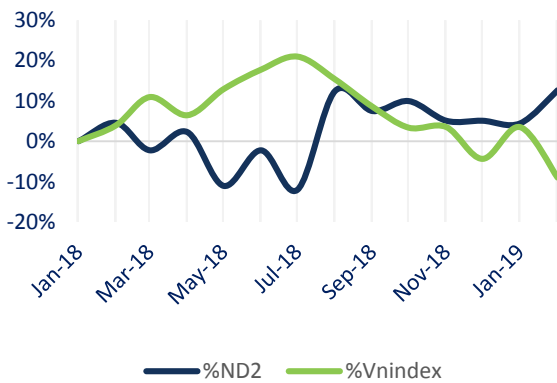


Công ty cổ phần Đầu tư Phát triển điện Miền Bắc 2 (UpCom: ND2)
PHÙNG THỊ VÂN ANH

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: Anhptv@fpts.com.vn

Điện thoại: (+84) – (024)3773 7070 – Ext: 5958

Biến động giá cổ phiếu ND2 và VNIndex

CẬP NHẬT ĐHCĐ THƯỜNG NIÊN NĂM 2019

Năm 2018 doanh thu của ND2 đạt 384,8 tỷ đồng (-1,1%yoy), lợi nhuận sau thuế đạt 122,6 tỷ đồng (+9,7%yoy). Nguyên nhân là do:

Điều kiện thời tiết không thuận lợi như năm 2017, lượng nước về hồ ít làm cho sản lượng điện sản xuất giảm 6% yoy dẫn đến doanh thu giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chi phí lãi vay năm 2018 của ND2 giảm 14% yoy tương ứng với giảm 18 tỷ đồng nên lợi nhuận sau thuế vẫn tăng so với năm 2017.

Kế hoạch kinh doanh năm 2019:

- ✓ Doanh thu năm 2019 là: 359,3 tỷ đồng giảm 6,6% so với thực hiện năm 2018.
- ✓ Lợi nhuận sau thuế là: 114,5 tỷ đồng giảm 7,3% so với thực hiện năm 2018.

Trả cổ tức năm 2018 bằng tiền cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ 20% (tương ứng 2.000 đồng/cp).

KHUYẾN NGHỊ: Với mức giá là 22.600 đồng/cp thì cổ phiếu ND2 đang được giao dịch với P/E trailing là 9,1x gần với trung bình ngành (khoảng 9,2x). Chúng tôi đánh giá với triển vọng năm 2019 về doanh thu và lợi nhuận sẽ giảm so với năm 2018 (doanh thu giảm 6,6%, lợi nhuận sau thuế giảm 7,3%) thì mức giá hiện tại không thực sự hấp dẫn. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với ND2 và thực hiện mua vào khi cổ phiếu về mức giá 19.600 đồng/cp tương ứng với mức P/E khoảng 7,9. ([Chi tiết](#))

Luận điểm đầu tư

- ✓ **Dự án thủy điện Ngòi Phát mở rộng dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2020 sẽ tăng sản lượng điện sản xuất cho ND2.** Dự kiến quý I/2020, sau khi đi vào hoạt động thì nhà máy thủy điện Ngòi Phát mở rộng sẽ giúp nâng quy mô chung của nhà máy từ 72 MW lên 84 MW và tăng thêm khoảng 23 triệu Kwh/năm. Ước tính doanh thu của ND2 sẽ tăng thêm 20 tỷ đồng mỗi năm.

- ✓ **Cổ tức đều đặn bằng tiền qua các năm.** Trong các năm gần đây, công ty luôn trả cổ tức đều đặn bằng tiền và có xu hướng tăng dần.

Yếu tố cần theo dõi

- ✓ **Biến động về lãi suất.** Chúng tôi ước tính với tình hình nợ vay hiện tại thì lãi suất tăng 1% sẽ làm giảm lợi nhuận khoảng 11,7 tỷ đồng.
- ✓ **Tiến độ của dự án thủy điện Ngòi Phát mở rộng.** Hiện nay, tiến độ của dự án đã bị chậm gần 4 tháng so với tiến độ được phê duyệt. Nguyên nhân là do một số hạng mục tăng chi phí đầu tư nên ND2 rà soát, lập lại tổng mức đầu tư, báo cáo Tổng công ty để chấp thuận điều chỉnh tổng mức đầu tư làm cơ sở triển khai tiếp theo.
- ✓ **Tình hình thời tiết không thuận lợi do dự báo năm 2019 có sự xuất hiện của hiện tượng El Nino gây hạn hán, ít mưa.**

Thông tin giao dịch 15/03/2019

Giá hiện tại (VND)	22.600
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	22.800
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	19.400
Số lượng CP niêm yết (cp)	49.993.960
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	2.320
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	0
Vốn hóa (tỷ VND)	1.125
EPS 4 quý gần nhất (VND/cp)	2.460
P/E trailing (lần)	9,1

Tổng quan doanh nghiệp

Tên công ty	CTCP Đầu tư Phát triển điện Miền Bắc 2
Địa chỉ	Số 64B, đường Phan Đình Phùng, phường Phố Mới, TP Lào Cai, tỉnh Lào Cai
Doanh thu chính	Điện thương phẩm
Chi phí chính	Chi phí khấu hao, chi phí lãi vay

Cơ cấu cổ đông Tỷ lệ

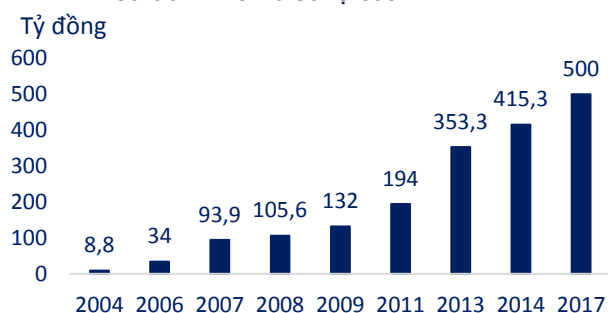
Tổng CTCP xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam	73,2%
Tổng công ty Bảo Việt nhân thọ	10,3%
Khác	16,4%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP.


- ✓ **Tên công ty: CTCP Đầu tư Phát triển điện Miền Bắc 2**
- ✓ Địa chỉ: Số 64B, đường Phan Đình Phùng, phường Phố Mới, TP Lào Cai, tỉnh Lào Cai
- ✓ Ngày 06/05/2004: Công ty được thành lập với vốn điều lệ thực góp là 8,8 tỷ đồng và là công ty thành viên đầu tiên của Tổng công ty cổ phần xuất nhập khẩu và xây dựng Việt Nam (VINACONEX). Hoạt động trong lĩnh vực đầu tư phát triển năng lượng.
- ✓ Năm 2010: Công ty đăng ký giao dịch trên sàn UpCom với mã cổ phiếu là ND2 và tổng số lượng cổ phiếu đăng ký giao dịch là 13.200.627 cổ phiếu.
- ✓ Năm 2018: Vốn điều lệ của Công ty là 500 tỷ đồng.

Quy trình tăng vốn điều lệ

Biểu đồ 1: Vốn điều lệ của ND2



Nguồn: ND2, FPTs Research

Quy trình tăng vốn điều lệ của ND2 chủ yếu là từ góp vốn của cổ đông lớn Tổng CTCP Vinaconex. Ngày 31/12/2018, tỷ lệ sở hữu của Vinaconex tại ND2 là 73,2% với tổng số lượng cổ phiếu nắm giữ là 36,6 triệu.

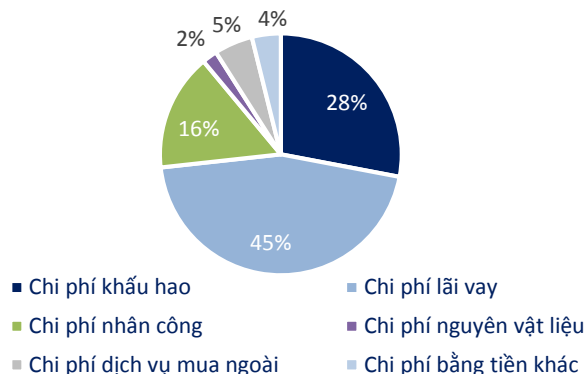
Công ty hiện sở hữu và vận hành 01 nhà máy thủy điện:

Nhà máy thủy điện	Năm vận hành	Địa điểm	Tổng vốn đầu tư (tỷ đồng)	Công suất (MW)	Sản lượng điện trung bình 4 năm (triệu KWh)	Hồ điều tiết	Hình thức bán điện với EVN
-------------------	--------------	----------	---------------------------	----------------	---	--------------	----------------------------

Ngòi Phát	Năm 2014	Lào Cai	2.090,9	72	410,6	Theo ngày	<u>Hợp đồng dạng sai khác</u>
-----------	----------	---------	---------	----	-------	-----------	-------------------------------

Nguồn: ND2, FPTs Research

Thủy điện Ngòi Phát được xây dựng trên dòng Ngòi Phát là phụ lưu cấp 1 của Sông Hồng chảy qua huyện Bản Xát thuộc tỉnh Lào Cai. Ngòi Phát là một suối lớn, điều kiện thủy văn và lượng mưa khu vực này đều (lượng mưa trung bình dao động trong khoảng 1.800-2.000 mm). Do vậy lưu lượng dòng chảy của Ngòi phát rất ổn định. Chúng tôi đánh giá đây là một điểm thuận lợi của thủy điện Ngòi Phát.

Cơ cấu chi phí của ND2
Biểu đồ 2: Cơ cấu tổng chi phí của ND2


Nguồn: ND2, FPT S Research

Chi phí khấu hao và chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí của ND2. Cũng như các doanh nghiệp thủy điện khác thì đây là hai chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí của doanh nghiệp. Hơn nữa, nhà máy thủy điện Ngòi Phát mới đi vào hoạt động cuối năm 2014 nên chi phí lãi vay hàng năm còn khá cao (khoảng 120 tỷ đồng).

II. KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2018 CỦA ND2

Tỷ VNĐ	2017	2018	%YoY	Nhận xét
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ:	389,2	384,8	-1,1%	Doanh thu của ND2 năm 2018 giảm nhẹ so với năm 2017 do thời tiết không thuận lợi. + Điều kiện thời tiết và tình hình thủy văn vào đầu năm 2018 khá tích cực khi sản lượng 6 tháng đầu năm tăng 6% yoy. + Sang quý 3 là cao điểm của mùa mưa nhưng thủy văn trên địa bàn lại có xu hướng giảm và đến quý 4 thì lượng mưa giảm rõ rệt dẫn tới sản lượng điện 6 tháng cuối năm 2018 giảm 12% yoy.
<i>Sản lượng điện (triệu kWh)</i>	443,5	419	-5,5%	
Lợi nhuận gộp	284,2	276,9	-2,6%	
Doanh thu tài chính	1,3	2,7	+107,7%	
Chi phí tài chính	134,8	116,1	-13,9%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	134	116	-13,4%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	29,2	32	+9,6%	
Lợi nhuận thuần hoạt động kinh doanh	121,5	131,1	+7,9%	
Lợi nhuận trước thuế	112,6	130,1	+15,5%	Do chi phí lãi vay giảm 13,4%yoy trong khi doanh thu chỉ giảm nhẹ so với năm 2017 dẫn tới lợi nhuận trước thuế tăng 15,5%yoy.
Thuế TNDN	-	6,6		Năm 2018, ND2 bắt đầu nộp thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất là 5%/năm.
Lợi nhuận sau thuế	112,6	123,5	+9,7%	

Nguồn: ND2, FPT S Research

KẾ HOẠCH PHÂN PHỐI LỢI NHUẬN CỦA ND2

	ĐVT: đồng/cp			
Năm	2015	2016	2017	2018
Cổ tức	1.000	1.500	1.800	2.000
Kế hoạch chi trả cổ tức	-	1.000	1.500	1.800

Nguồn: ND2, FPT S Research

Tình hình chi trả cổ tức của ND2 đều đặn bằng tiền và tăng dần qua các năm. Công ty luôn dành 70-80% lợi nhuận sau thuế để chi trả cổ tức cho cổ đông và vượt kế hoạch chi trả cổ tức đề ra.

III. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2019 CỦA ND2

Chỉ tiêu	Thực hiện 2018	Kế hoạch 2019	Tăng/giảm so với thực hiện 2018
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	384,8	359,3	-6,6%
Sản lượng điện (triệu kWh)	419	395	-6%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	123,5	114,5	-7,3%

Nguồn: ND2, FPT S Research

Chúng tôi đánh giá ND2 sẽ hoàn thành được kế hoạch kinh doanh đặt ra do:

Về doanh thu:

- **Sản lượng điện ước tính năm 2019 đạt 395 triệu Kwh giảm 6% so với thực hiện năm 2018 do:**
 - ✓ Năm 2019, dự báo hiện tượng El Nino sẽ diễn ra, gây hạn hán, mưa ít nên sản lượng nước về hồ sẽ giảm so với năm 2018. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá hiện tượng này sẽ diễn ra ở mức yếu nên sản lượng điện sản xuất của ND2 chỉ giảm nhẹ so với cùng kỳ.
 - ✓ Theo phê duyệt của EVN thì tháng 12/2019 ND2 sẽ tiến hành đại tu tổ máy số 2, số 3 và dự kiến thời gian sẽ diễn ra khoảng 01 tháng. Chúng tôi đánh giá đây là khoảng thời gian mà lượng mưa khá ít và ND2 chỉ dừng tổ máy số 2 và số 3, trong đó tổ máy số 1 vẫn hoạt động bình thường. Vì vậy, thời gian này phù hợp để đại tu và việc này chỉ làm cho sản lượng điện sản xuất của ND2 giảm nhẹ so với cùng kỳ.
- **Giá bán điện bình quân ước tính khoảng 910 đồng/Kwh gần tương đương với năm 2018.**

Về lợi nhuận:

- **Tổng chi phí ước tính sẽ khoảng 239 tỷ đồng giảm khoảng 6% yoy** trong đó chi phí lãi vay chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng chi phí của ND2 (hơn 40% tổng chi phí). Trong các năm gần đây, ND2 đã tăng trả nợ gốc giúp cho chi phí lãi vay giảm dần tác động tích cực đến lợi nhuận sau thuế của Công ty (Nợ vay giảm từ 1.440 tỷ đồng năm 2015 xuống còn khoảng 1.100 tỷ đồng năm 2018). Vì vậy, với tình hình nợ vay và tốc độ trả nợ gốc của ND2 thì chúng tôi ước tính chi phí lãi vay năm 2019 sẽ khoảng 108 tỷ đồng, giảm 7% yoy.
- **ND2 đang được hưởng ưu đãi về thuế thu nhập doanh nghiệp với thuế suất là 5%/năm.** Từ năm 2018 là năm thứ 05 kể từ năm đầu tiên Công ty có lợi nhuận chịu thuế từ hoạt động kinh doanh chính và bắt đầu áp dụng thuế suất 5% (áp dụng trong 9 năm). Vì vậy chúng tôi ước tính thuế thu nhập doanh nghiệp năm 2019 của ND2 khoảng 6 tỷ đồng.

IV. DỰ ÁN THỦY ĐIỆN NGÒI PHÁT MỞ RỘNG

Mục tiêu của dự án: để tận dụng nguồn nước xả thừa vào mùa mưa của thủy điện Ngòi Phát.

Các thông tin chính của dự án:

- ✓ Địa điểm thực hiện dự án: tại xã Bản Vược, huyện Bát Xát, tỉnh Lào Cai
- ✓ Tổng vốn đầu tư của dự án: 176,2 tỷ đồng, trong đó:
 - Nguồn vốn tự có: 52,9 tỷ đồng (chiếm 30% TMĐT)
 - Vốn vay ngân hàng: 123,3 tỷ đồng (chiếm 70% TMĐT)
- ✓ Công suất: 12 MW.
- ✓ Công trình dự kiến xây dựng khoảng 18 tháng.

Hiện nay, tiến độ chung của dự án đã bị chậm gần 4 tháng so với tiến độ được phê duyệt. Dự kiến vào cuối quý 1/2020 sẽ đi vào hoạt động và thu tiền vào quý 2/2020.

Chúng tôi ước tính với việc đi vào hoạt động và cung cấp khoảng 23 triệu kWh mỗi năm cho điện lưới quốc gia thì nhà máy thủy điện Ngòi Phát mở rộng sẽ mang về thêm khoảng 20 tỷ đồng doanh thu mỗi năm cho ND2.

Phụ lục 1:
Thị trường điện:

+ Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) - Toàn bộ điện năng phát của các nhà máy điện được bán cho đơn vị mua buôn duy nhất (EVN). Điện năng mua bán được thanh toán theo giá hợp đồng và giá thị trường giao ngay từng chu kỳ giao dịch thông qua hợp đồng sai khác.

+ Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng được quy định là 60-95% tổng sản lượng điện phát của nhà máy, phần còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường giao ngay.

Hợp đồng mua bán điện dạng sai khác: được áp dụng cho các nhà máy điện có công suất trên 30 MW. Giá hợp đồng được quy đổi từ giá công suất và giá điện năng do hai bên thỏa thuận nhưng không vượt quá khung giá cho nhà máy điện chuẩn do Bộ Công Thương ban hành. Sản lượng hợp đồng hàng năm được xác định trước khi bắt đầu năm vận hành theo kết quả tính toán tối ưu hệ thống điện của năm tiếp theo.

Đối với ND2:

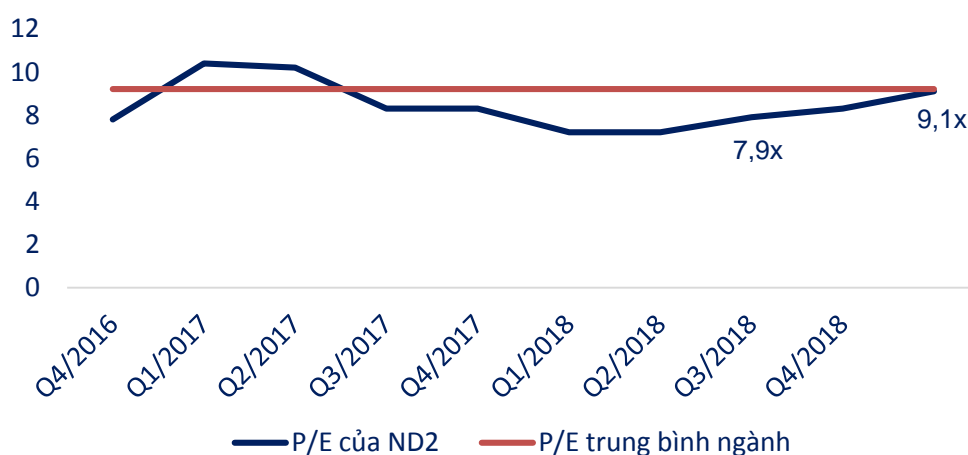
+ Giá bán điện hợp đồng của thủy điện Ngòi Phát được đàm phán và ký kết với EVN.

+ Tỷ lệ điện năng thanh toán theo giá hợp đồng là 80% và 20% sản lượng điện năng còn lại sẽ được thanh toán theo giá thị trường giao ngay.

Phụ lục 2:

Mã cổ phiếu	Giá cổ phiếu	Doanh thu	Lợi nhuận sau thuế	P/E trailing
SJD	21.850	496	191	8,1x
S4A	27.100	307	131	9,0x
S4A	14.500	254	96	9,7x
SHP	22.600	619	189	11,3x
TBC	26.700	396	205	8,3x
Trung bình:				9,2x
ND2	22.600	385	123,5	9,1x

Nguồn: FPT S Research

P/E quá khứ của ND2


Nguồn: FPT S Research

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích FPTTS và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu ND2 nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.pts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, phường Bưởi

Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam

ĐT: (84.4) 37737070 / 2717171

Fax: (84.4) 37739058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times Square,

136 – 138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1, Tp. Hồ

Chí Minh, Việt Nam

ĐT: (84.8) 62908686

Fax: (84.8) 62910607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp. Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P. Thạch Thang, Quận

Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.511) 3553666

Fax: (84.511) 3553888