

CÔNG TY CỔ PHẦN ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HSX: NT2)
20.07.2020
ĐÁNH GIÁ

Giá hiện tại	23,450
Giá mục tiêu cũ	27,800
Giá mục tiêu mới	26,200

MUA
CẬP NHẬT KQKD

NT2 đạt lợi nhuận 428 tỷ đồng trong nửa đầu năm (tăng 11% so với cùng kỳ). Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, tổng sản lượng điện NT2 huy động đạt hơn 2.411 triệu kwh (-5.8% so với cùng kỳ) và hoàn thành 53,6% kế hoạch năm. Theo đó, doanh thu thuần từ bán điện nửa đầu năm đạt 3.598,8 tỷ đồng, giảm 10.4% so với cùng kỳ do (1) sản lượng điện sản xuất giảm ~6% (2) giá bán điện trung bình giảm 5% do 6 tháng đầu năm là giai đoạn mùa khô ở miền Bắc, giá công suất thị trường điện cạnh tranh giảm so với cùng kỳ 2 năm trước. Chúng tôi duy trì dự phóng doanh thu năm 2020 của công ty và điều chỉnh chi phí tài chính và giá vốn, ước tính LNTT đạt 667 tỷ đồng.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 dự kiến trung tu mở rộng 3 tổ máy trong tháng 9 và tháng 10, thời gian trung tu dự kiến khoảng 32 ngày, do đó, sản lượng điện trong quý 3 có thể giảm nhẹ 13% so với cùng kỳ năm ngoái. Ước tính sản lượng điện trong 2020 của NT2 đạt 4,500 triệu kwh, giảm 9.1% so với năm ngoái.

NT2 đang đàm phán hợp đồng PPA: EVN và NT2 đã đạt được thỏa thuận trừ điều khoản về IRR. NT2 muốn ký hợp đồng tính theo IRR là 12% (mức kịch khung theo TT56), tuy nhiên EVN muốn ký 10,8% (đang được áp dụng phổ biến). Hợp đồng ký lại sẽ hoàn thành trong năm 2020, bắt đầu áp dụng từ năm 2021 và không áp dụng hồi tố.

NT2 sẽ trả hết gốc nợ vay dài hạn trong năm 2021 và ước tính năm 2020 chi phí lãi vay giảm 35 tỷ đồng.

Khoản nợ vay dài hạn hơn 10.300 tỷ với thời gian trả 9,5 năm dự kiến sẽ hoàn trả hết nợ gốc vào quý 2 năm 2021. Chúng tôi ước tính chi phí tài chính giảm 34,5 tỷ do (1) Chi phí lãi vay giảm 35 tỷ đồng do NT2 đã thanh toán gần hết nợ gốc dài hạn (2) Lãi tỷ giá khi USD và EUR tăng so với VND khoảng 5000 tỷ.

Định giá doanh nghiệp

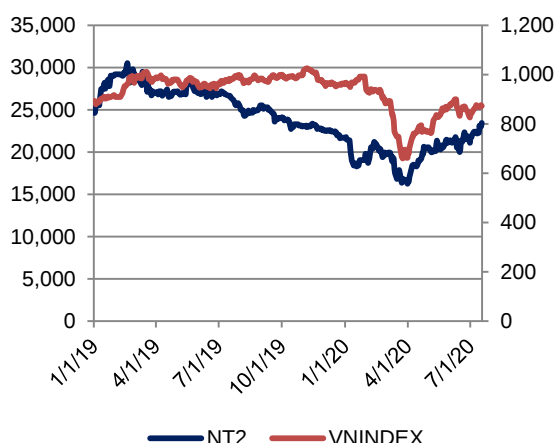
Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ trả cổ tức năm 2020 từ 10% lên 25% theo quyết định của ĐHCĐ, doanh thu của công ty vẫn nằm trong ước tính của chúng tôi và điều chỉnh tăng khoản nợ ngắn hạn trong năm 2021 lên 200 tỷ đồng do công ty cần bổ sung vốn lưu động sản xuất kinh doanh sau khi phải trả hết nợ vay dài hạn.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	16,250/29,012
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,621
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	287,876,029
KLGBQ 52 tuần (cổ phiếu)	307,030
Sở hữu trong nước (%)	82.2
Sở hữu nước ngoài (%)	17.8
Room nước ngoài (%)	49%

Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,654	7,045	7,113
LN gộp (tỷ VND)	974	845	854
EBIT (tỷ VND)	835	707	714
LN ròng (VND)	759	614	639
Tăng trưởng LNR (%)	-2.9%	-19.2%	4.2%
EPS (VND)	2,540	2,221	2,298
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	4%	1%
BVPS (VND)	14,354	15,889	16,059
ROE (%)	18.38%	15.24%	16.82%
ROA (%)	10.04%	10.06%	11.43%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

TCT Điện lực dầu khí Việt Nam	59.37%
CT TNHH Phát triển công nghệ	8.27%
Samarang Ucits	5%
Cổ đông khác	27.36%

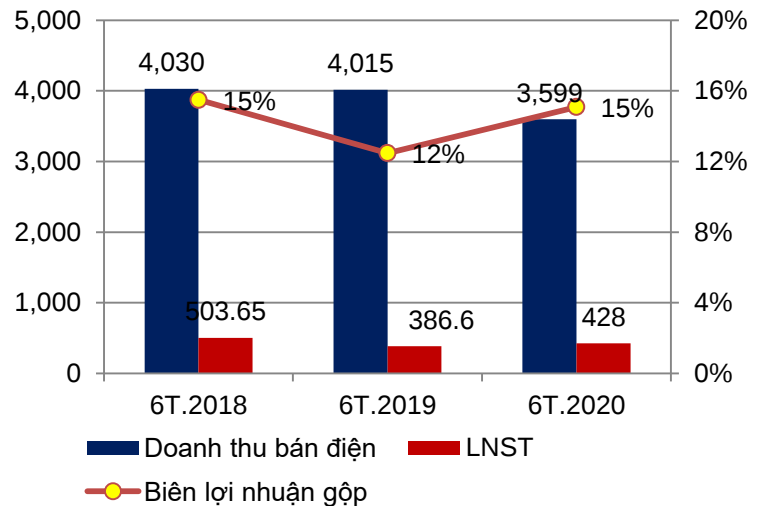
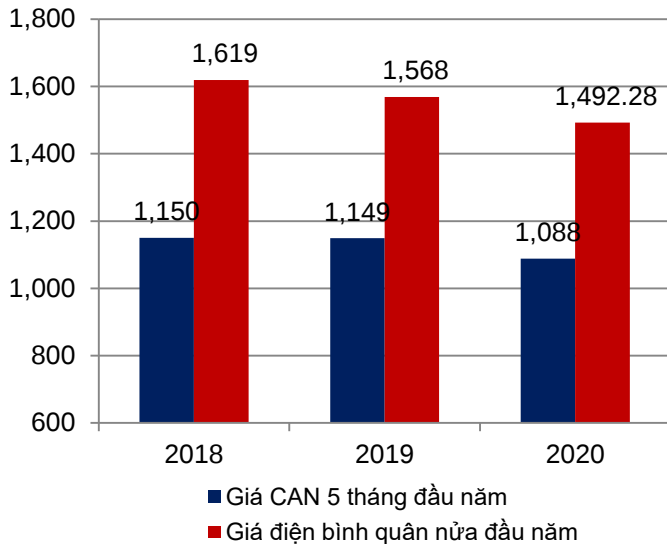
Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	28,521	70%	26,233
Multiple	20,896	30%	
P/E forward	24,114		
P/B forward	17,678		

NT2 đạt lợi nhuận 428 tỷ đồng trong nửa đầu năm (tăng 11% so với cùng kỳ)

Lũy kế 6 tháng đầu năm 2020, tổng sản lượng điện NT2 huy động đạt hơn 2.411 triệu kwh (-5.8% so với cùng kỳ) và hoàn thành 53,6% kế hoạch năm. Theo đó, doanh thu thuần từ bán điện nửa đầu năm đạt 3.598,8 tỷ đồng, giảm 10.4% so với cùng kỳ do (1) sản lượng điện sản xuất giảm ~6% (2) giá bán điện trung bình giảm 5% do 6 tháng đầu năm là giai đoạn mùa khô ở miền Bắc, giá công suất thị trường điện cạnh tranh giảm so với cùng kỳ 2 năm trước.

Đơn vị: đồng/kwh

Đơn vị: Tỷ đồng



Nguồn: POW, PSI tổng hợp

Biên lợi nhuận gộp đạt 15%, cải thiện đáng kể so với cùng kỳ do (1) công ty đã tiết kiệm được suất hao nhiệt, (2) giá khí bình quân giảm 0.37 USD/mmBTU so với kế hoạch (3) chi phí vận hành cố định giảm 8% và O&M biến đổi giảm 10% so với kế hoạch.

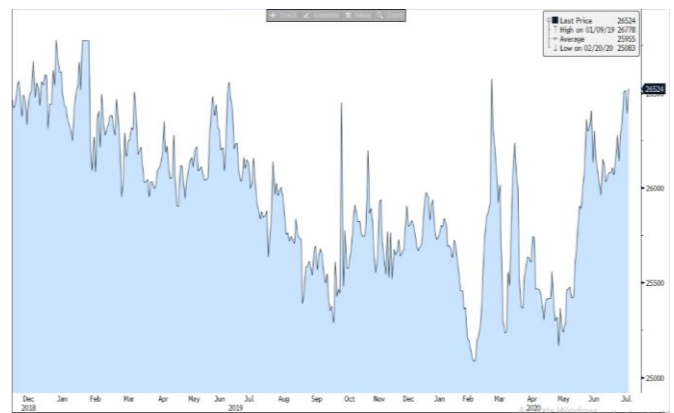
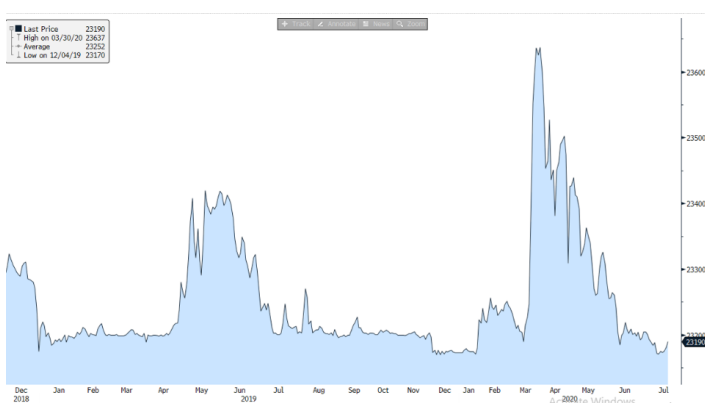
Giá thành quý I năm 2020 của NT2 đạt 1,317 VND/kwh, giảm 7.5% so với cùng kỳ nhờ giá khí đầu vào giảm. Lợi nhuận sau thuế đạt 428 tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ và hoàn thành 71% kế hoạch cả năm.

NT2 sẽ trả hết gốc nợ vay dài hạn trong năm 2021 và ước tính năm 2020 chi phí lãi vay giảm 35 tỷ đồng.

Khoản nợ vay dài hạn hơn 10.300 tỷ với thời gian trả 9,5 năm dự kiến sẽ hoàn trả hết nợ gốc vào quý 2 năm 2021. Chúng tôi ước tính chi phí tài chính năm 2020 giảm 34,5 tỷ so với cùng kỳ do (1) Chi phí lãi vay giảm 35 tỷ đồng do NT2 đã thanh toán gần hết nợ gốc dài hạn (2) Lỗ tỷ giá khi USD và EUR tăng so với VND khoảng 5 tỷ.

Tỷ giá USD/VND 2019-07.2020

Tỷ giá EUR/VND 2019-07.2020



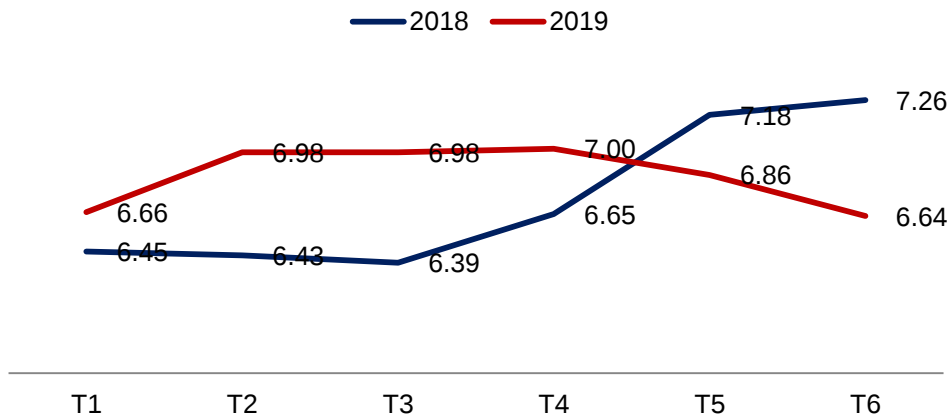
Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp ngày 20.07.2020

Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 dự kiến trung tu mở rộng 3 tổ máy trong tháng 9 và tháng 10, thời gian trung tu dự kiến khoảng 32 ngày, do đó, sản lượng điện trong quý 3 có thể giảm nhẹ 13% so với cùng kỳ năm ngoái. Ước tính sản lượng điện cả năm 2020 của NT2 đạt 4,500 triệu kwh, giảm 9.1% so với năm ngoái.

Khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt dự kiến bắt đầu cấp khí từ đầu năm 2021. Nguồn khí Đông Nam Bộ đã suy giảm so, lượng khí cung cấp cho sản xuất điện không bằng cùng kỳ các năm trước, do đó nguồn khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt có thể giúp NT2 duy trì sản lượng điện, đảm bảo doanh thu. Hiện tại, giá khí trung bình trong 6 tháng đầu năm của NT2 là 6.02 USD/triệu BTU.

Đơn vị: USD/mmBTU

Giá khí đầu vào của NT2



Nguồn: NT2, PSI tổng hợp

NT2 đang đàm phán hợp đồng PPA: EVN và NT2 đã đạt được thỏa thuận trừ điều khoản về IRR. NT2 muốn ký hợp đồng tính theo IRR là 12% (mức kịch khung theo TT56), tuy nhiên EVN muốn ký 10,8% (đang được áp dụng phổ biến). Hợp đồng ký lại sẽ hoàn thành trong năm 2020, bắt đầu áp dụng từ năm 2021 và không áp dụng hồi tố. Do đó, kết quả đàm phán sẽ có ảnh hưởng đến lợi nhuận bán điện của NT2, chúng tôi sẽ cập nhật thông tin và dự phóng khi có thông tin về PPA.

Hợp đồng phụ trợ thanh toán chi phí chạy dầu giúp NT2 cắt giảm các khoản lỗ: Tình hình lượng khí cung cấp cho nhà máy điện Nhơn Trạch 2 bị suy giảm nhiều do tình trạng nguồn khí Đông Nam Bộ suy giảm (bình quân giảm 2-3 triệu Sm³/ngày). Do đó, năm 2020 công ty vẫn phải huy động sản lượng điện từ chạy dầu. Chi phí chạy dầu được thanh toán trong giá điện giúp NT2 cắt giảm các khoản lỗ do chạy dầu, tuy nhiên chưa được thanh toán chi phí vận hành

NT2 có tỷ lệ trả cổ tức cao: Theo kết quả họp ĐHCĐ, NT2 quyết định chia cổ tức 25% theo mệnh giá 10.000đ/cp. NT2 đã đi vào giai đoạn hoạt động ổn định, do đó, dòng tiền hàng năm tương đối đều và tỷ lệ trả cổ tức cao, trên 20% hàng năm.

Dự phóng KQKD và Định giá

- Chúng tôi điều chỉnh tỷ lệ trả cổ tức năm 2020 từ 10% lên 25% theo quyết định của ĐHĐCĐ, doanh thu của công ty vẫn nằm trong ước tính của chúng tôi và điều chỉnh tăng khoản nợ ngắn hạn trong năm 2021 lên 200 tỷ đồng do công ty cần bổ sung vốn lưu động sản xuất kinh doanh sau khi phải trả hết nợ vay dài hạn.
- Chúng tôi điều chỉnh giá cổ phiếu theo phương pháp DCF giảm so với lần dự phóng trước do (1) chúng tôi điều chỉnh tăng capex trong năm nay, (2) điều chỉnh giảm chi phí lãi vay do biến động lãi suất Libor giảm so với đầu năm. Giá trị hợp lý của cổ phiếu NT2 được xác định ở mức 25.846 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và phương pháp Price multiples lấy P/E và P/B trung bình ngành lần lượt là 9.99 và 1.25.
- Chúng tôi sử dụng hai phương pháp chiết khấu dòng tiền và phương pháp so sánh P/E forward để xác định giá trị hợp lý cho cổ phiếu.

Phương pháp	Giá cổ phiếu	Tỷ lệ	Giá mục tiêu
DCF	28,521	70%	26,233
Multiple	20,896	30%	
P/E forward	24,114		
P/B forward	17,678		

Phương pháp so sánh: Chúng tôi so sánh P/E các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực, lấy EPS của NT2 năm 2020 là 2,451 đồng/cp, BVPS năm 2020 là 15,535 đồng/cp.

Ticker	Name	P/B	P/E
HND VN Equity	HAI PHONG THERMAL POWER JSC	1.53	8.10
KHP VN Equity	KHANH HOA POWER JSC	0.57	8.38
SEB VN Equity	MIEN TRUNG POWER INV & DEV	2.48	10.02
NBP VN Equity	NINH BINH THERMAL POWER JSC	0.73	14.53
NT2 VN Equity	PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	1.58	9.28
POW VN Equity	PETROVIETNAM POWER CORP	0.86	9.65
PPC VN Equity	PHA LAI THERMAL POWER JSC	1.31	7.22
PGV VN Equity	POWER GENERATION CORP 3 CO L	0.93	12.73
Trung bình		1.25	9.99

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,654	7,045	7,113
Giá vốn hàng bán	6,679	6,200	6,259
Lợi nhuận gộp	974	845	854
Doanh thu hoạt động tài chính	48	47	21
Chi phí tài chính	165	131	106
Phân lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	87	94	95
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	770	667	674
Lợi nhuận khác	30,168	0	0
Lợi nhuận trước thuế	800	667	674
Lợi nhuận sau thuế	759	614	639
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	759	614	639
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	2,420	1,652	1,849
I. Tiền & tương đương tiền	651	30	211
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,463	1,347	1,360
IV. Hàng tồn kho	302	272	275
V. Tài sản ngắn hạn khác	3,721	3,721	3,721
Tài sản dài hạn	5,144	4,448	3,747
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
II. Tài sản cố định	4,876	4,180	3,479
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	268	268	268
Tổng tài sản	7,564	6,100	5,596
Nợ phải trả	3,432	2,074	1,794
I. Nợ ngắn hạn	2,939	2,032	1,752
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,589	1,240	1,252
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,350	792	500
II. Nợ dài hạn	493	42	42
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	42	42
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,132	4,026	3,802
1. Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879
2. Thặng dư vốn cổ phần	(0.458)	(0.458)	(0.458)
3. Lợi nhuận giữ lại	1,116	1,010	786
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
5. Nguồn vốn khác	137.3	137.3	137.3
Tổng nguồn vốn	7,564	6,100	5,596

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	12.73%	12.00%	12.00%
Biên EBITDA	11.60%	10.67%	10.67%
Biên lợi nhuận sau thuế	9.92%	8.71%	8.99%
ROE	18.38%	15.24%	16.82%
ROA	10.04%	10.06%	11.43%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-0.2%	-8.0%	1.0%
Lợi nhuận gộp	-4.0%	-13.2%	1.0%
Lợi nhuận sau thuế	-2.9%	-19.2%	4.2%
(của cổ đông công ty mẹ)			
EPS	-3%	-12.6%	3.5%
Tổng tài sản	-15%	-19%	-8%
VCSH	12%	-3%	-5.6%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	0.82	0.81	1.06
Nợ/tài sản	45%	34%	32%
Nợ/vốn chủ sở hữu	83%	52%	47%
Khả năng thanh toán lãi vay	66%	95%	152%
Định giá			
Cổ tức	899	2,500	3,000
EPS (VND)	2,540	2,221	2,298
BVPS (VND)	14,354	13,985	13,207
Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	1,917,478	1,157,689	1,342,445
CFI	(187,404)	(10,000)	(5,000)
CFF	(1,344,224)	(1,769,468)	(1,155,962)

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: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

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

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhtd@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianhlth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvvh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Đồng Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích
Email: huongnhm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: phamhoang@psi.vn

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.