

# CTCP Nhơn Trạch 2 (NT2)

## Tỷ lệ trả cổ tức cao và sẽ tiếp tục tăng lên sau năm 2020

Chuyên viên phân tích Điện & Thép

Lê Thành Công

congl@kbsec.com.vn

15/05/2020

**NT2 là nhà máy nhiệt điện khí hiện đại, nằm tại khu vực kinh tế trọng điểm khu vực Đông Nam Bộ**

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2: HSX) là nhà máy điện khí lớn và hiện đại bậc nhất Việt Nam với công suất 750 MW, sản lượng điện phát hàng năm đạt trên 4.5 tỉ kWh. Nhà máy được đặt tại khu vực kinh tế trọng điểm của khu vực Đông Nam Bộ và tiêu thụ điện nhiều nhất Việt Nam

**Việc đưa các nguồn cung cấp khí mới vào sử dụng sẽ giúp Nhơn Trạch 2 hoạt động với hiệu suất cao hơn**

PVGas sẽ đưa thêm các mỏ khí mới vào hoạt động như mỏ Thiên Ưng và Sao Vàng Đại Nguyệt, để bù đắp sự thiếu hụt sản lượng khí do các mỏ gần bờ đã được khai thác tới mức tới hạn. Đến năm 2021, dự kiến sản lượng khí sẽ đạt mức 20 triệu Sm<sup>3</sup>/ngày so với mức 15 triệu Sm<sup>3</sup>/ngày hiện tại.

**Nhơn Trạch 2 sẽ trả hết nợ vay vào năm 2021. Dòng tiền cho vốn chủ sở hữu sẽ là rất lớn**

Hàng năm, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh (CFO) của Nhơn Trạch 2 đạt trên 1,500 tỉ đồng. Hiện nay, NT2 đang phải trả cả gốc lẫn lãi vay bằng ngoại tệ trị giá khoảng 1,200 tỉ đồng/năm. Đến năm 2021, khi Nhơn Trạch 2 trả hết nợ vay thì dòng tiền cho chủ sở hữu sẽ là rất lớn và ổn định, tạo điều kiện để tăng mức chi trả cổ tức cho cổ đông. Với mức giá cổ phiếu đóng cửa ngày 14/05/2020, bình quân trong vòng 5 năm trở lại đây, NT2 có mức lợi suất cổ tức tiền mặt 14.6%/năm.

**Rủi ro đầu tư**

(1) Rủi ro liên quan đến thời tiết; (2) Rủi ro nguồn cung nguyên liệu đầu vào không ổn định; (3) Sẽ Trung tu khoảng 18 ngày vào tháng 09/2020.

## Mua Lần đầu

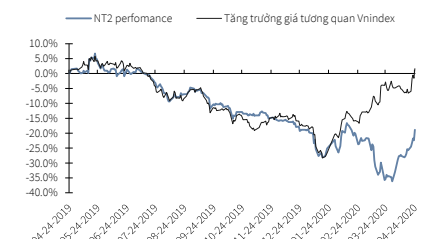
Giá mục tiêu	VND 24,800
Tăng/giảm (%)	17.5%
Giá hiện tại (May 14)	VND 21,100
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 25,700
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,074

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	32.3%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	6.9/0.3
Sở hữu nước ngoài (%)	31.5%

Biến động giá cổ phiếu (%)				
	1M	3M	6M	12M
NT2	25.5%	8.4%	-6.8%	-18.8%
VNindex	17.8%	-21.7%	-21.8%	-20.5%

**Dự phóng KQKD & định giá**

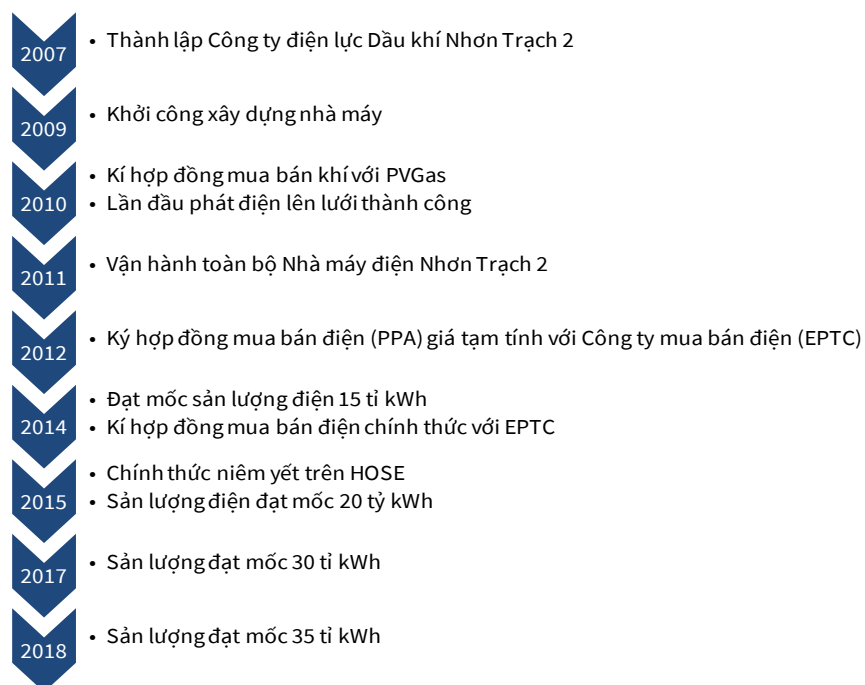
FY-end	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh số thuần (tỷ VND)	6,761	7,670	7,654	7,159
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh (tỷ VND)	852	795	767	663
LN của cổ đông của công ty mẹ (tỷ VND)	810	782	754	630
EPS (VND)	2,768	2,618	2,540	2,187
Tăng trưởng EPS (%)	-26.0%	-5.4%	-3.0%	-13.9%
P/E (x)	7.2	7.4	7.7	9.2
P/B (x)	1.2	1.6	1.4	1.4
ROE (%)	16.1%	17.4%	18.7%	15.1%



Nguồn: Fiinpro, KBSV Research

## I. Thông tin tổng quan

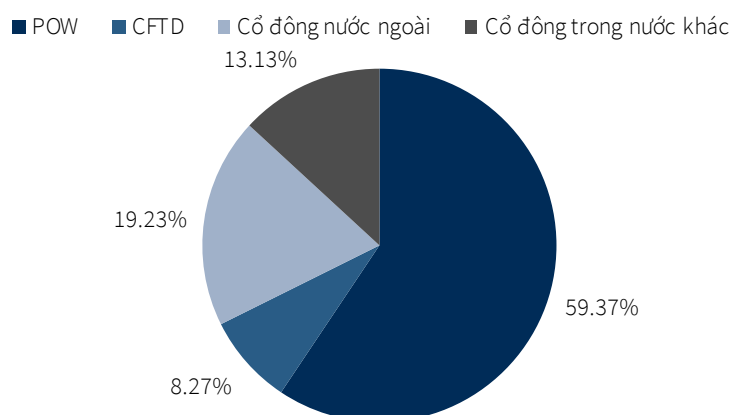
### Quá trình hình thành và phát triển



Công ty Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 được thành lập từ năm 2007, nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 bắt đầu thi công từ năm 2009 và chính thức vận hành toàn bộ vào năm 2011. Với công suất 750 MW, nhà máy điện Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy nhiệt điện khí lớn nhất Việt Nam. Sản lượng phát điện của Nhơn Trạch 2 hàng năm khoảng 4.5 tỉ kWh – 5.5 tỉ kWh.

Hiện nay, theo cơ cấu cổ đông của NT2, Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW:HOSE) là cổ đông nắm chi phối 59.37%. Ngoài ra, Công ty TNHH Phát triển Công nghệ (CFTD) nắm giữ 8.27%, các cổ đông nước ngoài nắm giữ 19.23%, còn lại 13.13% cổ phần được nắm giữ bởi các cổ đông trong nước khác.

**Biểu đồ 1. Cơ cấu sở hữu của NT2**



Nguồn: NT2, KBSV Research

## II. Hoạt động kinh doanh

**Nhơn Trạch 2 có công suất 750MW với sản lượng điện hàng năm đạt trên 4.5 tỉ kWh**

**Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện khí có công nghệ hiện đại nhất Việt Nam hiện nay**

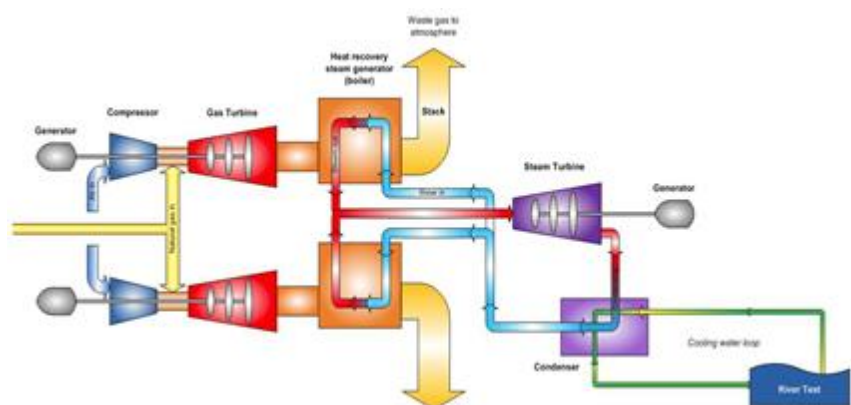
Hiện tại, Công ty cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 là đơn vị sở hữu nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2 với tổng công suất 750 MW, sản lượng điện hàng năm đạt trên 4.5 tỉ kWh, phân phối thông qua đường truyền tải 220 kV, cung cấp điện cho khu vực miền Đông Nam Bộ nơi có tiêu thụ điện cao nhất cả nước. Tính đến hết năm 2019, NT2 đã sản xuất được trên 40 tỉ kWh điện.

Nhà máy điện sử dụng công nghệ tuabin khí thế hệ F, là công nghệ tiên tiến trên thế giới hiện nay, có hiệu suất cao và rất thân thiện với môi trường. Nhà máy có cấu hình 2-2-1, bao gồm 2 tuabin khí thế hệ F, 2 lò thu hồi nhiệt kiểu nằm ngang tuần hoàn tự nhiên ba cấp áp lực có tái sấy và 1 tuabin hơi ba cấp áp lực phù hợp với công nghệ thiết kế của lò thu hồi nhiệt. Hàng năm nhà máy cung cấp cho lưới điện quốc gia sản lượng điện trung bình khoảng 4.5 tỷ kWh thông qua đường truyền tải 220 kV, góp phần đảm bảo an ninh năng lượng cho đất nước, đặc biệt là khu vực miền Đông Nam Bộ.

Nhà máy điện tuabin khí chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện hiện đại, có mức độ tự động hóa rất cao. Toàn bộ nhà máy được vận hành tự động trên hệ thống điều khiển SPPA-T3000, đây là hệ thống điều khiển tiên tiến nhất của tập đoàn Siemens – Đức. Tính đến thời điểm hiện tại, trong số các nhà máy điện tương tự tại Việt Nam chỉ duy nhất nhà máy điện Nhơn Trạch 2 áp dụng công nghệ tiên tiến này.

Nhiên liệu chính để vận hành nhà máy là khí thiên nhiên (khoảng 3 triệu m<sup>3</sup>/ngày đêm) và nhiên liệu dự phòng là dầu DO. Trong quá trình vận hành nếu có sự cố về việc cung cấp nhiên liệu khí thì nhà máy sẽ tự động chuyển sang vận hành bằng nhiên liệu dự phòng là dầu DO.

**Biểu đồ 2. Sơ đồ vận hành nhà máy**

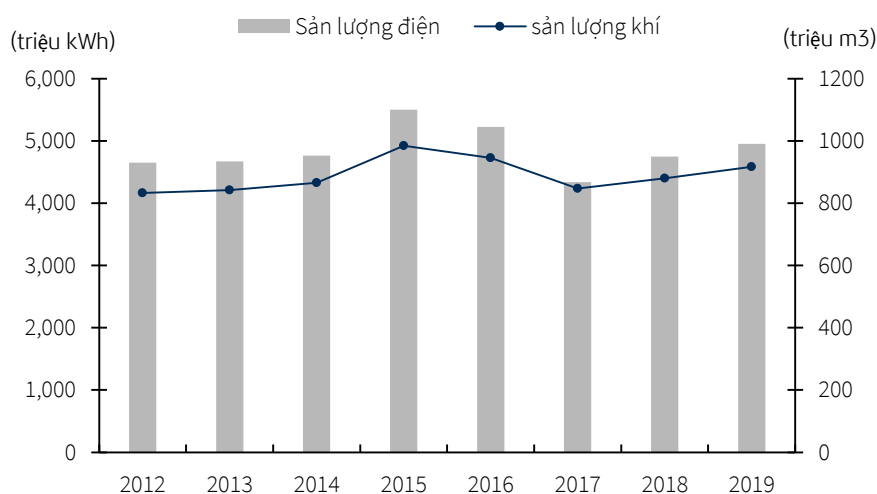


Nguồn: NT2, KBSV Research

### Nguyên liệu của nhà máy được cung cấp bởi PVGas thông qua hệ thống khí Nam Côn Sơn và Cửu Long

Nhà máy sử dụng nguyên liệu khí thiên nhiên được cung cấp bởi Tổng công ty khí Việt Nam (PVGas) thông qua hệ thống khí Nam Côn Sơn và Cửu Long. Hai hệ thống khí này tiếp nhận các dòng khí thiên nhiên từ các mỏ khí thiên nhiên ngoài biển thuộc khu vực bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn để vận chuyển về nhà máy xử lý khí Dinh Cố và nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn bằng đường ống. Sau đó 2 nhà máy xử lý khí này sẽ tách ẩm và condensate, tạo ra dòng khí khô, cung cấp cho các nhà máy phát điện và sản xuất đạm lân cận, mà Nhơn Trạch 2 là một trong số những nhà máy đó.

**Biểu đồ 3. Sản lượng điện thương phẩm và sản lượng khí tiêu thụ NT2 qua các năm**



Nguồn: NT2, KBSV Research

Ngày 28/5/2014, nhà máy điện Nhơn Trạch 2 đã ký hợp đồng mua bán điện PPA chính thức với Tổng công ty mua bán điện (EPTC) với thời hạn 10 năm, từ năm 2011 đến năm 2020. Trong giai đoạn 2011 – T5/2014, NT2 ghi nhận doanh thu theo giá điện tạm tính. Sau khi ký hợp đồng chính thức, Nhơn Trạch 2 được ghi nhận doanh thu theo giá điện mới cao hơn giá điện tạm tính và đã được ghi nhận khoản hồi tố giá điện. Đến năm 2020, Nhơn Trạch 2 phải đàm phán lại hợp đồng mua bán điện PPA với EPTC. Việc đàm phán này vẫn đang tiếp tục và bị chậm tiến độ so với kế hoạch ban đầu do ảnh hưởng của dịch COVID 19. Dự kiến giá bán điện PPA sẽ giảm khoảng 20 đồng/kWh so với giá bán điện PPA trước đây của nhà máy.

Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 đã tham gia thị trường phát điện cạnh tranh từ tháng 07/2012 và đang là một trong những đơn vị tích cực nhất tham gia thị trường này. Sản lượng điện phát trên thị trường phát điện cạnh tranh chiếm tỉ trọng khoảng 20% sản lượng điện thương phẩm của nhà máy.

### III. Kết quả kinh doanh và tình hình tài chính

#### Doanh thu 2019 tương đương trong khi lợi nhuận sau thuế giảm nhẹ so với 2018

Kết quả kinh doanh năm 2019 của NT2, doanh thu đạt 7,654 tỉ đồng, tương đương so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp đạt 12.7% giảm 0.5% so với cùng kỳ năm 2018. Tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức 1.1%. Lợi nhuận sau thuế đạt 754 tỉ đồng, giảm 4% so với cùng kỳ năm trước.

#### Tổng tài sản đang trên xu hướng giảm

Trong cơ cấu Tổng tài sản của NT2, thì khoản mục Tài sản cố định và phải thu ngắn hạn chiếm tỉ trọng lớn nhất, lần lượt bằng 64.4% và 19.34%. Xu hướng tổng tài sản của NT2 sẽ tiếp tục giảm do Khấu hao tài sản cố định hàng năm. Tổng tài sản tính đến thời điểm 31/12/2019, đạt 7,564 tỉ, giảm 1,288 tỉ, tương đương 14.5% so với thời điểm 31/12/2018. Trong đó, khoản mục giảm nhiều nhất là phải thu ngắn hạn và tài sản cố định với mức giảm lần lượt hơn 1,057 tỉ đồng và 686 tỉ đồng.

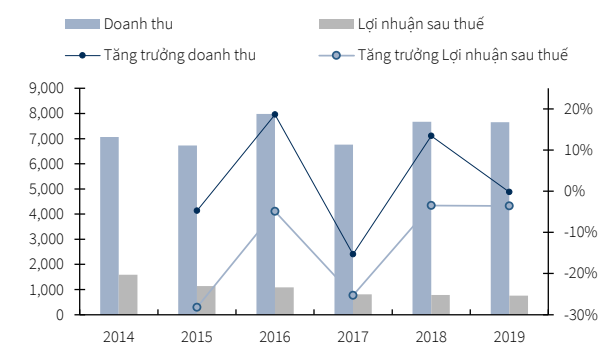
#### Nhóm các chỉ số nợ vay giảm mạnh

Vào thời điểm 31/12/2019, các chỉ số liên quan đến nợ vay là Nợ phải trả/Tổng tài sản và Nợ vay dài hạn/Tổng tài sản đều giảm khá mạnh và đạt mức lần lượt 45.4% và 6.5%, giảm so với mức 58.4% và 18% so với thời điểm 31/12/2018. Chỉ số Nợ vay ngắn hạn/Tổng tài sản tăng nhẹ từ mức 15.7% thời điểm cuối năm 2018 lên 17.8% thời điểm 31/12/2019. Xu hướng giảm dần nợ vay của NT2 tiếp tục được duy trì với số tiền trả nợ hàng năm khoảng hơn 1.000 tỉ đồng. Hầu hết nợ vay ngắn hạn của NT2 chính là nợ dài hạn nhưng đến hạn trả trong vòng 12 tháng. Dự kiến, đến giữa năm 2021, NT2 sẽ hoàn toàn trả hết nợ vay giúp giảm chi phí lãi vay, nâng cao kết quả kinh doanh

#### Chỉ số ROE và ROA vẫn được duy trì trong khoảng lần lượt 20% và 10%.

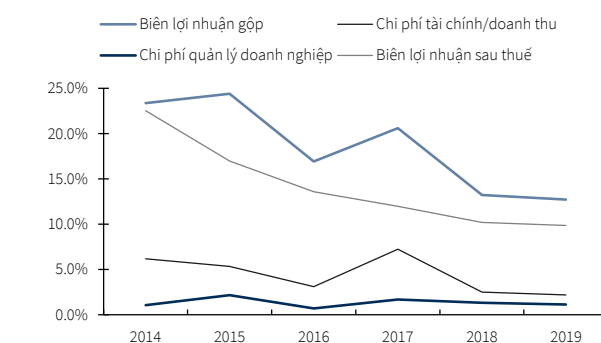
Do NT2 liên tục trả nợ vay và trả cổ tức bằng tiền mặt khá nhiều, nên quy mô Vốn chủ sở hữu luôn được duy trì khá ổn định trong khi tổng tài sản liên tục thu hẹp dẫn đến dù kết quả kinh doanh của NT2 không thực sự khởi sắc trong những năm gần đây, tuy nhiên chỉ số ROE và ROA vẫn được duy trì ở mức lần lượt 20.9% và 10.2%.

Biểu đồ 4. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế NT2

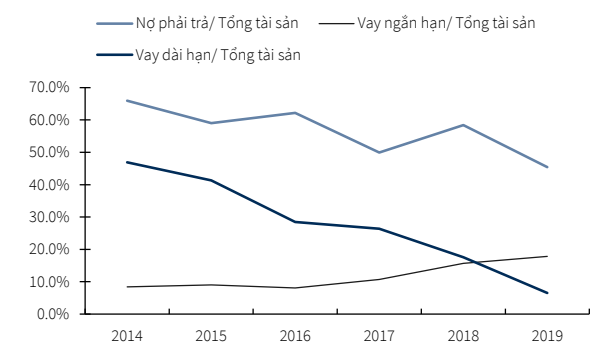


Nguồn: NT2, KBSV Research

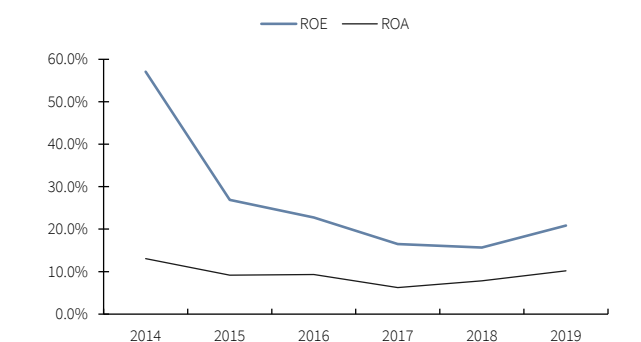
Biểu đồ 5. Các chỉ số tài chính NT2



Nguồn: NT2, KBSV Research

**Biểu đồ 6. Các chỉ số về nợ vay của NT2**

Nguồn: NT2, KBSV Research

**Biểu đồ 7. ROE và ROA của NT2**

Nguồn: NT2, KBSV Research

## IV. Điểm nhấn đầu tư

**Điện lực Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy điện khí hiệu quả nhất trong khu vực Đông Nam Bộ**

Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 là nhà máy nhiệt điện khí chu trình hỗn hợp hiệu quả nhất ở Việt Nam với hiệu suất thực tế đạt trên 55%, trong khi hiệu suất các nhà máy điện khí khác chỉ ở khoảng 52%. Lợi thế này làm giảm đáng kể việc sử dụng nhiên liệu khí để sản xuất ra 1kWh điện, giúp tiết giảm chi phí và giảm thiểu tác động đến môi trường. Đây cũng chính là lý do trong trường hợp khi nguồn khí thiên nhiên khu vực Đông Nam Bộ bị suy giảm, Nhơn Trạch 2 sẽ được ưu tiên sử dụng khí hơn so với các nhà máy điện cùng chung sử dụng nguồn khí này như Nhơn Trạch 1, Phú Mỹ, Bà Rịa.

Nhà máy Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện rất hiện đại, có mức độ tự động hóa rất cao. Toàn bộ nhà máy được vận hành tự động trên hệ thống điều khiển SPPA – T3000, đây là hệ thống điều khiển tiên tiến nhất của Tập đoàn Siemens – Đức. Tính đến thời điểm hiện tại, chỉ có duy nhất nhà máy điện Nhơn Trạch 2 áp dụng công nghệ tiên tiến này. Năm 2019, số lượng nhân sự toàn bộ nhà máy là 186 người, nhưng số cán bộ kỹ thuật vận hành hoạt động của toàn bộ nhà máy trong một ca trực chỉ khoảng 11 người, trong đó phân nửa là các cán bộ phòng điều khiển.

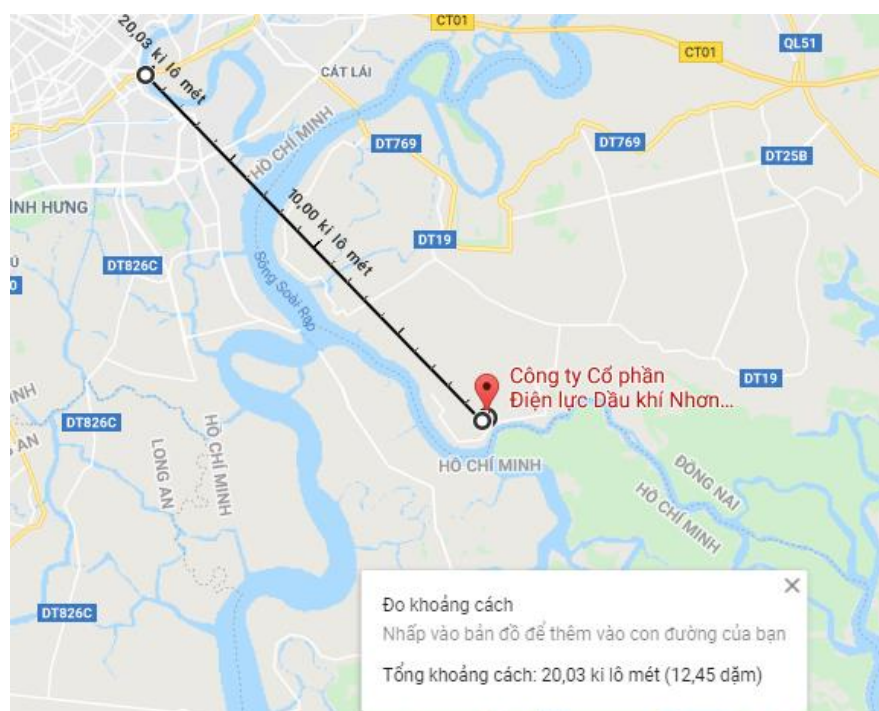
**Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 có vị trí địa lý rất thuận lợi khi nằm ở ngay khu vực phụ tải lớn nhất cả nước**

Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 có vị trí địa lý rất thuận lợi khi chỉ cách TP. Hồ Chí Minh 20km, đồng thời nằm tại trung tâm kinh tế quan trọng và năng động nhất Việt Nam, tam giác kinh tế TP. Hồ Chí Minh – Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu. Trong năm 2019, tổng tiêu thụ điện khu vực Miền Nam đạt 98.7 tỉ kWh tăng 8.4% so với năm 2018 và chiếm gần 50% tổng tiêu thụ điện của cả nước. Lũy kế giai đoạn 2016 - 2019, sản lượng tiêu thụ điện khu vực miền Nam tăng trưởng trung bình 8.7%/năm. Dự kiến sản lượng điện tiêu thụ khu vực miền Nam năm 2020 tiếp tục tăng trưởng 8.3% so với năm 2019, đạt mức 106.9 tỉ kWh.

Hiện nay, hệ thống điện phía Nam được cung cấp từ 12 nhà máy thủy điện, 11 nhà máy nhiệt điện khí, 9 nhà máy nhiệt điện than và một số nhà máy năng lượng tái tạo với tổng công suất khả dụng khoảng 16,500 MW. Tuy nhiên, công suất phát của nhà máy phụ thuộc rất nhiều vào nguyên liệu đầu vào như Nước, ánh nắng, than, khí, dầu... nên trên thực tế công suất khả dụng của từng thời

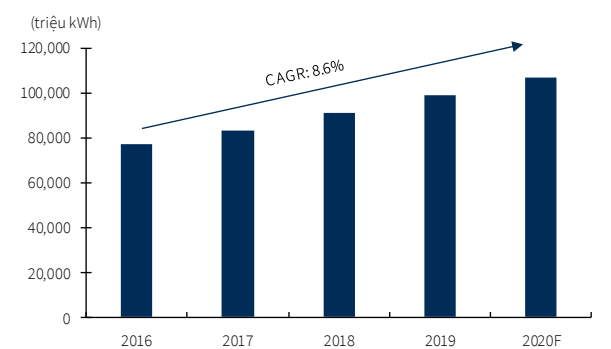
điểm mà các nhà máy điện khu vực miền nam cung cấp chỉ đạt khoảng 11,000 MW-14,000 MW. Trong khi đó phụ tải đạt đỉnh (Pmax) trong thời gian gần đây ở khu vực miền Nam đã có lúc lên đến hơn 17,000 MW. Điều này dẫn đến hệ thống điện miền Nam thiếu nguồn cung cấp điện tại chỗ và phải nhận điện từ hệ thống điện miền Trung thông qua hệ thống lưới điện 500 kV và 220 kV với công suất khoảng 1,000 - 3,000 MW từng thời điểm. Vì thế nhiệt điện Nhơn Trạch 2 hầu như luôn như được huy động phát điện với sản lượng nhiều nhất có thể.

**Biểu đồ 8. Vị trí địa lý của NT2**



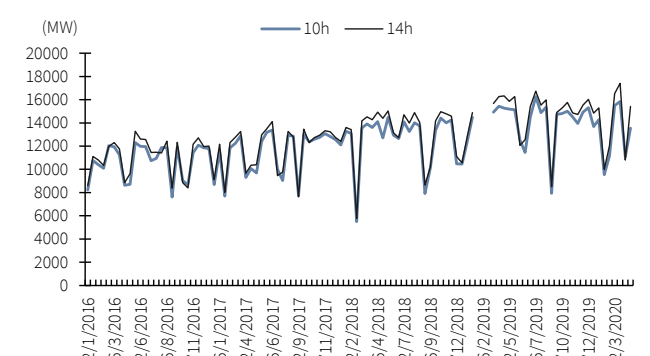
Nguồn: NT2, KBSV Research

**Biểu đồ 9. Sản lượng điện tiêu thụ khu vực miền Nam**



Nguồn: EVN SPC, HCMC, KBSV Research

**Biểu đồ 10. Phụ tải khu vực miền Nam vào lúc 10h và 14h**



Nguồn: EVN, KBSV Research

**Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt bắt đầu đi vào hoạt động trong năm 2020 sẽ giúp tăng sản lượng khí cung cấp cho Nhơn Trạch 2**

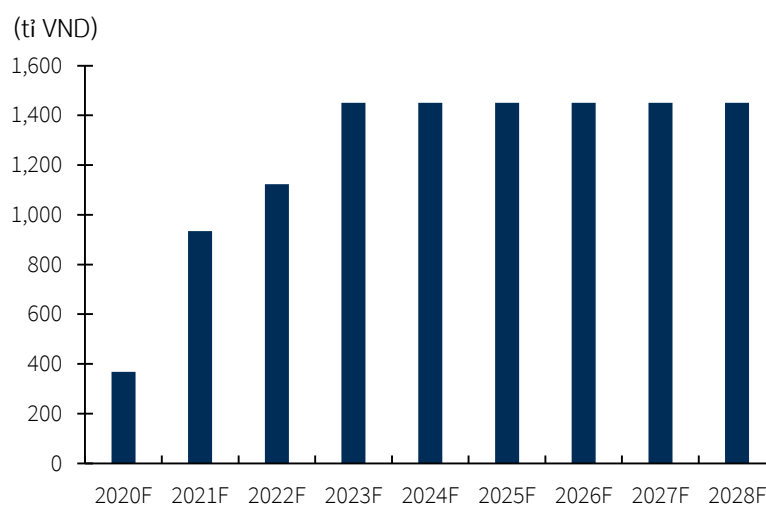
Mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt thuộc Lô 05-1b và 05-1c, bể Nam Côn Sơn, nằm tại vị khu vực nước sâu 110-130m, cách bờ biển Vũng Tàu khoảng 300km. Tỷ lệ tham gia của các Chủ mỏ trong hợp đồng dầu khí (PSC) bao gồm: Idemitsu Kosan (43.08%), Teikoku Oil (36.92%) và Tập đoàn Dầu khí Việt Nam –PVN (20%). Dự án có tổng trữ lượng khai thác dự kiến là 16 tỷ m<sup>3</sup>, sẽ góp phần tăng sản lượng khí khu vực Đông Nam Bộ lên khoảng gần 5 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày. Dự kiến các dòng khí đầu tiên của Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ bắt đầu được khai thác trong quý III/2020. Việc đưa dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đi vào hoạt động sẽ bù đắp đủ cho sản lượng khí thiếu hụt do sự suy giảm của các mỏ khí ở khu vực bể Cửu Long và gia tăng sản lượng khí khu vực Đông Nam Bộ lên trên 20 triệu m<sup>3</sup>/ngày, giúp các nhà máy nhiệt điện khí như NT2 gia tăng hiệu quả hoạt động.

Ngoài ra, PVGas đang xây dựng kho chứa khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) Thị Vải với công suất 1 triệu tấn phục vụ cho việc nhập khẩu LNG từ nước ngoài để cung cấp cho các nhà máy điện khí mới là Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. Tuy nhiên, trong trường hợp hệ thống khí Cửu Long - Nam Côn Sơn tiếp tục thiếu hụt sản lượng khí, thì nguồn cung cấp khí cho NT2 thông qua kho chứa LNG Thị Vải cũng là một phương án rất khả thi. Dự kiến công trình này sẽ hoàn thành giai đoạn 1 vào năm 2022 và giai đoạn 2 vào năm 2023.

**Dòng tiền cho vốn chủ sở hữu (FCFE) sẽ tăng mạnh sau khi NT2 trả xong nợ vay vào giữa năm 2021**

Hàng năm, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của NT2 trên 1,500 tỉ, sau đó số tiền chủ yếu dùng để trả gốc vay trên 1000 tỉ và trả cổ tức cho cổ đông. Thời điểm 31/03/2020, số dư nợ gốc còn lại của NT2 là khoảng 1,850 tỉ, trong đó, số dư nợ gốc còn lại từ thời xây dựng nhà máy chỉ còn 1,500 tỉ. Theo ước tính của chúng tôi, với tốc độ trả nợ như hiện tại, NT2 sẽ trả hết nợ vay vào thời điểm giữa năm 2021, dẫn đến dòng tiền cho vốn chủ sở hữu, vốn chủ yếu dùng để trả cổ tức sẽ tăng mạnh vào năm 2021 và 2022.

**Biểu đồ 11. FCFE ước tính của NT2 qua các năm**



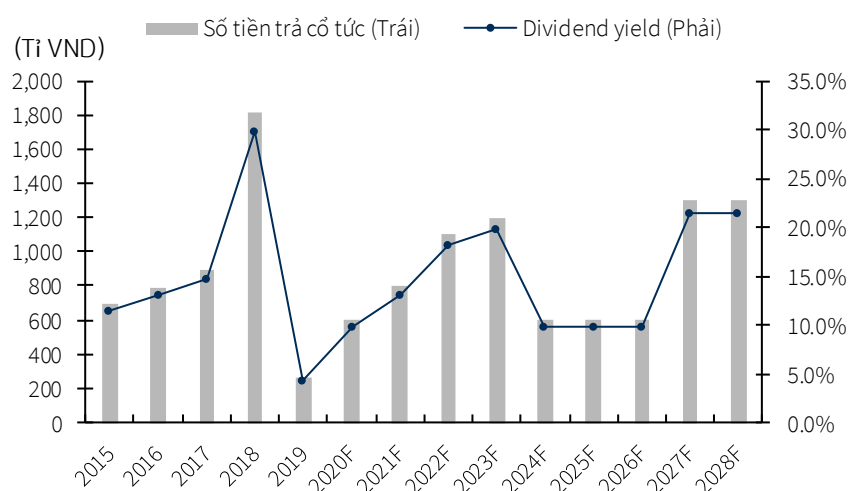
Nguồn: NT2, KBSV Research



### Triển vọng chi trả cổ tức sẽ được tăng lên trong các năm tới

NT2 có lịch sử chi trả cổ tức bằng tiền mặt khá cao trong quá khứ. Với mức giá đóng cửa ngày 14/05/2020, tỉ suất cổ tức trung bình trong vòng 5 năm trở lại đây là khoảng 14.6%. Hiện tại, cổ đông lớn nhất của NT2 là PVPower đang cần vốn để tài trợ cho 2 dự án nhà máy điện khí mới là Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, vì thế động lực để NT2 gia tăng mức cổ tức các năm 2021 và 2022 là lớn. Chúng tôi ước tính, tỉ suất cổ tức tiền mặt của NT2 giai đoạn 2021-2023 sẽ đạt mức cao, khoảng 17%/năm. Tuy nhiên, với mức lợi nhuận giữ lại tính đến cuối năm 2019 chỉ là hơn 1200 tỉ đồng, trong giai đoạn 2024 - 2026, sẽ đạt khoảng 10%/năm, và sau đó sẽ tăng trở lại vào các năm 2027 - 2028.

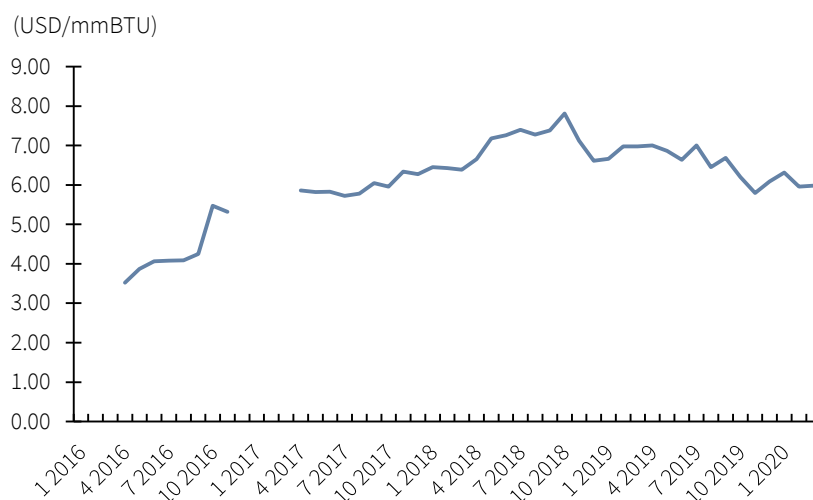
**Biểu đồ 12. Khả năng chi trả cổ tức dự kiến của NT2**



Nguồn: NT2, KBSV Research

### Giá khí đầu vào giảm tạo lợi thế cho NT2 trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Khí thiên nhiên (LNG) và dầu DO là nguyên liệu đầu vào chủ yếu của NT2. Do giá khí được xác định bằng công thức Max (46% MFO + cước vận chuyển; giá khí miệng giếng + cước vận chuyển), nên khi giá dầu MFO giảm mạnh như những diễn biến gần đây thì giá khí bán cho các doanh nghiệp tiêu thụ khí cũng sẽ giảm. Mặc dù sự thay đổi đầu vào của nguyên liệu sẽ được điều chỉnh vào giá bán điện hợp đồng Pc, tuy nhiên, khi phát điện trên thị trường phát điện cạnh tranh thì chi phí nguyên liệu thấp sẽ giúp NT2 có được lợi thế.

**Biểu đồ 12. Giá khí đầu vào của NT2**

Nguồn: NT2, KBSV Research

## IV. Rủi ro đầu tư

### Rủi ro thời tiết

Sản lượng điện được huy động của NT2 bị ảnh hưởng nhiều bởi thời tiết. Hệ thống điều độ điện quốc gia, A0 thường ưu tiên huy động các điện từ các nhà máy thủy điện trước do chi phí sản xuất của thủy điện là rẻ nhất trong các loại hình nhà máy điện. Vì thế trong các tháng mùa mưa, thường kéo dài từ tháng 6 đến hết tháng 10 hàng năm, sản lượng điện được huy động của các nhà máy nhiệt điện cũng thấp hơn các tháng còn lại trong năm. Thông thường trong khoảng thời gian này, các nhà máy nhiệt điện tranh thủ sửa chữa bảo dưỡng máy móc để bảo đảm vận hành ổn định trong các quý còn lại trong năm.

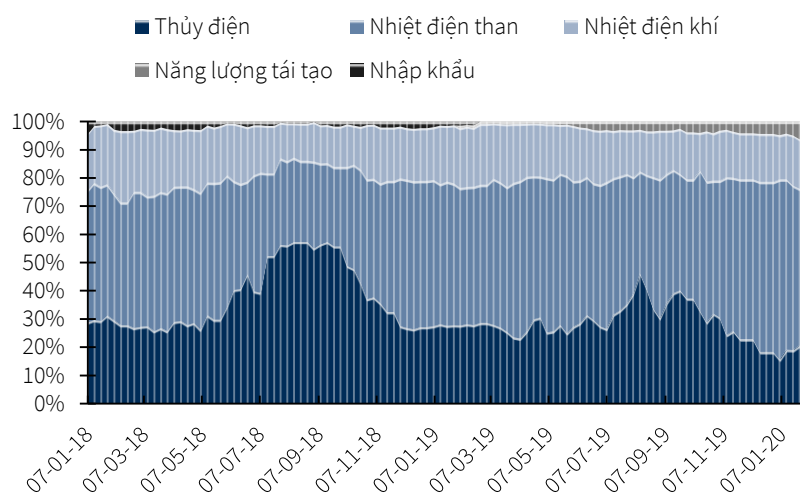
Ngoài yếu tố quy luật thời tiết mùa mưa hàng năm ra, có những năm hiện tượng thời tiết La Nina hoặc El Nino sẽ làm mùa mưa trong năm dài hơn hoặc ngắn hơn cũng làm ảnh hưởng đến sản lượng điện huy động của các nhà máy nhiệt điện. Đối với những năm có lượng mưa nhiều, nền nhiệt độ sẽ giảm, giúp giảm nhu cầu sử dụng điện năng cho các thiết bị làm mát ở các đơn vị tiêu thụ điện.

Từ giữa năm 2018, hiện tượng El Nino với cường độ yếu xuất hiện đã làm thời tiết trở nên nóng và ít mưa hơn, làm tăng nhu cầu sử dụng điện trên toàn hệ thống và giảm khả năng phát điện của các nhà máy thủy điện, đồng thời thúc đẩy nhu cầu phát điện của các nhà máy điện loại hình khác, trong đó có nhà máy Nhơn Trạch 2. Tuy nhiên, theo trung tâm nghiên cứu Hải dương và Khí quyển Hoa Kỳ (NOAA) thì hiện tượng El Nino đã kết thúc khi chỉ số ONI (Oceanic Nino Index – Chỉ số chính được dùng để xác định hiện tượng El Nino – La Nina) giai đoạn 06/2019-08/2019 đã về mức dưới +0.5 – mức được xác định là hiện tượng El – Nino đang diễn ra – và trở về trạng thái ổn định (neutral). Cũng theo cơ quan này, xác suất của trạng thái ổn định này sẽ được duy trì đến hết mùa thu năm 2020 là trên 60%, cùng với đó là xác suất của sự xuất hiện trở lại của

La Nina vào thời điểm cuối năm 2020, đầu năm 2021 đã lên đến gần 40%. Với dự báo này, thì các nhà máy thủy điện sẽ thoát khỏi tình trạng khan hiếm nước và gia tăng phát điện, làm giảm giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh, đồng thời cũng làm giảm nhu cầu phát điện của các nhà máy nhiệt điện, trong đó có nhà máy Nhơn Trạch 2.

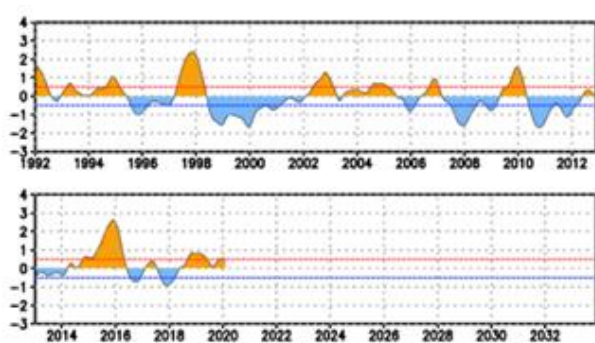
Tuy nhiên, với những lợi thế về hiệu quả hoạt động và vị trí thuận lợi, nên đối với NT2 rủi ro này cũng sẽ được hạn chế khá nhiều.

**Biểu đồ 14. Cơ cấu sản lượng điện theo loại hình của Việt Nam**



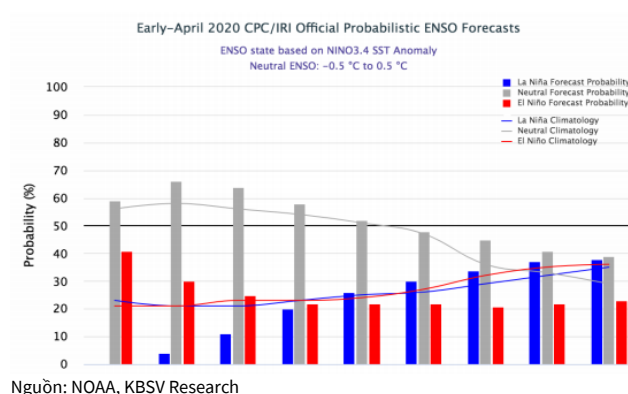
Nguồn: EVN, KBSV Research

**Biểu đồ 15. Chỉ số ONI qua các năm**



Nguồn: NOAA, KBSV Research

**Biểu đồ 16. Xác suất xuất hiện các hình thái thời tiết**



Nguồn: NOAA, KBSV Research

### Rủi ro nguồn cung khí đầu vào không ổn định

Nguyên liệu chính của Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 sử dụng là khí thiên nhiên được khai thác từ các mỏ ở bể Cửu Long và Nam Côn Sơn. Sau nhiều năm khai thác, các mỏ khí ngày càng suy giảm sản lượng, đặc biệt là các mỏ khí thuộc bể Cửu Long.

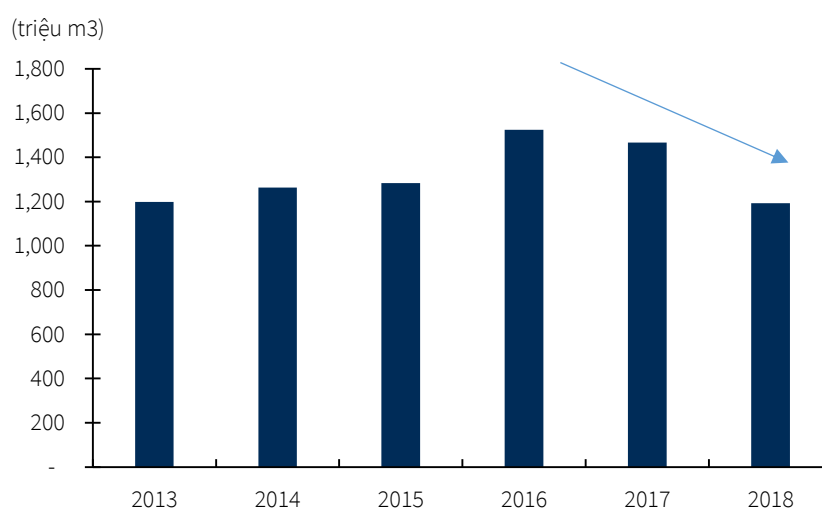
Để bù đắp lượng khí bể Cửu Long bị suy giảm nhanh, PVGas phải đẩy nhanh khai thác các mỏ khí thuộc bể Nam Côn Sơn. Tuy nhiên, các mỏ khí này xa bờ, và có điều kiện khai thác khó khăn hơn, nên giá bán khí cũng sẽ tăng cao so với

các mỏ khí truyền thống ở bể Cửu Long. Mặc dù, giá nguyên liệu đầu vào tăng cũng sẽ được các nhà máy điện chuyển đổi qua giá điện hợp đồng Pc bán cho EVN, tuy nhiên, điều này sẽ làm ảnh hưởng đến hiệu quả của Nhà máy khí phát điện trên thị trường phát điện cạnh tranh. Hiện nay, tỉ lệ phát điện trên thị trường cạnh tranh trên tổng sản lượng phát điện của NT2, đạt khoảng 20%.

Do PVGas phải tích cực khai thác các mỏ khí xa bờ và hệ thống đường ống vận chuyển khí đã vận hành trong nhiều năm, nên xác suất xảy ra sự cố của hệ thống ngày càng cao. Đã có nhiều sự cố ảnh hưởng nặng đến tính hình hoạt động sản xuất của các nhà máy điện như NT2. Ví dụ như sự cố máy nén khí Lô 06.1 từ ngày 27/3/2018 – 5/6/2018 làm giảm sản lượng khí khu vực Đông Nam Bộ từ 21 tr.m3/ngày về còn khoảng 18.5 tr.m3/ngày; Sự cố đứt dây neo ở Giàn Ròng Đồi từ ngày 12/12/2019-10/01/2020 làm giảm khả năng cung cấp khí khu vực Đông Nam Bộ từ 18 tr.m3/ngày về còn 15-16 tr.m3/ngày hay gần đây, ngày 08/3/2020 sự cố ở Lô 11.2 đã gây suy giảm sản lượng khí cung cấp cho phát điện giảm còn 15-15.5 tr.m3/ngày và dự kiến thời gian khắc phục sự cố mất 4 tháng.

Theo quy hoạch điện 7 điều chỉnh, để giải quyết triệt để vấn đề thiếu khí hiện tại và phục vụ cho việc phát triển nguồn điện khí trong tương lai, phương án được đưa ra là PVGas sẽ nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) từ nước ngoài. Hiện nay, PVGas đang xây dựng kho chứa LNG Thị Vải và dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 với công suất qua kho 1 triệu tấn LNG/năm vào năm 2022 và 3 triệu tấn LNG/năm vào năm 2023.

**Biểu đồ 17. Sản lượng khí khô của Hệ thống khí Cửu Long**



Nguồn: PVGas, KBSV Research

### Sẽ thực hiện Trung tu khoảng hơn 20 ngày vào thời điểm tháng 9/2020

Theo kế hoạch, năm 2020, nhà máy Nhơn Trạch 2 sẽ thực hiện Trung tu. Thời gian trung tu khoảng hơn 20 ngày. Từ khi chính thức hoạt động năm 2011 đến nay, nhà máy đã thực hiện Trung tu 1 lần vào năm 2014, Đại tu một lần vào năm 2017 và Tiểu tu vào các năm còn lại. Trong lịch sử sửa chữa bảo dưỡng của Nhơn Trạch 2, nhà máy luôn hoàn thành vượt tiến độ so với kế hoạch đã đặt ra khoảng từ 2 ngày cho đến 7 ngày. Vì thế chúng tôi ước tính số ngày nhà máy dừng để bảo dưỡng sửa chữa trong năm 2020 chỉ khoảng 18 ngày so với kế hoạch là trên 20 ngày, cùng với đó là sản lượng điện sẽ giảm khoảng 100 triệu kWh, tương đương 150 tỉ doanh thu so với năm 2019. Việc thực hiện Trung tu có thể ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh trong ngắn hạn của NT2 nhưng về lâu dài, sẽ giúp nhà máy hoạt động ổn định và hiệu quả trong tương lai.

### Rủi ro đàm phán lại giá điện hợp đồng PPA

Hợp đồng mua bán điện PPA chính thức của nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 được kí vào tháng 05/2014 cho giai đoạn 2011-2020. Hiện tại NT2 đang phải đàm phán lại hợp đồng mua bán điện PPA mới. Quá trình đàm phán vẫn đang tiếp tục và có phần bị chậm trễ do ảnh hưởng của dịch COVID 19. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo doanh nghiệp, nhiều khả năng giá bán điện sẽ giảm khoảng 20 đồng / kWh. Việc giảm giá bán điện hợp đồng PPA, sẽ làm giảm ngay lập tức doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp từ các năm 2020 trở đi.

## V. Định giá

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NT2 đạt lần lượt 7,239 tỉ đồng và 610 tỉ đồng, -5.4% yoy và -19.1% yoy. Kết quả này dựa trên các giả định sản lượng điện thương phẩm của NT2 sẽ trong năm 2020 sẽ là 4,700 triệu kWh, sản lượng khí tiêu thụ khoảng 871 triệu m3, giá khí trung bình khoảng 6.5 USD/mmBTU.

Biểu đồ 18. Dự phóng kết quả kinh doanh của NT2 năm 2020

	2016	2017	2018	2019	2020 F
Doanh thu thuần	7,983	6,761	7,670	7,654	7,159
Giá vốn hàng bán	-6,632	-5,368	-6,654	-6,679	-6,299
Lợi nhuận gộp	1,351	1,393	1,015	974	860
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-57	-114	-101	-87	-89
Chi phí/lợi nhuận tài chính	-146	-427	-119	-120	-109
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0	1	2	3	4
Lợi nhuận trước thuế	1,148	853	824	797	663
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,086	810	782	754	630

Nguồn: KBSV Research

Chúng tôi sử dụng phương pháp Chiết khấu cổ tức (DDM) định giá cổ phiếu NT2. Kết quả kinh doanh và giá trị thực của cổ phiếu chịu ảnh hưởng nhiều bởi tính ổn định của hệ thống khí Đông Nam Bộ và giá khí đầu vào. Theo phương pháp DDM, với tỉ lệ chiết khấu 13.2%/năm, **giá trị hợp lý của cổ phiếu NT2 ở mức 24,800 VND/cổ phiếu**

Chúng tôi đánh giá NT2 là nhà máy điện khí hiện đại nhất Việt Nam, có tính chất ổn định và lịch sử tỉ lệ trả cổ tức cao. Đến giữa năm 2021, NT2 hầu như sẽ trả hết nợ vay từ lúc xây dựng nhà máy, qua đó sẽ cải thiện dòng tiền và khả năng chi trả cổ tức của doanh nghiệp thêm khoảng 1000 tỉ vào năm 2022. Tuy nhiên, theo chúng tôi, khả năng cung cấp khí bị suy giảm là rủi ro lớn nhất của doanh nghiệp. **Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NT2, giá mục tiêu cho năm 2020 là 24,800 VND / cổ phiếu, cao hơn 17.5% so với giá đóng cửa ngày 14/05/2020.**

Bảng 19. Báo cáo kết quả kinh doanh NT2

Báo cáo Kết quả HDKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020F	(Tỷ VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	(Báo cáo chuẩn)	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Doanh số thuần	6,761,130	7,669,729	7,653,692	7,158,810	Tổng Cộng Tài Sản	9,964,110	8,852,247	7,564,112	6,457,913
Giá vốn hàng bán	5,368,442	6,654,452	6,679,293	6,298,776	Tài Sản Ngắn Hạn	3,101,036	2,847,185	2,416,097	2,072,276
Lãi gộp	1,392,688	1,015,277	974,399	860,035	Tiền và tương đương tiền	145,969	65,114	450,965	218,939
Thu nhập tài chính	62,996	73,337	47,778	27,944	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	900,000	491	200,491	200,491
Chi phí tài chính	489,571	192,479	168,157	136,558	Các khoản phải thu & khác	1,795,689	2,520,636	1,462,521	1,367,938
Trong đó: Chi phí lãi vay	120,328	104,765	87,817	56,153	Hàng tồn kho, ròng	259,378	260,944	302,121	284,909
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Tài Sản Dài Hạn	6,863,073	6,005,062	5,148,015	4,385,637
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	Phải thu dài hạn & khác	612,470	440,045	270,327	202,390
Chi phí quản lý doanh nghiệp	113,928	101,407	86,800	86,796	Tài sản cố định	6,246,943	5,562,194	4,876,271	4,183,247
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	852,185	794,729	767,220	662,650	Tài sản dở dang dài hạn	3,661	2,823	1,417	0
Thu nhập khác	1,454	30,904	39,340	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	201	1,804	9,172	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	1,254	29,100	30,168	0	Nợ Phải Trả	4,978,888	5,168,771	3,437,173	2,296,345
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	853,439	823,829	797,388	662,650	Nợ ngắn hạn	2,283,994	3,572,245	2,943,847	2,295,836
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	43,026	41,671	43,218	33,133	Phải trả người bán	1,202,631	2,172,828	1,584,573	991,802
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	810,413	782,158	754,171	629,518	Người mua trả tiền trước	0	0	0	0
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Vay ngắn hạn	1,066,152	1,390,767	1,349,778	1,304,034
Lợi nhuận của cổ đông của công ty mẹ	810,413	782,158	754,171	629,518	Nợ dài hạn	2,694,893	1,596,525	493,327	509
					Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	509
					Người mua trả tiền trước dài hạn	23,281	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	2,631,620	1,558,084	492,334	0
					Vốn chủ sở hữu	4,985,222	3,683,476	4,126,939	4,161,568
					Vốn góp	2,878,760	2,878,760	2,878,760	2,878,760
					Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Lãi chưa phân phối	1,969,624	667,878	1,111,341	1,145,971
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	136,837	136,837	136,837	136,837
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0
<b>Chi số hoạt động</b>					<b>Chi số chính</b>				
(%)	2017A	2018A	2019A	2020F	(x, % VND)	2017A	2018A	2019A	2020F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.6%	13.2%	12.7%	12.0%	Chi số định giá				
Tỷ suất EBITDA	29.2%	20.7%	20.6%	20.5%	P/E	7.2	7.4	7.7	9.2
Tỷ suất EBIT	18.9%	11.9%	11.6%	10.8%	P/E pha loãng	7.2	7.4	7.7	9.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	12.6%	10.7%	10.4%	9.3%	P/B	1.2	1.6	1.4	1.4
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.6%	10.4%	10.0%	9.3%	P/S	0.9	0.8	0.8	0.8
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.0%	10.2%	9.9%	8.8%	P/tangible book	1.2	1.6	1.4	1.4
					P/cash flow	3.3	3.8	3.0	4.1
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	4.8	5.5	4.6	4.7
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	7.3	9.5	8.1	8.9
					Hệ quả quản lý				
					ROE	16.4%	18.0%	19.3%	15.2%
					ROA	7.1%	8.3%	9.2%	9.0%
					ROIC	14.5%	11.5%	13.9%	11.0%
					Cấu trúc tài chính				
					Tỷ suất thanh toán tiền mặt	6.4%	1.8%	15.3%	9.5%
					Tỷ suất thanh toán nhanh	45.8%	1.8%	22.1%	18.3%
					Tỷ suất thanh toán hiện thời	135.8%	79.7%	82.1%	90.3%
					Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	52.8%	42.3%	11.9%	0.0%
					Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	26.4%	17.6%	6.5%	0.0%
					Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	74.2%	80.1%	44.6%	31.3%
					Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	37.1%	33.3%	24.4%	20.2%
					Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	45.8%	97.0%	71.3%	55.2%
					Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	22.9%	40.4%	38.9%	35.6%
					Tổng công nợ/Vốn CSH	99.9%	140.3%	83.3%	55.2%
					Tổng công nợ/Tổng Tài sản	50.0%	58.4%	45.4%	35.6%
					Chi số hoạt động				
					Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	3.8	3.0	5.2	5.1
					Hệ số quay vòng HTK	215	256	23.7	215
					Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	3.0	5.3	7.6	4.9

Nguồn: NT2, KBSV Research

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhdt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**

congt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**

huyenntt@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**

vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**

shin.sy@kbsec.com.vn



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.