

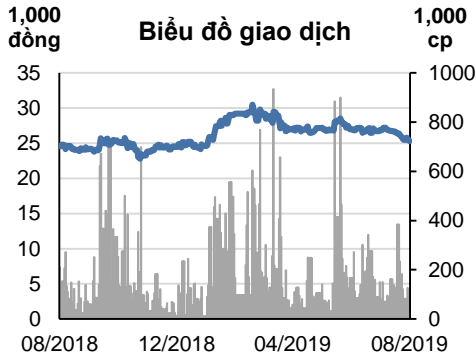
## NT2 (HOSE) **Xa rời thời hoàng kim**

### Đánh giá **TRUNG LẬP**

	<b>Điện</b>
Giá thị trường (VND)	<b>25,300</b>
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	<b>23,000</b>
Suất sinh lợi bình quân năm	<b>1%</b>

### 2Q2019: Chào giá kém hiệu quả

Kết quả kinh doanh quý II của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE: NT2) cho thấy tình hình khá âm ảm của nhà máy trong năm nay. Theo số liệu công ty, lợi nhuận hoạt động của nhà máy điện NT2 giảm từ mức 280.03 tỷ đồng trong quý II năm ngoái xuống còn 226.26 tỷ đồng (-20% n/n); lợi nhuận ròng giảm từ 268.6 tỷ đồng xuống còn 208.2 tỷ đồng (-22% n/n).



Theo cách giải thích của công ty, trong 2Q2019, hai tuabin khí không xảy ra sự cố lớn nào. Tuy nhiên, vào những thời điểm phụ tải đạt đỉnh trong tháng 5, khi giá thị trường điện trung bình rất gần với giá trần CGM, nhà máy điện NT2 lại không thể phát tối đa công suất theo nhu cầu huy động của A0. Điều này là do sự suy giảm nguồn cấp khí kể từ khi mở Cửa Long tiến hành bảo trì thường xuyên. Kết quả là, mặc dù sản lượng điện thương mại vẫn đạt được mức chỉ tiêu đề ra, tuy nhiên việc không thể phát điện vào thời điểm giá cao, cùng với giá khí đầu vào tăng nhẹ so với cùng kỳ khiến biên lợi nhuận gộp NT2 giảm từ 15% xuống 12% trong 2Q2019.

### 1H2019: Lợi nhuận giảm dần

Trong nửa đầu năm 2019, doanh thu của NT2 gần như không đổi ở mức 4.015 tỷ đồng, tuy nhiên, lợi nhuận lại bị ảnh hưởng nặng nề do biên lợi nhuận giảm mạnh trong quý đầu năm.

### Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	3%	-6%	-7%	3%
Tương đối	-10%	-9%	-9%	-4%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Trong đó, giá khí đã tăng 7% n/n lên khoảng 6.9 USD/MMBTU do NT2 phải mua 30% lượng khí đầu vào từ các mỏ khí giá cao như Phong Lan Đại và Thiên Ưng - Đại Hùng.

### Thống kê **02/08/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	22.8k-30.5k
SL lưu hành (triệu cp)	288
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,283
Vốn hóa (triệu USD)	314
% khối ngoại sở hữu	23%
SL cp tự do (triệu cp)	92
KLGD TB 3 tháng (cp)	170,989
VND/USD	23,203
Index: VNIndex / HNX	997/104

Nguồn: Bloomberg

### Triển vọng 2H2019: IMO 2020

Vào ngày 01/01/2020, quy định hàm lượng lưu huỳnh tối đa trong nhiên liệu hàng hải tiêu thụ tại vùng biển quốc tế không vượt quá 0.5% của IMO sẽ chính thức có hiệu lực. Giới hạn hàm lượng lưu huỳnh mới sẽ có tác động đột phá khi xu hướng trên toàn thế giới sẽ chuyển từ dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh cao (HSFO) sang dầu MGO (Marine Gas Oil). Việc giảm nhu cầu sẽ khiến giá HSFO sụt giảm. KIS ước tính rằng giá HSFO bình quân sẽ giảm xuống còn 391 USD/BTU vào cuối 2019. Điều này sẽ giúp NT2 cải thiện biên lợi nhuận gộp lên 14%; lợi nhuận hoạt động tăng vọt lên khoảng 10.3%. Như vậy, NT2 sẽ là một cổ phiếu sáng giá trong 2H2019 nếu giá dầu tiếp tục đi xuống như kỳ vọng.

### Cơ cấu sở hữu **02/08/2019**

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

Nguồn: Stoxplus

### Khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Chúng tôi duy trì đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu NT2 dựa trên kỳ vọng NT2 có thể duy trì cổ tức tiền mặt ổn định từ năm 2019 trở đi. Thực tế là trong cả hai giai đoạn El Niño và La Niña trong quá khứ, NT2 vẫn đủ khả năng trả cổ tức bằng tiền mặt ngay cả khi kết quả kinh doanh giảm sút nghiêm trọng.

Sử dụng phương pháp DDM với kỳ vọng rằng công ty sẽ trả cổ tức liên tục ở mức 2,500 đồng (do không có dự án đầu tư hay xây mới nào ít nhất cho đến năm 2025), chúng tôi định giá cổ phiếu NT2 ở mức **23,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019.

### Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

Hanh.vn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

## Dự phóng

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu</b>	<b>1,137</b>	<b>2,074</b>	<b>2,021</b>	<b>2,008</b>	<b>1,621</b>	<b>2,019</b>	<b>1,889</b>	<b>2,126</b>	<b>7,670</b>	<b>8,162</b>	<b>8,598</b>
Tăng trưởng DT năm (%)	-25%	-41%	14%	13%	43%	-3%	-7%	6%	13%	6%	5%
<b>Sản lượng điện (triệu kWh)</b>	<b>718</b>	<b>1,301</b>	<b>1,330</b>	<b>1,289</b>	<b>925</b>	<b>1,230</b>	<b>1,228</b>	<b>1,332</b>	<b>4,775</b>	<b>5,100</b>	<b>5,200</b>
Tăng trưởng sản lượng điện năm %	-43%	8%	11%	15%	29%	-5%	-8%	3%	10%	7%	2%
<b>GVHB</b>	<b>-976</b>	<b>-1,633</b>	<b>-1,658</b>	<b>-1,747</b>	<b>-1,489</b>	<b>-1,760</b>	<b>-1,701</b>	<b>-1,813</b>	<b>-6,654</b>	<b>-7,046</b>	<b>-7,391</b>
Tăng trưởng GVHB năm (%)	-22%	-50%	20%	27%	52%	8%	3%	4%	24%	6%	5%
<b>Giá khí (USD/MMBtu)</b>	<b>5.9</b>	<b>6.2</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.4</b>	<b>7.2</b>	<b>6.9</b>	<b>6.8</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>	<b>7.0</b>
Tăng trưởng giá khí %	41%	15%	8%	20%	26%	16%	7%	-3%	19%	-1%	2%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>161</b>	<b>441</b>	<b>363</b>	<b>261</b>	<b>132</b>	<b>259</b>	<b>188</b>	<b>313</b>	<b>1,015</b>	<b>1,116</b>	<b>1,207</b>
Biên lợi nhuận gộp (%)	14%	21%	18%	13%	8%	13%	10%	15%	13%	14%	14%
<b>Lợi nhuận hoạt động</b>	<b>36</b>	<b>337</b>	<b>247</b>	<b>283</b>	<b>26</b>	<b>239</b>	<b>151</b>	<b>226</b>	<b>914</b>	<b>1,008</b>	<b>1,093</b>
Tăng trưởng (%)	-79%	42%	-12%	42%	-28%	-29%	-50%	28%	26%	8%	-6%
Biên LN (%)	3%	16%	12%	14%	2%	12%	8%	11%	15%	13%	12%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>34</b>	<b>320</b>	<b>235</b>	<b>269</b>	<b>25</b>	<b>254</b>	<b>178</b>	<b>208</b>	<b>782</b>	<b>773</b>	<b>878</b>
Tăng trưởng (%)	-79%	42%	-12%	41%	-27%	-21%	-24%	-22%	-3%	-1%	14%
Biên LN (%)	3%	15%	12%	13%	2%	13%	9%	10%	10%	9%	10%

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 cấp khí đốt.
- Giá dầu Brent và dầu FO sử dụng trong ước tính là 67 USD/thùng và 391 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 dựa trên tốc độ tăng của trữ lượng khí đốt từ bể Nam Côn Sơn - nguồn cấp khí chính của NT2 (Hình 02).

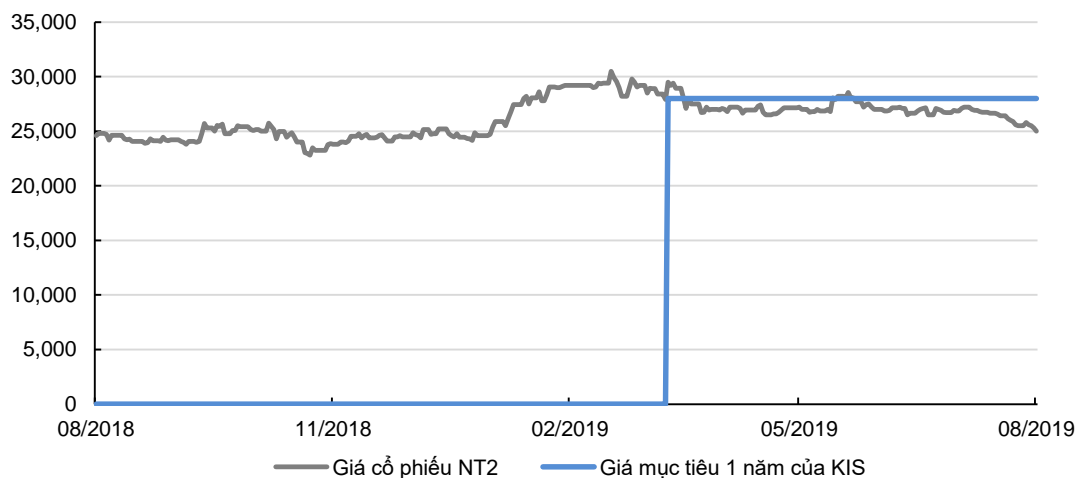
## Định giá

	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
<b>Cổ tức/cổ phiếu (VND)</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>
Chi phí vốn cổ phần	15%	15%	15%	15%	15%
PV của cổ tức	2,500	2,174	1,890	1,644	1,429
Tốc độ tăng trưởng cổ tức	4%				
Giá trị sau cùng	13,514				
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>23,000</b>				
<b>Tổng suất sinh lợi kỳ vọng</b>	<b>1%</b>				

## Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

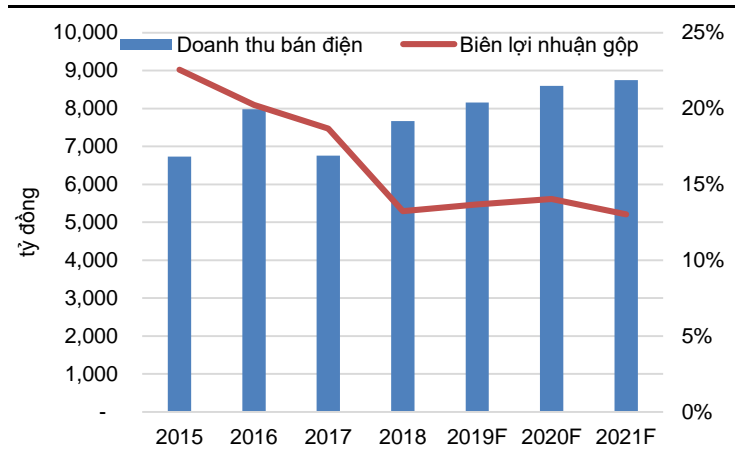
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)
NT2	12/06/2018	TĂNG TỶ TRỌNG	32,000
	11/03/2019	TRUNG LẬP	28,000
	02/08/2019	TRUNG LẬP	23,000

## Ước tính và dự phóng của công ty



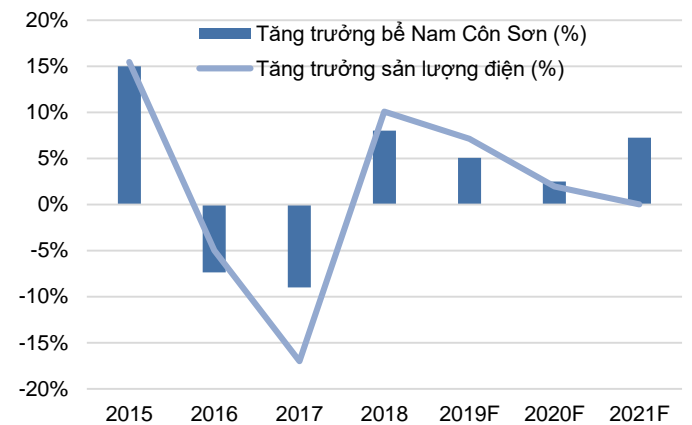
Nguồn: Bloomberg, KIS

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



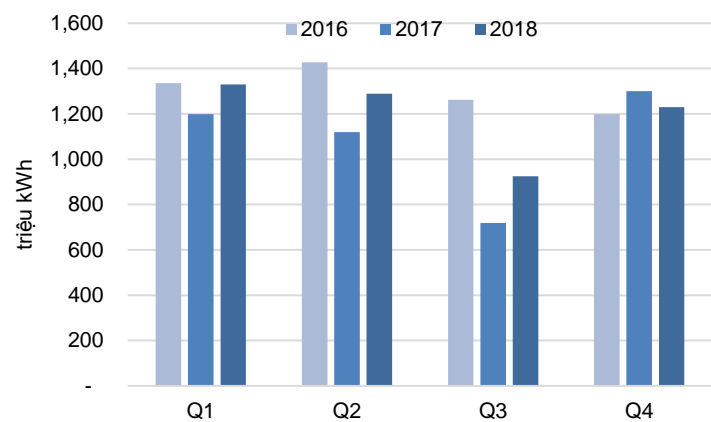
Nguồn: NT2, KIS

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



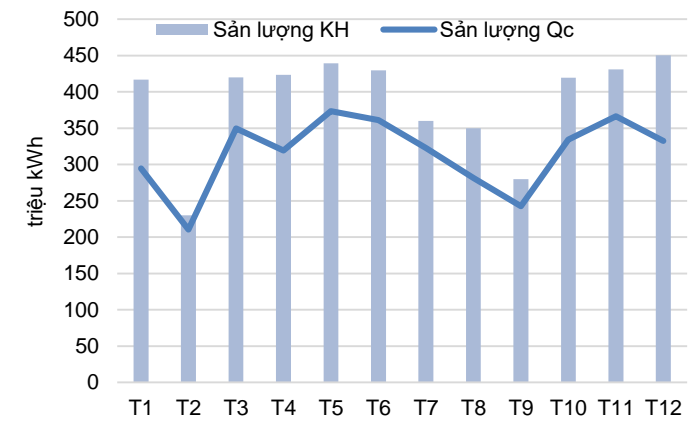
Nguồn: NT2, KIS

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



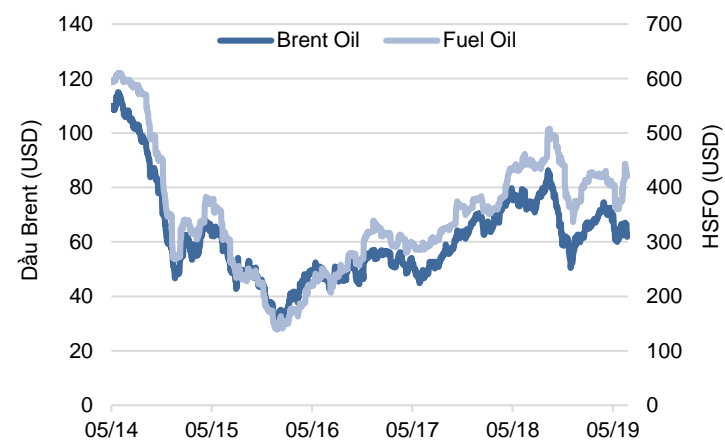
Nguồn: NT2, KIS

Hình 04. Phân bổ Qc của NT2 năm 2019



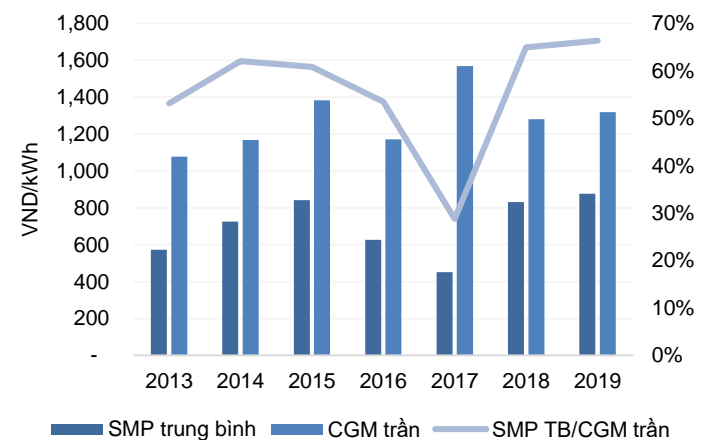
Nguồn: Bloomberg, KIS

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



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Giá thị trường toàn phần (FMP), 2013-2021F



Nguồn: NT2, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH					
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,983</b>	<b>6,761</b>	<b>7,670</b>	<b>8,162</b>	<b>8,598</b>
Tăng trưởng (%)	19%	-15%	13%	6%	5%
Hồi tố	2,095	160	-	-	-
<b>GVHB</b>	<b>6,632</b>	<b>5,368</b>	<b>6,654</b>	<b>7,046</b>	<b>7,391</b>
Biên LN gộp (%)	17%	21%	13%	14%	14%
Chi phí BH & QLDN	57	114	101	108	114
<b>EBITDA</b>	<b>1,989</b>	<b>1,971</b>	<b>1,608</b>	<b>1,702</b>	<b>1,787</b>
Biên lợi nhuận (%)	25%	29%	21%	21%	21%
Khấu hao	694	693	694	694	694
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>1,295</b>	<b>1,279</b>	<b>914</b>	<b>1,008</b>	<b>1,093</b>
Biên LN HĐKD (%)	16%	19%	12%	12%	13%
Chi phí lãi vay ròng	156	120	105	133	110
% so với nợ ròng	2%	2%	2%	5%	6%
Khả năng trả lãi vay (x)	13	21	15	8	10
Lãi/lỗ khác	-49	-365	-28	-66	-64
Thuế	63	43	42	41	47
Thuế suất hiệu dụng (%)	5%	5%	5%	5%	5%
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1,086</b>	<b>810</b>	<b>782</b>	<b>773</b>	<b>878</b>
Biên lợi nhuận (%)	14%	12%	10%	9%	10%
Lợi ích CĐ thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LN cho công ty mẹ</b>	<b>1,086</b>	<b>810</b>	<b>782</b>	<b>773</b>	<b>878</b>
Số lượng CP (triệu)	285	288	288	288	288
<b>EPS hiệu chỉnh (VND)</b>	<b>3,691</b>	<b>2,762</b>	<b>2,687</b>	<b>2,656</b>	<b>3,019</b>
Tăng EPS (%)	-5%	-25%	-3%	-1%	14%
<b>Cổ tức (VND)</b>	<b>3,250</b>	<b>2,600</b>	<b>7,192</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	87%	94%	268%	94%	83%

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	2018	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	-585	70	-385	64	57
Capex	11	7	2	2	2
Dòng tiền khác	153	-156	281	-	-
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>2,202</b>	<b>1,582</b>	<b>1,578</b>	<b>1,401</b>	<b>1,513</b>
Phát hành cổ phiếu	-	-	-	-	-
Cổ tức	788	890	2,075	720	720
Thay đổi nợ ròng	1,413	-692	231	-682	-794
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>3,344</b>	<b>2,652</b>	<b>2,883</b>	<b>2,202</b>	<b>1,408</b>
Giá trị doanh nghiệp	11,635	10,943	11,174	9,686	8,893
<b>Tổng VCSH</b>	<b>4,908</b>	<b>4,985</b>	<b>3,684</b>	<b>3,728</b>	<b>3,878</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>VCSH</b>	<b>4,908</b>	<b>4,985</b>	<b>3,684</b>	<b>3,728</b>	<b>3,878</b>
Giá trị sổ sách/cp (VND)	17,230	17,327	12,795	12,951	13,470
Nợ ròng / VCSH (%)	68%	53%	78%	59%	36%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.7	1.3	1.8	1.3	0.8
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12,980</b>	<b>9,964</b>	<b>8,852</b>	<b>8,224</b>	<b>7,588</b>

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018	2019E	2020E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	22%	16%	18%	21%	23%
ROA (%)	8%	8%	9%	9%	12%
ROIC (%)	13%	11%	12%	14%	17%
WACC (%)	10%	10%	9%	11%	12%
PER (x)	7.8	10.4	10.7	9.8	8.6
PBR (x)	1.7	1.7	2.3	2.0	1.9
PSR (x)	1.0	1.2	1.1	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	5.8	5.6	6.9	5.7	5.0
EV/Sales (x)	1.5	1.6	1.5	1.2	1.0
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	11%	9%	25%	10%	10%

## 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**.