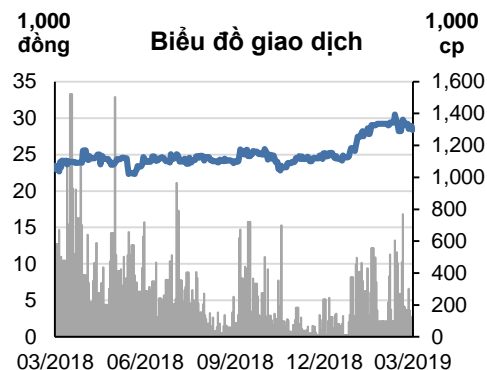


NT2 (HOSE) Cần cần trọng

Đánh giá **TRUNG LẬP**
Điện

Giá thị trường (VND) **29,000**
Giá mục tiêu 1 năm (VND) **28,000**
Suất sinh lợi bình quân năm **-2%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	15%	-3%	13%	21%
Tương đối	5%	-11%	10%	32%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 12/03/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	22.3k-30.5k
SL lưu hành (triệu cp)	288
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,176
Vốn hóa (triệu USD)	353
% khối ngoại sở hữu	23%
SL cp tự do (triệu cp)	92
KLGD TB 3 tháng (cp)	242,556
VND/USD	23,119
Index: VNIndex / HNX	985/108

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 12/03/2019

PV Power	59.4%
CFTD	8.3%
Apollo Asia Fund	3.2%

Nguồn: Stoxplus

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84) 933365158 - Ext: 1469
Hanh.vn@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Kết quả kinh doanh 2018 như kỳ vọng

Ngoại trừ cổ tức bằng tiền mặt bất ngờ vượt kế hoạch, kết quả kinh doanh của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE: NT2) không có gì đáng chú ý trong năm 2018. Mặc dù tổng sản lượng điện thương phẩm đạt 4.75 tỷ Kwh (+10% n/n) (Hình 01), giá dầu thô thế giới đã chạm đỉnh, kéo theo giá khí đầu vào của NT2 tăng mạnh (+32% n/n), dẫn đến EBIT và EPS không thể tạo ra đột phá trong năm 2018. Năm 2019, chính sách cổ tức và giá dầu Brent có triển vọng giảm từ -12% đến -16% n/n theo như dự báo của EIA, sẽ là 2 vấn đề đáng quan tâm nhất của doanh nghiệp. Vì thế, chúng tôi hoàn toàn kỳ vọng sản lượng điện và EBIT của NT2 sẽ đạt đến thời kỳ đỉnh cao.

Giá dầu Brent bình quân kỳ vọng giảm do chiến tranh thương mại

Giá dầu thô đã tăng trở lại so với mốc cuối 2018, tuy nhiên không phải là tin đáng mừng đối với NT2 (Hình 05). Trong bối cảnh giá dầu toàn cầu khó có thể tăng trở lại trong ngắn hạn và trung hạn, hoạt động phát điện của NT2 sẽ được hưởng lợi. Giá dầu thô Brent bình quân là 59 USD/thùng trong tháng 01/2019, tăng 2 USD/thùng so với tháng 12/2018 nhưng thấp hơn 10 USD/thùng so với mức trung bình của tháng 01/2018. EIA dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 61 USD/thùng vào năm 2019 và 62 USD/thùng vào năm 2020, thấp hơn so với mức bình quân 71 USD/thùng trong năm 2018. Với giả định giá dầu Brent giảm 16%, chúng tôi kỳ vọng rằng chi phí phát điện sẽ giảm 4% và LNST tăng vọt lên tới 975 tỷ đồng (+25% n/n) trong năm 2019. Đầu tư vào NT2 vào năm 2019 sẽ là món hời lớn nếu giá dầu giảm như giả định.

Qc giảm và cơ chế phân bổ CAN mới

Chúng tôi dự kiến năm 2019 sẽ là một năm đầy thách thức đối với ngành điện vì các dự án nhà máy nhiệt điện đang bị chậm tiến độ, đặc biệt là ở miền Nam, khi nguồn cung thủy điện có thể bị hạn chế do xác suất 70-80% xảy ra hiệu ứng El Nino và EVN ưu tiên dự trữ nước phục vụ nông nghiệp. Vì vậy, tình trạng thiếu điện rõ ràng có thể đoán trước. Đây là một động lực lớn để thúc đẩy NT2 tăng sản lượng 15% n/n. Mặt khác, theo Quyết định số 109/QĐ-ĐTĐL (có hiệu lực từ 01/01/2019), giá CAN sẽ không còn chỉ áp dụng trong giờ cao điểm (4 giờ chiều đến 10 giờ tối) mà sẽ được áp dụng 24 giờ mỗi ngày. Trên thực tế, NT2 có thể cung cấp điện linh hoạt hơn các nhà máy thủy điện, vốn phụ thuộc nhiều vào dòng chảy tự nhiên. Do đó, quy định mới về giá CAN là một cú hích hoàn hảo cho NT2 vào năm 2019.

Cũng theo Quyết định trên, EVN sẽ giảm tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng hàng năm (Qc) xuống dần, còn 60% trong tương lai, điều này có thể hạn chế sự tăng trưởng hoạt động kinh doanh của NT2. Do giá hợp đồng PPA của nhà máy nhiệt điện thường cao hơn giá CGM, sản lượng Qc là một công cụ giảm rủi ro nhằm đảm bảo biên lợi nhuận ổn định. Do đó, việc giảm tỷ lệ Qc cũng đồng nghĩa với việc NT2 và các nhà máy nhiệt điện khác sẽ phải đối mặt với rủi ro lớn hơn.

Khuyến nghị TRUNG LẬP

Do lo ngại về việc giảm tỷ lệ Qc dẫn đến khả năng cạnh tranh so với các đối thủ thủy điện trong giai đoạn 2020-2021, chúng tôi hạ đánh giá NT2 từ TĂNG TỶ TRỌNG xuống **TRUNG LẬP**. Dựa trên phương pháp DDM, chúng tôi ước tính giá cổ phiếu NT2 sẽ đạt mức **28,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

Dự phóng

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	2019E	2020E
Doanh thu	1,769	1,781	1,137	2,074	2,021	2,008	1,621	2,019	7,670	7,785	7,788
Tăng trưởng DT năm (%)	28%	14%	-25%	-41%	14%	13%	43%	-3%	13%	2%	0%
Sản lượng điện (triệu kWh)	1,198	1,120	718	1,301	1,330	1,289	925	1,230	4,775	5,100	5,200
Tăng trưởng sản lượng điện năm %	-10%	-22%	-43%	8%	11%	15%	29%	-5%	10%	7%	2%
GVHB	-1,380	-1,380	-976	-1,633	-1,658	-1,747	-1,489	-1,760	-6,654	-6,526	-6,839
Tăng trưởng GVHB năm (%)	49%	17%	-22%	-50%	20%	27%	52%	8%	-1.9%	4.8%	3.1%
Giá khí (USD/MMBtu)	6.0	5.8	5.9	6.2	6.4	7.0	7.4	7.2	7.0	6.3	6.4
Tăng trưởng giá khí %	77%	53%	41%	15%	8%	20%	26%	16%	19%	-10%	2%
Lợi nhuận gộp	390	401	161	441	363	261	132	259	1,015	1,259	949
Biên lợi nhuận gộp (%)	22%	23%	14%	21%	18%	13%	8%	13%	13%	16%	12%
Lợi nhuận hoạt động	280	200	36	337	247	283	26	239	914	1,156	846
Tăng trưởng (%)	-18%	-50%	-79%	42%	-12%	42%	-28%	-29%	26%	-27%	-10%
Biên LN (%)	16%	11%	3%	16%	12%	14%	2%	12%	15%	11%	10%
Lợi nhuận sau thuế	266	190	34	320	235	269	25	254	782	976	724
Tăng trưởng (%)	-16%	-50%	-79%	42%	-12%	41%	-27%	-21%	-3%	25%	-26%
Biên LN (%)	15%	11%	3%	15%	12%	13%	2%	13%	10%	13%	9%

Nguồn: KIS ước tính

Ghi chú:

- Mức tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm dự kiến của NT2 trong năm 2019 và 2020 lần lượt là 7% và 2%, phù hợp với nguồn cung cấp khí đốt.
- Giá dầu Brent và dầu FO sử dụng trong ước tính là 60 USD/thùng và 351 USD/tấn
- Trong năm 2019 và 2020, chúng tôi giả định rằng tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) so với sản lượng huy động dự kiến (AGO) của các nhà máy nhiệt điện vẫn không thay đổi ở mức 80% theo Quyết định số 109/QĐ-ĐTĐL.
- Tỷ giá USD/VND được giả định tăng 2%/năm so với 2018.
- Tốc độ tăng sản lượng điện được ước tính phụ thuộc vào tốc độ tăng của trữ lượng khí đốt từ bể Nam Côn Sơn - nguồn cung cấp khí chính của NT2. (Hình 02).

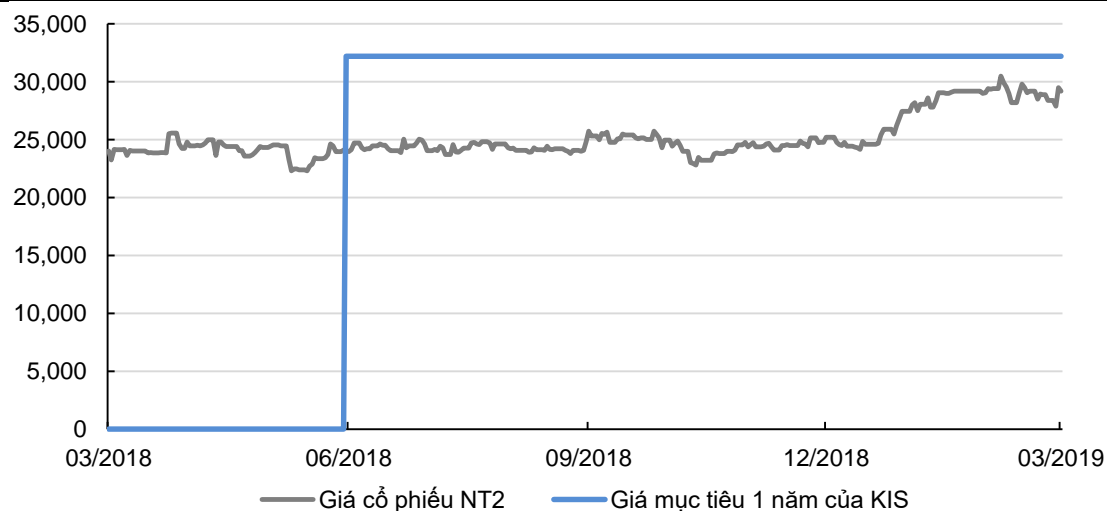
Định giá

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	Ghi chú
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	2,500	2,500	2,500	3,000	3,000	
Chi phí vốn cổ phần	15%	15%	15%	15%	15%	
PV của cổ tức	2,500	2,174	1,890	1,973	1,492	
Tốc độ tăng trưởng cổ tức	5%					
Giá trị sau cùng	18,010					
Giá mục tiêu (VND)	28,000					
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	-2%					

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

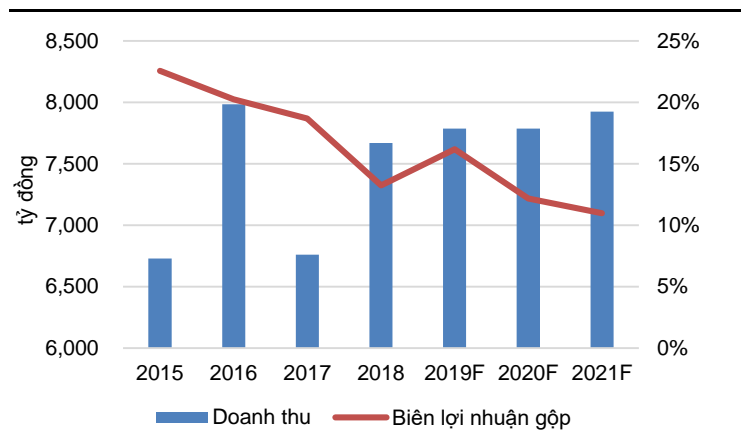
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
NT2	12/06/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	32,000
	11/03/2019	TRUNG LẬP	28,000

Ước tính và dự phóng của công ty



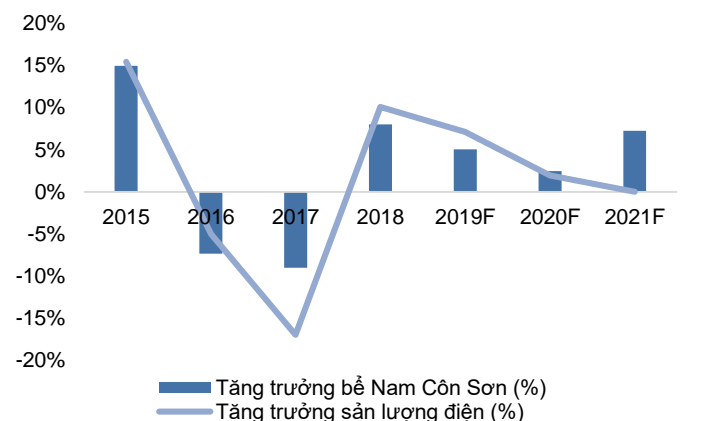
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Doanh thu của NT2, 2015-2021F



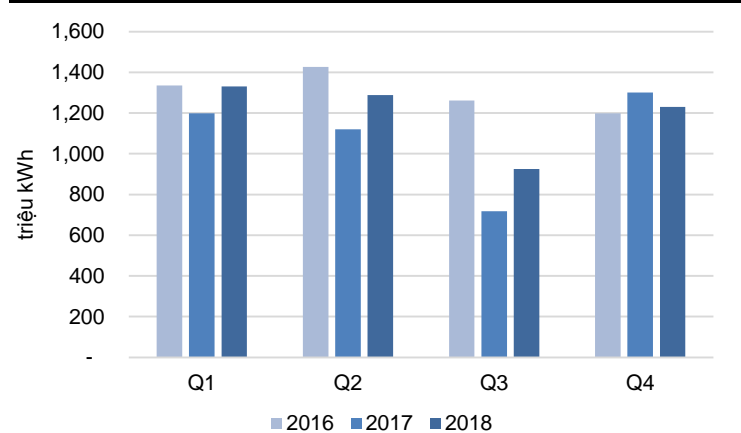
Nguồn: NT2, KIS

Hình 02. Mối tương quan giữa bể Nam Côn Sơn và sản lượng NT2, 2015-2021F



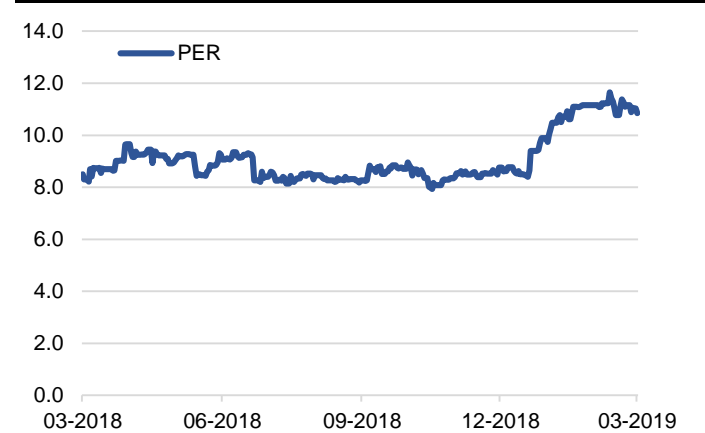
Nguồn: NT2, KIS

Hình 03. Sản lượng điện thương phẩm (hàng quý), 2016-2018



Nguồn: NT2, KIS

Hình 04. P/E lịch sử 1 năm của NT2



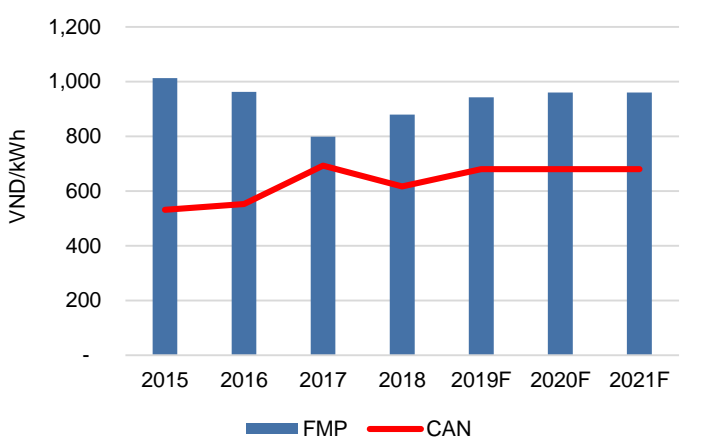
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. Giá dầu Brent & dầu FO, 2014-2019.



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Giá điện thị trường toàn phần, 2015-2021F



Nguồn: NT2, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 8,291 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	7,983	6,761	7,670	7,785	7,788
Tăng trưởng (%)	19%	-15%	13%	2%	0%
Hồi tố	2,095	160	0	0	0
GVHB	6,632	5,368	6,654	6,526	6,839
Biên LN gộp (%)	17%	21%	13%	16%	12%
Chi phí BH & QLDN	57	114	101	103	103
EBITDA	1,989	1,971	1,608	1,850	1,540
Biên lợi nhuận (%)	25%	29%	21%	24%	20%
Khấu hao	694	693	694	694	694
Lợi nhuận từ HĐKD	1,295	1,279	914	1,156	846
Biên LN HĐKD (%)	16%	19%	12%	15%	11%
Chi phí lãi vay ròng	97	60	62	62	18
% so với nợ ròng	2%	2%	2%	3%	1%
Khả năng trả lãi vay (x)	13	21	15	19	46
Lãi/lỗ khác	-49	-365	-28	-66	-64
Thuế	63	43	42	52	39
Thuế suất hiệu dụng (%)	5%	5%	5%	5%	5%
Lợi nhuận ròng	1,086	810	782	976	724
Biên lợi nhuận (%)	14%	12%	10%	13%	9%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
LN cho công ty mẹ	1,086	810	782	975	723
Số lượng CP (triệu)	285	288	288	288	288
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,691	2,762	2,687	3,357	2,482
Tăng EPS (%)	-5%	-25%	-3%	25%	-26%
Cổ tức (VND)	3,250	2,600	7,192	2,500	2,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	87%	94%	268%	74%	101%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-585	70	-385	15	0
Capex	11	7	2	2	2
Dòng tiền khác	153	-156	281	0	0
Dòng tiền tự do	2,202	1,582	1,578	1,653	1,416
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	788	890	2,075	720	720
Thay đổi nợ ròng	1,413	-692	231	-933	-696
Nợ ròng cuối năm	3,344	2,652	2,883	1,951	1,255
Giá trị doanh nghiệp	11,635	10,943	11,174	10,242	9,256
Tổng VCSH	4,908	4,985	3,684	3,930	3,925
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
VCSH	4,908	4,985	3,684	3,930	3,925
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17,230	17,327	12,795	13,652	13,634
Nợ ròng / VCSH (%)	68%	53%	78%	50%	32%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.7	1.3	1.8	1.1	0.8
Tổng tài sản	12,980	9,964	8,852	8,175	7,483

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	22%	16%	18%	26%	18%
ROA (%)	8%	8%	9%	12%	10%
ROIC (%)	13%	11%	12%	16%	13%
WACC (%)	10%	10%	9%	11%	12%
PER (x)	7.8	10.4	10.7	8.6	11.6
PBR (x)	1.7	1.7	2.3	2.1	2.1
PSR (x)	1.0	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	5.8	5.6	6.9	5.5	6.2
EV/Sales (x)	1.5	1.6	1.5	1.3	1.2
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	11%	9%	25%	9%	9%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.