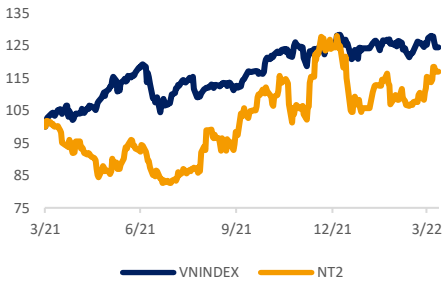
Khuyến nghị	**MUA**	**CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HOSE: NT2) TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC NỬA CUỐI NĂM 2022**			
Giá hiện tại:	23,000	Ngày viết báo cáo:	12/04/2022	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu:	27,100	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	287.9	POW	59.4%
Tỷ suất cổ tức	15%	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	6,650	CFTD	8.3%
Tiềm năng tăng giá	**18.0%**	TK TB 30 phiên (tỷ VNĐ)	18.9	Samarang UCITS	5.0%
		Sỡ hữu nước ngoài	13.6%	Apollo Asia Fund	3.3%

Chuyên viên phân tích:
Tô Quang Vinh
(Tiện ích)
vinhtq1@bsc.com.vn

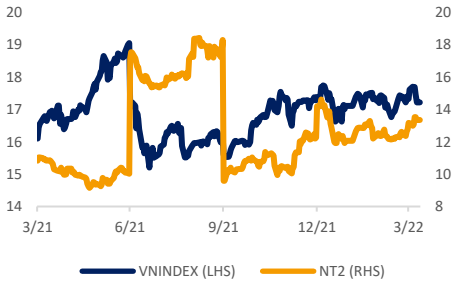
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Phạm Thanh Thảo
thaopt1@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị:	26,400	VNĐ
Giá cắt lỗ:	23,000	VNĐ

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- BSC khuyến nghị **MUA** cổ phiếu NT2 với **giá mục tiêu 27,100 VNĐ/CP** cho năm 2022 (tương đương upside 18.0% so với giá ngày 12/04/2022) dựa trên phương pháp EV/EBITDA mục tiêu = 6.0x.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST trong năm 2022 của NT2 lần lượt đạt mức **7,495 tỷ VNĐ (+22% yoy)** và **731 tỷ VNĐ (+37% yoy),** EPS FW 2022 = **2,539 VNĐ/CP** với giả định: (1) Sản lượng điện sản xuất năm 2022 đạt 3.52 tỷ kWh (+10% yoy) nhờ sự phục hồi trong 2H2022 khi La Nina kết thúc; (2) Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2022 đạt **9.1 USD/MMBTU (+16% yoy)** và (3) **Chi phí tài chính -69% yoy** do không phải trả các khoản chi phí liên quan đến các khoản vay ngoại tệ.

Quan điểm đầu tư

- Kỳ vọng phục hồi về KQKD của NT2 khi sản lượng điện hồi phục kể từ 2H2022.
- Dòng tiền ổn định từ năm 2022 giúp NT2 trả cổ tức ở mức cao hàng năm.

Rủi ro đầu tư

- Sản lượng mảng nhiệt điện khí có thể tiếp tục chịu sự cạnh tranh từ mảng điện tái tạo.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong năm 2021, NT2 ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 6,150 tỷ VNĐ (+1% yoy) và 537 tỷ VNĐ (-15% yoy), tương đương với 80% và 115% kế hoạch năm 2021.
- Sản lượng điện sản xuất 2021 đạt 3.2 tỷ kWh (-18% yoy), hoàn thành 69% KH năm, do nguồn nhiệt điện khí toàn hệ thống bị giảm công suất huy động.
- Chi phí lãi vay -47% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 2021. Tính đến cuối 2021, dư nợ vay của DN còn 210 tỷ VNĐ, chủ yếu là vay vốn lưu động.

	2020	2021	2022F	VN-Index
PE (x)	15.1	10.4	7.3	17.4
PB (x)	1.0	1.3	1.2	2.7
PS (x)	1.2	0.9	0.7	4.2
ROE (%)	15%	13%	17%	14.5
ROA (%)	9%	8%	10%	6.3
EV/ EBITDA (x)	3.4	4.3	3.4	22.1

	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu	7,654	6,082	6,150	7,495
Lợi nhuận gộp	974	895	676	875
Lợi nhuận sau thuế	754	625	534	731
EPS	2,540	2,095	1,778	2,539
Tăng trưởng EPS	-3%	-18%	-15%	43%
Nợ/VCSH	45%	18%	5%	12%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 2021

Chỉ tiêu (Tỷ VNĐ)	Q4/2020	Q4/2021	% YoY	2020	2021	% YoY
Doanh thu thuần	**1,331**	**1,635**	**23%**	**6,082**	**6,150**	**1%**
Giá vốn hàng bán	(1,047)	(1,485)	42%	(5,187)	(5,474)	6%
Lợi nhuận gộp	**284**	**150**	**-47%**	**895**	**676**	**-24%**
Biên LNG	21%	9%	-57%	15%	11%	-25%
Doanh thu tài chính	3	4	18%	18	18	1%
Chi phí tài chính	(50)	(4)	-91%	(160)	(52)	-68%
- Chi phí lãi vay	(7)	(4)	-34%	(38)	(20)	-47%
Lãi/(Lỗ) từ LDLK			N/A			N/A
Chi phí SG&A	(21)	(21)	4%	(85)	(83)	-2%
LN thuần từ HĐKD	**217**	**128**	**-41%**	**667**	**559**	**-16%**
Lãi/(Lỗ) khác	0	2	598%	(4)	7	-288%
LNTT	**217**	**130**	**-40%**	**663**	**566**	**-15%**
Chi phí thuế TNDN	(14)	(9)	-40%	(38)	(32)	-16%
LNST	**203**	**121**	**-40%**	**625**	**534**	**-15%**
Lợi ích của CĐTS			N/A			N/A
LNCĐCTM	**203**	**121**	**-40%**	**625**	**534**	**-15%**
EPS				**2,095**	**1,778**	**-15%**

Cập nhật KQKD 2021

NT2 ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt **6,150 tỷ VNĐ (+1% yoy) và 534 tỷ VNĐ (-15% yoy)**, tương đương với 80% và 115% kế hoạch năm 2021.

Sản lượng điện sản xuất 2021 đạt **3.2 tỷ kWh (-18% yoy),** hoàn thành 69% KH năm.

Biên LNG 2021 chỉ đạt khoảng 12%, thấp hơn so với 2020 do:

(i) Giá bán điện PPA của NT2 giảm 37 VNĐ do thay đổi giá profile kể từ năm 2021, khiến chi phí cố định trong giá PPA giảm tương ứng.

(ii) Giá khí nhập bình quân 2021 đạt 7.88 USD/MMBTU (+21% yoy) do có thêm nguồn nhập khí từ Sao Vàng - Đại Nguyệt kể từ đầu năm 2021.

Chi phí lãi vay -47% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 2021. Tính đến cuối 2021, dư nợ vay của DN còn 210 tỷ VNĐ, chủ yếu là vay vốn lưu động.

Nguồn: NT2, BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2022

SẢN LƯỢNG ĐIỆN HỒI PHỤC KỂ TỪ 2H2022

Theo EVN, nhu cầu phụ tải dự kiến sẽ tăng khoảng +11.5% yoy, do nhu cầu tiêu thụ điện hồi phục, với các hoạt động sản xuất khả năng gia tăng trong 2022. **Tuy nhiên, sản lượng các nhà máy điện khí được EVN huy động thấp, ước đạt 29.7 tỷ kWh (-14.5% yoy).** Tính cạnh tranh giữa mảng điện khí cùng điện tái tạo tăng cao trong 2021, nhiều khả năng tiếp diễn trong 2022.

Theo dự báo của IRI, hiện tượng La Nina tiếp tục kéo dài đến 1H2022, qua đó giúp thủy điện tiếp tục được ưu tiên huy động trong thời gian tới nhờ giá bán rẻ hơn so các nguồn điện khác, trong đó có nhiệt điện khí. Điều này trực tiếp làm sụt giảm sản lượng điện của mảng nhiệt điện khí nói chung và NT2 nói riêng trong năm 2021 cũng như nửa đầu năm 2022. **BSC cho rằng tình hình sản xuất điện của nhóm nhiệt điện (trong đó có NT2) sẽ có cơ hội phục hồi trong 2H2022 khi La Nina kết thúc.** BSC dự phóng sản lượng điện được huy động của NT2 trong năm 2022 **sẽ tăng khoảng 10% yoy** (với sản lượng 1H2022 ước đạt 1,934 triệu kWh, +1.3% yoy, 2H2022 ước đạt 1,589 kWh, +23.6% yoy) .

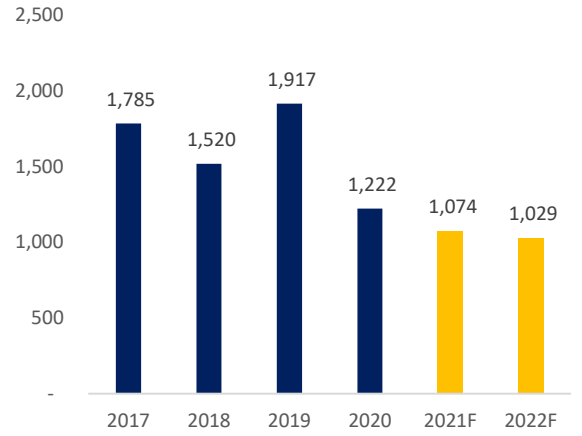
Giá bán điện hợp đồng (PPA) điều chỉnh giảm trong 2021. Chi phí cố định (FC) trong hợp đồng mua bán điện (PPA) của NT2 điều chỉnh giảm xuống còn mức 460 VNĐ/kWh. Điều này tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của NT2, với lợi nhuận 2021 chỉ đạt 534 tỷ VNĐ (-14.6% yoy). Với việc đàm phán xong hợp đồng mua bán điện cùng EVN, ảnh hưởng của việc giảm giá trong 2021, không tiếp diễn trong 2022, giúp triển vọng kinh doanh của NT2 được cải thiện. Đồng thời, phần lãi tỷ giá giai đoạn 2016-2020, chưa ghi nhận tại 2021 là 400 tỷ VNĐ (mặc dù đã đàm phán xong hợp đồng mua bán điện), là cơ sở cho KQKD tích cực hơn tại 2022.

Giá nhập khí cao làm giảm tính cạnh tranh của NT2 trên thị trường CGM. Giá dầu tiếp tục tăng, kéo theo giá khí đầu vào cũng tăng cao trong các tháng đầu 2022 (bình quân đạt mức 9.3 USD/MMBTU tại tháng 2, +31.1% yoy). Giá vật liệu đầu vào tăng, kéo theo chi phí biến đổi cao hơn giá CGM (bình quân 1,566 VNĐ/kWh trong tháng 2), khiến lượng điện bán cạnh tranh khá hạn chế.

DÒNG TIỀN ỔN ĐỊNH TỪ NĂM 2022 GIÚP NT2 TRẢ CỔ TỨC Ở MỨC CAO HÀNG NĂM

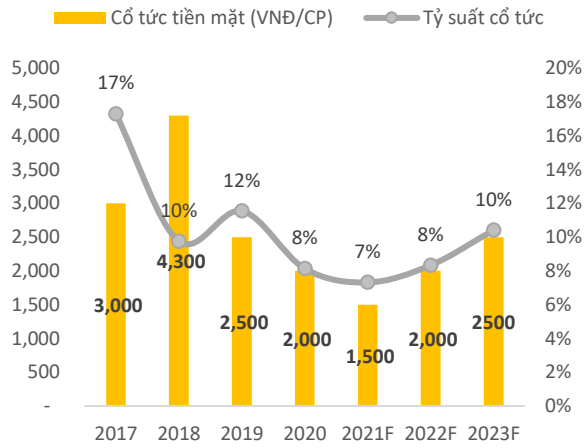
Việc hoàn thành trả nợ vay trong 2021 đem lại dòng tiền ổn định cho NT2. Doanh nghiệp đã hoàn thành trả hết các khoản nợ vay dài hạn. Việc tất toán các khoản vay ngoại tệ sẽ tiết giảm chi phí tài chính, do hàng năm NT2 phải trả các chi phí bảo hiểm khoản vay và bảo lãnh chính phủ khoảng 60 tỷ VNĐ/năm. Nhờ vậy, BSC cho rằng chi phí tài chính của NT2 trong 2022 giảm xuống mức 16 tỷ VNĐ (-68% yoy). Điều này sẽ giúp cho **dòng tiền hoạt động kinh doanh của NT2 duy trì ổn định ở mức trên 1,000 tỷ VNĐ** trong các năm kế tiếp.

Hình 1: Dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) của NT2 duy trì ổn định (tỷ VNĐ)



Nguồn: NT2, BSC Research

Hình 2: Khả năng chi trả cổ tức dự kiến 2021-2023 của NT2



Nguồn: NT2, BSC Research

Dòng tiền HĐKD ổn định giúp NT2 duy trì chi trả cổ tức từ 1,500 – 2,000 VNĐ/CP trong các năm tới. Việc hoàn thành trả nợ vay dài hạn trong năm 2021 giúp cho dòng tiền của NT2 không bị ảnh hưởng bởi KQKD giảm sút trong năm nay, qua đó giúp mức chi trả cổ tức của DN này ở mức 1,500 VNĐ/CP cho năm 2021. Sang năm 2022, chúng tôi cho rằng sự hồi phục của KQKD của NT2 trong các năm tới là tiền đề giúp **doanh nghiệp tăng mức chi trả cổ tức lần lượt lên mức 2,000 VNĐ/CP cho năm 2022 và 2,500 VNĐ/CP vào năm 2023,** tương đương với tỷ suất cổ tức 8% và 10%/năm. Ngoài ra, cổ đông lớn nhất của NT2 là PVPower, hiện đang cần vốn để tài trợ cho các dự án Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 trong các năm 2022-2023, do đó BSC cho rằng động lực để NT2 duy trì mức cổ tức lớn cho các năm tới là rất cao.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2022, BSC dự báo NT2 đạt **DTT = 7,495 tỷ VNĐ (+22% yoy)** và **LNST = 731 tỷ VNĐ (+30% yoy)**, tương đương với **EPS = 2,539 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Sản lượng điện sản xuất năm 2022 đạt 3.52 tỷ kWh (+10% yoy)** nhờ sự phục hồi trong 2H2022 khi La Nina kết thúc.
- Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2021 **= 9.1 USD/MMBTU (+16% yoy)**.
- **Chi phí tài chính = 16 tỷ VNĐ (-68% yoy**), trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay đối với các khoản vay vốn lưu động.

ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NT2 với **giá trị hợp lý năm 2022 là 27,100 VNĐ/cp**, tương đương với **upside 18%** so với giá đóng cửa ngày 12/04/2022 là 23,000 VNĐ/cp. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA với tỷ suất trung bình ngành các doanh nghiệp nhiệt điện là 6.0x, và mức chiết khấu 15%:

Bảng 1: Tổng hợp định giá

ĐƠN VỊ: TRIỆU VNĐ	GIÁ TRỊ
EBITDA 2022F	**1,484,327**
EV/EBITDA mục tiêu	6.0
Giá trị doanh nghiệp	**8,905,960**
(+) Tiền & tương đương tiền	796,450
(-) Vay nợ	534,734
Giá trị VCSH	**9,167,676**
SLCP đang lưu hành (triệu)	288
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)	**31,846**
Chiết khấu	15%
Giá mục tiêu	**27,069**

Nguồn: NT2, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	**7,654**	**6,082**	**6,150**	**7,495**
Giá vốn hàng bán	(6,679)	(5,187)	(5,474)	(6,620)
Lợi nhuận gộp	**974**	**895**	**676**	**875**
Doanh thu tài chính	48	18	18	17
Chi phí tài chính	(168)	(160)	(52)	(16)
Chi phí lãi vay	(88)	(38)	(20)	(16)
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(85)	(83)	(101)	(114)
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-	-	-	-
Lãi/lỗ từ HĐKD	**767**	**667**	**559**	**775**
Lãi/lỗ khác	30	(4)	7	-
Lợi nhuận trước thuế	**797**	**663**	**566**	**775**
Thuế thu nhập DN	(43)	(38)	(32)	(44)
LN sau thuế	**754**	**625**	**534**	**731**
CĐTS	-	-	-	-
LNST - CĐTS	754	625	534	731
EBITDA	1,575	1,395	1,279	1,486
EPS	2,540	2,095	1,778	2,539

	2019	2020	2021	2022F
(Lỗ)/LNST	**754**	**625**	**534**	**731**
Khấu hao và phân bổ	690	693	690	693
Thay đổi vốn lưu động	410	(176)	(191)	(455)
Điều chỉnh khác	63	81	41	60
LCTT từ HĐKD	**1,917**	**1,222**	**1,074**	**1,029**
Tiền chi mua TSCĐ	(5)	(1)	(3)	(1)
Đầu tư khác	(183)	219	11	17
LCTT từ HĐĐT	**(188)**	**218**	**8**	**16**
Tiền chi trả cổ tức	(259)	(719)	(575)	(576)
Tiền thu từ vay ròng	-	-	-	-
Hoạt động khác	(1,085)	(1,111)	(568)	325
LCTT từ HĐTC	**(1,344)**	**(1,830)**	**(1,143)**	**(251)**
Dòng tiền đầu kỳ	65	451	62	1
Tiền trong kì	386	(389)	(61)	795
Dòng tiền cuối kỳ	**451**	**62**	**1**	**796**

CĐKT (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F
Tiền & TĐT	451	62	1	796
Đầu tư ngắn hạn	200	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	1,459	1,489	2,230	2,762
Tồn kho	302	315	311	377
TS ngắn hạn khác	4	20	38	6
TS ngắn hạn	**2,416**	**1,886**	**2,581**	**3,941**
TS hữu hình	11,324	11,325	11,327	11,350
Khấu hao	(6,471)	(7,162)	(7,853)	(8,544)
TS dở dang dài hạn	1	-	1	1
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	270	311	546	647
TS dài hạn	**5,148**	**4,496**	**4,043**	**3,477**
Tổng Tài sản	**7,564**	**6,381**	**6,624**	**7,418**
Nợ phải trả	1,250	1,248	2,122	2,422
Vay ngắn hạn	1,350	775	210	535
Nợ ngắn hạn khác	344	60	59	73
Tổng Nợ ngắn hạn	**2,944**	**2,083**	**2,390**	**3,029**
Vay dài hạn	492	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1	1	-	-
Tổng Nợ dài hạn	**493**	**1**	**-**	**-**
Tổng Nợ	**3,437**	**2,084**	**2,390**	**3,029**
Vốn góp	2,879	2,879	2,879	2,879
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)
LN chưa phân phối	1,111	1,282	1,196	1,351
Vốn chủ khác	137	137	160	160
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	**4,127**	**4,298**	**4,234**	**4,389**
Tổng nguồn vốn	**7,564**	**6,381**	**6,624**	**7,418**
SLCP lưu hành	288	288	288	288

Chỉ số (%)	2019	2020	2021	2022F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	0.8	0.9	1.1	1.3
Hsố TT nhanh	0.7	0.8	0.9	1.2
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	24%	12%	3%	7%
Hsố Nợ/VCSH	45%	18%	5%	12%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	15	22	21	19
Số ngày phải thu	95	88	110	122
Số ngày phải trả	85	88	112	125
CCC	25	22	19	15
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	13%	15%	11%	12%
Lợi nhuận LNST	10%	10%	9%	10%
ROE	19%	15%	13%	17%
ROA	9%	9%	8%	10%
Định Giá				
PE	6.2	15.1	10.4	7.3
PB	0.9	1.0	1.3	1.2
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	0%	-21%	1%	22%
Tăng trưởng EBIT	-5%	-21%	-16%	35%
Tăng trưởng LNTT	-3%	-17%	-15%	37%
Tăng trưởng EPS	-3%	-18%	-15%	43%

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.



BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải,
Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecurities

Bloomberg: RESP BSCV <GO>