



CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2 – HSX)

Giữ vững lợi thế

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- qoq	Q1-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.387,2	1.708,3	-19%	1.758,1	-21%
Lợi nhuận sau thuế	318,6	450,1	-29%	503,4	-37%
EBIT	405,1	388,4	4%	294,1	38%
Tỷ suất EBIT	29,2%	22,7%	647bps	16,7%	1.248bps

Nguồn: NT2, RongViet Research

Hiệu suất hoạt động duy trì mức cao trong quý 1/2016. Tổng sản lượng điện thương phẩm đạt hơn 1,33 tỷ kWh, tăng nhẹ so với cùng kỳ năm 2015. Do áp dụng cơ chế giá khí mới, giá điện trung bình trong quý 1/2016 đã giảm xấp xỉ 23,4% so với cùng kỳ và doanh thu tương ứng giảm 21% yoy.

Trong khi đó, giá khí trung bình quý 1/2016 đã giảm hơn 36% so với cùng kỳ, cao hơn so với mức giảm về giá bán điện của NT2. Biên lợi nhuận gộp của NT2 nhờ vậy đã tăng mạnh lên 33% (Q12015: 17%). Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính (không bao gồm biến động tỷ giá và thu nhập tài chính) đạt hơn 405 tỷ đồng, tăng 38% yoy.

Tỷ giá EUR/VND đã tăng khoảng 4% trong Q12016 khiến NT2 ghi nhận lỗ hơn 58 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá.

Quý 2/2016: Giữ vững lợi thế

Giá điện thị trường bình quân trong quý 2 dự báo sẽ tiếp tục tăng so với quý 1 do (1) Thiếu hụt nguồn cung từ thủy điện. Hạn hán trầm trọng khiến nguồn cung từ thủy điện sụt giảm mạnh trong quý 1 và dự báo sẽ tiếp diễn trong quý 2 do đây là thời gian cao điểm của mùa khô trên cả nước và (2) Yếu tố vụ mùa, tiêu thụ điện quý 2 dự báo tăng cao hơn so với quý 1.

NT2 với hiệu quả vận hành cao trong quá khứ và hưởng lợi tạm thời nhờ giá khí thấp, kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tỷ suất sinh lời khả quan trong quý 2. Lũy kế 6T2016, dự báo doanh thu đạt xấp xỉ 2.986 tỷ đồng (-20% yoy). Mặc dù vậy, biên LNG ước tăng mạnh lên 34% từ mức 20% của 6T2015 và lợi nhuận từ HĐKD chính dự báo tăng 42% yoy. Xét thêm các yếu tố liên quan đến tỷ giá, LNTT dự báo đạt hơn 824 tỷ đồng (+26% yoy).

Quan điểm và Định giá

NT2 liên tục thể hiện kết quả kinh doanh vượt trội kể từ khi chính thức vận hành thương mại vào năm 2012. Bên cạnh lợi thế tự nhiên về mặt địa lý, chúng tôi cho rằng chất lượng quản trị doanh nghiệp tốt, đội ngũ vận hành có kinh nghiệm và máy móc mới với công nghệ hiện đại là những yếu tố chính giúp hiệu quả hoạt động được cải thiện qua các năm. Dự báo năm 2016 sẽ tiếp tục là năm vận hành với hiệu suất cao cũng như tỷ suất lợi nhuận cải thiện của NT2. LNST năm 2016 dự báo đạt 944,4 tỷ đồng và EPS pha loãng là 3.455 đồng.

Sau khi NT2 đã trả cổ tức đợt 2 năm 2015, trong đó 13% bằng tiền và 4% bằng cổ phiếu trong tháng 4/2016, mức giá mục tiêu của NT2 được chúng tôi xác định ở mức **34.800 đồng/cp** và đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY**.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	29.800
Giá mục tiêu (VND)	34.800

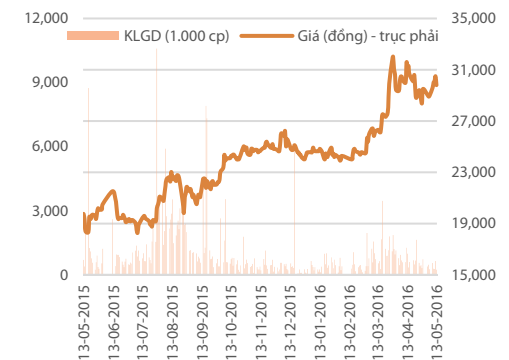
Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Điện
Vốn hóa (tỷ đồng)	7.916
SLCPDLH (triệu cp)	273.919.843
Beta	0,8
Free Float (%)	26,8%
Giá cao nhất 52 tuần	32.000
Giá thấp nhất 52 tuần	18.900
KLGD bình quân 20 phiên	618.339

	FY2015	Hiện tại
EPS	4.095	3.359
Tăng trưởng EPS	-33,3%	-18,0%
EPS điều chỉnh	4.128	N/A
P/E	6,5	9,08
P/B	1,5	1,77
EV/EBITDA	5,51	6,79
Tỷ suất cổ tức	15%	22%
ROE	25,3%	20,6%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

PV Power	60,0%
Cty TNHH Phát triển Công nghệ	8,4%
Vinacomin	4,9%
Giới hạn sở hữu NĐTNN	29,4%

Nguyễn Thị Phương Lam

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY16 và năm 2016

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	1.387,2	1.708,3	-18,8%	1.758,1	-21,1%	1.387,2	-21,1%
Lợi nhuận gộp	464,1	522,0	-11,1%	353,9	31,1%	464,1	31,1%
Chi phí bán hàng và quản lý	18,7	81,4	-77,0%	16,4	14,3%	18,7	14,3%
Thu nhập HĐKD	445,3	440,6	1,1%	337,5	31,9%	445,3	2653,0%
EBITDA	577,7	562,8	2,6%	464,6	24,3%	577,7	24,3%
EBIT	405,1	388,4	4,3%	294,1	37,8%	405,1	37,8%
Chi phí tài chính	118,4	84,5	40,1%	130,5	-9,3%	118,4	-9,3%
- Chi phí lãi vay	40,3	52,2	-22,9%	43,5	-7,4%	40,3	-7,4%
Khấu hao	172,6	174,4	-1,1%	170,5	1,2%	172,6	1,2%
Lợi nhuận trước thuế	340,9	473,8	-28,1%	530,0	-35,7%	340,9	-35,7%
Lợi nhuận sau thuế	318,6	450,1	-29,2%	503,4	-36,7%	318,6	-36,7%

Nguồn: NT2, RongViet Research database

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY16

Chỉ tiêu	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	33,5%	30,6%	289bps	20,1%	1332bps
EBITDA/Doanh thu	41,6%	32,9%	870bps	26,4%	1522bps
EBIT /Doanh thu	29,2%	22,7%	647bps	16,7%	1248bps
TS lợi nhuận ròng	23,0%	26,3%	-338bps	28,6%	-567bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	23,0%	26,3%	-338bps	n/a	n/a
Vòng quay vốn lưu động* (x)					
-Hàng tồn kho	12,7	16,6	-3,9	20,4	-7,7
-Khoản phải thu	3,8	5,1	-1,4	3,9	-0,1
-Khoản phải trả	1,7	2,5	-0,8	2,5	-0,8
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,5	1,4	0,1	1,6	-0,1

Nguồn: RongViet Research database; (*) thường niên hóa

Bảng 3: Dự phóng KQKD Q2-FY16

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY16	+/- qoq	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.599	15%	-20%
LN gộp	558	20%	37%
EBIT	499	23%	47%
LNST	468	47%	294%

Nguồn: RongViet Research

Các thông tin cập nhật

Phụ tải hệ thống tăng mạnh trong hai quý đầu năm 2016

Trong quý I năm 2016, điện thương phẩm ước đạt 35,11 tỷ kWh, tăng 13,08% so với cùng kỳ năm 2015. Trong đó, phụ tải miền Nam tăng mạnh nhất, hơn 14,16% và điện cấp cho công nghiệp - xây dựng tăng 9,48% và chiếm tỷ trọng cao nhất (52,9%).

Dự báo trong quý 2/2016, tăng trưởng phụ tải tiếp tục ở mức 13% yoy. Trong khi đó, tình trạng khô hạn nghiêm trọng dự kiến sẽ duy trì, đặc biệt ở khu vực miền Trung - Tây Nguyên và miền Nam. Do vậy, các nguồn điện than, khí, và nhiệt điện chạy dầu dự kiến sẽ tiếp tục được huy động ở mức công suất cao.

Năm 2016, NT2 hưởng lợi nhờ yếu tố thời tiết và giá khí thấp

Mặc dù đã vận hành vượt công suất thiết kế khoảng 13% trong năm 2015, người quản lý doanh nghiệp cho biết trong điều kiện nhu cầu hệ thống tăng cao, công suất vận hành của NT2 có thể đạt khoảng 6 tỷ kWh, cao hơn sản lượng năm 2015 khoảng 10%. Mặc dù vậy, trong kịch bản cơ sở, chúng tôi không cho rằng sản lượng thương phẩm của NT2 có thể đạt mức 6 tỷ kWh. Cụ thể, dự báo nguồn cung điện vào hệ thống sẽ tăng lên trong nửa cuối năm nhờ (1) Nguồn cung tăng lên từ thủy điện khi bước vào mùa mưa và (2) Đóng góp điện từ các nhà máy mới. Do vậy, dự báo sản lượng điện năm 2016 của NT2 vẫn duy trì mức tương đương năm 2015 và đạt 5,5 tỷ kWh. Giá điện giảm không làm ảnh hưởng hiệu quả sinh lời của doanh nghiệp. Thay vào đó, tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính dự báo đạt xấp xỉ 25,6%, cao hơn mức 22,2% của năm 2015. Loại trừ biến động tỷ giá, LNNT từ hoạt động kinh doanh chính dự báo đạt hơn 1.345 tỷ đồng (+11% yoy).

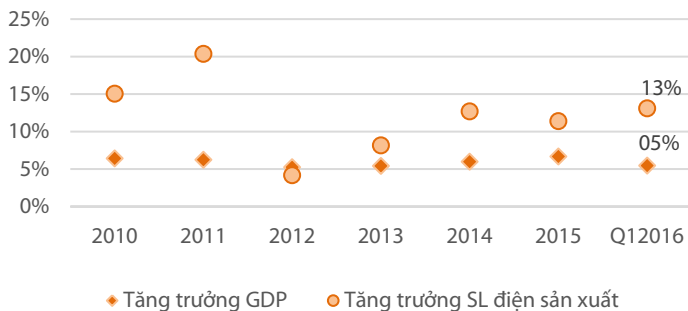
Tỷ giá

Vấn đề tỷ giá sẽ là mối quan ngại lớn nhất ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của NT2. Dựa vào những đánh giá của bộ phận phân tích vĩ mô, chúng tôi sử dụng giả định USD/VND sẽ tăng giá 3,2% và EUR/VND tăng 10% trong năm 2016. Tổng lợi nhuận trước thuế năm 2016 dự báo đạt 1.047 tỷ đồng và LNNT tương ứng là 994,4 tỷ đồng (-13% yoy). EPS năm 2016 dự báo đạt 3.455 đồng.

Cập nhật dự án: Dự án thu hồi và sản xuất CO2 lỏng thương mại từ khí thải

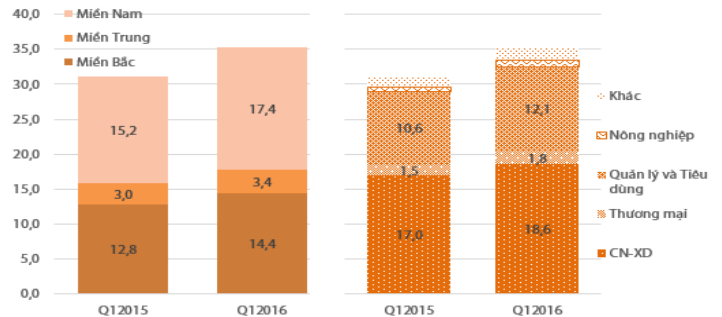
Đầu tháng 5/2016, NT2 đã ký hợp đồng với CTCP Thiế kế Công nghiệp Hóa chất (CECO) về việc tư vấn lập báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) cho dự án này. Dự kiến toàn bộ hồ sơ FS sẽ được hoàn tất vào đầu tháng 8/2016. Trong lần trao đổi gần nhất của chuyên viên ngành và lãnh đạo doanh nghiệp, được biết tổng công suất thiết kế khoảng 50 tấn/ngày. Ngoài ra, nếu dự án khả thi thì sẽ mất thêm khoảng hơn 1 năm cho việc thực hiện thủ tục cũng như triển khai xây dựng. Như vậy, nếu dự án được thực hiện thì sớm nhất phải đến năm 2018 mới có thể đóng góp doanh thu cho nhà máy.

Tăng trưởng GDP và tăng trưởng sản lượng điện

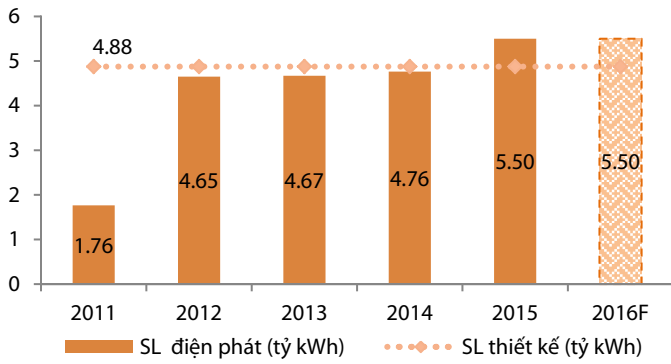


Nguồn: RongViet Research database

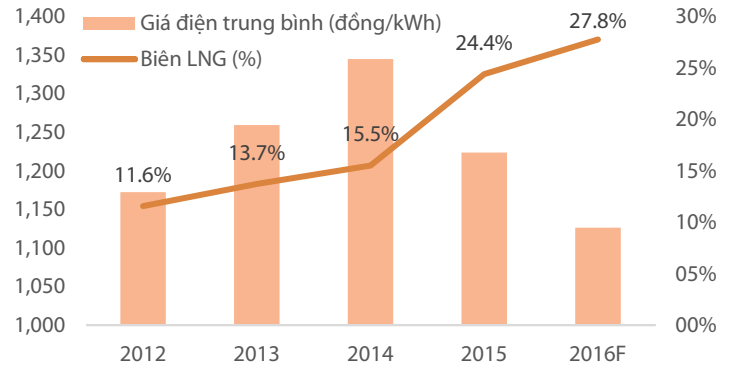
Cơ cấu tiêu thụ điện toàn hệ thống trong quý 1



Sản lượng điện hàng năm của NT2



Biến động biên lợi nhuận gộp của NT2



Nguồn: RongViet Research database

(*) Biên LNG 2014: Loại trừ doanh thu hồi tố

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2014A	2015A	2016E	2017F
Doanh thu thuần	7.064,9	6.729,4	6.194,3	5.776,9
Giá vốn	5.413,3	5.087,7	4.474,9	4.356,4
Lãi gộp	1.651,7	1.641,8	1.719,4	1.420,4
Chi phí bán hàng	0,2	0,1	0,2	0,2
Chi phí quản lý	74,7	146,2	134,6	125,5
Thu nhập từ HĐTC	450,5	65,0	64,5	102,5
Chi phí tài chính	437,2	359,4	389,2	346,5
Lợi nhuận khác	0,9	0,8	0,9	0,9
Lợi nhuận trước thuế	1.591,0	1.201,8	1.260,9	1.051,7
Thuế TNDN	0,0	60,2	63,1	52,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	1.591,0	1.141,6	1.197,7	999,0
EBIT	1.576,7	1.495,4	1.584,6	1.294,7
EBITDA	2.415,4	2.187,3	2.275,2	1.985,3

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	8,9	-4,7	-8,0	-6,7
Lợi nhuận HKKD	112,9	-5,2	6,0	-18,3
EBITDA	40,2	-9,4	4,0	-12,7
Lợi nhuận sau thuế	19256,6	-28,2	4,9	-16,6
Tổng tài sản	2,4	-6,7	-3,1	-5,5
Vốn chủ sở hữu	52,3	12,3	14,7	7,9
Tốc độ tăng trưởng nội tại	35,8	16,2	11,0	7,4
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	23,4	24,4	27,8	24,6
LN HKKD / Doanh thu	22,3	22,2	25,6	22,4
EBITDA/ Doanh thu	34,2	32,5	36,7	34,4
LNST/ Doanh thu	22,5	17,0	19,3	17,3
ROA	12,9	9,5	10,4	9,1
ROE	45,2	25,3	23,4	17,6
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	3,8	3,5	3,9	4,0
Vòng quay hàng tồn kho	21,8	18,1	16,5	17,4
Vòng quay khoản phải trả	4,8	4,4	4,7	4,8
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,4	1,5	1,8	2,0
Nhanh	1,3	1,3	1,7	1,9
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	194,0	144,2	106,3	80,7
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	24,8	22,1	19,3	17,8
Vay dài hạn/ Vốn CSH	137,9	100,9	68,7	45,8

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2014	FY2015	FY2016E	FY2017F
Tiền và đầu tư tài chính NH	726	1.109	1.532	2.093
Các khoản phải thu	2.260	1.576	1.578	1.290
Tồn kho	275	288	253	247
Tài sản ngắn hạn khác	0	8	7	7
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	3.261	2.981	3.371	3.637
Tài sản cố định	8.306	7.618	6.927	6.237
Xây dựng cơ bản dở dang	0	6	6	6
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	916	1.040	782	546
TSCĐ và đầu tư dài hạn	9.222	8.664	7.716	6.788
TỔNG TÀI SẢN	12.484	11.645	11.086	10.425
Tiền hàng phải trả và ứng trước	810	611	603	587
Vay và nợ ngắn hạn	1.052	1.054	1.054	1.054
Vay và nợ dài hạn	5.856	4.812	3.758	2.704
Khoản phải trả dài hạn khác	519	400	394	413
Tổng nợ	8.237	6.876	5.810	4.758
Vốn chủ sở hữu	4.247	4.768	5.277	5.667
Vốn đầu tư của CSH	2.560	2.739	2.879	2.879
Lợi nhuận giữ lại	1.497	1.950	2.261	2.601
Các quỹ	190	80	137	187
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	4.247	4.768	5.277	5.667
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	12.484	11.645	11.086	10.425

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ

	2014A	2015A	2016E	2017F
EPS (đồng/cp)	6.137	4.095	4.460	3.732
P/E (x)	3,2	6,5	7,8	7,8
BV (đồng/cp)	16.589	17.408	18.329	19.684
P/B (x)	1,2	1,5	1,5	1,2
DPS (đồng/cp)	1.300	1.500	2.200	2.000
Tỷ suất cổ tức (%)	6,6%	5,6%	6,3%	5,7%

Mô hình định giá

	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	43.057	35%	15.070
EV/EBITDA	37.394	35%	13.088
P/E	34.768	30%	10.431

Giá mục tiêu (đồng/cp) **34.836 (*)**

(*) Đã điều chỉnh tác động tỷ giá (-1.059 đồng/cp) và cổ tức

Lịch sử định giá

	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
30/07/2015	30.200	Mua	Trung hạn

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4-5 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**