

MUA [+21.1%]

Ngày cập nhật: 26/07/2020

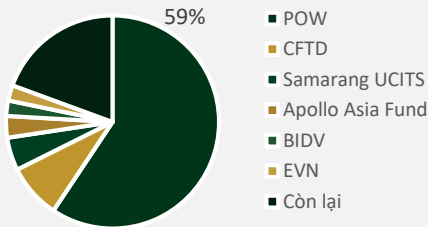
Giá mục tiêu	27,600	VND
Giá hiện tại	22,800	VND

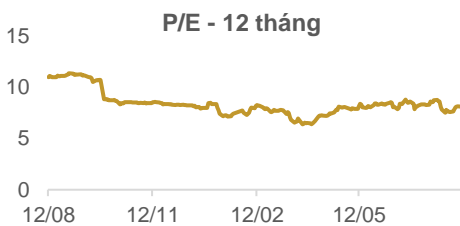
PHS

(+82-28) 5 413 5479 – support@phs.vn

Thông tin cổ phiếu

CP đang lưu hành (triệu)	288
Free-float (triệu)	86
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,564
KLGD TB 3 tháng	359,792
Sở hữu nước ngoài	18.57%
Ngày niêm yết đầu tiên	14/01/2019

Cổ đông lớn

Biến động giá cổ phiếu so với Index

Lịch sử định giá

Chỉ số tài chính

Chỉ số tài chính	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,729	7,983	6,761	7,670	7,654	6,897
Lợi nhuận sau thuế (tỷ VND)	1,142	1,086	810	782	754	775
EPS (VND)	4,095	3,740	2,768	2,618	2,540	2,691
Tăng trưởng EPS (%)	-29%	-9%	-26%	-5%	-3%	6%
Giá trị sổ sách (VND)	17,408	17,230	17,317	12,795	14,336	14,445
P/E	5.60	8.45	10.65	10.94	10.15	10.33
P/B	1.32	1.84	1.70	2.24	1.80	1.92
Cổ tức tiền mặt (VND)	2,200	3,300	2,600	7,200	1,000	2,500

Cổ phiếu cho giai đoạn nhiều biến động

Cập nhật kết quả kinh doanh: Trong 1H20, NT2 đạt 3,599 tỷ doanh thu (-10% YoY) với sản lượng 2,412 triệu kWh (-6% YoY). Nhờ hoạt động hiệu quả, NT2 có thể chào giá bán tốt ở mức 1,487 VND/kWh, cao hơn trung bình thị trường. Mặc cho sự sụt giảm trong doanh thu, LNST tăng 11% YoY (đạt 428 tỷ VND) nhờ tăng trưởng trong biên lợi nhuận gộp. Giá dầu giảm giúp giảm chi phí nguyên liệu đầu vào, biên lợi nhuận tăng từ 12% trong 1H19 lên 15% trong 1H20. Chi phí lãi vay thấp (-48% YoY) cũng góp phần giảm sức ép lên lợi nhuận. NT2 đã hết nợ dài hạn vào cuối quý 2Q20.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2020: Chúng tôi giảm doanh thu dự phóng so với lần trước 12%, tương đương 6,897 tỷ VND (-10% YoY). Sự thay đổi này do sự sụt giảm trong tiêu thụ bởi dịch Covid-19 và sản xuất bị trì hoãn vì bảo trì định kỳ. Tuy nhiên, nhờ giá dầu giảm và chi phí tài chính thấp, LNST đạt 773 tỷ VND (+3% YoY), cũng tăng 3% so với dự phóng của báo cáo lần trước.

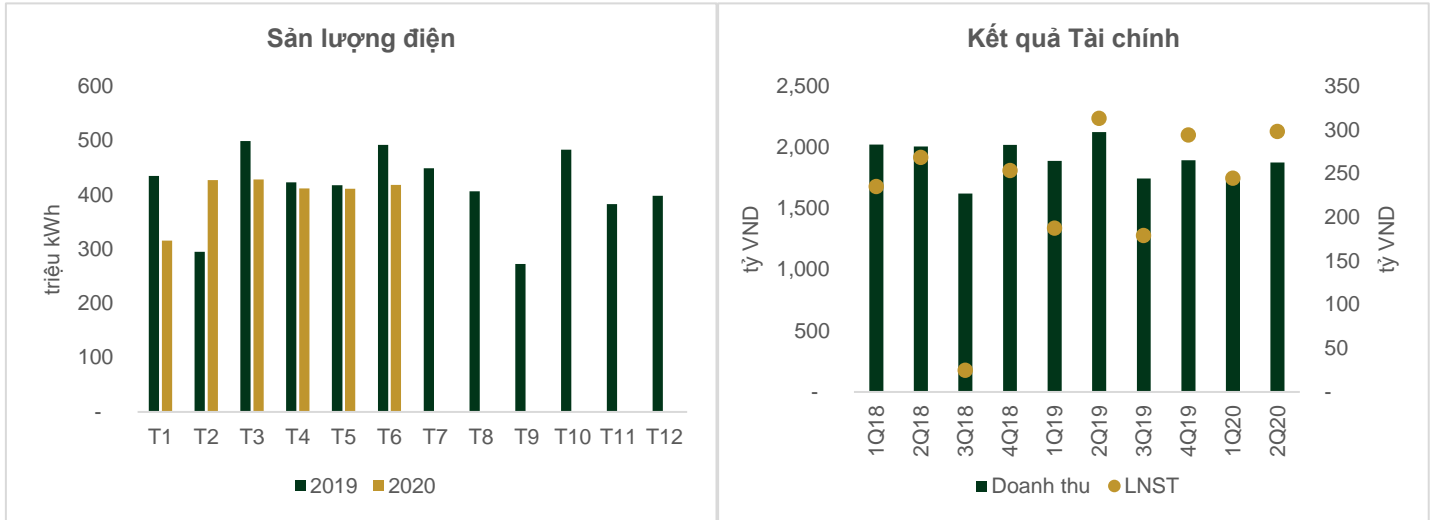
Động lực tăng trưởng: (1) Nguồn cung khí sẽ ổn định nhờ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt vận hành trong 2H20. (2) Nhờ có được vị trí thuận lợi trong khu vực công nghiệp, NT2 có thể được hưởng lợi khi ngành sản xuất hồi phục sau dịch Covid-19. (3) Trả hết nợ giúp cho công ty có thể trả cổ tức thường xuyên hơn. Chúng tôi kỳ vọng mức trả đều 2,500 VND/cổ phiếu hàng năm, tương ứng với tỷ suất cổ tức đạt 11% so với mức giá hiện tại.

Định Giá & Khuyến Nghị: Sử dụng phương pháp P/E và DCF giống với báo cáo lần trước, giá mục tiêu của cổ phiếu đạt 27,600 VND/cổ phiếu. Chính vì vậy, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NT2 với upside tương ứng đạt 21.1%.

Rủi ro: (1) Thay đổi trong chính sách và đàm phán hợp đồng với EVN không thuận lợi. (2) Sự gián đoạn hoạt động bất ngờ do đại dịch gây ra, các hoạt động O&M (vận hành và bảo trì) hoặc các sự kiện bất khả kháng có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh. (3) Rủi ro thiếu hụt nguồn khí

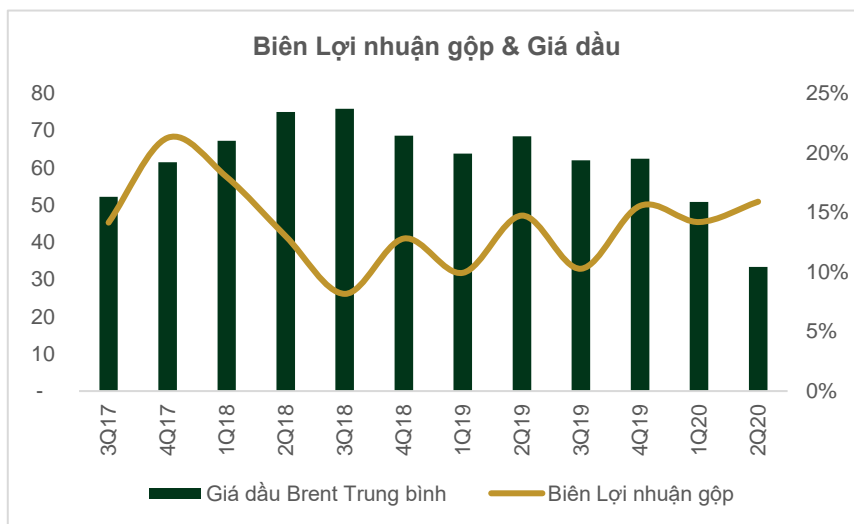
Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm

Vì giá bán của các nhà máy điện khí được tính dựa trên giá dầu (chi tiết tham khảo tại [Báo cáo ngành Điện](#)), giá dầu thấp biến thành trở ngại khi kéo giá PPA (power purchase agreement) và CAN (capacity add-on) xuống. Điều này làm giá bán trung bình của NT2 giảm 3%. Cùng với việc sản lượng giảm 6%, doanh thu thuần giảm 10% YoY trong 1H20. Cụ thể, NT2 đạt 3,599 tỷ VND với sản lượng điện thương phẩm đạt 2,412 triệu kWh.



(Nguồn: NT2, PHFM tổng hợp)

Tuy nhiên, giá dầu thấp làm giá bán giảm nhưng cũng làm giảm chi phí sản xuất. Nhờ giá vốn thấp hơn đã làm tăng biên lợi nhuận cho công ty khi bán trên thị trường điện giao ngay. Biên lợi nhuận gộp tăng từ 12% trong 1H19 lên 15% trong 1H20. Giá dầu thấp cùng với chi phí lãi vay giảm đã bù trừ sự sụt giảm của doanh thu. Điều này là cho LNST tăng 11% YoY.



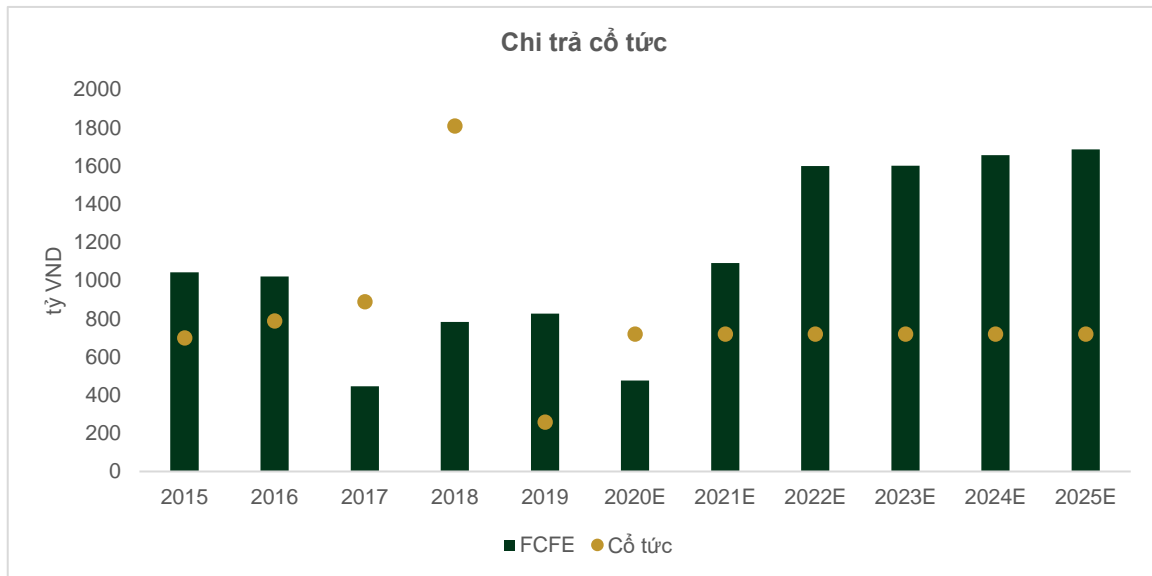
(Nguồn: Bloomberg, NT2, PHFM tổng hợp)

NT2 cho thấy sức mạnh của 1 trong những công ty điện khí hoạt động hiệu quả nhất ở Việt Nam. Mặc cho nguồn cung khí không ổn định, NT2 vẫn có thể vận hành ổn định nhờ sử dụng dầu DO cho nguyên liệu thay thế. Chính vì thế NT2 chỉ sụt giảm 6% trong sản lượng bán ra, thấp hơn sự sụt giảm 16% YoY của sản lượng nhiệt điện khí toàn quốc.

NT2 đã gặp khó khăn về nguồn khí từ năm 2019. Nhu cầu khí để vận hành mỗi ngày của NT2 là vào khoản 3 triệu m³ trong khi nguồn cung hiện tại chỉ có thể cung cấp 2.7 triệu m³ mỗi ngày. May mắn rằng, nguồn cung khí sẽ được ổn định khi mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt vận hành trong 2H20, cung cấp khoản 4-5 triệu m³ khí mỗi ngày.

Tỷ Suất Cổ Tức Cao

NT2 sẽ trả hết nợ vào năm 2021. Bảng cân đối lành mạnh và dòng tiền mạnh từ hoạt động tiện ích giúp cho công ty có thể duy trì việc chi trả cổ tức cao. Chúng tôi kỳ vọng rằng NT2 sẽ trả 2,500 VND/ cổ phiếu mỗi năm từ năm 2021, tương ứng với tỉ lệ chi trả cổ tức khoảng 70%.



(nguồn: NT2, PHFM tổng hợp và dự phóng)

Hợp Đồng Mua Bán Điện

NT2 và EVN đã thống nhất về các điều khoản hợp đồng mua bán điện PPA (Power Purchase Agreement) trừ các điều khoản về giá. EVN đồng ý áp dụng tỷ suất IRR 10.66% trong khi NT2 yêu cầu cao hơn là 11% - 12%. Với IRR 10.66%, giá hợp đồng PPA có thể giảm từ 20 – 30 VND/kWh. Công ty tin rằng đàm phán sẽ hoàn thành vào thời điểm cuối năm 2020 với mức giá mới sẽ bắt đầu có hiệu lực từ thời điểm ký kết.

Định Giá và Khuyến nghị

Chúng tôi giảm doanh thu dự phóng so với lần trước 12%, tương đương 6,897 tỷ VND (-10% YoY) với sản lượng đạt 4,608 triệu kWh. Chúng tôi điều chỉnh dự phóng sản xuất bị trì hoãn vì lịch trung tu của nhà máy vào 2H20 và kết quả của 1H20. Tuy nhiên, nhờ giá dầu giảm và chi phí tài chính thấp, LNST đạt 773 tỷ VND (+3% YoY), cũng tăng 3% so với dự phóng của báo cáo lần trước với giá định giá dầu ổn định ở mức 40 – 45 USD/bbl. Chúng tôi cũng được trường hợp xấu nhất trong đàm phán hợp đồng PPA vào trong định giá.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và DCF cùng với tỷ trọng như báo cáo lần trước để định giá. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 27,600 VND/cổ phiếu (giảm 1% so với giá mục tiêu trong báo cáo lần trước). Chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NT2 với upside tương ứng là 21.1%.

Phương pháp	Mục tiêu	Giá tính	Tỷ trọng
DCF		31,600	50%
P/E	8.8x	23,600	50%
Giá mục tiêu			27,600

Bảng tính bằng phương pháp DCF

(tỷ VND)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	887	926	954	983	1,013
EBIT sau thuế	840	877	904	931	912
Thay đổi PPE	688	688	588	638	488
Thay đổi Vốn Lưu Động	214	(19)	(22)	(22)	(23)
FCF	1,743	1,546	1,470	1,548	1,377
Kỳ chiết khấu	1	2	3	4	5
WACC					11%
Hệ số chiết khấu	0.90	0.81	0.73	0.66	0.60
PV of FCF	1,572	1,258	1,079	1,025	823
PV Giá trị cuối cùng (g= 1%)					5,758
Giá trị DN					4,994
Nợ					(1,853)
Tiền và tương đương tiền					200
Lợi ích cổ đông không kiểm soát					0
Giá trị vốn cổ phần					9,099
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)					288
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)					31,600

Rủi ro:

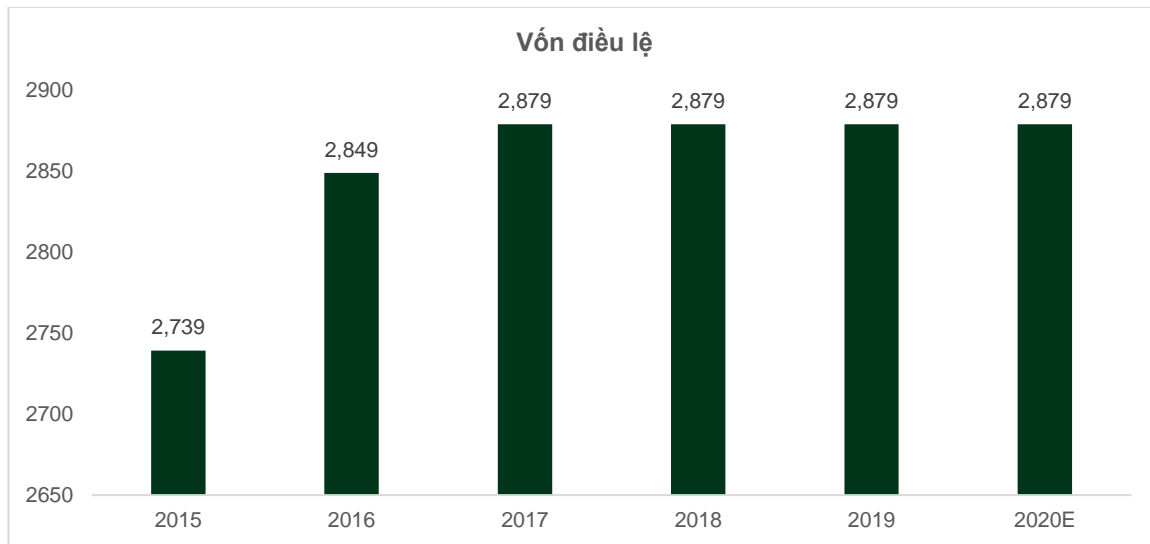
- (1) Thay đổi trong chính sách và đàm phán hợp đồng với EVN không thuận lợi.
- (2) Sự gián đoạn hoạt động bất ngờ do đại dịch gây ra, các hoạt động O&M (vận hành và bảo trì) hoặc các sự kiện bất khả kháng có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh.
- (3) Rủi ro thiếu hụt nguồn khí

Sơ lược công ty

Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (PVPower NT2) được thành lập vào ngày 15/06/2007 theo Nghị quyết số 01/NQ-ĐH của Đại hội đồng cổ đông PVPower. NT2 với số vốn điều lệ ban đầu là 2.560 tỷ đồng được thành lập để làm chủ đầu tư thực hiện xây dựng và quản lý vận hành khai thác dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 2, công suất 750MW. Dự án được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt trong tổng sơ đồ điện VI nhằm đáp ứng nhu cầu điện năng tăng nhanh giai đoạn 2006 - 2015. Với hoạt động chính hiện nay là sản xuất kinh doanh điện năng, Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 hiện tại vận hành rất ổn định, an toàn, cung cấp sản lượng điện hiệu quả, góp phần đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và phát triển kinh tế xã hội.



Quá trình tăng vốn (tỷ VNĐ)



(Nguồn: NT2, PHFM dự phóng)

Báo cáo tài chính (tỷ VNĐ)

Kết quả kinh doanh	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Doanh thu thuần	6,729	7,983	6,761	7,670	7,654	6,897
Giá vốn hàng bán	(5,088)	(6,632)	(5,368)	(6,654)	(6,679)	(5,931)
Lợi nhuận gộp	1,642	1,351	1,393	1,015	974	966
Chi phí bán hàng	(0)	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(146)	(57)	(114)	(101)	(87)	(78)
Lợi nhuận từ HĐKD	1,495	1,295	1,279	914	888	887
Lợi nhuận tài chính	65	103	63	73	48	43
Chi phí lãi vay	(359)	(249)	(490)	(192)	(168)	(114)
Lợi nhuận trước thuế	1,202	1,148	853	824	797	818
Lợi nhuận sau thuế	1,142	1,086	810	782	754	775
LNST của cổ đông Công ty	1,142	1,086	810	782	754	775
Cân đối kế toán	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tài Sản Ngắn Hạn	2,981	5,316	3,101	2,847	2,416	2,502
Tiền và tương đương tiền	1,109	1,398	146	65	451	406
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	900	0	200	476
Phải thu ngắn hạn	1,386	3,447	1,682	2,418	1,359	1,702
Hàng tồn kho	288	239	259	261	302	232
Tài sản ngắn hạn khác	198	231	114	103	104	(313)
Tài Sản Dài Hạn	8,664	7,664	6,863	6,005	5,148	4,432
Phải thu dài hạn	329	164	-	-	-	-
Tài sản cố định	7,618	6,935	6,247	5,562	4,876	4,188
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	6	1	4	3	1	1
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	711	563	612	440	270	242
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	11,645	12,980	9,964	8,852	7,564	6,934
Nợ phải trả	6,876	8,071	4,979	5,169	3,437	2,777
Nợ ngắn hạn	2,023	4,310	2,284	3,572	2,944	2,776
Nợ dài hạn	4,853	3,762	2,695	1,597	493	1
Vốn chủ sở hữu	4,768	4,908	4,985	3,683	4,127	4,158
Vốn điều lệ	2,739	2,849	2,879	2,879	2,879	2,879
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	11,645	12,980	9,964	8,852	7,564	6,936

Lưu chuyển tiền tệ	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	2,091	1,871	1,840	1,543	1,504	1,583
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	33	47	(848)	943	(187)	198
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,742)	(1,849)	(2,190)	(2,544)	(1,344)	(1,803)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	382	290	(1,252)	(81)	386	(45)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	726	1,109	1,398	146	65	451
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,109	1,398	146	65	451	406
Chỉ số tài chính (%)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-5%	19%	-15%	13%	0%	-10%
Lợi nhuận sau thuế	-28%	-5%	-25%	-3%	-4%	3%
Tổng tài sản	-7%	11%	-23%	-11%	-15%	-8%
Tổng vốn chủ sở hữu	12%	3%	2%	-26%	12%	1%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	24%	17%	21%	13%	13%	14%
Tỷ suất EBIT	22%	16%	19%	12%	12%	13%
Tỷ suất EBITDA	33%	25%	29%	21%	21%	23%
Tỷ suất lãi ròng	17%	14%	12%	10%	10%	11%
ROA	10%	8%	8%	9%	10%	11%
ROE	24%	22%	16%	21%	18%	19%
Hiệu quả hoạt động						
Vòng quay khoản phải thu	80	110	138	98	90	90
Vòng quay hàng tồn kho	40	29	34	29	14	14
Vòng quay khoản phải trả	51	90	121	68	48	48
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.5	1.2	1.4	0.8	0.8	0.9
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.3	1.2	1.2	0.7	0.7	0.8
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.6	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
Tổng vay/Vốn chủ sở hữu	1.4	1.6	1.0	1.4	0.8	0.7
Vay ngắn hạn/VCSH	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.2
Vay dài hạn/VCSH	1.0	0.8	0.5	0.4	0.1	0.0

Nguồn: PHFM

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Hoàn Niên, chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng/Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng/Quản lý Quỹ Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Quản lý Quỹ Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS).

Tòa nhà CR3-03A, Tầng 3, 109 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5479

Fax: (+84-28) 5 413 5472

Customer Service: (+84-28) 5 411 8855

Call Center: (+84-28) 5 413 5488

E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Web: www.phs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08, 107 Tôn Dật Tiên, P. Tân Phú, Quận 7, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 3

Tầng 2, Tòa nhà Phương Nam, 157 Võ Thị Sáu, Quận 3, Tp. HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex, N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (84-24) 6 250 9999

Fax: (84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Tân Bình

Tầng trệt, P. G.4A, Tòa nhà E-Town 2, 364 Cộng Hòa, Phường 13, Quận Tân Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2405

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor, Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (84-24) 3 933 4566

Fax: (84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco, 18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801