MUA – GIÁ MỤC TIÊU: 40.900 VNĐ

NT2 – TĂNG TRƯỞNG BỀN VỮNG NHỜ NHU CẦU TIÊU THỤ ĐIỆN GIA TĂNG, TIỀM LỰC TÀI CHÍNH VỮNG VÀNG VÀ ĐIỀU KIỆN THỜI TIẾT THUẬN LỢI

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP:

- Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) được thành lập vào ngày 15/6/2007 với số vốn điều lệ ban đầu là 2.560 tỷ đồng. Ngày 12/06/2015, trao quyết định niêm yết và chào mừng ngày giao dịch chính thức cổ phiếu NT2 trên HoSE.
- Hiện nay, NT2 là nhà máy điện khí mới nhất và hiện đại nhất ở Việt Nam với tổng công suất 750MW – chiếm hơn 10% công suất lắp đặt điện và cung cấp 2,4% nhu cầu điện cả nước. Nhà máy nằm ở vị trí đắc địa - trung tâm khu vực miền Nam, đáp ứng 46-48% tổng nhu cầu điện tiêu thụ của cả nước. Cổ đông lớn nhất của NT2 là Công Ty Điện Lực Dầu Khí Việt Nam – POW và hiện nay NT2 đang đóng góp lợi nhuận đáng kể cho POW với tăng trưởng LNST tăng 2,5% CAGR giai đoạn 2018 – 2022.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ:

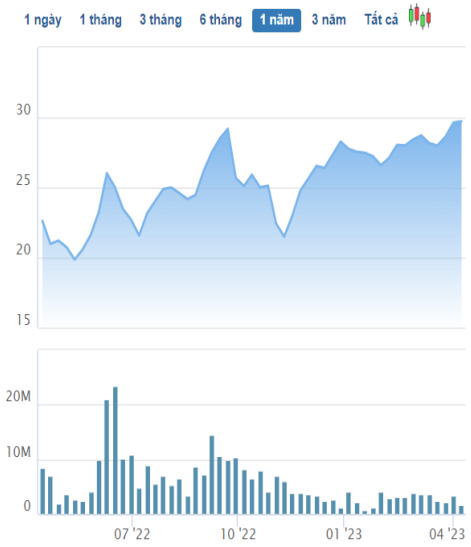
- **Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của NT2 năm 2023 tăng trưởng tích cực nhờ điều kiện El Nino thuận lợi.** Điều kiện thời tiết La Nina suy yếu khiến cho các doanh nghiệp nhiệt điện được hưởng lợi khi sản lượng điện theo hợp đồng tăng (Qc) được EVN giao tăng thêm. Chúng tôi ước tính sản lượng điện sản xuất của NT2 sẽ đạt 4.268 triệu kwh, theo đó, dự phóng doanh thu và lợi nhuận của NT2 năm 2023 lần lượt đạt 9.965 tỷ đồng và 1.072 tỷ đồng, tăng 12% và 10% so với cùng kỳ năm trước.
- **NT2 được hưởng lợi từ dự báo thiếu hụt điện của Việt Nam từ năm 2023.** Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 8,5%/năm, tập trung vào lĩnh vực sản xuất công nghiệp và xây dựng. Dự báo sản lượng điện thiếu hụt trên toàn hệ thống sẽ vào khoảng 13,3 tỷ kWh trong năm 2023 và 27,7 tỷ kwh đến năm 2025.
- **Sức khỏe tài chính tốt giúp NT2 duy trì tăng trưởng dòng tiền dương, chi phi lãi vay thấp, tỷ lệ trả cổ tức bằng tiền mặt hai chữ số.**
    - Chủ yếu nợ của NT2 là nợ ngắn hạn để bổ sung vốn lưu động. Do vậy, NT2 không chịu áp lực nợ vay tài chính.
    - Ngoài ra, chi phí đầu tư tài sản cố định ban đầu đã được trả gần hết nên dòng tiền tích lũy tăng.
    - Tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt hai chữ số là động lực thúc đẩy giá cổ phiếu tăng trong dài hạn.
    - Dự kiến năm 2023, NT2 sẽ được hoàn nhập khoản trích lập dự phòng 239 tỷ đồng của Quý 4/2022 do giá vận chuyển khí (khoảng 0,5 USD/mbtu) chưa được tính vào vào giá bán điện của NT2.

RỦI RO:

- Sản lượng điện theo hợp đồng được EVN giao thấp hơn dự kiến, kéo theo hiệu quả kinh doanh giảm sút, khiến nguồn tiền mặt hạn chế.
- NT2 chưa thực sự được hưởng lợi từ giá khí/dầu thế giới giảm do cơ chế mua giá khí hiện nay phụ thuộc nhiều vào giá miệng giếng.

ĐỊNH GIÁ:

- Chúng tôi kết hợp 4 phương pháp FCFF, FCFE, PE, và PB với trọng số tương đương nhau. Giá trị cổ phiếu NT2 được xác định ở mức 40.900 đồng/cổ phần.



Đồ thị giá 52 tuần của NT2

Nguồn: CafeF

Khuyến nghị*	MUA
Giá đóng cửa (21/04/2023):	29.600
Giá mục tiêu*	40.900
Upside	38%
Ngành	Điện
Vốn hóa thị trường	8.622 tỷ đồng
Biến động giá 52T	31%
Khối lượng GDBQN	572.900
Giá trị GDBQN	157 tỷ đồng
KLCP đang lưu hành	287 triệu
Tỷ lệ free-float	22,35%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	48%
Tỷ lệ sở nước ngoài	10%

** Cập nhật: 21/04/2023*

Tỷ đồng	2019	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu	7.654	6.082	6.150	8.788	9.965
LN gộp	974	895	676	1.082	1.309
LN ròng	754	625	534	883	1.072
Tổng tài sản	7.564	6.381	6.624	7.445	8.647
Vốn CSH	4.127	4.298	4.234	4.614	5.665
EPS cuối kỳ (VNĐ/CP)	2.620	2.172	1.854	3.069	3.799
Giá trị sổ sách	4.150	4.319	4.255	4.635	5.686

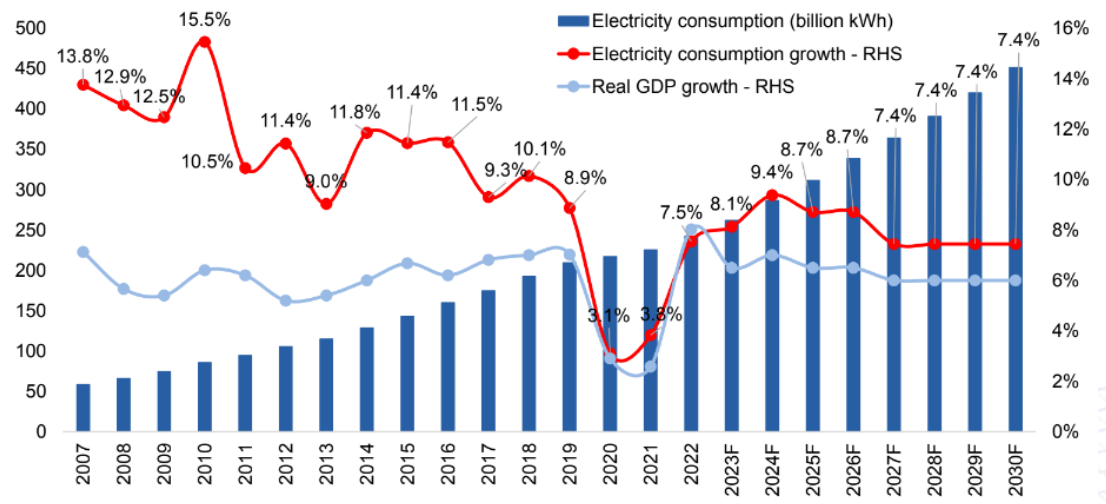
Chỉ số tài chính	2019	2020	2021	2022	2023F
% Doanh thu	0%	-21%	1%	43%	13%
% LNST	-4%	-17%	-15%	65%	21%
Tỷ suất LN gộp	-4%	-8%	-24%	60%	13%
ROA	10%	10%	8%	12%	12%
ROE	18%	15%	13%	19%	19%
PE	11,1	13,6	23,0	15,0	3,5
PB	0,9	1,0	1,3	1,0	0,7

Hưởng lợi từ dự báo thiếu điện từ năm 2023, và điều kiện El Nino mạnh lên

- Hội nghị Tiết kiệm năng lượng toàn quốc năm 2022 tại TP Đà Nẵng ngày 14/7 do Bộ Công Thương tổ chức đã đưa ra dự báo:
  1. Trong 5 năm tới, nhu cầu điện năng vẫn tăng trưởng ở mức khoảng 8,5%/năm.
  2. Theo báo cáo cập nhật cân đối cung cầu điện giai đoạn 2021 – 2025 của EVN, sản lượng điện thiếu hụt có thể lên tới 27,7 tỷ kWh vào năm 2025.
  3. Tỉ lệ dự phòng công suất toàn quốc đến năm 2025 (không tính năng lượng tái tạo) chỉ khoảng 18%. Cụ thể, tỉ lệ dự phòng hệ thống điện miền Nam sẽ giảm mạnh từ năm 2023 và không đủ điện vào năm 2025. Còn ở miền Bắc, tỉ lệ dự phòng năm 2025 chỉ còn 10%.

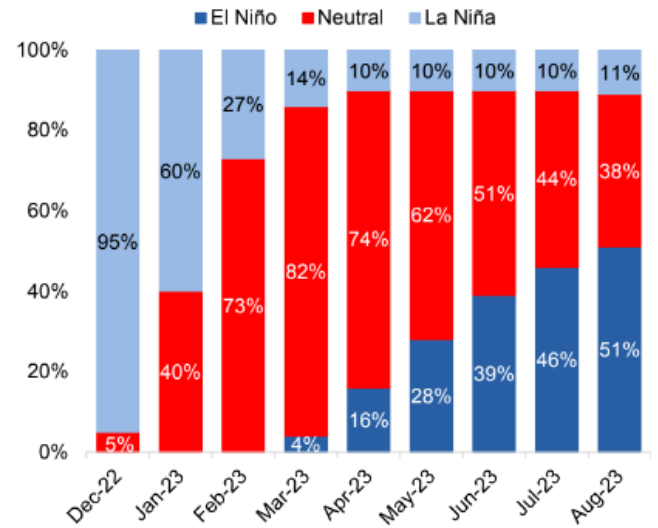
- Văn phòng Met thuộc Cơ quan Khí tượng Quốc gia Anh đã công bố dự báo khí hậu cho năm 2023 ước tính rằng, nếu năm 2022 đã ghi nhận nhiệt độ trên trung bình thì vào năm 2023 sẽ còn nóng hơn. Theo các nhà nghiên cứu, hiện tượng El Niño mạnh mẽ có thể trở lại vào năm 2023, kết hợp với sự nóng lên toàn cầu sẽ gây ảnh hưởng đến khí hậu thế giới nói chung và sẽ giữ nền tăng này đến đầu năm 2023.
- Nhiệt độ toàn cầu trong 3 năm qua đã bị ảnh hưởng bởi hiệu ứng làm mát được tạo ra bởi một đợt La Nina kéo dài ở phía Đông Thái Bình Dương. Điều này đã làm giảm thiểu sự gia tăng nhiệt độ toàn cầu, mặc dù đã quá cao do ảnh hưởng của biến đổi khí hậu.

Biểu đồ 1: Dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện và GDP



Nguồn: EVN, VCSC tổng hợp và dự báo

Biểu đồ 2: Xác suất điều kiện thời tiết kể từ tháng 12/2022



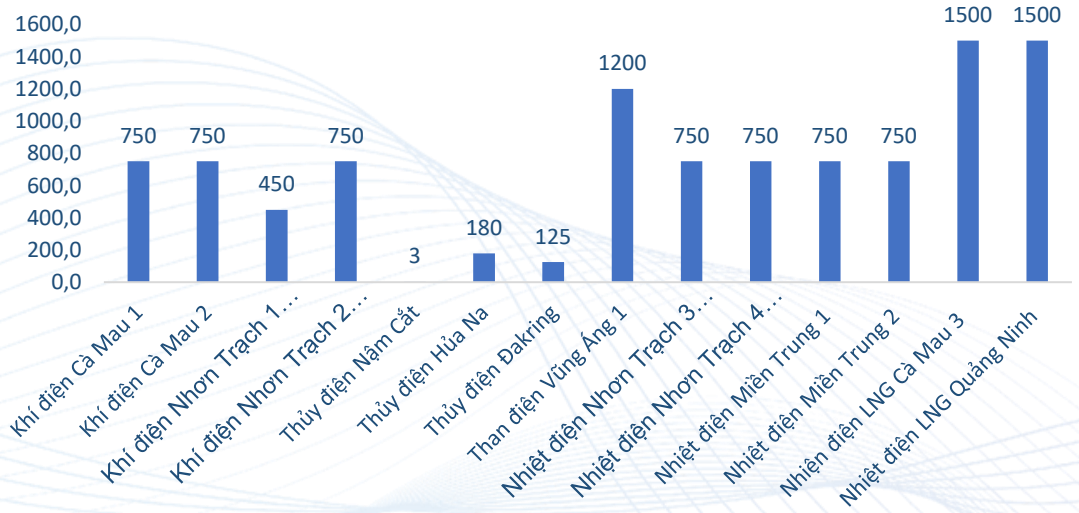
Nguồn: IRICS, VCSC tổng hợp và dự báo

Sản lượng điện tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2023

- NT2 là nhà sản xuất điện đóng góp chủ chốt vào hoạt động kinh doanh của Tổng Công Ty Điện Lực Dầu Khí Việt Nam (POW) với 60% tổng doanh thu và lợi nhuận hàng năm.
- Hiện tại, NT2 đang sở hữu nhà máy điện với công suất lắp đặt 750MW, sản lượng phát điện trung bình 4,3 đến 4,5 tỷ kwh/năm, và năng lực sản xuất điện đáp ứng 46%-48% tổng sản lượng điện cung ứng toàn hệ thống.

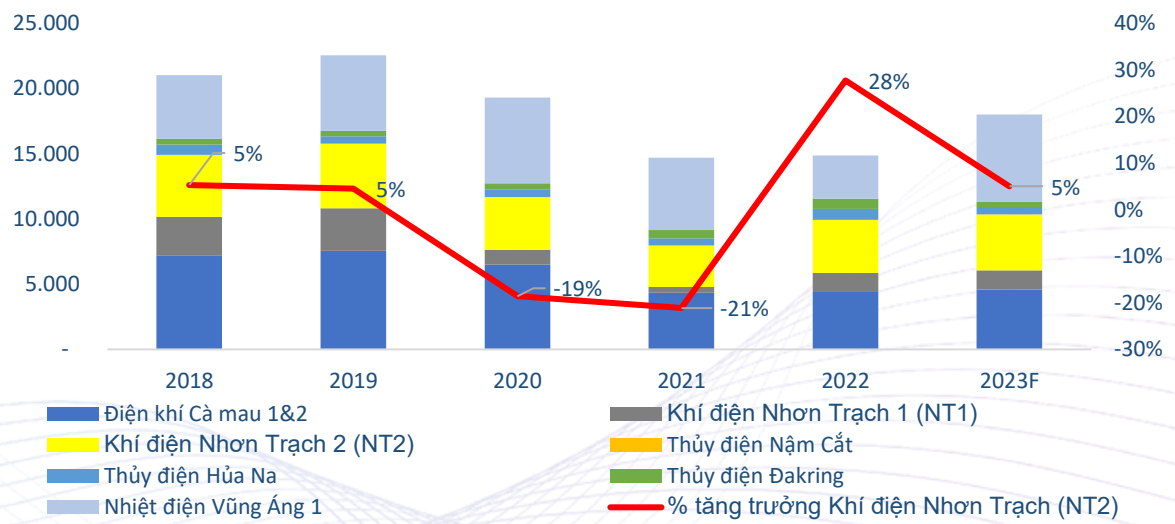
- Trong năm 2023, chúng tôi dự báo sản lượng điện sản xuất có thể đạt gần 4,3 tỷ kwh, tăng gần 5% so với 2022 do NT2 có thể được giao thêm sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) từ EVN do điều kiện El Nino mạnh dần lên.
- Ngoài ra, hiện nay sản lượng điện này đóng góp vào tổng sản lượng điện sản xuất hàng năm 88% cho thấy năng lực cung cấp điện ổn định của NT2 cũng như vai trò quan trọng của NT2 đến nguồn cung điện cho sản xuất công nghiệp ở khu vực phía Nam.

Biểu đồ 3: Công suất lắp đặt (MW)



Nguồn: EVN, CTS tổng hợp và dự báo

Biểu đồ 4: Sản lượng điện sản xuất (đơn vị: triệu kwh)

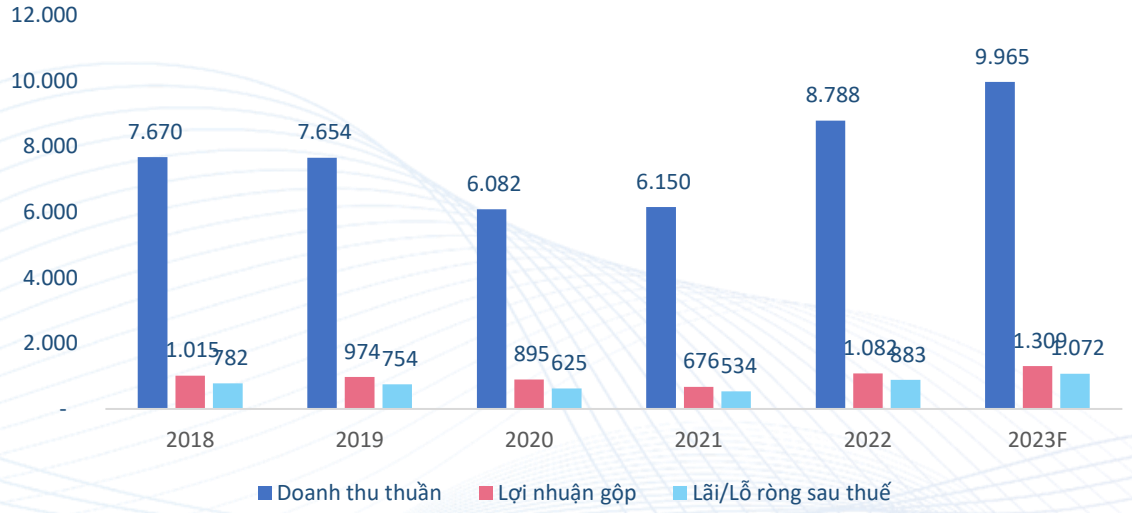


Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Hiệu quả kinh doanh tích cực nhờ chi phí khấu hao giảm

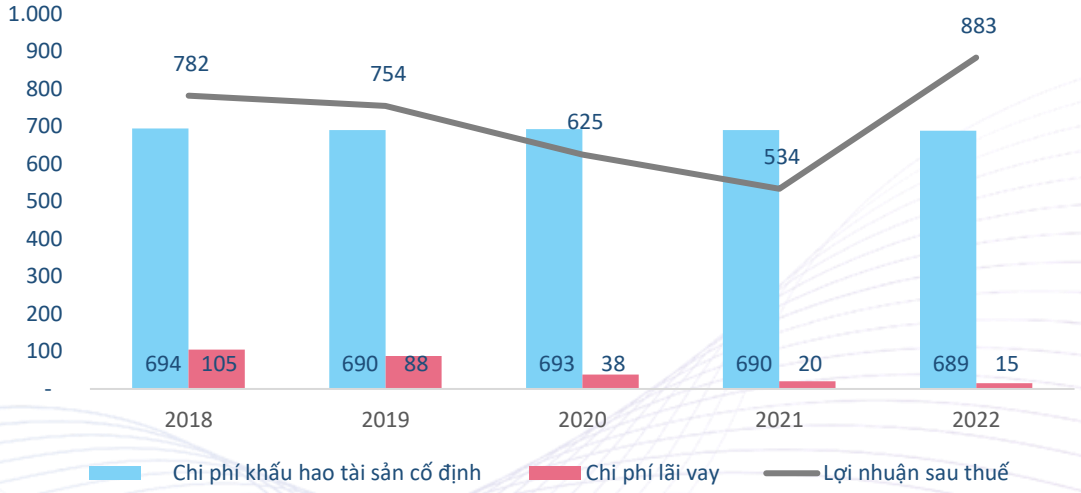
- NT2 áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng, tổng chi phí khoảng hơn 720 tỷ đồng/năm, trong đó phần máy móc và thiết bị chiếm 70%, phần còn lại là xây dựng, nhà xưởng. Phần thiết bị, NT2 đã phê duyệt kế hoạch khấu hao trong 14 năm, từ năm 2011 đến tháng 10/2025. Nhà xưởng máy móc khấu hao trong 20 năm.
- Như vậy, chỉ còn 3 năm nữa, NT2 sẽ hết khấu hao thiết bị, phần khấu hao nhà xưởng còn lại là chưa tới 150 tỷ đồng/năm. Chúng tôi nhận định và dự báo NT2 sẽ không xây dựng dự án năng lượng tái tạo riêng trong dài hạn. Như vậy, nếu NT2 không phải trích khấu hao thiết bị, NT2 sẽ gia tăng lợi nhuận hoặc tạo điều kiện để NT2 mở rộng hoạt động tìm kiếm nguồn cung khí đầu vào mới.
- Ngoài ra, phải thu ngắn hạn của NT2 tương đối cao, tuy nhiên, không phải điều đáng chú vì thông thường khoản mục này đến từ doanh thu phân phối điện với EPTC và có chu kỳ ghi nhận doanh thu vào cuối năm (đã được ghi rõ trên hợp đồng mua bán điện).
- Chúng tôi kỳ vọng, trong năm 2023, NT2 có thể sẽ được hoàn nhập khoản trích lập dự phòng 239 tỷ đồng của Quý 4/2022 do giá vận chuyển khí (khoảng 0,5 USD/mbtu) chưa được tính vào vào giá bán điện của NT2.
- Ngoài ra, tỷ lệ cổ tức chi trả bằng tiền mặt hàng năm đạt trên 15% là động lực giúp cổ phiếu NT2 tăng giá trong dài hạn.

Biểu đồ 5: Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Biểu đồ 6: Chi phí và lợi nhuận sau thuế (đơn vị: tỷ đồng)



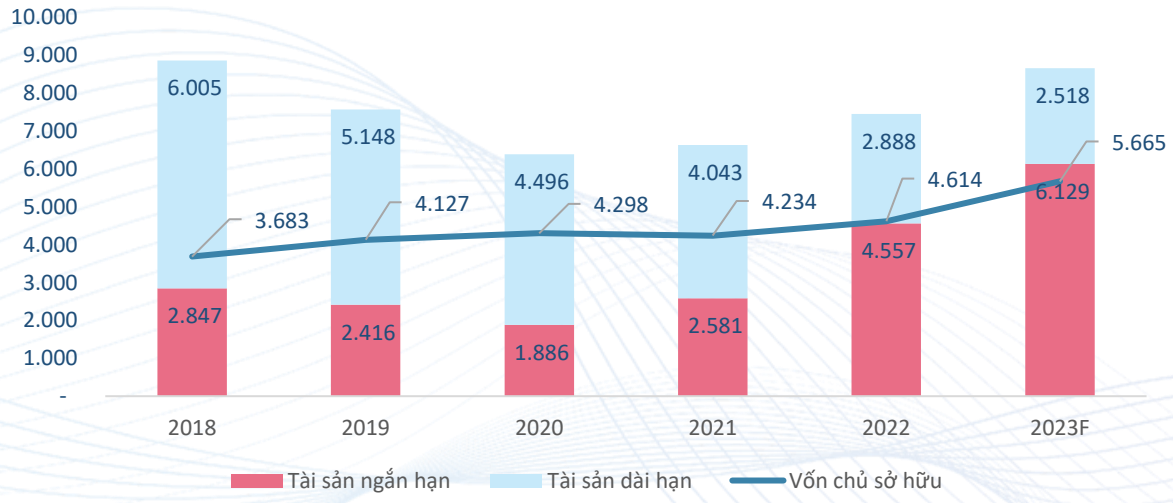
Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn an toàn với tăng trưởng dương dòng tiền

- Về tài sản và nguồn vốn, tổng tài sản đến cuối năm 2022 đạt 7.445 tỷ đồng, tăng 12% so với đầu năm. Trong đó tiền trong ngắn hạn đạt 1.333 tỷ đồng, tăng 1300%, chủ yếu đến từ lãi chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2012 – 2014, và giảm trích lập khấu hao do hoàn thành trả nợ vay nước ngoài.
- Về dòng tiền, NT2 luôn ghi nhận dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh, cụ thể cuối năm 2022 lưu chuyển tiền tệ dòng tiền này đạt 1.383 tăng hơn 33% so với năm trước. Đặc biệt, khoản đầu tư góp vốn 11,14 tỷ đồng vào CTCP Đầu tư Bê tông Công nghệ cao (Sopewaco) từ năm 2015 đã lỗ lũy kế 950 tỷ đồng, cao hơn vốn điều lệ của Sopewaco là 80 tỷ đồng. Do đó, NT2 trích lập dự phòng toàn bộ khoản đầu tư tài chính dài hạn, làm giảm dòng tiền hoạt động đầu tư nói chung.

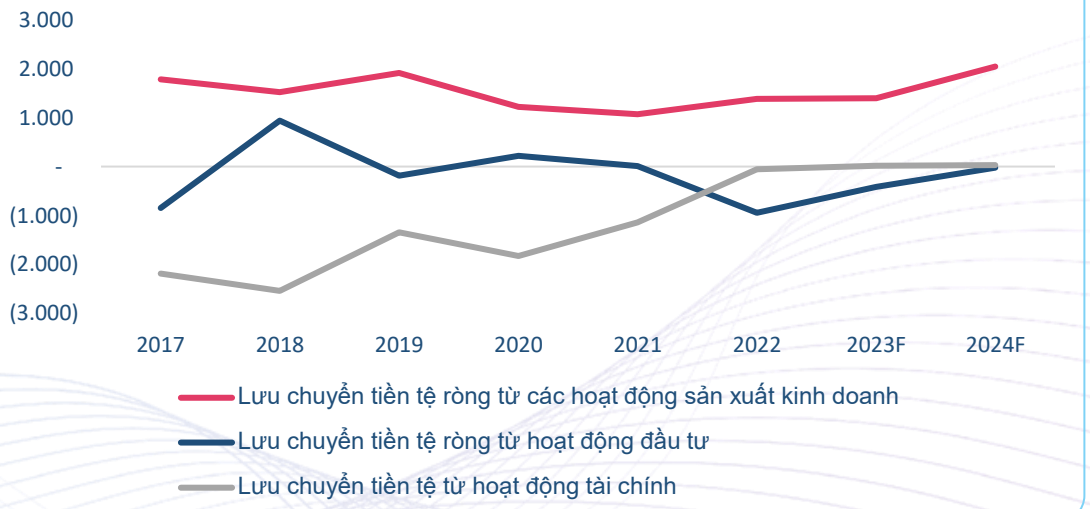
- Về rủi ro, chúng tôi nhận thấy có 2 rủi ro chính tác động trực tiếp lên kết quả kinh doanh của NT2.
  1. Sản lượng điện theo hợp đồng được EVN giao thấp hơn dự kiến, kéo theo hiệu quả kinh doanh giảm sút, khiến nguồn tiền mặt hạn chế.
  2. NT2 chưa thực sự được hưởng lợi từ giá khí/dầu thế giới giảm do cơ chế mua giá khí hiện nay phụ thuộc nhiều vào giá miệng giếng. Hiện nay, nguồn cung cấp khí chủ yếu của NT2 đến từ bể Cửu Long (giá miệng giếng là 3,5 USD/mbtu), bể Nam Côn Sơn (4,1 USD/mbtu) và bể Sao Vàng Đại Nguyệt (8 USD/mbtu). Chúng tôi ước tính giá dầu thô cần đạt ở dưới mức 60 USD/thùng thì NT2 mới có thể hưởng lợi từ sự sụt giảm giá dầu.

Biểu đồ 7: Cơ cấu tài sản và nguồn vốn (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Biểu đồ 8: Lưu chuyển tiền tệ (đơn vị: tỷ đồng)



Nguồn: CTS tổng hợp và dự báo

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2023 và định giá cổ phiếu

Chúng tôi kết hợp 5 phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền DCF bao gồm FCFF, và FCFE; và phương pháp so sánh chỉ số PE, PB, và EV/EBITDA. Giá trị cổ phiếu được xác định ở mức 40.900 đồng. Trong năm 2022, Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 ghi nhận lợi nhuận sau thuế đạt 729 tỷ đồng, vượt 56% mục tiêu lợi nhuận kế hoạch.

Công ty đặt kế hoạch sản lượng điện sản xuất năm 2023 đạt 4,1 tỷ kwh, giảm nhẹ 0,5% so với năm 2022. Tuy nhiên, với tình trạng thiếu hụt điện năng, điều kiện thời tiết thuận lợi, và năng lực sản xuất tốt của NT2, chúng tôi dự báo sản lượng điện năm 2023 của công ty có thể đạt 4,4 tỷ kwh, tăng 5% so với năm 2022.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 dự báo lần lượt đạt 9.965 tỷ đồng và 1.072 tỷ đồng, bằng 113% và 121% của năm 2022. Thu nhập trên một cổ phần đạt 3.799 đồng/cổ phần.

Mô hình định giá	Trọng số	Giá mục tiêu	Giá hiện tại	Premium
P/E	20%	45.400	29.600	53%
P/B	20%	28.500	29.600	-4%
EV/EBITDA	20%	32.000	29.600	8%
FCFF	20%	50.600	29.600	71%
FCFE	20%	48.000	29.600	62%
Giá mục tiêu bình quân (đồng/cp)	**100%**	**40.900**	**29.600**	**38%**

KẾT QUẢ KINH DOANH	TH	Dự báo			
Năm	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**
Sản lượng điện	4.065	4.268	4.482	4.706	4.941
% tăng trưởng	28%	5%	5%	5%	5%
Doanh thu thuần	8.788	9.965	10.464	10.987	11.536
Giá vốn bán hàng	(7.706)	(8.656)	(9.064)	(9.482)	(9.920)
Lợi nhuận gộp	1.082	1.309	1.400	1.505	1.616
Thu nhập tài chính	24	28	29	31	32
Chi phí tài chính	(18)	(28)	(29)	(30)	(32)
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(131)	(149)	(150)	(159)	(169)
Lãi/Lỗ từ hoạt động kinh doanh	957	1.160	1.250	1.347	1.447
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-	-
Thu nhập/Chi phí khác	(14)	(16)	(16)	(17)	(18)
Lãi/Lỗ ròng trước thuế	943	1.144	1.250	1.347	1.447
Chi phí thuế TNDN	(60)	(72)	(79)	(85)	(91)
Lãi/Lỗ ròng sau thuế	883	1.072	1.171	1.262	1.355
+ Trong đó: Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
+ Lãi/(Lỗ thuần của cổ đông công ty mẹ)	883	1.072	1.171	1.262	1.355
EPS (VNĐ/cp)	3.069	3.799	4.149	4.470	4.802
Tăng trưởng EPS	65%	24%	9%	8%	7%

Bảng KQKD	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	6.082	6.150	8.788	9.965
Giá vốn bán hàng	(5.187)	(5.474)	(7.706)	(8.656)
Lợi nhuận gộp	895	676	1.082	1.309
Thu nhập tài chính	18	18	24	28
Chi phí tài chính	(160)	(52)	(18)	(28)
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý DN	(85)	(83)	(131)	(149)
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	667	559	957	1.160
Lãi lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-	-
Lợi nhuận khác	(4)	7	(14)	(16)
Lợi nhuận trước thuế	663	566	943	1.144
Chi phí thuế TNDN	(38)	(32)	(60)	(72)
Lợi nhuận sau thuế	625	534	883	1.072
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	625	534	883	1.072

Lưu chuyển tiền tệ	2020	2021	2022	2023F
Lợi nhuận trước thuế	663	566	943	1.144
Chi phí khấu hao	690	693	690	698
Lãi từ hoạt động đầu tư	(17)	(11)	(21)	(28)
Chi phí lãi vay	38	20	15	25
Thay đổi vốn lưu động:	(176)	(191)	(285)	(444)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động KD	1.222	1.074	1.383	1.395
Mua sắm TSCĐ mới	(1)	(3)	(1)	(317)
Đầu tư khác	200	0	0	(127)
Lợi nhuận từ cổ tức, lãi tiền gửi, cho vay	19	11	4	28
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư	218	9	(946)	(416)
Thay đổi nợ vay	(1.111)	(568)	421	17
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính	(1.830)	(1.143)	(54)	17
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(389)	(61)	383	996
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	451	62	1	384
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	62	1	384	1.380

Bảng CĐKT	2020	2021	2022	2023F
Tài sản ngắn hạn	1.886	2.581	4.557	6.129
Tiền và tương đương tiền	62	1	384	1.380
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	0	949	1.076
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.489	2.230	2.911	3.302
Hàng tồn kho	315	311	307	345
Tài sản ngắn hạn khác	20	38	5	26
Tài sản dài han	4.496	4.043	2.888	2.518
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-
Tài sản cố định	4.184	3.496	2.809	2.428
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	-	1	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	311	546	79	89
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	6.381	6.624	7.445	8.647
Nợ ngắn hạn	2.083	2.390	2.831	2.982
Vay và nợ ngắn hạn	775	210	631	648
Các khoản phải trả ngắn hạn	558	1.244	948	1.069
Nợ ngắn hạn khác	739	925	1.243	1.234
Quỹ khen thưởng phúc lợi	11	11	10	31
Nợ dài hạn	1	-	-	-
Vay và nợ dài hạn	-	-	-	-
Các khoản phải trả dài hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	1	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	4.298	4.234	4.614	5.665
Vốn góp của chủ sở hữu	2.879	2.879	2.879	2.879
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)
Vốn khác của chủ sở hữu	-	-	-	-
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-
Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-
Quỹ khác	137	160	182	182
Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	1.282	1.196	1.554	2.604
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-	-