

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2

[Việt Nam / Tiện ích]

Bloomberg Code (NT2 VN) | Reuters Code (NT2.HM)

MUA

Báo Cáo Lần Đầu

Giá mục tiêu (12 tháng)	**32,950 VND**
Giá hiện tại (11/11/2022)	22,950 VND
Suất sinh lời (%)	43.6%



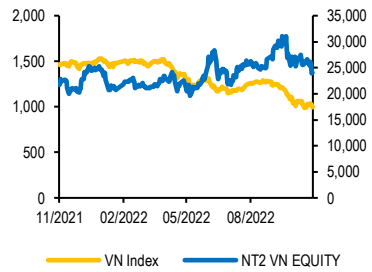
[Chuyên viên]

Nhut Nguyen ☎ (84-28) 6299-7751
✉ nhut.nq@shinhan.com

VNINDEX	955
HNXINDEX	9.2
Vốn hóa (tỷ VND)	6,607
SLCP lưu hành (triệu CP)	288
Tự do giao dịch (triệu CP)	93
52-tuần cao/thấp (VND)	32,600/20,000
KLGD bình quân 90 ngày (triệu CP)	1.7
GTGD bình quân 90 ngày (tỷ VND)	46
Sở hữu nước ngoài (%)	26.43

Cổ đông lớn (%)	POW	59.37
	Khác	40.63

Biến động giá	3T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	-8.7	6.9	3.9
So với VN-Index (%)	11.7	31.9	35.4



Shinhan Securities

Bước vào giai đoạn mới

Định giá lần đầu với khuyến nghị MUA, giá mục tiêu 32,950 đồng

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HoSE: NT2) là một trong những doanh nghiệp nhiệt điện khí có công suất thiết kế lớn nhất trên sàn chứng khoán. NT2 hiện đang giao dịch ở vùng giá hấp dẫn với tiềm năng tăng trưởng vững chắc. Dựa vào phương pháp FCFF và PE, chúng tôi đưa ra khuyến nghị mua NT2 với mức định giá 32,950 đồng. Doanh thu và lợi nhuận của NT2 dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh mẽ nhờ vào sản lượng phục hồi sau dịch với hiệu suất hoạt động vượt trội cùng giá bán đang neo ở mức cao. Trong thời gian tới, khi thời tiết bất lợi qua đi cùng với việc đã hoàn thành các nghĩa vụ nợ, NT2 đang được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh chia cổ tức tiền mặt cho cổ đông.

Sản lượng phục hồi mạnh mẽ sau dịch và nhu cầu ổn định

Sản lượng điện thương phẩm trong năm 2022 của NT2 được kỳ vọng phục hồi lên 4,334 triệu kWh (+136% YoY) tương đương với giai đoạn trước dịch Covid-19. Xu hướng phục hồi dự kiến sẽ được tiếp tục duy trì vào năm 2023 khi nền kinh tế đã quay trở lại bình thường. Ngoài ra, với ưu thế về công nghệ tiên tiến và vị trí đắc địa, NT2 dự kiến sẽ được ưu tiên huy động nhằm đáp ứng nhu cầu điện của khu vực kinh tế trọng điểm phía Nam.

Cổ tức tiềm năng dồi dào và lợi nhuận đột biến

Sau khi hoàn tất nghĩa vụ nợ kéo dài hơn 10 năm, NT2 dự kiến sẽ chi trả cổ tức dồi dào cho cổ đông khi FCFE tăng mạnh và công ty mẹ là POW cần nguồn lực để tài trợ cho hai đại dự án NT3 và NT4. Bên cạnh đó, Ban lãnh đạo của NT2 cũng cho biết năm 2022, doanh nghiệp sẽ ghi nhận lợi nhuận đột biến từ khoản đền bù tỷ giá trên 200 tỷ đồng.

Thời tiết bất lợi dần qua và giá bán cải thiện

Sau gần 3 năm liên tục bị ảnh hưởng bởi hiện tượng La Nina, dự kiến trong năm 2023 trạng thái trung lập sẽ chiếm chủ đạo, khi đó tỷ lệ huy động từ các doanh nghiệp nhiệt điện khí sẽ được tăng cao hơn. Ngoài ra, giá bán trên thị trường CGM liên tiếp tăng cao cũng giúp góp phần thúc đẩy doanh thu của NT2.

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	**6,082**	**6,150**	**8,779**	**8,612**	**8,784**
LN từ HĐKD (tỷ VND)	667	559	987	883	842
LN ròng (tỷ VND)	**625**	**534**	**933**	**834**	**795**
EPS (VND)	2,095	1,778	3,241	2,896	2,763
BPS (VND)	14,928	14,707	14,631	16,061	16,433
OPM (%)	11%	9%	11%	10%	10%
NPM (%)	10%	9%	11%	10%	9%
ROE (%)	**15%**	**13%**	**20%**	**18%**	**17%**
PER (x)	11.7	14.8	7.1	7.9	8.3
PBR (x)	1.7	1.8	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	5.2	6.0	6.7	7.1	6.9

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. Analysts employed by Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. , or a non-US affiliate thereof, are not registered/qualified as research analysts with FINRA, may not be associated persons of the member and may not be subject to FINRA restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. For analyst certification and important disclosures, refer to the Compliance & Disclosure Notice at the end of this report.

MỤC LỤC

3 **Tổng quan doanh nghiệp**

6 **Quan điểm đầu tư**

9 **Dự phóng kết quả kinh doanh**

10 **Định giá và khuyến nghị**

14 **Rủi ro**

16 **Phụ lục: Báo cáo tài chính**

Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và phát triển

Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HoSE: NT2) được thành lập và năm 2007, công ty hiện đang sở hữu nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 với công suất 750 MW. Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 được khởi công vào năm 2009 và hoàn thành vào năm 2011, hơn 10 năm hoạt động, NT2 cho thấy hiệu suất ổn định cung cấp trung bình khoảng 4.5 tỷ kWh/năm trực tiếp cho lưới điện quốc gia. Vào năm 2015, NT2 chính thức niêm yết trên sàn Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh. Hiện tại, cổ đông lớn nhất của NT2 chính là Tổng công ty điện lực dầu khí (HoSE: POW) với 59.37%.

Vị trí nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2



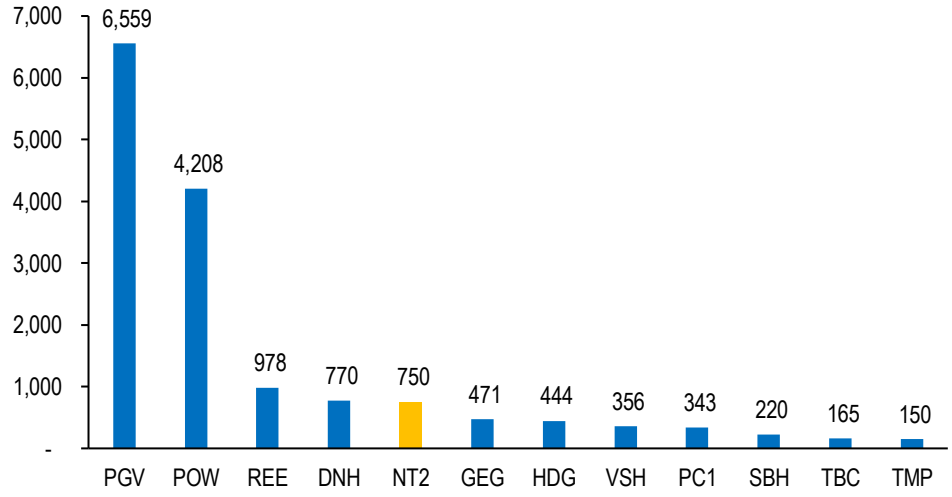
Nhà máy tọa lạc tại khu công nghiệp Ông Kèo, Đồng Nai trong khu vực tam giác kinh tế của TP.HCM – Đồng Nai – Bà Rịa – Vũng Tàu. Đây là vị trí thuận lợi khi Nhơn Trạch nằm ngay cạnh TP. HCM (cách khoảng 20km) gần hơn nhiều so với các nhà máy điện khác như Vĩnh Tân hay Duyên Hải.

Ngoài ra, Nhơn Trạch cũng gần với mỏ khí Nam Côn Sơn giúp nhà máy có thể tối ưu hóa việc sử dụng nguyên vật liệu. Năm 2020, Nhơn Trạch 2 kí hợp đồng với Tổng công ty khí Việt Nam (HoSE: GAS) sử dụng thêm nguồn khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt giúp dòng khí đầu vồi ổn định.

Nguồn: POW, Shinhan Securities Vietnam

Theo thông tin từ Viện năng lượng, hiện tại Việt Nam đang có 14 nhà máy nhiệt điện khí với tổng công suất 8,108 MW. NT2 chiếm 9.25% tổng công suất thiết kế của nhiệt điện khí, hầu hết các nhà máy đều xây dựng trước năm 2010, chỉ có NĐ Ô môn I #2 được xây dựng năm 2015 với công suất đạt 330 MW.

Tổng công suất thiết kế một số doanh nghiệp niêm yết trên sàn (MW)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

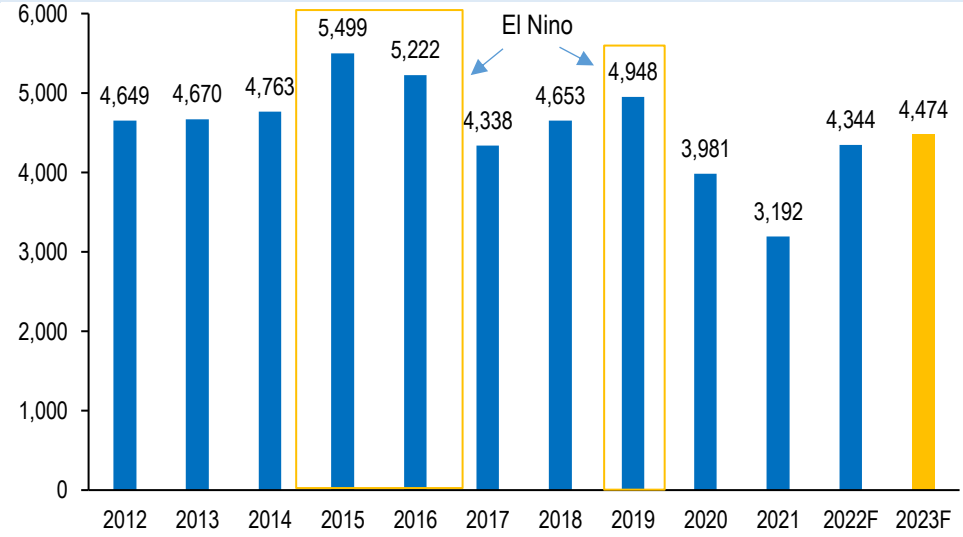
Quan điểm đầu tư

1. Sản lượng phục hồi sau dịch cùng với hiệu suất hoạt động vượt trội

Sản lượng phục hồi mạnh mẽ cùng với nhu cầu ổn định

Sản lượng điện thương phẩm trong năm 2022 của NT2 dự kiến phục hồi trên 4,334 triệu Kwh (+136% YoY) nhờ vào sự phục hồi của nền kinh tế. Xu hướng này dự kiến sẽ được tiếp tục duy trì vào năm 2023 khi nền kinh tế đã quay trở lại bình thường đưa sản lượng của NT2 trở lại mức trung bình những năm trước đó.

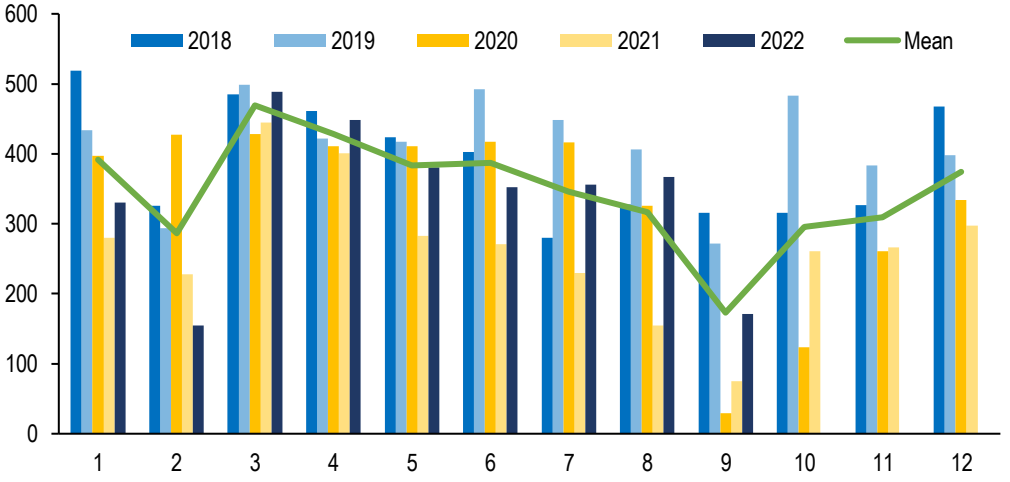
Sản lượng điện thương phẩm của NT2 và hiệu suất hoạt động giai đoạn 2012-2023F (triệu Kwh)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dựa vào sản lượng theo tháng của NT2, có thể thấy rằng sản lượng điện thương phẩm được huy động của nhà máy Nhơn Trạch 2 theo tính chu kỳ. Loại hình nhiệt điện khí sẽ có điểm rơi sản lượng vào mùa nắng. Trong khi đó, mùa mưa của nước ta kéo dài từ tháng 4 đến tháng 11 đem về lượng nước dồi dào cho các nhà máy thủy điện. Loại hình này có ưu điểm về giá vốn hàng bán thấp nên được ưu tiên khi có thể huy động với sản lượng lớn. Do đó có thể thấy rằng thời điểm tháng 3, tháng 4 thường là cao điểm của NT2 và giai đoạn tháng 9, tháng 10 hằng năm là giai đoạn thấp điểm khi lượng mưa nhiều nhất.

Sản lượng điện thương phẩm theo tháng của NT2 trong giai đoạn 2018-2022 (triệu kWh)



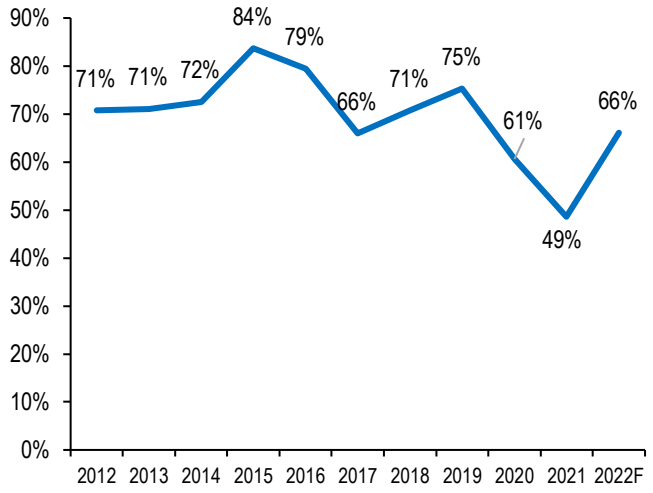
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dựa vào tính chu kỳ đó, nhà máy nhiệt điện NT2 thường thực hiện các đợt tiểu tu và đại tu vào tháng 9, tháng 10 nhằm hạn chế ảnh hưởng đến hoạt động sản xuất kinh doanh của nhà máy. Trong năm 2023, dự kiến nhà máy sẽ thực hiện đại tu (từ 30 đến 45 ngày) sau 100,000 giờ làm việc vào mùa thấp điểm. Vào tháng 9-10/2020, NT2 đã tiến hành đại tu nhà máy sau 75,000 giờ làm việc, quá tình bảo trì và nâng cấp kéo dài tổng cộng 36 ngày. Trước đó, vào táng 9 năm 2017, NT2 đã tiến hành đại tu nhà máy sau 50,000 giờ làm việc kéo dài tổng cộng 32 ngày.

Hiệu suất hoạt động cao và nhu cầu ổn định

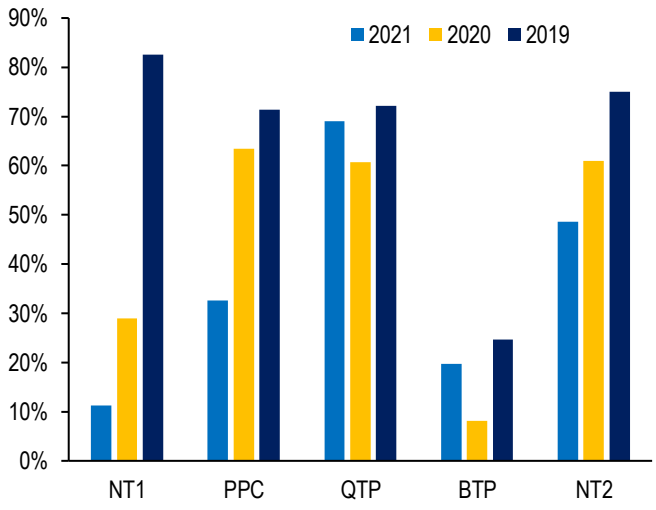
Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 là một trong những nhà máy điện khí sử dụng công nghệ hiện đại nhất của Việt Nam với một turbine khí có chu trình hỗn hợp (CCGT) thế hệ F với cấu hình 2-2-1 (hai tuabin khí có công suất 250 MW mỗi tua bin, hai lò thu hồi nhiệt và một tuabin hơi 250 MW). Hệ thống điều khiển là SSPA-T3000 – một hệ thống điều khiển tự động hóa tiên tiến do Siemens phát triển.

Hiệu suất hoạt động của NT2 từ 2015 - 2022



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

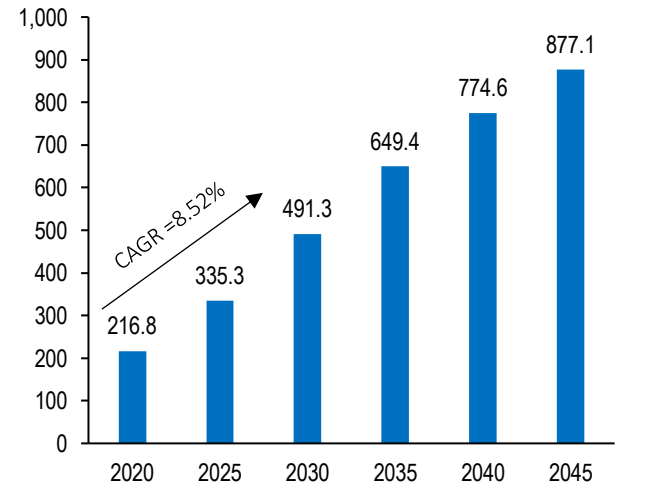
Hiệu suất hoạt động của các nhà máy nhiệt điện tại Việt Nam năm 2021



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

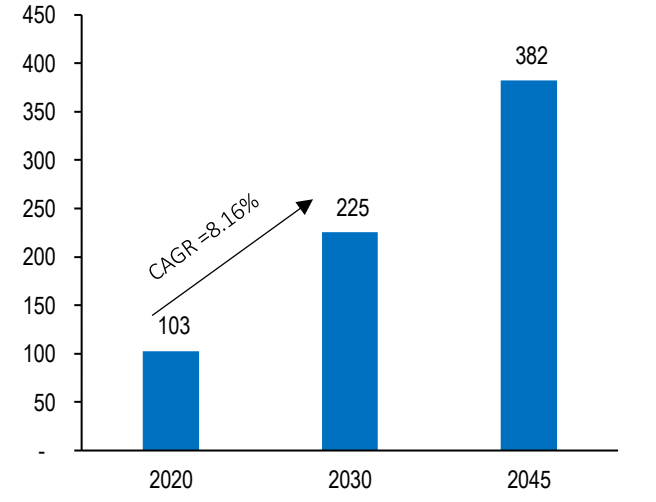
Cùng với đó, vị thế đắc địa trong khu vực miền Nam, NT2 luôn là nhà máy nhiệt điện được ưu tiên huy động. Điều này giúp cho hiệu suất hoạt động của nhà máy luôn duy trì ở mức trên 60% (trừ năm 2021 bị ảnh hưởng bởi Covid-19) bất chấp những năm La Nina. Tại Việt Nam, theo số liệu của Viện năng lượng Việt Nam, hiệu suất của các nhà máy điện khí sử dụng tuabin hỗn hợp trung bình nằm ở mức 48-53%.

Nhu cầu tiêu thụ điện của Việt Nam theo dự thảo điện VIII (tỷ Kwh)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Nhu cầu tiêu thụ điện của miền Nam theo dự thảo điện VIII (tỷ Kwh)



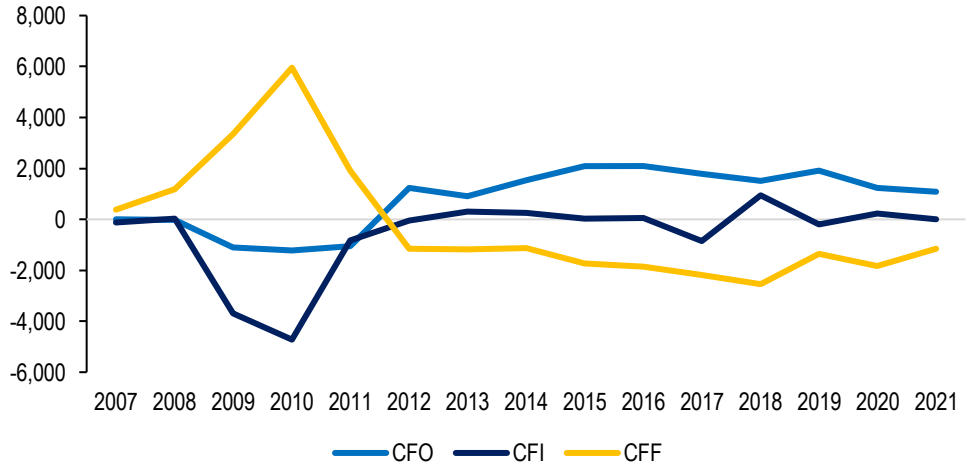
Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

Theo dự thảo điện VIII, nhu cầu điện thương phẩm của miền Nam sẽ đạt 225 GWh vào năm 2030 tương đương với CAGR = 8.16%. Tuy nhiên, xu hướng truyền tải điện trong những năm qua luôn đi từ miền Bắc đến miền Trung và miền Trung vào miền Nam. Theo Viện năng lượng quốc gia, Nam Bộ sẽ nhận thuần 45 tỷ Kwh từ Tây Nguyên và Nam Trung Bộ. Với tỷ lệ tổn thất điện trong quá trình vận chuyển khoảng 6.49% (năm 2019), dự kiến nguồn điện tại NT2 sẽ được huy động công suất tối đa có thể nhằm tránh hao tải.

2. Cổ tức tiềm năng dồi dào và lợi nhuận đột biến đến từ đền bù tỷ giá

Vào tháng 6 năm 2021, NT2 đã trả nợ xong khoản nợ hơn 10,000 tỷ đồng tài trợ cho nhà máy điện Nhơn Trạch 2. Trước đó, mỗi năm doanh nghiệp này phải chi hơn 1,000 tỷ đồng để trả nợ và lãi vay.

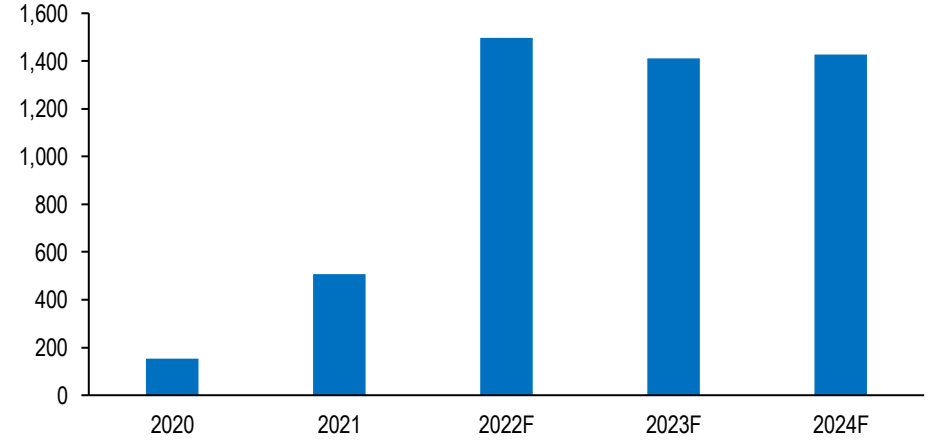
Dòng tiền của NT2 giai đoạn 2007-2021 (tỷ VND)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Từ năm 2022, FCFE của doanh nghiệp dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh mẽ từ đó giúp NT2 có thể chi trả cổ tức tiền mặt dồi dào cho cổ đông. Bên cạnh đó, công ty mẹ của NT2 là POW hiện đang thực hiện dự án điện khí NT3 và NT4 do đó chúng tôi đánh giá rằng NT2 sẽ tích cực trả cổ tức tiền mặt nhằm hỗ trợ POW thực hiện hai dự án trọng điểm nói trên.

Dự phóng FCFE của NT2 (tỷ VND)



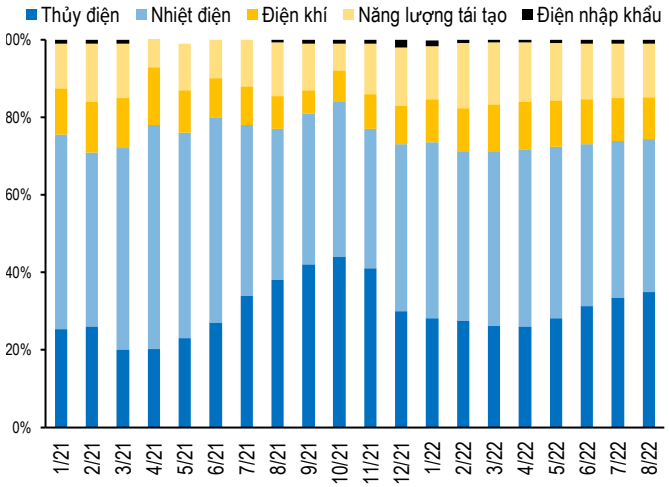
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Ngoài ra, tại Đại hội đồng cổ đông thường niên năm 2022, Ban lãnh đạo của NT2 cũng cho biết họ có thể nhận được khoản đền bù tỷ giá trên 200 tỷ vào năm 2022 từ EVN. Khoản lợi nhuận bất thường này sẽ góp phần tô điểm thêm cho báo cáo tài chính năm của NT2.

3. Thời tiết bất lợi dần qua đi và giá bán cải thiện

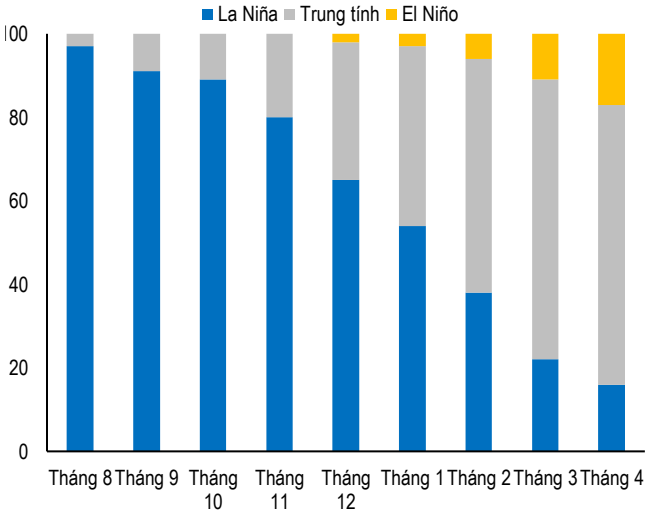
Năm 2022 là một năm bị La Nina ảnh hưởng mạnh, tuy nhiên nhóm điện khí vẫn được huy động với tỷ trọng cao (~11% từ đầu năm) do nhu cầu tăng mạnh khi nền kinh tế phục hồi từ sau dịch. Theo IRI, năm 2023 sẽ là một năm trạng thái chủ đạo có xác suất diễn ra cao nhất. Khi đó, tỷ trọng huy động từ thủy điện sẽ giảm xuống và tạo dư địa cho các doanh nghiệp nhiệt điện. Đặc biệt là các doanh nghiệp nhiệt điện khí khi có phát thải carbon thấp hơn so với các doanh nghiệp nhiệt điện than. Đáng chú ý, Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 có lượng khí thải CO2 thấp hơn khoảng 30% khi so với nhà máy nhiệt điện than có công suất tương tự.

Tỷ trọng huy động điện từ các nguồn năm 2021 theo tháng (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

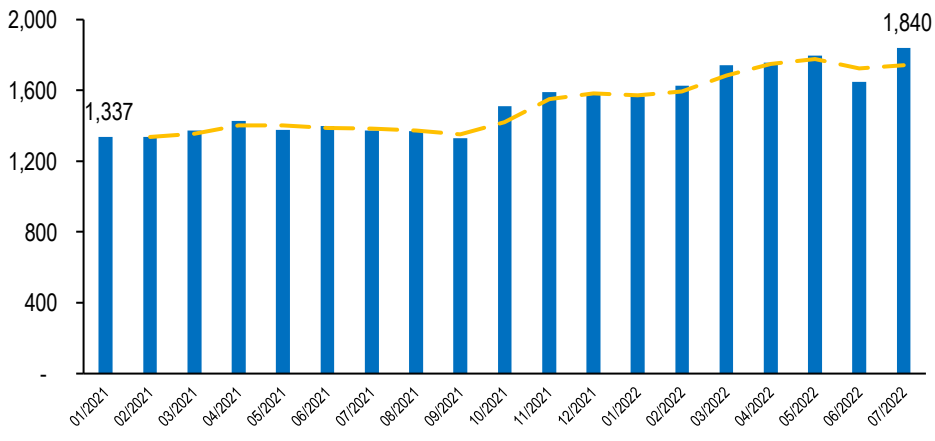
Tỷ trọng huy động từ thủy điện 6 tháng đầu năm 2021 và 2022 (%)



Nguồn: IRI, Shinhan Securities Vietnam

Đối với thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), NT2 là một trong những doanh nghiệp hoạt động năng nổ khi tham gia thị trường từ những ngày đầu. Trung bình, sản lượng bán trên thị trường CGM chiếm khoảng 20% tổng sản lượng nhà máy, trong năm 2021, giá bán điện trên thị trường CGM thấp hơn khoảng 20% so với giá bán điện theo hợp đồng PPA. Trong năm 2022, giá điện trên thị trường CGM hiện tại đã tăng hơn 30% so với năm 2021 do giá của nguyên vật liệu đầu vào (than, khí) của nhiệt điện tăng mạnh do diễn biến phức tạp của tình hình địa chính trị trên thế giới.

Giá bán điện trên thị trường CGM từ tháng 1/2021 đến 7/2022 (kVND)

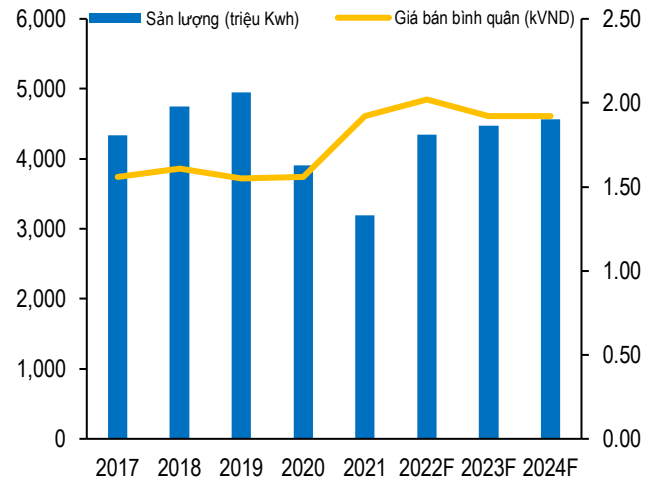


Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu

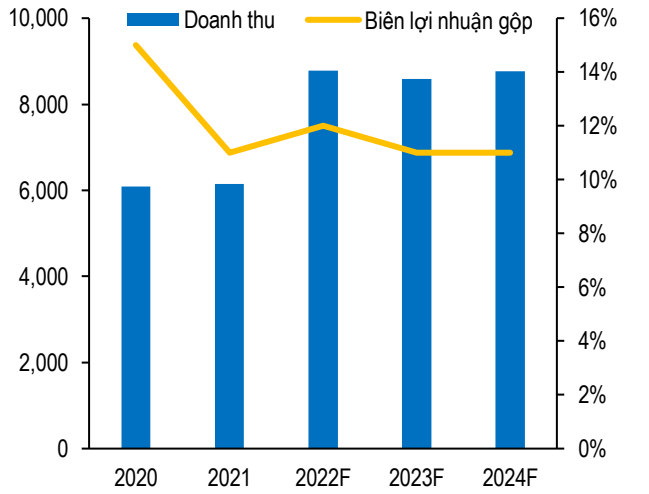
Chúng tôi kỳ vọng rằng NT2 sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm nay, dựa trên các luận điểm nói trên, chúng tôi dự phóng doanh thu của NT2 sẽ tăng 43% YoY lên mức 8,779 tỷ đồng và lợi nhuận ròng tăng 75% đạt 933 tỷ đồng. Cụ thể, sản lượng phục hồi cùng với giá bán thuận lợi chính là động lực chính thúc đẩy lợi nhuận của doanh nghiệp. Do tình hình giá nguyên vật liệu đầu vào tăng mạnh, chúng tôi dự phóng biên lãi gộp của NT2 sẽ tiệm cận mức 12% và duy trì ở mức trên 10% trong những năm tiếp theo dựa trên quan điểm thận trọng.

Dự phóng sản lượng và giá bán bình quân của NT2



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận của NT2



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Triển vọng doanh thu, lợi nhuận của NT2 (2020-2024F)

(Đơn vị: tỷ VND)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Doanh thu	6,082	6,150	8,779	8,612	8,784
Sản lượng	3,903	3,195	4,344	4,474	4,564
Giá bán bình quân	1.56	1.92	2.02	1.92	1.92
Lợi nhuận gộp	895	676	1,051	940	896
Lợi nhuận từ HĐKD	667	559	987	883	842
Lợi nhuận ròng	625	534	933	834	795
Biên lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	15%	11%	12%	11%	10%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	11%	9%	11%	10%	10%
Biên lợi nhuận ròng	10%	9%	11%	10%	9%
Tăng trưởng (%YoY)					
Doanh thu thuần	-21%	1%	43%	-2%	2%
Sản lượng	-21%	-18%	36%	3%	2%
Giá bán bình quân	1%	24%	5%	-5%	0%
Lợi nhuận từ HĐKD	-13%	-16%	77%	-10%	-5%
Lợi nhuận ròng	-17%	-15%	75%	-11%	-5%

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Định giá và khuyến nghị

Khuyến nghị Mua với giá mục tiêu VND 32,950

Chúng tôi đưa ra định giá lần đầu đối với CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 với khuyến nghị mua và giá mục tiêu ở mức 32,950 đồng tương ứng với mức tăng 37.3% so với thị giá hiện tại. Đối với tầm nhìn dài hạn, NT2 là một khoản đầu tư có thể được cân nhắc với những lý do sau:

1) Sản lượng phục hồi thúc đẩy kết quả kinh doanh tích cực.
2) Tỷ lệ huy động cao và nhu cầu điện thương phẩm tăng trưởng mạnh mẽ.
3) Giá bán tăng cao và thời tiết khó khăn dần qua.

Phương pháp định giá

Chúng tôi áp dụng kết hợp phương pháp định giá P/E và Chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỷ trọng lần lượt là 50% và 50% để định giá NT2. Dựa trên phương pháp P/E, chúng tôi thu thập dữ liệu từ các doanh nghiệp trong cùng ngành nghề có quy mô tương đồng với NT2 hoạt động trong nước và khu vực châu Á - Thái Bình Dương. Trung bình P/E của các doanh nghiệp trong thống kê (ngoại trừ NT2) ở mức 9.29x. Kết hợp cùng EPS dự phóng năm 2022 ở mức 3,241 đồng, chúng tôi kỳ vọng giá mục tiêu 12 tháng NT2 ở mức 30,109 đồng.

So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Mã chứng khoán	PE	Vốn hóa (USD mil)	EPS Growth (%)	ROA (%)	ROE (%)
NT2 VN Equity	8.38	314.63	-15.13	12.43	20.93
POW VN Equity	15.76	1,044.38	-24.22	2.77	5.34
PGV VM EQUITY	8.95	1,091.43	75.9	4.02	16.98
SPCG TB Equity	6.72	409.42	-8.4	9.63	13.87
SUPER TB Equity	11.74	504.67	84.49	2.02	8.23
SSP TB Equity	9.12	347.37	28.33	6.59	21.64
579 HK Equity	4.36	1,627.92	2.79	3.47	10.03
Trung bình	9.29				
EPS	3,241				
Giá mục tiêu	30,109				

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Đối với phương pháp FCFF, chúng tôi giả định sản lượng của NT2 tăng trưởng 36% cùng với giá bán bình quân tăng 5% trong năm 2022.

Chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC)

WACC (%)	**12.5%**
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.0%
Phần bù rủi ro vốn cổ phần (%)	7.8%
Beta	0.98
Chi phí nợ (%)	7.0%
Chi phí sử dụng vốn (%)	12.6%
Tỷ lệ nợ trên vốn	0.02
Giá trị nợ vay (tỷ VND)	210

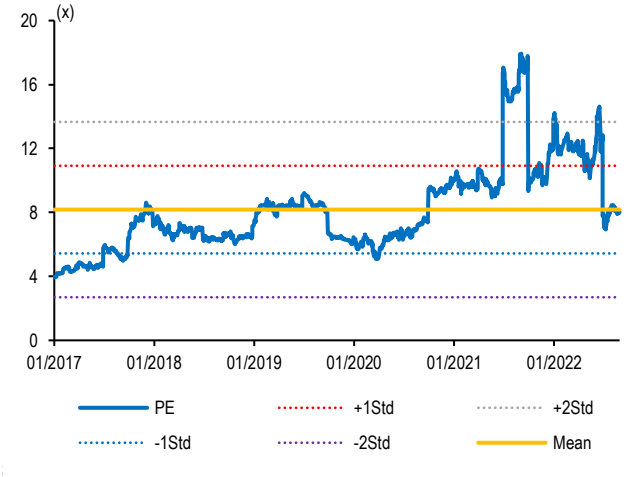
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Mô hình định giá FCF của NT2

Đơn vị: tỷ VND	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
LN ròng	933	834	795	1,068	1,067
Cộng: Lãi vay sau thuế	13	13	13	13	13
Cộng: Khấu hao	712	733	755	241	264
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	-59	-5	5	0	0
Trừ: Vốn đầu tư	140	155	155	155	155
Dòng tiền tự do (FCFF)	**1,578**	**1,430**	**1,403**	**1,167**	**1,189**
Tỷ lệ chiết khấu	0.89	0.79	0.70	0.62	0.55
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1,402	1,129	985	728	659
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0%				
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	5,272				
Giá trị doanh nghiệp	10,177				
Nợ vay	200				
Tiền và tương đương tiền	205				
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (tỷ đơn vị)	0.29				
Giá mục tiêu	**35,369**				

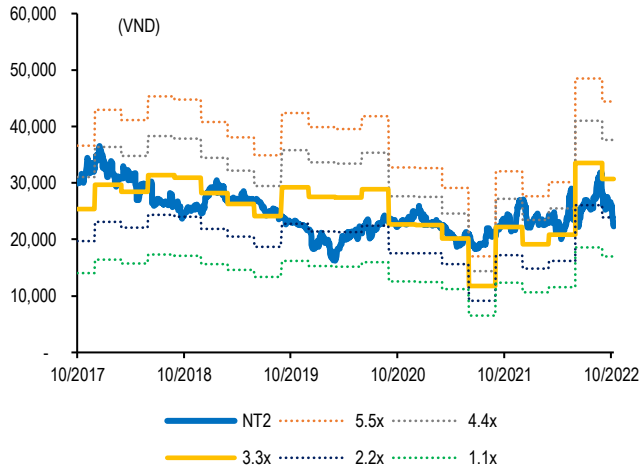
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PER của NT2 từ năm 2017



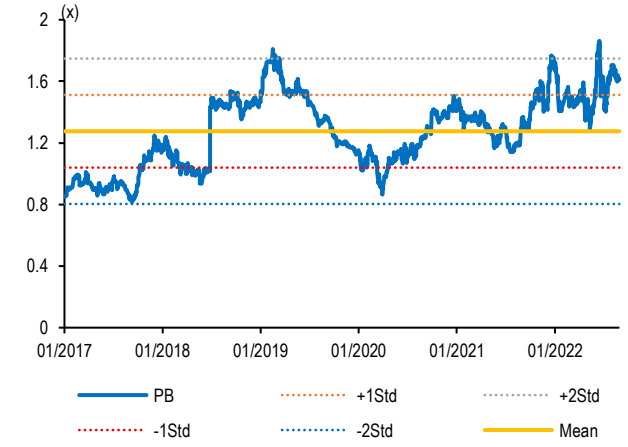
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PER của NT2



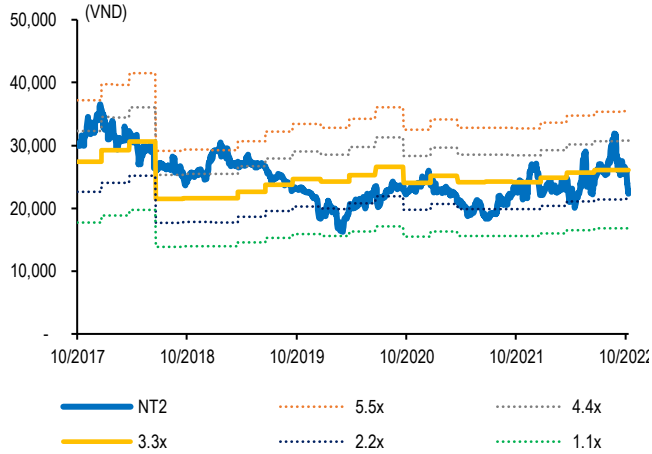
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

PBR của NT2 từ 2017



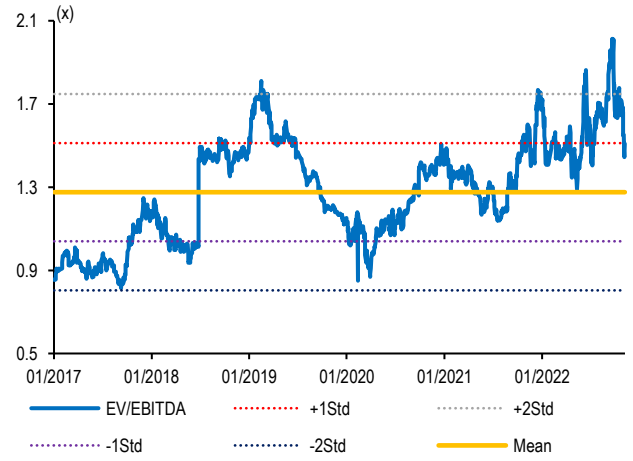
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Biểu đồ PBR của NT2



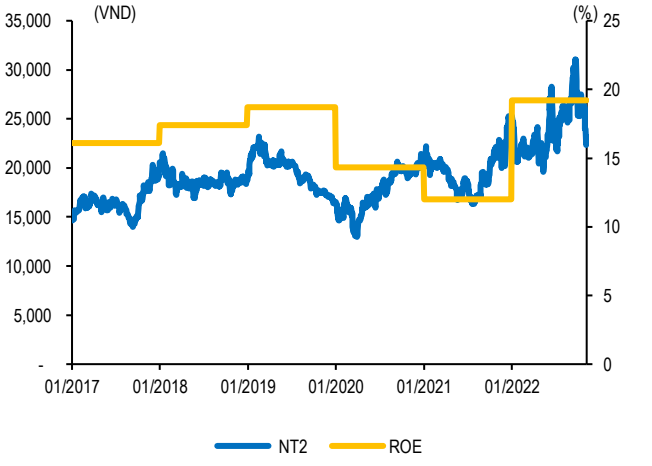
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

EV/EBITDA của NT2 từ 2017



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Tương quan PBR và ROE



Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Sự kiện quan trọng của NT2



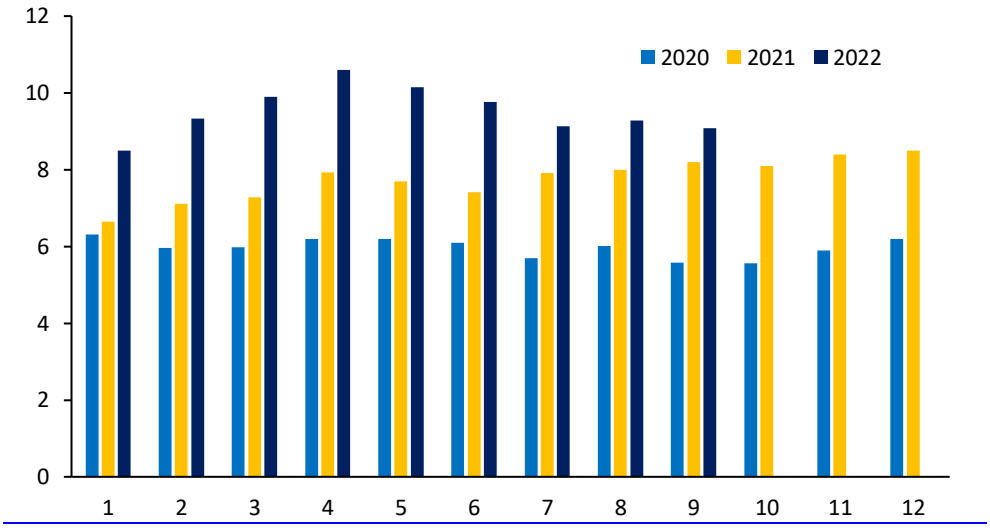
Nguồn: Bloomberg, Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Rủi ro

Giá nguyên vật liệu đầu vào tăng bào mòn lợi nhuận

Nhiên liệu chính của nhà máy điện Nhơn Trạch 2 là khí thiên nhiên, nhiên liệu dự phòng là dầu DO. Tuy nhiên, khi chạy bằng nhiên liệu dầu DO sẽ khiến chi phí phát điện tăng gấp 7 lần và khiến tuổi thọ nhà máy giảm 1.5 lần. Trong bối cảnh giá khí liên tiếp leo thang do các yếu tố địa chính trị trên thế giới, chi phí nguyên vật liệu đầu vào của NT2 đã tăng cao hơn khiến biên lợi nhuận bị giảm sút.

Giá khí bình quân thực tế của NT2 từ tháng 1/2020 đến tháng 9/2022 (USD/Triệu BTU)



Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

Giá khí được xác định bằng giá tối đa của 46% giá dầu MFO + cước phí vận chuyển và giá khí miệng giếng + cước vận chuyển. Việc giá dầu MFO tăng mạnh như thời gian vừa qua đã khiến NT2 giảm khả năng cạnh tranh trên thị trường CGM. Giá khí bình quân thực tế của NT2 trong 9 tháng đầu năm 2022 đã tăng 25% YoY.

Hiện tượng La Nina kéo dài và xuất hiện bất thường

Do cơ cấu giá của các loại hình điện khác nhau nên các doanh nghiệp thủy điện sẽ được ưu tiên phát điện trong những năm La Nina ảnh hưởng nhờ vào ưu thế về giá vốn. Do vậy các doanh nghiệp nhiệt điện thường sẽ có kết quả kinh doanh kém tích cực. Bên cạnh đó, hiện tượng La Nina thông thường kéo dài từ 6-18 tháng nhưng không có chu kỳ rõ ràng và có thể kéo dài nhiều hơn, cụ thể là giai đoạn 2020-2022 khi La Nina liên tiếp ảnh hưởng trong thời gian dài.

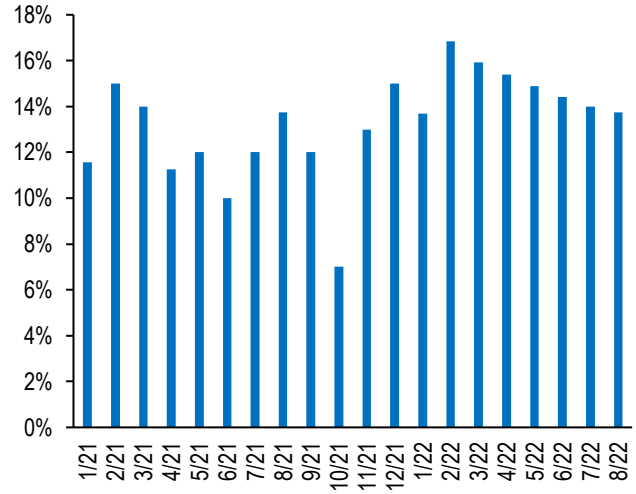
Thiếu hụt nguồn cung khí

Nhu cầu nguyên khí thiên nhiên trung bình của nhà máy khoảng 3 triệu m3/ ngày đêm. Vào năm 2010, Tổng Công ty khí Việt Nam (HoSE: GAS) đã kí hợp đồng cung cấp khí cho nhà máy điện Nhơn Trạch 2 với lượng khí hằng năm khoảng 785 triệu m3 (tương đương 2 triệu m3 khí/ngày đêm). Trong những năm vừa qua, NT2 sử dụng nguồn khi được khai thác từ bể Nam Côn Sơn trong đó có Mỏ khí Lan Tây – Lan Đỏ với sản lượng khai thác hằng năm ở mức 2.7 tỷ m3.

Vào năm 2020, GAS cũng đã bổ sung về hợp đồng mua bán khí với công ty NT2 liên quan đến tiêu thụ dòng khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt. Đây là mỏ có sản lượng dự kiến khoảng 1.5 tỷ m3/năm và 2.8 triệu thùng dầu thô & condensate/năm. Do vậy khả năng thiếu hụt khí của NT2 trong thời gian tới ở mức thấp.

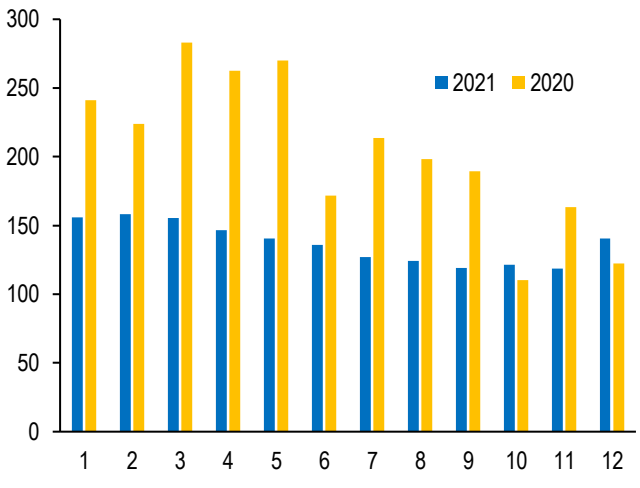
Sự cạnh tranh của các nguồn cung khác

Tỷ trọng huy động điện từ NLTT năm 2021 theo tháng (%)



Nguồn: EVN, Shinhan Securities Vietnam

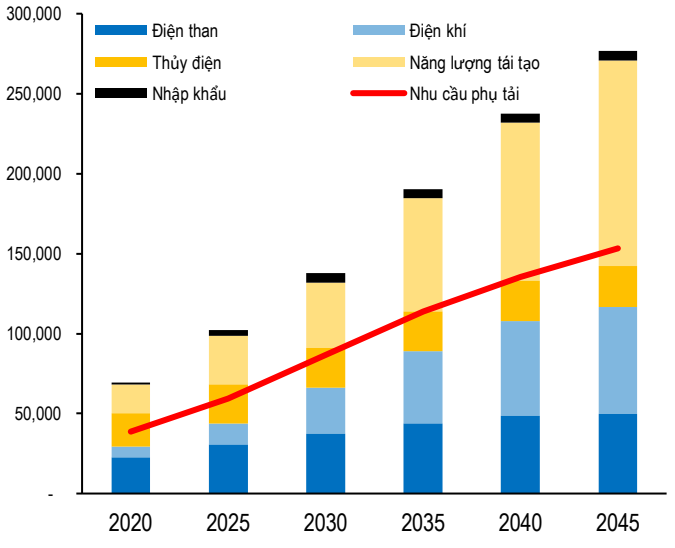
Số giờ nắng trung bình tại Nha Trang, Vũng Tàu, Cà Mau theo tháng (giờ)



Nguồn: GSO, Shinhan Securities Vietnam

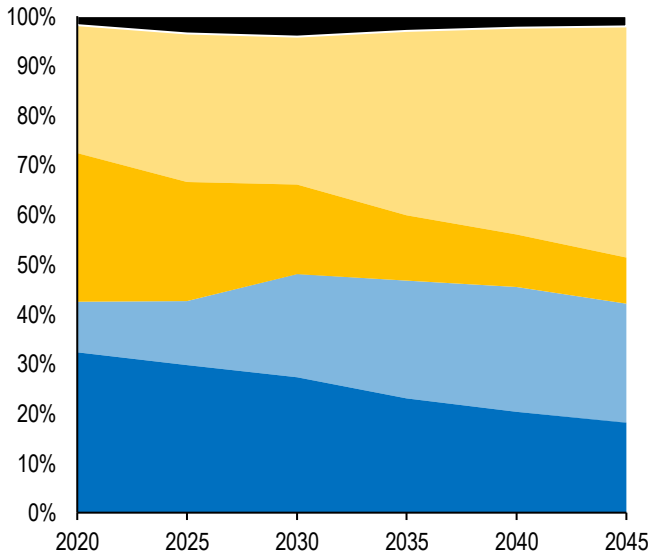
Trong những năm gần đây, chính phủ đã đẩy mạnh phát triển các nguồn cung năng lượng tái tạo (điện gió và điện mặt trời). Các nhà máy điện mặt trời phụ thuộc vào số giờ nắng trong năm, do vậy những tháng mùa khô từ tháng 11 đến tháng 4 năm sau được ưu tiên. Đối với các nhà máy điện gió tại khu vực miền nam, mùa cao điểm là mùa gió chướng (gió tín phong) bắt đầu từ cuối tháng 10 đến đầu tháng 4 năm sau. Cả hai loại hình gió này có cùng mùa cao điểm với điện khí.

Công suất lắp đặt theo quy hoạch điện VIII (MW)



Nguồn: Dự thảo điện VIII, Shinhan Securities Vietnam

Công suất lắp đặt theo quy hoạch điện VIII (%)



Nguồn: Dự thảo điện VIII, Shinhan Securities Vietnam

Dựa theo định hướng phát triển của chính phủ về năng lượng trong dự thảo điện VIII, các doanh nghiệp điện mặt trời sẽ được ưu tiên phát triển sau năm 2030, các doanh nghiệp điện gió trên bờ và gần bờ sẽ được đẩy mạnh vào giai đoạn 2020-2030. Do vậy, NT2 đối mặt với rủi ro cạnh tranh từ các nguồn phát khác

Phụ lục: Báo cáo tài chính

Bảng cân đối kế toán

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tổng tài sản	**6,381**	**6,624**	**7,348**	**7,406**	**7,381**
Tài sản ngắn hạn	1,886	2,581	3,900	4,536	5,111
Tiền và tương đương tiền	62	1	169	445	939
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	878	1,292	1,318
Các khoản phải thu	1,508	2,269	2,409	2,364	2,411
Hàng tồn kho	315	311	444	435	444
Tài sản dài hạn	4,496	4,043	3,448	2,870	2,270
Tài sản cố định	4,162	3,475	2,902	2,325	1,724
Chi phí xây dựng cơ bản	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	311	546	546	546	546
Tổng nợ	**2,084**	**2,390**	**2,762**	**2,713**	**2,763**
Nợ ngắn hạn	2,084	2,390	2,762	2,713	2,763
Khoản phải trả	1,297	2,170	2,541	2,493	2,542
Vay và nợ thuê tài chính ngắn	775	210	210	210	210
Khác	12	11	11	11	11
Nợ dài hạn	1	0	0	0	0
Vay và nợ thuê tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Khác	1	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	**4,298**	**4,234**	**4,645**	**4,752**	**4,677**
Vốn góp chủ sở hữu	2,879	2,879	2,879	2,879	2,879
Thặng dư vốn	0	0	0	0	0
Vốn khác	137	160	160	160	160
Lợi nhuận giữ lại	1,282	1,196	1,607	1,714	1,639
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	0	0	0	0	0
*Nợ vay	775	210	210	210	210
*Nợ ròng (tiền)	713	209	(836)	(1,526)	(2,046)

Kết quả hoạt động kinh doanh

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	**6,082**	**6,150**	**8,779**	**8,612**	**8,784**
Tăng trưởng (%)	*-20.5*	*1.1*	*42.8*	*-1.9*	*2.0*
Giá vốn hàng bán	(5,187)	(5,474)	(7,728)	(7,672)	(7,889)
Lợi nhuận gộp	**895**	**676**	**1,051**	**940**	**896**
Biên lợi nhuận gộp (%)	*14.7*	*11.0*	*12.0*	*10.9*	*10.2*
Chi phí BH & QLDN	(85)	(83)	(100)	(120)	(123)
LN từ HĐKD	**810**	**593**	**952**	**819**	**773**
Tăng trưởng (%)	*(0.1)*	*(0.2)*	*0.8*	*(0.1)*	*(0.0)*
Biên LN từ HĐKD (%)	*13.3*	*9.6*	*10.8*	*9.5*	*8.8*
LN khác	(146)	(27)	35	64	69
Thu nhập tài chính	18	18	49	78	83
Chi phí tài chính	(160)	(52)	(14)	(14)	(14)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(38)	(20)	(14)	(14)	(14)
Lợi nhuận ròng từ HĐKD khác	(4)	7	0	0	0
LNTT	**663**	**566**	**987**	**883**	**842**
Thuế TNDN	(38)	(32)	(53)	(50)	(47)
LNST	**625**	**534**	**933**	**834**	**795**
Tăng trưởng (%)	*(17.1)*	*(14.6)*	*74.8*	*(10.7)*	*(4.6)*
Biên lợi nhuận ròng (%)	*10.3*	*8.7*	*10.6*	*9.7*	*9.1*
LNST cổ đông công ty mẹ	625	534	933	834	795
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0	0
LN trước thuế và lãi vay	**702**	**586**	**1,000**	**897**	**856**
Tăng trưởng (%)	*(20.7)*	*(16.4)*	*70.6*	*(10.3)*	*(4.6)*
Biên LN (%)	*11.5*	*9.5*	*11.4*	*10.4*	*9.7*
LN trước thuế, lãi vay và khấu hao	**1,393**	**1,276**	**1,713**	**1,630**	**1,611**
Tăng trưởng (%)	*(11.4)*	*(8.4)*	*34.2*	*(4.8)*	*(1.1)*
Biên LN (%)	*22.9*	*20.7*	*19.5*	*18.9*	*18.3*

Lưu chuyển tiền tệ

Năm (Tỷ đồng)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Tiền từ HĐKD	**1,222**	**1,074**	**1,659**	**1,494**	**1,462**
Lợi nhuận ròng	625	534	933	834	795
Khấu hao	691	690	712	733	755
(Lãi) từ HĐ đầu tư	(17)	(11)	(45)	(78)	(83)
Thay đổi vốn lưu động	(304)	350	59	5	(5)
Thay đổi khác	227	(489)	-	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**218**	**9**	**(970)**	**(491)**	**(98)**
Thay đổi tài sản cố định	(1)	(2)	(94)	(77)	(72)
Thay đổi tài sản đầu tư	200	-	(877)	(414)	(26)
Khác	19	11	1	-	-
Tiền từ HĐ tài chính	**(1,830)**	**(1,143)**	**(521)**	**(727)**	**(871)**
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Tiền đi vay/(trả) nợ	(1,375)	(523)	-	-	-
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CSH	(455)	(620)	(521)	(727)	(871)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	**(389)**	**(61)**	**168**	**276**	**494**
Tổng tiền đầu năm	451	62	1	169	445
Thay đổi trong tỷ giá	-	-	-	-	-
Tổng tiền cuối năm	62	1	169	445	939

Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

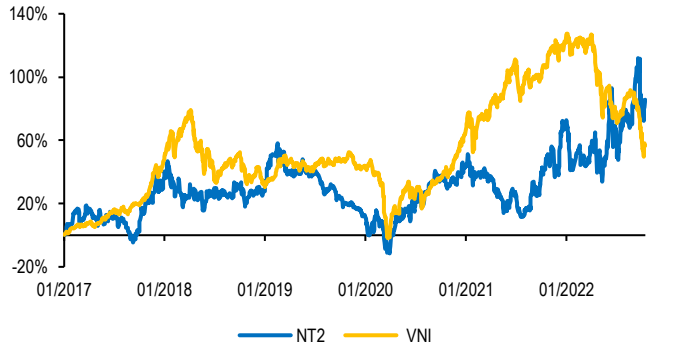
Các chỉ số chính

Năm	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (đồng)	2,095	1,778	3,241	2,896	2,763
BPS (đồng)	14,928	14,706	16,136	16,508	16,247
DPS (đồng)	2,500	2,000	1,650	2,000	2,500
PER (x)	11.7	14.8	7.1	7.9	8.3
PBR (x)	1.7	1.8	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA (x)	5.2	6.0	6.7	7.1	6.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	25.0	20.0	16.5	20.0	25.0
Lãi cổ tức (%)	11.9	8.1	7.6	9.2	11.5
Khả năng sinh lời					
Biên EBITDA (%)	22.9	20.7	19.5	18.9	18.3
Biên LN từ HĐKD (%)	13.3	9.6	10.8	9.5	8.8
Biên LNST (%)	10.3	8.7	10.6	9.7	9.1
ROA (%)	9.8	8.1	12.7	11.3	10.8
ROE (%)	14.5	12.6	20.1	17.5	17.0
Khả năng tài chính					
Nợ vay /Vốn chủ sở hữu (%)	18.0	5.0	4.5	4.4	4.5
Nợ vay ròng/ EBITDA (%)	51.2	16.3	(48.8)	(93.7)	(127.0)
Tỷ số thanh toán tiền mặt (%)	3.0	0.1	37.9	64.0	81.6
Khả năng thanh toán lãi vay (x)	18.3	28.8	73.0	65.5	62.5
Hiệu quả hoạt động (%)					
Số ngày vốn lưu động (ngày)	20.6	8.6	7.9	7.3	7.4
Số ngày hàng tồn kho (ngày)	16.8	17.5	20.5	17.5	17.9
Số ngày khoản phải thu (ngày)	4.1	3.3	3.8	3.6	3.7

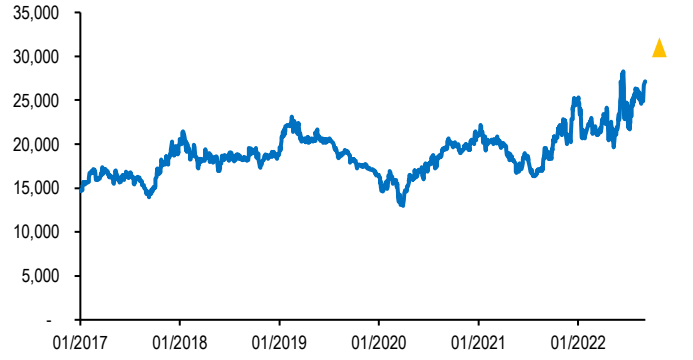
Nguồn: Dữ liệu công ty, Shinhan Securities Vietnam

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2 VN)

Giá cổ phiếu



Giá mục tiêu



Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Khoảng giá MT (%) TB	Max/Min
11/11/2022 (BC lần đầu)	MUA	32,950	38.4	6.1/68.1

Lưu ý: Tính toán chênh lệnh giá mục tiêu dựa trên 12 tháng qua

Shinhan Securities Vietnam

Cổ phiếu	Ngành
◆ **MUA:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ 15% trở lên ◆ **GIỮ:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng từ -15% đến 15% ◆ **BÁN:** Khả năng sinh lời trong 12 tháng thấp hơn 15%	◆ **TÍCH CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị MUA ◆ **TRUNG LẬP:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị GIỮ ◆ **TIÊU CỰC:** Cổ phiếu được theo dõi có vốn hóa lớn nhất trong ngành được khuyến nghị BÁN

Compliance & Disclosure Notice

Analyst Certification

- The following analysts hereby certify that their views about the companies and securities discussed in this report are accurately expressed and that they have not received and will not receive direct or indirect compensation in exchange for expressing specific recommendations or views in this report: Nhut Nguyen

Important Disclosures & Disclaimers

- As of the date of publication, Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. does not beneficially own 1% or more of any class of common equity securities of the following companies mentioned in this report: NT2 VN
- Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or one of its affiliates, and/or their respective officers, directors, or employees may have interests, or long or short positions, and may at any time make purchases or sales as a principal or agent of the securities of the companies mentioned in this report.
- As of the date of publication, research analysts responsible for this report and members of their households do not have any financial interest in the debt or equity securities of the companies mentioned in this report.
- Research analysts responsible for this report receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. including profits derived from investment banking. The analysts responsible for this report may also receive compensation based upon, among other factors, the overall profitability of sales and trading businesses relating to the class of securities or financial instruments for which such analysts are responsible.
- All opinions and estimates regarding the companies and their securities are accurate representations of the research analysts' judgments and may differ from actual results.
- This report is intended to provide information to assist investment decisions only, and should not be used or construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. The information herein has been obtained from sources deemed reliable, but such information has not been independently verified and no guarantee, representation, or warranty, expressed or implied, is made as to its accuracy, completeness, or correctness. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. makes the best effort but does not guarantee the accuracy, completeness, or correctness of information and opinions translated into English from original Vietnamese language materials. Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, and/or consequential loss arising from any use of this material or its contents. Stock selection and final investment decisions should be made at the investor's own and sole discretion.
- This report is distributed to our customers only, and any unauthorized use, duplication, or redistribution of this report is strictly prohibited.
- Investing in any Vietnamese securities or related financial instruments discussed in this research report may present certain risks. The securities of Vietnamese issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the US Securities and Exchange Commission. Information on Vietnamese securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the US. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in currencies other than the Vietnamese won is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Distribution

- United States: This report is distributed in the US by Shinhan Investment America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major US institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) of the US Securities Exchange Act of 1934. All US persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are major US institutional investors and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any US recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Shinhan Investment America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the US. The securities described herein may not have been registered under the US Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the US or to US persons unless they have been registered or are in compliance with an exemption from registration requirements.
- All Other Jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd. and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



Shinhan Investment Network

SEOUL

Shinhan Investment Corp.
Shinhan Investment Tower
23-2, Youido-dong, Yongdungpo-gu,
Seoul, Korea 150-712
Tel : (82-2) 3772-2700, 2702
Fax : (82-2) 6671-7573

NEW YORK

Shinhan Investment America Inc.
1325 Avenue of the Americas Suite 702,
New York, NY 10019
Tel : (1-212) 397-4000
Fax : (1-212) 397-0032

Hong Kong

Shinhan Investment Asia Ltd.
Unit 7705 A, Level 77
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon, Hong Kong
Tel : (852) 3713-5333
Fax : (852) 3713-5300

Indonesia

PT Shinhan Sekuritas Indonesia
30th Floor, IFC 2, Jl. Jend. Sudirman Kav.
22-23, Jakarta, Indonesia
Tel : (62-21) 5140-1133
Fax : (62-21) 5140-1599

Shanghai

Shinhan Investment Corp.
Shanghai Representative Office
Room 104, Huaneng Union Mansion No.958,
Luijiazui Ring Road, PuDong, Shanghai, China
Tel : (86-21) 6888-9135/6
Fax : (86-21) 6888-9139

Ho Chi Minh

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
22nd Floor, Centec Tower, 72-74 Nguyen Thi Minh Khai Street,
District 3, Ho Chi Minh City, Vietnam
Tel : (84-8) 6299-8000
Fax : (84-8) 6299-4232

Ha Noi

Shinhan Securities Vietnam Co., Ltd.
Hanoi Branch
2nd Floor, Leadvisors Building, No. 41A Ly Thai To,
Ly Thai To Ward, Hoan Kiem District, Hanoi, Vietnam.
Tel : (84-8) 6299-8000