 2.792 đồng/CP (lợi suất 10,6%) ngày 13/07/2018, đồng thời công ty cũng công bố sẽ thanh toán cổ tức tạm ứng 1.500 đồng/CP (lợi suất 5,7%) trong năm nay. Với

mức cổ tức tiền mặt đặc biệt từ LN chưa phân phối, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định cổ tức tiền mặt từ 3.000 đồng/CP (lợi suất 11,4%) còn 2.500 đồng/CP (lợi suất cổ tức 9,5%) trong giai đoạn 2018-2020. Cổ tức thanh toán có thể tăng lên 3.500 đồng/CP (lợi suất cổ tức 13,3%) sau năm 2020 khi công ty không còn các khoản nợ vay.

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)				BẢNG CĐKT (tỷ đồng)			
	2017A	2018F	2019F		2017A	2018F	2019F
Doanh thu	6,761	7,310	7,762	Tiền và tương đương	146	662	272
Giá vốn hàng bán	-5,368	-6,203	-6,567	Đầu tư TC ngắn hạn	900	0	0
Lợi nhuận gộp	1,393	1,107	1,195	Các khoản phải thu	1,682	1,638	1,750
Chi phí bán hàng	0	0	0	Hàng tồn kho	259	246	261
Chi phí quản lí DN	-114	-114	-116	TS ngắn hạn khác	114	114	114
LN thuần HĐKD	1,279	993	1,079	Tổng TS ngắn hạn	3,101	2,660	2,396
Thu nhập tài chính	63	49	27	TS dài hạn (gộp)	11,312	11,412	11,512
Chi phí tài chính	-490	-253	-151	- Khấu hao lũy kế	-5,091	-5,783	-6,475
Trong đó, chi phí lãi vay	120	105	81	TS dài hạn (ròng)	6,221	5,629	5,037
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	1	0	0	TS dài hạn khác	642	492	342
LNTT	853	789	955	Tổng TS dài hạn	6,863	6,121	5,379
Thuế TNDN	-43	-39	-48	Tổng Tài sản	9,964	8,781	7,776
LNST trước CĐTS	810	750	907	Phải trả ngắn hạn	922	1,020	1,080
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	Nợ ngắn hạn	1,066	1,492	1,303
LN ròng trừ CĐTS, báo cáo	810	750	907	Nợ ngắn hạn khác	296	390	414
LN ròng trừ CĐTS, điều chỉnh ⁽¹⁾	1,052	828	922	Tổng nợ ngắn hạn	2,284	2,902	2,797
EBITDA	1,971	1,685	1,771	Nợ dài hạn	2,632	1,607	520
EPS cơ bản, báo cáo, VND	2,759	2,553	3,088	Nợ dài hạn khác	63	63	63
EPS cơ bản, điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	3,600	2,829	3,139	Tổng nợ	4,979	4,573	3,380
EPS pha loãng ⁽²⁾ , VND	3,600	2,829	3,139	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
TỶ LỆ	2017A	2018F	2019F	Vốn cổ phần	2,879	2,879	2,879
Tăng trưởng				Thặng dư vốn CP	-	-	-
Tăng trưởng doanh thu	-15.3%	8.1%	6.2%	Lợi nhuận giữ lại	2,107	1,331	1,518
Tăng trưởng LN HĐKD	-1.2%	-22.3%	8.6%	Vốn khác	0	0	0
Tăng trưởng LNTT	-25.6%	-7.5%	20.9%	Lợi ích CĐTS	0	0	0
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	1.5%	-21.4%	10.9%	Vốn chủ sở hữu	4,986	4,210	4,397
Khả năng sinh lời				Tổng cộng nguồn vốn	9,964	8,781	7,776
Biên LN gộp %	20.6%	15.1%	15.4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2017A	2018F	2019F
Biên LN từ HĐ %	18.9%	13.6%	13.9%	Tiền đầu năm	1,398	145	662
Biên EBITDA	29.2%	23.1%	22.8%	Lợi nhuận sau thuế	810	750	907
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	12.0%	10.3%	11.7%	Khấu hao	693	692	692
ROE %	16.4%	16.3%	21.1%	Thay đổi vốn lưu động	105	84	16
ROA %	7.1%	8.0%	11.0%	Điều chỉnh khác	176	249	-42
Chỉ số hiệu quả vận hành				Tiền từ hoạt động KD	1,785	1,774	1,573
Số ngày tồn kho	16.9	14.9	14.1	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-7	-100	-100
Số ngày phải thu	138.4	82.9	79.7	Đầu tư	-840	1,050	150
Số ngày phải trả	121.5	57.1	58.3	Tiền từ HĐ đầu tư	-848	950	50
TG luân chuyển tiền	33.9	40.7	35.4	Cổ tức đã trả	-890	-1,526	-720
Thanh khoản				Tăng (giảm) vốn cổ phần	30	0	0
CS thanh toán hiện hành	1.4	0.9	0.9	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-1,330	-682	-1,292
CS thanh toán nhanh	1.2	0.8	0.8	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn			
CS thanh toán tiền mặt	0.1	0.2	0.1	Tiền từ các hoạt động TC khác			
Nợ/Tài sản	0.4	0.4	0.2	Tiền từ hoạt động TC	-2,190	-2,208	-2,012
Nợ/Vốn sử dụng	0.4	0.4	0.3	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-1,252	517	-389
Nợ/Vốn CSH	0.5	0.6	0.4	Tiền cuối năm	145	662	272
Khả năng thanh toán lãi vay	10.6	9.5	13.4				

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Nguyễn Đắc Phú Thành, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp ext 147

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Trưởng phòng cao cấp ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Chuyên viên cao cấp ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên ext 181

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên ext 149

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên ext 173

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588 ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Barry Weisblatt, Giám đốc ext 105

Ví mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên ext 132

Ngân hàng, Tài Chính và Bảo Hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc ext 123

- Cameron Joyce, Trưởng phòng ext 163
- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên ext 138
- Tống Nguyễn Tiên Sơn, Chuyên viên ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên ext 139

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên ext 129

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.