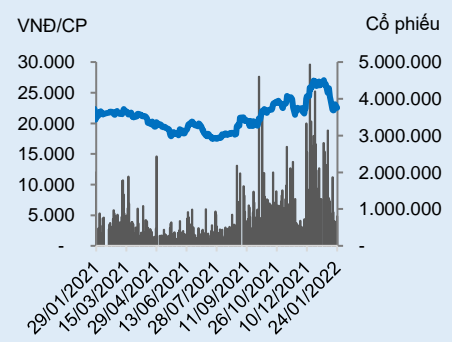


Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	27.500
Giá thị trường (24/01/2022)	22.500
Lợi nhuận kỳ vọng	22%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	17.480-27.050
Vốn hóa	6.492 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	287.876.029
KLGD bình quân 10 ngày	1.003.730
% sở hữu nước ngoài	13,97%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8,9%
Beta	1,3

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
NT2	-16,6%	-14,3%	-2,8%	24,0%
VNIndex	-5,6%	-3,3%	0,1%	7,0%

Tăng trưởng trở lại trong năm 2022.

Kết quả kinh doanh Quý 4 sụt giảm

NT2 đã công bố báo cáo tài chính năm Quý 4/2021 với doanh thu và LNST lần lượt là 1.635 tỷ đồng (22.8% yoy) và 121 tỷ đồng (-40,4% yoy). Lợi nhuận của NT2 sụt giảm chủ yếu là đến từ việc sản lượng Qc được phân bổ ít hơn, mức giá cố định giảm so với cùng kỳ và giá khí đầu vào ở mức cao.

Khoản thanh toán tỷ giá giúp NT2 tăng trưởng trong 2022

BVSC kỳ vọng EVN sẽ thanh toán 200 tỷ đồng trong tổng số 400 tỷ đồng liên quan đến tỷ giá sau khi đàm phán lại hợp đồng PPA trong năm 2022 và 200 tỷ đồng còn lại sẽ được thanh toán trong các năm tới.

Giá điện trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn trong những năm tới

Sản lượng tiêu thụ điện tăng trưởng chỉ với mức quanh 4% trong 2 năm gần đây tuy nhiên dự kiến sẽ nhu cầu tiêu thụ điện sẽ tăng trưởng trở lại mức 10% trong năm 2022 khi nền kinh tế phục hồi. Cùng với đó thì sản lượng thủy điện có thể sẽ suy giảm do hiện tượng thời tiết La Nina kết thúc dẫn tới EVN sẽ cần huy động nhiều hơn với mức giá cao hơn trên thị trường phát điện cạnh tranh.

Quan điểm đầu tư

NT2 là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao và có tiềm năng tăng tỷ lệ cổ tức trong tương lai. Những thông tin kém tích cực như giảm giá cố định hay nhu cầu tiêu thụ điện sụt giảm mạnh cũng đã qua đi và còn thông tin tích cực để chờ đợi phía trước như khoản thanh toán 400 tỷ đồng liên quan đến tỷ giá hay nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi. Cùng với đó, mức định giá DCF của NT2 là 27.500 VNĐ/CP (cao hơn 22% so với mức đóng cửa ngày 24/01/2022), do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NT2 với mức giá mục tiêu là 27.500 VNĐ/CP. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý NT2 vẫn còn đâu đó những áp lực khi giá khí đầu vào ở mức cao dẫn tới gặp nhiều khó khăn khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa, CFA

(84 28) 3914.6888 ext 257

lethanhhoa@baoviet.com.vn

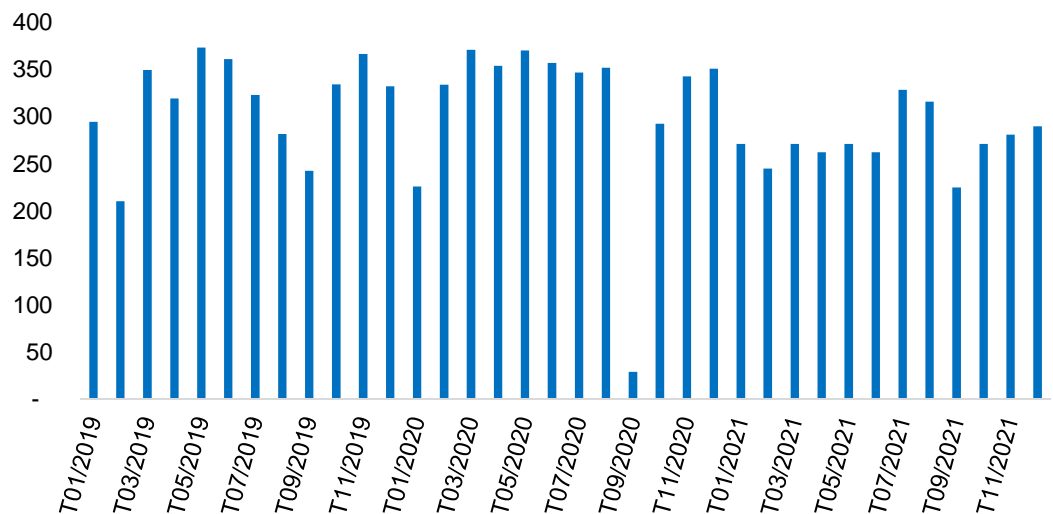
Kết quả kinh doanh Quý 4 sụt giảm

NT2 đã công bố báo cáo tài chính năm Quý 4/2021 với doanh thu và LNST lần lượt là 1.635 tỷ đồng (22.8% yoy) và 121 tỷ đồng (-40,4% yoy). Lợi nhuận của NT2 sụt giảm chủ yếu là đến từ việc sản lượng Qc được phân bổ ít hơn, mức giá cố định giảm so với cùng kỳ (do đàm phán lại hợp đồng mua bán điện với EVN) và giá khí đầu vào ở mức cao.

	Q4/2020	Q4/2021	tăng trưởng	2020	2021	tăng trưởng
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	720	825	14,6%	3.920	3.195	-18,5%
Doanh thu (tỷ đồng)	1.331	1.635	22,8%	6.082	6.150	1,1%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	284	150	-47,2%	895	676	-24,5%
Chi phí bán hàng (tỷ đồng)	0	0		0	0	
Chi phí quản lý doanh nghiệp (tỷ đồng)	-21	-22	4,8%	-85	-83	-2,4%
EBIT (tỷ đồng)	263	128	-51,3%	810	593	-26,8%
Doanh thu hoạt động tài chính (tỷ đồng)	3	4	33,3%	18	18	0,0%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	-50	-4	-92,0%	-160	-52	-67,5%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	203	121	-40,4%	625	534	-14,6%

Nguồn: BVSC, NT2

Sản lượng Qc được phân bổ



Nguồn: BVSC, NT2

Khoản thanh toán tỷ giá giúp NT2 tăng trưởng trong 2022

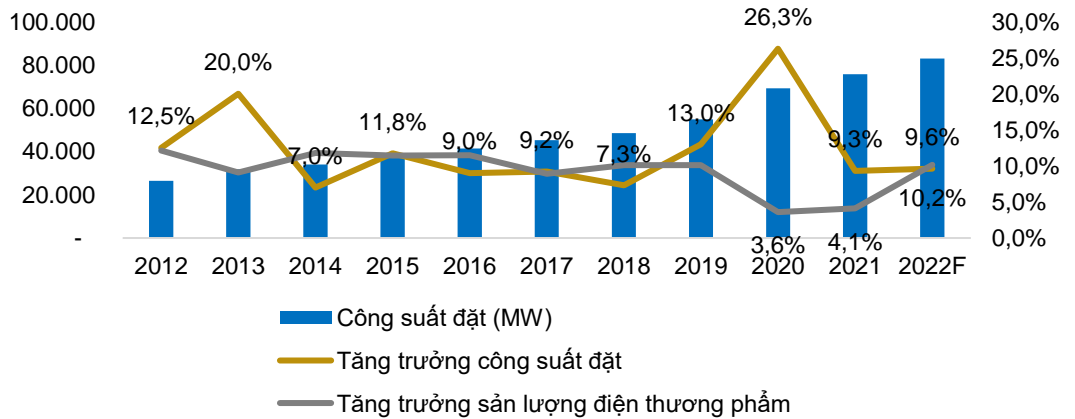
Sau khi ký lại hợp đồng PPA mới với EVN, giá điện cố định của NT2 có sụt giảm tuy nhiên trong phương án tính giá điện mới có phát sinh sinh lãi tỷ giá. Dự kiến EVN sẽ thanh toán cho NT2 khoảng 400 tỷ đồng chênh lệch tỷ giá. Trong đó, NT2 đang tính toán và đàm phán với EVN cho khoản thanh toán 200 tỷ cho giai đoạn 2015-2018. Dự kiến khoản thanh toán 200 tỷ này sẽ được thanh toán trong 2022 và 200 tỷ còn lại sẽ được thanh toán trong những năm tiếp theo.

Giá điện trên thị trường cạnh tranh có thể cao hơn trong những năm tới

Sản lượng điện và giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh suy giảm trong năm 2021. Tuy nhiên, BVSC cho rằng sản lượng điện cũng như giá bán điện trên thị trường phát điện cạnh tranh sẽ có sự gia tăng mạnh mẽ trong năm trong 2022 nhờ những yếu tố:

Nhu cầu tiêu thụ điện gia tăng khi nền kinh tế phục hồi: Sản lượng tiêu thụ điện có sự liên hệ khá chặt chẽ với tăng trưởng nền kinh tế. Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện rơi vào khoảng 1,45 lần tăng trưởng GDP trong những năm gần đây. Cho năm 2022, với dự báo tăng trưởng GDP là khoảng 7% thì dự kiến tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện vào khoảng 10%. Đây là mức tăng trưởng mạnh mẽ so với 2 năm gần đây với mức tăng chỉ đạt quanh mức 4%.

Công suất đặt và sản lượng thương phẩm



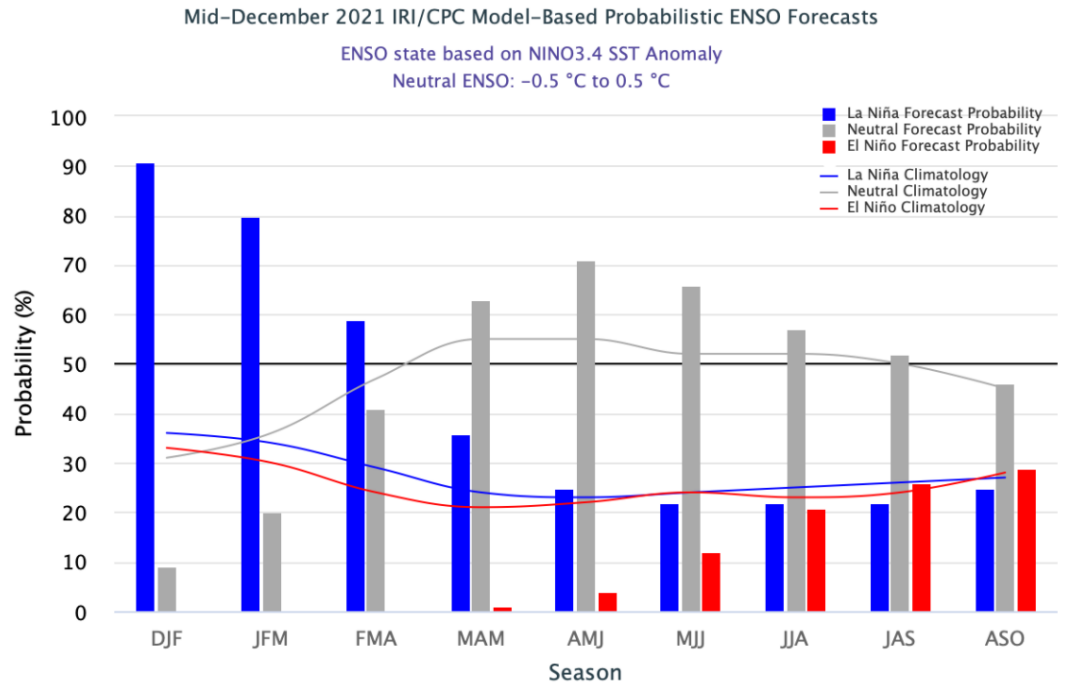
Nguồn: EVN&BVSC

Tình hình thủy văn kém thuận lợi cho thủy điện. Thông thường chu kỳ La Nina sẽ kết thúc trong 2 năm. Hiện tượng thời tiết La Nina đã diễn ra từ mùa mưa 2020 và nhiều khả năng sẽ kết thúc vào đầu mùa mưa 2022. Đặc biệt là ở khu vực miền Bắc thì dường như hiện tượng thời tiết La Nina đã kết thúc vào đầu mùa mưa 2021 khi lượng nước về các hồ thủy điện chính trong mùa mưa 2021 thấp hơn rất nhiều so với trung bình nhiều năm. Điều này sẽ làm giảm mạnh sản lượng thủy điện trong năm 2022 và nhiều khả năng sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2023.

Hồ chứa thủy điện/tháng	Lưu lượng nước về năm 2021 (m3/s)				So sánh với trung bình nhiều năm			
	6	7	8	9	6	7	8	9
Sơn La	1.029	2.328	2.793	1.464	-51%	-39%	-31%	-41%
Hoà Bình	1.233	2.100	2.233	1.447	-48%	-51%	-52%	-53%
Thác Bà	111	224	273	250	-54%	-43%	-42%	-26%
Bản Chát	208	270	325	85	-19%	-30%	21%	-37%
Tuyên Quang	249	427	605	319	-53%	-48%	-21%	-36%
Lai Châu	759	1261	1544	1008	-26%	-40%	-34%	-33%

Nguồn: ERAV

Dự báo La Nina và El Nino

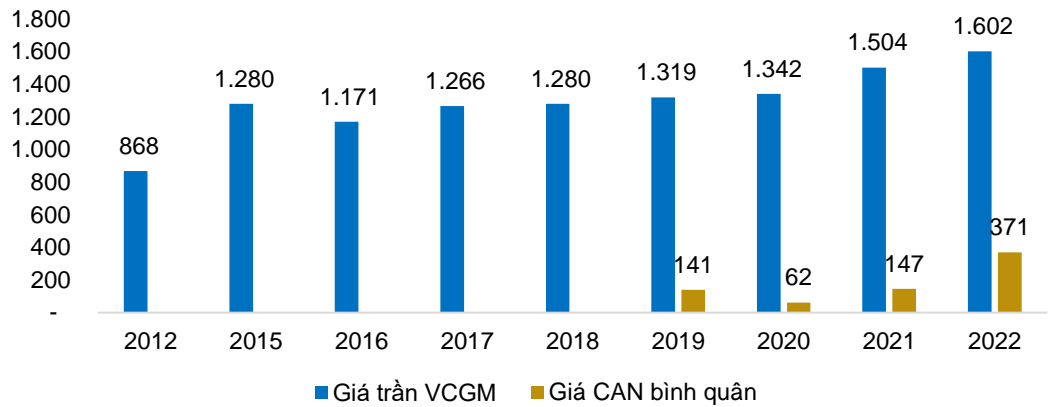


Nguồn: IRI

Như vậy, có thể thấy nhu cầu tiêu thụ điện trong những năm tới tăng lên mạnh mẽ nhưng công suất đặt không tăng tương ứng trong khi sản lượng có thể sụt giảm do sự sụt giảm sản lượng thủy điện. Do đó, EVN sẽ cần huy động thêm sản lượng điện từ các nhà máy nhiệt điện và điều này làm tăng sản lượng cũng như giá bán trên thị trường phát điện cạnh tranh từ đó gia tăng lợi nhuận cho các công ty nhiệt điện như NT2.

Giá trần và giá CAN trên thị trường phát điện cạnh tranh (VCGM) gia tăng. Giá trần VCGM tăng qua từng năm và lên mức 1.602 VND/kWh trong năm 2022. Cùng với đó giá CAN bình quân có sự gia tăng mạnh lên mức 371 VND/kWh so với mức cùng kỳ chỉ 141 VND/kWh. Giá trần và giá CAN sẽ không có sự tác động trọng yếu nếu giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh thấp nhưng trong 2 năm tới khi nhu cầu điện gia tăng mạnh nhưng nguồn cung hạn chế thì điều này sẽ giúp cho các nhà máy điện bán được giá cao hơn trên VCGM và gia tăng lợi nhuận.

Giá trần và giá CAN trên VCGM



Nguồn: EVN, BVSC

Quan điểm đầu tư

NT2 là doanh nghiệp có nền tảng cơ bản tốt, thường xuyên trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao và có tiềm năng tăng tỷ lệ cổ tức trong tương lai. Những thông tin kém tích cực như giảm giá cố định hay nhu cầu tiêu thụ điện sụt giảm mạnh cũng đã qua đi và còn thông tin tích cực để chờ đợi phía trước như khoản thanh toán 400 tỷ đồng liên quan đến tỷ giá hay nhu cầu tiêu thụ điện phục hồi. Cùng với đó, mức định giá DCF của NT2 là 27.500 VND/CP (cao hơn 22% so với mức đóng cửa ngày 24/01/2022), do đó chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu NT2 với mức giá mục tiêu là 27.500 VND/CP. Tuy nhiên, nhà đầu tư cũng cần lưu ý NT2 vẫn còn đâu đó những áp lực khi giá khí đầu vào ở mức cao dẫn tới gặp nhiều khó khăn khi tham gia thị trường phát điện cạnh tranh.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	7.654	6.082	6.150	7.741
Giá vốn	6.679	5.187	5.474	7.026
Lợi nhuận gộp	974	895	676	715
Doanh thu tài chính	48	18	18	16
Chi phí tài chính	(168)	(160)	(52)	(17)
Lợi nhuận sau thuế	754	625	534	603

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2019	2020	2021	2022F
Tiền & khoản tương đương tiền	651	62	1	624
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.359	1.396	2.187	1.379
Hàng tồn kho	302	315	311	319
Tài sản cố định hữu hình	4.853	4.162	3.475	2.722
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tổng tài sản	7.564	6.381	6.624	5.717
Nợ ngắn hạn	1.350	775	210	(105)
Nợ dài hạn	492	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.127	4.298	4.234	4.261
Tổng nguồn vốn	7.564	6.381	6.624	5.717

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-0,21%	-20,53%	1,11%	25,88%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	-3,58%	-17,10%	-14,63%	13,03%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	12,73%	14,71%	10,99%	9,24%
Lợi nhuận thuần biên (%)	9,85%	10,28%	8,68%	7,79%
ROA (%)	9,19%	8,97%	8,21%	9,78%
ROE (%)	19,31%	14,84%	12,51%	14,21%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	24,35%	12,14%	3,17%	-1,84%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	44,64%	18,03%	4,96%	-2,46%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2.540	2.095	1.854	2.096
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	14.336	14.928	14.706	14.800

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển
hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng
lethanhhoa@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính
dolongkhanh@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, CNTT
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên
tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Dịch vụ tiêu dùng, Chứng khoán
ngotrivinh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường
lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng
nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Công nghiệp, Vật liệu cơ bản, Ngân hàng
trandangmanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón, Dầu khí
nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888