

Thái Gia Hào

haotg@ssi.com.vn

+84 28 3636 3688 ext. 3055

Ngày 27/9/2021

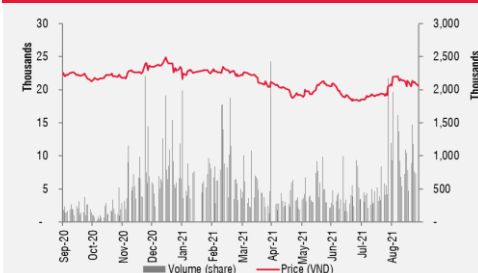
NGÀNH NĂNG LƯỢNG

Chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD):	260
Giá trị vốn hoá (tỷ VND):	5.930
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	288
Giá Cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	26,2/18,3
KLGD trung bình 3 tháng (cp)	601.963
KLGD trung bình 3 tháng (triệu USD)	0,53
KLGD trung bình 3 tháng (tỷ đồng)	12,15
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	13,54
Tỷ lệ sở hữu nhà nước (%)	65
Tỷ lệ sở hữu BLĐ (%)	N.a

Nguồn: SSI Bloomberg

Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: SSI Bloomberg

Thông tin cơ bản về công ty

NT2 được thành lập bởi PetroVietnam - PVN (sau đó chuyển giao cho PV Power) và các tổ chức đầu tư khác bao gồm Tập đoàn bưu chính viễn thông (VNPT) TKV và J- Power vào năm 2007. Công ty Nhật Bản Electric Power Development Co. Ltd hay J-Power (9513:JP) chuyên sản xuất, truyền dẫn, phân phối và bán điện từ các nguồn như thủy điện, năng lượng gió, hạt nhân, than và các nhà máy điện khác trên khắp Nhật Bản

KQKD SƠ BỘ Q3/2021

Ước tính sơ bộ Q3/2021 vượt kỳ vọng

Tin cập nhật

- Sản lượng điện thương mại của NT2 trong tháng 7 và tháng 8/2021 đạt tổng cộng 385 triệu kwh (-48% so với cùng kỳ). Trong 14 ngày đầu tháng 9, sản lượng điện thương mại đạt 22 triệu kwh và chúng tôi ước tính rằng sản lượng điện trọng Q3/2021 sẽ đạt 450 triệu kwh (-42% so với cùng kỳ). Sự sụt giảm về sản lượng chủ yếu là do tình hình giãn cách xã hội ở miền Nam.
- Tuy nhiên với sản lượng ước tính trong Q3/2021 là 450 triệu kwh (thấp hơn nhiều so với kế hoạch huy động sản lượng theo hợp đồng Qc là khoảng 780 triệu kwh), NT2 có thể **sẽ nhận được khoản bồi thường khoảng 152 tỷ đồng trong Q3/2021** (chi tiết bảng 1). Theo thông báo gửi nhà đầu tư tháng 8/2021, tổng LNTT trong tháng 7 và tháng 8/2021 đạt 144 tỷ đồng. LNTT Q3/2021 dự kiến đạt 200 tỷ đồng so với mức lỗ 5 tỷ đồng trong Q3/2020 (do trung tu). Chúng tôi tin rằng kết quả Q3/2021 có thể tốt hơn ước tính do giá trị bồi thường Qc.
- Ngày 29/9/2021 là ngày giao dịch không hưởng quyền nhận cổ tức bằng tiền mặt cho phần còn lại của năm 2020 (tỷ lệ 10% trên mệnh giá).

Luận điểm đầu tư: Lợi nhuận Q3/2021 sẽ đột biến do có khoản bồi thường sản lượng theo hợp đồng Qc. Đặc biệt là từ tháng 6/2021 NT2 đã trả hết nợ ngoại tệ, và từ đây trở đi không còn áp lực chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá, đồng thời đảm bảo dòng tiền ổn định hơn. Từ đó kỳ vọng mức cổ tức cho 2021 & 2022 là 1500 VNĐ/cp & 1800 VNĐ/cp; tương ứng tỷ suất cổ tức năm 2021/2022 là 7,3%/8,7% và mức này cao hơn nhiều so với lãi suất tiền gửi ngân hàng kỳ hạn 6-12 tháng dao động khoảng 4% -5,5%. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu trong 1 năm đối với NT2 là **22.900 đồng/cp** với tổng mức sinh lời là 18,5% bao gồm tỷ suất cổ tức là 7,3%. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu NT2.

Triển vọng năm 2021: Khoản bồi thường Qc bất thường trong Q3/2021 khiến chúng tôi nâng ước tính LNST năm 2021.

- Dựa trên kết quả 9T2021, **sản lượng điện thương mại năm 2021** ước tính giảm nhẹ 3,6% xuống mức 3,47 tỷ kwh (-11% so với cùng kỳ) so với ước tính trước đây của chúng tôi là 3,6 tỷ kwh. Do tình hình giãn cách xã hội được thắt chặt trong Q3/2021 đã dẫn đến sự sụt giảm về sản lượng điện thương mại. Trong Q4/2021, chúng tôi giả định việc mở cửa dần dần sẽ được diễn ra và chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ hoàn thành khoảng 85% kế hoạch sản lượng trong Q4/2021 của công ty.
- Giá khí năm 2021 được giả định là 7,58 USD/mbtu (so với 8T2021 là 7,52 USD/mbtu).
- Theo công ty dự kiến sẽ ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 200 - 300 tỷ đồng phát sinh từ năm 2015 đến nay. Chúng tôi giữ giả định trước đó là khoảng 100 tỷ đồng sẽ được hoàn lại trong nửa cuối năm 2021.
- Mặc dù sản lượng điện thương mại giảm trong năm 2021, nhưng khoản bồi thường cho Qc trong Q3/2021, như đã đề cập ở trên, khiến chúng tôi nâng ước tính LNST năm 2021 lên 473 tỷ đồng (-24,3% so với cùng kỳ) so với ước tính trước đó là 404 tỷ đồng (-35,4% so với cùng kỳ). Do đó, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ đạt kế hoạch LNST 460 tỷ đồng.
- Với kỳ vọng cổ tức tiền mặt ở mức 15%/mệnh giá (tương đương với kế hoạch của công ty), tỷ suất cổ tức năm 2021 có thể lên tới 7,3% dựa trên giá đóng cửa ngày 24/9/2021. Với mức lợi nhuận ước tính 2021 nêu trên, tỷ lệ bao phủ cổ tức ước đạt 1,1x.

Triển vọng năm 2022: Kỳ vọng nền kinh tế mở cửa trở lại để thúc đẩy sản lượng điện thương mại

- Trong bối cảnh mở cửa trở lại hoàn toàn trong năm 2022, tỷ lệ tiêu dùng cao hơn và điều kiện thủy văn kém thuận lợi hơn (bảng 3), sản lượng điện thương mại sẽ tiếp tục đạt 4 tỷ kwh (+ 17,4% so với cùng kỳ) cùng với tỷ lệ sản lượng theo hợp đồng là 85% (%Qc). Với sản lượng dự kiến là 4 tỷ kwh, mức này sẽ vẫn thấp hơn mức trung bình năm 2018-2019 là 4,8 tỷ kwh. Chúng tôi thận trọng khi cho rằng trong năm 2022, công suất điện trên toàn quốc sẽ có thêm khoảng 5GW từ các nhà máy điện gió đi vào hoạt động và các nhà máy điện khí, như NT2, do đó khó có thể đạt được mức năm 2018-2019.
- Giá khí năm 2022 được giả định ở mức 7,51 USD/mbtu, gần như không đổi so với năm 2021.
- Khoản lỗ chênh lệch tỷ giá được hoàn lại khoảng 100 tỷ đồng trong năm 2022, theo giả định của chúng tôi.
- LNST ước tính đạt 566 tỷ đồng (+19,6% so với cùng kỳ).
- Nhờ lợi nhuận được cải thiện, cổ tức tiền mặt năm 2022 có khả năng sẽ tiếp tục ở mức 18%/mệnh giá, tương đương tỷ suất cổ tức là 8,7%. Cổ tức này cũng sẽ được hỗ trợ bởi tỷ lệ bao phủ cổ tức 1,1x.

Tóm tắt định giá

Tóm tắt định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	
PP DCF	25.601	30%		Do có độ nhạy với giá khí và tình hình dịch Covid-19, chúng tôi giữ tỷ trọng 30% theo phương pháp DCF và 70% đối với EV/EBITDA.
EV/EBITDA	21.763	70%	5.0	
Giá mục tiêu	22.920			
% tăng giá	11,2%			
Tỷ suất cổ tức năm 2021	7,3%			
Tổng mức sinh lời	18,5%			

Rủi ro đầu tư:

- Diễn biến bất thường của biên thể Delta có thể tác động tiêu cực đến giả định của chúng tôi về sản lượng điện thương mại do đó ảnh hưởng đến ước tính lợi nhuận và cổ tức của chúng tôi. Điều này có thể khiến sản lượng điện thương mại thấp hơn dự kiến và lượng khí tiêu thụ thấp hơn. Nếu lượng khí tiêu thụ thực tế không đáp ứng được mức tối thiểu quy định trong hợp đồng khí với PVGas, khoản chênh lệch sẽ được ghi nhận là chi phí trả trước treo trên bảng cân đối kế toán và điều này có thể tác động tiêu cực đến dòng tiền và cổ tức.
- Giá khí biến động cộng với những thay đổi bất ngờ của thủy văn sẽ là rủi ro đối với tỷ lệ % sản lượng theo hợp đồng (% Qc) và lợi nhuận ước tính của chúng tôi.

Bảng 1: Mức bồi thường Qc trong Q3/2021

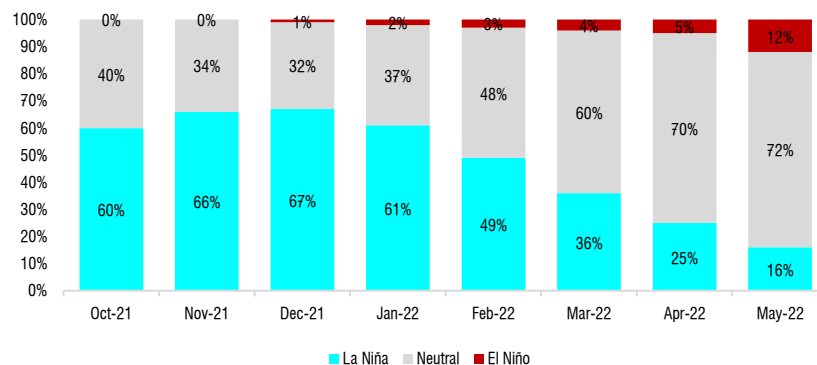
Qc theo kế hoạch trong Q3/2021 (triệu kwh)	780
Chênh lệch giữa Qc kế hoạch và sản lượng thực thể (triệu kwh)	330
Chi phí cố định (VND/kwh)	460
Mức bồi thường Qc trong Q3/2021 (tỷ đồng)	152

Nguồn: Công ty, SSI Research

Bảng 2: Kế hoạch theo tháng trong năm 2021	Kế hoạch	Thực tế
	Sản lượng điện (triệu kwh)	Sản lượng điện năm 2021 (triệu kwh)
Tháng 1	390	281
Tháng 2	225	228
Tháng 3	430	445
Tháng 4	420	401
Tháng 5	433	283
Tháng 6	420	272
Tháng 7	390	230
Tháng 8	370	155
Ước tính tháng 9	295	65
Ước tính tháng 10	358	304
Ước tính tháng 11	430	366
Ước tính tháng 12	440	374
Tổng cộng	4.600	3.402

Nguồn: Công ty, SSI Research

* Sản lượng điện Q4/2021 dự kiến sẽ hoàn thành khoảng 85% kế hoạch. Chúng tôi đã đưa ra giả định về việc mở cửa dần dần và công suất bổ sung mới từ các nhà máy điện gió.

Biểu đồ 3: Dự báo của ENSO cho thấy điều kiện thủy văn có thể kém thuận lợi hơn trong năm 2022

Nguồn: Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội - ngày 20/9/2021.

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	451	62	220	844
+ Đầu tư ngắn hạn	200	0	0	0
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	1.459	1.489	1.298	1.504
+ Hàng tồn kho	302	315	323	373
+ Tài sản ngắn hạn khác	4	20	20	23
Tổng tài sản ngắn hạn	2.416	1.886	1.863	2.745
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	4.876	4.184	3.486	2.792
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	1	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	270	311	319	368
Tổng tài sản dài hạn	5.148	4.496	3.805	3.160
Tổng tài sản	7.564	6.381	5.668	5.905
+ Nợ ngắn hạn	2.944	2.083	1.343	1.549
Trong đó: vay ngắn hạn	1.350	775	0	0
+ Nợ dài hạn	493	1	0	1
Trong đó: vay dài hạn	492	0	0	0
Tổng nợ phải trả	3.437	2.084	1.343	1.549
+ Vốn góp	2.879	2.879	2.879	2.879
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.111	1.282	1.309	1.340
+ Quý khác	137	137	137	137
Vốn chủ sở hữu	4.127	4.298	4.325	4.355
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	7.564	6.381	5.668	5.905
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	1.954	1.222	1.365	1.142
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-187	218	0	0
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-1.344	-1.830	-1.207	-518
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	423	-389	159	623
Tiền đầu kỳ	65	451	62	220
Tiền cuối kỳ	488	62	220	844
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	0,8	0,9	1,4	1,8
Hệ số thanh toán nhanh	0,7	0,7	1,1	1,5
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,2	0	0,2	0,5
Nợ ròng / EBITDA	1,4	0,8	0,2	-0,4
Khả năng thanh toán lãi vay	10,1	18,3	90,5	#DIV/0!
Ngày phải thu	90,1	82,6	82,3	71,2
Ngày phải trả	48,2	20,8	27,5	26
Ngày tồn kho	15,4	21,7	21,9	20,7
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,7	0,8	0,7
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,3	0,2	0,3
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,8	0,5	0,3	0,4
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,2	-0,1	-0,2
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,2	-	-

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	7.654	6.082	5.775	6.692
Giá vốn hàng bán	-6.679	-5.187	-5.325	-6.141
Lợi nhuận gộp	974	895	451	551
Doanh thu hoạt động tài chính	48	18	103	109
Chi phí tài chính	-168	-160	-8	0
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-87	-85	-65	-74
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	767	667	480	586
Thu nhập khác	30	-4	13	5
Lợi nhuận trước thuế	797	663	493	590
Lợi nhuận ròng	754	625	473	566
Lợi nhuận chia cho cổ đông	754	625	473	566
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
EPS cơ bản (VND)	2.540	2.018	1.594	1.907
Giá trị sổ sách (VND)	14.336	14.928	15.023	15.130
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	2.500	2.000	1.500	1.800
EBIT	885	702	498	590
EBITDA	1.581	1.400	1.197	1.285
Tăng trưởng				
Doanh thu	-0,2%	-20,5%	-5,0%	15,9%
EBITDA	-2,9%	-11,5%	-14,5%	7,4%
EBIT	-4,7%	-20,7%	-29,0%	18,5%
Lợi nhuận ròng	-3,6%	-17,1%	-24,3%	19,6%
Vốn chủ sở hữu	12,0%	4,1%	0,6%	0,7%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	-14,6%	-15,6%	-11,2%	4,2%
Định giá				
PE	8,5	12,2	12,9	10,8
PB	1,5	1,6	1,6	1,6
Giá/Doanh thu	0,8	1,2	1,2	1,1
Tỷ suất cổ tức	11,5	8,1	7,3	8,7
EV/EBITDA	4,7	4,2	4,9	4,6
EV/Doanh thu	1	1	1	0,9
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,7%	14,7%	7,8%	8,2%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	10,9%	11,3%	8,4%	8,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	9,9%	10,3%	8,2%	8,5%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,1%	1,4%	1,1%	1,1%
ROE	19,3%	14,8%	11,0%	13,0%
ROA	9,2%	9,0%	7,9%	9,8%
ROIC	13,3%	12,0%	10,2%	13,0%

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược đầu tư

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715