

BÁO CÁO CẬP NHẬT NHANH: NGÀNH ĐIỆN

TRIỂN VỌNG TĂNG TRƯỞNG MẠNH MỀ TRONG NĂM 2016

Doanh nghiệp nhiệt điện sẽ được hưởng lợi nhiều từ Quy hoạch điện VII và sự thu hẹp sản xuất của các doanh nghiệp Thủy điện do ảnh hưởng bởi El Nino dẫn đến khô hạn.

- Để phục vụ cho phát triển kinh tế - xã hội, Đảng và Nhà nước đặc biệt quan tâm, chú trọng phát triển ngành điện với nhiệm vụ quan trọng là cung cấp năng lượng điện cho mọi hoạt động, phản ánh thông qua vốn đầu tư cho ngành điện tăng mạnh qua các năm.
- Xu hướng phát triển ngành điện chuyển dần sang thị trường cạnh tranh thay vì độc quyền một người mua. Để có thể huy động vốn đầu tư phát triển ngành điện và nâng cao việc sử dụng hiệu quả nguồn cung điện, Chính phủ Việt Nam đã đặt ra mục tiêu phát triển thị trường điện cạnh tranh.
- Tốc độ tăng của tiêu thụ điện vượt xa so với tốc độ tăng trưởng GDP trong cùng kỳ, tiêu thụ điện tăng bình quân gấp hai lần so với tốc độ tăng trưởng GDP. Tốc độ tăng trưởng điện phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng kinh tế. Trong giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng GDP được dự báo ở mức 6,7-7%/năm thì nhu cầu tiêu thụ điện nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng mạnh.
- Sản lượng điện có tốc độ tăng trưởng mạnh và đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ. Tốc độ tăng trưởng điện thương phẩm nội địa so với với tốc độ tăng trưởng GDP giai đoạn 2011-2015 là 1,85 lần. Năm 2015, sản lượng điện sản xuất và thương phẩm đã đáp ứng đầy đủ nhu cầu tiêu thụ điện của toàn xã hội.
- Cơ cấu nguồn điện vẫn tiếp tục có thay đổi và nghiêng hẳn về nhiệt điện. Nguồn điện được chia thành chín loại khác nhau: Nhiệt điện than; Nhà máy nhiệt điện tua bin khí; Nhà máy nhiệt điện chạy tua bin khí LNG; Nhà máy thủy điện; Nhà máy thủy điện tích năng; Nhà máy điện sinh khối; Nhà máy điện gió; Nhà máy điện nguyên tử; và Nhập khẩu. Trong cơ cấu nguồn điện, đầu tư cho nhiệt điện vẫn được chú trọng.
- Triển vọng doanh nghiệp nhiệt điện trong năm 2016: Doanh nghiệp nhiệt điện được hưởng lợi nhờ Quy hoạch điện VII thay đổi theo hướng phát triển mạnh mẽ hơn nữa nguồn nhiệt điện và Thủy điện đang và sẽ tiếp tục gặp khó khăn do ảnh hưởng bởi El Nino kéo dài.
- Rủi ro doanh nghiệp nhiệt điện trong năm 2016: ảnh hưởng gián tiếp bởi các công trình xây dựng mạng lưới phân phối điện; đối diện cạnh tranh với nhiều dự án nhiệt điện mới; ảnh hưởng bởi sự tăng trưởng chậm lại của kinh tế thế giới, đặc biệt là rủi ro biến động tỷ giá.

Nhận định chung

Mặc dù có những rủi ro từ kinh tế thế giới, biến động tỷ giá, đối diện cạnh tranh với nhiều dự án lớn sắp được triển khai, nhưng các doanh nghiệp nhiệt điện vẫn được hưởng lợi nhiều từ Quy hoạch điện VII trong trung và dài hạn. Đặc biệt đối với ngắn hạn, để đảm bảo đáp ứng đủ và kịp thời nhu cầu tiêu thụ điện nhằm đảm bảo phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, việc huy động tối đa công suất của các doanh nghiệp nhiệt điện/nhà máy nhiệt điện sẽ tiếp tục kéo dài ít nhất cho đến cuối năm 2016. Do vậy, chúng tôi đánh giá cao tiềm năng tăng trưởng của nhóm doanh nghiệp này trong năm nay.

Triển vọng ngành điện

Đầu tư phát triển ngành điện luôn được đặc biệt quan tâm bởi nhà nước

Để phục vụ cho phát triển kinh tế - xã hội, Đảng và Nhà nước đặc biệt quan tâm, chú trọng phát triển ngành điện với nhiệm vụ quan trọng là cung cấp năng lượng điện cho mọi hoạt động, phản ánh thông qua vốn đầu tư cho ngành điện tăng mạnh qua các năm. Cụ thể, theo quy hoạch phát triển hệ thống điện Việt Nam giai đoạn 2011-2020, đầu tư thuần trong ngành Điện giai đoạn 2011 – 2015 là 244.390 tỷ đồng, trong đó tổng nhu cầu đầu tư của Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) là 192.826 tỷ đồng, đầu tư ngoài EVN là 51.565 tỷ đồng. Dự kiến, tổng số vốn đầu tư thuần trong giai đoạn 2016 – 2020 là 305.331 tỷ đồng, trong đó riêng EVN có số vốn đầu tư là 255.822 tỷ đồng; đầu tư ngoài EVN là 49.809 tỷ đồng. Nhờ có số vốn đầu tư này mà tổng điện năng sản xuất thời gian qua đã có bước tăng trưởng vượt bậc, trung bình tốc độ tăng đạt khoảng 14%/năm.

Số lượng đường dây và các trạm điện được bổ sung vào lưới điện quốc gia cho giai đoạn 2010-2030

Hạng mục	Đơn vị	2009	2011-2015	2016-2020	2021-2025	2026-2030
Trạm 500kV	MVA	7 500	17 100	24 400	24 400	20 400
Trạm 220kV	MVA	19 094	35 863	39 063	42 775	5 325
Đường dây 500kV	Km	3 438	3 833	4 539	2 234	2 724
Đường dây 220kV	Km	8 497	10 637	5 305	5 552	5 020

Nguồn: Tổng sơ đồ phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011-2020 tầm nhìn 2030 (Tổng sơ đồ VII)

Nhằm nâng cao năng lực truyền tải của hệ thống điện, đảm bảo đáp ứng đủ nhu cầu đầu nối các công trình nguồn điện, đảm bảo cấp điện cho miền Nam và các thành phố lớn như Hà Nội, Thành phố Hồ Chí Minh, giải quyết tình trạng quá tải về cung cấp điện cho nhiều địa phương và các khu vực kinh tế trọng điểm của đất nước; cũng như đảm bảo chương trình đưa điện về nông thôn và miền núi (98% hộ dân tại đây có điện); tính chung trong cả giai đoạn 5 năm 2011-2015, giá trị khối lượng thực hiện vốn đầu tư của EVN ước đạt 487.220 tỷ đồng, bằng 2,4 lần so với giai đoạn 2006-2010. Tiếp tục dẫn đầu cả nước về tốc độ và quy mô đầu tư. Đây cũng là thời kỳ có khối lượng và tốc độ đầu tư lớn nhất trong quá trình phát triển của EVN, đứng thứ 3 trong các nước ASEAN và thứ 31 thế giới.

Xu hướng phát triển ngành điện chuyển dần sang thị trường cạnh tranh, xóa bỏ độc quyền một người mua

Các nhà máy điện có ý nghĩa đặc biệt quan trọng đối với kinh tế-xã hội, quốc phòng, an ninh, do đó tất cả các công trình này Nhà nước đều giao cho Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) đầu tư, quản lý và vận hành khai thác. Điều này đã dẫn tới Nhà nước độc quyền trong hoạt động truyền tải, điều độ hệ thống điện quốc gia và xây dựng, vận hành các nhà máy lớn. Cho đến năm 2010 thị trường Điện tại Việt nam vẫn ở dạng độc quyền với Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), một công ty nhà nước, nắm giữ hơn 71% tổng lượng điện sản xuất, nắm toàn bộ khâu truyền tải, vận hành hệ thống điện, phân phối và kinh doanh bán lẻ điện. Tuy nhiên, từ khi ban hành Luật Năng lượng năm 2005, Chính phủ đã thể hiện cam kết mạnh mẽ trong việc xây dựng một thị trường điện cạnh tranh, minh bạch và mở rộng cơ cấu sở hữu trong ngành điện. EVN đã chuyển thành một tập đoàn hoạt động tổng hợp theo ngành dọc, hoạt động trong cả lĩnh vực phát điện, truyền tải, phân phối và bán lẻ điện.

Để có thể huy động vốn đầu tư phát triển ngành điện và nâng cao việc sử dụng hiệu quả nguồn cung điện, Chính phủ Việt Nam đã đặt ra mục tiêu phát triển thị trường điện cạnh tranh. Theo bản Dự thảo chi tiết phát triển thị trường Điện cạnh tranh, ngành điện sẽ phát triển qua ba giai đoạn:

- Giai đoạn 2005-2014 : Thị trường phát điện cạnh tranh, trong đó các công ty sản xuất định có thể chào bán điện cho người mua duy nhất ;
- Giai đoạn 2015-2022 : Thị trường bán buôn điện, trong đó các công ty bán buôn điện có thể cạnh tranh để mua điện trước khi bán cho công ty phân phối điện ;

- Giai đoạn sau năm 2022 : Thị trường bán lẻ điện cạnh tranh, trong đó người mua điện có thể lựa chọn cho mình nhà cung cấp.

Bên cạnh đó, trong giai đoạn 2016-2020, tỷ lệ các nhà máy điện có vốn đầu tư và công ty tư nhân sẽ tăng lên, dự kiến chiếm khoảng 46% tổng công suất phát điện. Để thu hút thêm vốn đầu tư tư nhân và đầu tư trực tiếp nước ngoài vào lĩnh vực phát điện và tăng cường năng lực tự đầu tư của các công ty điện lực nhà nước, chính phủ đã bắt đầu lộ trình cải cách giá điện. Theo Tổng sơ đồ điện 7, giá bán lẻ điện có thể tăng đến 0,09\$/kWh vào năm 2020, cho thấy mức tăng giá trung bình hàng năm là 5,2%, phù hợp với chi phí biên ước tính của cung cấp điện trong dài hạn.

Tốc độ tiêu thụ điện gấp hai lần so với tốc độ tăng trưởng GDP

Tốc độ tăng của tiêu thụ điện vượt xa so với tốc độ tăng trưởng GDP trong cùng kỳ. Cụ thể, trong giai đoạn 1995-2005, tốc độ tăng trưởng bình quân của GDP đạt mức 7,2% trong khi tốc độ tiêu thụ điện hàng năm là hơn 14,9%. Ở những năm kinh tế tăng trưởng "nóng" như giai đoạn 2007-2010, việc mất cân đối cung cầu đã thường xuyên xảy ra. Theo Tổng sơ đồ VII, nhu cầu điện của Việt Nam tiếp tục tăng từ 14-16%/năm trong thời kỳ 2011-2015 và sau đó giảm dần xuống 11.15%/năm trong thời kỳ 2016-2020 và 7.4-8.4%/năm cho giai đoạn 2021-2030. Tuy nhiên, trong giai đoạn 2011-2015, theo tính toán của Vụ Năng lượng, tốc độ tăng trưởng điện thương phẩm và điện sản xuất thực tế đều thấp hơn so với dự báo từ 3-4 điểm phần trăm. Nguyên nhân là do tăng trưởng GDP chỉ đạt bình quân 5,9%/năm trong giai đoạn này, trong khi con số ước tính trước đó với mức GDP là 7-7,5%/năm.

Tốc độ tăng trưởng điện phụ thuộc nhiều vào tốc độ tăng trưởng kinh tế. Trong giai đoạn 2016-2020, tốc độ tăng GDP được dự báo ở mức 6,7-7%/năm thì nhu cầu tiêu thụ điện nhiều khả năng sẽ tiếp tục tăng mạnh. Đặc biệt trong giai đoạn này, GDP tăng trưởng chủ yếu nhờ vào sự phát triển của lĩnh vực công nghiệp và xây dựng, trong khi lĩnh vực này chiếm tỷ trọng trên 50% tổng mức tiêu thụ điện năng của cả nước. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ điện hộ gia đình (chiếm tỷ trọng lớn thứ hai, trên 40%) cũng sẽ gia tăng, một mặt nhờ đà phục hồi của nền kinh tế, mặt khác là mạng lưới truyền tải điện được nâng cấp và mở rộng.

Sản lượng điện có tốc độ tăng trưởng mạnh và đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ

Tốc độ tăng trưởng điện thương phẩm nội địa so với với tốc độ tăng trưởng GDP giai đoạn 2011-2015 là 1,85 lần. Năm 2015, sản lượng điện sản xuất và thương phẩm đã đáp ứng đầy đủ nhu cầu tiêu thụ điện của toàn xã hội. Tính chung cả giai đoạn 2011-2015, tổng sản lượng điện sản xuất và mua là 668,5 tỷ kWh, tăng trưởng bình quân đạt khoảng 10,37%/năm và điện thương phẩm đạt 587,5 tỷ kWh, tăng trưởng bình quân là 10,84%/năm. Ước tính đến cuối năm 2015, tổng công suất các nguồn điện trên toàn quốc là 38.800 MW. Sản lượng điện thương phẩm năm 2015 tăng 11,44% so với năm 2014, độ tin cậy cung cấp điện được cải thiện, chỉ số tiếp cận điện năng của Việt Nam tăng mạnh.

Được biết, EVN hiện đang quản lý hệ thống lưới điện gồm trên 41.100 km đường dây 500-220-110 kV (tăng 1,5 lần so với năm 2010) và trên 440.000 km đường dây trung thế và hạ thế (tăng 1,2 lần so với năm 2010); tổng dung lượng trạm biến áp 500-220-110 kV tăng 1,8 lần so với năm 2010. Với nỗ lực nâng cao chất lượng truyền tải, độ tin cậy cung cấp điện, năm 2015, EVN đã cải thiện mạnh mẽ tổng thời gian mất điện khách hàng bình quân (SAIDI) là 2.110 phút, giảm 35% so với năm 2014; tần suất mất điện kéo dài bình quân (SAIFI) là 12,85 lần/khách hàng, giảm 32%; tần suất mất điện thoáng qua bình quân (MAIFI) là 2,0 lần/khách hàng, giảm 23%. Trong năm 2016, EVN tiếp tục nâng cấp mạng lưới truyền tải, nâng cao năng lực quản lý nhằm đảm bảo tốt nhu cầu tiêu thụ điện năng, đảm bảo cung cấp đủ và kịp thời nhu cầu tiêu thụ điện năng cho phát triển kinh tế - xã hội. Cụ thể một số chỉ tiêu : Điện sản xuất và mua 175,9 tỷ kWh tăng 10,35% so với năm 2015 ; Điện thương phẩm: 159,1 tỷ kWh, tăng 11% so với năm 2015; Tỷ lệ tổn thất điện năng toàn Tập đoàn: 7,7%; Chỉ tiêu độ tin cậy cung ứng điện của toàn Tập đoàn năm 2016 SAIDI : 1.655 phút, SAIFI: 12,31 lần, MAIFI: 2,58 lần; thời gian tiếp cận điện năng: 10 ngày (các thủ tục của điện lực).

Cơ cấu nguồn điện vẫn tiếp tục có thay đổi và nghiêng hẳn về nhiệt điện

Nguồn điện được chia thành chín loại khác nhau: Nhiệt điện than; Nhà máy nhiệt điện tua bin khí; Nhà máy nhiệt điện chạy tua bin khí LNG; Nhà máy thủy điện; Nhà máy thủy điện tích năng; Nhà máy điện sinh khối; Nhà máy điện gió; Nhà máy điện nguyên tử; và Nhập khẩu. Trong cơ cấu nguồn điện, đầu tư cho nhiệt điện vẫn được chú trọng. Nguyên nhân là do Thủy điện gần như đã được khai thác hết trên toàn quốc và có nhiều hạn chế, như phụ thuộc vào môi trường thiên nhiên, hủy hoại môi trường, phá rừng, tiềm ẩn nguy cơ xả lũ gây ngập lụt... và các nguồn điện khác còn chưa phát triển. Hiện nay, Nhà nước đã chú trọng hơn đến phát triển điện hạt nhân, nhưng mới chỉ là sơ khai của quá trình nghiên cứu. Nhà máy điện nguyên tử được dự kiến đưa vào vận hành vào năm 2030, với khoảng 3,8% thị phần trong tổng sản lượng điện và 4,9% trong tổng công suất lắp đặt. Trong khi, nhiệt điện chiếm tương ứng khoảng trên 67% và trên 59,3%.

Bảng 2. Cơ cấu nguồn điện theo công suất và sản lượng cho giai đoạn 2010-2020 tầm nhìn 2030

STT	Nguồn điện	2020			2030		
		Tổng công suất lắp đặt (MW)	Thị phần trong tổng công suất lắp đặt (%)	Thị phần trong tổng sản lượng điện (%)	Tổng công suất lắp đặt (MW)	Thị phần trong tổng công suất lắp đặt (%)	Thị phần trong tổng sản lượng điện (%)
1	Nhiệt điện than	36 000	48,0	46,8	75 000	51,6	56,4
2	Nhà máy nhiệt điện tua bin khí	10 400	13,9	20,0	11 300	7,7	10,5
3	Nhà máy nhiệt điện chạy tua bin khí LNG	2 000	2,6	4,0	6 000	4,1	3,9
4	Nhà máy thủy điện	17 400	23,1	19,6		11,8	9,3
5	Nhà máy thủy điện tích năng	1 800	2,4		5 700	3,8	
6	Nhà máy điện sinh khối	500	5,6	4,5	2 000	9,4	6,0
7	Nhà máy điện gió	1 000			6 200		
8	Nhà máy điện nguyên tử			2,1	10 700	6,6	10,1
9	Nhập khẩu	2 200	3,1	3,0	7 000	4,9	3,8
	Total	75 000	100	100	146 800	100	100

Nguồn: Tổng hợp thông tin trong Tổng sơ đồ VII

Triển vọng doanh nghiệp nhiệt điện trong năm 2016

Hiện tại, nhiệt điện và thủy điện vẫn đang giữ vai trò chủ đạo trong việc cung cấp năng lượng điện, đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội của đất nước. Tuy nhiên, Quy hoạch điện VII tiếp tục định hướng đầu tư phát triển mạnh mẽ nhiệt điện và thu hẹp thủy điện. Điều này sẽ đem lại nhiều triển vọng tăng trưởng đối với các doanh nghiệp nhiệt điện, như chúng ta đã phân tích ở trên.

Trong năm 2015 và những tháng đầu năm 2016, sản lượng điện vẫn đảm bảo đáp ứng đủ cho sản xuất và sinh hoạt, chủ yếu nhờ vào việc tăng cường sản xuất nhiệt điện. Theo EVN, để đảm bảo đủ điện cho sản xuất và sinh hoạt trong những tháng đầu năm 2016 cũng như mùa khô năm 2016, Tập đoàn đang và sẽ khai thác tối đa các nhà máy nhiệt điện than, khí, dầu. Dự kiến ảnh hưởng của El Nino kéo dài, dự báo lưu lượng nước về các hồ miền Trung và Nam tiếp tục thấp. Đặc biệt trong tháng 3/2016, tất cả các lưu vực sông khu vực miền Bắc, miền Trung, miền Nam và Tây Nguyên bắt đầu bước vào cao điểm mùa khô, điều này có thể sẽ tiếp diễn trong các tháng tới.

Rủi ro doanh nghiệp nhiệt điện trong năm 2016

Các doanh nghiệp nhiệt điện có thể bị ảnh hưởng gián tiếp thông các nhà phân phối điện của EVN, do quá trình xây dựng các công trình lưới điện còn nhiều bất cập, một số dự án lưới điện 220-110 kV chưa đảm bảo tiến độ và vận hành bị chậm, ảnh hưởng đến việc truyền tải và cung cấp điện cho phụ tải, và do đó hạn chế nhu cầu tiêu thụ tiềm năng.

Bên cạnh đó, trong thời gian tới các doanh nghiệp nhiệt điện hiện tại có thể sẽ phải đối diện cạnh tranh với các hàng loạt các dự án lớn như nhiệt điện Quảng Ninh (1.200 MW), Hải Phòng (1.200 MW), Vũng Áng (600 MW), Ô Môn (600 MW), Cà Mau hoàn chỉnh (1.400 MW), Nhơn Trạch (450 MW), Nghi Sơn (1.200 MW), Mông Dương (2.200 MW), Than miền Nam (hơn 3.000 MW), tuốc bin khí hỗn hợp Bình Thuận (1.500 MW), tuốc bin khí hỗn hợp miền Nam (1.500 MW)... được đưa vào hoạt động.

Một thách thức khác đến từ yếu tố bên ngoài đó là sự biến động của nền kinh tế thế giới có xu hướng tăng trưởng chậm lại, sẽ tác động tới tăng trưởng kinh tế của Việt Nam. Lo ngại từ kinh tế Trung Quốc giảm tốc, nguy cơ phá giá của đồng Nhân dân tệ sẽ tác động tới thị trường tài chính toàn cầu. Do hầu hết các doanh nghiệp trong ngành điện đều có vay nợ ngoại tệ lớn, nên biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả lợi nhuận của các doanh nghiệp.

Cập nhật KQKD các DN trong ngành năm 2015

Mã CK	Giá (23/3/16)	EPS (vnd)	BVPS (vnd)	P/E (lần)	P/B (lần)	Cổ tức tiền mặt	Cổ tức cổ phiếu	ROA (%)	ROE (%)
BTP	15 800	1911	17 860	8,27	0,88	10%		5,68	10,91
CHP	20 000	2690	12 906	7,43	1,55	9%	20:01	9,98	21,55
DRL	34 500	3648	11 454	9,46	3,01	35%		25,52	31,75
HJS	14 600	2204	15 620	6,62	0,93		100:20	5,95	14,13
NBP	20 300	863	18 024	23,52	1,13	18%		3,22	4,60
NT2	32 400	4359	17 408	7,43	1,86	22%	100:04	5,79	8,75
PPC	19 600	1476	18 070	13,28	1,08	12%		4,24	8,28
SBA	9 500	859	11 193	11,06	0,85	10%		3,56	7,61
SEB	26 500	3067	13 145	8,64	2,02	17%		8,14	22,03
SHP	18 500	1756	13 200	10,54	1,40	15%		5,38	13,39
SJD	24 600	4027	23 077	6,11	1,07	11%		6,61	15,68
TBC	23 300	1816	13 267	12,83	1,76	22%	100:7	9,46	25,33
TIC	11 000	1459	10 253	7,54	1,07	12%		4,24	8,28
TMP	27 900	2977	15 624	9,37	1,79	10%		3,56	7,61
VSH	16 200	1220	14 362	13,28	1,13	25%		13,30	17,25
Trung bình		2 289	15 031	10,36	1,44	16%		7,64	14,48

Nguồn: MBS Research

Điểm nhấn đầu tư

Trong số các cổ phiếu trong lĩnh vực phát điện, chúng tôi lựa chọn hai cổ phiếu được đánh giá có tiềm năng tăng trưởng cao trong năm 2016, phù hợp với chính sách phát triển nguồn năng lượng điện theo Tổng sơ đồ Quy hoạch điện VII, hưởng lợi từ El Nino dẫn đến hạn hán kéo dài và giá nguyên liệu đầu vào giảm. Cụ thể:

CTCP Nhiệt điện Bà Rịa (BTP): Chúng tôi dự phóng mức P/E hợp lý với BTP năm 2016 ở mức 9,5 lần, tương ứng mức định giá 21.000 đ/cp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

BTP là công ty nhiệt điện, chuyên cung cấp nguồn điện cho địa bàn tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, với nhiên liệu đầu vào chủ yếu là khí thiên nhiên (GAS). Năm 2015, do ảnh hưởng bởi sự tăng giá của đồng WON (KRW) nên lợi nhuận sụt giảm mạnh. Tuy nhiên, trong những tháng đầu năm 2016, tỷ giá KRW/VND có tín hiệu ổn định trở lại. Giá khí đầu vào giảm mạnh trong năm 2015 và được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức thấp trong năm 2016 giúp BTP giảm được chi phí giá thành sản xuất và cải thiện đáng kể biên lợi nhuận. Ngoài ra, nhờ sự sụt giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện do hạn hán kéo dài dẫn đến EVN cần huy động tối đa nguồn nhiệt điện. Với nhiều tín hiệu khả quan cho năm nay, chúng tôi nhận định EPS của BTP có thể đạt mức 2.197 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E so với giá 15.800 ngày 25/03/2016 là 7,19 lần, khá hấp dẫn so với mức trung bình ngành 10,3 lần. (chi tiết trang 6)

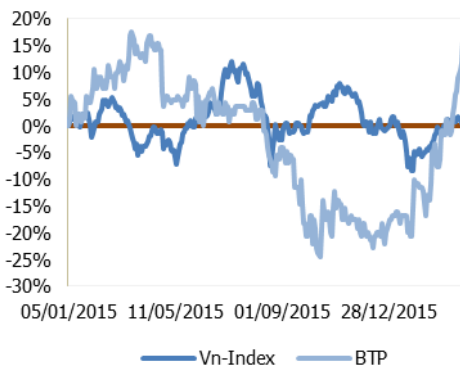
CTCP Điện lực đầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2): Chúng tôi dự phóng mức P/E hợp lý với NT2 năm 2016 ở mức 8 lần, tương ứng mức định giá 40.000 đ/cp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.

NT2 một trong những doanh nghiệp đầu ngành, có công nghệ sản xuất hiện đại với chi phí sản xuất thấp, vị trí thuận lợi trong việc đấu nối với mạng lưới điện quốc gia, gần trung phụ tải miền nam, là tam giá kinh tế trọng điểm phía Nam. Tương tự như BTP, NT2 được hưởng lợi từ giá khí giảm, huy động năng lượng điện từ các nhà máy nhiệt điện tăng cao. Bên cạnh đó, nợ vay ngoại tệ giảm mạnh, phần nào giảm áp lực lãi suất cũng như giá của đồng USD tăng. Chúng tôi dự phóng EPS của NT2 nhiều khả năng sẽ đạt 5000 đồng/cp, tương ứng với P/E so với mức giá hiện tại là 32.400 đồng là 6,48 lần khá hấp dẫn so với trung bình ngành (10,3 lần). (chi tiết trang 7)

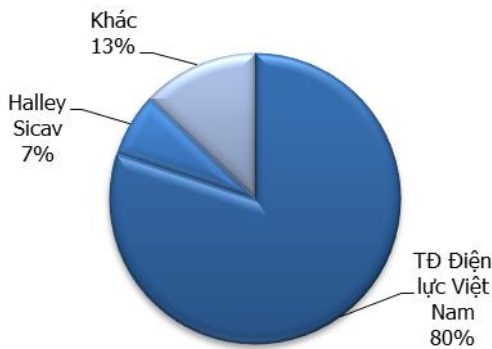
Thông tin cơ bản 2015

DTT (tỷ)	1 832
LNST (tỷ)	116
EPS (vnd)	1 911
BVPS (vnd)	17 859
P/E (lần)	7,95
P/B (lần)	0,85
ROA (%)	5,68
ROE (%)	10,91

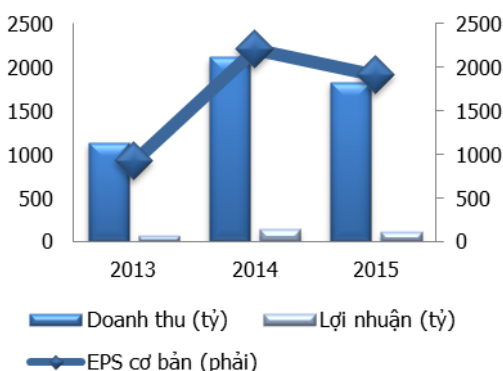
So sánh BTP và Vn-Index



Cơ cấu cổ đông BTP



Kết quả kinh doanh BTP



1. CTCP NHIỆT ĐIỆN BÀ RỊA: BTP

Lợi thế trong ngành

BTP là doanh nghiệp thuộc Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN: sở hữu 79,56%), được chuyển sang hạch toán tài chính độc lập từ ngày 1/7/2005 và chính thức niêm yết trên sàn HOSE từ ngày 25/11/2009. BTP hoạt động trên địa bàn tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu và chuyên cung cấp điện cho khu vực này. Vốn điều lệ hiện tại của công ty là 604 tỷ đồng tính đến năm 2015. Sản lượng điện của Công ty chiếm khoảng 3,4% sản lượng điện sản xuất của cả nước. Trong khi BTP chủ yếu cung cấp điện từ các nhà máy nhiệt điện sử dụng nguyên liệu đầu vào chủ yếu là khí đốt (chiếm 65% tổng sản lượng của công ty tính đến tháng 7/2015), vừa nằm trong khu vực được huy động tối đa công suất do Thủy điện gặp nhiều khó khăn, vừa được hưởng lợi từ giá dầu lửa thế giới giảm kéo theo giá khí giảm. Bên cạnh đó, theo dự báo của Tổng sơ đồ Quy hoạch điện VII, tổng tiêu thụ điện năng sẽ tiếp tục tăng trưởng trung bình khoảng 12%/năm trong giai đoạn 2016-2020. Vì thế các nhà máy của BTP vẫn đóng vai trò hết sức quan trọng trong hệ thống điện Quốc gia.

Kết quả hoạt động kinh doanh

Trong năm 2015, BTP chịu nhiều ảnh hưởng từ biến động tỷ giá (được biết BTP đang vay nợ 32,5 triệu KWR). Với diễn biến tăng giá của đồng won Hàn Quốc (KRW) và thay đổi cách hạch toán tỷ giá theo Thông tư 200 (đánh giá chênh lệch tỷ giá vốn vay có gốc ngoại tệ cuối quý theo tỷ giá bán ra của ngân hàng thương mại), làm chi phí tài chính tăng vọt từ mức 63 tỷ năm 2014 lên 151 tỷ năm 2015. Kết quả kinh doanh 2015 giảm nhẹ so với năm 2014, cụ thể doanh thu thuần (DTT) đạt 1.831 tỷ (-13,5%) và lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 116 tỷ (-22%). Tuy nhiên, do kế hoạch Doanh thu và Lợi nhuận đặt ra ở mức thận trọng nên trong năm 2015, BTP vẫn hoàn thành vượt chỉ tiêu, DTT đạt 101% và LNST đạt 200%.

Rủi ro tiềm ẩn

Rủi do chính đối với BTP đến từ sự biến động của tỷ giá KRW/VND do BTP hiện vẫn còn vay nợ bằng ngoại tệ. Do vậy, trường hợp KRW tăng giá sẽ khiến BTP phải hạch toán một khoản lỗ chưa thực hiện và tác động tới lợi nhuận của công ty. Bên cạnh đó, do BTP sử dụng nguyên liệu đầu vào chủ yếu là Khí, việc giá khí biến động theo giá dầu sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận của công ty trong khi giá bán điện của BTP bị áp đặt bởi Bộ công thương với một mức giá ổn định. Trong thời gian tới, giá dầu được kỳ vọng hồi phục trở lại, theo đó giá khí cũng sẽ thay đổi theo. Ngoài ra, từ năm 2016, BTP có thể phải đối diện cạnh tranh với các đối thủ trong cùng ngành khi thị trường điện cạnh tranh chính thức được triển khai.

Định giá cổ phiếu

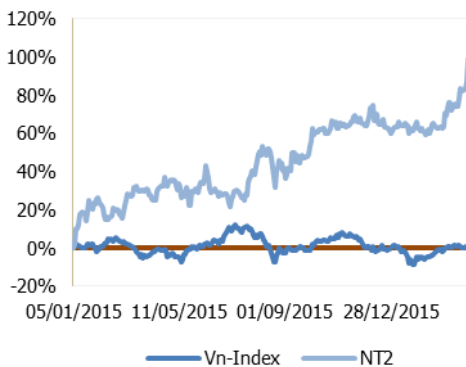
Hiện tại BTP đang được giao dịch với mức giá 15.800 đồng/cp, EPS là 1.911 và BVPS là 17.859, tương ứng P/E 8,27 lần và P/B là 0,88 lần. Chúng tôi nhận định giá khí (nguyên liệu đầu vào chủ yếu của BTP) chỉ biến động tăng nhẹ so với cuối năm 2015, tuy nhiên so với mức trung bình của năm 2015 vẫn thấp hơn tương đối. Do vậy, giá vốn bán hàng của BTP có thể còn thấp hơn so với năm 2015. Bên cạnh đó tỷ giá KRW/VND có xu hướng ổn định từ đầu năm đến hiện tại, với kỳ vọng tỷ giá sẽ chỉ biến động tăng nhẹ trong năm 2016, việc hạch toán lỗ tỷ giá sẽ giảm mạnh so với năm 2015. Trong khi nhu cầu tiêu thụ điện năng tiếp tục tăng trưởng khoảng 12%/năm, nguồn cung chủ yếu đến từ các doanh nghiệp nhiệt điện. Từ các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng LNST của BTP nhiều khả năng sẽ tăng trưởng ít nhất khoảng 15% trong năm nay, tương ứng 132,9 tỷ đồng. Với kết quả này, EPS của BTP sẽ là 2.197 đồng/cổ phần. Như vậy, so với mức giá hiện tại P/E của BTP vào khoảng 7,19 lần, khá hấp dẫn so với trung bình ngành khoảng 10,3 lần. **Chúng tôi dự phóng mức P/E hợp lý với BTP năm 2016 ở mức 9,5 lần, tương ứng mức định giá 21.000 đ/cp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.**

2. CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2: NT2

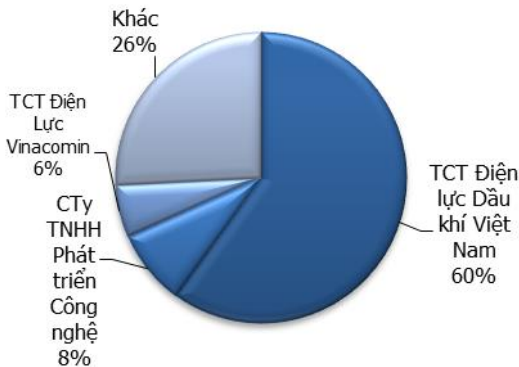
Thông tin cơ bản 2015

DTT (tỷ)	6 729
LNST (tỷ)	1 142
EPS (vnd)	4 342
BVPS (vnd)	17 301
P/E (lần)	7,46
P/B (lần)	1,87
ROA (%)	9,46
ROE (%)	25,33

So sánh NT2 và Vn-Index



Cơ cấu cổ đông NT2



Lợi thế trong ngành

NT2 là một trong những doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực sản xuất điện, là đơn vị phát điện độc lập, có hiệu suất nhiệt cao nhất trong số các nhà máy nhiệt điện của Việt Nam hiện nay với công suất 750MW nhờ sử dụng công nghệ tuabin khí chu trình hỗn hợp thể hệ F, được nhập khẩu từ Cộng Hòa Liên bang Đức. Sản lượng điện trung bình khoảng 5 tỷ kWh/năm, tương đương với doanh thu bán điện khoảng 7.000 tỷ vnd/năm. Nhà máy được đặt tại Trung tâm Điện lực Dầu khí nằm ở KCN Ông Kèo (Nhơn Trạch, Đồng Nai), gần trung tâm phụ tải miền Nam, là tam giá kinh tế trọng điểm phía Nam, phát điện qua trạm phân phối 220 KV lên lưới điện Quốc gia, đáp ứng nhu cầu điện ngày càng gia tăng của đất nước, đặc biệt khu vực Đông Nam Bộ. Sự phát triển của ngành dựa trên lộ trình về sự phát triển ngành điện của Chính phủ nhằm mở rộng thị trường điện lực cũng là sự thuận lợi của NT2.

Với công nghệ sản xuất hiện đại, tiên tiến và được thiết kế phù hợp với thị trường điện, Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 có khả năng thay đổi phụ tải trong dải công suất rất rộng lên đến vài trăm MW một cách nhanh chóng, đây là tính năng không phải nhà máy điện nào cũng có được. Khả năng nổi trội của Nhà máy đặc biệt quan trọng khi tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh do góp phần ổn định hệ thống điện Quốc gia. Nhu cầu điện năng tăng nhanh hàng năm, một số dự án đầu tư nguồn điện bị chậm tiến độ hoặc vận hành thiếu ổn định, các nhà máy nhiệt điện đầu tư sau NT2 nhìn chung đều có giá bán điện cao hơn. Các yếu tố này cho thấy tính cạnh tranh của NT2 vẫn đảm bảo trong dài hạn. Việc xem xét phê duyệt điều chỉnh sơ đồ điện VII quốc gia là cơ hội cho NT2 đầu tư, phát triển xây dựng Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 mở rộng trên quỹ đất sẵn có, tiết kiệm nhân lực, chi phí, mang lại hiệu quả lâu dài cho cổ đông.

Kết quả hoạt động kinh doanh

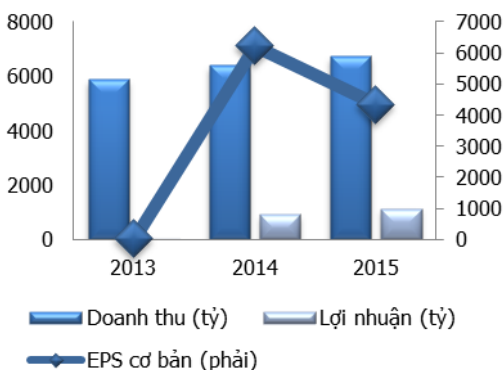
Trong năm 2015, tổng doanh thu đạt 6.796 tỷ đồng và LNST đạt 1.141,6 tỷ đồng, lần lượt tăng 5% và 22,4% so với năm 2014. So với kế hoạch đặt ra hồi đầu năm 2015, tổng DT và LNST đều hoàn thành 114% và 181,7% so với với kế hoạch. Kết quả đạt được chủ yếu nhờ vào nỗ lực thực hiện chiến lược chào giá trị trường điện hợp lý, chú trọng tổ đa hóa doanh thu, lợi nhuận trong quá trình vận hành theo cơ chế thị trường phát điện cạnh tranh. Bên cạnh đó, kể từ ngày 01/08/2015, giá khí của hợp đồng mua bán khí của công ty được áp dụng theo giá khí thị trường. Do giá khí đầu vào giảm thấp theo giá dầu (-30% so với giá khí trước đó), nên giá thành sản xuất điện giảm. Mặt khác, trong năm 2015 hạn hán kéo dài, lượng nước ở các hồ chứa của thủy điện xuống thấp nên sản lượng điện của NT2 được huy động cao.

Rủi ro tiềm ẩn

Cùng với xu hướng phát triển của ngành điện trong thời gian gần đây, thị trường điện bước đầu đã có sự cạnh tranh giữa các đơn vị cung cấp điện. Trong dài hạn, khi các doanh nghiệp tham gia sản xuất và cung cấp điện ngày càng nhiều thì tính cạnh tranh trong ngành càng cao. Tuy nhiên, các nhà máy nhiệt điện đầu tư sau NT2 đều có giá bán điện cao hơn, mặc khác không phải nhà máy nào cũng có vị trí "vàng" trong hệ thống điện như NT2, do đó tính cạnh tranh của NT2 sẽ giảm bớt trong dài hạn.

Nhà máy nhiệt điện của NT2 sử dụng nguyên liệu đầu vào chính là khí tự nhiên (GAS) và nguyên liệu dự phòng là dầu DO; chi phí nhiên liệu khí chiếm trên 60% giá thành sản xuất điện. Do vậy, giá khí biến động tăng sẽ tác động đến biên lợi nhuận của NT2. NT2 và Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) đã ký kết Hợp đồng Mua bán điện (PPA) dài hạn với giá điện chính thức theo Hợp đồng Mua bán điện đã ký kết, phương pháp tính giá điện cho phép Công ty chuyển những rủi ro của chi phí đầu vào và các chi phí

Kết quả kinh doanh NT2



khác vào giá bán bao gồm giá khí, chi phí lãi vay, khấu hao và chi phí lao động.

Đến hết năm 2015, dư nợ các khoản vay quốc tế của NT2 còn lại là 123,6 triệu USD và 112,9 triệu EUR, do đó sự biến động của tỷ giá sẽ phải được đánh giá và hạch toán lại phần chênh lệch tỷ giá vào cuối kỳ kế toán. Bên cạnh đó, việc lãi suất tăng/giảm sẽ tác động trực tiếp đến chi phí tài chính của NT2.

Định giá cổ phiếu

Hiện tại NT2 đang được giao dịch với mức giá 32.400 đồng/cp, EPS là 4.324 và BVPS là 17.301, tương ứng P/E 7,46 lần và P/B là 1,87 lần. Năm 2016, mặc dù công ty lên kế hoạch tổng doanh thu 6.003 tỷ đồng, LNST 728 tỷ đồng, thấp hơn kết quả thực hiện năm 2015, nhưng chúng tôi nhận định NT2 nhiều khả năng sẽ tiếp tục vượt kế hoạch và Tổng doanh thu có thể tăng trưởng so với thực hiện năm 2015 tối thiểu 15% do nhu cầu tiêu thụ điện của cả nước thường tăng trưởng gấp đôi so với tăng trưởng GDP và sản lượng điện tăng trên 10%/năm, trong khi hạn hán tiếp tục kéo dài làm gián đoạn quá trình sản xuất và cung cấp điện của nhiều nhà thủy điện, NT2 sẽ tiếp tục được huy động tối đa công suất. Bên cạnh đó, NT2 tiếp tục được thu hồi phần doanh thu 200 tỷ chưa được trả của giai đoạn 2011-2013.

Dựa trên cơ sở hoạt động kinh doanh của NT2, giá khí đầu vào thấp hơn so với mức bình quân của năm 2015, VND có thể mất giá 3% so với USD, EUR không có nhiều biến động, lãi suất EUR giảm và lãi suất USD tăng bù trừ không thay đổi, chúng tôi đưa ra mức dự phóng thận trọng EPS của NT2 nhiều khả năng sẽ đạt 5000 đồng/cp, tương ứng với P/E so với mức giá hiện tại là 32.400đ là 6,48 lần. Không tính cổ phiếu thưởng, tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2015 của NT2 là 26% và dự kiến chia cổ tức 20% cho năm 2016. NT2 đang có mức giá khá hấp dẫn, với P/E là 6,48 lần thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (10,3 lần). ***Chúng tôi dự phóng mức P/E hợp lý với NT2 năm 2016 ở mức 8 lần, tương ứng mức định giá 40.000 đ/cp cho mục tiêu đầu tư trung và dài hạn.***

Liên hệ:

Trần Hoàng Sơn

Email:
son.tranhoang@mbs.com.vn

Nguyễn Việt Đức

Email:
duc.nguyenviet@mbs.com.vn

Đỗ Bảo Ngọc

Email:
ngoc1.dobao@mbs.com.vn

Hoàng Công Tuấn

Email:
tuan.hoangcong@mbs.com.vn

Nguyễn Văn Hiến

Email:
hien.nguyenvan@mbs.com.vn

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601
Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.