

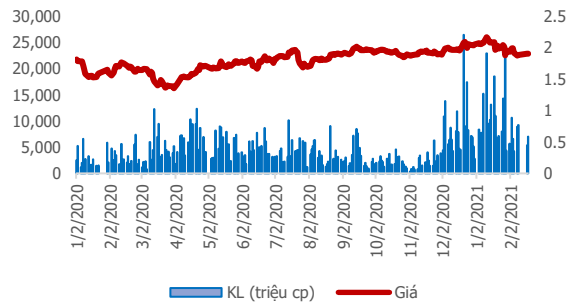
## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

**Ngành Điện**
**KỶ VỌNG DÒNG TIỀN TĂNG TRƯỞNG VÀ CỔ TỨC TIỀN MẶT ĐỀU ĐẶN**
**KHUYẾN NGHỊ**
**MUA**

Giá mục tiêu	25,900
Giá hiện tại	22,850
Upside	13.35%

*Ngày 18/02/2021*
**Một số chỉ tiêu chính**

	2020	2021F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>6,082</b>	<b>6,900</b>
LN gộp (tỷ VND)	895	876
EBIT (tỷ VND)	702	741
<b>LN ròng (VND)</b>	<b>625</b>	<b>674</b>
Tăng trưởng LNR (%)	-17.7%	7.8%
EPS (VND)	2,095	2,341
Tăng trưởng EPS (%)	-18%	12%
BVPS (VND)	14,928	15,769
<b>ROE (%)</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.2%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>9.0%</b>	<b>8.9%</b>

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Cơ cấu cổ đông**

TCT Điện lực dầu khí Việt Nam - CTCP	59.37%
Công ty TNHH Phát triển Công nghệ (CFTD)	8.27%
Samarang Ucits - Samarang Asian Prosperity	5.00%
Cổ đông khác	27.36%

**Kết quả kinh doanh 2020 suy giảm do sản lượng thủy điện trong hệ thống lớn.** Doanh thu và lợi nhuận của NT2 giảm lần lượt 20.5% và 17.1% do sản lượng chỉ bằng 78.8% so với cùng kỳ.

**Tất toán khoản vay bằng ngoại tệ, giảm bớt gánh nặng lãi vay và rủi ro chênh lệch tỷ giá.** Khoản vay dài hạn bằng USD và EUR của NT2 sẽ được thanh toán hết trong nửa đầu năm 2021. Việc sạch nợ vay giúp cho doanh nghiệp giảm đáng kể chi phí tài chính, cải thiện biên lợi nhuận ròng.

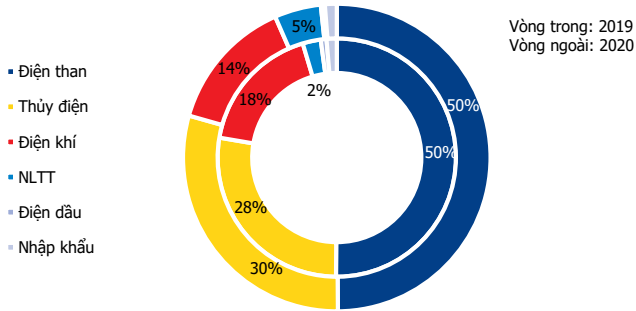
**Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn.** Cổ đông lớn nhất của NT2 là PVPower có nhu cầu tiền mặt để đầu tư vào dự án Nhơn Trạch 3&4 nên nhiều khả năng sẽ yêu cầu NT2 chi trả cổ tức liên tục trong những năm tiếp theo. Tỷ lệ cổ tức chi trả mỗi năm từ nay tới 2025 được chúng tôi dự báo là khoảng 15%-20% tùy vào tình hình sản xuất kinh doanh của NT2.

**Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NT2 năm 2021 lần lượt là 6,900 tỷ đồng và 674 tỷ đồng** dựa trên các giả định **(1)** Sản lượng điện tăng 10.2% so với cùng kỳ đi cùng triển vọng phục hồi của nền kinh tế nhưng vẫn phải đối mặt với cạnh tranh của thủy điện và năng lượng tái tạo **(2)** giá khí cao khiến biên lợi nhuận gộp điều chỉnh về mức 12.7% so với 14.7% của năm 2020 và **(3)** chi phí lãi vay giảm hỗ trợ biên lợi nhuận ròng.

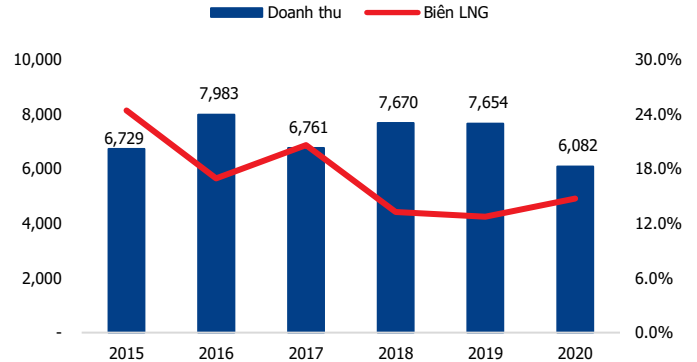
**Chúng tôi khuyến nghị MUA** đối với cổ phiếu NT2 với giá mục tiêu **12 tháng là 25,900đ/cp (upside 13.35%)**, tương ứng P/E forward 2021 là 11.05. Chúng tôi đánh giá NT2 là cơ hội đầu tư dài hạn hấp dẫn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành tiện ích, tạo ra sản phẩm thiết yếu, ít rủi ro, và dòng tiền của doanh nghiệp sinh ra đều đặn, lợi nhuận từ cổ tức hàng năm khoảng 7-10% so với giá thị trường hiện tại.

**Kết quả kinh doanh 2020 suy giảm do sản lượng thủy điện trong hệ thống lớn.** Hiện tượng La Nina khiến cho lượng mưa nửa sau 2020 cao hơn so với trung bình các năm, giúp các nhà máy thủy điện sản xuất vô cùng thuận lợi. Thêm vào đó, các dự án điện mặt trời tại khu vực phía Nam cũng liên tục được bổ sung vào hệ thống khiến cho cạnh tranh phát điện tăng lên đáng kể trong khi dịch Covid khiến tăng trưởng chung của toàn ngành điện chỉ đạt mức 3.4% so với mức tăng trưởng trên 10% của giai đoạn trước. Sản lượng điện thương phẩm của NT2 năm 2020 đạt 3.9 tỷ kWh, giảm 12.7% so với cùng kỳ.

**CƠ CẤU SẢN LƯỢNG ĐIỆN SẢN XUẤT VÀ NK**



**KẾT QUẢ KINH DOANH**



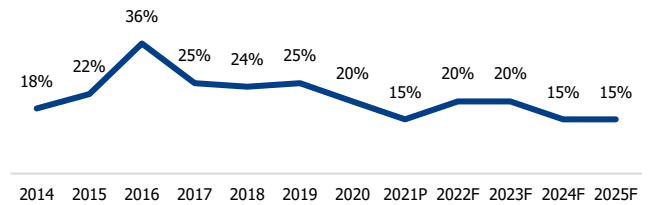
Nguồn: EVN, NT2, PSI tổng hợp

Doanh thu cả năm 2020 của Nhơn Trạch 2 đạt 6,082 tỷ đồng, giảm 20.5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chi phí nguyên vật liệu đầu vào giảm 27.8% đã giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện 2 điểm phần trăm, lên mức 14.7% khiến cho lợi nhuận ròng giảm chậm hơn doanh thu, về mức 625 tỷ đồng, tương ứng mức giảm 17.1%.

**Tất toán khoản vay bằng ngoại tệ, giảm bớt gánh nặng lãi vay và rủi ro chênh lệch tỷ giá.** Trong năm 2020, chi phí lãi vay của NT2 đã giảm 61.5%, lỗ tỷ giá cũng giảm 30%. Khoản vay bằng ngoại tệ của NT2 đã gần như đã được thanh toán toàn bộ, số dư còn lại là 511 tỷ đồng sẽ được thanh toán nốt trong nửa đầu năm 2021. Nợ vay bằng ngoại tệ giảm giúp cho NT2 hạn chế được rủi ro tỷ giá và chi phí lãi vay. Đồng thời, chi phí tài chính giảm cũng là yếu tố hỗ trợ cho biên lợi nhuận của NT2 trong những năm tới.

**Chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn.** NT2 hiện không có kế hoạch đầu tư lớn nên không cần giữ lại nhiều lợi nhuận. Trong khi đó, cổ đông lớn nhất của NT2 là PVPower đang thực hiện dự án Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 với tổng mức đầu tư khoảng 33,300 tỷ đồng nên có nhu cầu vốn rất lớn. Vì vậy, chúng tôi cho rằng, POW sẽ yêu cầu NT2 chi trả cổ tức tiền mặt đều đặn hàng năm để bổ sung nguồn vốn đầu tư cho hai dự án nói trên. Dựa vào tình hình kinh doanh hiện tại của NT2, chúng tôi dự báo mức cổ tức hàng năm sẽ duy trì từ 15%-20% từ nay tới hết năm 2025.

**TỶ LỆ CHI TRẢ CỔ TỨC TIỀN MẶT**



Nguồn: NT2, PSI dự báo

**Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của NT2 năm 2021 lần lượt là 6,900 tỷ đồng và 674 tỷ đồng** dựa trên các giả định (1) Sản lượng điện năm 2021 đạt 4.3 tỷ kWh, tăng 10.2% so với cùng kỳ đi cùng triển vọng phục hồi của nền kinh tế nhưng vẫn phải đối mặt với cạnh tranh của thủy điện và năng lượng tái tạo (2) giá khí cao từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt khiến biên lợi nhuận gộp điều chỉnh về mức 12.7% so với 14.7% của năm 2020 và (3) chi phí lãi vay giảm hỗ trợ biên lợi nhuận ròng.

**Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu NT2 với giá mục tiêu 12 tháng là 25,900đ/cp (upside 13.35%),** tương ứng P/E forward 2021 là 11.05. Chúng tôi đánh giá NT2 là cơ hội đầu tư dài hạn hấp dẫn do doanh nghiệp hoạt động trong ngành tiện ích, tạo ra sản phẩm thiết yếu, ít rủi ro, và dòng tiền của doanh nghiệp sinh ra đều đặn, lợi nhuận từ cổ tức hàng năm khoảng 7-10% so với giá thị trường hiện tại.

**Báo cáo tài chính**

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ VND)</b>				<b>Chỉ số chính</b>			
	2020	2021F	2022F		2020	2021F	2022F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>6,082</b>	<b>6,900</b>	<b>6,936</b>	<b>Định giá</b>			
Giá vốn hàng bán	5,187	6,024	6,055	EPS	2,095	2,341	2,475
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>895</b>	<b>876</b>	<b>881</b>	BVPS	14,928	15,769	16,244
Doanh thu hoạt động tài chính	18	3	43	Cổ tức	2,000	1,500	2,000
Chi phí tài chính	160	68	72	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết				Biên lợi nhuận gộp	14.71%	12.70%	12.70%
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	85	100	101	Biên EBITDA	22.93%	20.95%	21.48%
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>667</b>	<b>710</b>	<b>751</b>	Biên lợi nhuận trước thuế	10.91%	10.29%	10.83%
Lợi nhuận khác	(4)	-	-	ROE	14.8%	15.2%	15.5%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>663</b>	<b>710</b>	<b>751</b>	ROA	9.0%	8.9%	8.9%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>625</b>	<b>674</b>	<b>712</b>	<b>Tăng trưởng</b>			
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>625</b>	<b>674</b>	<b>712</b>	Doanh thu	-20.5%	13.4%	0.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>6,082</b>	<b>6,900</b>	<b>6,936</b>	Lợi nhuận gộp	-8.2%	-2.1%	0.5%
				Lợi nhuận sau thuế	-17.7%	7.8%	5.7%
<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	EPS	-17.5%	11.7%	5.7%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>1,886</b>	<b>4,886</b>	<b>4,310</b>	Tổng tài sản	-15.6%	36.0%	-14.8%
I. Tiền & tương đương tiền	62	1,051	1,149	VCSH	4.0%	5.6%	3.0%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,489	3,450	2,775	<b>Thanh khoản</b>			
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	315	365	367	Thanh toán hiện hành	0.91	1.18	1.58
IV. Hàng tồn kho	20	20	20	Thanh toán nhanh	0.75	1.09	1.45
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4,496</b>	<b>3,791</b>	<b>3,086</b>	Nợ/tài sản	0.12	0.11	0.13
I. Tài sản cố định	4,184	3,480	2,775	Nợ/VCSH	0.18	0.21	0.21
II. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	18.33	24.30	23.00
III. Tài sản dài hạn khác	311	311	311				
<b>Tổng tài sản</b>	<b>6,381</b>	<b>8,677</b>	<b>7,396</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>2,084</b>	<b>4,137</b>	<b>2,720</b>				
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,083</b>	<b>4,137</b>	<b>2,720</b>				
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>				
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	-	-				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,298</b>	<b>4,540</b>	<b>4,676</b>				
1. Vốn điều lệ	<b>2,879</b>	<b>2,879</b>	<b>2,879</b>				
2. Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)				
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	1,419	1,661	1,798				
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>6,381</b>	<b>8,677</b>	<b>7,396</b>				



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,  
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (84-8) 3914 6789  
Fax: (84-8) 3914 6969

**Chi nhánh TP. Vũng Tàu**

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.  
Vũng Tàu  
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26  
Fax: (84-64) 625 4521

**Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank  
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,  
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,  
TP. Đà Nẵng  
Điện thoại: (84-236) 389 9338  
Fax: (84-236) 38 9933

**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.