

Khuyến nghị		MUA	CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HOSE: NT2) TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC DUY TRÌ		
Giá hiện tại:	24,800		Ngày viết báo cáo:	28/06/2022	Cơ cấu cổ đông
Giá mục tiêu:	28,000		Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	287.9	POW 59.4%
Tỷ suất cổ tức	7%		Vốn hóa (tỷ VNĐ)	7,226	CFTD 8.3%
Tiềm năng tăng giá	13.0%		TK TB 30 phiên (tỷ VNĐ)	79.2	Samarang UCITS 5.0%
			Sở hữu nước ngoài	13.5%	Apollo Asia Fund 3.3%

Chuyên viên phân tích:

Tô Quang Vinh
(Tiện ích)

vinhtq1@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

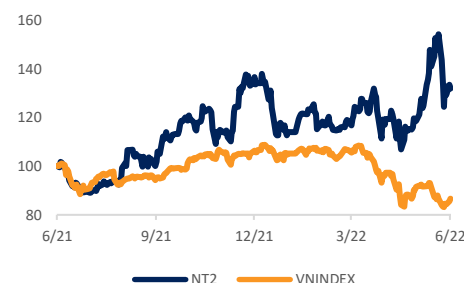
Phạm Thanh Thảo

thaopt1@bsc.com.vn

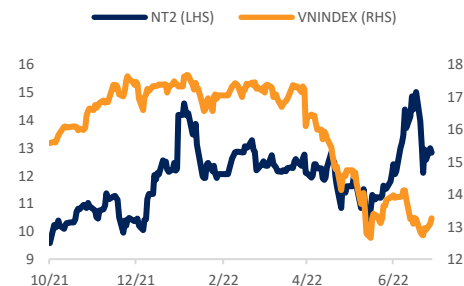
Giá khuyến nghị: 29,000 VNĐ

Giá cắt lỗ: 23,500 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 28,000 VNĐ/CP** cho năm 2022 (tương đương upside 13.0% so với giá ngày 28/06/2022) 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 **8,630 tỷ VNĐ (+40% yoy)** và **594 tỷ VNĐ (+11% yoy)**, EPS FW 2022 = **2,064 VNĐ/CP** với giả định: (1) Sản lượng điện sản xuất năm 2022 đạt 4.60 tỷ kWh (+44% yoy) nhờ sự phục hồi của điện khí từ mức thấp trong 2021; (2) Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2022 đạt **8.2 USD/MMBTU** và (3) **Chi phí tài chính 17 tỷ VNĐ (-66% yoy)**, trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay đối với các khoản vay vốn lưu động.

Quan điểm đầu tư

- Kỳ vọng hồi phục về KQKD của NT2 khi sản lượng điện hồi phục trong 2022 so với mức thấp của năm 2021.
- Giá điện CGM được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tại mức cao (+38.1% yoy 5T/2022)

Rủi ro đầu tư

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

Cập nhật doanh nghiệp

- DTT và LNST của NT2 trong Q1.2022 lần lượt đạt 2,007 tỷ đồng (+22% yoy) và 159 tỷ VNĐ (+39% yoy), nhờ: (1) lượng điện thương phẩm tương đối khả quan đạt mức 994.8 triệu kWh (+4% yoy), cùng (2) giá bán điện tăng cao, bình quân đạt 2,004 VNĐ/kWh (+20% yoy).

	2020	2021	2022F	VN-Index
PE (x)	15.1	10.4	7.3	12.9
PB (x)	1.0	1.3	1.2	2.1
PS (x)	1.2	0.9	0.7	3.5
ROE (%)	15%	13%	17%	18.2
ROA (%)	9%	8%	10%	6.8
EV/ EBITDA (x)	3.4	4.3	3.4	

	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 Q1.2022

Chỉ tiêu (Tỷ VNĐ)	Q1.2021	Q1.2022	% YoY	2021	2022F	% YoY	Cập nhật KQKD Q1.2022
Doanh thu thuần	1,650	2,006	22%	6,150	8,630	40%	NT2 ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 2,007 tỷ VNĐ (+22% yoy) và 860 tỷ VNĐ (-15% yoy). Sản lượng điện sản xuất đạt 995 triệu kWh (+39% yoy). Giá bán điện bình quân đạt 2,004 VNĐ/kWh (+20% yoy) Biên LNG Q1.2022 đạt 9%, cao hơn so với Q1.2021 do: (i) Giá bán điện CGM tăng mạnh (bình quân +38% yoy tại Q1.2022), góp phần giúp giá bán điện bình quân của NT2 tăng cao, mặc dù. (ii) Giá khí nhập bình quân tăng mạnh, ước đạt 9.6 USD/MMBTU (+34% yoy), bình quân T2-3.2022, do giá dầu thế giới tăng mạnh, với bối cảnh xung đột Nga-Ukraina. Chi phí lãi vay -47% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 2021.
Giá vốn hàng bán	(1,502)	(1,821)	21%	(5,474)	(7,866)	44%	
Lợi nhuận gộp	148	185	-25%	676	764	13%	
Biên LNG	9%	9%	3%	11%	9%	-19%	
Doanh thu tài chính	16	2	-90%	18			
Chi phí tài chính	(20)	(2)	-90%	(52)	(17)	-66%	
- Chi phí lãi vay	(4)	(2)	-47%	(20)	(17)	-14%	
Lãi/(Lỗ) từ LDLK							
Chi phí SG&A	(23)	(17)	-27%	(116)	(104)	-10%	
LN thuần từ HĐKD	121	168	38%	559	630	-13%	
Lãi/(Lỗ) khác	0	0	-20%	7			Chi phí lãi vay -47% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 2021.
LNTT	122	168	38%	566	630	11%	
Chi phí thuế TNDN	(7)	(9)	29%	(32)	(36)	11%	
LNST	115	160	39%	534	594	11%	
Lợi ích của CDTS							
LNCĐCTM	115	160	39%	534	594	11%	
EPS				1,778	2,064	-16%	

Nguồn: NT2, BSC Research

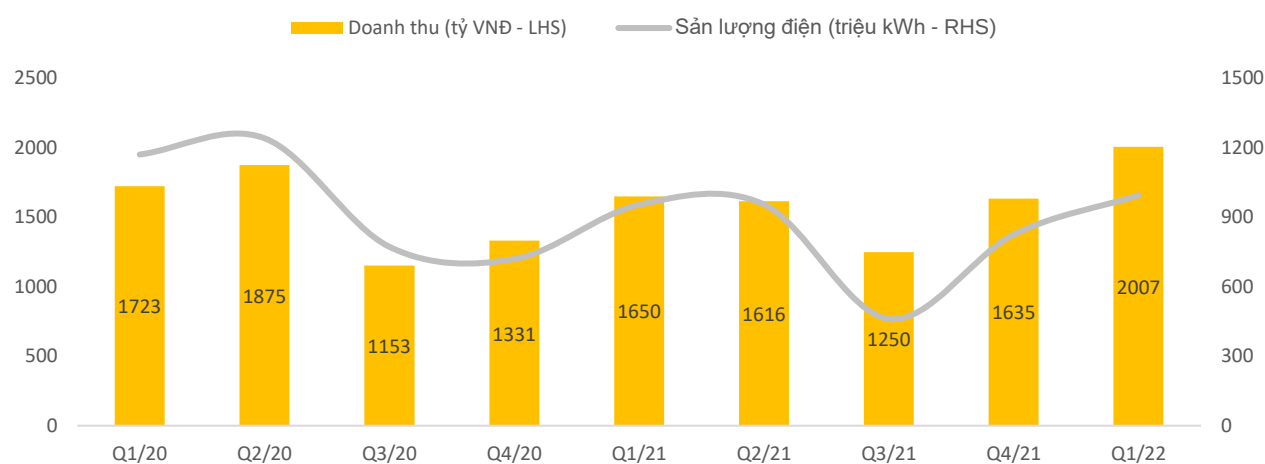
TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2022

GIÁ BÁN ĐIỆN TĂNG CAO GIÚP TRIỂN VỌNG KINH DOANH TÍCH CỰC

Lượng điện khí huy động trong 2022 giảm sút khi điện tái tạo tăng sức cạnh tranh. Tính tới cuối T5.2022, điện khí chỉ chiếm 11.9% sản lượng (vs. 14.8% của điện mặt trời, điện gió), thấp hơn mức 12.7% của 5T.2021 (vs. 11.8%). Lượng điện sản xuất của điện khí tính tới cuối T5.2022 đạt 13.0 tỷ kWh (-2.3% yoy).

Công suất huy động của điện khí cũng chịu tác động phần nào khi thủy điện khả năng vẫn được huy động nhiều trong 2H.2022. Theo NCHMF, La Nina vẫn tiếp diễn tới hết 2022, với xác suất ~60%. Tổng lượng mưa cao hơn trung bình từ 5-25% tại Bắc Bộ, và 15-60% tại Trung và Nam Trung Bộ. Lượng nước lớn là điều kiện giúp thủy điện 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.

Hình 1: Doanh thu và sản lượng điện của nhà máy Nhơn Trạch 2



Nguồn: NT2, BSC Research

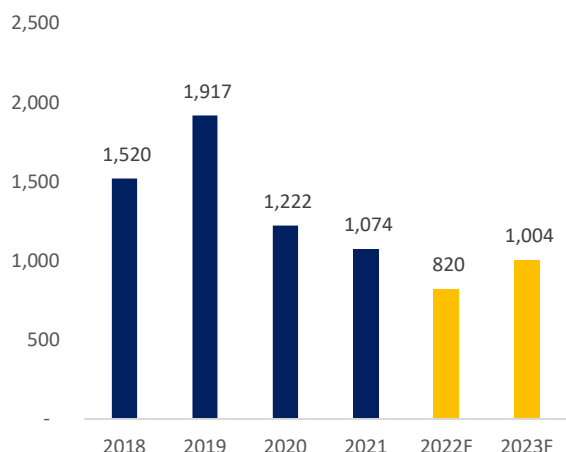
Tuy vậy, giá CGM duy trì tại mức cao là tiền đề giúp điện thương phẩm tăng so cùng dự kiến phân bổ. Bình quân 5T.2022, giá CGM đạt 1,499 VNĐ/kWh (+38.1% yoy). Giá CGM tăng cao giúp lượng điện bán cạnh tranh tiếp tục tích cực, dù giá vật liệu đầu vào tăng mạnh (giá khí đầu vào đạt 10.0 USD/MMBTU, +33.1% yoy trong tháng 2-5.2022).

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, cũng 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 (khả năng ghi nhận 200 tỷ VNĐ), là cơ sở cho KQKD tích cực hơn tại 2022.

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

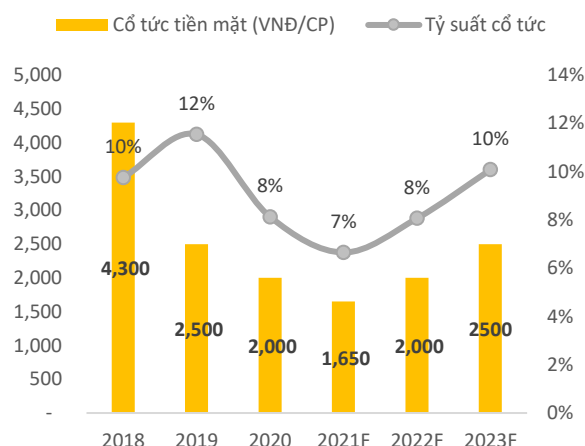
Việc hoàn thành trả nợ vay trong 2021 đem lại dòng tiền ổn định cho NT2. Doanh nghiệp đã hoàn thành trả hết các khoản nợ vay dài hạn. Nhờ vậy, BSC cho rằng chi phí tài chính của NT2 trong 2022 giảm xuống mức 17 tỷ VNĐ (-66.4% yoy). Điều này sẽ giúp cho **dòng tiền hoạt động kinh doanh của NT2 duy trì mức quanh 1,000 tỷ VNĐ** trong giai đoạn tiếp theo.

Hình 2: Dòng tiền hoạt động kinh doanh (CFO) của NT2 duy trì ổn định (tỷ VNĐ)



Nguồn: NT2, BSC Research

Hình 3: Khả năng chi trả cổ tức dự kiến 2021-2023 của NT2



Nguồn: NT2, BSC Research

NT2 chi trả cổ tức 1,650 VNĐ/CP cho 2021. Cùng với đó, NT2 khả năng trả cổ tức 1,500 VNĐ/CP cho năm 2022, và cao hơn (1,800-2,000 VNĐ/CP), nếu hoạt động kinh doanh tích cực. 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 = 8,630 tỷ VNĐ (+22% yoy)** và **LNST = 594 tỷ VNĐ (+11% yoy)**, tương đương với **EPS = 2,064 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Sản lượng điện sản xuất năm 2022 đạt 4.60 tỷ kWh (+44% yoy)** nhờ sự phục hồi của điện khí từ mức thấp trong 2021.
- **Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2021 = 8.2 USD/MMBTU.**
- **Chi phí tài chính = 17 tỷ VNĐ (-66% 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 28,000 VNĐ/cp**, tương đương với **upside 13.0%** so với giá đóng cửa ngày 28/06/2022 là 24,800 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:

Bảng 1: Tổng hợp định giá

ĐƠN VỊ: TRIỆU VNĐ	GIÁ TRỊ
EBITDA 2022F	1,338,014
EV/EBITDA mục tiêu	6.0
Giá trị doanh nghiệp	8,028,086
(+) Tiền & tương đương tiền	651,810
(-) Vay nợ	615,650
Giá trị VCSH	8,064,246
SLCP đang lưu hành (triệu)	288
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)	1,338,014
Giá mục tiêu	28,013

Nguồn: NT2, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VNĐ)									
2019	2020	2021	2022F		2019	2020	2021	2022F	
Doanh thu thuần	7,654	6,082	6,150	8,630	(Lỗ)/LNST	754	625	534	594
Giá vốn hàng bán	(6,679)	(5,187)	(5,474)	(7,866)	Khấu hao và phân bổ	690	693	690	691
Lợi nhuận gộp	974	895	676	764	Thay đổi vốn lưu động	410	(176)	(191)	(518)
Doanh thu tài chính	48	18	18	0	Điều chỉnh khác	63	81	41	53
Chi phí tài chính	(168)	(160)	(52)	(17)	LCTT từ HĐKD	1,917	1,222	1,074	820
Chi phí lãi vay	(88)	(38)	(20)	(17)					
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	Tiền chi mua TSCĐ	(5)	(1)	(3)	(3)
Chi phí QLDN	(85)	(83)	(116)	(104)	Đầu tư khác	(183)	219	11	0
Lợi nhuận từ CTLĐ/LK	-	-	-	-	LCTT từ HĐĐT	(188)	218	8	(2)
Lãi/lỗ từ HĐKD	767	667	559	630					
Lãi/lỗ khác	30	(4)	7	-	Tiền chi trả cổ tức	(259)	(719)	(575)	(576)
Lợi nhuận trước thuế	797	663	566	630	Tiền thu từ vay ròng	-	-	-	-
Thuế thu nhập DN	(43)	(38)	(32)	(36)	Hoạt động khác	(1,085)	(1,111)	(568)	406
LN sau thuế	754	625	534	594	LCTT từ HĐTC	(1,344)	(1,830)	(1,143)	(170)
CĐTS	-	-	-	-					
LNST - CĐTS	754	625	534	594	Dòng tiền đầu kỳ	65	451	62	1
EBITDA	1,575	1,395	1,277	1,340	Tiền trong kì	386	(389)	(61)	650
EPS	2,540	2,095	1,778	2,064	Dòng tiền cuối kỳ	451	62	1	651

CĐKT (Tỷ VNĐ)					Chỉ số (%)				
2019	2020	2021	2022F		2019	2020	2021	2022F	
Tiền & TĐT	451	62	1	651	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	200	0	0	0	Hố TT ngắn hạn	0.8	0.9	1.1	1.2
Phải thu ngắn hạn	1,459	1,489	2,230	3,175	Hố TT nhanh	0.7	0.8	0.9	1.1
Tồn kho	302	315	311	377					
TS ngắn hạn khác	4	20	38	7	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	2,416	1,886	2,581	4,211	Hố Nợ/TTS	24%	12%	3%	8%
TS hữu hình	11,324	11,325	11,327	11,350	Hố Nợ/VCSH	45%	18%	5%	14%
Khấu hao	(6,471)	(7,162)	(7,853)	(8,544)					
TS dở dang dài hạn	1	-	1	1	Năng lực hoạt động				
ĐT dài hạn	-	-	-	-	Số ngày HTK	15	22	21	16
TS dài hạn khác	270	311	546	745	Số ngày phải thu	95	88	110	114
TS dài hạn	5,148	4,496	4,043	3,575	Số ngày phải trả	85	88	112	115
Tổng Tài sản	7,564	6,381	6,624	7,785	CCC	25	22	19	15
Nợ phải trả	1,250	1,248	2,122	2,837					
Vay ngắn hạn	1,350	775	210	616	Tỉ suất lợi nhuận				
Nợ ngắn hạn khác	344	60	59	81	Lợi nhuận gộp	13%	15%	11%	9%
Tổng Nợ ngắn hạn	2,944	2,083	2,390	3,533	Lợi nhuận LNST	10%	10%	9%	7%
Vay dài hạn	492	-	-	-	ROE	19%	15%	13%	14%
Nợ dài hạn khác	1	1	-	-	ROA	9%	9%	8%	8%
Tổng Nợ dài hạn	493	1	-	-					
Tổng Nợ	3,437	2,084	2,390	3,533	Định Giá				
Vốn góp	2,879	2,879	2,879	2,879	PE	6.2	15.1	10.4	9.0
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)	PB	0.9	1.0	1.3	1.3
LN chưa phân phối	1,111	1,282	1,196	1,214					
Vốn chủ khác	137	137	160	160	Tăng trưởng				
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-	Tăng trưởng DTT	0%	-21%	1%	40%
Tổng Vốn chủ sở hữu	4,127	4,298	4,234	4,252	Tăng trưởng EBIT	-5%	-21%	-16%	10%
Tổng nguồn vốn	7,564	6,381	6,624	7,785	Tăng trưởng LNNT	-3%	-17%	-15%	11%
SLCP lưu hành	288	288	288	288	Tăng trưởng EPS	-3%	-18%	-15%	16%

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>

