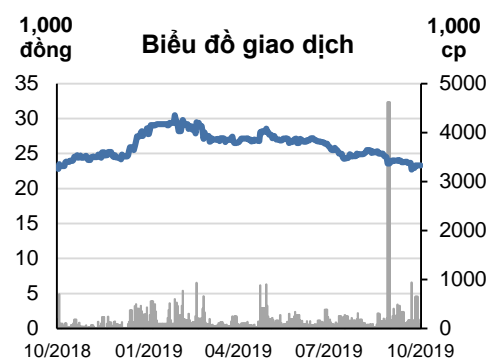


NT2 (HOSE) Vừa vặn cán đích

Đánh giá TRUNG LẬP

| | Điện |
|------------------------------------|---------------|
| Giá thị trường (VND) | 23,300 |
| Giá mục tiêu 1 năm (VND) | 23,000 |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | -1% |
| Suất sinh lợi cổ tức | 11% |
| Suất sinh lợi bình quân năm | 10% |



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

| | YTD | 1T | 3T | 12T |
|------------------|------------|-----------|-----------|------------|
| Tuyệt đối | -5% | -3% | -10% | 1% |
| Tương đối | -17% | -3% | -11% | -5% |

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 25/10/2019

| | |
|-------------------------------|-------------|
| Thấp/Cao 52 tuần (VND) | 22.7k-30.5k |
| SL lưu hành (triệu cp) | 288 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 6,708 |
| Vốn hóa (triệu USD) | 289 |
| % khối ngoại sở hữu | 20% |
| SL cp tự do (triệu cp) | 93 |
| KLGD TB 3 tháng (cp) | 256,070 |
| VND/USD | 23,207 |
| Index: VNIndex/HNX | 987/104 |

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 25/10/2019

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

Nguồn: Fiinpro

Vũ Ngọc Hồng Hạnh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1469

Hanh.vn@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Quý 3 mang lại kết quả như mong đợi

Vừa qua, công ty Cổ phần Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE: NT2) đã công bố tình hình sản xuất kinh doanh quý 3, qua đó phần nào bù đắp kết quả không mấy khả quan của 2 quý trước đó. Theo đó, doanh thu thuần từ bán điện quý 3 đạt 1,746 tỷ đồng (+8% n/n) nhờ sản lượng điện được huy động lên tới 1,135 triệu kWh (+23% n/n). Ngoài ra, lợi nhuận gộp cũng được cải thiện, đạt 179 tỷ đồng (+35% n/n), chủ yếu nhờ vào (1) giá khí đầu vào giảm 10.5% n/n, từ mức trung bình 7.4 USD/MMBTU trong 3Q2018 xuống mức trung bình 6.7 USD/MMBTU trong 3Q2019 và (2) giá SMP trung bình quý 3 đạt 1,058 đồng/kWh, cao hơn 90% so với giá 528đồng/kWh của cùng kỳ năm ngoái.

Kết quả kinh doanh 9 tháng, trong khi doanh thu từ bán điện hầu như không đổi, đạt 5,760 tỷ đồng, lợi nhuận thuần ghi nhận 548.5 tỷ đồng (+3.8% n/n) chủ yếu nhờ vào đóng góp tích cực từ quý 3. Kết quả này đạt gần 75% kế hoạch cả năm của NT2 và khoảng 70% trên dự phóng của chúng tôi.

Ghi nhận lãi lớn từ chênh lệch tỷ giá hối đoái chưa thực hiện

Đáng chú ý, trong quý 3 2019, NT2 ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận ròng cao xấp xỉ 6 lần so với cùng kỳ, từ 25 tỷ đồng lên 162 tỷ đồng, biên lợi nhuận ròng cải thiện đáng kể từ 2% lên 9.3% trong quý 3. Kết quả ấn tượng này đến từ doanh thu tài chính đạt 50 tỷ đồng, trong đó chênh lệch tỷ giá hối đoái chưa thực hiện ghi nhận lãi 43.58 tỷ đồng trong khi cùng kỳ lỗ 38.14 tỷ đồng.

Triển vọng 4Q2019: Giá HSFO tiếp tục sụt giảm

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.

Trên thực tế, trong 3Q2019, giá dầu HSFO trung bình giảm xuống còn 382.2 USD/tấn (-14.3% n/n), thấp hơn một chút so với ước tính của chúng tôi ở mức 391USD/tấn. Tính đến ngày 22/10, giá HSFO tiếp tục giảm sâu còn gần 300 USD/tấn. Theo S&P Global Platts Analytics dự báo, giá HSFO có thể tiếp tục giữ nhịp giảm cho đến cuối năm 2019. Do đó, chúng tôi kỳ vọng vào một kết quả kinh doanh tích cực trong 3 tháng cuối năm của NT2.

Khuyến nghị TRUNG LẬP

Trong năm 2019 và 2020, chúng tôi ước tính doanh thu của NT2 sẽ đạt 8,324 tỷ đồng và 9,171 tỷ đồng (+11% n/n và +4% n/n), lợi nhuận ròng cải thiện tương ứng 810 tỷ đồng và 839 tỷ đồng (+4% và +4 % n/n).

Với giả định chưa có sự kiện hay dự án nào có tác động tích cực đến nền tảng kinh doanh của NT2 trong tương lai gần, cũng như vào năm 2020 và kỳ vọng rằng công ty sẽ trả cổ tức liên tục ở mức 2,500 đồng, chúng tôi sử dụng phương pháp DDM định giá cổ phiếu NT2 ở mức 23,000 đồng/cổ phiếu vào cuối năm 2020. Tổng suất sinh lợi bình quân là 1%, bao gồm 10% suất sinh lợi từ việc trả cổ tức tiền mặt 2,500 đồng trong 4Q2019. Vì vậy, chúng tôi duy trì khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Dự phóng

| Đơn vị: tỷ đồng | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu | 2,021 | 2,008 | 1,621 | 2,019 | 1,889 | 2,126 | 1,746 | 2,473 | 7,670 | 8,234 | 9,171 |
| Tăng trưởng DT (%) | 14% | 13% | 43% | -3% | -7% | 6% | 8% | 23% | 7% | 11% | 4% |
| Sản lượng điện (triệukWh) | 1,330 | 1,289 | 925 | 1,230 | 1,228 | 1,332 | 1,135 | 1,205 | 4,775 | 4,900 | 5,200 |
| Tăng trưởng sản lượng điện (%) | 11% | 15% | 29% | -5% | -8% | 3% | 23% | -2% | 10% | 7% | 6% |
| GVHB | 1,658 | 1,747 | 1,489 | 1,760 | 1,701 | 1,813 | 1,566 | 2,167 | 6,654 | 7,247 | 8,099 |
| Tăng trưởng GVHB (%) | 20% | 27% | 52% | 8% | 3% | 4% | 5% | 23% | 24% | 9% | 12% |
| Giá khí trung bình (USD/MMBtu) | 6.4 | 7.0 | 7.4 | 7.2 | 6.9 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | 7.0 | 6.7 | 6.8 |
| Tăng trưởng giá khí (%) | 8% | 20% | 26% | 16% | 7% | -3% | -9% | -3% | 19% | -5% | 2% |
| Lợi nhuận gộp | 363 | 261 | 132 | 259 | 188 | 313 | 179 | 307 | 1,015 | 987 | 1,073 |
| Biên lợi nhuận gộp (%) | 18% | 13% | 8% | 13% | 10% | 15% | 10% | 19% | 13% | 12% | 12% |
| EBITDA | 513 | 400 | 287 | 407 | 342 | 463 | 327 | 458.29 | 1,608 | 1,590 | 1,676 |
| Tăng trưởng (%) | -3% | -27% | -9% | -29% | -33% | 16% | 14% | 12% | -18% | -1% | 5% |
| Biên LN (%) | 25% | 20% | 18% | 20% | 18% | 22% | 19% | 19% | 21% | 19% | 18% |
| Lợi nhuận sau thuế | 235 | 269 | 25 | 254 | 178 | 208 | 162 | 261 | 782 | 810 | 839 |
| Tăng trưởng (%) | -12% | 41% | -27% | -21% | -24% | -22% | 548% | 3% | -3% | 4% | 4% |
| Biên LN (%) | 12% | 13% | 2% | 13% | 9% | 10% | 9% | 11% | 10% | 10% | 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 11% 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 2019.

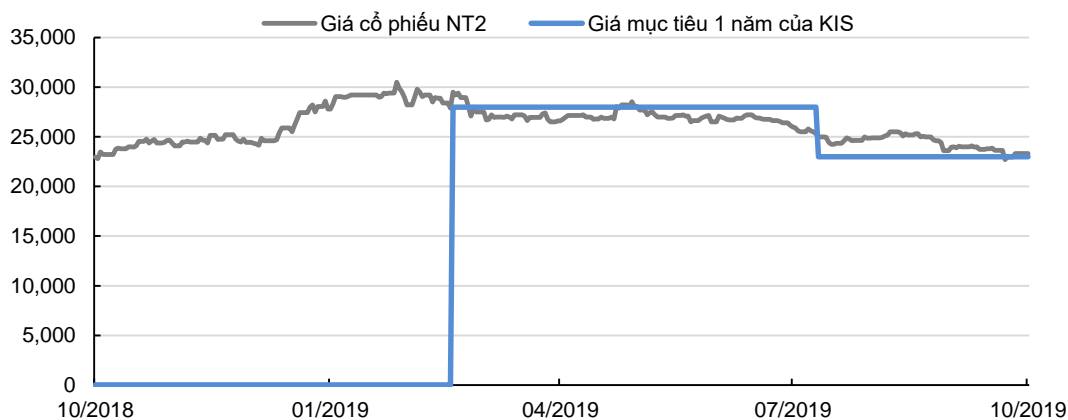
Định giá

| | 2020F | 2021F | 2022F | 2023F | 2024F | Remarks |
|-----------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---|
| Cổ tức/cổ phiếu(VND) | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | 2,500 | Cổ tức tiền mặt dự kiến |
| Chi phí vốn cổ phần | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | Ước tính |
| 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 | | | | | |
| Giá mục tiêu 1 năm (VND) | 23,000 | | | | | |
| Tỷ lệ tăng giá bình quân năm | -1% | | | | | |
| Suất sinh lợi cổ tức | 11% | | | | | Cổ tức tiền mặt dự kiến trả 2,500 đồng/cổ phiếu |
| Tổng suất sinh lợi kỳ vọng | 10% | | | | | |

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

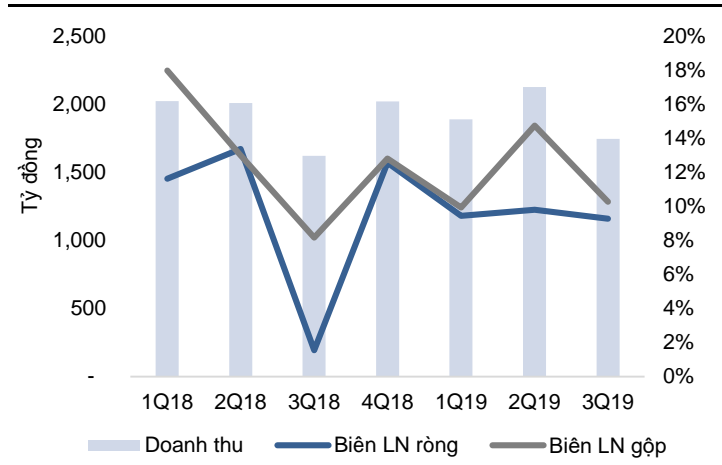
| Công ty | Ngày | Khuyến nghị | Giá mục tiêu (VND) |
|---------|------------|-------------|--------------------|
| NT2 | 11/03/2019 | TRUNG LẬP | 28,000 |
| | 02/08/2019 | TRUNG LẬP | 23,000 |

Ước tính và dự phóng của công ty



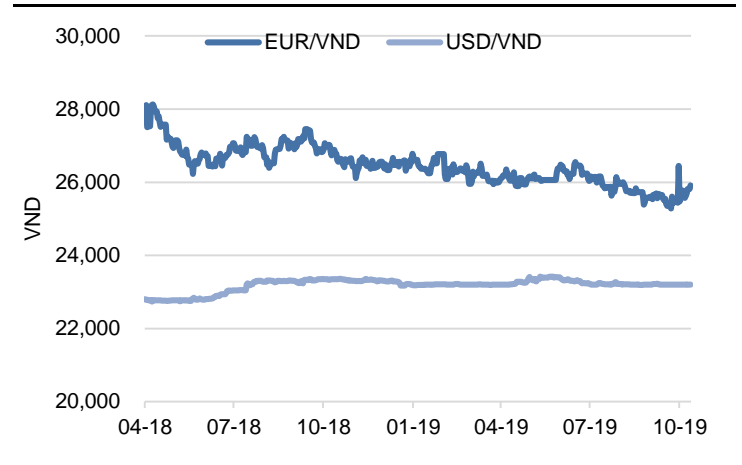
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Doanh thu bán điện theo quý của NT2



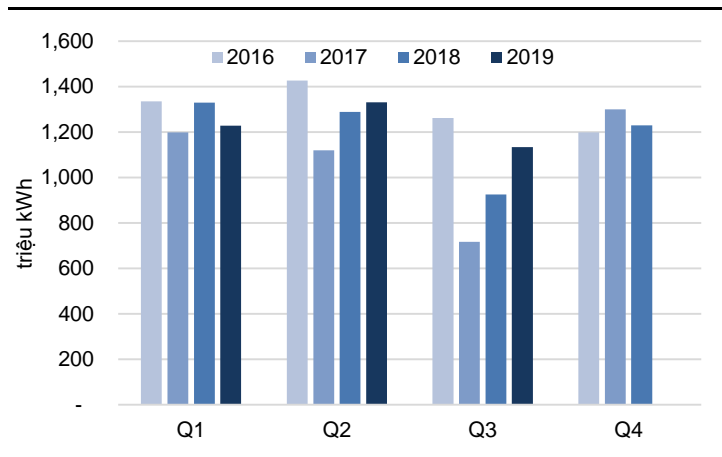
Nguồn: NT2, KIS

Hình 02. Tỷ giá hối đoái, 1 năm



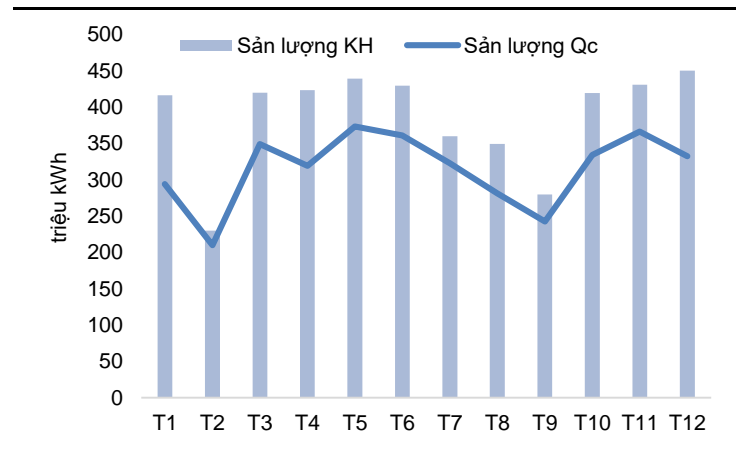
Nguồn: NT2, KIS

Hình 03. Sản lượng điện thương phẩm theo quý NT2



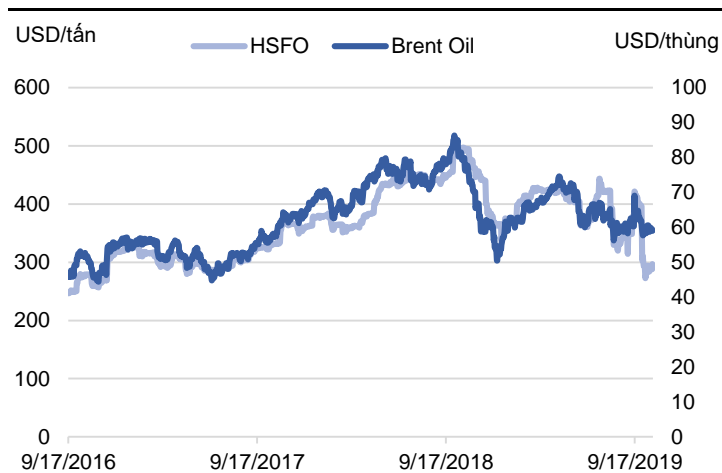
Nguồn: NT2, KIS

Hình 04. Phân bổ Qc theo tháng, 2019



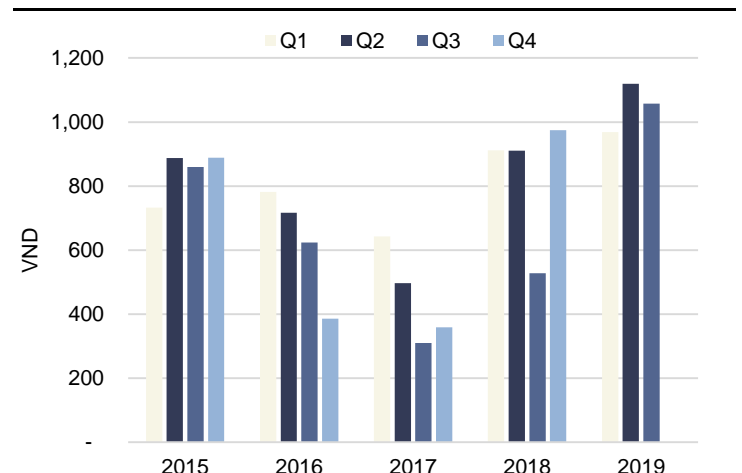
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. Giá dầu Brent và giá dầu HSFO, 2016-2019.



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. Giá SMP trung bình theo quý.



Nguồn: NT2, KIS

| MÔ HÌNH TÀI CHÍNH | | | | | |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Đơn vị: Tỷ đồng | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
| Doanh thu thuần | 7,983 | 6,761 | 7,670 | 8,234 | 9,171 |
| Tăng trưởng (%) | 19% | -15% | 13% | 7% | 11% |
| Hồi tố | 2,095 | 160 | - | - | - |
| GVHB | 6,632 | 5,368 | 6,654 | 7,247 | 8,099 |
| Biên LN gộp (%) | 17% | 21% | 13% | 12% | 12% |
| Chi phí BH & QLDN | 57 | 114 | 101 | 91 | 91 |
| EBITDA | 1,989 | 1,971 | 1,608 | 1,590 | 1,676 |
| Biên lợi nhuận (%) | 25% | 29% | 21% | 19% | 18% |
| Khấu hao | 694 | 693 | 694 | 694 | 694 |
| Lợi nhuận từ HĐKD | 1,295 | 1,279 | 914 | 896 | 982 |
| Biên LN HĐKD (%) | 16% | 19% | 12% | 11% | 11% |
| Chi phí lãi vay ròng | 156 | 120 | 105 | 75 | 1 |
| % so với nợ ròng | 2% | 2% | 2% | 3% | 0% |
| Khả năng trả lãi vay (x) | 13 | 21 | 15 | 12 | 11 |
| Lãi/lỗ khác | -49 | -365 | -28 | 32 | -16 |
| Thuế | 63 | 43 | 42 | 43 | 49 |
| Thuế suất hiệu dụng (%) | 5% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| Lợi nhuận ròng | 1,086 | 810 | 782 | 810 | 916 |
| Biên lợi nhuận (%) | 14% | 12% | 10% | 10% | 10% |
| Lợi ích CĐ thiểu số | - | - | - | - | - |
| LN cho công ty mẹ | 1,086 | 810 | 782 | 810 | 916 |
| Số lượng CP (triệu) | 285 | 288 | 288 | 288 | 288 |
| EPS hiệu chỉnh (VND) | 3,691 | 2,762 | 2,687 | 2,782 | 3,151 |
| Tăng EPS (%) | -5% | -25% | -3% | 4% | 13% |
| Cổ tức (VND) | 3,250 | 2,600 | 7,192 | 2,500 | 2,500 |
| Tỷ lệ trả cổ tức (%) | 87% | 94% | 268% | 90% | 79% |

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 | 25 | 117 |
| Capex | 11 | 7 | 2 | 4 | 4 |
| Dòng tiền khác | 153 | -156 | 281 | -258 | - |
| Dòng tiền tự do | 2,202 | 1,582 | 1,578 | 1,733 | 1,489 |
| Phát hành cổ phiếu | - | - | - | - | - |
| Cổ tức | 788 | 890 | 1,810 | 720 | 720 |
| Thay đổi nợ ròng | -1,413 | -692 | 231 | -1,013 | -769 |
| Nợ ròng cuối năm | 3,344 | 2,652 | 2,883 | 1,870 | 1,010 |
| Giá trị doanh nghiệp | 10,627 | 9,935 | 10,167 | 9,153 | 7,808 |
| Tổng VCSH | 4,908 | 4,985 | 3,684 | 4,209 | 4,396 |
| Lợi ích cổ đồng thiểu số | - | - | - | - | - |
| VCSH | 4,908 | 4,985 | 3,684 | 4,209 | 4,396 |
| Giá trị sổ sách/cp (VND) | 17,230 | 17,317 | 12,795 | 14,621 | 15,272 |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 68% | 53% | 78% | 44% | 25% |
| Nợ ròng/EBITDA (x) | 1.7 | 1.3 | 1.8 | 1.2 | 0.7 |
| Tổng tài sản | 12,980 | 9,964 | 8,852 | 8,360 | 7,787 |

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% | 21% |
| ROA (%) | 8% | 8% | 9% | 10% | 12% |
| ROIC (%) | 13% | 11% | 12% | 14% | 16% |
| WACC (%) | 10% | 10% | 9% | 11% | 12% |
| PER (x) | 6.3 | 8.4 | 8.7 | 8.4 | 7.4 |
| PBR (x) | 1.4 | 1.3 | 1.8 | 1.6 | 1.5 |
| PSR (x) | 0.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA (x) | 5.1 | 4.7 | 6.0 | 5.4 | 4.7 |
| EV/Sales (x) | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.0 | 0.9 |
| Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %) | 14% | 11% | 31% | 11% | 11% |

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

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**.