



CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ
PETROVIETNAM SECURITIES INC.

BÁO CÁO CẬP NHẬT

**CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2
(HOSE: NT2)**



www.psi.vn

KHUYẾN NGHỊ: NĂM GIỮ

(UPSIDE 7%)

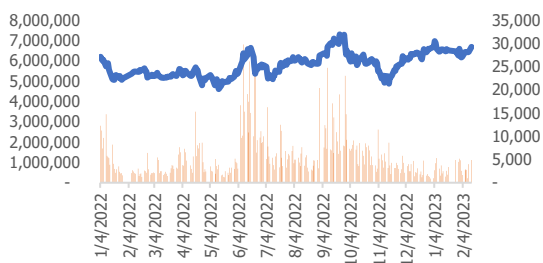
- Dự báo trong năm 2023, sản lượng điện của NT2 sẽ đạt 4.19 tỷ kWh (+3.2% YoY), doanh thu đạt 8,887 tỷ đồng (+3.2% YoY).
- Khí hậu chuyển sang pha trung tính và El Nino sẽ giúp nhiệt điện được huy động nhiều hơn.
- Giá khí đầu vào giảm sẽ giúp tăng sản lượng điện huy động của NT2.
- NT2 sẽ hết khấu hao máy móc năm 2024, nhà máy sẽ có thể chào giá hiệu quả hơn, tác động tích cực đến sản lượng điện huy động.
- Dòng tiền ổn định sẽ giúp NT2 duy trì mức trả cổ tức bằng tiền mặt (15-20%/năm).

NT2

(HOSE)

Khuyến nghị	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	30,650
Giá hiện tại (14/2/2023)	28,750
Upside	7%

Diễn biến giao dịch:



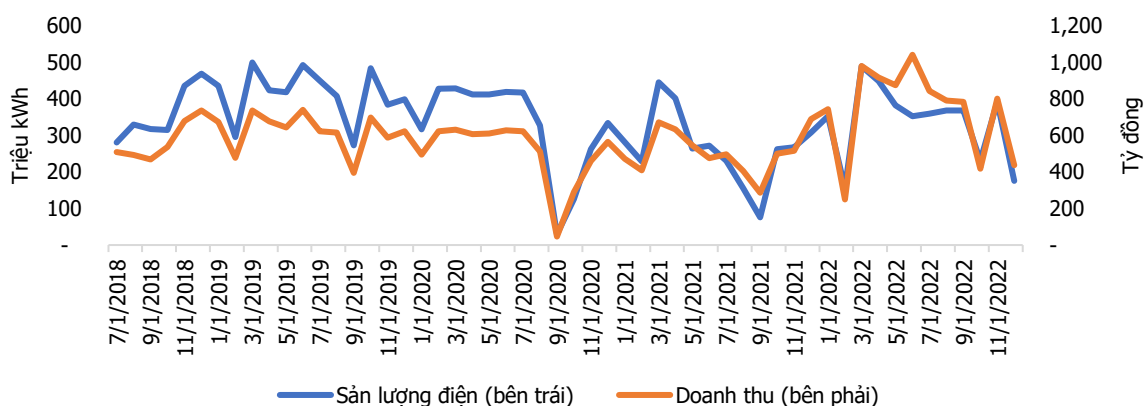
KLGD (bên trái) Giá cổ phiếu (bên phải)

Đvt: Tỷ đồng	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8,786	8,887	8,296
Lợi nhuận gộp	1,101	978	913
EBIT	779	892	864
Lợi nhuận ròng	729	839	812
Tăng trưởng LNR	35.8%	15.0%	-3.2%
EPS (VND)	2,534	2,914	2,820
Tăng trưởng EPS	35.8%	15.0%	-3.2%
BVPS (VND)	15,492	16,406	17,226
ROE	16.8%	18.3%	16.8%
ROA	10.5%	11.7%	11.3%

KẾT QUẢ KINH DOANH NĂM 2022 KHẢ QUAN NHỜ SỰ PHỤC HỒI VỀ SẢN LƯỢNG ĐIỆN VÀ TĂNG TRƯỞNG VỀ GIÁ BÁN ĐIỆN

Kết quả kinh doanh của NT2 vượt kế hoạch năm 2022. Do nhu cầu tiêu thụ điện tại miền Nam phục hồi nhanh và giá điện trên thị trường điện cạnh tranh tăng cao, NT2 ghi nhận sản lượng điện thương phẩm đạt **4,065 triệu kWh** và doanh thu là **8,785.9 tỷ đồng**, vượt lần lượt **26%** và **45.8%** kế hoạch năm 2022 và tăng trưởng mạnh từ mức nền thấp năm 2021. Theo đó, lợi nhuận sau thuế của NT2 đạt khoảng **729.3 tỷ đồng**, vượt xa kế hoạch năm đã đề ra là khoảng 32 tỷ đồng và tăng 28.85% so với cùng kỳ năm 2021.

Sản lượng điện và Doanh thu NMD Nhơn Trạch 2

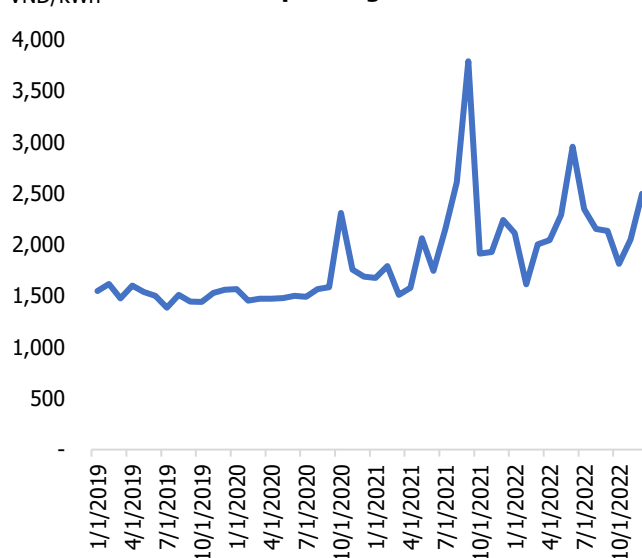


Nguồn: NT2, PSI tổng hợp

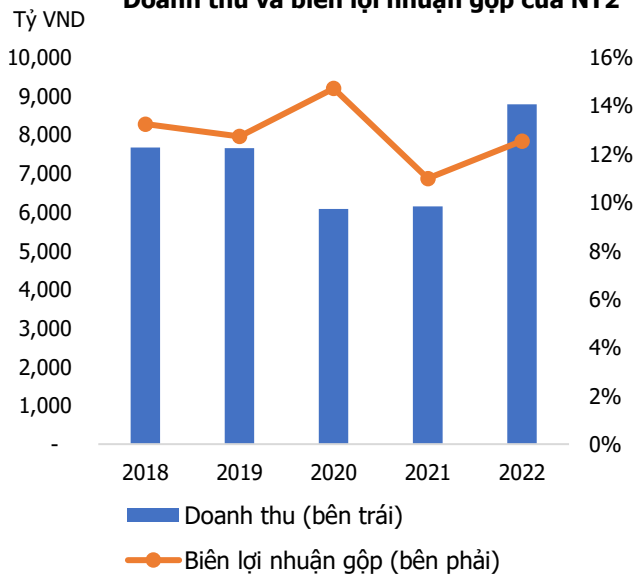
Giá bán điện trung bình năm 2022 tăng trưởng mạnh. Do nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi và giá khí bình quân tại nhà máy đạt khoảng 9.4 – 9.6 USD/Triệu BTU - tăng khoảng 23% so với cùng kỳ nên giá bán điện trung bình năm 2022 của NT2 tăng cao hơn cùng kỳ năm trước, tác động tích cực đến doanh thu của doanh nghiệp.

Biên lợi nhuận gộp được cải thiện so với cùng kỳ 2021 nhờ sản lượng điện phục hồi và NT2 đã bám sát thị trường để tiến hành chào giá hiệu quả.

Giá bán điện trung bình của NT2



Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của NT2

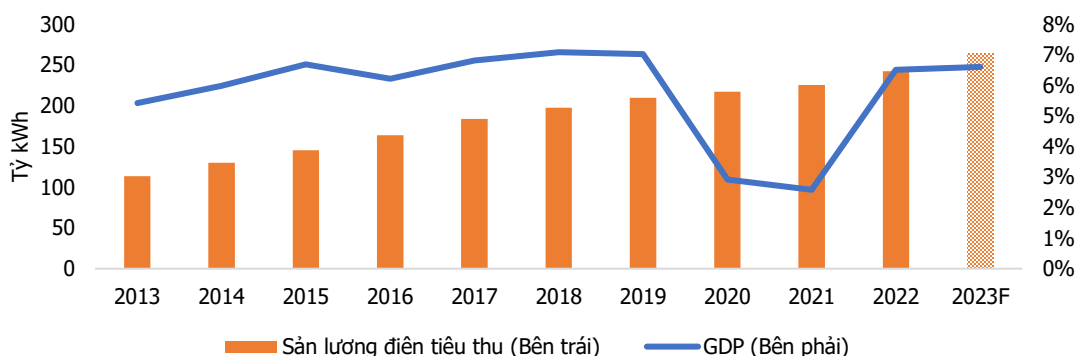


Nguồn: NT2, PSI tổng hợp

SỰ PHỤC HỒI CỦA NHIỆT ĐIỆN VÀ GIÁ BÁN ĐIỆN NEO Ở MỨC CAO VẪN SẼ LÀ ĐỘNG LỰC CHÍNH TRONG NĂM 2023

(1) Tăng trưởng sản lượng điện năm 2023 đạt khoảng 8.6 – 8.8%. Nhu cầu phụ tải điện của Việt Nam năm 2023 được chúng tôi dự báo đạt khoảng 8.6% - 8.8% dựa trên dự báo tốc độ tăng trưởng GDP năm 2023 đạt khoảng 6.5% - 6.6%. Điều này được thúc đẩy bởi sự dịch chuyển nguồn vốn FDI vào lĩnh vực sản xuất công nghiệp tại Việt Nam và sự đẩy mạnh tốc độ đô thị hóa tại trên toàn quốc. Đặc biệt trong bối cảnh tỷ giá USD/VND đã được ổn định và rủi ro chung đã được giải quyết phần nào sẽ là động lực để đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục duy trì ở mức tương đương với năm 2022.

Sản lượng điện tiêu thụ và tăng trưởng GDP hàng năm

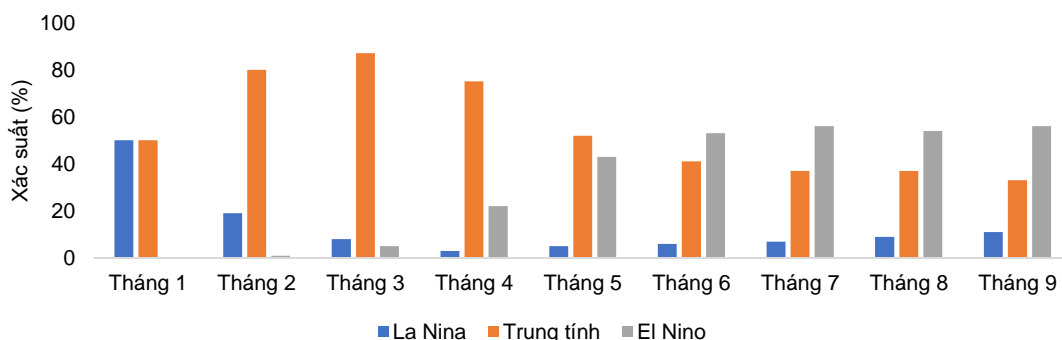


Nguồn: GSO, EVN, PSI tổng hợp

Thêm vào đó, giá điện bán lẻ tại Việt Nam đã không tăng từ 3/2019, việc giữ nguyên giá bán điện trong bối cảnh chi phí đầu vào sản xuất tăng cao và tỷ giá biến động đã khiến cho EVN chịu khoản lỗ khổng lồ, làm tăng áp lực tăng giá điện bán lẻ năm 2023. **Chúng tôi ước tính, giá bán lẻ điện bình quân năm 2023 có thể sẽ neo ở mức cao trong năm 2023.**

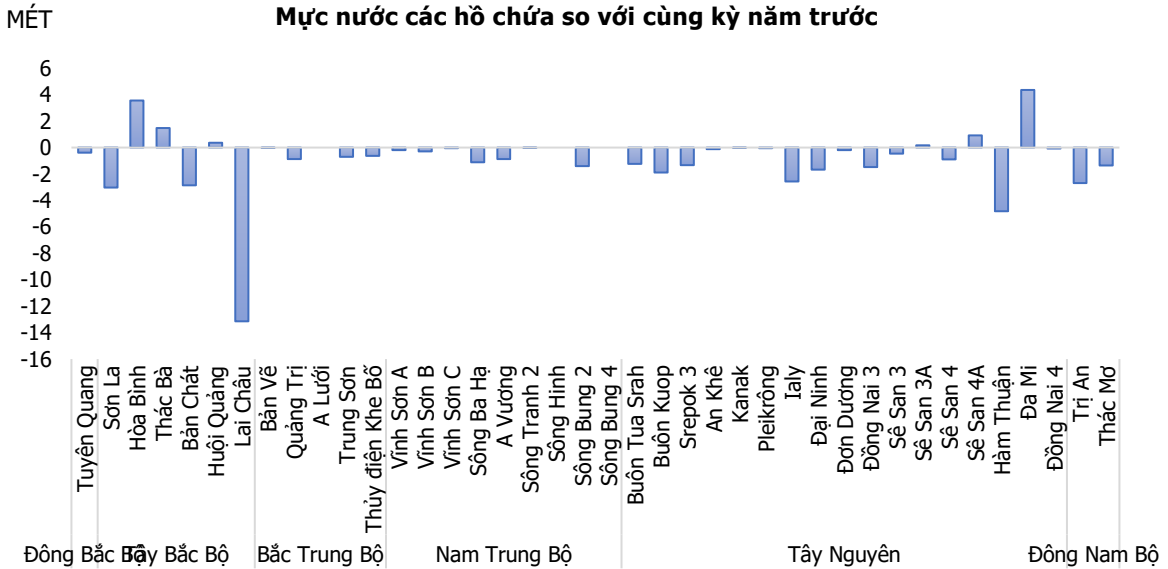
(2) Nhiệt điện sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2023. Theo dự báo của IRI, hiện tượng La Nina sẽ suy yếu dần trong năm 2023, khả năng thời tiết xảy ra pha trung tính và pha El Nino sẽ cao hơn từ giữa năm 2023 và sẽ khiến cho điều kiện thủy văn bị hạn chế hơn. Đồng thời, với việc khung giá bán điện NLTT chuyển tiếp giảm khá mạnh (-17%) sẽ khiến việc phát triển NLTT trong năm tới bị ngưng lại do ảnh hưởng đến kế hoạch kinh doanh, kế hoạch trả nợ cho các dự án. **Vậy nên chúng tôi cho rằng tình hình thủy văn sẽ trở nên khó khăn hơn và sản lượng thủy điện sẽ bước ra khỏi mức cao trong năm 2022 và NLTT sẽ chưa được phát triển mới trong năm 2023. Điều này sẽ giúp sản lượng huy động từ nhiệt điện phục hồi trở lại và NT2 cũng sẽ hưởng lợi từ điều này**

Dự báo IRI về ENSO 2023



Nguồn: IRI, PSI tổng hợp

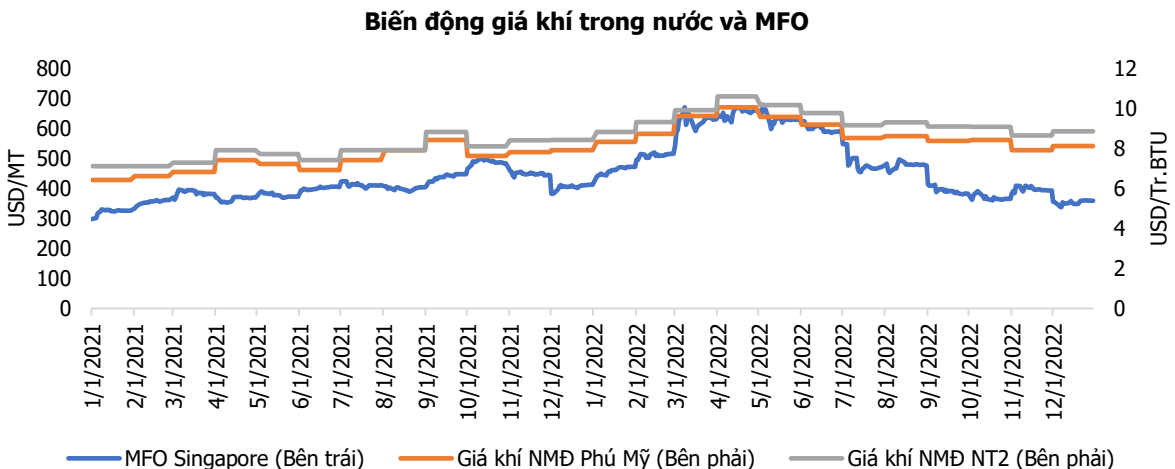
Bên cạnh đó, hầu hết mực nước tại các hồ chứa tại thời điểm đầu năm đều giảm, trên cơ sở so với cùng kỳ năm trước. Đáng chú ý, đa số các hồ thủy điện tại khu vực Tây Nguyên và Đông Nam Bộ đều có mực nước thấp nên có thể các nhà máy nhiệt điện tại khu vực này sẽ được huy động ở mức cao ngay từ đầu năm.



Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

(3) Giá khí đầu vào giảm giúp tăng khả năng cạnh tranh của nhiệt điện khí. Theo các chuyên gia, nguồn cung dầu thô thế giới đã quay về gần mức trước dịch trong khi nhu cầu được dự báo sẽ giảm do tác động từ suy thoái kinh tế và ảnh hưởng bởi việc dự trữ quá đà nguồn khí. Bởi vậy, chúng tôi cho rằng vùng giá 80 – 90 USD (giá dầu Brent) là điểm cân bằng ổn định.

Với việc giá khí tại các nhà máy điện tham chiếu theo giá dầu MFO Singapore và biến động theo giá dầu Brent, chúng tôi cho rằng việc giá khí neo ở một vùng giá thấp hơn so với năm 2022 sẽ làm giá nhiệt điện khí giảm và giúp cho nhiệt điện khí trở nên cạnh tranh hơn, điều này sẽ tác động tích cực đến sản lượng điện được huy động của NT2.

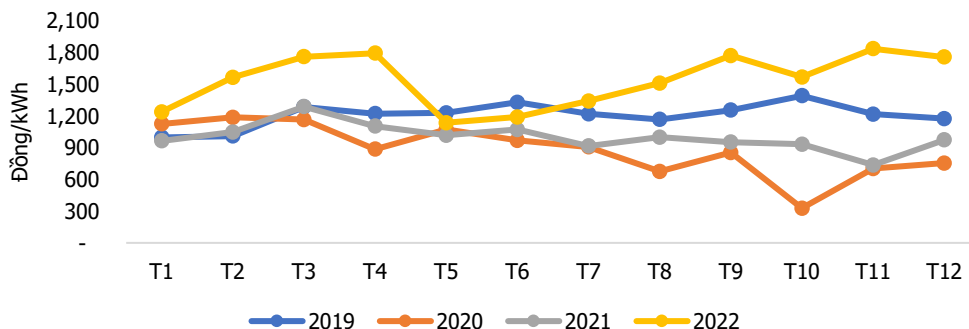


Nguồn: Bloomberg, PGV, NT2 PSI tổng hợp

(4) Giá bán điện của NT2 vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023. Với việc giá năng lượng cơ sở vẫn neo ở mức cao và sản lượng huy động từ nhiệt điện được dự báo cao hơn sẽ khiến cho giá điện trên thị trường neo ở mức cao trong năm 2023.

Đồng thời, NT2 sẽ hết khấu hao máy móc từ cuối năm 2024 và điều này sẽ giúp cho nhà máy chào giá hiệu quả hơn, tác động tích cực đến sản lượng điện huy động của nhà máy.

Giá điện bình quân trên thị trường điện

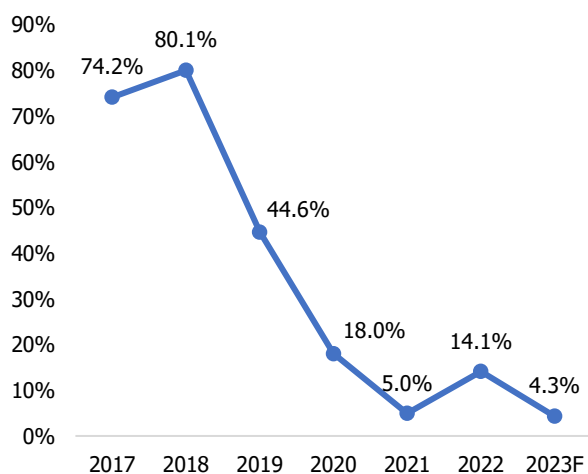


Nguồn: PGV, PSI tổng hợp

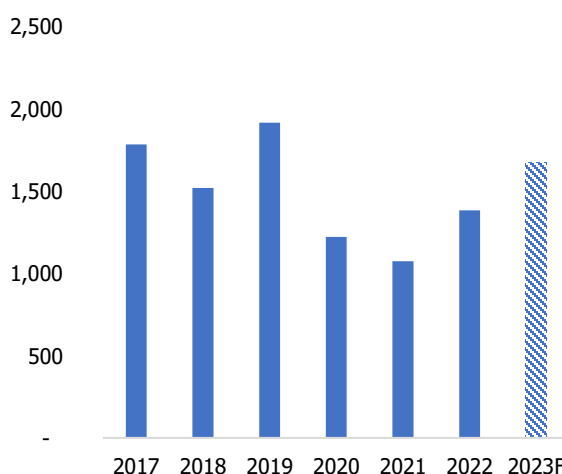
(5) Dòng tiền ổn định sẽ giúp NT2 duy trì mức trả cổ tức bằng tiền mặt. Sau khi tất toán khoản vay bằng ngoại tệ, dòng tiền của NT2 dự kiến sẽ tăng trưởng do chi phí tài chính giảm đáng kể và doanh nghiệp chưa có kế hoạch đầu tư lớn mới. **Chúng tôi cho rằng điều này sẽ giúp cho doanh nghiệp duy trì mức trả cổ tức tiền mặt ở mức cao, khoảng 15%/năm.**

Ngoài ra, trong nửa cuối năm 2022, NT2 đã trích lập dự phòng 239 tỷ đồng do chi phí vận chuyển khí mà EVN chưa đồng ý thanh toán. **Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu này vào năm 2023 – 2024, điều này sẽ làm tăng lợi nhuận của doanh nghiệp.**

Tỷ lệ đòn bẩy của NT2 qua các năm



Dòng tiền từ Hoạt động kinh doanh



Nguồn: NT2, PSI tổng hợp

MỘT SỐ VẤN ĐỀ CẦN LƯU Ý:

- (1) Tăng trưởng kinh tế giảm tốc trong năm 2023, đặc biệt ở nhóm ngành công nghiệp dẫn đến việc cắt giảm công suất khiến cho tiêu thụ điện và bán điện trên thị trường cạnh tranh giảm.
- (2) Những thay đổi bất ngờ từ khí hậu có thể ảnh hưởng đến các dự báo của chúng tôi. Mặc dù pha La Nina đã kéo dài từ 9/2020, nhưng không ngoại trừ điều kiện thời tiết này sẽ kéo dài bất thường trong năm 2023.
- (3) Giá khí thay đổi ngoài dự kiến.

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi dự phóng KQKD năm 2023 của NT2 với DTT và LNST lần lượt đạt 8,887 tỷ đồng (+3.2% YoY) và 838 tỷ đồng (+15% YoY) dựa trên các giả định:

- (1) Sản lượng điện cả năm 2023 đạt khoảng 4.19 tỷ kWh (+3.2% YoY) do nhu cầu tiêu thụ điện tăng;
- (2) Giá bán điện của NT2 sẽ giảm (-5% YoY) nhưng nhìn chung vẫn sẽ duy trì ở mức cao;
- (3) Tỷ suất cổ tức trong năm 2023 là khoảng 15-20%.

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá FCFE, DDM và PE. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện dưới đây:

Phương pháp định giá	Kết quả định giá (đồng/cp)
P/E	30,710
FCFE	31,554
DDM	15,993
Tổng hợp kết quả định giá	30,650

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu NT2 với giá mục tiêu là 30,650 đồng/cổ phiếu - **upside 7%**, tương ứng P/E forward 2023 là 10.5. Chúng tôi đánh giá rằng NT2 là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao (15-20%/năm) và là một cổ phiếu phòng thủ phù hợp với những giai đoạn biến động của thị trường. Ngoài ra, giả định về KQKD của NT2 của chúng tôi chưa bao gồm khoản hoàn nhập dự phòng nợ phải thu trị giá 239 tỷ đồng.



Phụ lục chỉ tiêu tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	8,786	8,887	8,296
Giá vốn hàng bán	7,684	7,910	7,384
Lợi nhuận gộp	1,101	978	913
Doanh thu hoạt động tài chính	24	54	71
Chi phí tài chính	18	21	7
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	330	130	124
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	786	926	928
Lợi nhuận khác	0.4	11.3	10.5
Lợi nhuận trước thuế	535	628	673
Lợi nhuận sau thuế	779	892	864
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	729	839	812
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	729	839	812

Bảng cân đối kế toán	2022	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	4,357	4,814	5,702
I. Tiền & đầu tư tài chính ngắn hạn	1,333	1,750	1,630
II. Phải thu ngắn hạn	2,711	2,742	3,771
III. Hàng tồn kho	307	316	295
IV. Tài sản ngắn hạn khác	5	5	5
Tài sản dài hạn	2,929	2,242	1,562
I. Tài sản cố định	2,808	2,122	1,442
II. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
III. Tài sản dài hạn khác	120	120	120
Tổng tài sản	7,285	7,056	7,264
Nợ phải trả	2,825	2,334	2,305
I. Nợ ngắn hạn	2,825	2,334	2,305
II. Nợ dài hạn	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,460	4,723	4,959
1. Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879
2. Lợi nhuận để lại và các quỹ	1,581	1,845	2,081
3. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
Tổng nguồn vốn	7,285	7,056	7,264

Chỉ số chính	2022	2023F	2024F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	12.5%	11.0%	11.0%
Biên EBITDA	16.7%	17.8%	18.7%
Biên lợi nhuận trước thuế	8.9%	10.0%	10.4%
ROE	16.8%	18.3%	16.8%
ROA	10.5%	11.7%	11.3%
Tăng trưởng			
Doanh thu	42.9%	1.2%	-6.7%
Lợi nhuận gộp	63.0%	-11.2%	-6.7%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	35.8%	15.0%	-3.2%
EPS	35.8%	15.0%	-3.2%
Tổng tài sản	9.9%	-3.1%	2.9%
VCSH	5.3%	5.9%	5.0%
Khả năng thanh toán			
Thanh toán hiện hành	1.54	2.06	2.47
Thanh toán nhanh	1.43	1.93	2.35
Nợ/tài sản	0.09	0.01	0.03
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.14	0.02	0.04
Khả năng thanh toán lãi vay	50.64	50.20	125.05
Chỉ tiêu khác			
EPS (VND)	2,534	2,914	2,820
BVPS (VND)	15,492	16,406	17,226

THÔNG TIN 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

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: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

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.