

06/02/2024

KHUYẾN NGHỊ

MUA

Giá hợp lý	32,300 VND
Giá hiện tại	25,400 VND
Tiềm năng tăng/giảm	27.2%

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

CP đang lưu hành (triệu)	287.9
Free float (triệu)	86.4
Vốn hóa (tỷ VND)	7,355.2
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	0.73 triệu
Sở hữu nước ngoài (%)	15.2%
Ngày niêm yết đầu tiên	12/06/2015

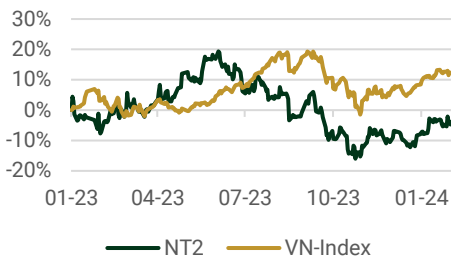
CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

PV Power	59.4%
CFTD ,Ltd	8.3%
Samarang UCITS	5.0%
Apollo Asia Fund	3.3%
Khác	24.1%

KHÍA CẠNH TRỌNG YẾU

TTM EPS (VND)	1,722
BVPS (VND)	15,140
Nợ/VCSH (%)	28%
ROA (%)	6.2%
ROE (%)	11.1%
P/E	14.9
P/B	1.7
Tỷ suất cổ tức (%)	9.8%

BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU



SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

Công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) được thành lập năm 2007 nhằm thực hiện việc đầu tư và xây dựng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 tại Khu công nghiệp Ông Kèo, tỉnh Đồng Nai. Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 với công suất thiết kế 750 MW đã đi vào hoạt động từ năm 2011.

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thiện Nhân
nhannguyen@phs.vn

Kết quả kinh doanh sẽ phục hồi tích cực

- Trong năm 2023, Doanh thu thuần và LNST giảm mạnh lần lượt là 27.4% YoY và 43.9% YoY, chủ yếu là vì sản lượng bán điện giảm (-29% YoY) do công ty trải qua đợt bảo dưỡng lớn kéo dài 2 tháng và sự cạnh tranh từ nhiệt điện than và thủy điện.
- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn duy trì ở mức cao và bền vững, cho phép NT2 tiếp tục xu hướng giảm nợ vay và chi trả cổ tức ở mức cao trong tương lai.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với tiềm năng tăng giá 27%.

Dự phóng: Chúng tôi cho rằng KQKD trong năm 2024 sẽ có cải thiện đáng kể sau một năm 2023 đầy khó khăn. Theo đó, Doanh thu thuần có thể tăng trưởng trở lại và đạt 7,665 tỷ đồng (+21% YoY) và LNST cũng có sự phục hồi về mức 640 tỷ đồng (+29% YoY). Chúng tôi cho rằng biên LN gộp của NT2 tiếp tục chịu nhiều áp lực khi gặp phải sự cạnh tranh từ nhiệt điện than có giá rẻ (nhờ chi phí đầu vào đã giảm mạnh) và sự trở lại mạnh mẽ của thủy điện từ giữa năm 2024, thời điểm dự báo kết thúc pha El Nino và bước vào pha trung tính. Tuy nhiên, xét đến việc thủy điện vẫn tiếp tục gặp bất lợi do El Nino trong nửa đầu 2024, sẽ hỗ trợ tích cực cho giá điện (CGM), chúng tôi kỳ vọng Biên lợi nhuận gộp và Biên lợi nhuận ròng sẽ phục hồi nhẹ và ổn định ở mức 11% và 8% trong cả năm.

Điểm nhấn đầu tư:

(1) **Doanh thu và Lợi nhuận có thể phục hồi tốt trong năm 2024** nhờ sản lượng điện phục hồi đáng kể (+21% YoY) so với mức thấp của 2023, trong khi giá bán điện trung bình cả năm có thể giảm nhẹ (-1% YoY). Theo đó, chúng tôi dự báo tổng sản lượng sẽ đạt khoảng 3,501 triệu kWh trong năm 2024.

(2) **NT2 có Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn duy trì ở mức cao và bền vững**, cho phép công ty tiếp tục xu hướng giảm nợ vay và chi trả cổ tức ở mức cao trong tương lai.

Định giá & khuyến nghị: Sử dụng phương pháp DCF và P/E, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý cho NT2 là 32,300 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 27%.

Rủi ro: (1) Biến động bất lợi của giá khí tự nhiên; (2) Sự thay đổi bất lợi trong chính sách điều hành của Chính phủ.

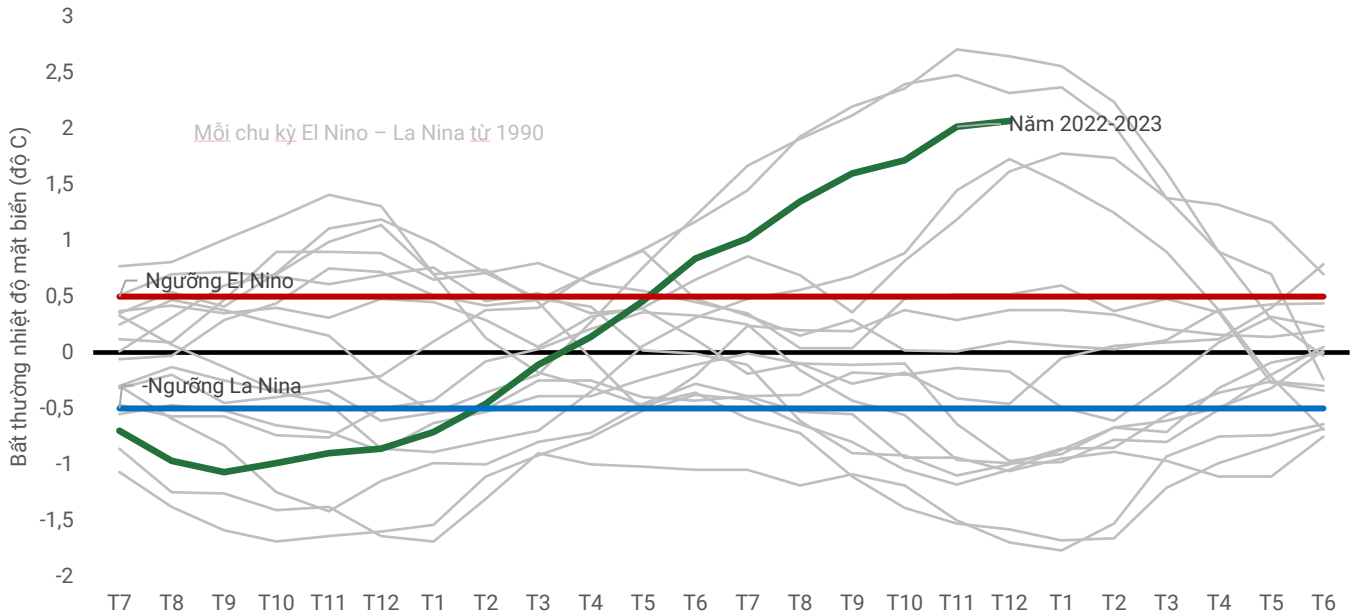
Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023	2024F
Sản lượng điện (triệu kWh)	3,903	3,195	4,065	2,889	3,501
Doanh thu thuần (tỷ VND)	6,082	6,150	8,788	6,383	7,665
Tăng trưởng DTT (%)	-21%	1%	43%	-27%	20%
Lợi nhuận gộp (tỷ VND)	895	676	1,082	509	813
LNST (tỷ VND)	625	534	883	496	640
Tăng trưởng LNST (%)	-17%	-15%	65%	-44%	29%
Biên LN ròng (%)	10.28%	8.68%	10.05%	7.77%	8.35%
Giá trị sổ sách (VND/cp)	14,928	14,706	16,027	15,140	15,298
Cổ tức (VND)	2,500	2,000	1,650	2,500	2,100

Chỉ tiêu	2022	2023	YoY (%)	Dự báo cho năm 2024F	Ghi chú
Sản lượng bán điện (triệu kWh)	4,065	2,889	-28.9%	3,501	Sản lượng bán điện trong năm 2023 giảm mạnh so với năm 2022, dù trong nửa đầu 2023, NT2 hưởng lợi từ El Nino. Tuy nhiên, sau đó, nhiệt điện khí gặp phải sự cạnh tranh lớn từ nhiệt điện than và sau đó là sự phục hồi mạnh mẽ của thủy điện nhờ mùa mưa lũ. Ngoài ra, sản lượng cũng giảm đáng kể do NT2 phải thực hiện đợt bảo dưỡng lớn kéo dài hơn 1 tháng.
Giá bán điện trung bình (VND/kWh)	2,162	2,209	2.2%	2,189	Giá bán điện trung bình tăng nhẹ so với năm 2022 là do giá khí đầu vào vẫn duy trì ở mức khá cao và giá trên thị trường cạnh tranh tăng nóng vào thời điểm các hồ thủy điện thiếu nước nghiêm trọng do El Nino.
Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
Doanh thu thuần	8,788	6,383	-27.4%	7,665	Doanh thu giảm tương ứng với mức giảm mạnh của sản lượng bán điện, trong khi giá bán đi ngang.
Lợi nhuận gộp	1,082	509	-53.0%	813	Lợi nhuận gộp giảm mạnh do chi phí vận hành tăng cao khi NT2 phải linh hoạt chạy nhà máy bằng dầu Diesel đắt đỏ vào thời gian cao điểm (thiếu nguồn thủy điện do El Nino). Ngoài ra, dừng hoạt động do bảo dưỡng lớn cũng khiến chi phí cố định tăng nhanh (so với doanh thu)
Biên LN gộp (%)	12%	8%		11%	Biên lợi nhuận gộp do đó bị bào mòn đáng kể theo sau sự sụt giảm của Lợi nhuận gộp
Chi phí hoạt động	(131)	(45)	-66.0%	(93)	
EBIT	950	464	-51.2%	720	
Doanh thu tài chính	24	107	337.8%	43	Lãi tiền gửi tăng mạnh trong năm, đạt 98 tỷ đồng, nhờ số dư tiền (tiền gửi) dồi dào của công ty
Chi phí tài chính	(18)	(34)	94.1%	(47)	
Lợi nhuận sau thuế	883	496	-43.9%	640	
Biên LN ròng (%)	10%	8%		8%	Biên lợi nhuận ròng cũng giảm xuống còn 8% nhưng cao hơn dự báo trước đó của PHS (6%) do lợi nhuận 4Q2023 cao hơn ước tính của chúng tôi.

(Nguồn: NT2, PHS tổng hợp và dự báo)

Sản lượng bán có thể phục hồi tốt dù bị cạnh tranh gay gắt trong khi giá bán sẽ tiếp tục đi ngang

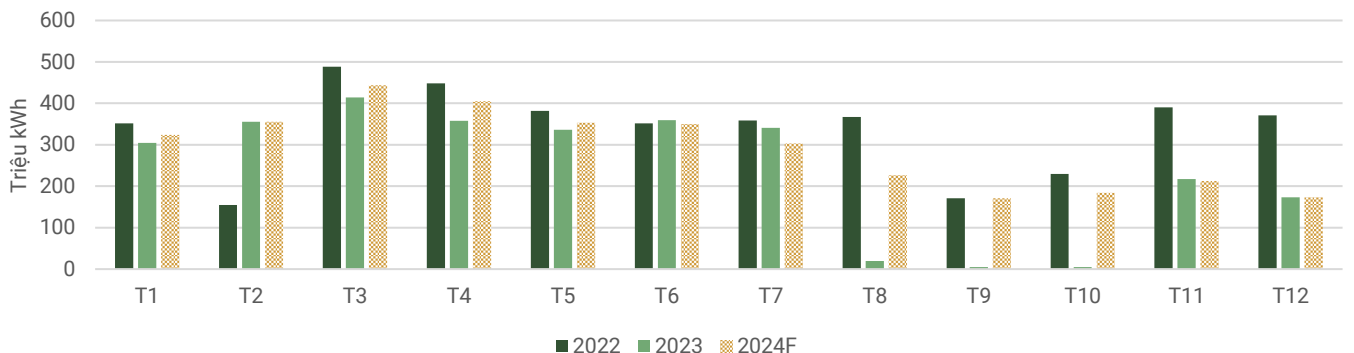
Theo dự báo của PHS, chu kỳ El Nino hiện tại có thể đạt đỉnh vào cuối năm 2023 và đầu năm 2024, sau đó sẽ giảm dần và bước qua pha trung tính từ nửa sau 2024. Do đó, các công ty nhiệt điện, cụ thể là nhiệt điện khí như NT2 sẽ hưởng lợi đáng kể trong nửa đầu năm nay nhờ sản lượng huy động tăng cao cùng giá bán tốt khi thủy điện sẽ gặp nhiều khó khăn do thiếu nước.



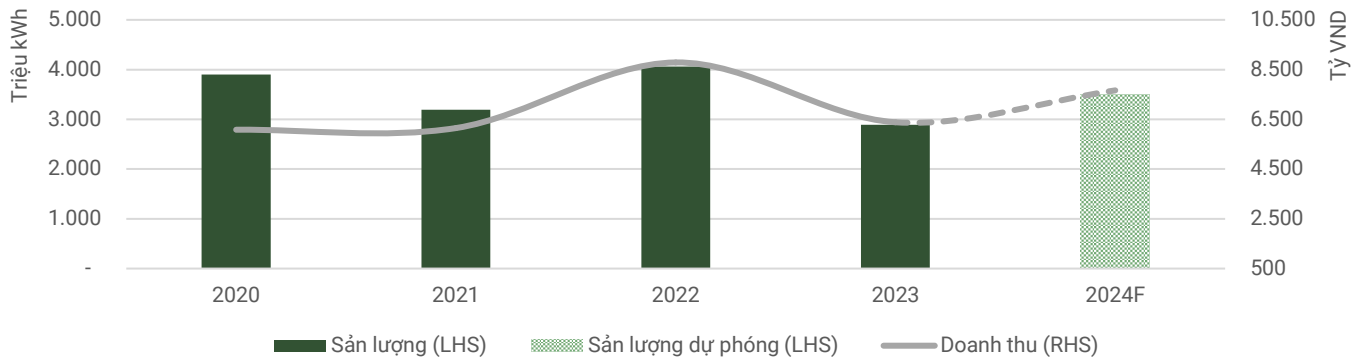
(Nguồn: NOAA, PHS tổng hợp)

Giá bán điện của NT2 dự kiến cũng sẽ duy trì ở mức cao trong cả nửa đầu 2024, do thiếu hụt thủy điện, và nửa sau 2024, do giá khí đầu vào sẽ được neo cao theo giá FO (PHS giả định Giá đầu thô Brent trung bình năm 2024 là 80 USD/thùng). Tuy nhiên, giá bán điện cao sẽ gây bất lợi cho chính NT2 từ nửa sau 2024 khi El Nino qua đi, và thủy điện sẽ trở lại mạnh mẽ với giá bán điện rất cạnh tranh. Cùng lúc đó, nhiệt điện khí cũng sẽ phải cạnh tranh với nhiệt điện than (giá thấp) và điện tái tạo. Do đó, PHS ước tính, sản lượng điện huy động trung bình mỗi tháng của NT2 trong năm 2024 là 291.8 triệu kWh, cao hơn 21% so với 2023 (do có bảo dưỡng lớn), nhưng thấp hơn 14% so với 2022.

Sản lượng theo tháng của NT2



(Nguồn: NT2, PHS tổng hợp và dự báo)

**Sản lượng và Doanh thu bán điện
2020 - 2024F**


(Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp và dự báo)

Với dự báo giá dầu Brent là 80 USD/thùng trong năm 2024, do mối tương quan rất lớn giữa giá dầu thô Brent và giá FO, chúng tôi cho rằng giá bán của nhiệt điện khí sẽ tiếp tục ở mức cao trong năm 2024. Ngoài ra, NT2 sẽ hoàn tất khấu hao nhà máy từ năm 2026 nên lợi nhuận gộp của công ty dự kiến sẽ tăng mạnh từ đây trở đi.

Và từ đó, chúng tôi đưa ra các giả định và dự báo của mình như được tóm tắt trong bảng dưới đây

Giả định và dự báo của chúng tôi	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	80	70	65	65	65
Giá FO trung bình (USD/tấn)	434	380	353	353	353
Giá bán khí khô trung bình cho khách hàng điện và đạ (USD/mmBTU), bao gồm phí vận chuyển	8.35	7.77	7.69	7.98	8.27
Sản lượng bán điện (triệu kWh)	3,501	3,751	3,938	3,967	3,995
Giá bán điện trung bình (VND/kWh)	2,189	2,038	2,016	2,091	2,168
Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)					
Doanh thu thuần	7,665	7,643	7,941	8,295	8,663
Lợi nhuận gộp	813	720	1,217	1,212	1,209
Biên LN gộp (%)	11%	9%	15%	15%	14%
LNST	640	499	851	850	856
Biên LN ròng (%)	8%	7%	11%	10%	10%

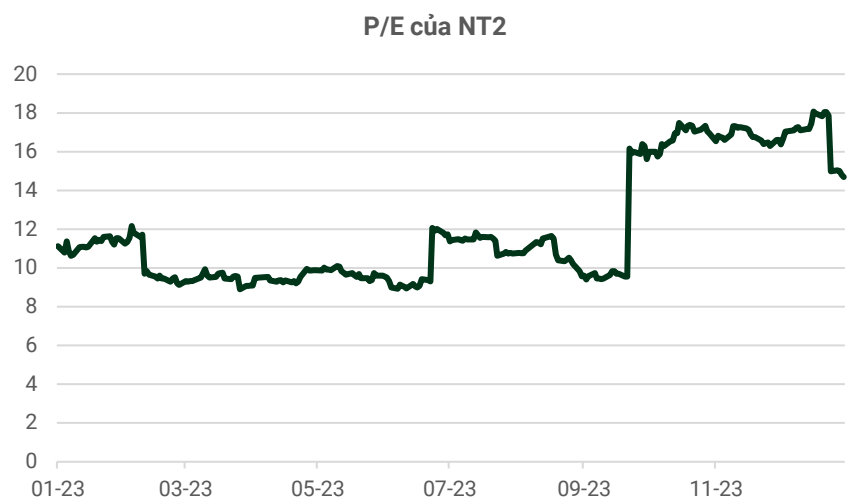
(Nguồn: PHS dự báo)

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp DCF và P/E với tỷ số 12.0 lần theo tỷ trọng 70:30 để ước tính giá hợp lý là 32,300 đồng/cổ phiếu. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA với mức tăng giá tiềm năng là 27%.

Phương pháp	Tỷ số lựa chọn	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng
DCF	NA	34,747	70%
P/E	12.0x	26,692	30%
Giá trị hợp lý			32,331

Bảng tính P/E cho NT2



(Nguồn: Fiinpro, PHS tổng hợp)

Định giá bằng P/E	
TTM P/E của NT2	12.0
P/E mục tiêu của NT2	12.0
Forward EPS (VND)	2,224
Giá trị hợp lý (VND/cổ phiếu)	26,692

Định giá bằng DCF

Bảng: Dự phóng dòng tiền (FCFF) từ 2024 đến năm 2028

Năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận ròng	640	499	851	850	856
Cộng: Khấu hao TSCĐ	688	688	149	149	149
Trừ: Tăng/giảm Vốn lưu động ròng	197	248	(128)	(61)	(42)
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
Cộng: Chi phí lãi vay sau thuế	27	6	4	2	2
FCFF	1,550	1,439	873	937	962

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Tỷ VND (ngoại trừ Giá trị hợp lý)

Beta	1
Risk-Free Rate (Rf) (Lãi suất phi rủi ro)	3.0%
Equity Risk Premium (Phần bù rủi ro cổ phần)	10.0%
Chi phí sử dụng vốn cổ phần	13.0%
Chi phí sử dụng vốn vay (trước thuế)	3.7%
Thuế suất	11%
Chi phí sử dụng vốn vay (sau thuế)	3.3%
E/V	0.86
D/V	0.14
WACC	11.6%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền (g)	0%
Giá trị hiện tại của giá trị đầu cuối (terminal value)	4,772
Giá trị hiện tại của dòng tiền (FCFF)	4,329
Cộng: Tiền & tương đương tiền	1
Cộng: Đầu tư tài chính ngắn hạn	2,100
Trừ: Nợ vay ngắn & dài hạn	(1,200)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	0
Tổng giá trị cổ phần	10,003
Số cổ phiếu đang lưu hành	287,876,029
Giá trị hợp lý	34,747

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Báo cáo tài chính

Tỷ VND

Kết quả kinh doanh	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Doanh thu thuần	7,654	6,082	6,150	8,788	6,383	7,665
Giá vốn hàng bán	(6,679)	(5,187)	(5,474)	(7,706)	(5,874)	(6,852)
Lợi nhuận gộp	974	895	676	1,082	509	813
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-
Chi phí QLDN	(87)	(85)	(83)	(131)	(45)	(93)
Lợi nhuận từ HĐKD	888	810	593	950	464	720
Lợi nhuận tài chính	48	18	18	24	107	43
Chi phí lãi vay	(88)	(38)	(20)	(15)	(34)	(27)
Lợi nhuận trước thuế	797	663	566	943	536	719
Lợi nhuận sau thuế	754	625	534	883	496	640
LNST của cổ đông Công ty ty mẹ	754	625	534	883	496	640
Cân đối kế toán	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Tài Sản Ngắn Hạn	2,416	1,886	2,581	4,557	4,791	4,955
Tiền và tương đương tiền	451	62	1	384	1	1,049
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	0	0	949	2,100	1,000
Phải thu ngắn hạn	1,359	1,396	2,187	2,891	2,250	2,427
Hàng tồn kho	302	315	311	307	260	367
Tài sản ngắn hạn khác	104	113	82	25	179	112
Tài Sản Dài Hạn	5,148	4,496	4,043	2,888	3,680	2,309
Phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	4,876	4,184	3,496	2,809	2,125	1,439
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-	-
Chi phí xây dựng dở dang	1	-	1	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	270	311	546	79	1,555	870
Lợi thế thương mại	-	-	-	-	-	-
Tổng cộng tài sản	7,564	6,381	6,624	7,445	8,471	7,264
Nợ phải trả	3,437	2,084	2,390	2,831	4,112	2,860
Nợ ngắn hạn	2,944	2,083	2,390	2,831	4,112	2,860
Nợ dài hạn	493	1	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	4,127	4,298	4,234	4,614	4,359	4,404
Vốn góp	2,879	2,879	2,879	2,879	2,879	2,879
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-	-
Tổng nguồn vốn	7,564	6,381	6,624	7,445	8,471	7,264

Lưu chuyển tiền tệ	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	1,917	1,222	1,074	1,383	857	1,525
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(187)	218	9	(946)	(1,090)	1,098
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(1,344)	(1,830)	(1,143)	(54)	(150)	(1,575)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	386	(389)	(61)	383	(383)	1,048
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	65	451	62	1	384	1
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	451	62	1	384	1	1,049
Chỉ số tài chính	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
Tăng trưởng						
Doanh thu	-0.21%	-20.53%	1.11%	42.90%	-27.37%	20.09%
Lợi nhuận sau thuế	-3.58%	-17.10%	-14.63%	65.50%	-43.88%	29.16%
Tổng tài sản	-14.55%	-15.64%	3.80%	12.39%	13.78%	-14.25%
Tổng vốn chủ sở hữu	12.04%	4.13%	-1.49%	8.98%	-5.53%	1.04%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất lãi gộp	12.73%	14.71%	10.99%	12.31%	7.97%	10.61%
Tỷ suất EBIT	11.60%	13.31%	9.64%	10.81%	7.27%	9.39%
Tỷ suất EBITDA	20.62%	24.70%	20.87%	18.65%	18.04%	18.37%
Tỷ suất lãi ròng	9.85%	10.28%	8.68%	10.05%	7.77%	8.35%
ROA	9.97%	9.80%	8.06%	11.87%	5.85%	8.81%
ROE	18.27%	14.55%	12.61%	19.15%	11.38%	14.54%
Hiệu quả hoạt động						
Số ngày phải thu	65	84	130	120	129	116
Số ngày tồn kho	17	22	18	19	20	20
Số ngày phải trả	11	28	69	36	104	59
Khả năng thanh toán						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	0.82	0.91	1.08	1.61	1.16	1.73
Tỷ suất thanh toán nhanh	0.70	0.72	0.92	1.49	1.06	1.57
Cấu trúc tài chính						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.45	0.33	0.36	0.38	0.49	0.39
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.45	0.18	0.05	0.14	0.28	0.05
Vay ngắn hạn/VCSH	0.33	0.18	0.05	0.14	0.28	0.05
Vay dài hạn/VCSH	0.12	-	-	-	-	-

(Nguồn: PHS tổng hợp)

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi Nguyễn Thiện Nhân, Chuyên viên phân tích – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

Điện thoại: (84-28) 5 413 5479

Customer Service: 1900 25 23 58

E-mail: info@pfs.vn / support@pfs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.pfs.vn

PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,
Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 5 413 5478

Fax: (+84-28) 5 413 5473

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060

Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận
3, Tp.HCM

Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068

Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân
Bình, Tp.HCM.

Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401

Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

Phone: (+84-24) 6 250 9999

Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận
Hai Bà Trưng, Hà Nội

Phone: (+84-24) 3 933 4566

Fax: (+84-24) 3 933 4820

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải
Phòng

Phone: (+84-22) 384 1810

Fax: (+84-22) 384 1801