

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 4 tháng 7 năm 2016

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Trang

ttttrang_hcm@vcbs.com.vn

+84-3 8200751 (Ext: 641)

CẬP NHẬT KQKD Q1.2016 VÀ 6T.2016

Doanh thu Q1.2016 của NT2 đạt 1.387 tỷ (-21% yoy, hoàn thành 23,1% KH năm), LNST đạt 318 tỷ (-37% yoy, hoàn thành 43% kế hoạch năm). Trong Q1.2016, sản lượng điện tiêu thụ của NT2 đạt 1,335 tỷ kWh (+2,5% yoy, hoàn thành 30% KH năm). Sản lượng điện tiêu thụ tăng nhưng doanh thu và LNST lại sụt giảm là vì:

- (1) Giá bán trên hợp đồng mua bán điện giảm 28,9% xuống còn 1.039 đồng/kWh sau khi giá khí giảm mạnh 45% (từ mức 5,65 USD/mmBTU trong Q1.2015 xuống còn 3,13 USD/mmBTU trong Q1.2016)
- (2) Trong Q1.2015, các khoản lãi chênh lệch tỷ giá do đánh giá lại các khoản mục tiền tệ có gốc ngoại tệ là 314,3 tỷ đồng, còn trong Q1.2016 là lỗ 58,6 tỷ đồng. Theo quy định, các khoản lãi chênh lệch tỷ giá không được thực hiện chia cổ tức.

Do việc áp dụng cơ chế giá khí thị trường khiến chi phí đầu vào giảm nhiều hơn giá bán bình quân nên lợi nhuận gộp tăng mạnh 31,1% so với cùng kỳ, khiến cho tỷ suất LNG đạt mức cao kỷ lục là 33,5%. Sau khi loại trừ yếu tố chênh lệch tỷ giá của hai kỳ so sánh thì chúng tôi thấy rằng LNST Q1.2016 tăng 85% so với cùng kỳ 2015, đạt 399,5 tỷ đồng.

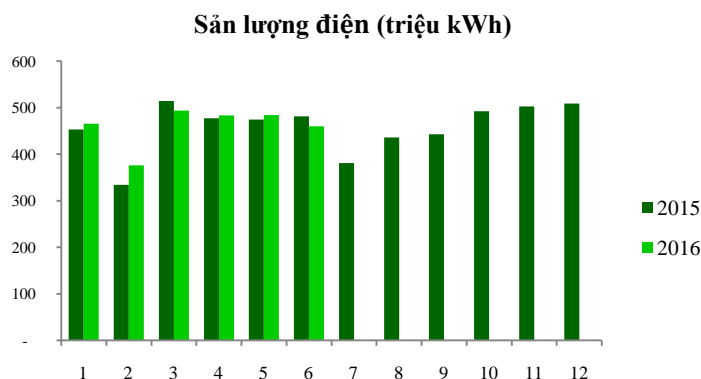
NT2 ghi nhận khoản lỗ tài chính 104,6 tỷ đồng so với khoản lãi 192,2 tỷ trong Q1.2015 vì:

- (1) Trong Q1.2015, NT2 đã phân bổ hết phần lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn đầu tư xây dựng nhà máy điện Nhơn Trạch 2 vào chi phí tài chính (66,4 tỷ đồng) và không còn phát sinh kéo dài qua năm 2016 nữa.
- (2) Chi phí lãi vay giảm 7,3% còn 40,3 tỷ đồng.
- (3) Ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá 58,6 tỷ đồng so với khoản lãi 314,3 tỷ đồng trong Q1.2015.

NT2 cũng đã công bố KQKD Q2.2016, sản lượng điện 6 tháng đầu năm 2016 đạt 2.762 triệu kWh, vượt 15% kế hoạch và chỉ tăng nhẹ 1% so với cùng kỳ 2015. Doanh thu 6T.2016 đạt 2.942 tỷ đồng (-10,5% yoy, bằng 49% kế hoạch). Chúng tôi cho rằng trong Q3 và Q4.2016, sản lượng điện của NT2 sẽ không còn tăng mạnh do El Nino sẽ yếu dần vào cuối năm và cùng lúc hiện tượng La Nina sẽ xảy ra gây mưa lớn và làm tăng mực nước tại các hồ chứa thủy điện.

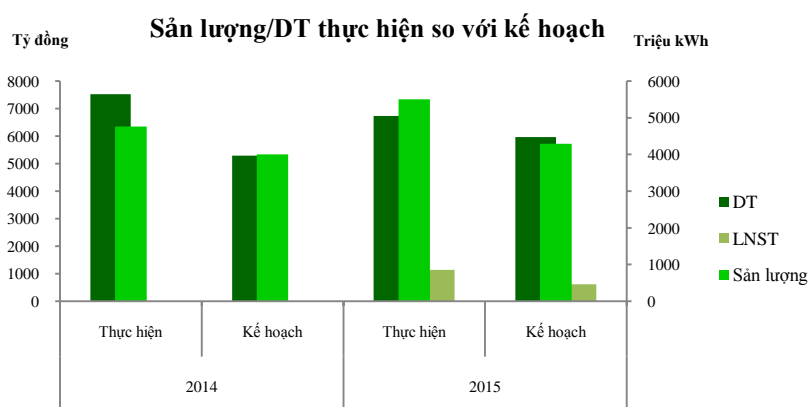
Chỉ tiêu	KQKD 6T.2016 (giá khí 3,48 USD/mmBTU)	KH 6T.2015 (giá khí 5,21 USD/mmBTU)	Tỷ lệ %
Sản lượng điện (triệu kWh)	2.762	2.397	115%
Doanh thu bán điện (tỷ đồng)	2.942	3.288	89.5%
Tổng chi phí sản xuất điện (tỷ đồng)	2.234	2.821	79,2%
LN từ SX điện (tỷ đồng)	708	467	152%

Nguồn: NT2, VCBS



Nguồn: NT2, VCBS

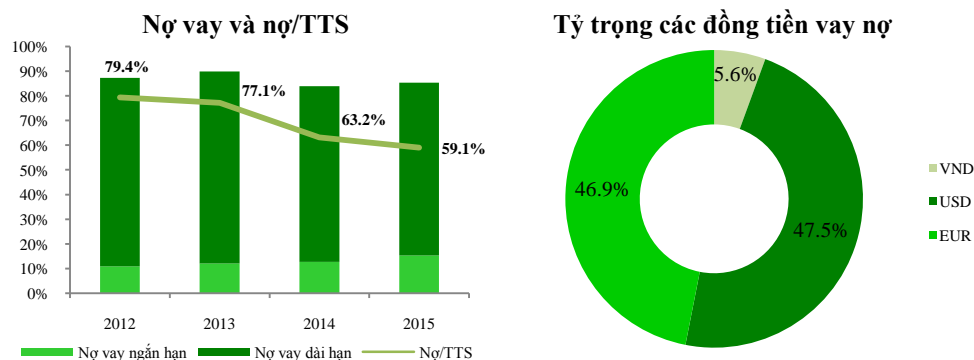
NT2 đặt kế hoạch sản lượng điện năm 2016 đạt 4,45 tỷ kWh (-19,9% yoy). Chúng tôi cho rằng với kế hoạch thấp như vậy, NT2 sẽ dễ dàng cán mốc kế hoạch sớm.



Nguồn: NT2, VCBS

SỨC KHOẺ TÀI CHÍNH

Tổng số dư nợ gốc của hai khoản vay nợ USD và EUR tính đến ngày 31.03.2016 là 123,6 triệu USD và 112,9 triệu EUR. Theo VCB, tại thời điểm cuối Q1.2016, đồng EUR tăng giá 3% so với đồng VND, trong khi đó đồng USD lại giảm 1% so với đồng VND, theo đó công ty đã ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 58,6 tỷ đồng.



Nguồn: NT2, VCBS

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của NT2 tăng khá tốt trong Q1.2016. Hệ số khả năng thanh toán hiện hành và khả năng thanh toán nhanh đều tăng khoảng 13% so với năm 2015, đạt lần lượt 0,29 và 0,27 lần. Hệ số khả năng thanh toán lãi vay tăng mạnh 34% lên 7,47 lần trong Q1.2016. Theo đó, chúng tôi đánh giá NT2 vẫn có khả năng chi trả các khoản nợ của mình nếu như công ty chưa ghi nhận khoản vay cho đầu tư mới nào.

Trong năm 2015, NT2 đã phải chi trả khoảng 1.050 tỷ đồng nợ gốc và 183 tỷ lãi vay. Với tiến độ trả nợ như hiện nay, dư nợ ước tính sẽ giảm khoảng 1.000 tỷ đồng/năm và NT2 sẽ thanh toán hết nợ trong vòng 5 năm, đến năm 2020. Trong năm 2016, ước tính NT2 phải trả khoảng 1.068 tỷ đồng nợ gốc và 157,7 tỷ đồng lãi vay (nếu chưa tính đến yếu tố biến động tỷ giá). Bên cạnh đó, NT2 chưa có kế hoạch đầu tư thêm nhà máy mới ngay trong năm 2016 nên chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ không phát sinh thêm khoản nợ vay đáng kể nào.

Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh của NT2 tăng 18,9% trong Q1.2016 so với Q1.2015, đạt 694,2 tỷ đồng. Nhìn chung tình hình tài chính của công ty trong Q1.2016 khá ổn định, dòng tiền cân đối đảm bảo khả năng thanh toán các khoản vay và nợ dài hạn đến hạn trả.

THÔNG TIN KHÁC

Kế hoạch kinh doanh

Năm 2016, NT2 đặt kế hoạch sẽ phát lên lưới điện quốc gia 4,45 tỷ kWh (-19,9% yoy) với doanh thu đạt 6.003,5 tỷ (-11,7% yoy) và LNST đạt 727,6 tỷ (-36,35 yoy). Cơ sở của kế hoạch trên đến từ:

- (1) NT2 giả định giá dầu bình quân trong năm 2016 là 60 USD/thùng. Theo đó, giá khí bình quân khoảng 6 USD/mmBTU.
- (2) Giá bán bình quân tăng 5,2% lên 1.349 VNĐ/kWh.

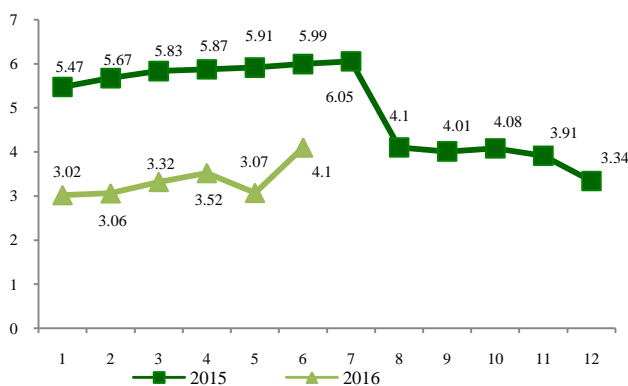
Chúng tôi cho rằng kế hoạch 2016 của NT2 như vậy là có vẻ thấp so với mức thực hiện được của NT2 qua các năm. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện thương phẩm của NT2 sẽ tăng so với năm 2015 và đạt mức cao hơn kế hoạch. Cụ thể như sau:

- **Sản lượng điện thương phẩm của NT2 trong năm 2016 đạt 5.589 triệu kWh (+1,6% mức thực hiện 2015 và +25% so với kế hoạch của NT2).** Lũy kế 6 tháng đầu năm, NT2 đã đạt 2.762 triệu kWh, chỉ tăng nhẹ 1% so với cùng

kỳ năm ngoài. Chúng tôi nhận thấy rằng trong 6 tháng cuối năm, sản lượng điện của NT2 giao động trong khoảng 2.700-2.800 triệu kWh.

- **Giá khí đầu vào năm 2016 trung bình khoảng 4.2 USD/mmBTU (-30.5% so với mức dự báo của công ty).** Giá định này được đưa ra theo biến động giá khí thế giới từ đầu năm đến nay. Chúng tôi cũng được biết rằng GAS sẽ hồi tố giá khí đầu vào cho NT2. Tuy nhiên, theo lãnh đạo NT2, phần chênh lệch giữa giá sản và giá theo thị trường từ 9/1 đến 31/5 sẽ hoàn toàn do EVN chịu, EVN sẽ thanh toán khoản chênh lệch cho GAS nên việc áp dụng giá khí mới không ảnh hưởng đến lợi nhuận của NT2 trong 6 tháng đầu năm.
- **Giá bán bình quân giảm khoảng 5% so với năm 2015, đạt khoảng 1.160 đồng/kWh.**

Giá khí (USD/mmBTU)



Nguồn: NT2, VCBS

- **Doanh thu hoạt động tài chính của NT2 giảm 30,6% so với năm 2015 còn 45,1 tỷ đồng.** Trong khi đó, chi phí tài chính giảm nhẹ 1,1% xuống còn 355 tỷ đồng. Những giả định chính bao gồm:
 - Chi phí lãi vay giảm 13,4% xuống còn 158,4 tỷ đồng. Như đã trình bày ở trên, mỗi năm dư nợ gốc của NT2 sẽ giảm khoảng 1.000 tỷ đồng và gần 200 tỷ đồng lãi vay. Do đó chúng tôi ước tính tổng dư nợ gốc trong năm 2016 còn khoảng 4.924 tỷ đồng.
 - Lỗ chênh lệch tỷ giá tăng so với năm 2015. Theo VCB, tính đến thời điểm 30.06.2016, EUR đã tăng 0.25% so với VND, ngược lại, USD giảm khoảng 0,9% so với VND. Chúng tôi nhận thấy nhiều yếu tố hiện đang có khả năng tác động tiêu cực lên đồng EUR:
 - (1) Hiện tượng Brexit đã gây tác động lớn đến tỷ giá ERU/USD: EUR trong năm 2015 từng giảm giá rất mạnh so với USD với nguyên nhân chính từ chênh lệch về tăng trưởng và tín hiệu chính sách trái chiều của Mỹ và EU. Do đó trong năm nay, khi Anh rời khỏi EU, kịch bản có thể sẽ lặp lại khi triển vọng tăng trưởng của EU trở nên tiêu cực trong khi Mỹ dù có thể chịu ảnh hưởng nhưng sẽ không lớn và trực tiếp như ở EU. Bên cạnh đó, Anh rời khỏi EU có thể gây nên “hiệu ứng dây chuyền”, mặc dù khả năng này ít xảy ra khi những nước ở vùng lõi của EU và Pháp, Đức vẫn kiên định lập trường nhất thể hóa và hội nhập EU mạnh mẽ hơn, nhưng điều này còn phụ thuộc vào cuộc trưng cầu dân ý ở Đức và Pháp vào năm 2017 và tạo cơ hội cho phong trào cánh hữu bài EU diễn ra mạnh mẽ.

- (2) Cuộc khủng hoảng nhập cư ở châu Âu, tăng trưởng kinh tế suy yếu của các nước thành viên và tình trạng bất ổn chính trị cũng như đe dọa khủng bố ở nhiều nước.

Do đó, chúng tôi dự đoán rằng ECB sẽ thực hiện giảm tỷ lệ lãi suất hơn nữa và thực hiện nhiều chương trình mang tính hỗ trợ. Những biện pháp này sẽ gây sức ép hơn nữa lên đồng EUR và khả năng đồng tiền này đứng ngang bằng đồng bạc xanh là có thể xảy ra. Vì những lý do đó, chúng tôi cho rằng rủi ro tỷ giá đối với khoản vay EUR của NT2 là không đáng kể trong năm 2016..

Đối với tỷ giá USD/VND, với tình hình như hiện nay, FED có thể trì hoãn hoặc thậm chí không tăng lãi suất. EUR mất giá đồng nghĩa với đồng USD mạnh lên tương đối so với các ngoại tệ mạnh khác. Với diễn biến tỷ giá khó dự đoán và dựa trên các phân tích của chúng tôi về triển vọng EUR và USD như ở trên, chúng tôi dự đoán USD sẽ tăng giá khoảng 3% so với VND và EUR sẽ trượt giá khoảng 1% so với VND. Với ước tính dư nợ gốc vào cuối năm 2016 là 101,1 triệu EUR và 92,4 triệu USD, chúng tôi ước tính NT2 sẽ chịu lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 82 tỷ VND.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp chúng tôi cho tăng nhẹ lên mức 3% trên doanh thu so với năm 2015.

Theo đó, cho năm 2016, VCBS dự báo doanh thu của NT2 sẽ đạt khoảng 6.691,5 tỷ đồng (-0,6% yoy), LNST đạt khoảng 1.424,7 tỷ đồng (+24,8% yoy).

Về dự án nhà máy điện Nhơn Trạch 2 mở rộng (NT3) và NT4 quy mô 750-800 MW:

Vào ngày 24.06.2016, NT2 đã trình quy hoạch điều chỉnh TTĐL Nhơn Trạch. Dự kiến tháng 7.2016, PVN sẽ có báo cáo bổ sung gửi thủ tướng chính phủ/Bộ công thương. Dự án NT3 dự kiến có tổng mức đầu tư khoảng 738 triệu USD và NT4 là 777 triệu USD (tính theo tỷ giá VCB ngày 15.06.2016: 1USD= 22.345 đồng). Tiến độ 2 dự án như sau: NT3: 2021-2022, NT4: 2026. Dự án NT3 và NT4 được đồng bộ với dự án LNG Thị Vải cùng với các cơ chế đặc trưng phù hợp. Trong tương lai, hai dự án này được đánh giá khá tiềm năng vì được xây dựng trên quỹ đất sẵn có, cơ sở hạ tầng hiện hữu, thuận lợi, đường ống dẫn khí, hệ thống truyền tải tốt. Theo ước tính, hằng năm nhà máy NT3 sẽ đóng góp cho lưới điện quốc gia sản lượng điện khoảng 5 tỷ kWh và tiêu thụ khoảng 840 triệu m³ khí. Tuy nhiên, theo chúng tôi đánh giá, nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn hiện đã bắt đầu sụt giảm, và khả năng có thể sẽ không đáp ứng đủ khí cho nhà máy điện khí vòng đời 25 năm. Theo chia sẻ từ phía công ty, NT2 có thể nhập khẩu khí. Tuy nhiên, khả năng này chỉ được thực hiện khi dự án LNG Thị Vải đi vào hoạt động.

Đối với dự án “Sản xuất thương mại CO2 lỏng từ khí thải nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch”. Vốn đầu tư dự án này dự kiến vào khoảng 80-100 tỷ đồng, đồng thời có khả năng tạo ra 70-80 tỷ doanh thu mỗi năm. Ngày 05/05/2016, NT2 và Công ty cổ phần Thiết kế Công nghiệp Hóa chất (CECO) đã ký kết Hợp đồng Tư vấn lập báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) dự án thu hồi và sản xuất CO2 lỏng thương mại từ khí thải Nhà máy điện Nhơn Trạch 2. Theo đó, CECO sẽ thực hiện tất cả các bước từ khảo sát, thu thập số liệu, tính toán, phân tích lựa chọn công nghệ phù hợp, lập thuyết minh, lập thiết kế cơ sở, xác định tổng mức đầu tư và tính toán hiệu quả kinh tế dự án và sẽ trình NT2 toàn bộ hồ sơ FS dự án sau 3 tháng thực hiện. Hiện nay Việt Nam vẫn phải nhập khẩu CO2 từ Trung Quốc với chi phí cao. CO2 lỏng có thể được thu hồi từ khí thải trong một số công trình hóa chất (nhà máy đạm, đường, ethanol) nhưng cho đến nay chưa có đơn vị phát điện năng nào thực hiện. Khí thải từ nhà máy nhiệt điện như NT2 thuận lợi cho việc trích xuất CO2 do (1) hàm lượng CO2 cao 5% và (2) không bị lẫn nhiều tạp chất như khí thải từ điện than. Ngoài ra, dự án được kỳ vọng sẽ giúp NT2 hưởng các loại thuế ưu đãi về môi trường.

Về khả năng sử dụng công nghệ phun sương nhằm tăng công suất nhà máy thêm 40 MW tương đương với 5,3% công suất hiện tại là 750 MW nhờ tiết kiệm chi phí để tăng sản lượng điện từ tuabin khí. Dự án được kỳ vọng sẽ nâng công suất nhà máy với chi phí đầu tư thấp vào khoảng \$400 nghìn/MW (tỷ suất đầu tư xây dựng nhà máy mới vào khoảng \$1 triệu/MW). Dự kiến công suất mới này sẽ đi vào hoạt động từ đầu năm 2017.

Khi thị trường bán buôn điện đi vào vận hành vào năm 2019, NT2 có thể hưởng lợi khi ký được một số PPA với các khách hàng:

- Các tổng công ty/công ty điện lực của EVN (theo PPA đã ký với EVN).
- Trực tiếp bán điện năng cho các hộ tiêu thụ lớn, chu công nghiệp, đặc biệt là nhà đầu tư nước ngoài (theo PPA đàm phán riêng).
- Khu công nghệ cao Sam Sung, khu công nghiệp NT5 Hyosung (250MW vào 2020), sân bay quốc tế Long Thành.
- Chào bán và chào mua hợp đồng trên sàn giao dịch.

NT2 cũng lên kế hoạch chi trả cổ tức tỷ lệ 20% cho năm 2016. Đối với phần cổ tức 26% của năm 2015. NT2 đã tạm ứng cổ tức tiền mặt là 1.300 đồng vào Q4 năm ngoái và phần cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 100:4 vào tháng 04.2016 với số lượng cổ phiếu phát hành là 10.956.186 cổ phiếu

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Trong ngắn hạn, chúng tôi nhận thấy yếu tố chính hỗ trợ cho NT2 chính là diễn biến tỷ giá EUR sau khi Anh quyết định rời khỏi liên minh Châu Âu.

Triển vọng dài hạn sẽ đến khi các dự án nhà máy NT3, NT4 đi vào hoạt động. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng từ đây đến cuối năm 2016, sản lượng điện sẽ không tăng bất ngờ, đồng thời doanh thu cũng sẽ không có sự gia tăng đột biến vì những lý do sau:

- (1) Mùa mưa đã đến sẽ khiến mực nước hồ chứa của các nhà máy thủy điện tăng cao. Do đó, các nhà máy thủy điện sau một thời gian hoạt động không hiệu quả do đợt El Nino sẽ bắt đầu nâng công suất. Với áp lực chi phí đầu vào thấp hơn, các nhà máy thủy điện sẽ có lợi thế hơn so với NT2.
- (2) Hiện tại NT2 đã đạt đến 90% công suất tối ưu nên sẽ khó có khả năng gia tăng sản lượng nhiều.
- (3) Rủi ro tỷ giá USD cũng là một yếu tố ảnh hưởng đáng kể đến KQKD của NT2. Với diễn biến tỷ giá như hiện nay, chúng tôi dự đoán rằng đồng USD sẽ tăng giá khoảng 3%. Tuy nhiên, yếu tố tích cực có thể đến từ EUR khi những tác động tiêu cực gây sức ép đến đồng tiền này là không ít như đã phân tích ở trên.

Cho năm 2016, VCBS dự báo doanh thu của NT2 sẽ đạt khoảng 6.691 tỷ đồng (-0,6% yoy), LNST đạt khoảng 1.424,7 tỷ đồng (+24,8% yoy). Theo đó, EPS forward 2016 của NT2 sẽ đạt khoảng 5.128 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** NT2 cho mục tiêu đầu tư dài hạn.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

Chuyên viên Phân tích

ttttrang_hcm@vcbs.com.vn