

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

Giá thị trường
VND23.300

Giá mục tiêu
VND29.200

Tỷ suất cổ tức
6,5%

Khuyến nghị
KHẢ QUAN

Ngành
Điện

Ngày 01/06/2022

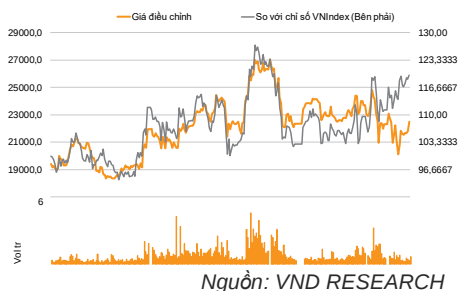
Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**
Triển vọng dài hạn: **Tích cực**
Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:7 Giữ:0 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 4,3%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo
➤ na

Diễn biến giá



Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	27.050
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.350
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	18.676
Thị giá vốn (tỷ VND)	6.276
Free float (%)	9
P/E trượt (x)	11,4
P/B hiện tại (x)	1,5

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

Tái khởi động cổ máy tăng trưởng

- LN ròng Q1/22 đạt 159 tỷ đồng (+39,4% svck) nhờ huy động sản lượng cao hơn dự kiến, đạt 24% dự báo của chúng tôi.
- LN ròng 2022-2023 dự báo lần lượt đạt 654 tỷ đồng (+22,6% svck) và 754 tỷ đồng (+15,1% svck) với dự báo nhu cầu điện sẽ phục hồi mạnh mẽ.
- Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200 đồng.

Tóm tắt Q1/22: kết quả tích cực nhờ sản lượng huy động tốt hơn mong đợi

NT2 công bố KQKD Q1/22 với doanh thu và LN ròng tăng 16,4% svck và 39,4% svck, đạt 2.006 tỷ đồng và 159 tỷ đồng. Kết quả khả quan này đến từ: 1) NT2 ghi nhận sản lượng huy động Q1/22 ấn tượng với 978 triệu kWh (đạt 178% kế hoạch Q1/22) và tăng 6,1% svck do nhu cầu điện trở lại mức cao hơn sau Covid và tình trạng thiếu điện than gần đây; 2) Giá bán bình quân NT2 cũng đạt mức cao, trung bình 1.980 đ/kWh trong Q1/22. Sự gia tăng gần đây của giá dầu Brent và giá khí toàn cầu đã ảnh hưởng đến giá khí đầu vào NT2. Trong Q1/22 doanh nghiệp ghi nhận giá khí tăng 66% lên 9,8 USD/mmbtu từ mức 5,9 USD/mmbtu trong Q1/21, góp phần giúp giá bán điện cao hơn. Dù biên LN gộp đi ngang nhưng việc giảm chi phí tài chính 90% svck xuống còn 2,1 tỷ đồng (do NT2 đã trả hết nợ dài hạn) đã giúp LN ròng đạt 159 tỷ đồng trong Q1/22 (+39,4% svck).

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng NT2 phục hồi trong 2022 do nhu cầu tăng cao

Chúng tôi tin rằng sản lượng điện NT2 sẽ tăng trở lại trong 2022 từ mức nền thấp năm 2021 với kỳ vọng nhu cầu điện phục hồi mạnh mẽ hậu Covid-19 đặc biệt tại miền Nam. Chúng tôi kỳ vọng giá khí sẽ tiếp tục neo tại mức cao với kịch bản giá Brent dự báo đạt mức bình quân 95/85USD/thùng cho 2022/2023. Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro cắt giảm điện khí từ việc bổ sung 3.980 MW điện gió, tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi sẽ sớm bù đắp cho tình trạng dư thừa công suất trong những năm tới. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng đạt 7.875 tỷ đồng (+28,1% svck) và 654 tỷ đồng (+22,6% svck) vào năm 2022, sau khi tiếp tục ghi nhận 7.168 tỷ đồng doanh thu (-9% svck với kỳ vọng giá khí giảm) và 754 tỷ đồng LN ròng (+15% svck) trong năm 2023.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 29.200đ/cp

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu là 29.200 đồng/cp do giữ quan điểm trước đó về triển vọng phục hồi của điện khí trong năm 2022. Chúng tôi cho rằng đã đến lúc tích lũy cổ phiếu phòng thủ với rủi ro giảm giá thấp và chính sách cổ tức hấp dẫn như NT2, đặc biệt là sau khi thị trường chứng khoán giảm mạnh gần đây. Rủi ro giảm giá là giá nhiên liệu leo cao hơn, ảnh hưởng lên sản lượng huy động. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) tăng trưởng nhu cầu điện cao hơn dự kiến, 2) Tình trạng thiếu hụt nhiệt điện than kéo dài hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.082	6.150	7.875	7.168
Tăng trưởng DT thuần	(20,5%)	1,1%	28,1%	(9,0%)
Biên lợi nhuận gộp	14,7%	11,0%	10,4%	12,9%
Biên EBITDA	22,3%	20,4%	18,0%	21,3%
LN ròng (tỷ)	625	534	654	754
Tăng trưởng LN ròng	(17,1%)	(14,6%)	22,6%	15,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	2.172	1.854	2.274	2.618
EPS điều chỉnh	2.172	1.854	2.274	2.618
BVPS	14.928	14.706	15.434	16.104
ROAE	14,8%	12,5%	15,1%	16,6%

Nguồn: VND RESEARCH

TÀI KHỞI ĐỘNG CỔ MÁY TĂNG TRƯỞNG

Tóm tắt Q1/22: kết quả tích cực nhờ sản lượng huy động vượt kỳ vọng

Hình 1: Kết quả kinh doanh Q1/22 NT2

Thời gian	Q1/22	Q1/21	%svck	Sv dự phóng	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	1.091,7	1.006,5	8,5%	25,8%	Sản lượng điện Q1/22 tăng 8,5% svck đạt 1.091.7bn kWh nhờ 1) Nhu cầu điện phục hồi mạnh mẽ 7,8% svck trong Q1/22 khi các chính sách giãn cách nghiêm ngặt được gỡ bỏ; 2) Tình trạng thiếu than giúp cho điện khí được hưởng lợi nhờ sản lượng huy động cao hơn để bù đắp cho tình trạng thiếu điện than.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1.838,0	1.639,0	12,1%		Giá bán điện bình quân Q1/22 tăng 12,1% svck lên 1.838đ/kWh. Giá bán điện tăng cao do giá dầu Brent thể hiện ghi nhận mức tăng mạnh, kéo theo giá khí nội địa tăng cao từ những ảnh hưởng từ xung đột Nga - Ukraine.
Doanh thu (tỷ đồng)	2.006,5	1.649,7	21,6%	25,5%	Do đó, doanh thu ghi nhận mức tăng 21,6% svck đạt 2.006 tỷ đồng nhờ giá bán và sản lượng điện đều tăng.
Giá vốn hàng bán (tỷ đồng)	1.821,4	1.501,7	21,3%	25,8%	
LN gộp (tỷ đồng)	185,1	148,0	25,0%	22,6%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>9,2%</i>	<i>9,0%</i>	<i>0,3 điểm %</i>		LN gộp đạt 185 tỷ đồng (+25% svck) và biên LN gộp cải thiện nhẹ 0,2 điểm % lên 9,2%.
EBIT (tỷ đồng)	168,0	121,3	38,5%	23,3%	
Doanh thu tài chính (tỷ đồng)	1,7	16,5	-89,7%	12,1%	Doanh thu tài chính giảm 89,7% svck đạt 1,7 tỷ đồng do trong Q1/21 doanh nghiệp ghi nhận LN tỷ giá 14,3 tỷ đồng.
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	2,1	20,3	-89,6%	15,0%	Chi phí tài chính ghi nhận giảm 89,6% svck do doanh nghiệp đã hoàn tất thanh toán khoản nợ dài hạn từ Q1/21
LN trước thuế (tỷ đồng)	168,2	121,6	38,4%	23,1%	
<i>Biên LN trước thuế (%)</i>	<i>8,4%</i>	<i>7,4%</i>	<i>1.0 điểm %</i>		
LN ròng (tỷ đồng)	159,6	114,9	38,9%	24,4%	LN ròng Q1/22 đạt 159 tỷ đồng (+38,9% svck) và hoàn thành 24% dự phóng của chúng tôi
EPS (đ/cp)	535,0	380,0	40,8%		

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29.200đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 29.200đ/cp. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dự trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỷ trọng tương đương:

- Định giá chiết khấu dòng tiền DCF 5 năm (WACC: 13,6%, COE: 14,0%, tăng trưởng dài hạn: 0,0%) để phản ánh quan điểm của chúng tôi về triển vọng tăng trưởng của NT2. Chúng tôi cho rằng DCF là phương pháp định giá phù hợp do NT2 có dòng tiền ổn định và dự đoán được.
- Phương pháp EV/EBITDA với hệ số nhân 6,0x để phản ánh quan điểm của chúng tôi về triển vọng của NT2 với giá bán và sản lượng huy động cao hơn trong năm tới. Chúng tôi đưa ra mức định giá theo EV/EBITDA cho năm 2022 là 28.375đ/cp.

Hình 2: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	1.413	1.520	1.715	1.761	1.188	962
(-) Chi phí khấu hao	(693)	(690)	(691)	(571)	(158)	(159)
EBIT	720	830	1.024	1.190	1.029	803
(-) Thuế	(72)	(83)	(154)	(238)	(206)	(161)
Thuế (%)	10%	10%	15%	20%	20%	20%
EBIAT	648	747	870	952	823	642
(+) Chi phí khấu hao	693	690	691	571	158	159
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(74)	(152)	(12)	(154)	83	21
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)
FCFF	1.262	1.279	1.542	1.362	1.058	815
Giá trị dòng tiền năm cuối						5.976

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: 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)	10,5%
Tỷ lệ nợ trên vốn	10%
WACC	13,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Mô hình định giá DCF

Định giá DCF	
Giá trị doanh nghiệp	8.058
(-) Nợ	(283)
(+) Tiền mặt	815
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	8.590
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	8.590
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	29.840

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Phương pháp định giá EV/EBITDA

Phương pháp định giá EV/EBITDA	
EV/EBITDA mục tiêu, 1 năm	6,0x
Giá trị doanh nghiệp	7.636
(-) Nợ	(283)
(+) Tiền mặt	815
Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cổ đông thiểu số	8.168
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	8.168
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	28.375

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá			
Phương pháp	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
DCF	29.840	50%	14.920
EV/EBITDA 1 năm	28.375	50%	14.187
Trung bình giá (đ/cp)			29.108
Giảm giá			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			29.108
Làm tròn			29.200
Giá hiện tại			23.050
Tăng/(giảm) sv giá hiện tại			26,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

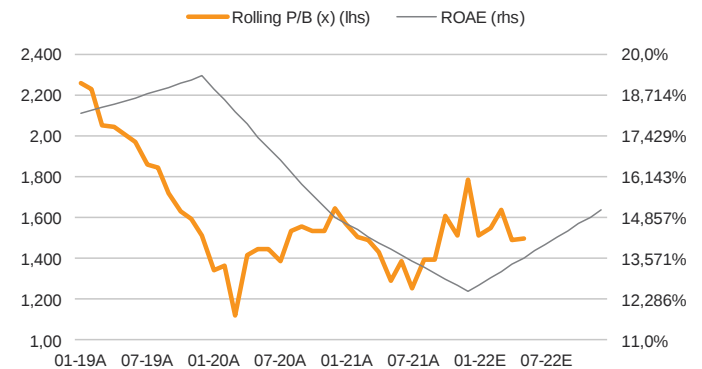
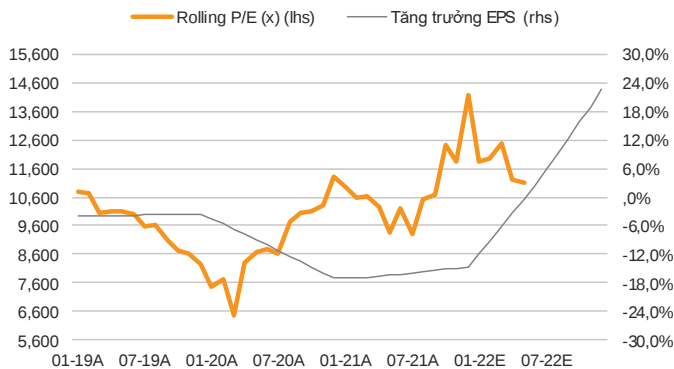
Hình 7: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

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	Hiện tại	TTM	TTM
Doanh nghiệp nước ngoài									
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	281,3	NA	KKN	5.954,6	26,7	34,9	2,7	10,8
First Gen Corp	FGEN PM Equity	19,3	NA	KKN	1.325,4	4,2	4,9	0,6	9,7
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	4,1	NA	KKN	1.408,0	NA	15,9	0,8	-9,8
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,6	NA	KKN	703,5	12,3	10,7	0,5	4,0
Doanh nghiệp trong nước									
PVPower	POW VN Equity	13.500	18.600	Khả quan	1.363,4	15,7	18,4	1,1	6,9
GENCO3	PGV VN Equity	29.500	NA	KKN	1.429,2	10,4	12,4	1,9	19,3
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	17.000	NA	KKN	366,6	18,7	NA	1,4	6,9
CTCP Điện Gia Lai	GEG VN Equity	24.300	NA	KKN	318,3	21,0	19,6	2,1	10,3
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	17.950	NA	KKN	46,8	11,2	NA	0,9	7,7
Trung bình						15,0	16,7	1,3	7,1
Nhơn Trạch 2	NT2 VN Equity	23.300	29.200	Khả quan	289,3	12,1	11,7	1,5	13,1

Dữ liệu tại 31/05/2022

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	6.150	7.875	7.168
Giá vốn hàng bán	(5.474)	(7.055)	(6.244)
Chi phí quản lý DN	(83)	(100)	(94)
Chi phí bán hàng	0	0	0
LN hoạt động thuần	593	720	830
EBITDA thuần	1.283	1.413	1.520
Chi phí khấu hao	(690)	(693)	(690)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	593	720	830
Thu nhập lãi	18	14	14
Chi phí tài chính	(52)	(14)	(14)
Thu nhập ròng khác	7	7	7
TN từ các Cty LK & LD			
LN trước thuế	566	727	837
Thuế	(32)	(73)	(84)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
LN ròng	534	654	754
Thu nhập trên vốn	534	654	754
Cổ tức phổ thông	(575)	(432)	(576)
LN giữ lại	(42)	223	178

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	1	815	1.547
Đầu tư ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.230	2.224	2.132
Hàng tồn kho	311	412	361
Các tài sản ngắn hạn khác	38	37	39
Tổng tài sản ngắn hạn	2.581	3.488	4.079
Tài sản cố định	3.497	2.813	2.130
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	546	551	569
Tổng tài sản	6.624	6.852	6.777
Vay & nợ ngắn hạn	210	283	283
Phải trả người bán	1.034	752	585
Nợ ngắn hạn khác	1.147	1.359	1.255
Tổng nợ ngắn hạn	2.390	2.394	2.123
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	1.418	1.596
Vốn chủ sở hữu	4.234	4.443	4.636
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	6.624	6.852	6.777

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21A	12-22E	12-23E
LN trước thuế	566	727	837
Khấu hao	690	693	690
Thuế đã nộp	(39)	(73)	(84)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	(94)	(9)
Thay đổi VLB	(131)	(74)	(152)
LC tiền thuần HKKD	1.074	1.180	1.284
Đầu tư TSCĐ	(3)	(6)	(6)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	1	2
Các khoản khác	0	(3)	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	11	14	14
LC tiền từ HĐĐT	8	6	9
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(568)	73	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(13)	15
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(575)	(432)	(576)
LC tiền thuần HĐTC	(1.143)	(372)	(561)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	62	1	815
LC tiền thuần trong năm	(61)	814	732
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1	815	1.547

Các chỉ số cơ bản

	12-21A	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	8,7%	8,3%	10,5%
Vòng quay TS	0,95	1,17	1,05
ROAA	8,2%	9,7%	11,1%
Đòn bẩy tài chính	1,52	1,55	1,50
ROAE	12,5%	15,1%	16,6%
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	2,50	2,90
ROIC	12,0%	13,8%	15,3%
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	0,3	0,7
Vòng quay tiền	84,2	81,8	91,8
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	1,1%	28,1%	(9,0%)
Tăng trưởng LN từ HKKD	(26,8%)	21,5%	15,3%
Tăng trưởng LN ròng	(14,6%)	22,6%	15,1%
Tăng trưởng EPS	(14,6%)	22,6%	15,1%

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>