

NT2 – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 06/02/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	28.050
KLGD TB 10 ngày	484,466
Vốn hoá (tỷ đồng)	8.075
Số lượng CPLH (triệu CP)	287.876
Giá mục tiêu	27.000
Upside	-3,4%

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Bùi Võ Thế Vinh
bvtvinh@vcbs.com.vn
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

NT2 – TRÍCH LẬP DỰ PHÒNG ẢNH HƯỞNG ĐẾN LỢI NHUẬN

KQKD Q4.2022 thể hiện sự phân hóa với DT tăng và LNST giảm mạnh nhưng KQKD cả năm 2022 vẫn cho thấy mức tăng trưởng khả quan. Kết thúc Q4.2022, NT2 ghi nhận DTT đạt 1.923 tỷ đồng (+17,7% yoy) và LNST chỉ đạt 6 tỷ đồng (-95,2% yoy). Lũy kế năm 2022, DTT đạt 8.786 tỷ đồng (+42,9% yoy, hoàn thành 108,1% KH năm) và LNST đạt 729 tỷ đồng (+36,6% yoy, hoàn thành 156% KH năm), thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi. Trong Q4, sản lượng hợp đồng (Qc) được phân bổ ở mức thấp và giá khí đầu vào tiếp tục duy trì ở mức cao làm giảm biên lợi nhuận gộp. Khoản trích lập dự phòng phải thu khó đòi 240 tỷ đồng liên quan đến doanh thu bán điện với EPTC ảnh hưởng đáng kể đến LNST.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

- Kết quả kinh doanh và dòng tiền cải thiện mạnh mẽ.** LNST và dòng tiền tự do năm 2023 của NT2 sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ khi doanh nghiệp đã thanh toán hết nợ vay dài hạn và sắp hết thời gian khấu hao tài sản cố định.
- Nhu cầu phụ tải ở miền Nam ở mức cao và sự trở lại của El Nino.** Sự tăng trưởng của nền kinh tế thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện tăng cao và miền Nam hiện đang là khu vực có nhu cầu phụ tải cao nhất cả nước, sản lượng của NT2 kỳ vọng sẽ tiếp tục được huy động cao trong năm nay do tình hình thủy văn vẫn dần kém khả quan hơn và sản lượng NLTT chỉ hoạt động tốt vào một số khung giờ nhất định.
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn.** Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của NT2 sẽ dao động quanh mức 25%-30% trong năm nay nhờ vào sự cải thiện của dòng tiền thuần khi doanh nghiệp đã trả hết nợ vay và có hoạt động kinh doanh tương đối ổn định.

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi đánh giá NT2 là một cơ hội đầu tư tốt với mức tỷ suất cổ tức tương đối hấp dẫn. **Chúng tôi dự phóng doanh thu 2023F và 2024F lần lượt đạt 8.648 tỷ đồng (-1,6% yoy) và 9.195 tỷ đồng (+6,3% yoy), LNST năm 2023F và 2024F lần lượt đạt 892 tỷ đồng (+22,3%) và 1.131 tỷ đồng (+26,9% yoy).** EPS 2023F, 2024F dự phóng đạt 3.097 đồng/cp và 3.930 đồng/cp.

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với NT2 với giá mục tiêu là 31.800 đồng/cp trong "Báo cáo ngành điện 1H2023" ngày 23/11/2022. Và giá cổ phiếu NT2 đã tăng 16,9% so với giá tại ngày 23/11/2023 chúng tôi khuyến nghị. Cho năm 2023, chúng tôi điều chỉnh ước tính sản lượng điện do nhà máy thực hiện bảo dưỡng đại tu. Do đó, chúng tôi điều chỉnh hạ khuyến nghị từ MUA về TRUNG LẬP và giảm giá mục tiêu 15,2% xuống còn 27.000 đồng/cp - upside -3,4% so với giá hiện tại ngày 06/02/2023.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (Tỷ đồng)	6.150	8.786	8.648	9.195
+/- yoy (%)	1,1%	42,9%	-1,6%	6,3%
LNST (Tỷ đồng)	534	729	892	1.131
+/- yoy (%)	-14,6%	36,6%	22,3%	26,9%
ROA (%)	8,2%	10,5%	12,5%	15,5%
ROE (%)	12,5%	16,8%	19,7%	23,8%
EPS (Đồng)	1.778	2.457	3.097	3.930

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

Tổng quan về nhà máy

Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 được xây dựng vào năm 2009 và phát điện lần đầu lên lưới điện quốc gia vào năm 2010. Nhà máy có tổng công suất 750 MW, sản lượng trung bình mỗi năm ở mức 5 tỷ kWh tương đương với khoảng 6.000 giờ vận hành/năm. NT2 sử dụng công nghệ tua-bin khí chu trình hỗn hợp (CCGT) thể hệ F với máy móc, thiết bị được cung cấp bởi hãng Siemens (Đức) với cấu hình 2-2-1 (2 tua-bin khí, 2 lò thu hồi nhiệt và 1 tua-bin hơi). Nhà máy của NT2 hiện đang có hiệu suất ở mức 58% và là một trong những nhà máy điện khí có hiệu suất hoạt động cao nhất cả nước. Trong suốt quá trình hoạt động, nhà máy sẽ trải qua các đợt sửa chữa, bảo trì định kỳ theo lịch trình:

2 lần tiểu tu → 1 lần trung tu → 2 lần tiểu tu → 1 lần đại tu

Thời gian tiến hành tiểu tu trung bình khoảng 10 ngày, trung tu khoảng 30 ngày và đại tu khoảng 42 ngày.

Quy trình sản xuất của nhà máy điện

Các nhà máy nhiệt điện khí sử dụng nhiệt năng trực tiếp của khí khô từ đường ống dẫn khí kết hợp với khí nén để tăng áp suất cho luồng hơi để làm quay tua-bin khí và tạo ra điện.

2 công nghệ chính mà các nhà máy thường sử dụng là: tua-bin khí chu trình đơn (OCGT) và tua-bin khí chu trình hỗn hợp (CCGT). Đa số các nhà máy nhiệt điện khí hiện nay đều sử dụng chu trình hỗn hợp để tận dụng được nguồn nhiệt năng dư thừa và giúp tăng hơn 50% sản lượng điện so với chu trình đơn.

Vị trí nhà máy

Nhà máy điện của NT2 được đặt gần khu công nghiệp Ông Kèo (huyện Nhơn Trạch, tỉnh Đồng Nai) và cách trung tâm phụ tải phía Nam (TP.HCM) chưa đến 30km. Khu vực phía Nam luôn là khu vực có tỷ trọng tiêu thụ sản lượng điện thương phẩm cao nhất trong 3 miền (chiếm 47% vào năm 2020) và trong bối cảnh nguồn năng lượng tái tạo không bền vững do phụ thuộc vào tình hình thời tiết và hạ tầng truyền tải, nhà máy điện của NT2 vẫn sẽ được huy động tối đa khi phụ tải tăng cao nhờ vị trí thuận lợi và hiệu suất hoạt động cao.

Chuỗi giá trị

Đầu vào.

Nguyên liệu đầu vào chính là khí tự nhiên. Nguồn khí đầu vào từ bể Nam Côn Sơn thông qua đường ống Phú Mỹ - TP.HCM đến nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn, sau đó, được vận chuyển đến các nhà máy điện của NT2.

NT2 đã ký Hợp đồng mua bán khí dài hạn với PV GAS (Hợp đồng GSA) có thời hạn 25 năm, tương đương với vòng đời dự án với khối lượng khí được cam kết cung cấp hàng năm khoảng 784 triệu m³. PV GAS sẽ đảm bảo đủ lượng khí đầu vào cho NT2 và tìm kiếm, bổ sung thêm các nguồn khí mới trong bối cảnh các mỏ khí đang khai thác hiện đang hết tiềm năng. Trước T7.2015, giá khí Nam Côn Sơn của NT2 được đàm phán riêng và điều chỉnh tăng 3%/năm và cao hơn nhiều so với giá khí của thị trường đã gây bất lợi cho NT2 khi tham gia thị trường điện.

Kể từ 01/04/2014, Chính phủ đã thông báo điều chỉnh giá bán khí đối với các nhà máy nhiệt điện, cụ thể: Từ ngày 01/04/2014, giá khí bán cho sản xuất điện với lượng khí trên mức bao tiêu bằng 70% giá thị trường cộng với chi phí vận chuyển, phân phối và kể từ ngày 01/07/2014, tăng dần cho đến ngày 01/01/2015 sẽ bằng 100% giá thị trường cộng với chi phí vận chuyển, phân phối. **Giá thị trường là mức giá khí miệng giếng được xác định bằng 46% giá dầu FO trung bình tại thị trường Singapore theo tạp chí Platt's + cước vận chuyển nhưng không thấp hơn giá khí miệng giếng.**

Các nhà máy nhiệt điện khí tại khu vực Đông Nam Bộ đều sử dụng khí từ bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn, trong đó nguồn khí Nam Côn Sơn là nguồn khí lớn nhất. Tại nguồn khí ở Đông Nam Bộ, giá khí bán cho sản xuất điện được thực hiện theo 2 cơ chế giá với lượng khí trong mức bao tiêu và lượng khí trên mức bao tiêu. Các nhà máy Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2 đều đang sử dụng toàn bộ lượng khí ngoài bao tiêu.

Đầu ra

T5.2012, NT2 đã ký kết hợp đồng mua bán điện PPA với EVN theo mức giá bán điện tạm tính tại thời điểm đó.

T5.2014, NT2 đã đàm phán thành công hợp đồng mua bán điện PPA chính thức với EVN và cũng đã ghi nhận các khoản hồi tố chênh lệch giữa tiền điện đã được thanh toán và tiền điện chính thức trong giai đoạn kể từ ngày vận hành thương mại (16/10/2011) đến ngày 30/04/2012.

NT2 bắt đầu tham gia thị trường điện cạnh tranh CGM từ T7.2012, doanh thu của NT2 được đóng góp bởi hai thành phần là doanh thu từ hợp đồng mua bán điện PPA (Q_c) và doanh thu từ sản lượng chào bán trên thị trường cạnh tranh (Q_m).

$$\text{Doanh thu} = Q_c * P_c + Q_m * P_m$$

Trong đó:

Q_c : sản lượng phát theo hợp đồng PPA.

P_c : giá bán điện theo hợp đồng PPA.

Q_m : sản lượng phát trên thị trường điện cạnh tranh.

P_m : giá bán điện trên thị trường cạnh tranh.

Giá bán điện theo hợp đồng (P_c) sẽ bao gồm hai thành phần giá cố định (P_{FC}) và thành phần giá biến đổi (P_{VC}).

$$P_c = P_{FC} + P_{VC}$$

Trong đó:

P_{FC} : giá cố định sẽ bao gồm các chi phí cố định như khấu hao, chi phí sửa chữa, bảo dưỡng định kỳ, chi phí nhân công và tỷ suất sinh lợi nội tại (IRR) không vượt quá 12%.

P_{VC} : thành phần sẽ bao gồm các chi phí biến đổi như chi phí nguyên vật liệu đầu vào, chi phí vận chuyển nguyên vật liệu.

Q_m sẽ thay đổi phụ thuộc vào nhu cầu phụ tải, năng lực sản xuất và chiến lược chào giá của doanh nghiệp.

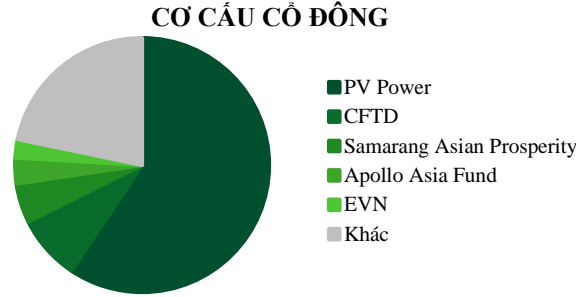
Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh (P_m) sẽ bao gồm: giá điện năng thị trường giao ngay (SMP) và giá công suất thị trường (CAN).

$$P_m = \text{SMP} + \text{CAN}$$

SMP: Giá điện năng thị trường bằng giá chào của dải công suất cuối cùng được xếp lịch để đáp ứng mức phụ tải hệ thống trong lịch tính giá điện năng thị trường.

CAN: Giá công suất thị trường đảm bảo cho nhà máy điện mới tốt nhất thu hồi đủ chi phí phát điện khi tham gia thị trường điện. Giá công suất thường tỷ lệ với phụ tải hệ thống dự báo cho chu kỳ giao dịch.

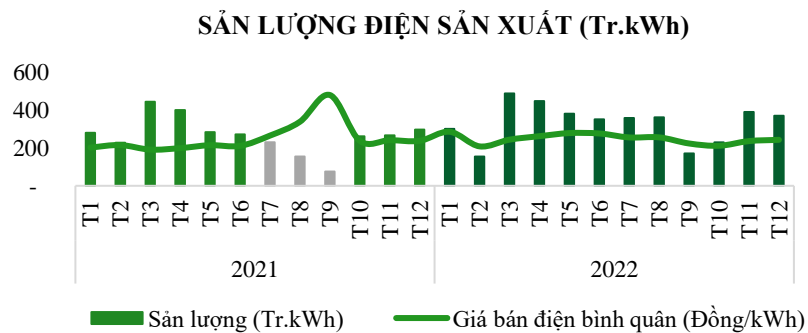
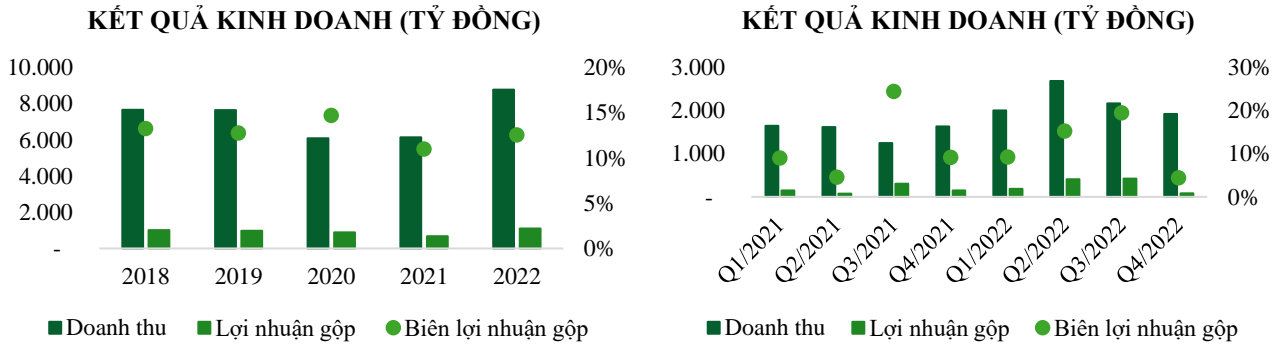
Cơ cấu cổ đông



Nguồn: VCBS tổng hợp

NT2 vẫn đang là doanh nghiệp thuộc sở hữu của nhà nước khi công ty mẹ là Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power) vẫn đang nắm giữ hơn 59% số cổ phần, Công ty TNHH Phát triển Công Nghệ (CFTD) sở hữu 8,3%, quỹ đầu tư Samarang Asian Prosperity nắm giữ 5% tổng số cổ phần, hơn 21% đang được nắm giữ bởi các nhà đầu tư khác.

KẾT QUẢ KINH DOANH



Nguồn: NT2, VCBS tổng hợp

KQKD Q4 của NT2 thể hiện sự phân hóa với DT tăng và LNST giảm mạnh.

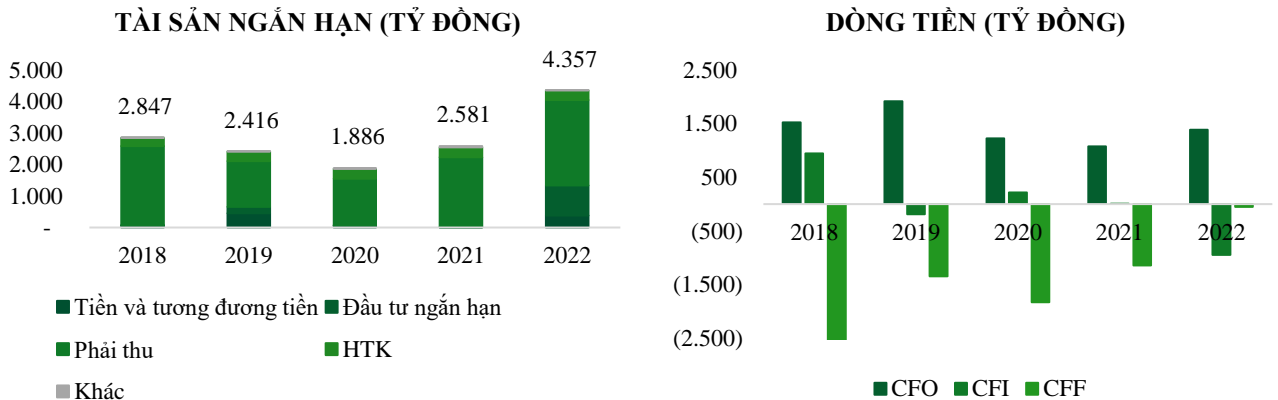
Cụ thể, DTT đạt 1.923 tỷ đồng (+17,7% yoy) và LNST chỉ đạt 6 tỷ đồng (-95,2% yoy). Theo giải trình của NT2, sản lượng hợp đồng (Qc) trong Q4 được phân bổ ở mức thấp và giá khí đầu vào tiếp tục duy trì ở mức nền cao làm giảm biên lợi nhuận gộp. Chi phí bán hàng và QLDN tăng chủ yếu liên quan đến khoản trích lập dự phòng phải thu khó đòi 240 tỷ đồng liên quan đến doanh thu bán điện với EPTC ảnh hưởng đáng kể đến LNST.

KQKD 2022 của NT2 tăng trưởng so với cùng kỳ

Lũy kế năm 2022, DTT đạt 8.786 tỷ đồng (+42,9% yoy, hoàn thành 108,1% KH năm) và LNST đạt 729 tỷ đồng (+36,6% yoy, hoàn thành 156% KH năm), thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi.

- **Sản lượng điện thương phẩm phục hồi mạnh mẽ**, đạt mức 4.065 Tr.kWh (+27,2% yoy) do: (1) Nhu cầu phụ tải thấp do ảnh hưởng từ dịch bệnh trong năm 2021; (2) Trong T9.2021, NT2 tiến hành tiêu tu nhà máy nên sản lượng giảm mạnh.
- **Doanh thu 2022 đạt 8.786 tỷ đồng (+42,9% yoy)** do: (1) Giá khí đầu vào tăng mạnh dẫn đến cả giá vốn và doanh thu bán điện tăng; (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh trung bình trong 11T.2022 đạt 1.519 đồng/kWh (+51,4% yoy) giúp NT2 cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 12,5% so với 11% cùng kỳ. Trong Q4.2022, sản lượng hợp đồng (Qc) của NT2 ở mức thấp và giá thành sản xuất cao hơn nhiều so với giá thị trường CGM do ảnh hưởng từ giá khí đầu vào làm giảm biên lợi nhuận gộp
- **NT2 cũng đã ghi nhận khoảng 310 tỷ đồng doanh thu đền bù khoản chênh lệch tỷ giá** từ việc thanh toán lãi vay đối với các khoản nợ có gốc ngoại tệ. **NT2 trích lập 240 tỷ đồng đối với các khoản phải thu khó đòi liên quan đến doanh thu bán điện** với Công ty Mua bán Điện EPTC (NT2 trích lập lần lượt 187 tỷ đồng và 52 tỷ đồng trong Q3 và Q4). Việc trích lập dự phòng đã làm suy giảm KQKD trong 2 quý cuối năm so với cùng kỳ.
- LNST cả năm đạt 729 tỷ đồng (+36,6% yoy).

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

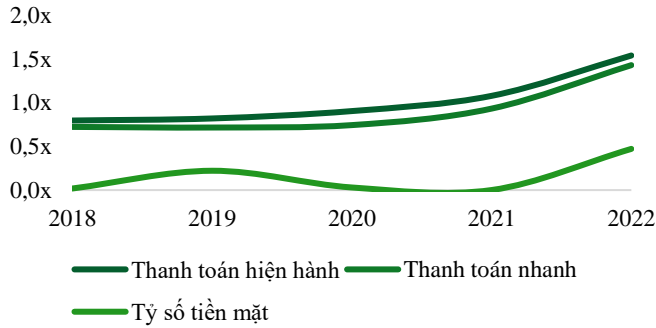


Nguồn: VCBS tổng hợp

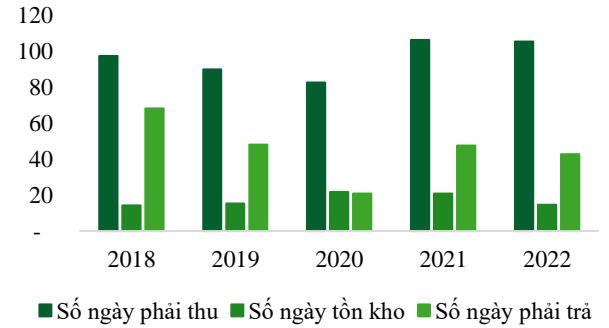
Khoản mục tiền và tương đương tiền, đầu tư ngắn hạn của NT2 đã tăng mạnh trong năm nay do doanh nghiệp đã gần như thanh toán hết nợ vay.

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) luôn duy trì ở mức từ 1.500 đến 2.000 tỷ đồng/năm trong giai đoạn từ năm 2014 đến nay và chỉ suy giảm nhẹ trong giai đoạn 2020-2021 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Dòng tiền từ hoạt động đầu tư của NT2 và các doanh nghiệp nhiệt điện khác nói chung rất thấp trong suốt vòng đời của dự án, các chi phí phát sinh chủ yếu là chi phí bảo dưỡng nhà máy theo định kỳ. NT2 sử dụng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh chủ yếu để chi trả lãi vay và cổ tức trong giai đoạn 2014-2021.

HỆ SỐ THANH TOÁN



CHỈ SỐ HOẠT ĐỘNG



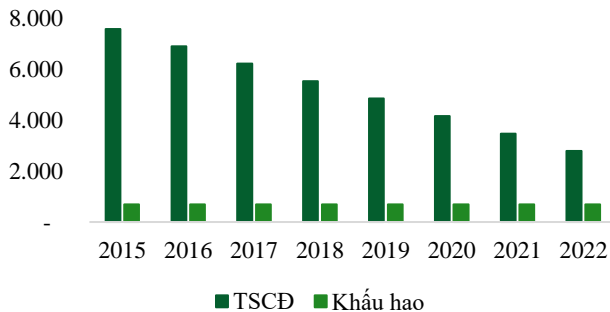
Nguồn: VCBS tổng hợp

Khả năng thanh toán của NT2 vẫn được đảm bảo nhờ tỷ số thanh toán hiện hành cao và tỷ số tiền mặt có nhiều cải thiện trong những năm gần đây. Như đã đề cập ở phần trước, NT2 cũng đang có xu hướng bị chiếm dụng vốn khi thời gian thu hồi các khoản doanh thu bán điện với EPTC có xu hướng tăng trong các năm gần đây.

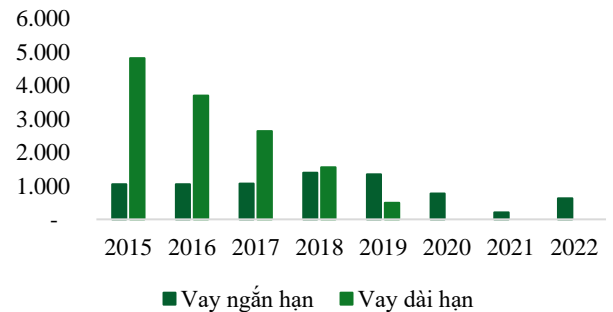
TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Kết quả kinh doanh và dòng tiền cải thiện mạnh mẽ

TÀI SẢN CỐ ĐỊNH (TỶ ĐỒNG)



NỢ VAY (TỶ ĐỒNG)



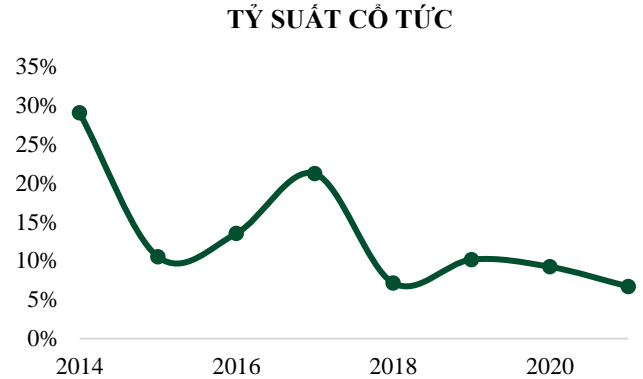
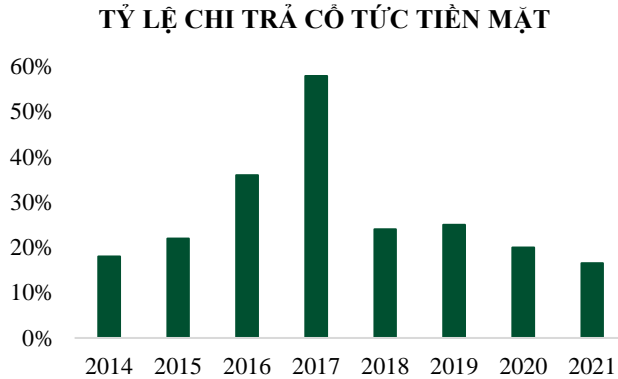
Nguồn: VCBS tổng hợp

Nguyên giá tài sản cố định giảm dần qua các năm do hoạt động kinh doanh của NT2 chỉ đầu tư xây dựng nhà máy điện ban đầu và không phát sinh thêm các khoản đầu tư lớn sau đó. Đến cuối năm 2022, nguyên giá tài sản cố định chỉ còn 2.787 tỷ đồng và khấu hao hàng năm khoảng 690 tỷ đồng. Phần máy móc thiết bị sẽ hết khấu hao vào năm 2025 làm giảm đáng kể chi phí khấu hao, chi phí khấu hao hàng năm từ năm 2025 sẽ chỉ còn khoảng 150 tỷ đồng. Chi phí khấu hao giảm (chiếm từ 10%-13% cơ cấu chi phí sản xuất hàng năm) sẽ góp phần làm giảm giá thành sản xuất theo hợp đồng PPA giúp tăng khả năng cạnh tranh và cải thiện biên lợi nhuận trên thị trường phát điện cạnh tranh của NT2.

NT2 đã hoàn tất thanh toán các khoản nợ có gốc ngoại tệ USD vào đầu năm 2021 và hiện chỉ còn hơn 600 tỷ đồng nợ vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động cho hoạt động sản xuất kinh doanh, do đó chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ dùng phần lớn dòng tiền từ HĐKD để chi trả cổ tức.

Chúng tôi dự phóng dòng tiền thuần từ HĐKD (CFO) sẽ đạt 1.513 tỷ đồng trong năm 2023 và NT2 có thể tăng tỷ lệ chi trả cổ tức trong năm nay.

Tỷ suất cổ tức ở mức hấp dẫn



Nguồn: VCBS ước tính

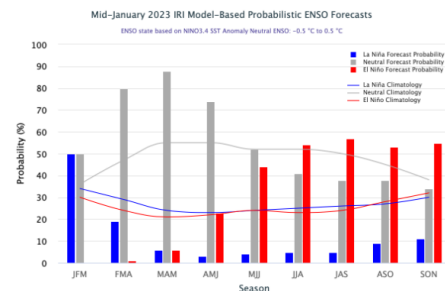
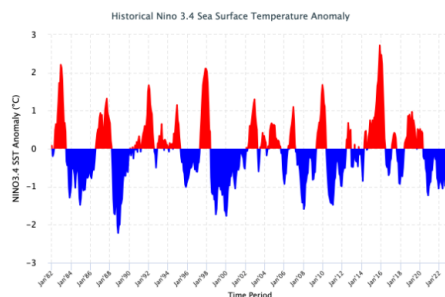
NT2 luôn duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao trong quá khứ, trung bình khoảng 20%/năm, tỷ suất cổ tức trong quá khứ thường duy trì trên mức 7%/năm và có một số năm trên 10%. Tỷ suất cổ tức trong 2020, 2021 lần lượt ở mức 9,2% và 6,7%, nếu so với lãi suất tiết kiệm 12 tháng cùng kỳ của Vietcombank chỉ ở mức 5,8% và 5,6%/năm thì đây là một khoản đầu tư phù hợp cho các nhà đầu tư ưa thích một cổ phiếu phòng thủ, ổn định và mang lại tỷ suất cao.

Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ tăng tỷ lệ chi trả cổ tức lên mức 25%-30% trong năm 2023 khi Công ty mẹ của NT2 – Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) đang đầu tư vào dự án nhà máy nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4, dự án có tổng vốn đầu tư lên đến 1,4 tỷ USD, tương đương khoảng 33 nghìn tỷ đồng, cơ cấu vốn bao gồm 25% vốn chủ sở hữu và 75% vốn vay. Do nhu cầu vốn đầu tư vào dự án lớn và nhà máy Nhơn Trạch 2 không có nhu cầu đầu tư lớn nào khác trong vòng đời còn lại nên NT2 sẽ tăng cường chi trả cổ tức, bổ sung nguồn vốn cho POW thực hiện dự án. Với mức giá đóng cửa tại ngày 03/02/2023 là 27.050 đồng/cổ phiếu, tỷ suất cổ tức kỳ vọng sẽ rơi vào khoảng 9,2%-11,1%, khá hấp dẫn nếu so với mức lãi suất tiết kiệm 12 tháng của các ngân hàng lớn hiện nay. Tính đến ngày 31/12/2022, giá trị tiền ròng của NT2 hiện còn khoảng 703 tỷ đồng có thể sử dụng để chi trả cổ tức cho năm 2023.

Nhu cầu phụ tải tăng cao cùng với tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế

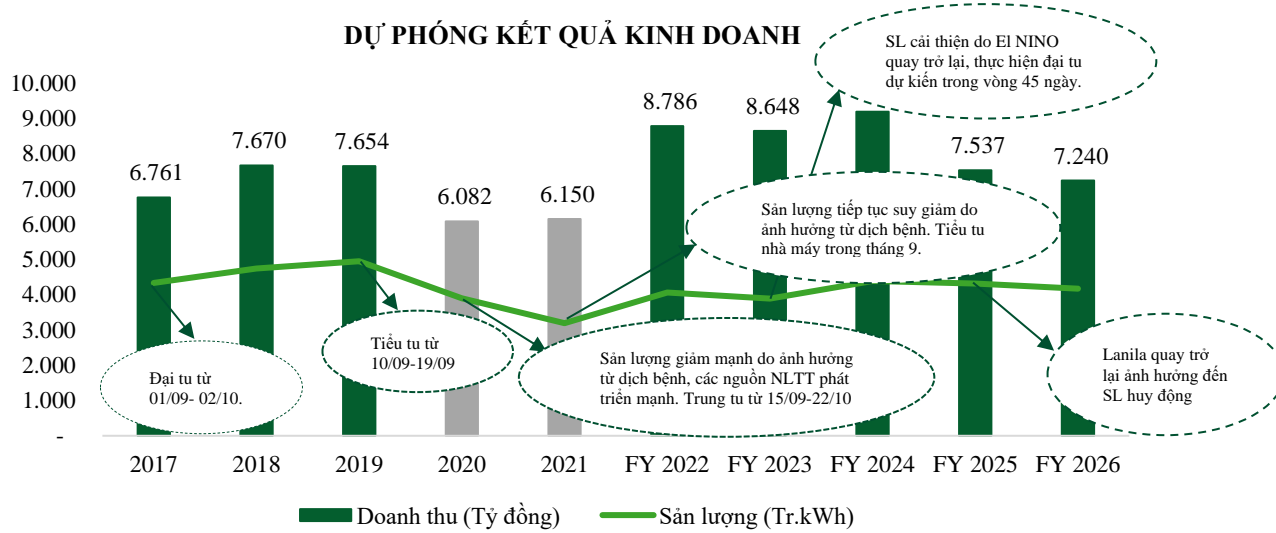
Với nhu cầu dịch chuyển vốn đầu tư vào sản xuất công nghiệp ngày càng cao, nhu cầu phụ tải hoàn toàn có thể tăng trưởng ở mức cao hơn đặc biệt là tại khu vực Đông Nam Bộ. Hiện nay, miền Nam vẫn là khu vực tiêu thụ điện lớn nhất cả nước với hơn 47% sản lượng điện tiêu thụ trong năm 2022, việc các dự án năng lượng tái tạo được phát triển nhanh chóng dẫn chưa hạ tầng truyền tải chưa đồng bộ, gây quá tải và phụ thuộc nhiều vào thời tiết nên là nguồn điện chưa đáng tin cậy. Với vai trò là nhà máy nhiệt điện chạy nền, có thể thay đổi công suất phụ tải trên diện rộng, thời gian khởi động nhanh và vị trí thuận lợi nên sản lượng của NT2 sẽ được ưu tiên huy động khi nhu cầu phụ tải tăng cao trong thời gian tới.

El Nino quay trở lại vào cuối năm



Nguồn: IRI

El Nino nhiều khả năng sẽ xuất hiện vào tháng 5 với xác suất trên 50% và sẽ mạnh dần đến cuối năm, hiện tượng thủy văn sẽ kém khả quan hơn cho các doanh nghiệp thủy điện, do đó các doanh nghiệp nhiệt điện như NT2 sẽ được huy động sản lượng cao hơn trong năm nay.



Nguồn: VCBS dự phóng

Chúng tôi dự phóng sản lượng điện trong năm 2023F và năm 2024F của NT2 lần lượt đạt 3.888 triệu kWh (-4,4% yoy) và 4.392 triệu kWh (+13,0% yoy). Sản lượng suy giảm nhẹ trong năm 2023 do: (1) NT2 sẽ tiến hành đại tu nhà máy định kỳ và mất thời gian khoảng 42 ngày, (2) Sản lượng điện của NT2 có thể sẽ khó quay trở lại giai đoạn trước năm 2020 do sự phát triển mạnh của các nguồn năng lượng tái tạo đặc biệt là năng lượng mặt trời tại khu vực phía Nam.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp **chiết khấu dòng tiền DCF** và **phương pháp so sánh EV/EBITDA** để xác định giá trị hợp lý của NT2.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do

Dự phóng:

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Sản lượng điện thương phẩm (Triệu kWh)	3.888	4.392	4.320	4.176	3.960	4.032
Sản lượng điện phát theo hợp đồng (Triệu kWh)	3.305	3.733	3.672	3.550	3.366	3.427
Giá khí đầu vào bình quân (USD/MMBTU)	8,3313	8,2656	7,1659	7,2173	7,2696	7,3230
Doanh thu (Tỷ đồng)	8.648	9.195	7.537	7.240	7.082	7.393
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	1.027	1.101	895	742	827	974
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,0%</i>	<i>11,9%</i>	<i>10,2%</i>	<i>11,7%</i>	<i>13,2%</i>
Lợi nhuận sau thuế (Tỷ đồng)	892	1.131	737	638	709	844

Giả định chính:

Hệ số alpha Qc hàng năm ở mức 85%.

Giá dầu MFO (cơ sở để xác định giá khí đầu vào cho nhà máy điện của NT2) sẽ đạt mức trung bình 500 USD/tấn trong năm 2023 và 2024 và giảm về mức 400 USD/tấn trong các năm tiếp theo.

Tốc độ tăng trưởng dài hạn $g = 0$, giả định nhà máy sẽ vận hành đến năm 2040.

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng DTT và LNST 2023F giảm lần lượt -6,5%/21,5% so với dự phóng trong báo cáo ngành lần trước do: (1) Sản lượng điện thương phẩm dự phóng giảm nhẹ trong năm nay do nhà máy tiến hành bảo dưỡng; (2) Chúng tôi kỳ vọng khoản dự phòng sẽ được hoàn nhập trong năm 2024 thay vì trong năm nay.

Chi phí sử dụng vốn WACC:

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	4,00%
Beta	0,97
Phần bù rủi ro thị trường	11,04%
Chi phí sử dụng vốn (Re)	14,75%
Chi phí nợ vay (Rd)	4,00%
Tỷ trọng VCSH	91,31%
Tỷ trọng nợ vay	8,69%
WACC	13,81%
Số năm dự phóng	5

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NOPAT	904	1.131	737	638	709	844
Điều chỉnh: Dự phòng và các khoản mục khác	(4)	(243)	5	(1)	0	(0)
Cộng: Khấu hao TSCĐ	703	504	149	149	149	149
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	(78)	(151)	220	(3)	(15)	(84)
CFO	1.525	1.242	1.110	783	843	909
Trừ: Đầu tư vào tài sản cố định	-	-	-	-	-	-
Dòng tiền tự do FCFF	1.525	1.242	1.110	783	843	909
Trừ: Lãi vay*(1-t)	(10)	-	-	-	-	-
Cộng: Vay nợ ròng	(631)	-	-	-	-	-
Dòng tiền tự do FCFE	885	1.242	1.110	783	843	909

Định giá FCFF

	FCFF	FCFE
Tăng trưởng dài hạn	0%	0%
Giá trị dòng tiền tự do tới hạn	6.584	6.166
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do tới hạn	3.062	2.732
Giá trị hiện tại dòng tiền từ 2023-2028	4.425	3.765
Giá trị doanh nghiệp	7.487	6.497
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.333	1.333
Trừ: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	(210)	-
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-	-
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-
Giá trị cổ đông	8.610	7.830
SLCP đang lưu hành	287.876.029	287.876.029
Giá trị mỗi cổ phần (VND)	29.909	27.201
Tỷ trọng	50,0%	50,0%
Giá trị mỗi cổ phần (VND)	28.555	

Phương pháp so sánh

Mã CK	Sàn	P/E (TTM)	P/B (TTM)	EV/EBITDA
BTP	HOSE	10,83x	0,67x	14,04x
PGV	HOSE	9,75x	1,31x	6,52x
NBP	HNX	6,77x	0,62x	3,50x
HND	UPCOM	12,21x	1,10x	5,01x
QTP	UPCOM	8,64x	1,08x	4,38x
Trung bình		9,64x	0,96x	6,69x
Trung vị		9,75x	1,08x	5,01x

Chúng tôi chọn mức **EV/EBITDA 4x** để xác định giá trị hợp lý của NT2.

So sánh EV/EBITDA.

EBITDA forward 2023F: 1.663 tỷ đồng

Giá trị doanh nghiệp = 4 x 1.663 = 6.652 tỷ đồng

Giá trị vốn chủ sở hữu = 6.652 + 703 = 7.356 tỷ đồng

Giá trị cổ phiếu NT2 = 25.555 đồng/cổ phiếu.

Tổng hợp định giá.

Phương pháp	Giá mỗi cổ phần (VND)	Tỷ trọng	Giá trị mỗi cổ phần (VND)
DCF	28.555	50%	14.282
EV/EBITDA	25.555	50%	12.777
Tổng		100%	27.059

Chúng tôi xác định giá trị hợp lý của NT2 ở mức **27.000 đồng/cổ phiếu, upside -3,4%** so với giá đóng cửa ngày 06/02/2023.

ĐÁNH GIÁ

Chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** với NT2 do không còn nhiều tiềm năng tăng giá. Tuy nhiên, NT2 vẫn là cơ hội đầu tư phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro trung bình thấp do doanh nghiệp sắp bước vào giai đoạn trả cổ tức cao nhờ vào dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định và doanh nghiệp đã thanh toán hết nợ vay.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro thời tiết. Diễn biến thủy văn thuận lợi sẽ làm giảm sản lượng huy động của NT2.

Biến động giá NVL đầu vào. Giá khí đầu tăng cao sẽ làm giảm khả năng cạnh tranh của NT2 trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Rủi ro hoàn nhập dự phòng lâu hơn dự kiến. Các khoản dự phòng nợ phải thu khó đòi của NT2 với công ty mua bán điện EPTC phát sinh từ việc EVN chậm thanh toán chi phí vận chuyển khí cho NT2 từ đường ống dẫn khí Phú Mỹ - Thành phố Hồ Chí Minh. NT2 phải chờ thêm hướng dẫn từ chính phủ để có hướng xử lý và hoàn nhập khoản dự phòng trên.

BẢNG CÂN ĐỐI TOÁN (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền và các khoản tương đương tiền	547	1.069	1.459	1.523	1.646	1.835
Các khoản đầu tư ngắn hạn	949	949	949	949	949	949
Các khoản phải thu	2.479	3.105	2.482	2.369	2.347	2.434
Hàng tồn kho	396	403	313	316	305	316
Tài sản ngắn hạn khác	29	31	18	22	21	21
Tài sản ngắn hạn	4.399	5.556	5.221	5.179	5.267	5.555
Tài sản cố định	2.106	1.602	1.453	1.305	1.156	1.007
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	442	470	291	340	323	323
Tài sản dài hạn	2.548	2.072	1.745	1.645	1.479	1.331
TỔNG TÀI SẢN	6.948	7.628	6.966	6.823	6.746	6.886
Các khoản phải trả	925	1.112	792	804	796	809
Vay nợ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
Nợ ngắn hạn khác	1.437	1.578	1.256	1.218	1.196	1.241
Nợ ngắn hạn	2.362	2.690	2.049	2.021	1.991	2.051
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-	-
Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0	0	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	2.363	2.690	2.049	2.021	1.992	2.051
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	2.878	2.878	2.878	2.878	2.878	2.878
Lợi nhuận chưa phân phối	1.707	2.060	2.038	1.924	1.876	1.957
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-	-
VỐN CHỦ SỞ HỮU	4.585	4.938	4.917	4.802	4.754	4.835
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	6.948	7.628	6.966	6.823	6.746	6.886

BÁO CÁO KQKD (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	8.648	9.195	7.537	7.240	7.082	7.393
GVHB	(7.620)	(8.094)	(6.642)	(6.498)	(6.256)	(6.419)
Lợi nhuận gộp	1.027	1.101	895	742	827	974
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(112)	44	(180)	(140)	(153)	(160)
EBIT	915	1.145	715	602	674	814
Doanh thu tài chính	43	54	68	75	78	83
Chi phí tài chính	(13)	-	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	2	4	2	2	2	2
LN liên kết liên doanh	-	-	-	-	-	-
LNTT	948	1.203	784	679	754	899
Chi phí thuế TNDN	(56)	(72)	(48)	(41)	(45)	(54)
LNST	892	1.131	737	638	709	844
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
LNST cổ đông công ty mẹ	892	1.131	737	638	709	844
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	3.097	3.930	2.559	2.216	2.463	2.933

BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (Tỷ đồng)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1.513	1.242	1.110	783	843	909
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	-	-	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(1.350)	(720)	(720)	(720)	(720)	(720)
Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ	162	522	391	64	123	190
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	384	547	1.069	1.459	1.523	1.646
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	547	1.069	1.459	1.523	1.646	1.835
ROE	19,7%	23,8%	14,9%	13,1%	14,8%	17,6%
ROA	12,5%	15,5%	10,1%	9,3%	10,5%	12,4%
D/A	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi
Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu
lhathi@vcbs.com.vn

Bùi Võ Thế Vinh
Chuyên viên Phân tích Nghiên cứu
bvtvinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>