

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

ĐÁNH GIÁ

MUA

Giá mục tiêu	27,086
Giá hiện tại	21.200
Upside	+27%

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	29,012
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,002
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	287,876,029
KLGBQ 52 tuần (cổ phiếu)	227,233
Sở hữu trong nước (%)	81.35
Sở hữu nước ngoài (%)	18.65
Room nước ngoài (%)	49%

Một số chỉ tiêu chính

	2019A	2020E	2021E
Doanh thu (tỷ VND)	7,654	7,501	7,516
LN gộp (tỷ VND)	974	955	957
EBIT (tỷ VND)	888	856	857
LN ròng (VND)	759	730	768
Tăng trưởng LNR (%)	-2.9%	-3.9%	5.3%
EPS (VND)	2,558	2,669	2,704
Tăng trưởng EPS (%)	-3%	4%	1%
BVPS (VND)	14,354	15,889	16,059
Tỷ suất cổ tức (%)	9%	10%	25%
ROE (%)	18.38%	15.96%	16.62%
ROA (%)	10.04%	10.48%	11.77%

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%

Quan điểm đầu tư

NT2 là công ty hoạt động tốt, duy trì sản xuất ổn định và thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao (trên 9%). NT2 sẽ có lợi thế trong thời gian tới do EVN sẽ huy động nguồn điện từ các công ty nhiệt điện nhiều hơn và giá bán trên thị trường cạnh tranh có thể tăng do công suất lắp đặt tăng trưởng chậm hơn so với tốc độ tăng nhu cầu tiêu thụ điện cùng với điều kiện thủy văn bất lợi với các nhà máy thủy điện.

Triển vọng

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ của NT2 đạt 730 tỷ đồng với các động lực đến từ: (1) Lượng điện huy động tăng do tình trạng thiếu điện tại Miền Nam sẽ tiếp diễn; (2) Giá bán điện trên thị trường cạnh tranh dự kiến tăng tuy nhiên lượng Qc bán theo hợp đồng giảm và giá điện theo hợp đồng PPA giảm so với năm ngoái (3) Nguồn cung cấp khí ổn định hơn nhờ EVN và PVGas đã xây dựng các phương án cấp khí nhanh từ nguồn LNG.

Nợ vay dài hạn của NT2 giảm dần, đến hết năm 2021, công ty thanh toán xong nợ dài hạn, nếu tiếp tục duy trì hoạt động ổn định, dòng tiền hoạt động kinh doanh thặng dư mỗi năm hơn 1.400 tỷ đồng.

Rủi ro chính

Rủi ro giảm giá điện khi đàm phán lại PPA: NT2 và EVN vẫn chưa hoàn tất quy trình đàm phán lại PPA, nhưng chúng tôi tin rằng có khả năng dẫn đến giá cố định PPA thấp hơn cho NT2. Chúng tôi ước tính rằng giá PPA cố định có thể giảm 10-60 VND/kWh.

$(PPA \text{ (VND/kWh)}) = \text{Yếu tố cố định (khấu hao \& mức sinh lời theo quy định)} + \text{Yếu tố khả biến}$

Rủi ro tỷ giá: với cơ cấu nợ vay bằng ngoại tệ lớn chiếm hơn 90% nợ dài hạn nên mọi biến động của tỷ giá sẽ tác động đến lợi nhuận của doanh nghiệp. Tuy nhiên, ảnh hưởng từ tỷ giá không lớn do nợ dài hạn giảm dần và mức biến động tỷ giá VND/USD trong những năm gần đây ở mức 2 – 3%.

Rủi ro từ nguồn khí cung cấp không ổn định: Thiếu nguồn cung cấp khí đang là rủi ro xảy ra cho NT2 trong thời gian gần đây do xảy ra tình trạng thiếu khí do giảm khí từ mỏ dầu Bạch Hổ, ảnh hưởng đến sản lượng điện của NT2 và không tận dụng tăng doanh thu lúc trong mùa cao điểm. Hiện NT2 đang bổ sung khí từ mỏ Phong Lan Đại từ nửa cuối tháng 2/2019. Công ty cũng đang làm việc với các nhà đầu tư của mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt để mua khí. Dự kiến, công ty sẽ bắt đầu nhận khí từ khoảng tháng 1/2021 với khối lượng đưa vào bờ tầm 2,5 – 3 triệu m3/ngày.

Định giá doanh nghiệp

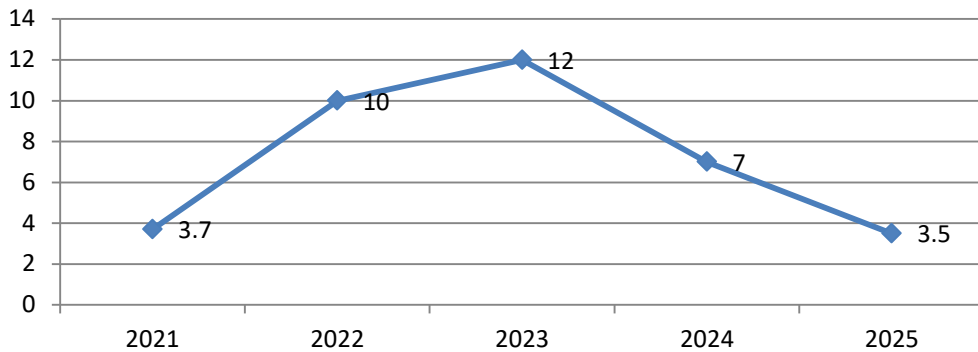
DCF	27,826
Multiple (P/E)	30,623
Multiple (P/B)	22,771
Giá mục tiêu	27,086

Triển vọng

Nhu cầu sử dụng điện sẽ tiếp tục tăng trưởng bền vững. Fitch Solutions mới đây đưa ra dự báo nhu cầu điện của Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 6,8%/năm trong vòng 5 năm tới, với lực hỗ trợ của xu hướng đô thị hoá và công nghiệp hoá.

Nguy cơ thiếu điện tại miền Nam trong những năm tiếp theo: dù đã phải huy động tối đa các nguồn điện chạy dầu, tuy nhiên, hệ thống điện vẫn chưa đáp ứng được nhu cầu phụ tải khiến tình trạng thiếu điện xảy ra tại miền Nam

Dự kiến lượng điện thiếu hụt tại miền Nam (tỷ kwh)



Nguồn: Bộ Công Thương

Trước những khó khăn trong việc khai thác nguồn điện khí phục vụ phát điện, EVN và PVGas đã xây dựng các phương án cấp khí nhanh cho khu vực Đông Nam Bộ từ nguồn LNG.

Trước mắt, để bảo đảm cung cấp điện trong năm 2020 (ưu tiên cung cấp điện trong mùa khô), EVN đã đề nghị PVGAS duy trì cung cấp khí cho khu vực Đông Nam Bộ ở mức 18,38 triệu m³/ngày (tương tự như đã thực hiện trong năm 2019); đẩy nhanh tiến độ đàm phán với Petronas, đảm bảo lượng khí cấp cho các nhà máy điện Cà Mau - khu vực Tây Nam Bộ như hiện nay, ở mức khoảng 4,18 triệu m³/ngày. Cùng với đó, EVN tiếp tục triển khai đồng bộ các giải pháp giải tỏa công suất các nguồn điện năng lượng tái tạo; tập trung huy động cao sản lượng điện từ các nhà máy nhiệt điện than, đồng thời huy động thêm các nguồn nhiệt điện dầu giá cao với mục tiêu đảm bảo cung cấp điện phục vụ cho phát triển kinh tế-xã hội của đất nước.

Ngoài ra, chúng tôi dự kiến rủi ro về thiếu hụt khí đốt có thể giảm từ năm 2021 nhờ: (1) Mỏ khí mới Sao Vàng - Đại Nguyệt sắp đi vào hoạt động khai thác vào tháng 10 năm 2020. (2) Dự án kho tiếp nhận khí LNG đang được thi công và dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động vào nửa cuối năm 2020. (3) Dự án LNG Thị Vải giai đoạn 1 đã khởi công vào tháng 10 năm 2019 và dự kiến sẽ hoạt động vào năm 2022.

Trước đó, nhiên liệu khí Các mỏ khí bể Nam Côn Sơn đang có sự suy giảm sản lượng làm cho nguồn khí cung cấp bị thiếu hụt. Theo chia sẻ của ban lãnh đạo NT2 thì hiện tại PV Gas đang cung cấp được khoảng 21,5 triệu m³/ngày trong khi nhu cầu hệ thống hiện tại khoảng 23 triệu m³/ngày. Để giải quyết vấn đề khí suy giảm, một số nguồn khí mới được đưa vào bổ sung như mỏ Phong Lan Đại vào năm 2018 (mỗi ngày cung cấp thêm khoảng 1,5-1,6 triệu m³/ngày). Nguồn khí bể Nam Côn Sơn 2 sẽ tiếp tục được bổ sung bằng mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt vào cuối năm 2020 (mỗi ngày cung cấp thêm khoảng 2,5-3 triệu m³/ngày).

Thông tin doanh nghiệp

Thương lượng lại hợp đồng PPA của NT2 vẫn đang trong quá trình đàm phán, giả định rằng PPA mới sẽ giảm khoảng 40 VND/kWh. Năm 2019, Qc được phân bổ của NT2 còn lại 3,78 tỷ kWh. Giả định mức Qc của NT2 không đổi trong năm tới thì với mức giảm giá điện này dự kiến sẽ làm cho NT2 giảm khoảng 151 tỷ đồng.

Tỷ lệ Qc có thể tiếp tục giảm trong những năm tới do tỷ lệ Qc đã được điều chỉnh giảm khoảng 5% mỗi năm trong hai năm qua. Dự kiến tỷ lệ Qc sẽ tiếp tục giảm trong những năm tới và có thể giảm về đến mức 60% do chủ trương thị trường hóa ngành điện. Chính phủ đang hỗ trợ thị trường điện cạnh tranh, Quyết định 109/QĐ-ĐTĐL Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia điều chỉnh Qc nhiệt năm 2014 giảm xuống 80%, thêm vào đó có thể là tiếp tục giảm xuống 60% trong tương lai. Đây là rủi ro của các nhà máy nhiệt điện do đa số các nhà máy nhiệt điện đều có giá bán điện theo sản lượng Qc cao hơn so với giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Định giá doanh nghiệp

Giá trị hợp lý của cổ phiếu NT2 được xác định ở mức 27.086 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 11.97 và 1.59.

Do công ty có lịch sử chi trả cổ tức hàng năm, chúng tôi giả định công ty sẽ chi trả cổ tức 10% trong năm 2020 và trả đều đặn ở mức 30% hàng năm. Ngoài ra, chúng tôi dự phóng doanh thu của công ty theo giả định tỷ lệ Qc giảm dần về mức 60% cho đến năm 2024 và giá điện theo hợp đồng PPA giảm 10 VND/kwh trong 2 năm tới.

Ticker	Name	P/E	P/B
POW VN Equity	PETROVIETNAM POWER CORP	9.39	0.95
NT2 VN Equity	PETROVIETNAM NHON TRACH 2 PO	7.26	1.3
PPC VN Equity	PHA LAI THERMAL POWER JSC	6.3	1.34
BTP VN Equity	BA RIA THERMAL POWER JSC	3.82	0.71
DRL VN Equity	HYDRO POWER JSC - POWER N0.3	9.55	4.6
KHP VN Equity	KHANH HOA POWER JSC	7.69	0.58
NBP VN Equity	NINH BINH THERMAL POWER JSC	14.53	0.69
PIC VN Equity	PC3 - INVESTMENT JSC	17.81	0.96
VPD VN Equity	VIETNAM POWER DEVELOPMENT	15.83	1.22
VSH VN Equity	VINH SON - SONG HINH HYDROPO	30	1.46
DNH VN Equity	DA NHIM-HAM THUAN-DA MI HYDR	8.51	1.88
HND VN Equity	HAI PHONG THERMAL POWER JSC	16.24	1.21
NED VN Equity	NORTH-WEST ELECTRIC INVESTME	6.33	1.31
VCP VN Equity	VINACONEX POWER DEVELOPMENT	14.34	4
Trung bình		11.97	1.59
Giá cổ phiếu		30,623	22,771

Phương pháp FCFE với chi phí vốn (Re) là 13%

	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	Terminal value
FCFE APPROACH							
CFO	2,004,424	1,494,280	1,480,148	1,493,526	1,505,693	1,449,055	
Capex	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	(50,000)	
Net Borrowings	(1,106,739)	(1,049,778)	(492,334)	-	-	-	
FCFE	847,685	394,502	937,814	1,443,526	1,455,693	1,399,055	6,694,709
PV(FCFE)	7,369,773						
Cash Balance	651,456						
Intrinsic Value of Equity	8,021,229						
Number of shares outstanding	287,876,029						
Intrinsic Value of Share	27,863						

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	7,654	7,501	7,516
Giá vốn hàng bán	6,679	6,546	6,559
Lợi nhuận gộp	974	955	957
Doanh thu hoạt động tài chính	48	47	51
Chi phí tài chính	165	133	98
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	87	99	100
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	770	769	810
Lợi nhuận khác	30,168	0	0
Lợi nhuận trước thuế	800	769	810
Lợi nhuận sau thuế	759	730	768
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	759	730	768
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	-	-	-
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	2,420	2,483	2,704
I. Tiền & tương đương tiền	651	758	976
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,463	1,434	1,437
IV. Hàng tồn kho	302	287	288
V. Tài sản ngắn hạn khác	3,721	3,721	3,721
Tài sản dài hạn	5,144	4,485	3,824
I. Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-
II. Tài sản cố định	4,876	4,218	3,556
V. Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
VI. Tài sản dài hạn khác	268	268	268
Tổng tài sản	7,564	6,968	6,528
Nợ phải trả	3,432	2,394	1,905
I. Nợ ngắn hạn	2,939	2,350	1,861
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,589	1,557	1,561
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,350	792	300
II. Nợ dài hạn	493	44	44
1. Các khoản phải trả dài hạn	1	44	44
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	492	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,132	4,574	4,623
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	1,559	1,607
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
5. Nguồn vốn khác	137.3	137.3	137.3
Tổng nguồn vốn	7,564	6,968	6,528

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	12.73%	12.73%	12.73%
Biên EBITDA	11.60%	11.41%	11.41%
Biên lợi nhuận sau thuế	9.92%	9.73%	10.22%
ROE	18.38%	15.96%	16.62%
ROA	10.04%	10.48%	11.77%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-0.2%	-2.0%	0.2%
Lợi nhuận gộp	-4.0%	-2.0%	0.2%
Lợi nhuận sau thuế	-2.9%	-3.9%	5.3%
(của cổ đông công ty mẹ)			
EPS	-3%	4.4%	1.3%
Tổng tài sản	-15%	-8%	-6%
VCSH	12%	11%	1.1%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	0.82	1.06	1.45
Nợ/tài sản	45%	34%	29%
Nợ/vốn chủ sở hữu	83%	52%	41%
Khả năng thanh toán lãi vay	66%	108%	286%
Định giá			
Cổ tức	899	1,000	2,500
EPS (VND)	2,558	2,669	2,704
BVPS (VND)	14,354	15,889	16,059
Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	1,917,478	1,494,280	1,480,148
CFI	(187,404)	(50,000)	(50,000)
CFF	(1,344,224)	(1,337,654)	(1,212,024)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

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

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: kanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhtd@psi.vn

Bùi Thị Thu Thủy

Chuyên viên phân tích

Email: Thuybtt@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianqlth@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@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.