

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

Giá thị trường	Giá mục tiêu	Tỷ suất cổ tức	Khuyến nghị	Ngành
VND26.000	VND33.000	7,99%	KHẢ QUAN	Điện

Ngày 28/07/2022

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

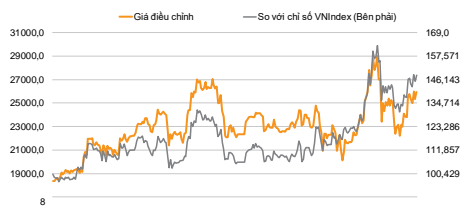
Consensus*: Mua:7 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 19,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2022/23/24 tăng lần lượt 23,6%/13,6%/16,7%.

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	29.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	42,116tr
Thị giá vốn (tỷ VND)	7.298
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	8,3
P/B hiện tại (x)	1,76

Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Quý 2 rực rỡ khẳng định cho một năm phục hồi

- Doanh thu Q2/22 tăng 66% svck đạt 2.688 tỷ đồng nhờ sản lượng và giá bán điện tăng mạnh, LN ròng tăng mạnh 1.386% svck đạt 365 tỷ đồng.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng 2022/23/24 tăng 51%/6%/28% svck hỗ trợ bởi mức tăng sản lượng 29%/5%/10% svck và biên LN gộp cải thiện.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn 33.000đ/cp, với EPS 2022/23/24 điều chỉnh tăng lần lượt 23,6%/13,6%/16,7%.

Điểm lại KQKD Q2/22: Sản lượng huy động tốt, cải thiện biên LN gộp

Doanh thu Q2/22 NT2 tăng 66% svck đạt 2.688 tỷ đồng hỗ trợ bởi mức tăng mạnh cả giá bán (+34% svck) lẫn sản lượng (+24% svck), trong bối cảnh giá khí tăng cao. Do đó, biên LN gộp Q2/22 của công ty cũng được cải thiện 10,7 điểm % lên 15,2% từ mức rất thấp trong Q2/21. Doanh thu tài chính giảm 48% svck với doanh thu tiền gửi giảm mạnh, chi phí tài chính cũng giảm 85% svck do doanh nghiệp đã hoàn tất trả nợ vay dài hạn từ Q2/21. Theo đó, LN ròng Q2/22 tăng mạnh 1.386% svck đạt 365 tỷ đồng, giúp LN ròng 6T22 tăng 276% svck lên mức 524 tỷ đồng, hoàn thành 74% dự phóng của chúng tôi.

Chúng tôi tin rằng sản lượng điện NT2 sẽ tăng dần trong 2022-24

Chúng tôi dự phóng sản lượng điện 2022 sẽ phục hồi 29% svck đạt 4.133tr kWh, từ mức nền thấp năm 2021, với giá bán điện duy trì ở mức cao đạt 1.996đồng/kWh. Trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu điện Việt Nam sẽ tăng mạnh, củng cố thêm cho triển vọng của NT2, theo đó, mặc dù nhà máy sẽ trải qua kỳ đại tu trong 2023, chúng tôi vẫn kỳ vọng tăng trưởng sản lượng dương 5% svck đạt 4.338tr kWh nhờ nhu cầu phục hồi và giá bán điện giảm 10,4% svck với dự báo giá dầu Brent ở mức trung bình 90USD/thùng. Trong 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện tăng 10,4% svck đạt 4.783 tỷ kWh với giá bán điện giảm nhẹ 1,3% svck đạt 1.761 đồng/kWh. Do đó, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu 2022/23/24 điều chỉnh tương ứng +12,1%/-6,1%/+8,7% svck đạt lần lượt 8.250, 7.749, và 8.426 tỷ đồng. Biên LN gộp cũng sẽ được cải thiện đạt 12,1%/13,6%/15,7% nhờ sản lượng huy động tăng lên. LN ròng nhờ đó dự báo tăng trưởng đạt 51%/6%/28% svck lên lần lượt 809, 856, 1.098 tỷ đồng.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.000đ/cp

Chúng tôi tăng giá mục tiêu lên 33.000đ/cp, tăng 13% sv báo cáo trước do những điều chỉnh tăng EPS 2022/23/24 lần lượt 23,6%/13,6%/16,7%. Giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỷ trọng tương đương. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Sản lượng huy động cao hơn dự kiến; 2) Khoản LN chênh lệch tỷ giá 400 tỷ đồng được ghi nhận; 3) Tỷ lệ trả cổ tức cao hơn trong tương lai. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Giá khí cao hơn dẫn đến tình trạng cắt giảm công suất; 2) Nhu cầu điện phục hồi chậm hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.082	6.150	8.250	7.749
Tăng trưởng DT thuần	(20,5%)	1,1%	34,2%	(6,1%)
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	11,0%	12,1%	13,6%
Biên EBITDA	22,3%	20,4%	19,5%	21,4%
LN ròng (tỷ)	625	534	809	856
Tăng trưởng LN ròng	(17,1%)	(14,6%)	51,5%	5,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.172	1.854	2.809	2.974
EPS điều chỉnh	2.172	1.854	2.809	2.974
BVPS	14.928	14.706	15.988	17.028
ROAE	14,8%	12,5%	18,3%	18,0%

Nguồn: VND RESEARCH

Luận điểm đầu tư

Nhơn Trạch 2 (NT2) với tổng công suất 750MW hiện tại là một trong những nhà máy nhiệt điện khí có hiệu suất cao nhất cả nước đạt 58%. Nhờ đó, doanh nghiệp đã ghi nhận sản lượng huy động tích cực với tỉ lệ công suất vượt trội so với các đối thủ, đạt 66% tổng công suất trong Q2/22. Đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam đang trải qua một quá trình chuyển dịch năng lượng mạnh mẽ, khi Chính phủ ưu tiên cân bằng các yếu tố vĩ mô và yếu tố môi trường. Với những kỳ vọng về một quá trình chuyển đổi năng lượng xanh mạnh mẽ, chúng tôi đặt niềm tin vào các doanh nghiệp tập trung vào các nguồn năng lượng sạch hơn, với cơ hội ghi nhận tăng trưởng tốt trong các năm tới. Do đó, NT2 là một trong những cổ phiếu ưa thích của chúng tôi trong luận điểm này.

Bên cạnh đó, NT2 có lợi thế với hợp đồng mua bán khí (GSA) với sản lượng khí đảm bảo 784tr m³/năm, giúp doanh nghiệp luôn chủ động trong nguồn khí và sẵn sàng để huy động. Với những dự báo về nhu cầu điện sẽ tăng mạnh trong trong các năm tới khi nền kinh tế Việt nam quay trở lại quỹ đạo tăng trưởng, chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ ghi nhận sản lượng huy động tích cực, tăng lần lượt 29%/5%/10% trong 2022/23/24 từ mức nền thấp trong năm 2021. Chúng tôi tin rằng việc được huy động với tỉ lệ công suất cao hơn sẽ giúp cải thiện hiệu quả nhà máy, tăng biên LN gộp đạt lần lượt 12,1%/13,6%/15,6%. Theo đó, LN ròng 2022/23/24 dự báo tăng lần lượt 51,5%/6,0%/28,3% svck.

Chúng tôi tin rằng, NT2 có thể sẽ trả một dòng cổ tức cao hơn trong các năm tới khi doanh nghiệp đã hoàn thành trả nợ vay dài hạn trong Q2/21. Bên cạnh đó, trong bối cảnh công ty mẹ - POW đang có nhu cầu vốn lớn để thực hiện các dự án nhà máy mới, đây có thể sẽ là động lực để ban lãnh đạo NT2 đưa ra một kế hoạch trả cổ tức tiền mặt cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng NT2 có thể ghi nhận khoản LN chênh lệch tỷ giá 400 tỷ khi đánh giá lại khoản vay từ 2015. Hiện tại, doanh nghiệp đang tích cực làm việc với EVN và Bộ Công thương (MOIT) về khoản LN này và chúng tôi sẽ cập nhật khi có thông tin mới.

Hiện tại NT2 đang được giao dịch với P/E 8,3 lần và EV/EBITDA 6,0 lần, một mức định giá khá rẻ so với trung bình ngành điện. Chúng tôi tin rằng đây là giai đoạn tốt để bắt đầu tích lũy cổ phiếu này với tính chất ngành phòng thủ, chính sách cổ tức hấp dẫn và dự phóng tăng trưởng EPS cao trong các năm tới.

Hình 2: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (Dữ liệu tại 27/07/2022)

Tên công ty	Mã cp	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
		Nội tệ	Nội tệ			tr US\$	TTM	2022	Hiện tại	2022	TTM	2022	TTM
Doanh nghiệp nước ngoài													
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	209,1	NA	KKN	4.393,2	19,9	26,3	2,0	2,0	11,6	12,0	10,8	7,9
First Gen Corp	FGEN PM Equity	17,0	NA	KKN	1.119,8	3,6	4,2	0,5	0,3	3,9	3,1	9,7	8,4
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	4,1	NA	KKN	1.392,4	NA	21,4	0,8	0,7	NA	NA	-9,8	3,6
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,6	NA	KKN	671,3	11,8	10,4	0,5	0,5	4,6	4,1	4,0	4,8
Doanh nghiệp trong nước													
PVPower	POW VN Equity	13.100	20.400	Khả quan	1.312,4	15,3	16,3	1,1	1,0	6,2	5,7	6,3	6,4
GENCO3	PGV VN Equity	25.000	NA	KKN	1.201,5	10,2	10,5	1,6	1,6	7,6	NA	16,1	NA
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	15.900	NA	KKN	340,1	17,5	11,4	1,3	1,5	5,0	5,9	6,9	10,8
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	21.150	NA	KKN	291,3	19,4	18,1	1,9	1,7	10,7	11,0	10,3	11,0
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	16.750	NA	KKN	43,3	9,5	NA	0,8	NA	11,9	NA	8,5	NA
Trung bình						13,4	14,8	1,1	1,2	7,7	6,5	7,0	7,6
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	25.900	33.000	Khả quan	319,0	8,3	12,5	1,7	1,4	4,5	4,1	20,9	15,1

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.000đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn đạt 33.000đ/cp cho NT2 (+13% sv báo cáo trước). Giá mục tiêu dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỷ trọng tương đương:

- Định giá DCF 5 năm (WACC: 13,6%, COE: 14,0%, tăng trưởng dài hạn: 0,0%) để phản ánh quan điểm thận trọng của chúng tôi với triển vọng tăng trưởng của NT2. Chúng tôi cho rằng DCF là phương pháp định giá phù hợp do NT2 ghi nhận dòng tiền ổn định và có thể được dự đoán.
- Phương pháp EV/EBITDA với hệ số nhân 6,5 lần để phản ánh quan điểm của chúng tôi về triển vọng của NT2 với sản lượng huy động cao hơn trong năm tới. Chúng tôi đưa ra mức định giá theo EV/EBITDA cho năm 2022 là 31.162đ/cp

Hình 3: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	1.605	1.658	1.926	1.832	1.223
(-) Chi phí khấu hao	(711)	(708)	(708)	(511)	(157)
EBIT	894	949	1.218	1.321	1.066
(-) Thuế	(89)	(95)	(183)	(264)	(160)
Thuế (%)	10%	10%	15%	20%	15%
EBIAT	804	854	1.035	1.057	906
(+) Chi phí khấu hao	711	708	708	511	157
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(156)	(177)	(30)	(105)	88
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(2)	(3)	(2)	(2)	(2)
FCFF	1.357	1.383	1.710	1.461	1.149
Giá trị dòng tiền năm cuối					8.419

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: DCF – Các giả định

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Mô hình định giá DCF

Định giá DCF	
Giá trị doanh nghiệp	9.354
(-) Nợ	(383)
(+) Tiền mặt	1.012
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	9.983
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	9.983
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	34.679

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Phương pháp định giá EV/EBITDA

Phương pháp định giá EV/EBITDA	
EV/EBITDA mục tiêu, 1 năm	6,5x
Giá trị doanh nghiệp	8.342
(-) Nợ	(383)
(+) Tiền mặt	1.012
Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cơ thiểu số	8.971
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	8.971
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	31.162

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá			
Phương pháp	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
DCF	34.679	50%	17.340
EV/EBITDA 1 năm	31.162	50%	15.581
Trung bình giá (đ/cp)			32.921
Giảm giá			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			32.921
Làm tròn			33.000
Giá hiện tại			25.000
Tăng/(giảm) sv giá hiện tại			31,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tiềm năng tăng giá

- Nhu cầu điện phục hồi nhanh hơn dự kiến, giúp sản lượng huy động của NT2 được cải thiện.
- Khoản lợi nhuận 400 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá được ghi nhận trong thời gian tới.

Rủi ro giảm giá

Chúng tôi có quan điểm thận trọng và đưa ra một số những yếu tố có thể làm hạn chế sản lượng huy động của NT2, đặc biệt là trong giai đoạn Q4/22:

- Nửa cuối năm sẽ là giai đoạn mùa mưa tại miền Nam, pha La Nina thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy thủy điện tại khu vực này sẽ được ưu tiên huy động với tỉ lệ cao, và điều này có thể ảnh hưởng lên sản lượng huy động của điện khí.
- Chúng tôi nhận thấy sự trở lại của 4GW điện gió trong các tháng cuối năm khi các đợt gió mùa quay trở lại (thường bắt đầu từ tháng 11) và đây cũng là lý do cộng hưởng khiến sản lượng NT2 bị huy động chậm lại, đặc biệt trong bối cảnh giá khí neo cao.
- Chúng tôi tin rằng với những dự đoán về giá khí neo cao từ nay đến cuối năm, ảnh hưởng bởi giá dầu Brent cao sẽ khiến giá bán điện của NT2 dự báo đạt 1.996đ/kWh, gây áp lực lên khả năng cạnh tranh của nhà máy.

Trong dài hạn:

- Giá khí cao hơn dự kiến có thể sẽ khiến NT2 bị cắt giảm công suất.
- Nhu cầu điện phục hồi thấp hơn dự kiến.

QUÝ 2 RỰC RỠ KHẲNG ĐỊNH CHO MỘT NĂM PHỤC HỒI

Tóm tắt Q2/22: Sản lượng huy động tích cực cải thiện biên LN gộp

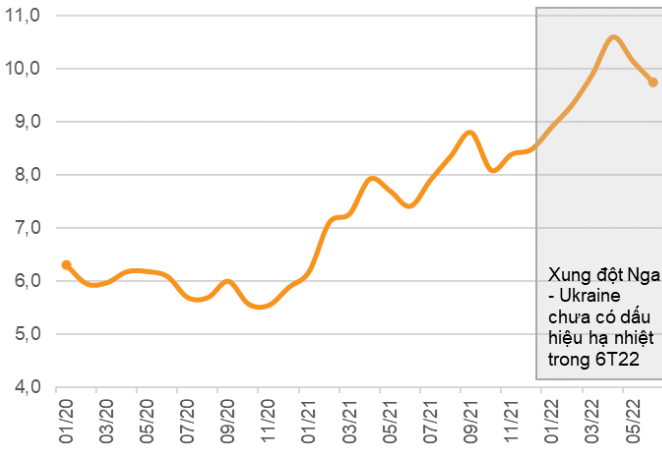
Hình 8: Tổng hợp KQKD Q2/22 của NT2

Thời gian	Q2/22	Q2/21	%svck	6T22	6T21	%svck	Sv dự phóng	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	1.181,4	955,2	24%	2.176,3	1.961,7	10,9%	55,8%	Sản lượng điện Q2/22 tăng 23,7% svck đạt 1.091,7tr kWh, sản lượng 6T22 tăng 11% svck đạt 2.176tr kWh. Trong đó, sản lượng hợp đồng Qc chiếm 87% tổng sản lượng Sản lượng ghi nhận tích cực là do: 1) Nhu cầu điện tăng phục hồi tại miền Nam; 2) Cà Mau 1&2 đang gặp tình trạng thiếu khí và phải mua khí bổ sung giá cao; 3) Nhơn Trạch 1 và Bà Rịa ghi nhận sản lượng thấp do giá vận chuyển cao.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.275,3	1.691,5	35%	2.157,1	1.664,5	29,6%		Giá bán điện bình quân Q2/22 tăng 34,5% svck đạt 2.275đ/kWh do giá khí tăng cao, neo theo giá dầu Brent tăng mạnh với những ảnh hưởng từ xung đột Nga - Ukraine.
Doanh thu (tỷ đồng)	2.688,0	1.615,7	66%	4.694,5	3.265,4	43,8%	59,6%	Do đó, doanh thu Q2/22 tăng 66,4% svck đạt 2.688 tỷ đồng nhờ sản lượng cùng với giá bán đều tăng.
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	2.278,9	1.542,8	48%	4.100,3	3.044,5	34,7%	58,1%	
LN gộp (tỷ đồng)	409,1	72,9	461%	594,2	220,9	169,0%	69,9%	LN gộp Q2/22 tăng 461% svck đạt 409 tỷ đồng
Biên LN gộp (%)	15,2%	4,5%	11 điểm%	12,7%	6,8%	6 điểm%		Biên LN gộp cải thiện 10,7 điểm% đạt 15,2% từ mức biên rất thấp chỉ 4,5% trong Q2/21, chủ yếu nhờ sản lượng phục hồi, nâng hiệu quả hoạt động của nhà máy.
EBIT (tỷ đồng)	384,2	21,5	1686%	552,2	142,8	286,6%	70,8%	
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	1,5	3,6	-58%	3,2	6,2	-48,2%	23,0%	Doanh thu tài chính Q2/22 giảm 48% svck đạt 1,5 tỷ đồng do doanh thu tiền gửi giảm.
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	4,9	34,5	-86%	7,0	40,9	-82,9%	50,1%	Chi phí tài chính Q2/22 giảm 85,5% svck đạt 4,9 tỷ đồng do công ty đã trả hết nợ dài hạn từ Q2/21.
LN trước thuế (tỷ đồng)	384,3	26,8	1334%	552,4	148,4	272,3%	74,0%	
Biên LN trước thuế (%)	14,3%	1,7%	13 điểm%	11,8%	4,5%	7 điểm%		
LN ròng (tỷ đồng)	365,0	24,6	1387%	524,6	139,5	276%	74,9%	Do đó, LN ròng Q2/22 đạt 365 tỷ đồng (+1386% svck), kéo theo mức tăng 276% svck LN ròng 6T22 đạt 524,6 tỷ đồng. Hoàn thành 74% dự phóng cả năm của chúng tôi.
EPS (đ/cp)	1.249,0	61,0	1948%	1.784,0	436,0	309,2%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

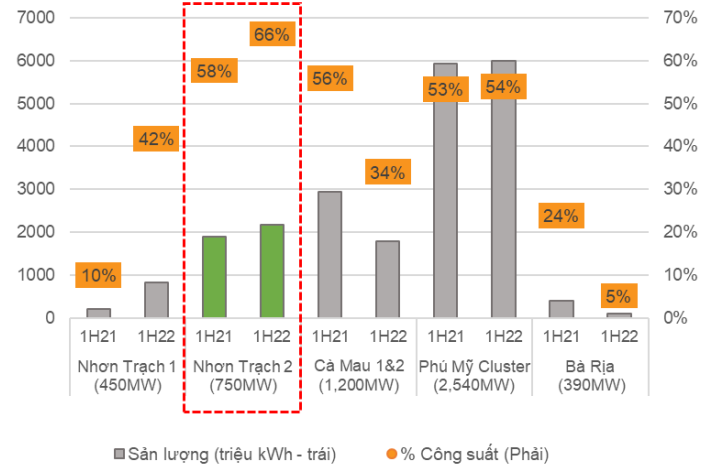
Nhơn Trạch 2 được huy động ở mức cao hơn các công ty cùng ngành

Hình 9: Giá khí NT2 ghi nhận mức tăng mạnh trong 6T22, neo theo đà tăng giá Brent trong bối cảnh cuộc xung đột Ukraine - Nga



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 10: Nhơn Trạch 2 được huy động với tỷ lệ công suất cao hơn các công ty cùng ngành trong 6 tháng đầu năm 2022



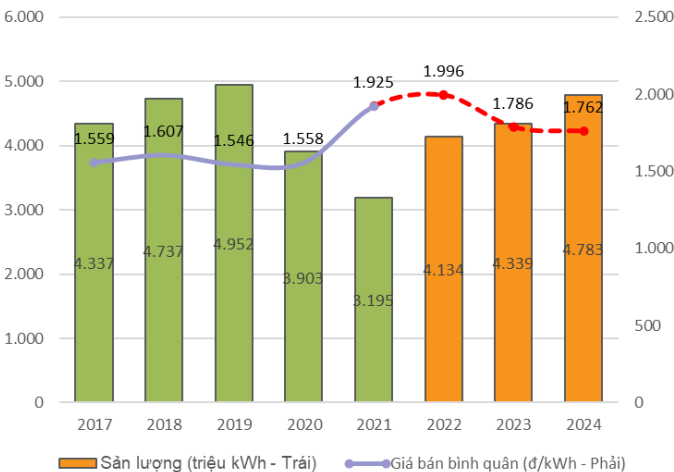
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3, PVPower, Báo cáo công ty

Với việc giá dầu Brent tăng mạnh trong bối cảnh xung đột Nga - Ukraine, Nhơn Trạch 2 ghi nhận giá khí đốt tăng 34% svck trong 6T22, đạt trung bình 9,7 USD/mmBtu. Mặc dù giá đầu vào tăng cao gây áp lực lên khả năng cạnh tranh của điện khí, Nhơn Trạch 2 vẫn ghi nhận mức huy động sản lượng tốt khoảng 66% tổng công suất, vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành do hiệu suất hoạt động ấn tượng của nhà máy. Cụ thể, Nhơn Trạch 2 ghi nhận hiệu suất hoạt động cao nhất trong số các nhà máy nhiệt điện khí đạt 58%. Lý giải cho việc này bao gồm, (1) một số nhà máy điện khí khác đang gặp khó khăn về nguồn khí như Cà Mau 1&2; (2) Nhiệt điện Nhơn Trạch 1 và Bà Rịa ghi nhận mức huy động công suất thấp do giá vận chuyển cao, dẫn đến giá điện cao hơn. Do đó, chúng tôi đánh giá đây là những yếu tố hỗ trợ Nhơn Trạch 2 ghi nhận sản lượng huy động cao hơn.

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện NT2 sẽ phục hồi từ nửa cuối 2022

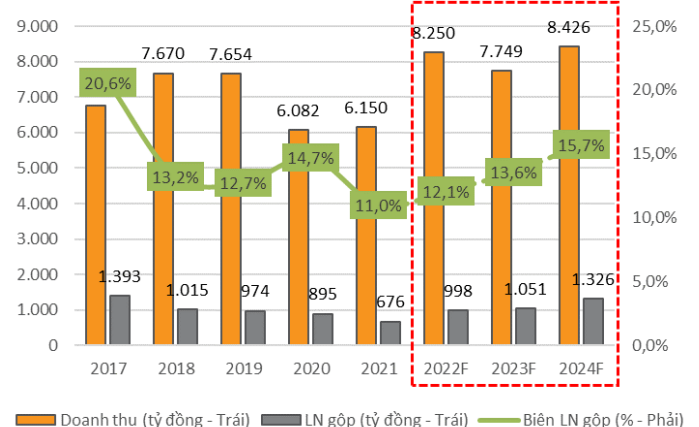
Chúng tôi giữ vững quan điểm về một năm 2022 phục hồi của NT2

Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của NT2 sẽ dần phục hồi trong 2022-2024 với giá bán bình quân giảm do giá định giá khí giảm



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 12: Doanh thu sẽ giảm trong 2023 do giá bán bình quân thấp hơn nhưng biện LN góp cải thiện nhờ sản lượng huy động cao hơn



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ tiếp tục được huy động cao và ghi nhận mức tăng trưởng sản lượng tích cực. Nhiệt điện khí nói chung và Nhơn Trạch 2 nói riêng đã trải qua một năm 2021 ghi nhận sản lượng khiêm tốn, và chúng tôi cho rằng đây sẽ là mức nền thấp của mảng điện này. Do đó, chúng tôi dự báo sản lượng điện Nhơn Trạch 2 sẽ tăng 29% svck lên 4.134 triệu kWh vào năm 2022. Tuy nhiên, mức sản lượng trên chỉ tương ứng với tỉ lệ sử dụng 60%, một mức thận trọng trong bối cảnh thừa nguồn tại miền Nam và chúng tôi cho rằng Nhơn Trạch 2 vẫn còn nhiều dư địa để ghi nhận tăng trưởng sản lượng trong tương lai.

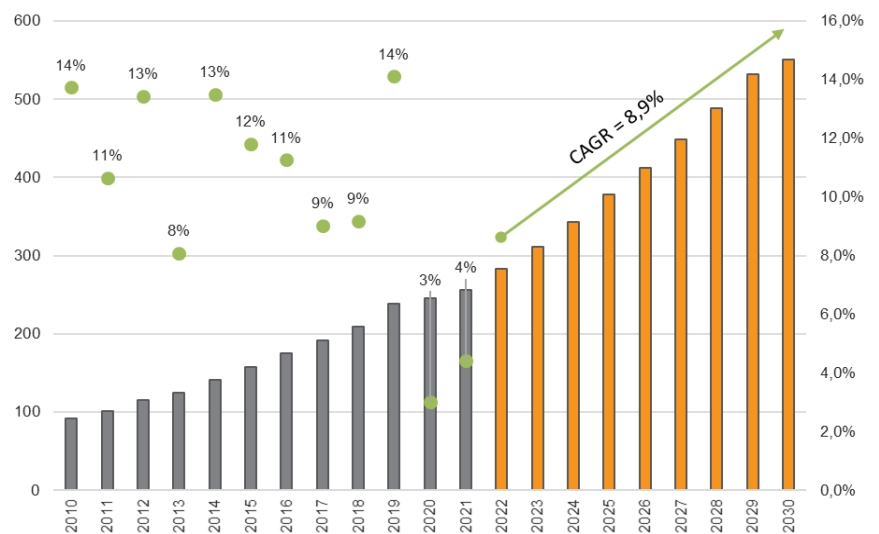
Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng sản lượng trong năm 2023-2024

Từ năm 2023 trở đi, chúng tôi kỳ vọng nhu cầu điện tăng cao sẽ dần hấp thụ tình trạng dư cung tại miền Nam. Theo dự thảo Quy hoạch điện 8 (QHDD8), nhu cầu điện của Việt Nam dự báo ghi nhận tăng trưởng kép đạt 8,9% trong giai đoạn 2021–2030, và đạt 9,5% trong kịch bản phụ tải cao. Do đó, chúng tôi tin rằng đây sẽ là yếu tố quan trọng để củng cố triển vọng ngành trong tương lai. Do đó, tuy rằng Nhơn Trạch 2 sẽ tiến hành đại tu nhà máy (thường mất 45 ngày) vào năm 2023, chúng tôi vẫn dự báo một mức tăng trưởng sản lượng dương, do 1) Chúng tôi đánh giá doanh nghiệp sẽ tiến hành đại tu trong những tháng sản lượng huy động thấp để tối ưu hóa hiệu quả huy động sản lượng trong năm; 2) Mặc dù chúng tôi dự báo về một sự phục hồi mạnh trong năm 2022, sản lượng dự báo chỉ đạt 60% công suất khả dụng và chúng tôi kỳ vọng vẫn còn dư địa cho tăng trưởng sản lượng 2023. Bên cạnh đó, việc giá bán bình quân giảm 10% svck xuống 1.786đ/kWh, với dự báo giá dầu Brent giảm còn 90 USD/thùng sẽ là yếu tố cộng hưởng giúp NT2 tăng khả năng cạnh tranh và được huy động ở mức sản lượng cao hơn. Chúng tôi ước tính sản lượng của NT2 sẽ tăng nhẹ 5% svck đạt 4.339 triệu kWh vào năm 2023.

Trong năm 2024, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện NT2 đạt 4.783 triệu kWh (+10% svck), hỗ trợ bởi nhu cầu điện dự báo tăng mạnh. Ngoài ra, giá bán bình quân có thể giảm nhẹ xuống 1.762 đồng / kWh, do giá khí dự báo sẽ giảm.

Chúng tôi ước tính rằng việc được huy động ở mức sản lượng cao hơn sẽ cải thiện biên LN gộp của công ty do hiệu quả hoạt động nhà máy được tối ưu. Do đó, chúng tôi dự báo biên LN gộp của NT2 lần lượt đạt 12,1%, 13,6% và 15,7% vào các năm 2022, 2023 và 2024.

Hình 13: Tiêu thụ điện dự kiến tăng với CAGR 8,9% trong giai đoạn 2022-2030 (đv: tỷ kWh)



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Cập nhật triển vọng kinh doanh giai đoạn 2022-24

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng KQKD NT2 giai đoạn 2022-2024:

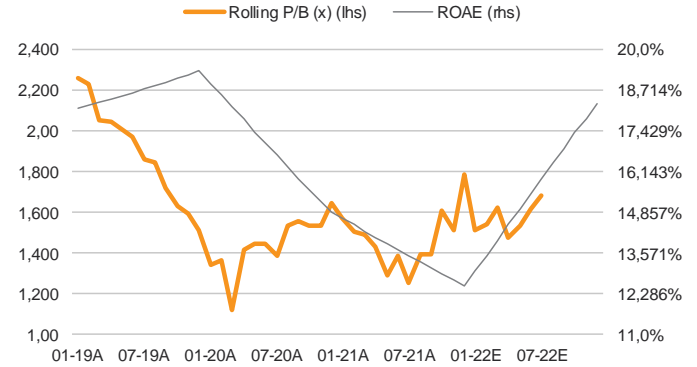
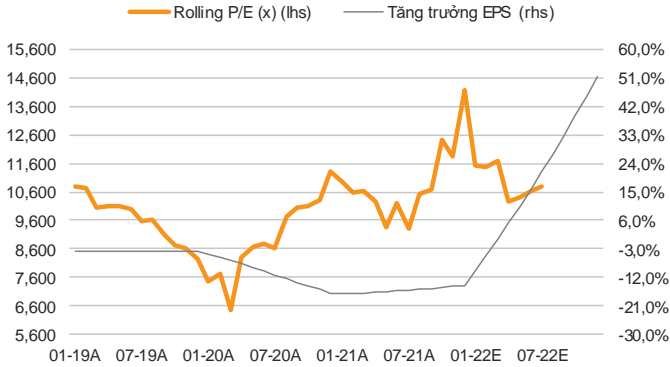
- Chúng tôi điều chỉnh tăng nhẹ 4,8% doanh thu năm 2022 lên 8.250 tỷ đồng, nhờ điều chỉnh sản lượng tăng 5,9% theo những kết quả tích cực trong Q2/22, trong khi chúng tôi giữ nguyên dự báo về giá bán bình quân với những điều chỉnh nhẹ ở giả định giá dầu Brent. Trong năm 2023-24, chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu lần lượt 8,1% và 12,0% do chúng tôi kỳ vọng mức huy động sản lượng tích cực hơn cho NT2.
- Với những cải thiện trong sản lượng, biên LN gộp của NT2 điều chỉnh tăng lần lượt là 1,7 điểm %, 0,7 điểm % và 0,8 điểm % trong các năm 2022, 2023 và 2024.
- Chi phí bán hàng & QLDN do đó điều chỉnh tăng tương ứng theo doanh thu, lần lượt là 4,3%/7,8%/11,5% trong năm 2022/23/24.
- Chi phí tài chính tăng lần lượt 18%/36%/36% do chúng tôi điều chỉnh tăng giả định lãi suất vay vốn lưu động từ 5% lên 7%.
- Tổng kết, chúng tôi ghi nhận mức điều chỉnh EPS lần lượt là 23,6%/13,6%/16,7% lên 2.808/2.974/3.814 đ/cp vào năm 2022/23/24.
- Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ trả cổ tức cao hơn trong những năm tới do doanh nghiệp đã trả hết nợ dài hạn trong 2021. Bên cạnh đó, với nhu cầu vốn từ công ty mẹ - PVPower cũng sẽ tạo ra động lực lớn hơn cho NT2 để có một chính sách cổ tức tiền mặt hấp dẫn hơn tương lai.

Hình 14: Điều chỉnh dự phóng KQKD 2022-24

Tỷ đồng	2021	2022			2023			2024		
		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)	3.194,9	3.905,0	4.133,8	5,9%	3.830,0	4.338,8	13,3%	4.205,0	4.783,0	13,7%
Giá bán bình quân	1.924,8	2.016,6	1.995,8	-1,0%	1.871,5	1.786,0	-4,6%	1.789,0	1.761,7	-1,5%
Doanh thu	6.149,6	7.875,0	8.250,4	4,8%	7.168,0	7.749,0	8,1%	7.523,0	8.425,9	12,0%
Giá vốn hàng bán	(5.473,8)	(7.055,0)	(7.252,3)	2,8%	(6.244,0)	(6.698,5)	7,3%	(6.403,0)	(7.099,7)	10,9%
LN gộp	675,8	820,0	998,1	21,7%	924,0	1.050,6	13,7%	1.121,0	1.326,2	18,3%
Biên LN gộp (%)	11%	10,4%	12,1%	1,7 điểm%	12,9%	13,6%	0,7 điểm%	14,9%	15,7%	0,8 điểm%
Chi phí bán hàng & QLDN	(82,9)	(100,0)	(104,3)	4,3%	(94,0)	(101,4)	7,8%	(97,0)	(108,2)	11,5%
EBIT	592,9	720,0	893,8	24,1%	830,0	949,2	14,4%	1.024,0	1.218,0	18,9%
Chi phí tài chính	(52,0)	(14,0)	(16,6)	18,8%	(14,0)	(19,1)	36,6%	(14,0)	(19,1)	36,6%
LN trước thuế	565,8	727,0	898,5	23,6%	837,0	951,3	13,7%	1.045,0	1.220,1	16,8%
LN sau thuế	533,8	654,0	808,6	23,6%	754,0	856,2	13,6%	941,0	1.098,1	16,7%
LN ròng	533,8	654,0	808,6	23,6%	754,0	856,2	13,6%	941,0	1.098,1	16,7%
Biên LN gộp (%)	8,7%	8,3%	9,8%	1,5%pts	10,5%	11,0%	0,5%pts	12,5%	13,0%	0,5%pts
EPS (đ/cp)	1.854,2	2.274,0	2.808,9	23,6%	2.619,2	2.974,2	13,6%	3.268,0	3.814,6	16,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Định giá



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	6.150	8.250	7.749
Giá vốn hàng bán	(5.474)	(7.252)	(6.698)
Chi phí quản lý DN	(83)	(104)	(101)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	593	894	949
EBITDA thuần	1.283	1.605	1.658
Chi phí khấu hao	(690)	(711)	(708)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	593	894	949
Thu nhập lãi	18	14	14
Chi phí tài chính	(52)	(17)	(19)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD			
LN trước thuế	566	898	951
Thuế	(32)	(90)	(95)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	534	809	856
Thu nhập trên vốn	534	809	856
Cổ tức phổ thông	(575)	(432)	(576)
LN giữ lại	(42)	377	280

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1	1.012	1.845
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.230	2.330	2.304
Hàng tồn kho	311	423	387
Các tài sản ngắn hạn khác	38	39	42
Tổng tài sản ngắn hạn	2.581	3.804	4.579
Tài sản cố định	3.497	2.790	2.084
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	546	577	615
Tổng tài sản	6.624	7.170	7.277
Vay & nợ ngắn hạn	210	383	383
Phải trả người bán	1.034	773	628
Nợ ngắn hạn khác	1.147	1.397	1.347
Tổng nợ ngắn hạn	2.390	2.553	2.357
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	15	18
Vốn điều lệ và	2.879	2.879	2.879
LN giữ lại	1.196	1.572	1.853
Vốn chủ sở hữu	4.234	4.603	4.902
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.624	7.170	7.277

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	566	898	951
Khấu hao	690	711	708
Thuế đã nộp	(39)	(90)	(95)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(96)	(8)
Thay đổi VLĐ	(131)	(156)	(177)
LC tiền thuần HĐKD	1.074	1.267	1.379
Đầu tư TSCĐ	(3)	(2)	(3)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	(0)	(1)
Các khoản khác	0	(1)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	11	14	14
LC tiền từ HĐĐT	8	11	11
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(568)	173	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(8)	19
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(575)	(432)	(576)
LC tiền thuần HĐTC	(1.143)	(267)	(557)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	62	1	1.012
LC tiền thuần trong năm	(61)	1.011	833
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1	1.012	1.845

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	8,7%	9,8%	11,0%
Vòng quay TS	0,95	1,20	1,07
ROAA	8,2%	11,7%	11,9%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,56	1,52
ROAE	12,5%	18,3%	18,0%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	132,4	99,4	104,9
Số ngày nắm giữ HTK	20,7	21,3	21,1
Số ngày phải trả tiền bán	68,9	38,9	34,2
Vòng quay TSCĐ	1,60	2,62	3,18
ROIC	12,0%	16,2%	16,2%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,1	1,5	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	0,9	1,3	1,8
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,0	0,4	0,8
Vòng quay tiền	84,2	81,8	91,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,1%	34,2%	(6,1%)
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(26,8%)	50,8%	6,2%
Tăng trưởng LN ròng	(14,6%)	51,5%	5,9%
Tăng trưởng EPS	(14,6%)	51,5%	5,9%

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

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: 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

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