

# CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

## Báo cáo định giá lần đầu

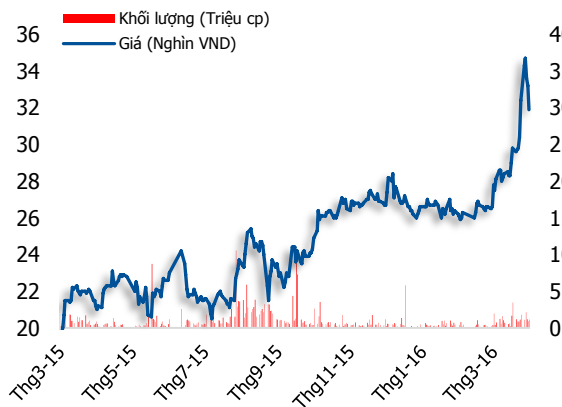
01/04/2016

Khuyến nghị	<b>KHẢ QUAN</b>
Giá mục tiêu (VND)	37.300
Tiềm năng tăng giá	17%
Cổ tức tiền mặt	22,0%
Tỷ suất cổ tức	6,3%
Cổ tức bằng cổ phiếu	4,0%

### Thông tin cổ phiếu

Giá hiện tại (VND)	31.900
Số lượng CP niêm yết	273.919.843
Số lượng CP lưu hành	273.919.843
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	8.378
Khoảng giá 52 tuần	20.500 – 36.000
KLGDTB 12 tháng	1.028.974
% sở hữu nước ngoài	20,23%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49,00%
Số lượng được phép sở hữu	134.220.723
Số lượng còn được phép mua	78.814.246

### Biến động giá trong 12 tháng



### Liên hệ

**Nguyễn Ngọc Hoàng**

Chuyên viên phân tích

E: Hoang1.nguyennhoc@mbs.com.vn

T: +84 913 433 423

## Khẳng định vị thế dẫn đầu

- Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy tuabin khí hiện đại nhất Việt Nam với quy mô 750 MW, đóng góp đến 8% tổng nguồn cung điện miền Nam. Với hiệu suất hoạt động cao cùng vị trí chiến lược thuận lợi ngay trung tâm phụ tải miền Đông Nam Bộ, NT2 là nguồn cung không thể thiếu của hệ thống điện miền Nam cũng như cả nước.
- NT2 có sự đảm bảo cả đầu vào và đầu ra với hợp đồng mua bán khí và mua bán điện được ký dài hạn. Với việc được áp dụng cơ chế giá khí theo thị trường, vị thế của doanh nghiệp trên thị trường điện cạnh tranh ngày càng được cải thiện.
- Khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NT2, giá mục tiêu **37.300 VND**.

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đơn vị: Tỷ VND	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Sản lượng điện (MWh)	4.763	5.499	5.500	5.025	5.085
Tổng doanh thu	6.407	6.729	6.100	5.774	6.059
LN từ hoạt động SXKD	528	1.211	1.425	1.272	1.374
Lãi/lỗ CLTG	404	(10)	(125)	(241)	(131)
LNST	933	1.142	1.235	967	1.174
Tỷ lệ cổ tức tiền mặt	18%	22%	25%	25%	25%
SLCP lưu hành (Tr.cp)	256	274	288	288	288
EPS pha loãng	3.644	4.168	4.291	3.361	4.077
ROE	26,5%	25,3%	24,6%	18,4%	21,2%

Số liệu 2014 đã loại trừ khoản hồi tố 658 tỷ đồng. (Nguồn: NT2, MBS Research)

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu và đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** cổ phiếu NT2 của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 với giá mục tiêu **37.300 đồng/cp**, cao hơn 17% so với giá hiện tại là 31.900 đồng/cp, dựa trên các luận điểm sau:

- **Hoạt động sản xuất kinh doanh tiếp tục khả quan.** Năm 2015, tình hình hạn hán khiến việc cung cấp điện miền Nam vô cùng khó khăn, NT2 đã cho thấy tầm quan trọng của mình khi phát lên lưới điện quốc gia đến 5,5 tỷ kWh điện (+16% yoy), đáp ứng đến 8% tổng nhu cầu tiêu thụ điện toàn khu vực. Tình hình sản xuất được dự báo sẽ tiếp tục khả quan trong giai đoạn 2016 – 2020.
- **Cơ chế giá khí mới theo thị trường giúp gia tăng lợi thế cạnh tranh và cải thiện biên lợi nhuận gộp.** Nhờ được áp dụng chính sách này trong bối cảnh giá dầu lao dốc, biên lợi nhuận gộp của NT2 đã tăng vọt từ xấp xỉ 20% ở Q1, Q2/2015 lên 28,2% ở Q3/2015 và 30,6% ở Q4/2015 và dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2016.
- **NT2 có nhiều lợi thế cạnh tranh bền vững khi tham gia thị trường điện cạnh tranh** như (1) Máy móc thiết bị hiện đại vận hành độ tin cậy cao cũng như sự ổn định của nguồn khí Nam Côn Sơn; (2) Khả năng thay đổi phụ tải nhanh trên diện rộng (7MW/phút) giúp chiến lược chào giá linh hoạt hơn; (3) Vị trí chiến lược ngay ở trung tâm phụ tải Đông Nam Bộ, chỉ cách điểm nóng tiêu thụ điện là TP.HCM 30km; (4) Thành lập riêng Tổ thị trường điện để phục vụ cho phân tích, lên chiến lược chào giá trên VCGM. Đây được đánh giá là một trong những tổ chào giá tốt nhất trong hơn 60 nhà máy tham gia.
- **Tỷ suất cổ tức cao và ổn định.** NT2 hiện có lượng tiền mặt dồi dào, lên đến 1.109 tỷ đồng (tại ngày 31/12/2015) và sẽ tiếp tục nhận được 165 tỷ đồng tiền hồi tố giá điện từ EVN trong năm 2016, 2017. Do đó khả năng chi trả cổ tức cao vẫn được đảm bảo, dự kiến ít nhất 20% cho năm 2016.

## Rủi ro

**Rủi ro tỷ giá:** Dư nợ vay ngoại tệ của NT2 tại thời điểm 31/12/2015 là 122,9 triệu EUR và 132,6 triệu USD. Do đó chỉ cần 1% thay đổi bất lợi trong tỷ giá VND/EUR hay VND/USD có thể tăng giá trị khoản nợ của doanh nghiệp lên đến 30 tỷ đồng. Tuy nhiên rủi ro này đang giảm dần nhờ chính sách trả nợ nhanh.

**Rủi ro giá khí đầu vào:** NT2 đang được áp dụng cơ chế giá khí theo thị trường ở mức thấp, tuy nhiên, khi giá đầu phục hồi có thể ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của doanh nghiệp trên VCGM do giá thành đội lên.

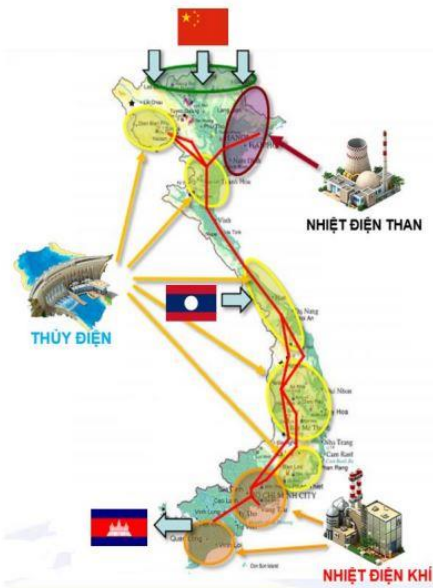
Cơ chế giá đặc biệt cho hoạt động mua bán khí do PV GAS đề xuất có thể khiến giá nhiên liệu của NT2 bị chặn dưới bởi giá sàn dù cho giá đầu giảm sâu hơn. Tuy nhiên rủi ro này chưa cao bởi giá khí đề xuất của GAS vẫn thấp hơn so với mức giá khí bình quân năm 2015.

GAS đang trình Bộ Công Thương tăng phí vận chuyển đường ống Phú Mỹ đối với nhóm các nhà máy điện Nhơn Trạch. Nếu việc này được thông qua giá thành sản xuất điện bị đội lên sẽ làm ảnh hưởng khả năng cạnh tranh của NT2.

**Rủi ro cạnh tranh:** Trong trường hợp tình hình thời tiết thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, giá biên thị trường điện có thể bị giảm do nguồn cung tăng. Điều này có thể làm giảm biên lợi nhuận đối với phần sản lượng phát trên VCGM của NT2.

## TỔNG QUAN NGÀNH ĐIỆN VIỆT NAM

### Sơ đồ phân bố nguồn điện Việt Nam 2014



### Phát triển kinh tế đòi hỏi nhu cầu điện tăng cao

Hơn một thập niên qua, Việt Nam đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ về nhu cầu điện. Sản lượng điện tiêu thụ đạt tốc độ tăng trưởng bình quân 13%/năm, đến năm 2015 đạt 145 TWh, tăng gấp 6,5 lần so với mức 22,4 TWh ở năm 2000.

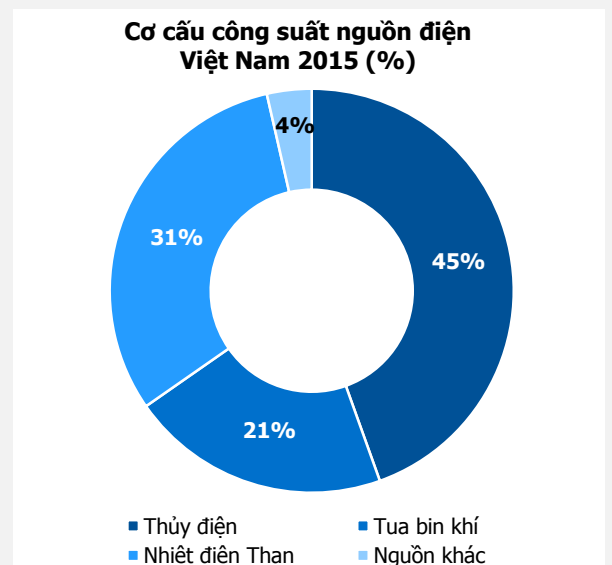
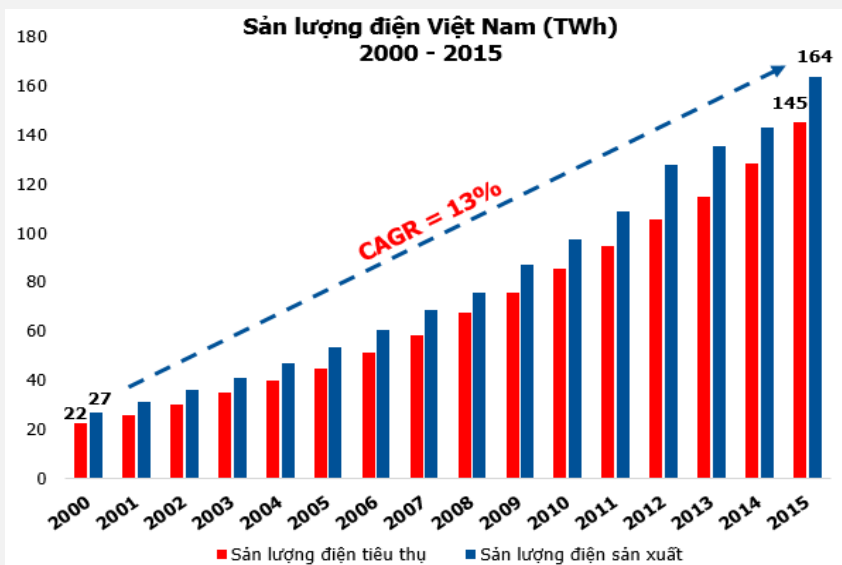
Sự gia tăng nhanh chóng của nhu cầu điện đến từ khu vực công nghiệp – xây dựng do tác động của quá trình công nghiệp hóa – hiện đại hóa. Trong vòng 14 năm, tốc độ tăng trưởng bình quân của nhóm khách hàng này lên đến 15,6%/năm, tăng 7,6 lần từ mức 9,1 TWh lên 69,2 TWh trong giai đoạn 2000 – 2014 và vượt qua Quản lý – Tiêu dùng để trở thành khu vực tiêu thụ điện lớn nhất (đóng góp đến 53,9% sản lượng điện thương phẩm cả nước năm 2014).

### Việc cung ứng điện gặp nhiều khó khăn

Tổng công suất nguồn điện đã tăng trưởng với tốc độ bình quân 12,3%/năm trong giai đoạn 2000 – 2015. Mặc dù tổng công suất nguồn luôn cao hơn mức phụ tải đỉnh hằng năm nhưng việc cung ứng điện vẫn của hệ thống vẫn gặp nhiều khó khăn bởi:

- (1) Hệ thống điện phụ thuộc quá nhiều vào thủy điện** (chiếm gần 50% tổng nguồn) do đó khả năng cung ứng chịu ảnh hưởng lớn bởi tình hình thủy văn.
- (2) Nhu cầu tiêu thụ điện phân hóa mạnh theo thời gian** giữa các mùa trong năm, giữa giờ cao điểm và thấp điểm trong ngày là khá lớn ( $P_{min}/P_{max} = 67 - 70\%$ ), do đó gây khó khăn trong điều độ, phát điện.
- (3) Nhu cầu tiêu thụ điện có sự phân hóa rõ nét giữa các vùng miền:** phụ tải hệ thống điện miền Nam chiếm đến 50% tổng nhu cầu điện cả nước, tuy nhiên nguồn điện tại chỗ chỉ đáp ứng được 80% nhu cầu, còn lại phải truyền tải từ phía Bắc và miền Trung qua đường dây 500kV.

Biểu 1: Tình hình sản lượng và cơ cấu nguồn điện Việt Nam



(Nguồn: MBS Research)

### Thị trường hóa là bước đi tất yếu

Thế độc quyền của ngành điện Việt Nam đang dần được dỡ bỏ nhờ sự phát triển của thị trường điện cạnh tranh (VGM). VGM bao gồm 3 giai đoạn: Thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM), Thị trường bán buôn điện cạnh tranh (VWEM) và Thị trường bán lẻ điện cạnh tranh. VCGM ở Việt Nam đã chính thức khởi động từ ngày 01/07/2012 và đến năm 2016 sẽ có 79/110 nhà máy điện lớn (>30 MW), tham gia chào giá trực tiếp trên thị trường với tổng công suất 21.151,5 MW, tương đương 54% tổng công suất toàn hệ thống.

Sự phát triển của VGM được kỳ vọng sẽ giúp cho ngành điện Việt Nam trở nên trở nên năng động hơn cũng như gia tăng tính minh bạch, hiệu quả toàn hệ thống, nhờ đó hấp dẫn hơn trong mắt nhà đầu tư trong và ngoài nước.

**Xu hướng phát triển hệ thống điện Việt Nam: Tất cả vì miền Nam**

**Theo quy hoạch điện 7 điều chỉnh, nhu cầu điện của nước ta được dự báo sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao**, bình quân 10,1% trong giai đoạn 2016 – 2020 và 8,0%/năm trong giai đoạn 2021 – 2030. Trên thực tế, tốc độ tăng trưởng đã đạt đến 11,1%/năm trong giai đoạn 2010 – 2015 và được dự báo sẽ tăng thêm nhờ triển vọng sáng sủa hơn của nền kinh tế, đặc biệt nhờ dòng vốn FDI đổ vào Việt Nam và sự phục hồi của nhóm khách hàng xây dựng – công nghiệp và. Điều này đòi hỏi sự tăng trưởng rất lớn về nguồn cung để đáp ứng cho nhu cầu phát triển kinh tế trong giai đoạn tới.

Hệ thống điện miền Nam phụ thuộc lớn vào 2 nguồn cung cấp chính là thủy điện và tuabin khí với đóng góp lần lượt là 19% và 55% tổng công suất lắp đặt. Trong năm 2014 và 2015, khu vực này cũng được bổ sung thêm công suất khá lớn từ 2 nhà máy nhiệt điện than là Vĩnh Tân 2 (1.244 MW) và Duyên Hải 1 (1.245 MW). Tuy nhiên, việc EVN vẫn ưu tiên huy động nguồn điện giá rẻ từ thủy điện để tiết kiệm chi phí làm toàn bộ hệ thống điện khu vực miền Nam chịu ảnh hưởng của tính mùa vụ rõ nét.

Nhu cầu tiêu thụ điện cả miền Nam được dự báo sẽ tiếp tục đạt mức tăng trưởng cao bình quân trên 10%/năm trong giai đoạn 2015 - 2030 (theo Quy hoạch điện VII điều chỉnh). Về phía nguồn cung, gần như tiềm năng thủy điện ở khu vực phía Nam đã được khai thác hết và sẽ không có nguồn bổ sung đáng kể từ thủy điện cho tới năm 2030 mà hầu hết đến từ các nhà máy nhiệt điện than.

Tuy nhiên, kể cả trong trường hợp các nhà máy này đi vào vận hành kịp tiến độ, tỷ lệ phụ tải đỉnh/tổng công suất nguồn của khu vực được dự báo sẽ vượt trên 100% trong giai đoạn 2016 – 2018 khiến cho việc cung ứng điện cực kỳ khó khăn đặc biệt vào mùa khô (do thủy điện không đủ nước để vận hành ở công suất tối đa). **Do đó, các nhà máy tuabin khí vẫn sẽ là nguồn cung điện không thể thiếu cho khu vực này trong tương lai.**

**Biểu 2: PHÂN TÍCH CUNG – CẦU ĐIỆN MIỀN NAM 2015 - 2020**

Các nguồn điện lớn dự kiến đi vào hoạt động tại khu vực miền nam	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Thủy điện Đồng Nai 5		150					
Thủy điện Thác Mơ Mở rộng				75			
Thủy điện Đa Nhim Mở rộng					100		
Nhiệt điện Duyên Hải 1		1,245					
Nhiệt điện Duyên Hải 2							
Nhiệt điện Duyên Hải 3			600	600			
Nhiệt điện Duyên Hải 3 Mở rộng						660	
Nhiệt điện Long Phú 1					600	600	
Nhiệt điện Sóng Hậu 1						1,200	
Nhiệt điện Vĩnh Tân 1						1,200	
Nhiệt điện Vĩnh Tân 3							
Nhiệt điện Vĩnh Tân 4					1,200		
Nhiệt điện Vĩnh Tân 4 Mở rộng						600	
Tuabin khí Ô Môn 3							750
Điện mặt trời Thiên Tân 1						300	
Điện mặt trời Thiên Tân 2							400
Điện gió Khai Long (Cà Mau)					100		
Điện gió Trung - Nam						90	
Điện gió Sóc Trăng						99	
Điện gió Bạc Liêu GD 3					142		
<b>Tổng nguồn bổ sung trong năm (MW)</b>		<b>1,395</b>	<b>600</b>	<b>675</b>	<b>2,142</b>	<b>4,749</b>	<b>1,150</b>
<b>Cung điện miền nam (MW)</b>	<b>11,887</b>	<b>13,282</b>	<b>13,882</b>	<b>14,557</b>	<b>16,699</b>	<b>21,448</b>	<b>22,598</b>
<i>Tăng trưởng nguồn cung</i>		11.7%	4.5%	4.9%	14.7%	28.4%	5.4%
<b>Phụ tải đỉnh miền nam (MW)</b>	<b>11,000</b>	<b>12,800</b>	<b>14,080</b>	<b>15,488</b>	<b>17,037</b>	<b>18,740</b>	<b>20,615</b>
<i>Tăng trưởng phụ tải đỉnh</i>		16.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>Tỷ lệ phụ tải đỉnh/tổng nguồn</b>		<b>96%</b>	<b>101%</b>	<b>106%</b>	<b>102%</b>	<b>87%</b>	<b>91%</b>
					<b>Cung cầu cực kỳ căng thẳng</b>		

*Giả định thận trọng phụ tải đỉnh chỉ tăng 10%/năm; (Nguồn: MBS Research)*

## Tổng quan về doanh nghiệp

### Lịch sử hình thành và phát triển

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 thành lập ngày 15/06/2007 với vốn điều lệ ban đầu 2.560 tỷ đồng. Nhà máy điện Tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 có công suất 750 MW được đưa vào vận hành thương mại từ năm 2011.

Cổ phiếu NT2 giao dịch trên sàn UPCOM vào tháng 01/2010 và đã chính thức chuyển sang niêm yết trên sàn HOSE từ ngày 12/06/2015. Cũng trong năm 2015, doanh nghiệp đã thực hiện tăng vốn điều lệ lên 2.739 tỷ đồng



**2007** Thành lập CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2  
Vốn điều lệ ban đầu 2.560 tỷ đồng.



**2009** Ký kết hợp đồng EPC, khởi công xây dựng nhà máy Nhơn Trạch 2.



**2010** Ký hợp đồng mua bán khí với PV Gas.  
Cổ phiếu NT2 chính thức giao dịch ở UPCOM.



**2011** Chính thức vận hành thương mại



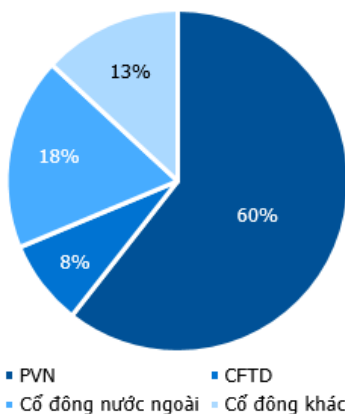
**2014** Đàm phán được giá bán điện chính thức cho nhà máy  
Đạt mốc 15 tỷ kWh phát lên lưới điện Quốc gia



**2015** Niêm yết trên sàn HOSE.  
Đạt mốc sản lượng điện 20 tỷ kWh.  
Tăng vốn điều lệ lên 2.739 tỷ đồng.  
Chính thức áp dụng cơ chế giá khí theo thị trường.

(Nguồn: NT2)

**Cơ cấu cổ đông NT2**  
(Tính đến ngày 31/12/2015)



### Cơ cấu cổ đông

Nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 là dự án đầu tư nguồn điện theo hình thức đa sở hữu đầu tiên do Tập đoàn Dầu khí Việt Nam chủ trì. Dự án có tổng mức đầu tư trên 700 triệu USD theo hình thức nhà máy điện độc lập (IPP) và có thuận lợi rất lớn về giải ngân vốn đầu tư nhờ các cổ đông sáng lập là các tập đoàn kinh tế lớn của quốc gia như: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tập đoàn Bưu chính Viễn thông (VNPT), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN), Tập đoàn Than Khoáng sản Việt Nam (Vinacomin), Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BIDV)...

Tính đến nay, hầu hết các cổ đông sáng lập đã thoái vốn hoàn toàn khỏi NT2, chỉ còn 2 cổ đông lớn là PVN (60%) và CFTD (8,35%). Ngoài ra, cổ đông nước ngoài nắm trên 18% cổ phần của doanh nghiệp, trong đó có các tổ chức lớn như nhóm cổ đông Dragon Capital, quỹ VNM ETF, quỹ FTSE ETF,...

### Ban lãnh đạo

Ban lãnh đạo của Công ty được đánh giá rất cao trong ngành điện về kinh nghiệm và hiệu quả nhờ đã từng công tác tại các nhà máy tuabin khí khác như Phú Mỹ, Nhơn Trạch 1, Cà Mau 1, Cà Mau 2... Đây là điều rất quan trọng bởi nhiệt điện khí là một trong những lĩnh vực phức tạp nhất trong ngành sản xuất điện. Việc nhà máy tuabin khí Nhơn Trạch 2 luôn vận hành ổn định, hiệu quả mà không gặp phải sự cố kể từ ngày đầu phát điện đã phần nào chứng minh được năng lực của ban lãnh đạo công ty.

Tiến sĩ Hoàng Xuân Quốc (CEO) đã làm việc tại NT2 từ ngày đầu thành lập và xây dựng nhà máy. Ông từng là phó ban quản lý Tổ hợp khí – điện – đạm Cà Mau, 15 năm kinh nghiệm trong lĩnh vực dầu khí và là một trong 10 nhà quản lý dầu khí xuất sắc nhất năm 2015.

**Biểu 3: Một số điểm chính về ban lãnh đạo NT2**

Ban lãnh đạo	Chức vụ	Điểm nhấn
Uông Ngọc Hải	Chủ tịch HĐQT	Từng là Phó trưởng phòng thiết kế nhiệt điện, phó ban tư vấn Phú Mỹ của TV2; Từng công tác tại vụ khoa học công nghệ của Bộ Công Thương.
Hoàng Xuân Quốc	Thành viên HĐQT Tổng giám đốc	Trên 15 năm kinh nghiệm lĩnh vực Điện - Khí; Từng là phó trưởng BQL cụm Khí - Điện - Đạm Cà Mau; Top 10 nhà quản lý dầu khí xuất sắc nhất năm 2015
Lương Ngọc Anh	Thành viên HĐQT	Tổng giám đốc CFTD
Phạm Cương	Thành viên HĐQT	Từng là Giám đốc Cty TNHH Năng lượng tái tạo PVPower và Phó giám đốc NT2
Trần Quang Thiên	Phó Giám đốc	Từng là phó trưởng phòng kỹ thuật Nhiệt điện Phú Mỹ, Phó giám đốc PVPower Cà Mau.
Ngô Đức Nhân	Phó Giám đốc	Từng công tác tại Ban QLDA Khí điện đạm Cà Mau
Trần Quang Mẫn	Phó Giám đốc	Từng là Phó Ban tư vấn Phú Mỹ, Phó Ban tư vấn Nhiệt điện 3 của TV2
Nguyễn Ngọc Hải	Phó Giám đốc	Trưởng phòng xây dựng PVPower NT2

(Nguồn: NT2)

### Chính sách phân phối lợi nhuận

NT2 đã trả cổ tức ở mức 1.800 đồng/cp cho năm 2014. Doanh nghiệp cũng đã chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 7% (mục đích để "hợp thức hóa" phần vốn khác của chủ sở hữu 169 tỷ đồng) và tạm ứng cổ tức bằng tiền mặt 900 đồng/cp cho năm 2015.

Ban lãnh đạo NT2 chủ trương sẽ dùng phần lớn lợi nhuận để trả cổ tức cho cổ đông. Nhờ tình hình kinh doanh tiếp tục khả quan trong năm 2015, NT2 đã tăng mức cổ tức tiền mặt từ 1.500 đồng/cp lên 2.200 đồng/cp và chia thêm 4% bằng cổ phiếu.

NT2 hiện có lượng tiền mặt dồi dào, lên đến 1.109 tỷ đồng (tại ngày 31/12/2015) và sẽ tiếp tục nhận được 165 tỷ đồng tiền hồi tổ giá điện từ EVN trong năm 2016, 2017. Do đó khả năng chi trả cổ tức cao vẫn được đảm bảo, dự kiến ít nhất 20% cho năm 2016.

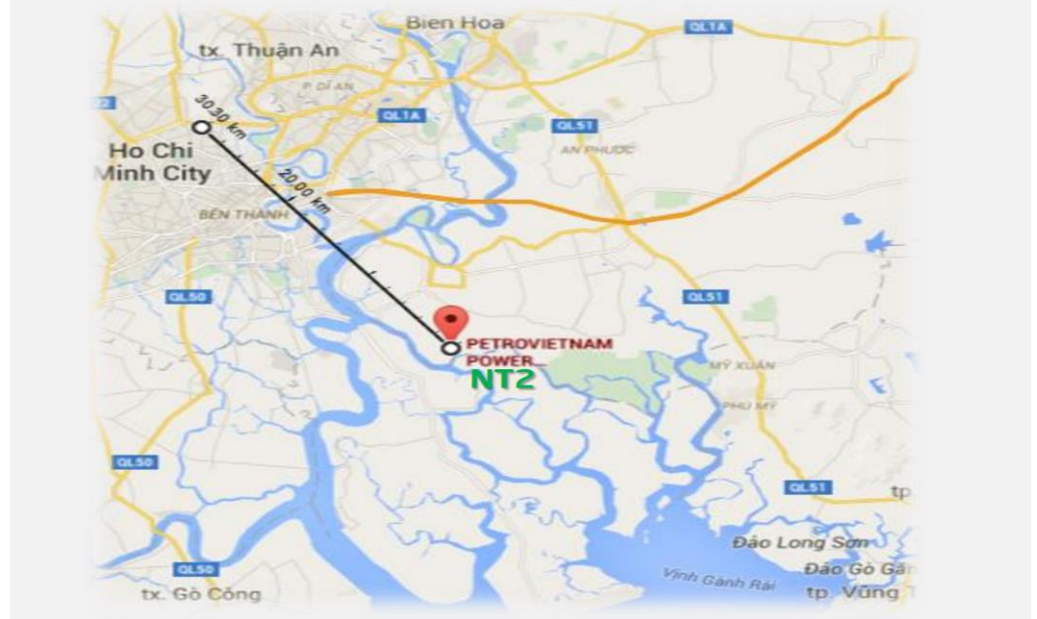
### Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy tuabin khí hiện đại nhất tại Việt Nam

**Vai trò không thể thiếu trong hệ thống điện.** Nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 (NT2) có tổng công suất 750 MW là một trong những nhà máy nhiệt điện khí lớn nhất Việt Nam. Nhà máy có sản lượng thiết kế khoảng 4,5 tỷ kWh, tương đương với 6.000h vận hành/năm. Năm 2015, tổng sản lượng điện thương phẩm của nhà máy là 5,5 tỷ kWh, đáp ứng đến 7,6% nhu cầu tiêu thụ điện toàn miền Nam.

**Vị trí chiến lược.** Khu vực lắp đặt của nhà máy nằm ở khu công nghiệp Ông Kèo (huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai), gần trung tâm phụ tải miền Đông Nam Bộ và cách TPHCM 30km là khu vực có nhu cầu tiêu thụ điện lớn nhất cả nước.

Nhà máy có hệ thống truyền tải điện thuận lợi với đường dây truyền tải đến 5 hướng, do đó còn có thể cung cấp điện cho khu vực các tỉnh Tây Nam Bộ đặc biệt vào giai đoạn các nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1, Cà Mau 2 phải dừng để bảo trì.

**Biểu 4: Vị trí nhà máy tuabin khí Nhơn Trạch 2**



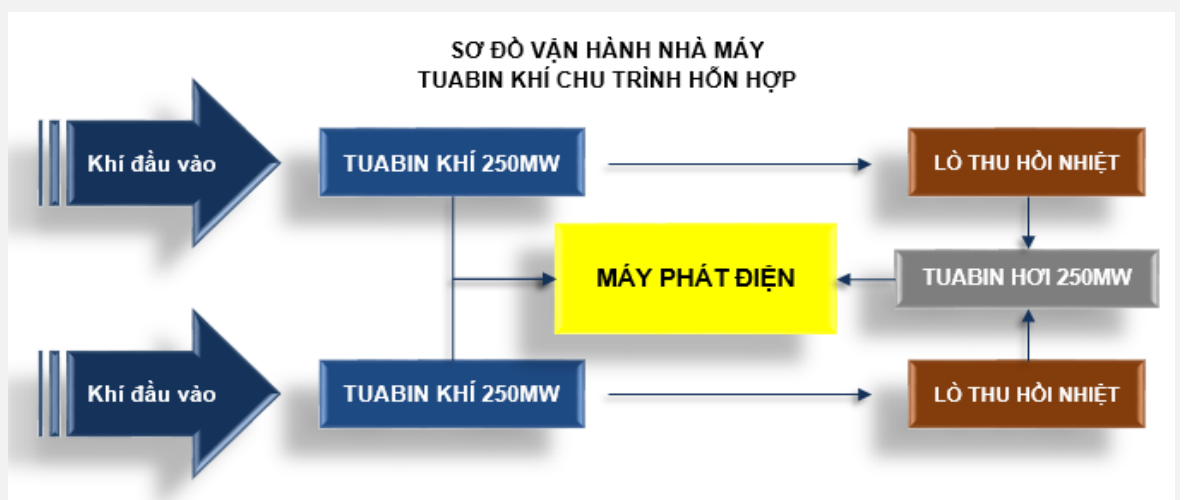
(Nguồn: NT2)

**Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy tuabin khí hiện đại nhất tại Việt Nam.**

Nhà máy sử dụng công nghệ tuabin khí chu trình hỗn hợp (CCGT) thể hệ F, máy móc thiết bị được cung cấp bởi hãng Siemens (Đức), cấu hình 2 – 2 – 1 (2 tuabin khí công suất mỗi tổ 250MW, 2 lò thu hồi nhiệt và 1 tuabin hơi công suất 250MW). CCGT là chu trình hiện đại nhất trong sản xuất nhiệt điện khí đến thời điểm hiện tại, ưu điểm của chu trình này so với các nhà máy tuabin khí chu trình đơn (GT) là nhiệt lượng thải ra khi khí đốt đi qua tuabin khí sẽ được giữ lại, dẫn qua tuabin hơi, cung cấp thêm điện cho máy phát.

NT2 có hiệu suất chuyển đổi năng lượng (*Efficiencies Factor là chỉ số để tính toán hiệu suất chuyển đổi nhiên liệu để tạo nên 1kWh điện, thường dùng để đánh giá hiệu quả sử dụng nhiên liệu của các tổ máy nhiệt điện*) cao nhất trong các nhà máy nhiệt điện ở Việt Nam, đạt 56 – 57%, cao hơn so với các nhà máy tuabin khí CCGT còn lại như Phú Mỹ, Cà Mau lần lượt 1%, 2%, cao hơn nhiệt điện than Phả Lại (PPC) đến 17% và cao hơn nhiệt điện khí Bà Rịa (BTP) 20%. Do đó, có những giai đoạn thiếu khí ở miền Nam, toàn bộ khí phải ưu tiên chuyển cho Nhơn Trạch 2 để tạo ra nhiều điện hơn cung cấp cho khu vực.

**Biểu 5: Sơ đồ vận hành đơn giản của nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp**



(Nguồn: MBS Research)

## Nguồn khí thiên nhiên dồi dào và được đảm bảo về dài hạn.

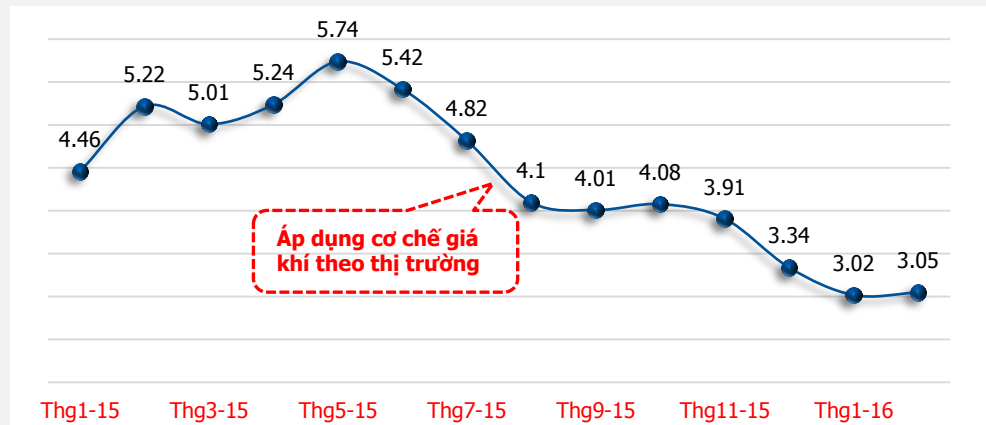
**Nhơn Trạch 2 sử dụng nhiên liệu chính là khí thiên nhiên từ bể Nam Côn Sơn** thông qua đường ống Phú Mỹ - TPHCM với sản lượng tiêu thụ khoảng 830 triệu m<sup>3</sup>/năm. Nguồn khí này ổn định và dồi dào hơn so với các bể khí khác trong khu vực. Đây là ưu thế rất lớn nếu so với các nhà máy tuabin khí Cà Mau (sử dụng nguồn khí PM3 Cà Mau không ổn định) hay nhiệt điện Bà Rịa (khí từ bể Cửu Long phải ưu tiên cho Đạm Phú Mỹ sử dụng trước). Ngoài ra nhà máy còn sử dụng nhiên liệu dự phòng là dầu DO với lượng tiêu thụ tối đa khoảng 2.600 tấn/ngày.

**Hợp đồng mua khí dài hạn với PV GAS lên đến 25 năm, do đó có sự đảm bảo về nguồn nhiên liệu đầu vào.**

Giai đoạn từ 2011 – T7/2015, giá khí Nam Côn Sơn của NT2 được đàm phán riêng, cao hơn nhiều so với giá thị trường (vào thời điểm đó, giá dầu còn ở mức cao) và điều chỉnh tăng khoảng 3%/năm. Việc không được hưởng cùng mặt bằng giá khí với các nhà máy sử dụng chung bể đã từng là bất lợi khá lớn của NT2 khi tham gia VCGM bởi chi phí sản xuất điện của doanh nghiệp bị đội lên đáng kể. Cụ thể trong giai đoạn này, nguồn khí tiêu thụ của Nhơn Trạch 2 bao gồm 46% từ lô 06.1 mỏ Lan Tây – Lan Đỏ với giá bình quân 5,61 USD/MMBTU và 54% từ lô 05.2 mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh với giá 6,57 USD/MMBTU, giá mua khí bình quân là 6,13 USD/MMBTU, cao hơn đến 12% so với giá thị trường là 5,41 USD/MMBTU.

**Từ tháng 08/2015, NT2 chính thức được Bộ Công Thương cho phép áp dụng cơ chế giá khí mới theo thị trường.** Do phần chi phí nhiên liệu đã được chuyển vào giá điện trong hợp đồng mua bán điện (PPA) nên toàn bộ khoản hồi tố phát sinh do chênh lệch giá khí giai đoạn trước là 319 tỷ đồng được PV GAS trả cho NT2, NT2 phải chuyển trả lại tương ứng cho EVN. Mặc dù không trực tiếp thu được lợi nhuận từ khoản hồi tố này nhưng cơ chế giá khí mới đã giúp nhà máy tiết giảm được chi phí sản xuất điện, gia tăng được lợi thế cạnh tranh trên VCGM (chúng tôi sẽ phân tích cụ thể hơn ở phần sau).

**Biểu 6: Diễn biến giá khí thực tế của NT2**



(Nguồn: NT2)

## Cơ chế mua bán điện

**Toàn bộ điện năng của NT2 đều bán cho một người mua duy nhất là EVN.** Tuy nhiên, do đã tham gia thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) từ tháng 07/2012 nên doanh thu của doanh nghiệp chia làm 2 phần:

$$\text{Doanh thu bán điện} = Q_c \times P_c + Q_m \times P_m$$

- Đối với phần sản lượng bán theo hợp đồng mua bán điện ( $Q_c$ ) thì giá bán ( $P_c$ ) cũng được quy định thông qua đàm phán trên hợp đồng, doanh nghiệp chỉ có thể thay đổi thông qua đàm phán lại.
- Phần sản lượng còn lại ( $Q_m$ ) được doanh nghiệp chủ động chào giá ( $P_m$ ) trên VCGM tùy vào tình hình cung cầu thị trường, năng lực sản xuất hay chiến lược chào giá của riêng mình.

**Pc của NT2 2 phần:**

$$P_c = F_c + V_c$$

**Phần giá bán cố định ( $F_c$ )** bao gồm các chi phí như khấu hao, lãi vay, chi phí bảo dưỡng,... và lợi nhuận định mức theo quy định.

**Phần giá bán biến đổi ( $V_c$ )** có thể thay đổi theo biến động chi phí nhiên liệu của nhà máy.



**Hợp đồng mua bán điện (PPA) dài hạn được ký kết với EVN có thời hạn 10 năm** kể từ khi đi vào hoạt động (2011 – 2020). Trong giai đoạn 2011 – T5/2014, NT2 vẫn ghi nhận doanh thu theo Pc tạm tính (khoảng 5,5 – 5,9 USCent/kWh) do 2 bên vẫn chưa đàm phán được giá bán điện cho nhà máy.

**Giá bán điện chính thức cho nhà máy được thống nhất trong phụ lục hợp đồng sửa đổi bổ sung số 04 ngày 28/05/2014**, tương đương khoảng 6,15 USCent/kWh tại thời điểm đó. Với việc điều chỉnh này, NT2 đã được ghi nhận khoản hồi tố giá điện là 658 tỷ đồng trong năm 2014.

**Cả giá mua khí và giá bán điện của NT2 đều được tính theo USD**, nhờ đó giảm thiểu được rủi ro của việc mất giá đồng nội tệ.

**Khoảng 10 – 25% sản lượng điện được bán theo giá thị trường.**

**NT2 có rất nhiều lợi thế khi tham gia VCGM như (1)** Máy móc thiết bị hiện đại vận hành độ tin cậy cao cũng như sự ổn định của nguồn khí Nam Côn Sơn; **(2)** Khả năng thay đổi phụ tải nhanh trên diện rộng (7MW/phút) giúp chiến lược chào giá linh hoạt hơn; **(3)** Vị trí chiến lược ngay ở trung tâm phụ tải Đông Nam Bộ, chỉ cách điểm nóng tiêu thụ điện là TP.HCM 30km; **(4)** Thành lập riêng Tổ thị trường điện để phục vụ cho phân tích, lên chiến lược chào giá trên VCGM. Đây được đánh giá là một trong những tổ chào giá tốt nhất trong hơn 60 nhà máy tham gia.

Trong những năm trước, mặc dù phải chịu mức giá khí cao hơn các nhà máy sử dụng chung bể nhưng NT2 vẫn tận dụng được những lợi thế vốn có của mình để gia tăng lợi nhuận trên VCGM. Cụ thể, lợi nhuận năm 2012 tăng thêm 109 tỷ đồng so với trường hợp không tham gia VCGM. Năm 2013 tăng thêm 76,6 tỷ đồng, năm 2014 tăng thêm 148 tỷ đồng.

Năm 2015, nguồn cung điện miền Nam trở nên khan hiếm do các nhà máy thủy điện chịu ảnh hưởng của hạn hán đã khiến giá biên trên VCGM tăng cao. Giá chào khớp cao nhất của NT2 lên đến 1.600 đồng/kWh, cao hơn cả giá trần của nhiệt điện than là 1.448 đồng/kWh.

## Hoạt động sản xuất – kinh doanh

### Sản lượng điện tăng mạnh thúc đẩy tăng trưởng doanh thu

Nhà máy tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 bắt đầu phát điện thương mại từ tháng 11/2011. Từ đó đến nay, nhu cầu tiêu thụ điện miền Nam tăng cao là động lực giúp nhà máy liên tục có sự tăng trưởng về sản lượng.

**Giai đoạn 2012 – 2014**, sản lượng từ các nhà máy thủy điện tăng cao, tuy nhiên Nhơn Trạch 2 vẫn đạt hiệu suất hoạt động khá cao, bình quân 71,5%, tương đương với số giờ vận hành tương đương lên đến 6.260h/năm (cao hơn 4,4% so với số giờ vận hành thiết kế là 6.000h)

Bên cạnh đó, giá bán điện bình quân cũng tăng liên tục từ mức 1.172 đồng/kWh năm 2012 lên 1.259 đồng/kWh năm 2013 (trong năm DN đã điều chỉnh tăng giá bán điện tạm tính) và đạt mức 1.345 đồng/kWh sau khi đàm phán được giá bán chính thức ở năm 2014. Chi phí giá khí cao được chuyển vào Vc là một trong những yếu tố chính khiến Pc của NT2 tăng trưởng khá mạnh trong giai đoạn này.

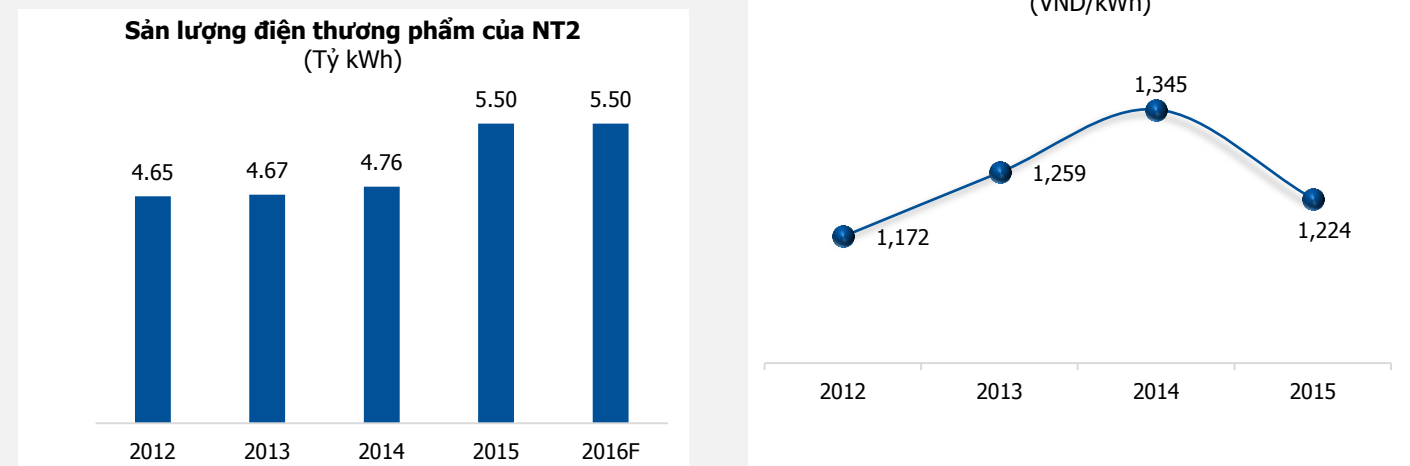
Chính vì vậy, tổng doanh thu của doanh nghiệp tăng trưởng 18% từ mức 5.451 tỷ đồng năm 2012 lên 6.407 tỷ đồng (không tính khoản hồi tố giá điện 658 tỷ đồng)

**Năm 2015**, hiện tượng El Nino xảy ra trên diện rộng khiến lưu lượng nước về trên các hồ thủy điện thấp hơn so với mức trung bình nhiều năm. NT2 trở thành nguồn cung điện quan trọng nhất của khu vực và đã gia tăng hiệu suất hoạt động lên 83,7%, đạt mức sản lượng kỷ lục 5,5 tỷ kWh (+15% yoy).

Việc áp dụng cơ chế giá khí theo thị trường tại thời điểm giá dầu thế giới đang lao dốc là nguyên nhân chính khiến Pc của NT2 sụt giảm mạnh. Giá bán điện bình quân năm 2015 của doanh nghiệp chỉ còn 1.224 đồng/kWh (-9% yoy). Doanh thu bán điện 2015 (sau khi điều chỉnh giảm khoản hồi tố giá khí 319 tỷ đồng) đạt 6.729 tỷ đồng (+5% yoy).

*Giá bán trên thị trường điện cạnh tranh cũng thay đổi theo mùa. Vào mùa mưa của hệ thống điện (trùng với mùa mưa của miền nam từ tháng 07 – 11 hằng năm), lượng nước về nhiều giúp nguồn cung thủy điện dồi dào, giá thị trường mùa mưa cũng vì thế mà thấp nhất trong năm. Trái lại, giá thị trường thường cao nhất vào giai đoạn cao điểm mùa khô hằng năm (khoảng tháng 04 – 05) khi nguồn cung thủy điện thấp nhất, trong khi đó nhu cầu phụ tải miền nam lại lên*

**Biểu 7: Tình hình sản lượng và giá bán điện của NT2**



(Nguồn: NT2, MBS Research)

**Lợi nhuận gộp hưởng lợi nhờ chính sách giá khí mới**

Cơ chế giá khí mới theo thị trường được áp dụng ngay trong giai đoạn giá dầu thấp giúp cho giá thành sản xuất điện của NT2 giảm mạnh.

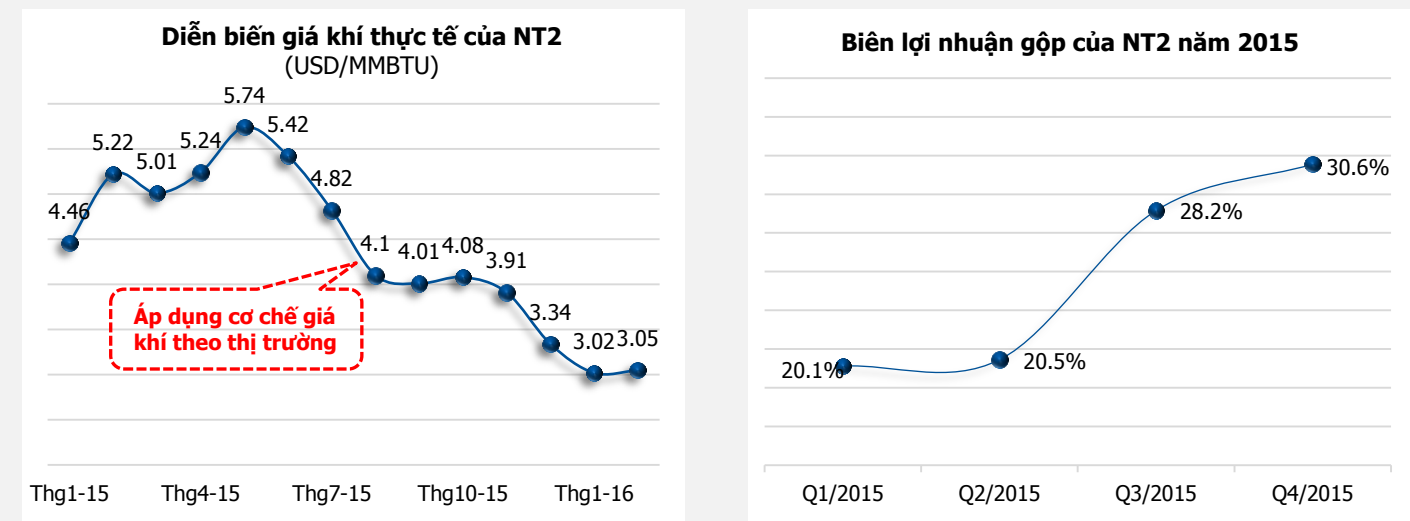
Đối với phần sản lượng hợp đồng (Qc), giá Pc được quy định theo cơ chế "Cost + Margin" khiến tỷ suất lợi nhuận định mức không thay đổi cho dù có bất cứ sự biến động nào của doanh thu. (Pc giảm tương ứng khi giá khí giảm).

Tuy nhiên, đối với phần sản lượng phát trên VCGM (Qm), chiến lược chào giá tốt cùng sự thiếu hụt nguồn cung giúp doanh nghiệp vẫn chào được mức giá bán (Pm) cao, nhờ đó thúc đẩy tăng trưởng biên LN gộp.

Từ mức xấp xỉ 20% ở Q1, Q2/2015, biên lợi nhuận gộp Q3 đã tăng vọt lên 28,2% sau khi được áp dụng chính sách giá khí theo thị trường từ tháng 08. Biên lợi nhuận gộp đạt mức cao nhất 30,6% vào quý 04/2015 nhờ (1) giá khí Nam Côn Sơn tiếp tục giảm mạnh từ 5,42 xuống chỉ còn 4,01 USD/MMBTU và (2) giá bán điện trên VCGM tăng so với Q3 do bắt đầu bước vào mùa khô.

Kết thúc năm 2015, lợi nhuận gộp của NT2 đạt 1.642 tỷ đồng, tăng 65% so với mức 994 tỷ đồng năm 2014 (đã điều chỉnh loại bỏ khoản hồi tố).

**Biểu 8: Tương quan giá khí và biên lợi nhuận gộp của NT2**

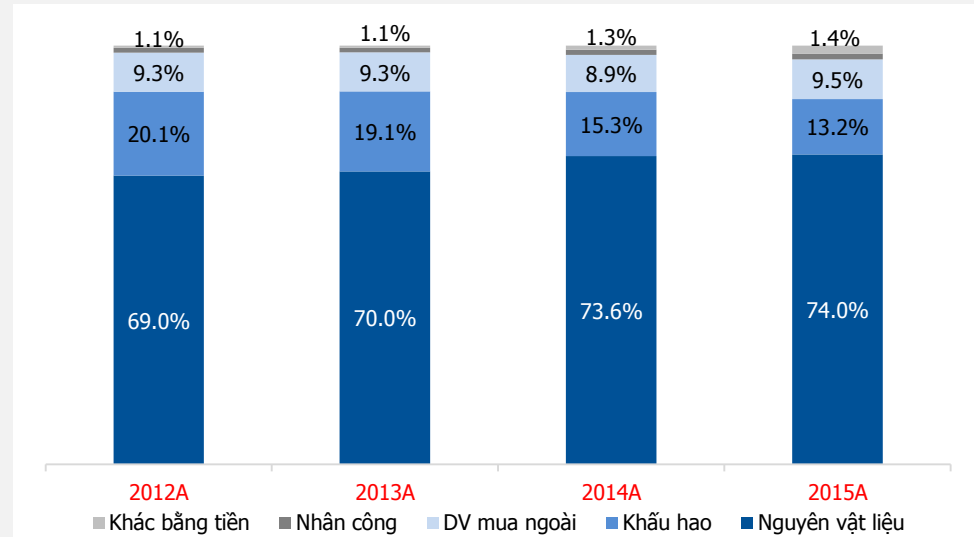


(Nguồn: NT2, MBS Research)

**Chi phí nhiên liệu chiếm 70% giá thành**

Trái với thủy điện thường không phải tốn chi phí nguyên vật liệu, các nhà máy tuabin khí lại có cơ cấu chi phí với phần lớn tỷ trọng là nhiên liệu đầu vào. Sản lượng điện càng cao đòi hỏi lượng khí tiêu thụ cũng gia tăng tương ứng, do đó tỷ trọng chi phí này chiếm đến 71% tổng chi phí của doanh nghiệp trong năm 2014. Nhờ chính sách giá khí mới, chi phí này đã giảm 4,1% trong năm 2015 và được dự báo sẽ tiếp tục giảm mạnh trong năm 2016 nhờ giá dầu thô ở mức thấp.

**Biểu 9: Cơ cấu chi phí sản xuất điện của NT2 giai đoạn 2012 – 2015**



(Nguồn: NT2, MBS Research)

Chi phí dịch vụ mua ngoài chủ yếu là phí bảo trì bảo dưỡng định kỳ của nhà máy. Chi phí này khá ổn định, bình quân khoảng 487 tỷ đồng/năm, đóng góp khoảng 9% trong cơ cấu.

**Chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng khá cao do đặc thù của ngành điện là đòi hỏi đầu tư rất lớn vào tài sản cố định**

Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện khí mới nhất tại Việt Nam (mới đi vào hoạt động hơn 4 năm so với nhà máy lâu đời nhất là Phú Mỹ 2.1 với 18 năm). Do đó, tổng mức đầu tư của dự án lên đến 700 triệu USD, tương đương với suất đầu tư 0,9 triệu USD/MW, cao hơn 52% so với mức bình quân của các nhà máy điện khí tại Việt Nam.

Quý 03/2014, sau khi chốt được giá điện chính thức với EVN, NT2 đã dẫn thời gian khấu hao cho khoản mục máy móc thiết bị từ 10 lên 14 năm. Đây là bước đi rất khôn ngoan của ban lãnh đạo NT2 để tận dụng mức thuế suất ưu đãi 5% trong 09 năm 2015 – 2013 của mình. Chi phí khấu hao đã giảm từ 982 tỷ đồng ở năm 2013 xuống chỉ còn 692 tỷ đồng ở năm 2015, tương đương với 13% trong tổng cơ cấu.

**Biểu 10: So sánh suất đầu tư một số nhà máy tuabin khí ở Việt Nam**

Nhà máy	Công suất (MW)	Tổng mức đầu tư (Triệu USD)	Suất đầu tư (Triệu USD/MW)	Thời gian hoạt động
Phú Mỹ 2.1	896	358	0.4	18
Phú Mỹ 1 #1	108	54	0.5	15
Phú Mỹ 3	716	430	0.6	11
Phú Mỹ 4	458	229	0.5	11
Phú Mỹ 2.2	733	513	0.7	10
Cà Mau 1	750	450	0.6	7
Cà Mau 2	750	450	0.6	7
Nhơn Trạch 1	450	360	0.8	6
<b>Trung bình</b>			<b>0.59</b>	
<b>Nhơn Trạch 2</b>	<b>750</b>		<b>0.9</b>	<b>4</b>

(Nguồn: MBS Research)

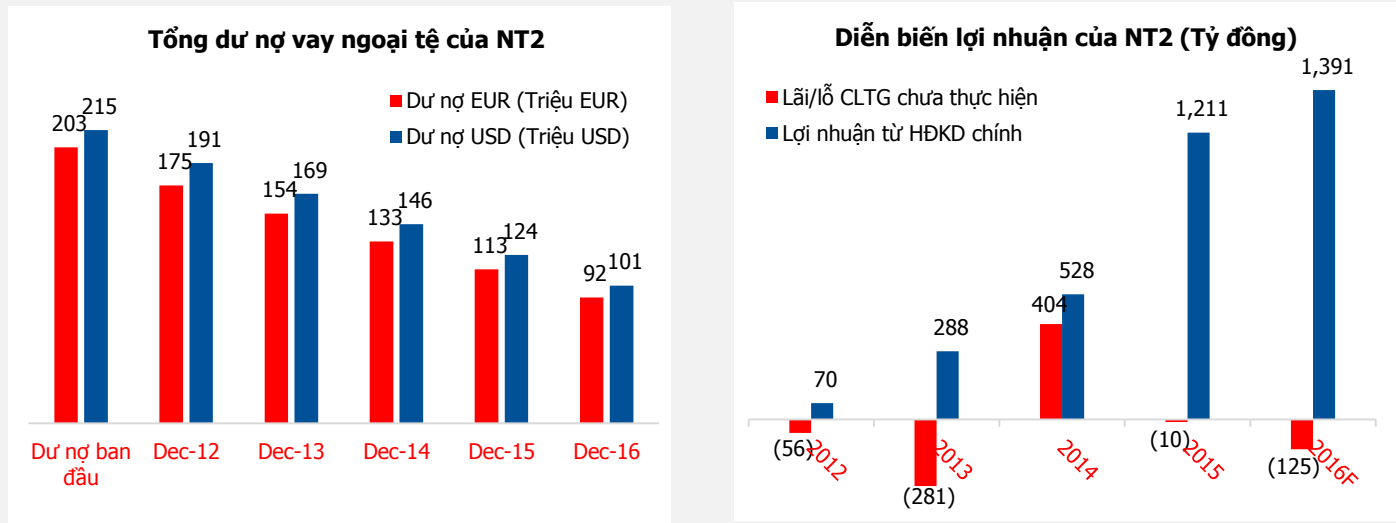
**Dư nợ ngoại tệ lớn gây rủi ro tỷ giá**

NT2 thực hiện đầu tư nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 với cơ cấu vốn 70-30, tổng dư nợ vay dài hạn tại thời điểm cuối năm 2011 khi nhà máy vừa đi vào hoạt động là 9.282 tỷ đồng, gấp 3,3 lần vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Nợ vay ngoại tệ cao khiến doanh nghiệp phải đối mặt với rủi ro tỷ giá. Dư nợ vay ngoại tệ của NT2 tại thời điểm 31/12/2015 là 122,9 triệu EUR và 132,6 triệu USD. Do đó chỉ cần 1% thay đổi bất lợi trong tỷ giá VND/EUR hay VND/USD có thể tăng giá trị khoản nợ của doanh nghiệp lên đến 30 tỷ đồng.

**Chính sách trả nợ nhanh giúp chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá giảm dần.** Chỉ trong 4 năm, dư nợ vay của NT2 đã giảm đến một nửa, chỉ còn 4.812 tỷ đồng. Chi phí lãi vay cũng nhờ đó mà giảm 49% từ mức 354 tỷ đồng năm 2012 xuống chỉ còn 183 tỷ đồng ở năm 2015.

**Biểu 11: Nợ ngoại tệ và ảnh hưởng đến lợi nhuận NT2**



*\*Lợi nhuận 2014 đã điều chỉnh bỏ khoản hồi tố giá điện (Nguồn: NT2, MBS Research)*

Trong 2 năm 2012, 2013, tỷ giá VND/EUR tăng mạnh khiến doanh nghiệp phải chịu mức lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện do đánh giá lại khoản vay có gốc ngoại tệ lần lượt là 56 tỷ và 281 tỷ đồng. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn phải chịu khoản phân bổ lỗ tỷ giá trong quá trình xây dựng cơ bản khoảng 130 tỷ mỗi năm. Chi phí tài chính quá lớn là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh của NT2 không khả quan trong giai đoạn này với mức lãi ròng chỉ xấp xỉ 8 tỷ đồng. Trái ngược với đó, đồng EUR yếu đi trong năm 2014 giúp lãi ròng tăng vọt lên 933 tỷ, trong đó hưởng lợi từ 404 tỷ đồng lãi tỷ giá.

**DỰ ÁN TUABIN KHÍ NHƠN TRẠCH 2 MỞ RỘNG**

Hiện tại, NT2 đang nghiên cứu các dự án đầu tư:

- (1) Dự án thu hồi, kinh doanh CO2 từ khói thải nhà máy.** Theo đánh giá, nhu cầu CO2 lỏng ở miền nam là rất lớn, và đã có 3 công ty ký hợp đồng ghi nhớ bao tiêu toàn bộ sản lượng đối với NT2.
- (2) Dự án nâng công suất bằng phương pháp phun sương (fogging).** NT2 vẫn đang nghiên cứu tính khả thi của dự án này, nếu được thông qua, công suất của nhà máy có thể sẽ tăng thêm 40 MW mà chi phí tăng thêm không đáng kể. Tuy nhiên hạn chế của phương pháp này là chỉ sử dụng được trong những thời gian nhất định.
- (3) Dự án Nhà máy tuabin khí Nhơn Trạch 2 mở rộng.** Đây là dự án quan trọng nhất và NT2 vẫn đang triển khai các thủ tục liên quan để đưa dự án này vào quy hoạch điện VII điều chỉnh. Chúng tôi đánh giá, nếu dự án được thông qua, đây sẽ là bước ngoặt tăng trưởng rất lớn đối với NT2 không chỉ bởi gia tăng quy mô mà còn lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp so với các nhà máy nhiệt điện khác nhất là khi thị trường điện của VN ngày càng phát triển.

**Biểu 12: Một số thông tin quan trọng về dự án nhà máy Nhơn Trạch 2 mở rộng**



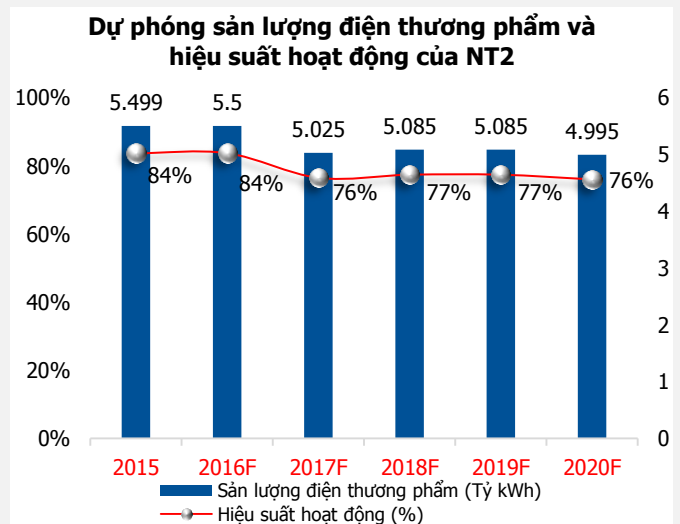
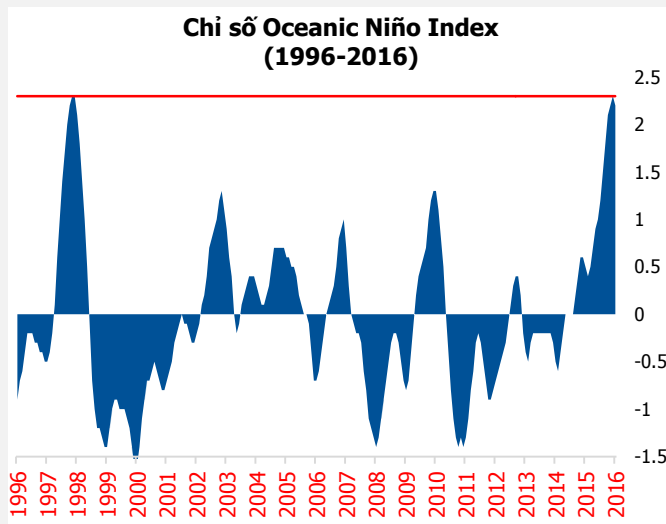
- Nhà máy này có công suất bằng nhà máy cũ là 750 MW
- Vốn đầu tư sẽ giảm được ít nhất 100 triệu USD so với các nhà máy xây dựng cùng lúc, nhờ tận dụng cơ sở hạ tầng cùng nhà máy Nhơn Trạch 2 hiện tại. Theo đơn vị tư vấn, tổng chi phí đầu tư sẽ chỉ khoảng 715 triệu USD (mức đầu tư một nhà máy tương tự ở hiện tại lên đến trên 900 triệu USD)
- Nhơn Trạch là địa điểm cuối cùng ở Nam Bộ có thể triển khai đầu tư một dự án điện khí mới.
- Dự án sẽ chỉ được triển khai khi đảm bảo được nguồn khí, theo nghiên cứu thì trữ lượng khí từ mỏ Sư Tử Trắng hiện tại bằng một nửa bể Nam Côn Sơn, đủ sức đáp ứng nhu cầu cho nhà máy này.
- Dự án chắc chắn sẽ được bảo lãnh Chính phủ để vay nước ngoài (vay nhanh và lãi suất thấp hơn), nhờ tình hình tài chính tốt, độc lập của NT2. Citibank đã sẵn sàng đứng ra làm đầu mối cho NT2 vay nếu dự án được chấp thuận. Đặc biệt, dự án sẽ được vay không cần thẩm định.
- Trong trường hợp khả quan nhất, dự án dự kiến sẽ khởi công vào cuối 2017 và đi vào vận hành quý 2/2020 là khi nợ vay cũ của nhà máy Nhơn Trạch 2 đã hoàn trả hết.

## MÔ HÌNH DỰ BÁO LỢI NHUẬN VÀ ĐỊNH GIÁ

### Ngành điện 2016 tiếp tục căng thẳng và vai trò không thể thiếu của NT2

**Nguồn cung thủy điện bị thiếu hụt nghiêm trọng do El Nino** được dự báo sẽ tiếp tục kéo dài tới hết mùa khô 2016 (El Nino dài nhất trong 60 năm qua và nhiều khả năng sẽ đạt cường độ kỷ lục ngang với mức đỉnh điểm năm 1997 – 1998).

**Biểu 13: Diễn biến cường độ El Nino và dự phóng sản lượng điện thương phẩm của NT2**



(Nguồn: NT2, MBS Research)

**Nhu cầu điện cả nước tiếp tục tăng trưởng cao** để đáp ứng cho sự phát triển mạnh mẽ của nền kinh tế, đặc biệt là khi các hiệp định thương mại được ký kết. Tổng sản lượng điện thương phẩm 2 tháng đầu năm đạt 23,22 tỷ kWh (+12,18% yoy).

**Miền Nam vẫn là điểm nóng tiêu thụ điện.** Nhu cầu điện miền Nam vẫn chiếm đến trên 50% tổng nhu cầu tiêu thụ điện cả nước. Theo kế hoạch của EVN, phụ tải đỉnh miền nam năm 2016 sẽ đạt xấp xỉ 13.500MW (+14,4% yoy).

⇒ EVN buộc phải huy động tối đa sản lượng từ các nhà máy nhiệt điện, đặc biệt là ở miền Nam, để đảm bảo cung ứng trong mùa khô. Vì vậy, khai thác tối đa và hiệu quả nhà máy tuabin khí Nhơn Trạch 2 là một trong những nhiệm vụ cấp bách của hệ thống điện.

Sản lượng điện thương phẩm quý 01/2016 của NT2 ước đạt 1,33 tỷ kWh (+2% yoy) và dự báo vẫn sẽ đạt mức cao như năm 2015 là 5,5 tỷ kWh, tương đương với hiệu suất hoạt động 84%. Quý 01/2016, NT2 không còn khoản 66 tỷ phân bổ lỗ CLTG trong quá trình XDDB, do đó, lợi nhuận từ hoạt động sản xuất kinh doanh ước đạt 312 tỷ đồng (+45% yoy).

**Chúng tôi đánh giá 2016 sẽ tiếp tục là một năm khả quan đối với NT2.** Động lực tăng trưởng của doanh nghiệp sẽ đến từ việc **(1)** hiệu suất hoạt động tiếp tục ở mức cao do tình hình căng thẳng trong cung ứng điện vẫn chưa có dấu hiệu giảm nhiệt, **(2)** Cơ chế giá khí theo thị trường được áp dụng cho cả năm 2016 (năm 2015 chỉ mới áp dụng được trong 5 tháng) góp phần cải thiện biên lợi nhuận gộp, **(3)** Không còn khoản phân bổ 66 tỷ lỗ tỷ giá trong quá trình XDDB **(4)** Chi phí lãi vay giảm khoảng 35 tỷ đồng.

Lợi nhuận sau thuế 2016 ước đạt 1.235 tỷ đồng, tăng 8,2% so với cùng kỳ, trong đó đã bao gồm khoản lỗ CLTG chưa thực hiện 125 tỷ đồng (tỷ giá VND/EUR tăng 1,5% và VND/USD tăng 3% theo giả định thận trọng của chúng tôi).

**Chúng tôi cho rằng NT2 cơ bản đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất và bước vào giai đoạn vận hành ổn định.** Máy móc thiết bị của nhà máy đã đi vào hoạt động với độ tin cậy cao và đem lại nguồn thu ổn định. Gánh nặng từ các khoản chi phí lãi vay, chi phí vận hành giảm dần sẽ là động lực thúc đẩy doanh nghiệp tăng trưởng bền vững trong tương lai.

Trên quan điểm thận trọng, những giả định được chúng tôi đưa ra để dự phóng tình hình kinh doanh của NT2 trong giai đoạn 2016 – 2020 như sau:

- (1)** Tỷ lệ tiêu hao nhiên liệu của NT2 trong 4 năm đầu hoạt động ổn định ở mức 0,18 m<sup>3</sup>/kWh và dự báo tiếp tục giữ nguyên cho đến năm 2020 nhờ công tác bảo trì bảo dưỡng được thực hiện đều đặn.
- (2)** Giá khí đầu vào được neo theo giá đầu thế giới. Chúng tôi giả định giá đầu MFO Singapore trong năm 2016 sẽ giảm nhẹ 10% so với mức bình quân 2015 và phục hồi 5%/năm trong giai đoạn 2017 – 2020.
- (3)** Sản lượng điện được dự báo đạt 5,5 tỷ kWh trong năm 2016 (tương đương hiệu suất hoạt động 81%), giảm xuống còn 5 tỷ kWh (hiệu suất 76%) trong năm 2017 do nhà máy phải tiến hành đại tu, sau đó duy trì ổn định ở mức này nhờ tình hình hình cung ứng của hệ thống điện bớt căng thẳng từ năm 2018. Trong đó, 20% tổng sản lượng được bán trên VCGM.
- (4)** Chúng tôi tiến hành điều chỉnh Pc của NT2 tương ứng theo cơ chế giá khí mới và giả định biến động của giá khí ở trên.
- (5)** Đối với giá Pm, sự căng thẳng của hệ thống điện trong giai đoạn tới có thể làm tăng mạnh giá biên trên VCGM. Tuy nhiên, trên quan điểm thận trọng, chúng tôi thận trọng giả định Pm bình quân sẽ đạt 1.253 đồng/kWh trong năm 2016 và tương đối ổn định trong tương lai.
- (6)** Chính sách điều hành tỷ giá mới của NHNN cùng sự phục hồi của nền kinh tế mỹ là lý do chúng tôi đưa ra dự báo tỷ giá VND/USD tăng 3%/năm trong giai đoạn 2016 – 2018 và 2% trong năm 2019 – 2020. Tỷ giá EUR/USD được dự báo tiếp tục giảm xuống 1,07 trong năm 2016 nhưng tăng lên 1,12 trong năm 2017 và tiệm cận về mức 1,15 trong năm 2020. Với giả định này, lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay của doanh nghiệp sẽ rất cao trong 2016 – 2017 và giảm mạnh từ 2018 do dư nợ vay đã giảm đáng kể.
- (7)** Doanh nghiệp tiếp tục được hưởng thuế suất ưu đãi 5%/năm.
- (8)** Tỷ lệ cổ tức dự kiến 25%/năm.

Với những giả định trên, lợi nhuận sau thuế của NT2 sẽ giảm trong năm 2017 do thực hiện đại tu và sẽ duy trì ở mức cao trên 1.200 tỷ từ năm 2018. Về phía bảng cân đối kế toán, tài sản cố định và nợ vay dài hạn sẽ tiếp tục giảm mạnh nhờ chính sách khấu hao và trả nợ nhanh của doanh nghiệp.

Đặc thù đầu tư vào ngành sản xuất điện là đầu tư vào tài sản cố định, do đó 2 giai đoạn khó khăn nhất là giai đoạn xây dựng cơ bản và giai đoạn đầu vận hành bởi máy móc thiết bị mới thường chưa thể hoạt động ổn định và hiệu quả cao nhất; Trong khi đó, gánh nặng từ các khoản chi phí cố định lại rất lớn là thử thách rất lớn đối với các doanh nghiệp.

**Biểu 14: Dự phóng kết quả hoạt động kinh doanh và bảng cân đối kế toán**

Kết quả kinh doanh (Tỷ VND)	2015	2016F	2017F	2018F	Cân đối kế toán (Tỷ VNĐ)	2015	2016F	2017F	2018F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,729</b>	<b>6,100</b>	<b>5,774</b>	<b>6,058</b>	<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2,981</b>	<b>3,502</b>	<b>3,810</b>	<b>4,052</b>
Giá vốn	5,088	4,365	4,242	4,496	Tiền & tương đương tiền	1,109	1,731	2,119	2,284
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,642</b>	<b>1,735</b>	<b>1,532</b>	<b>1,563</b>	Đầu tư ngắn hạn	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Khoản phải thu	1,576	1,520	1,448	1,511
Chi phí QLDN	146	133	125	132	Hàng tồn kho	288	242	235	249
<b>Thu nhập tài chính</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>87</b>	<b>106</b>	Tài sản ngắn hạn khác	8	8	8	8
Chi phí tài chính	359	357	462	295	<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6,663</b>	<b>7,660</b>	<b>6,677</b>	<b>5,870</b>
Lợi nhuận khác	1	0	0	0	Phải thu dài hạn	368	203	39	39
Lợi nhuận trước thuế	1,202	1,300	1,031	1,242	Tài sản cố định	7,624	6,933	6,243	5,553
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,142</b>	<b>1,235</b>	<b>967</b>	<b>1,174</b>	Tài sản dài hạn khác	673	524	396	279
EPS (VND/cp)	4,168	4,291	3,361	4,077	<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,645</b>	<b>11,162</b>	<b>10,487</b>	<b>9,922</b>
					<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>6,876</b>	<b>5,905</b>	<b>4,996</b>	<b>4,000</b>
					Tổng nợ ngắn hạn	2,023	2,027	2,061	2,139
					Tổng nợ dài hạn	4,853	3,878	2,935	1,861
					<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,768</b>	<b>5,257</b>	<b>5,492</b>	<b>5,922</b>
					<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11,645</b>	<b>11,162</b>	<b>10,487</b>	<b>9,922</b>

(Nguồn: MBS Research)

## ĐỊNH GIÁ

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi tiến hành sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF để định giá cổ phiếu NT2. Kết quả định giá dựa trên những quan điểm thận trọng đã trình bày ở trên cho giá mục tiêu của cổ phiếu NT2 là **36,672 đồng/cp**, cao hơn 15% so với giá hiện tại vào ngày 01/04/2015 là 31.900 đồng/cp. Các giả định được đưa ra trong mô hình định giá như sau:

- Thời gian dự phóng kéo dài từ năm 2016 – 2020, sau đó là giai đoạn ổn định.
- Chi phí sử dụng vốn WACC ở mức 11.8%. WACC tương đối thấp là do chi phí sử dụng nợ thấp (doanh nghiệp được vay ưu đãi theo lãi suất Euribor và Libor) cùng mức thuế suất thuế TNDN được ưu đãi là 5%.
- Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 2% do giả định hoạt động kinh doanh tương đối ổn định. Chúng tôi chưa tính khả năng tăng công suất của dự án Nhơn Trạch 2 mở rộng cũng như sự phát triển hơn thị trường điện cạnh tranh do chưa có thông tin cụ thể.

**Biểu 15: Phương pháp FCFF**

Đơn vị: Tỷ đồng	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
Doanh thu thuần	6,100	5,774	6,059	6,214	6,266
CFO	2,008	1,718	1,828	2,089	2,000
Chi phí lãi vay sau thuế	148	123	92	59	25
Capex	-	-	-	-	-
<b>FCFF</b>	<b>2,156</b>	<b>1,840</b>	<b>1,920</b>	<b>2,149</b>	<b>2,024</b>
WACC	11.8%				
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5
Hệ số chiết khấu	1.12	1.29	1.46	1.68	2.02
<b>Giá trị hiện tại của dòng tiền</b>	<b>1,929</b>	<b>1,432</b>	<b>1,318</b>	<b>1,277</b>	<b>1,004</b>
Tổng PV (FCFF)	6,960				
Giá trị cuối cùng	7,841				
Giá trị doanh nghiệp (+) Tiền và đầu tư	15,911				
(-) Nợ vay	(5,865)				
<b>Giá trị VCSH (Tỷ VND)</b>	<b>10,045</b>				
Số lượng CP lưu hành (Triệu cp)	<b>273.0</b>				
<b>Giá trị cổ phần (VND/cp)</b>	<b>36,672</b>				

### Phương pháp so sánh sử dụng bội số P/E

Cổ phiếu NT2 hiện đang được giao dịch ở mức giá 31.900 đồng/cp, tương đương P/E trailing 2015 là 7,6x và P/E forward 2016 là 7,1x, thấp hơn 16% so với mức bình quân của các doanh nghiệp ngành điện đang niêm yết trên 2 sàn HSX và HNX là 8,5 lần.

**Biểu 16: Phương pháp so sánh P/E**

Mã CK	P/E	Vốn hóa (Tỷ VND)
PPC	8.9	5,854
BTP	8.3	871
VSH	13.3	3,300
SHP	10.8	1,771
CHP	7.5	2,545
SJD	6.2	1,029
TMP	9.4	1,890
<b>Trung bình</b>	<b>8.5</b>	
<b>NT2</b>	<b>7.1</b>	<b>8,373</b>

Chúng tôi sẽ đưa ra những so sánh nhanh về NT2 so với các doanh nghiệp cùng ngành để có cái nhìn rõ nét hơn:

- NT2 có giá trị vốn hóa và thanh khoản lớn nhất trong các cổ phiếu ngành điện niêm yết.
- Hiệu suất vận hành cao nhất trong các nhà máy điện niêm yết. Số giờ vận hành bình quân 3 năm gần nhất của NT2 lên đến 6.636 giờ/năm, cao hơn so với mức bình quân 5.000h của các nhà máy điện khu vực phía nam, 3.500h của các nhà máy điện miền Trung và 4.000h của các nhà máy điện miền Bắc.
- NT2 có nguồn nhiên liệu ổn định và không phải phụ thuộc vào tình hình thủy văn như các nhà máy thủy điện.
- NT2 có nhiều lợi thế cạnh tranh bền vững về vị trí, năng lực hoạt động, hiệu quả chào giá,... khi tham gia VCGM.
- Tình hình tài chính lành mạnh, khả năng chi trả cổ tức được đảm bảo.

Tuy nhiên, so với các doanh nghiệp cùng ngành, NT2 vẫn phải chịu rủi ro về tỷ giá cũng như giá nhiên liệu phụ thuộc vào diễn biến giá dầu. Bên cạnh đó, việc PV GAS đang đề xuất cơ chế giá sàn (PVN, EVN và NT2 vẫn chưa hoàn tất đàm phán) cũng như nguy cơ phí vận chuyển đường ống cho giai đoạn 2011 – 2015 bị hồi tố (PV GAS đang trình tăng phí) sẽ làm giá nhiên liệu đầu vào của NT2 khó giảm sâu trong thời gian tới, ảnh hưởng đến lợi thế cạnh tranh của doanh nghiệp trong tương lai.

Chính vì những lý do trên, chúng tôi đánh giá mức P/E hợp lý đối với cổ phiếu NT2 sẽ là 8,5x (tương đương mức trung bình ngành) và đưa ra giá mục tiêu theo phương pháp này là 38.250 đồng/cp.

### Tổng hợp định giá

**Biểu 17: Tổng hợp định giá**

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá cổ phiếu
FCFF	50%	36.672
P/E	50%	38.250
<b>Tổng cộng</b>		<b>37.300</b>

Dựa trên tính ổn định của ngành sản xuất điện, chúng tôi kết hợp cả 2 phương pháp trên với tỷ trọng 50 – 50 để đưa ra giá mục tiêu 12 tháng tới của cổ phiếu NT2 là **37.300 đồng/cp**.

Năm 2016, NT2 sẽ thực hiện chia 4% cổ tức bằng cổ phiếu và phát hành 3 triệu cổ phiếu thưởng ESOP. Như vậy tổng số cổ phiếu của NT2 dự kiến tăng lên 287,9 triệu cổ sau đợt phát hành, tương đương mức EPS pha loãng 2016 là 4,291 đồng/cp. Theo đó, **giá mục tiêu sau pha loãng sẽ tương ứng là 35.500 đồng/cp**.



**Liên hệ**

**Research: Phạm Thiên Quang**

Email: Quang.PhamThien@mbs.com.vn

Tel: +84 913 433 423

**Institutional Sales: Trương Hoa Minh**

Email: Minh.TruongHoa@mbs.com.vn

Tel: +84 938 207 357

**Research: Nguyễn Ngọc Hoàng**

Email: Hoang1.NguyenNgoc@mbs.com.vn

Tel: +84 913 433 423

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá Tỷ lệ (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại)

Xếp hạng	(Giá mục tiêu – Giá hiện tại)/Giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**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.