

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HSX: NT2)
ĐÁNH GIÁ

Giá hiện tại	20,600
Giá mục tiêu cũ	27,086
Giá mục tiêu mới	27,800
Upside	+35%

MUA
Quan điểm đầu tư

NT2 là công ty hoạt động tốt, duy trì sản xuất ổn định và thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao (trên 9%)

NT2 sẽ có lợi thế trong thời gian tới do EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể tăng do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn so với tốc độ tăng nhu cầu tiêu thụ điện cùng với điều kiện thủy văn bất lợi với các nhà máy thủy điện

Cập nhật:

NT2 hoàn thành vượt chỉ tiêu kế hoạch sản xuất kinh doanh Quý I.2020

Tính đến hết quý I.2020, tổng sản lượng điện NT2 huy động đạt 1,185 triệu kwh, giảm 4% so với cùng kỳ và hoàn thành 102% kế hoạch đề ra. Theo đó, doanh thu thuần từ bán điện quý I đạt 1,723 tỷ đồng (-9% so với cùng kỳ), đạt 95% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp đạt 14%, cải thiện đáng kể so với cùng kỳ do công ty đã tiết kiệm được suất hao nhiệt, giảm 40% chi phí vận hành cố định và 10% O&M biến đổi so với kế hoạch.

Chúng tôi cũng điều chỉnh dự phóng KQKD do (1) điều chỉnh giảm doanh thu do giá dầu giảm mạnh dẫn đến giá bán điện theo sản lượng Qc thay đổi theo; (2) % Sản lượng điện bán theo hợp đồng (Qc) giảm còn 80%.

Chúng tôi dự phóng doanh thu NT2 năm 2020 đạt 7,045 tỷ đồng (giảm 8% so với 2019), theo đó, lợi nhuận sau thuế của NT2 đạt 628 tỷ đồng (-17% yoy).

Nợ vay dài hạn của NT2 giảm dần, đến hết năm 2021, công ty thanh toán xong nợ dài hạn, nếu tiếp tục duy trì hoạt động ổn định, dòng tiền hoạt động kinh doanh thặng dư mỗi năm hơn 1.400 tỷ đồng.

Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi vẫn giữ nguyên giả thuyết (1) Lượng điện huy động tăng do tình trạng thiếu điện tại Miền Nam sẽ tiếp diễn; (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh dự kiến tăng tuy nhiên lượng Qc bán theo hợp đồng giảm và giá điện theo hợp đồng PPA giảm so với năm ngoái (3) Mỏ khí mới Sao Vàng - Đại Nguyệt sắp đi vào hoạt động khai thác vào tháng 10 năm 2020

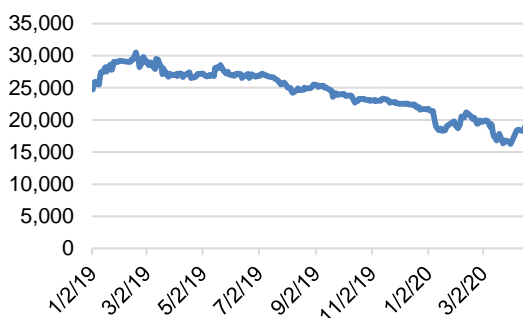
Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E forward và P/B forward để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	29,012
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5,527
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	287,876,029
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	227,233
Sở hữu trong nước (%)	82.2
Sở hữu nước ngoài (%)	17.8
Room nước ngoài (%)	49%

Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,654	7,045	7,113
LN gộp (tỷ VND)	974	897	906
EBIT (tỷ VND)	835	756	763
LN ròng (VND)	759	628	706
Tăng trưởng LNR (%)	-2.9%	-17.3%	12.4%
EPS (VND)	2,540	2,451	2,544
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	4%	1%
BVPS (VND)	14,354	15,889	16,059
ROE (%)	18.38%	14.04%	15.33%
ROA (%)	10.04%	9.61%	11.41%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

TCT Điện lực dầu khí Việt Nam	59.37%
CT TNHH Phát triển công nghệ	8.27%
Samarang Ucits	5%
Cổ đông khác	27.36%

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	31,493	70%	27,854
Multiple	19,361	30%	
P/E forward	23,906		
P/B forward	14,817		

NT2 hoàn thành vượt chỉ tiêu kế hoạch sản xuất kinh doanh Quý I.2020

Tính đến hết quý I.2020, tổng sản lượng điện NT2 huy động đạt 1,185 triệu kwh, giảm 4% so với cùng kỳ và hoàn thành 102% kế hoạch đề ra. Theo đó, doanh thu thuần từ bán điện quý I đạt 1,723 tỷ đồng (-9% so với cùng kỳ), đạt 95% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp đạt 14%, cải thiện đáng kể so với cùng kỳ do công ty đã tiết kiệm được suất hao nhiệt, giảm 40% chi phí vận hành cố định và 10% O&M biến đổi so với kế hoạch.

Giá thành quý I năm 2020 của NT2 đạt 1,350 VNĐ/kwh, giảm 6% so với cùng kỳ nhờ giá khí đầu vào giảm. Lợi nhuận sau thuế đạt 179 tỷ đồng, tương đương mức cùng kỳ năm ngoái và hoàn thành 130% kế hoạch đặt ra.

Yếu tố ảnh hưởng

- **Rủi ro từ nguồn khí cung cấp không ổn định:** Thiếu nguồn cung cấp khí đang là rủi ro xảy ra cho NT2 trong thời gian gần đây do xảy ra tình trạng thiếu khí do giảm khí từ nguồn khí Đông Nam Bộ, ảnh hưởng đến sản lượng điện của NT2 và không tận dụng tăng doanh thu lúc trong mùa cao điểm. Hiện NT2 đang bổ sung khí từ mỏ Phong Lan Đại từ nửa cuối tháng 2/2019. Hợp đồng dài hạn 25 năm NT2 ký kết với GAS với khối lượng khí cam kết cung cấp hàng năm gần 784 triệu Sm³, trong những năm tới sẽ có thêm khí từ các mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt, LNG,... bù đắp vào các mỏ khí đang khai thác có sản lượng suy giảm.
- **Rủi ro giảm giá điện khi đàm phán lại PPA:** NT2 và EVN vẫn chưa hoàn tất quy trình đàm phán lại PPA, nhưng chúng tôi tin rằng có khả năng dẫn đến giá cố định PPA thấp hơn cho NT2. Chúng tôi ước tính rằng giá PPA cố định có thể giảm 10-60 VND/kWh.

(PPA (VND/kWh) = Yếu tố cố định (khấu hao & mức sinh lời theo quy định) + Yếu tố khả biến)

Giả định rằng PPA mới sẽ giảm khoảng 10 VND/kWh. Năm 2019, Qc được phân bổ của NT2 còn lại 3,78 tỷ kWh. Giả định mức Qc của NT2 theo kế hoạch năm 2020 đạt 4,500 triệu kwh thì với mức giảm giá điện này **dự kiến sẽ làm cho NT2 giảm khoảng 45 tỷ đồng.**

Dự phóng KQKD và Định giá

- Theo báo cáo cập nhật T4/2020 của IMF, dự báo tăng trưởng GDP của Việt Nam năm nay xuống còn 2,7% từ mức 7% đưa ra vào tháng 1.2020, đồng thời dự kiến sẽ phục hồi lên 7% vào năm 2021. Chúng tôi định giá cổ phiếu NT2 với kịch bản tăng trưởng kinh tế như trên cùng các đánh giá sau:
- Do công ty có lịch sử chi trả cổ tức hàng năm, chúng tôi giả định công ty sẽ chi trả cổ tức 10% trong năm 2020 và trả đều đặn ở mức 30% hàng năm. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng doanh thu của công ty theo giả định tỷ lệ Qc giảm dần về mức 60% cho đến năm 2024 và giá điện theo hợp đồng PPA giảm 10 VND/kwh trong 2 năm tới.
- Giá trị hợp lý của cổ phiếu NT2 được xác định ở mức 27.086 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và phương pháp Price multiples lấy P/E và P/B trung bình ngành lần lượt là 11.97 và 1.59.
- Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E forward và P/B forward để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu
- Chúng tôi cũng điều chỉnh định giá DCF do (1) điều chỉnh giảm doanh thu do giá dầu giảm mạnh dẫn đến giá bán điện theo sản lượng Qc thay đổi theo; (2) % Sản lượng điện bán theo hợp đồng (Qc) giảm còn 80% và (3) Phần bù rủi ro tăng lên theo cập nhật Damodaran T4/2020 do biến động thị trường trong thời gian qua.

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	31,493	70%	27,854
So sánh	19,361	30%	
<i>P/E forward</i>	23,906		
<i>P/B forward</i>	14,817		

Phương pháp so sánh: Chúng tôi so sánh P/E cách doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, lấy EPS của POW năm 2020 là 2,451 đồng/cp, BVPS năm 2020 là 15,535 đồng/cp.

Mã CP	Tên Doanh nghiệp	P/E	P/B
POW VN Equity	PETROVIETNAM POWER CORP	8.7	0.78
PPC VN Equity	PHA LAI THERMAL POWER JSC	6.81	1.29
NT2 VN Equity	PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	7.48	1.34
BTP VN Equity	BA RIA THERMAL POWER JSC	4.97	0.74
KHP VN Equity	KHANH HOA POWER JSC	10.39	0.53
NBP VN Equity	NINH BINH THERMAL POWER JSC	10.1	0.6
HND VN Equity	HAI PHONG THERMAL POWER JSC	16.35	1.22
PGV VN Equity	POWER GENERATION CORP 3 CO L	13.22	1.13
Trung bình		9.75	0.95

Phương pháp DCF:

Đơn vị: Triệu đồng

FCFF	Ước tính					
	Dec-20	Dec-21	Dec-22	Dec-23	Dec-24	Terminal Value
EBIT	887,599	803,651	811,356	816,654	865,810	
Thuế suất	5.12%	5.13%	5.13%	5.13%	5.13%	
NOPAT (Net Operating Profit After Tax)	842,186	762,421	769,731	774,757	821,392	
- Thay đổi vốn lưu động	556,685	(170,341)	(3,310)	(2,276)	(21,118)	
- Vốn đầu tư cố định	86,002	(50,000)	(100,000)	(300,000)	(500,000)	
+ Khấu hao	688,456	708,601	715,268	735,268	768,601	
Dòng tiền vào doanh nghiệp	4,685,954	1,250,681	1,381,688	1,207,749	1,068,875	1,131,057
Chiết khấu dòng tiền	4,229,797	1,122,492	1,112,970	873,146	693,544	658,670

Đơn vị: Triệu đồng

Định giá	
Giá trị doanh nghiệp	10,256,763
Tổng nợ	1,842,112
Tiền	651,456
Giá trị vốn chủ sở hữu	9,066,107
Số cổ phiếu lưu hành (cp)	287,876,000
Giá mục tiêu (đ/cp)	31,493

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)				Chỉ số chính			
	2019	2020F	2021F		2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,654	7,045	7,113	Khả năng sinh lợi			
Giá vốn hàng bán	6,679	6,148	6,207	Biên lợi nhuận gộp	12.73%	12.73%	12.73%
Lợi nhuận gộp	974	897	906	Biên EBITDA	11.60%	11.41%	11.41%
Doanh thu hoạt động tài chính	48	47	37	Biên lợi nhuận sau thuế	9.92%	8.91%	9.92%
Chi phí tài chính	165	188	105	ROE	18.38%	14.04%	15.33%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	ROA	10.04%	9.61%	11.41%
Chi phí bán hàng	-	-	-	Tăng trưởng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	87	93	94	Doanh thu	-0.2%	-8.0%	1.0%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	770	662	744	Lợi nhuận gộp	-4.0%	-8.0%	1.0%
Lợi nhuận khác	30	-	-	Lợi nhuận ST			
Lợi nhuận trước thuế	800	662	744	(của cổ đông công ty mẹ)	-2.9%	-17.3%	12.4%
Lợi nhuận sau thuế	759	628	706	EPS	-3%	-4.2%	3.8%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	759	628	706	Tổng tài sản	-15%	-14%	-5%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-	VCSH	12%	8%	2.9%
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F	Thanh khoản			
Tài sản ngắn hạn	2,420	2,050	2,315	Thanh toán hiện hành	0.82	1.01	1.50
I. Tiền & tương đương tiền	651	430	680	Nợ/tài sản	45%	32%	26%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Nợ/vốn chủ sở hữu	83%	46%	34%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,463	1,347	1,360	Khả năng thanh toán lãi vay	66%	101%	270%
IV. Hàng tồn kho	302	270	272	Định giá			
V. Tài sản ngắn hạn khác	3,721	3,721	3,721	Cổ tức	899	1,000	2,000
Tài sản dài hạn	5,144	4,485	3,870	EPS (VND)	2,558	2,451	2,544
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	BVPS (VND)	14,354	15,535	15,987
II. Tài sản cố định	4,876	4,218	3,602	Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	CFO	1.917	1.166	1.418
VI. Tài sản dài hạn khác	268	268	268	CFI	(187)	(50)	(100)
Tổng tài sản	7,564	6,536	6,185	CFF	(1.344)	(1.338)	(1.068)
Nợ phải trả	3,432	2,063	1,583				
I. Nợ ngắn hạn	2,939	2,022	1,541				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,589	1,230	1,241				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,350	792	300				
II. Nợ dài hạn	493	42	42				
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	42	42				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	-	-				
Vốn chủ sở hữu	4,132	4,472	4,602				
1. Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879				
2. Thặng dư vốn cổ phần	(0.458)	(0.458)	(0.458)				
3. Lợi nhuận giữ lại	1,116	1,457	1,587				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-				
5. Nguồn vốn khác	137.3	137.3	137.3				
Tổng nguồn vốn	7,564	6,536	6,185				

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

LIÊN HỆ**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhtd@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích

Email: hoangpham@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglth@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@psi.vn



TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.