

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2) – CẬP NHẬT

<b>Giá thị trường</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>Tỷ suất cổ tức</b>	<b>Khuyến nghị</b>	<b>Ngành</b>
VND23.700	VND29.200	8,5%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 01/11/2021

<b>Triển vọng ngắn hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Triển vọng dài hạn:</b>	<b>Tích cực</b>
<b>Định giá:</b>	<b>Tích cực</b>

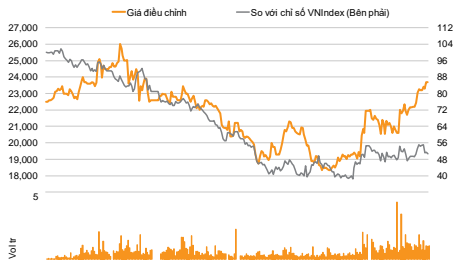
Consensus\*: Mua:4 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 17,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giá mục tiêu giảm 3% sv báo cáo trước
- EPS 2021/22/23 thay đổi lần lượt -14,0%/-0,2%/2,0%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	26.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	20,013tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.823
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	10,9
P/B hiện tại (x)	1,59

### Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Power	59,4%
CFTD Technologies	8,3%
Khác	32,3%

### Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

## Quý 3 rực rỡ bù đắp cho 6T21 ảm đạm

- LN ròng NT2 tăng 305% svck trong Q3/21 nhờ giá bán điện bình quân tăng 81,7% svck, bù đắp cho mức giảm trong 6 tháng đầu năm.
- Chúng tôi điều chỉnh dự phóng EPS 2021/22/23 lần lượt -14,0%/-0,2%/2,0% để phản ánh sản lượng huy động thấp do giá dầu tăng cao.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 29.200đ/cp.

### Kết quả 9T21: Sản lượng giảm được bù đắp bởi giá bán điện tăng

Sản lượng điện NT2 giảm 40,3% svck trong Q3/21 do EVN ưu tiên huy động từ các nguồn điện năng lượng tái tạo và thủy điện. Tuy nhiên, giá bán điện bình quân tăng 81,7% svck nhờ giá đầu vào tăng đã giúp doanh thu Q3/21 tăng 8,4% svck. Biên LN gộp được mở rộng 19 điểm % svck do ko ghi nhận chi phí bảo trì như năm Q3/20. Chi phí tài chính giảm 86,2% svck do NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn từ Q2/21. LN ròng đạt 273,8 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức -5,9 tỷ đồng Q3/20. Trong 9T21, sản lượng giảm 25,6% svck trong khi giá bán bình quân tăng 27% svck, giúp doanh thu chỉ giảm nhẹ 5,0% svck xuống 4.515 tỷ đồng. Chi phí tài chính cũng giảm mạnh 56% svck giúp cho LN ròng cải thiện và chỉ giảm nhẹ 2,2% svck, đạt 69,2% dự phóng của chúng tôi

### Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ dần hồi phục trong 2022-23

Chúng tôi dự báo sản lượng điện NT2 sẽ giảm 12,5% svck trong 2021, tăng trở lại 20% svck trong 2022, sau đó giảm nhẹ 3,8% svck trong 2023 theo kế hoạch bảo dưỡng. Giá bán bình quân sẽ tăng 12,5% svck trong 2021 và duy trì ở mức cao khoảng 1.723-1.760đ/kWh trong 2022-23. Chúng tôi tin rằng việc hoàn thành nghĩa vụ nợ từ Q2/21 sẽ giúp NT2 giảm chi phí lãi vay và rủi ro tỷ giá, đồng thời cải thiện dòng tiền tài chính của doanh nghiệp. Chúng tôi dự phóng chi phí tài chính NT2 sẽ giảm 73,1% svck trong 2021 và ổn định ở mức 49-35 tỷ đồng trong 2022-23. Do vậy, LN ròng sẽ giảm 21,6% svck và đạt 649 tỷ đồng trong 2021 và tăng 25,8% svck lên mức 818 tỷ đồng trong 2022.

### Duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 29.200đ/cp

Chúng tôi hạ giá mục tiêu xuống 29.200đ/cp (giảm 3% sv báo cáo trước) với mức EPS điều chỉnh -14,0%/-0,2%/2,0% trong 2021/22/23. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm để tích lũy cổ phiếu phòng thủ này với ít rủi ro giảm giá và mức cổ tức hấp dẫn. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) giá đầu vào cao hơn, ảnh hưởng tới sản lượng, 2) Nhu cầu điện phục hồi chậm hơn dự do các rủi ro vẫn còn hiện hữu từ covid. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Sản lượng điện cao hơn dự kiến, 2) Khoản thu nhập phát sinh 400 tỷ đồng được thanh toán trong tương lai.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.082	5.985	7.062	6.938
Tăng trưởng DT thuần	(20,5%)	(1,6%)	18,0%	(1,8%)
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	13,4%	14,1%	11,9%
Biên EBITDA	22,3%	23,1%	22,1%	20,2%
LN ròng (tỷ)	625	650	818	671
Tăng trưởng LN ròng	(17,1%)	3,9%	25,8%	(17,9%)
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.172	2.258	2.840	2.331
EPS điều chỉnh	2.172	2.258	2.840	2.331
BVPS	14.928	15.196	15.563	15.418
ROAE	14,8%	15,0%	18,5%	15,0%

Nguồn: VND RESEARCH

## QUÝ 3 RỰC RỠ BÙ ĐÁP CHO 6T21 ẨM ĐẠM

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200đ/cp

#### Chúng tôi ưa thích NT2 do:

- (1) Chúng tôi tin rằng NT2 sẽ ngày càng củng cố vai trò nguồn điện dự phòng nhờ tính ổn định của nhà máy này. Sản lượng điện của NT2 sẽ dần được hồi phục từ 2022 từ mức nền thấp 2021 khi mà nhu cầu điện phục hồi trở lại hậu Covid.
- (2) Chúng tôi đặt biệt tin rằng NT2 xứng đáng là khoản đầu tư dài hạn nhờ những định hướng phát triển điện khí của chính phủ được đề cập trong dự thảo quy hoạch điện 8 (QHĐ8). NT2 đang nắm một cơ hội tốt để có thể vận hành với tỉ lệ công suất cao và dự báo đạt 70% từ năm 2025, trong khi giá bán điện bình quân (ASP) có thể giảm dần khi giá nhiên liệu khí đầu vào ổn định lại trong các năm tới. Hơn nữa, chúng tôi đánh giá chi phí khấu hao thiết bị của NT2 có thể giảm đáng kể từ năm 2026, và có thể giúp cải thiện biên lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy, chúng tôi dự báo LN ròng của doanh nghiệp sẽ tăng 25,8% svck lên 818 tỷ đồng trong năm 2022 và tiếp tục đạt 935 tỷ đồng và 1.304 tỷ đồng lần lượt trong 2025 và 2030.
- (3) Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ tiếp tục duy trì tỉ lệ trả cổ tức cao khoảng 20-25% (2.000-2.500đ/cp) trong giai đoạn 2022-25 với động cơ chính đến từ: 1) NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ ngoại tệ dài hạn trong Q2/21, giúp doanh nghiệp giảm áp lực từ chi phí lãi vay và rủi ro chênh lệch tỷ giá, đồng thời cải thiện đáng kể dòng tiền từ hoạt động kinh doanh trong thời gian tới. 2) Cổ đông lớn của NT2 là POW đang trong giai đoạn cần vốn cho dự án nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 do đó chúng tôi tin rằng NT2 sẽ tiếp tục giữ mức cổ tức cao để phục vụ nhu cầu này.

**Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu thấp hơn 29.200đ/cp** (giảm 3% sv báo cáo trước) với mức EPS điều chỉnh -14,0%/-0,2%/2,0% cho lần lượt 2021/22/23. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương:

- Định giá chiết khấu dòng tiền DCF 5 năm (WACC: 15,3%; tăng trưởng dài hạn: 0,0%) để phản ánh góc nhìn của chúng tôi với tăng trưởng của NT2. Chúng tôi tin rằng định giá DCF là phương pháp định giá phù hợp do dòng tiền của NT2 có thể dự đoán được.
- EV/EBITDA với hệ số nhân 5,7x (tăng nhẹ từ mức 5,5x trong báo cáo trước) để phản ánh niềm tin của chúng tôi về triển vọng của NT2 với giá bán điện bình quân cao hơn. Chúng tôi đưa ra mức định giá theo EV/EBITDA cho năm 2021 là 28.981đ/cp.

#### Rủi ro giảm giá:

- Rủi ro từ Covid vẫn còn hiện hữu, gây cản trở các hoạt động sản xuất và có thể ảnh hưởng tiêu cực lên nhu cầu sử dụng điện
- Giá khí nhiên liệu đầu vào tiếp tục cao, ảnh hưởng tiêu cực lên sản lượng huy động của NT2.
- Hàng loạt các dự án điện gió mới có thể hạn chế sản lượng huy động từ điện khí do thừa công suất tại miền Nam.

#### Tiềm năng tăng giá:

- Sản lượng và giá bán điện bình quân cao hơn dự kiến.
- NT2 còn khoản lợi nhuận khoảng 600 tỷ đồng nhờ đánh giá lại khoản nợ vay ngoại tệ và đang được cân nhắc để chia cổ tức cho cổ đông hiện hữu. Ngoài ra, doanh nghiệp còn khoản phải thu chênh lệch ngoại tệ 400 tỷ đồng trong giai đoạn 2016-20 từ EVN, tuy nhiên khoản tiền này vẫn chưa có kế hoạch thanh toán cụ thể. Hiện tại, chúng tôi chưa đưa những thông tin trên vào trong mô hình định giá cho đến khi có những thông tin cụ thể hơn từ doanh nghiệp.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	1.417	1.600	1.427	1.718	1.639	931
(-) Chi phí khấu hao	(694)	(693)	(690)	(691)	(571)	(158)
EBIT	723	907	737	1.028	1.068	773
(-) Thuế	(42)	(52)	(43)	(103)	(160)	(155)
Thuế (%)	6%	6%	6%	10%	15%	20%
EBIAT	681	855	694	925	908	618
(+) Chi phí khấu hao	694	693	690	691	571	158
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	212	(35)	12	(77)	(49)	119
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(7)	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)
<b>FCFF</b>	<b>1.580</b>	<b>1.506</b>	<b>1.390</b>	<b>1.532</b>	<b>1.423</b>	<b>889</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>						<b>6.610</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: DCF – Các giả định

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro, bloomberg, 10 năm	3%
Beta, bloomberg, 5 năm	1,0
Phần bù rủi ro (ERP)	11%
Chi phí vốn - ke	14%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	8,6%
Tỉ lệ nợ trên vốn	10%
<b>WACC</b>	<b>13,5%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Mô hình định giá DCF

Định giá DCF	
Giá trị doanh nghiệp	8.711
(-) Nợ	(615,0)
(+) Tiền mặt	436,5
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	8.532
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	0
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	8.532
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr cp)	288
<b>Giá trị mỗi cổ phần (đồng)</b>	<b>29.638</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Phương pháp định giá EV/EBITDA

EV/EBITDA Valuation	
EV/EBITDA, trung bình ngành, 1 năm	5,7
Giá trị doanh nghiệp	8.078
(-) Nợ	(282,5)
(+) Tiền mặt	481,49
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích cơ thiểu số	8.277
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	0
(-) Cổ phiếu ưu đãi	0
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	8.277
Số lượng cổ phiếu lưu hành (tr cp)	288
<b>Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)</b>	<b>28.753</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá			
<b>Phương pháp</b>	<b>Giá (đ/cp)</b>	<b>Tỷ trọng</b>	<b>Giá mục tiêu (đ/cp)</b>
DCF	29.638	50%	14.819
EV/EBITDA, 1-yr forward	28.753	50%	14.376
Trung bình giá (đ/cp)			29.195
<b>Giảm giá</b>			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			29.195
<b>Làm tròn</b>			<b>29.200</b>
<b>Giá hiện tại</b>			<b>23.650</b>
<b>Tăng/(giảm) sv giá hiện tại</b>			<b>23,4%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Nguyên tệ)	Giá mục tiêu (Nguyên tệ)	Vốn hóa Tr US\$	PE (x)		P/BV (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (x)		D/E (x)
						TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	TTM	2021	
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>														
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	KKN	365,9	NA	8.028,1	75,6	NA	4,1	3,9	23,7	22,2	6,1	6,8	0,2
Gudian Changuan Electric Power	000966 CH Equity	KKN	8,1	NA	3.228,1	24,0	8,4	2,4	1,8	29,4	16,9	7,8	7,8	0,5
First Gen Corp	FGEN PM Equity	KKN	30,2	NA	2.137,2	5,9	9,6	0,9	0,8	4,8	4,3	12,3	11,3	0,6
Dian Swastatika Sentosa TPT	DSSA IJ Equity	KKN	33.300,0	NA	1.815,3	NA	NA	1,1	NA	5,0	NA	(4,0)	NA	0,7
SJVN Ltd	SJVN IN Equity	KKN	28,9	NA	1.513,1	6,9	NA	0,9	NA	6,8	5,4	13,2	12,2	0,6
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	KKN	3,9	NA	1.381,8	14,3	NA	0,6	NA	13,1	NA	4,5	NA	0,9
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	KKN	0,8	NA	960,3	14,7	13,6	0,6	0,7	5,3	5,2	4,4	5,4	1,7
<b>Trung bình</b>					<b>2.723,41</b>	<b>23,6</b>	<b>10,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>12,6</b>	<b>10,8</b>	<b>6,3</b>	<b>8,7</b>	<b>0,7</b>
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>														
Genco 3	PGV VN Equity	KKN	29.000,0	NA	1.431,7	18,2	NA	2,2	NA	8,7	NA	13,0	NA	3,4
PVPower	POW VN Equity	Khả quan	12.350,0	15.000,0	1.270,9	11,5	13,8	1,0	0,9	5,8	6,0	8,7	7,1	0,4
Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	KKN	18.100,0	NA	397,7	6,3	27,0	1,3	1,4	3,1	5,7	21,9	6,7	0,5
Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	KKN	16.700,0	NA	44,4	19,7	NA	0,8	NA	NA	NA	4,3	NA	0,3
<b>Trung bình</b>					<b>786,2</b>	<b>13,9</b>	<b>20,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	<b>12,0</b>	<b>6,9</b>	<b>1,2</b>
<b>PVPower Nhon Trạch 2</b>	<b>NT2 VN Equity</b>	<b>Khả quan</b>	<b>23.250,0</b>	<b>29.200,0</b>	<b>296,01</b>	<b>11,3</b>	<b>8,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>4,9</b>	<b>5,6</b>	<b>14,5</b>	<b>11,1</b>	<b>0,4</b>

Dữ liệu tại 27/10/2021

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**KQKD 9T21: Mức giảm sản lượng được bù đắp nhờ giá bán tăng**

Hình 7: Kết quả kinh doanh 9T21 của NT2

Thời gian	Q3/21	Q3/20	%svck	9T21	9T20	%svck	Sv dự phóng	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	460,8	772,2	-40,3%	2.370,0	3.183,9	-25,6%	69,4%	Sản lượng Qc huy động giảm trong 9T21 do: (1) EVN ưu tiên huy động từ nguồn điện rẻ như thủy điện, (2) Điện NLTT được ưu tiên do những chính sách hỗ trợ từ chính phủ, (3) Phụ tải điện miền Nam giảm mạnh do dịch Covid. Thấp hơn dự phóng của chúng tôi.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.712,0	1.492,6	81,7%	1.905,1	1.492,3	27,7%		Giá bán bình quân 9T21 tăng 27,7% svck do giá dầu Brent tăng mạnh, dẫn đến giá khí đầu vào tăng. Đáng chú ý, giá bán điện bình quân tăng 81,7% svck trong Q3/21 đạt mức 2.712đ/kWh.
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>1.249,6</b>	<b>1.152,6</b>	<b>8,4%</b>	<b>4.515,0</b>	<b>4.751,5</b>	<b>-5,0%</b>	<b>75,4%</b>	<b>Doanh thu 9T21 chỉ giảm 5% svck do sản lượng giảm mạnh, được bù đắp bởi giá điện tăng.</b>
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	(944,6)	(1.084,7)	-12,9%	(3.989,0)	(4.141,7)	-3,7%	76,9%	
<b>LN gộp (tỷ đồng)</b>	<b>305,1</b>	<b>67,9</b>	<b>349,3%</b>	<b>526,0</b>	<b>610,7</b>	<b>-13,9%</b>	<b>65,8%</b>	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>24,4%</i>	<i>5,9%</i>	<i>19%pts</i>	<i>11,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>-1%pts</i>		Biên LN gộp mở rộng đáng kể trong Q3/21 do ko phải ghi nhận chi phí bảo dưỡng như Q3/20, và giá bán điện cao hơn. Tuy nhiên, biên LN gộp 9T21 vẫn giảm 1 điểm % do sản lượng giảm và NT2 phải hoạt động dưới mức tỉ lệ sử dụng hiệu quả
EBIT (tỷ đồng)	287,0	40,2	613,9%	464,5	546,3	-15,0%	64,2%	
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	7,5	2,9	154,0%	13,7	14,2	-3,4%	97,7%	
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	(6,7)	(48,5)	-86,2%	(47,6)	(110,6)	-56,9%	110,4%	Chi phí tài chính giảm 58% svck do NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ ngoại tệ dài hạn từ Q2/21, giúp chi phí lãi vay và chi phí bảo hiểm giảm đáng kể trong 9T21.
<b>LN trước thuế (tỷ đồng)</b>	<b>287,8</b>	<b>(5,4)</b>	<b>na</b>	<b>430,6</b>	<b>449,9</b>	<b>-4,3%</b>	<b>62,4%</b>	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	<i>23,0%</i>	<i>-0,5%</i>		<i>9,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>0%pts</i>		
<b>LN ròng</b>	<b>273,8</b>	<b>(5,9)</b>	<b>na</b>	<b>412,7</b>	<b>422,1</b>	<b>-2,2%</b>	<b>63,5%</b>	<b>Do đó, LN ròng 9T21 hoàn thành 69,2% dự phóng của chúng tôi</b>
EPS (đồng/cp)	996,0	(40,0)	na	1.376,0	1.409,0	-2,3%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Triển vọng 2021-23: Sản lượng sẽ dần phục hồi**

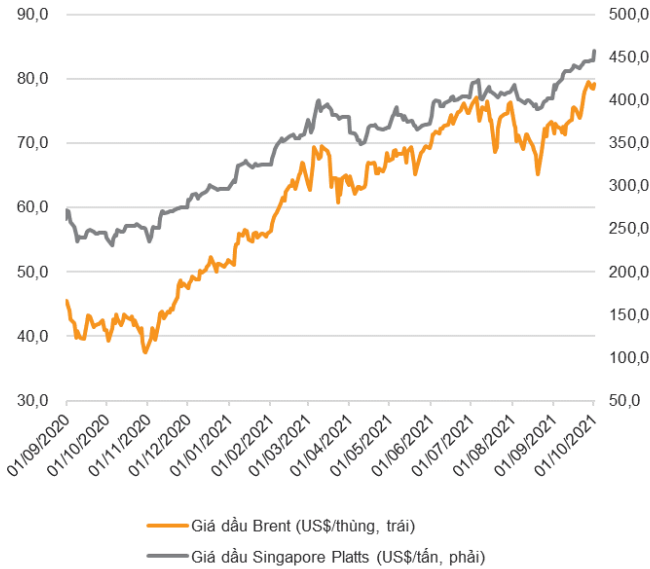
**Chúng tôi tin rằng năm 2021 sẽ là nền thấp cho sản lượng của NT2**

Sản lượng điện của NT2 đã trả qua thời gian khó khăn do sản lượng Qc huy động thấp kể từ Q4/20 và giảm 25% svck trong 9T21 do (1) Giá dầu tăng mạnh dẫn đến giá đầu vào tăng, ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của NT2 do giá bán điện tăng theo; (2) EVN ưu tiên huy động từ nguồn thủy điện do giá điện rẻ hơn; (3) Điện NLTT được hưởng lợi với mức huy động cao nhờ sự hỗ trợ và định hướng của chính phủ; (4) Phụ tải điện đạt mức thấp trong bối cảnh giãn cách xã hội từ Q2/21, đặc biệt là tại miền Nam và các khu công nghiệp. Mặc dù đã có những biện pháp nới lỏng giãn cách và phục hồi các hoạt động, chúng tôi tin rằng sản lượng điện của NT2 sẽ vẫn giảm 12,5% svck trong năm 2021 do:

- Thủy điện sẽ được ưu tiên huy động do pha La Nina có khả năng kéo dài đến hết tháng 2/2022, và các nhà máy thủy điện tại miền Nam tiếp tục được ưu tiên với sản lượng huy động cao từ EVN.

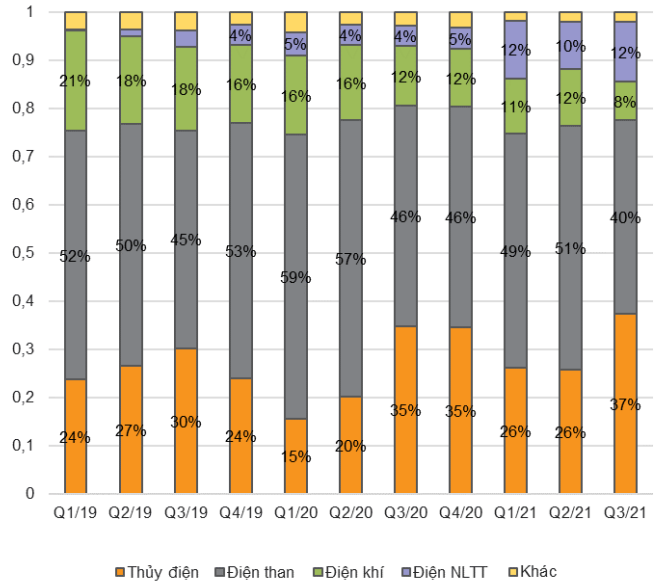
- Giá khí sẽ giữ ở mức cao do chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ giao động ở mức 72-25US\$/thùng trong giai đoạn 2022-23, dẫn tới giá bán điện bình quân tăng dự báo khoảng 12,4% svck trong năm 2021.
- Chúng tôi tin rằng Chính phủ sẽ dần dần áp dụng các biện pháp mở cửa trở lại hậu Covid-19 trong thời gian cuối năm, và chúng tôi kỳ vọng nhu cầu điện sẽ khôi phục trở lại từ năm 2022.

**Hình 8: Giá dầu Brent và Singapore Platts ghi nhận xu hướng tăng mạnh từ Q4/20**



Nguồn: Bloomberg – tại ngày 03/10/2021

**Hình 9: Tỷ trọng huy động sản lượng điện khí tiếp tục được thu hẹp trong Q3/21 trong khi NLLT và thủy điện được huy động cao hơn.**



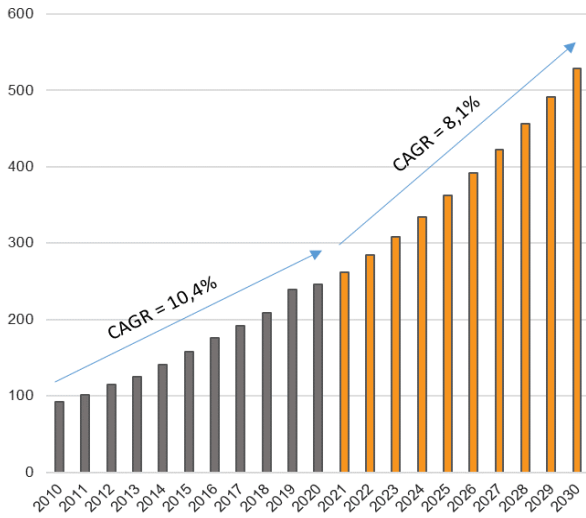
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, EVN

### Sản lượng sẽ hồi phục từ 2022-23 trong khi giá bán giữ ở mức cao

Trong những năm tới, chúng tôi tin rằng vai trò của điện khí sẽ được củng cố nhờ tính chất ổn định, và NT2 sẽ được hưởng lợi và có mức Qc cao hơn mức nền thấp năm 2021. Cụ thể, chúng tôi dự báo sản lượng điện sẽ tăng 20% svck trong năm 2022, đạt tỉ lệ sử dụng cao khoảng 62%, trước khi giảm nhẹ 3,8% svck trong năm 2023 do kế hoạch trùng tu nhà máy của doanh nghiệp. Chúng tôi đưa ra một số lý do củng cố triển vọng tươi sáng của NT2:

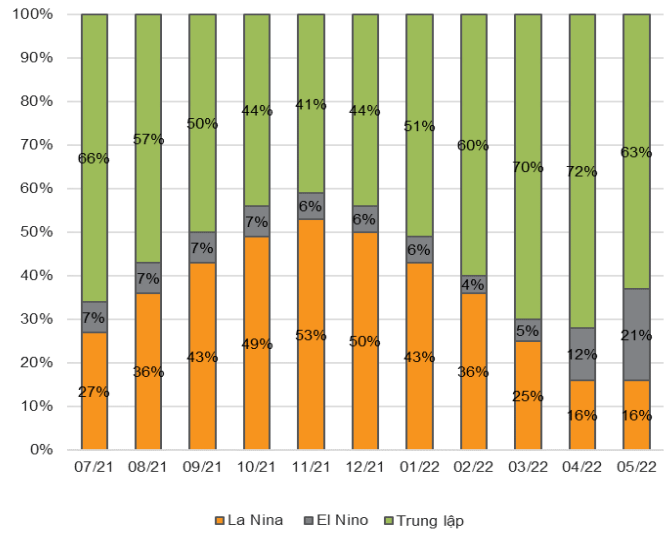
- Chúng tôi tin rằng nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam sẽ tăng trưởng ở mức cao từ năm 2022 khi dịch Covid-19 được kiểm soát tại Miền Nam và các các khu công nghiệp. Theo Bộ Công Thương, Việt Nam có thể bước vào giai đoạn thiếu điện từ 2021 trở đi do nhu cầu điện tăng cao với mức tăng trưởng kép dự báo đạt 8,1% trong giai đoạn 2021-30.
- Tăng trưởng sản lượng thủy điện sẽ giảm tốc từ Q1/22 khi pha La Nina suy yếu và El Nino có khả năng cao xảy ra từ tháng 5, tháng 6 theo số liệu từ Viện Nghiên cứu Khí hậu và Xã hội Quốc tế (IRI).
- Điện khí đóng vai trò quan trọng như một nguồn điện dự phòng thô để phục vụ nhu cầu phụ tải lớn vào buổi tối khi điện mặt trời không còn tác dụng.

**Hình 10: Sản lượng tiêu thụ điện sẽ phục hồi và tăng trưởng kép ở mức 8,1% trong giai đoạn 2021-30 (Đơn vị: tỷ kWh)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bộ Công Thương

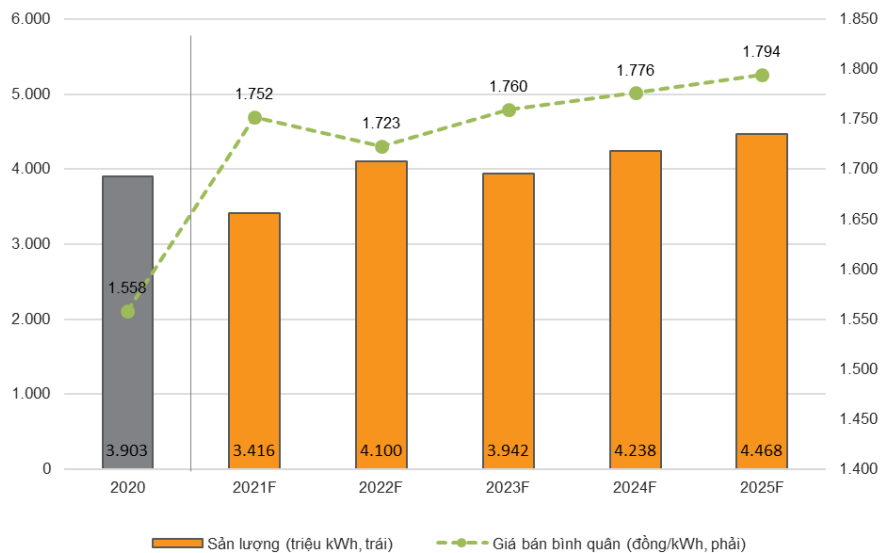
**Hình 11: Pha La Nina sẽ suy yếu từ Q1/22 và pha El Nino có khả năng xảy ra cao hơn từ tháng 5/2022 (Đơn vị: %)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

Chúng tôi tin rằng năm 2021 sẽ là bước nhảy vọt trong giá bán điện bình quân, và đạt 12,4% svck nhờ giá khí tăng cao. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng đà tăng của nguồn nhiên liệu này sẽ giảm tốc và tiếp tục duy trì ở mức cao trong năm 2022-23 do chúng tôi kì vọng giá Brent sẽ ổn định lại trong thời gian tới. Vậy nên chúng tôi dự báo giá điện bình quân của NT2 sẽ giao động quanh mức 1.723-1.760đ/kWh trong giai đoạn 2022-23 và sẽ tiếp tục tăng với tốc độ chậm trong các năm tiếp theo.

**Hình 12: Giá bán điện bình quân của NT2 sẽ giữ ở mức cao khoảng 1.720-1.800đ/kWh trong các năm tới.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ nước ngoài từ Q2/21

Trong tháng 6/2021, NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ trả nợ vay dài hạn nước ngoài đúng hạn. Đặc biệt, Việt hoàn thành trả xong khoản nợ 240,65 triệu USD bao gồm cả gốc và lãi có bảo lãnh của Chính phủ đã khẳng định hiệu quả hoạt động của nhà máy điện Nhơn Trạch 2 trong những năm qua. Do đó, chúng tôi ước tính chi phí tài chính của NT2 sẽ giảm mạnh trong năm 2021 do chi phí lãi vay và phí bảo hiểm khoản vay giảm. Bên cạnh đó, tỷ lệ đòn bẩy bao gồm tỷ lệ nợ/tài sản và tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu, sẽ giảm xuống lần lượt 0,05 và 0,06 trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng việc hoàn thành trả nợ sẽ cải thiện dòng tiền từ hoạt động tài chính của doanh nghiệp và giúp giảm áp lực từ chi phí lãi vay cũng như rủi ro chênh lệch tỷ giá trong thời gian tới. Hiện tại trong bản cân đối kế toán của mình trong Q3/21, NT2 ghi nhận khoản vay ngắn hạn khoảng 615 tỷ đồng, chủ yếu là các khoản vay vốn lưu động để phục vụ hoạt động kinh doanh. Chúng tôi đưa ra giả định các khoản vay ngắn hạn này sẽ duy trì ở mức 300 tỷ mỗi năm với lãi suất dự kiến 5%.

**Hình 13: NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ nợ dài hạn kể từ tháng 6 năm 2021, giúp tỷ lệ đòn bẩy tài chính giảm đáng kể từ năm 2021.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

### Cập nhật triển vọng kinh doanh giai đoạn 2021-23

Xem xét lại triển vọng của NT2 trong giai đoạn 2021-23, chúng tôi điều chỉnh EPS cho năm 2021/22/23 lần lượt -14,0%/-0,2%/2,0% so với dự báo trước đó. Các điều chỉnh dựa theo:

- Chúng tôi giảm triển vọng sản lượng năm 2021/22/23 xuống lần lượt 25,7%/19,0%/9,1% so với dự báo trước đó để phản ánh mức huy động sản lượng thấp hơn cho các nhà máy điện khí. Bên cạnh đó, việc triển khai một số dự án điện NLTT sắp tới có thể cản trở sự tăng trưởng của nguồn điện này.
- Chúng tôi nâng kỳ vọng giá bán điện bình quân của NT2 lên lần lượt 9,7%/8,0%/7,9% trong năm 2021/22/23 để phản ánh xu hướng tăng của giá nhiên liệu đầu vào, kéo theo giá điện tăng cao. Cụ thể, chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức cao khoảng 72-75USD/thùng trong giai đoạn năm 2021-23, giúp cho giá bán điện khí dao động ở mức cao khoảng 1.720-1.800đ/kWh.
- Chúng tôi hạ dự phóng doanh thu xuống lần lượt 14,3%/12,5%/3,2% trong năm 2021/22/23 so với dự báo trước đó do sản lượng giảm mạnh nhưng được bù đắp bởi giá bán điện bình quân tăng cao.

- Chúng tôi giảm dự phóng chi phí tài chính để phản ánh việc hoàn thành nghĩa vụ nợ của NT2 trong Q2/21. Đáng chú ý, chúng tôi điều chỉnh chi phí tài chính giảm 57,8%/53,8%/64,6% trong năm 2021/22/23 sv dự báo trước đó.
- Do vậy, LN ròng và EPS sẽ được điều chỉnh lần lượt -14,0%/-0,2%/2,0% trong năm 2021/22/23.

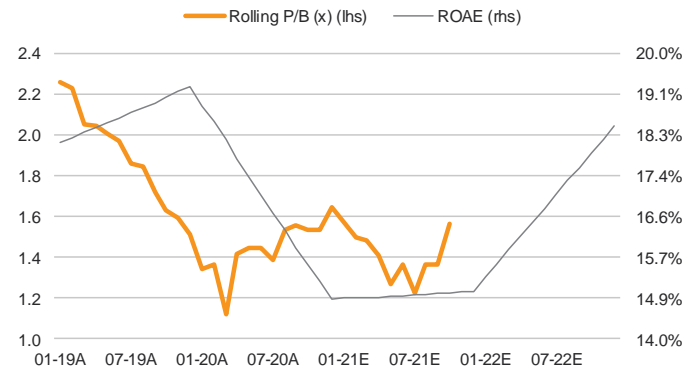
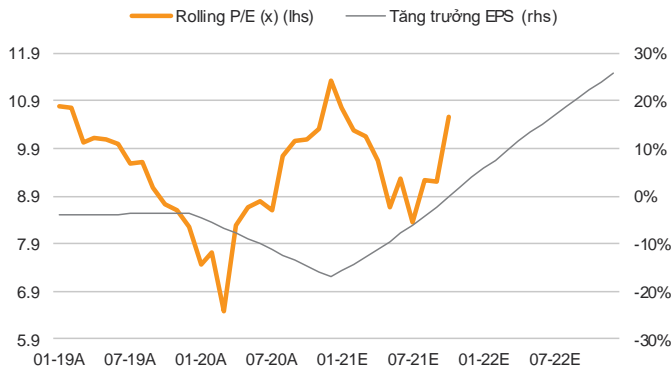
Hình 14: Điều chỉnh dự phóng cho giai đoạn 2021-23

	2020	2021			2022			2023		
		Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi	Dự phóng cũ	Dự phóng mới	% thay đổi
Sản lượng (tr kWh)	3.903,0	4.599,0	3.416,4	-25,7%	5.059,0	4.099,7	-19,0%	4.336,2	3.942,0	-9,1%
ASP (đ/kWh)	1.558,4	1.593,4	1.751,9	9,9%	1.595,0	1.722,6	8,0%	1.631,2	1.760,0	7,9%
Tỉ lệ sử dụng (%)	59%	70%	52%	-18%pts	77%	62%	-15%pts	66%	60%	-6%pts
<b>Doanh thu</b>	6.082,2	<b>6.980,7</b>	<b>5.985,2</b>	<b>-14,3%</b>	<b>8.071,0</b>	<b>7.062,1</b>	<b>-12,5%</b>	<b>7.166,3</b>	<b>6.937,7</b>	<b>-3,2%</b>
Giá vốn hàng bán	(5.187,5)	(6.044,0)	(5.185,6)	-14,2%	(7.043,0)	(6.065,9)	-13,9%	(6.335,5)	(6.110,1)	-3,6%
LN gộp	894,8	936,6	799,6	-14,6%	1.028,0	996,2	-3,1%	830,8	827,6	-0,4%
Biên LN gộp (%)	0,1	13,4%	13,4%	-0,1%	12,7%	14,1%	1,4%	11,6%	11,9%	0,3%
Chi phí bán hàng & QLDN	(85,0)	(89,3)	(76,5)	-14,3%	(102,0)	(89,3)	-12,5%	(93,7)	(90,7)	-3,2%
EBIT	809,8	847,3	723,1	-14,7%	926,0	906,9	-2,1%	737,1	736,9	0,0%
Chi phí tài chính	(160,2)	(102,0)	(43,1)	-57,7%	(106,0)	(49,4)	-53,4%	(99,0)	(34,7)	-65,0%
LN trước thuế	663,3	799,8	690,1	-13,7%	864,0	867,7	0,4%	695,2	712,4	2,5%
LN sau thuế	625,3	756,2	649,9	-14,0%	819,0	817,6	-0,2%	658,0	671,1	2,0%
<b>LN ròng</b>	625,3	<b>756,2</b>	<b>649,9</b>	<b>-14,0%</b>	<b>819,0</b>	<b>817,6</b>	<b>-0,2%</b>	<b>658,0</b>	<b>671,1</b>	<b>2,0%</b>
Biên LN ròng (%)	0,1	10,8%	10,9%	0,0%	10,1%	11,6%	1,4%	9,2%	9,7%	0,5%
EPS (đ/cp)	2.172,1	2.626,8	2.257,7	-14,0%	2.845,0	2.840,0	-0,2%	2.285,8	2.331,2	2,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty



Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	5.985	7.062	6.938
Giá vốn hàng bán	(5.186)	(6.066)	(6.110)
Chi phí quản lý DN	(77)	(89)	(91)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>723</b>	<b>907</b>	<b>737</b>
EBITDA thuần	1.417	1.600	1.427
Chi phí khấu hao	(694)	(693)	(690)
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>723</b>	<b>907</b>	<b>737</b>
Thu nhập lãi	14	14	14
Chi phí tài chính	(43)	(49)	(35)
Thu nhập ròng khác	(4)	(4)	(4)
TN từ các Cty LK & LD			
<b>LN trước thuế</b>	<b>690</b>	<b>868</b>	<b>712</b>
Thuế	(40)	(50)	(41)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>650</b>	<b>818</b>	<b>671</b>
Thu nhập trên vốn	650	818	671
Cổ tức phổ thông	(576)	(720)	(720)
<b>LN giữ lại</b>	<b>74</b>	<b>98</b>	<b>(49)</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	481	1.228	1.883
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.563	1.813	1.796
Hàng tồn kho	264	335	324
Các tài sản ngắn hạn khác	11	18	15
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.320</b>	<b>3.394</b>	<b>4.019</b>
Tài sản cố định	3.501	2.814	2.131
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	259	333	314
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6.080</b>	<b>6.542</b>	<b>6.463</b>
Vay & nợ ngắn hạn	283	283	283
Phải trả người bán	419	647	573
Nợ ngắn hạn khác	999	1.117	1.151
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.701</b>	<b>2.047</b>	<b>2.006</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	5	15	18
Vốn điều lệ và	2.879	2.879	2.879
LN giữ lại	1.356	1.454	1.405
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.375</b>	<b>4.480</b>	<b>4.438</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.080</b>	<b>6.542</b>	<b>6.463</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21E	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>690</b>	<b>868</b>	<b>712</b>
Khấu hao	694	693	690
Thuế đã nộp	(40)	(50)	(41)
Các khoản điều chỉnh khác	(76)	(26)	(14)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>212</b>	<b>(35)</b>	<b>12</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>1.480</b>	<b>1.449</b>	<b>1.359</b>
Đầu tư TSCĐ	(7)	(6)	(6)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	2	1	2
Các khoản khác	(4)	(0)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	14	14	14
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>5</b>	<b>9</b>	<b>9</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(492)	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	3	8	7
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(576)	(720)	(720)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(1.065)</b>	<b>(712)</b>	<b>(713)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	62	481	1.228
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>420</b>	<b>746</b>	<b>655</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	481	1.228	1.883

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	10,9%	11,6%	9,7%
Vòng quay TS	0,96	1,12	1,07
ROAA	10,4%	13,0%	10,3%
Đòn bẩy tài chính	1,44	1,43	1,46
ROAE	15,0%	18,5%	15,0%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	91,7	90,1	90,9
Số ngày nắm giữ HTK	18,5	20,1	19,3
Số ngày phải trả tiền bán	29,5	38,9	34,2
Vòng quay TSCĐ	1,56	2,24	2,81
ROIC	14,0%	17,2%	14,2%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,4	1,7	2,0
Khả năng thanh toán nhanh	1,2	1,5	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,3	0,6	0,9
Vòng quay tiền	80,7	71,3	76,0
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(1,6%)	18,0%	(1,8%)
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(10,7%)	25,4%	(18,7%)
Tăng trưởng LN ròng	3,9%	25,8%	(17,9%)
Tăng trưởng EPS	3,9%	25,8%	(17,9%)

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>