

Khuyến nghị THEO DÕI CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HOSE: NT2)
KỲ VỌNG PHỤC HỒI KỂ TỪ NĂM 2022

Giá hiện tại:	21,650	Ngày viết báo cáo:	09/09/2021	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu:	24,700	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	287.9	POW	59.4%
Tỷ suất cổ tức	15%	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	6,319	CFTD	8.3%
Tiềm năng tăng giá	14.0%	Thanh khoản TB 10 phiên	326,700	Samarang UCITS	5.0%
		Sở hữu nước ngoài	10.95%	Khác	27.3%

Chuyên viên phân tích:

Phạm Nguyên Long
(Tiện ích, VLXD)

longpn@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

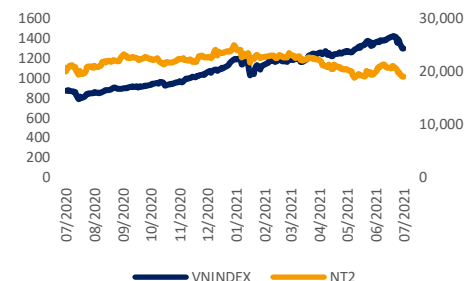
Tô Quang Vinh

vinhtq@bsc.com.vn

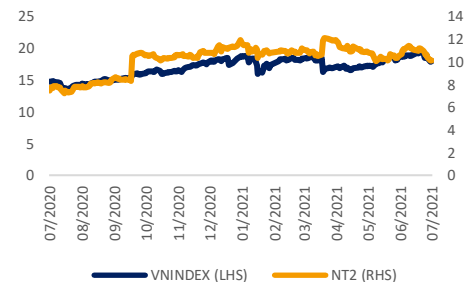
Giá khuyến nghị: 23,500 VNĐ

Giá cắt lỗ: 20,000 VNĐ

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



	2020	2021F	2022F	VN-Index
PE (x)	15.1	16.8	12.8	18.3
PB (x)	1.0	1.3	1.3	2.5
PS (x)	1.2	0.9	0.8	2.0
ROE (%)	15%	7%	10%	13.7
ROA (%)	9%	5%	7%	2.2
EV/ EBITDA (x)	3.4	5.3	4.6	17.3

Định giá

- BSC khuyến nghị **THEO DÕI** cổ phiếu NT2 với **giá mục tiêu 24,700 VNĐ/CP** cho năm 2022 (tương đương upside 14.0% so với giá ngày 09/09/2021) dựa trên phương pháp EV/EBITDA với tỷ suất trung bình ngành là 7.0x.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo DTT và LNST 2021 lần lượt đạt **6,049 tỷ VNĐ (-1% yoy)** và **318 tỷ VNĐ (-49% yoy)**, EPS FW 2021 = **1,104 VNĐ/CP** với giả định: (1) Sản lượng điện sản xuất năm 2021 có thể đạt 3.48 tỷ kWh (-11% yoy) và (2) Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2021 dự báo ở mức **7.5 USD/MMBTU (+20% yoy)**.
- BSC dự báo DTT và LNST 2022 lần lượt đạt **6,490 tỷ VNĐ (+7% yoy)** và **416 tỷ VNĐ (+31% yoy)**, EPS FW 2022 = **1,444 VNĐ/CP** với giả định: (1) Sản lượng điện sản xuất năm 2022 có thể đạt 3.68 tỷ kWh (+6% yoy) nhờ sự phục hồi trong 2H2022 khi La Nina kết thúc; (2) Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2022 có thể đạt **7.6 USD/MMBTU (+2% yoy)** và (3) **Chi phí tài chính -81% 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

- Rủi ro gián đoạn hoạt động do ảnh hưởng của dịch bệnh tại khu vực phía Nam.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong 1H2021, NT2 ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 3,265 tỷ VNĐ (-9% yoy) và 139 tỷ VNĐ (-67% yoy), tương đương với 42% và 30% kế hoạch năm 2021.
- Sản lượng điện sản xuất 1H2021 đạt 1.9 tỷ kWh (-21% yoy), hoàn thành 41% KH năm, do nguồn nhiệt điện khí toàn hệ thống bị giảm công suất huy động.
- Chi phí lãi vay -62% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 1H2021. Tính đến cuối Q2/2021, dư nợ vay của DN còn 639 tỷ VNĐ, chủ yếu là vay vốn lưu động.

	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu	7,654	6,082	6,049	6,490
Lợi nhuận gộp	974	895	484	530
Lợi nhuận sau thuế	754	625	318	416
EPS	2,540	2,095	1,104	1,444
Tăng trưởng EPS	-3%	-18%	-47%	31%
Nợ/VCSH	45%	18%	13%	12%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 1H2021

Chỉ tiêu (Tỷ VNĐ)	Q2/2020	Q2/2021	% YoY	1H2020	1H2021	% YoY	Cập nhật KQKD 1H2021
Doanh thu thuần	1,875	1,616	-14%	3,599	3,265	-9%	KQKD 1H2021: NT2 ghi nhận DTT và LNST lần lượt đạt 3,265 tỷ VNĐ (-9% yoy) và 139 tỷ VNĐ (-67% yoy) , tương đương với 42% và 30% kế hoạch năm 2021. Sản lượng điện sản xuất 1H2021 đạt 1.9 tỷ kWh (-21% yoy) , hoàn thành 41% KH năm. Biên LNG 1H2021 chỉ đạt khoảng 7% , thấp hơn so với 1H2020 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 1H2021 đạt 7.42 USD/MMBTU (+21% yoy) do có thêm nguồn nhập khí từ Sao Vàng - Đại Nguyệt kể từ đầu năm 2021 (giá thành khoảng 7.9 USD/MMBTU). Chi phí lãi vay -62% yoy do NT2 đã hoàn thành trả hết nợ vay dài hạn có gốc ngoại tệ trong 1H2021. Tính đến cuối Q2/2021, dư nợ vay của DN còn 639 tỷ VNĐ, chủ yếu là vay vốn lưu động.
Giá vốn hàng bán	(1,577)	(1,543)	-2%	(3,056)	(3,044)	0%	
Lợi nhuận gộp	298	73	-76%	543	221	-59%	
Biên LNG	16%	5%		15%	7%		
Doanh thu tài chính	10	4	-65%	15	6	-59%	
Chi phí tài chính	(26)	(35)	31%	(66)	(41)	-38%	
- Chi phí lãi vay	(12)	(5)	-54%	(25)	(9)	-62%	
Lãi/(Lỗ) từ LDLK	-	-	N/A	-	-	N/A	
Chi phí SG&A	(20)	(21)	1%	(37)	(43)	18%	
LN thuần từ HĐKD	262	22	-92%	455	143	-69%	
Lãi/(Lỗ) khác	0.1	5.3	4196%	(4.2)	5.5	233%	
LNTT	262	27	-90%	451	148	-67%	
Chi phí thuế TNDN	(13)	(2)	-83%	(23)	(9)	-61%	
LNST	249	25	-90%	428	139	-67%	
Lợi ích của CĐTS	-	-	N/A	-	-	N/A	
LNCĐCTM	249	25	-90%	428	139	-67%	
EPS	845	66		1,449	446		

Nguồn: NT2, BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH NĂM 2021-2022

Sản lượng điện hồi phục kể từ 2H2022

Theo dự báo của đại học Columbia, 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.

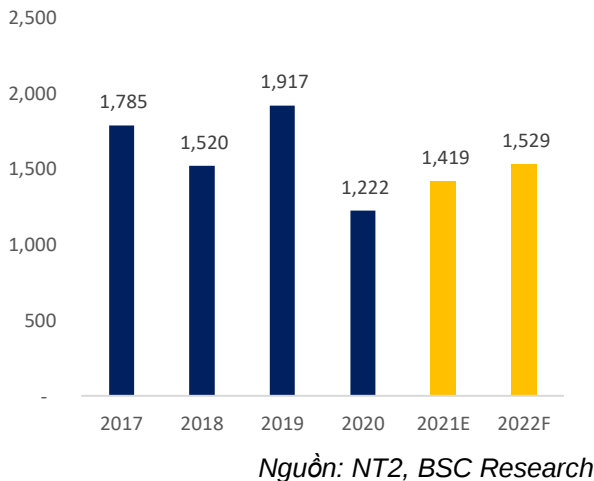
Về sản lượng sản xuất của NT2, BSC dự phóng sản lượng điện được huy động của DN trong năm 2021 **sẽ giảm khoảng 11% so với năm 2020** do ảnh hưởng của hiện tượng La Nina, tương ứng với sản lượng khoảng 3.48 tỷ kWh. Đối với năm 2022, chúng tôi cho rằng sản lượng điện **có thể đạt mức 3.68 tỷ kWh (+6% yoy)**.

Giá bán điện hợp đồng (PPA) điều chỉnh giảm 37 VNĐ/kWh. Chi phí cố định (FC) trong hợp đồng mua bán điện (PPA) của NT2 kể từ đầu năm nay đã điều chỉnh giảm 37.6 VNĐ/kWh xuống còn mức 499 VNĐ/kWh. Chúng tôi cho rằng mức điều chỉnh này sẽ trực tiếp làm giảm biên LNG của DN trong năm 2021 xuống mức 8% từ mức 13-15% của giai đoạn các năm 2018-2020.

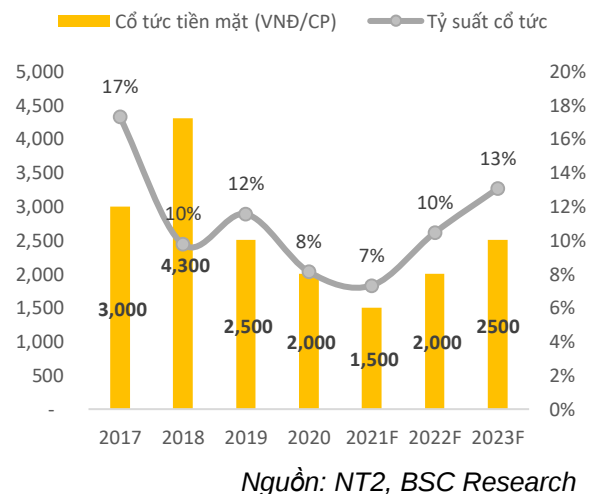
Dòng tiền ổn định từ năm 2022 giúp NT2 trả cổ tức ở mức cao hàng năm

Việc hoàn thành trả nợ vay trong Q2/2021 đem lại dòng tiền ổn định cho NT2. Doanh nghiệp đã hoàn thành trả hết các khoản nợ vay dài hạn vào tháng 6 năm nay. Việc tắt toán các khoản vay ngoại tệ sẽ tiết giảm chi phí tài chính của NT2 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 các năm 2021 và 2022 lần lượt giảm xuống mức 79 tỷ VNĐ (-51% yoy) và 15 tỷ VNĐ (-81% yoy). Điều này sẽ giúp cho **dòng tiền hoạt động kinh doanh của NT2 duy trì ổn định ở mức trên 1,400 tỷ VNĐ** trong các năm kế tiếp.

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



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



Dòng tiền HĐKD ổn định giúp NT2 duy trì chi trả cổ tức từ 2,000 – 2,500 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 trong 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 vào năm 2022 và 2,500 VNĐ/CP vào năm 2023**, tương đương với tỷ suất cổ tức 10% và 13%/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 2021, BSC dự báo NT2 đạt **DTT = 6,049 tỷ VNĐ (-1% yoy)** và **LNST = 318 tỷ VNĐ (-49% yoy)**, tương đương với **EPS = 1,104 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Sản lượng điện sản xuất năm 2021 dự báo đạt mức 3.48 tỷ kWh (-11% yoy)** do không được ưu tiên huy động so với thủy điện và NLTT.
- **Chi phí tài chính có thể đạt 79 tỷ VNĐ (-51% yoy)** do NT2 đã hoàn thành các khoản nợ vay gốc ngoại tệ trong 1H2021.
- **Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2021 dự báo đạt 7.5 USD/MMBTU (+20% yoy)** do bổ sung thêm nguồn khí mới từ mỏ SV-ĐN có chi phí nhập lớn hơn so với các mỏ khác (~7.9 USD/MMBTU).

Năm 2022, BSC dự báo NT2 đạt **DTT = 6,490 tỷ VNĐ (+7% yoy)** và **LNST = 418 tỷ VNĐ (+31% yoy)**, tương đương với **EPS = 1,444 VNĐ/CP** dựa trên các giả định sau:

- **Sản lượng điện sản xuất năm 2022 có thể đạt 3.68 tỷ kWh (+6% yoy)** nhờ sự phục hồi trong 2H2022 khi La Nina kết thúc.
- **Giá nhập khí nhiên liệu trong năm 2021 dự báo đạt mức 7.6 USD/MMBTU (+2% yoy).**
- **Chi phí tài chính có thể đạt 15 tỷ VNĐ (-81% yoy)**, trong đó chủ yếu là chi phí lãi vay đối với các khoản vay vốn lưu động.

ĐỊNH GIÁ

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NT2 với **giá trị hợp lý năm 2022 là 24,700 VNĐ/cp**, tương đương với **upside 14.0%** so với giá đóng cửa ngày 09/09/2021 là 21,650 VNĐ/cp). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá EV/EBITDA với tỷ suất trung bình ngành các doanh nghiệp nhiệt điện trong khu vực là 7.0x.

Bảng 1: Tổng hợp định giá

ĐƠN VỊ: TRIỆU VNĐ	GIÁ TRỊ
EBITDA 2022F	1,050,198
EV/EBITDA mục tiêu	7.0
Giá trị doanh nghiệp	7,351,389
(+) Tiền & tương đương tiền	293,695
(-) Vay nợ	539,418
Giá trị VCSH	7,105,666
SLCP đang lưu hành (triệu)	288
Giá trị hợp lý (VNĐ/CP)	24,683

Nguồn: NT2, BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7,654	6,082	6,049	6,490
Giá vốn hàng bán	(6,679)	(5,187)	(5,565)	(5,960)
Lợi nhuận gộp	974	895	484	530
Chi phí bán hàng	48	18	17	17
Chi phí QLDN	(168)	(160)	(79)	(15)
Lãi/lỗ HĐKD	(88)	(38)	(20)	(15)
Doanh thu tài chính	-	-	-	-
Chi phí tài chính	(85)	(85)	(91)	(97)
Chi phí lãi vay	-	-	-	-
Lợi nhuận từ CTLD/LK	767	667	337	441
Lãi/lỗ khác	30	(4)	-	-
Lợi nhuận trước thuế	797	663	337	441
Thuế thu nhập DN	(43)	(38)	(19)	(25)
LN sau thuế	754	625	318	416
CĐTS	-	-	-	-
LNST - CĐTS	754	625	318	416
EBITDA	1,575	1,395	1,050	1,151
EPS	2,540	2,095	1,104	1,444

CĐKT (Tỷ VNĐ)	2019	2020	2021F	2022F
Tiền & ĐT	451	62	293	545
Đầu tư ngắn hạn	200	0	0	0
Phải thu ngắn hạn	1,459	1,489	1,480	1,584
Tồn kho	302	318	351	419
TS ngắn hạn khác	4	20	19	21
TS ngắn hạn	2,416	1,886	2,144	2,570
TS hữu hình	11,324	11,325	11,348	11,370
Khấu hao	(6,471)	(7,162)	(7,855)	(8,548)
TS dở dang dài hạn	1	-	-	-
ĐT dài hạn	-	-	-	-
TS dài hạn khác	270	311	306	328
TS dài hạn	5,148	4,496	3,819	3,170
Tổng Tài sản	7,564	6,381	5,964	5,739
Nợ phải trả	1,250	1,248	1,176	1,181
Vay ngắn hạn	1,350	775	539	463
Nợ ngắn hạn khác	344	60	64	72
Tổng Nợ ngắn hạn	2,944	2,083	1,780	1,716
Vay dài hạn	492	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1	1	-	-
Tổng Nợ dài hạn	493	1	-	-
Tổng Nợ	3,437	2,084	1,780	1,716
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	1,168	1,008
Vốn chủ khác	137	137	137	137
Cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng Vốn chủ sở hữu	4,127	4,298	4,184	4,024
Tổng nguồn vốn	7,564	6,381	5,964	5,739
SLCP lưu hành	288	288	288	288

	2019	2020	2021F	2022F
(Lỗ)/LNST	754	625	318	416
Khấu hao và phân bổ	690	693	693	693
Thay đổi vốn lưu động	410	(176)	(168)	(263)
Điều chỉnh khác	63	81	39	40
LCTT từ HĐKD	1,917	1,222	882	887
Tiền chi mua TSCĐ	(5)	(1)	(1)	(1)
Đầu tư khác	(183)	219	17	17
LCTT từ HĐĐT	(188)	218	16	16
Tiền chi trả cổ tức	(259)	(719)	(432)	(576)
Tiền thu từ vay ròng	-	-	-	-
Hoạt động khác	(1,085)	(1,111)	(235)	(76)
LCTT từ HĐTC	(1,344)	(1,830)	(667)	(652)
Dòng tiền đầu kỳ	65	451	62	293
Tiền trong kì	386	(389)	232	251
Dòng tiền cuối kỳ	451	62	293	545

Chỉ số (%)	2019	2020	2021F	2022F
Khả năng thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	0.8	0.9	1.2	1.5
Hố TT nhanh	0.7	0.8	1.0	1.3
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	24%	12%	9%	8%
Hố Nợ/VCSH	45%	18%	13%	12%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	15	22	22	24
Số ngày phải thu	95	88	90	86
Số ngày phải trả	85	88	80	72
CCC	25	22	32	38
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	13%	15%	8%	8%
Lợi nhuận LNST	10%	10%	5%	6%
ROE	19%	15%	7%	10%
ROA	9%	9%	5%	7%
Định Giá				
PE	6.2	15.1	16.8	12.8
PB	0.9	1.0	1.3	1.3
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	0%	-21%	-1%	7%
Tăng trưởng EBIT	-5%	-21%	-49%	28%
Tăng trưởng LNTT	-3%	-17%	-49%	31%
Tăng trưởng EPS	-3%	-18%	-47%	31%

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 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, 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>

