

# Nhơn Trạch 2 (NT2)

## Vượt lên chính mình

### Kết quả kinh doanh khả quan trong Q3/22

NT2 đã công bố kết quả kinh doanh trong Q3/22 khi doanh thu đạt 2,168 tỷ VND (+73% n/n) phần lớn do tăng trưởng sản lượng lên mức 897 triệu kWh (+85% n/n). NT2 cũng ghi nhận 310 tỷ đồng doanh thu đền bù lỗ tỷ giá từ EVN. Nếu loại trừ khoản doanh thu này, doanh thu bán điện tăng trưởng 49% n/n.

Tuy nhiên, lợi nhuận (LN) ròng giảm 27% n/n còn 199 tỷ đồng do khoản 187 tỷ trích lập nợ phải thu khó đòi liên quan đến khoản phải thu từ EPTC. Tổng quan, doanh thu và LNST trong 9T22 đạt lần lượt 6,863 tỷ đồng (+52% n/n) và 724 tỷ đồng (+75% n/n).

### Bảng cân đối kế toán khỏe mạnh

NT2 đã hoàn thành nghĩa vụ thanh toán khoản nợ dài hạn trong T6/2021, do đó làm giảm áp lực về lãi vay và lỗ tỷ giá. Thêm vào đó, doanh nghiệp cũng không có ý định đầu tư thêm nhà máy mới, do đó chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ vẫn duy trì mức chia cổ tức bằng tiền 15%-20% cho các năm sau, nhất là khi công ty mẹ, PV Power đang thực sự cần tiền để tài trợ cho dự án xây nhà máy mới Nhơn Trạch 3&4.

### NT2 hưởng lợi từ suy giảm sản lượng thủy điện trong 2023F

Chúng tôi kỳ vọng giá khí đầu vào trong 2H22F và 2023F sẽ thấp hơn so với 1H22, giúp thu hẹp cách biệt giữa giá bán điện khí và điện than. Cùng với việc La Nina suy giảm từ đầu năm 2023, chúng tôi tin rằng NT2 sẽ được hưởng lợi từ việc suy giảm sản lượng thủy điện trong 2023F. Mặc dù NT2 sẽ tạm dừng hoạt động sản xuất trong khoảng 40-45 ngày trong 2023F do công tác đại tu, chúng tôi vẫn đặt niềm tin vào triển vọng khả quan của công ty trong 2023F nhờ nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh và vị trí gần vùng công nghiệp trọng điểm phía Nam.

#### Thông kê

VNIndex (27/10, điểm)	1,028
Giá cp (27/10, đồng)	26,600
Vốn hóa (tỷ đồng)	308
SLCP lưu hành (triệu)	288
Cao/Thấp 52 tuần (đồng)	31,069/19,607
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	1.92
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.3/14.3
Cổ đông lớn (%)	
PV Power	59.37
CFTD	8.27

#### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(14.3)	21.7	22.1
Tương đối với VNI (%p)	(2.5)	45.0	48.8

#### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Năm	Doanh thu	LN kinh doanh	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	ROA	DY	EV/EBITDA
Dec	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(x)
2017A	6,761	1,279	810	2,762	17,317	7.3	1.2	16.1	7.1	12.9	6.2
2018A	7,670	914	782	2,618	12,795	7.3	1.5	17.4	8.3	37.6	6.2
2019A	7,654	888	754	2,560	14,336	6.6	1.2	19.0	9.2	5.3	4.7
2020A	6,082	810	625	2,095	14,928	10.3	1.4	14.3	9.0	11.6	5.2
2021A	6,150	593	534	1,778	14,706	14.2	1.7	12.0	8.2	7.9	6.1

**Thúy Nguyễn**  
thuy.nt@kisvn.vn

Bất chấp tăng trưởng doanh thu đạt 2,168 tỷ đồng (+73% n/n) trong Q3/22, lợi nhuận ròng giảm 27% n/n, đạt 199 tỷ đồng do khoản 187 tỷ trích lập nợ xấu liên quan đến khoản phải thu từ EPTC (Công ty mua bán điện). Tổng quan, doanh thu và lợi nhuận sau thuế (LNST) trong 9T22 lần lượt đạt 6,684 tỷ đồng (+52% n/n) và 724 tỷ đồng (75% n/n). Kết quả kinh doanh khả quan giúp NT2 hoàn thành 84%/155% kế hoạch kinh doanh năm 2022.

### Doanh thu khả quan nhờ sản lượng tăng

Trong Q3/22, sản lượng của NT2 tăng trưởng vượt bậc đạt mức 897 triệu Kwh (+95% n/n) từ mức thấp của Q3/21. Việc phong tỏa do COVID-19 cùng với hoạt động bảo trì khiến doanh nghiệp phải ngừng hoạt động trong vài ngày, dẫn đến sản lượng rất thấp trong Q3/21. Giá bán bình quân đạt VND2,073/kWh trong Q3/22, là mức giá thuận lợi giúp công ty gia tăng lợi nhuận. Giá bình quân thị trường cạnh tranh (CGM) đạt mức 1,541VND/kWh (+61%p n/n, +12% q/q) do ảnh hưởng từ việc tăng giá nhiên liệu (than, khí).

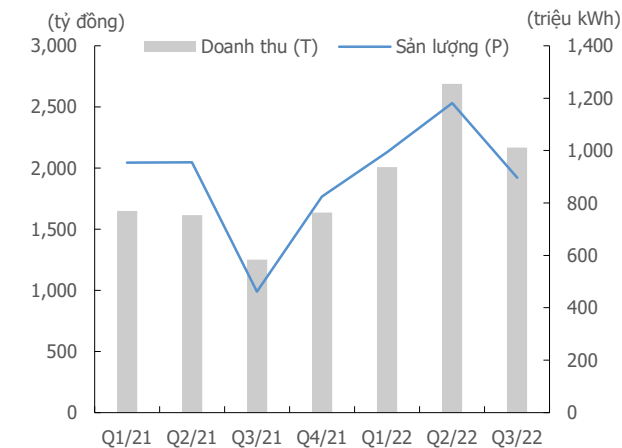
Trong Q3/22, NT2 cũng ghi nhận khoản đền bù tỷ giá 310 tỷ đồng từ EVN phát sinh trong giai đoạn 2016-2020. Mức đền bù này cao hơn nhiều so với mức dự đoán ban đầu của chúng tôi là 200 tỷ đồng. Nếu không tính đến khoản doanh thu từ đền bù lỗ tỷ giá, doanh thu bán điện tăng 49% trong Q3/22.

**Bảng 1. Doanh thu và lợi nhuận của NT2**

	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	% q/q	% n/n
Doanh thu (tỷ đồng)	1,250	1,635	2,007	2,688	2,168	-19.3	73.4
LN gộp (tỷ đồng)	305	150	185	409	423	3.4	38.7
LNST (tỷ đồng)	273	121	160	365	199	-45.5	-27.1
Biên LN gộp	24%	9%	9%	15%	20%		
Biên LN ròng	22%	7%	8%	14%	9%		

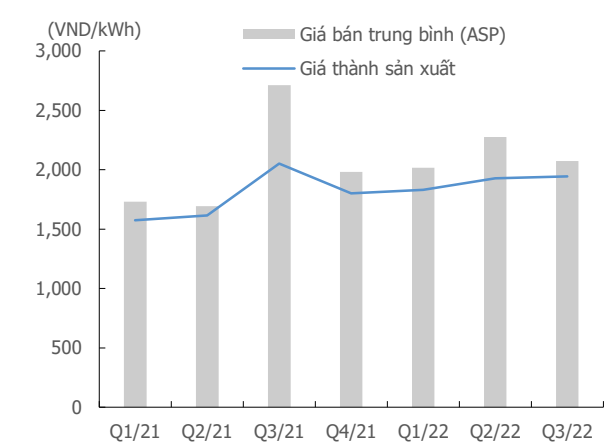
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

**Hình 1. Doanh thu và sản lượng NT2 tăng so với cùng kỳ**



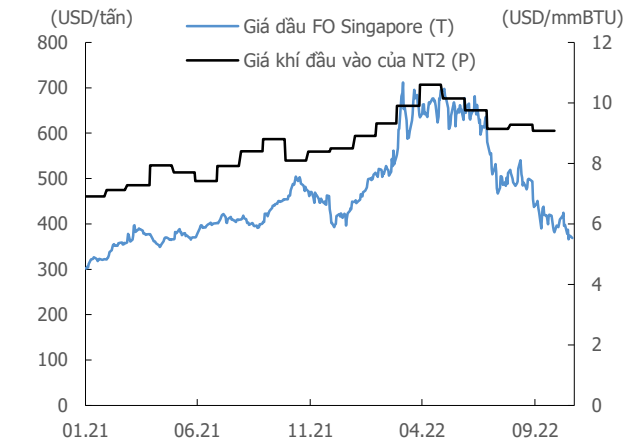
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

**Hình 2. Giá thành sản xuất và giá bán bình quân của NT2**



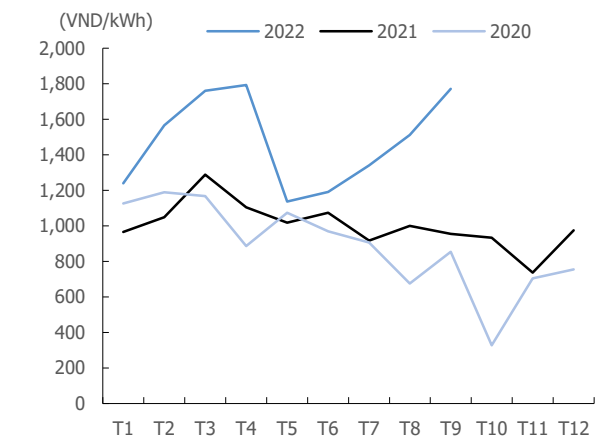
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

**Hình 3. Giá dầu FO và giá khí đầu vào dần hạ nhiệt trong Q3/22**



Nguồn: Bloomberg, KIS Research  
 Ghi chú: Giá khí đầu vào của NT2 được cập nhật đến tháng 9/2022.

**Hình 4. Giá CGM bình quân quay đầu tăng giá trong Q3/22**

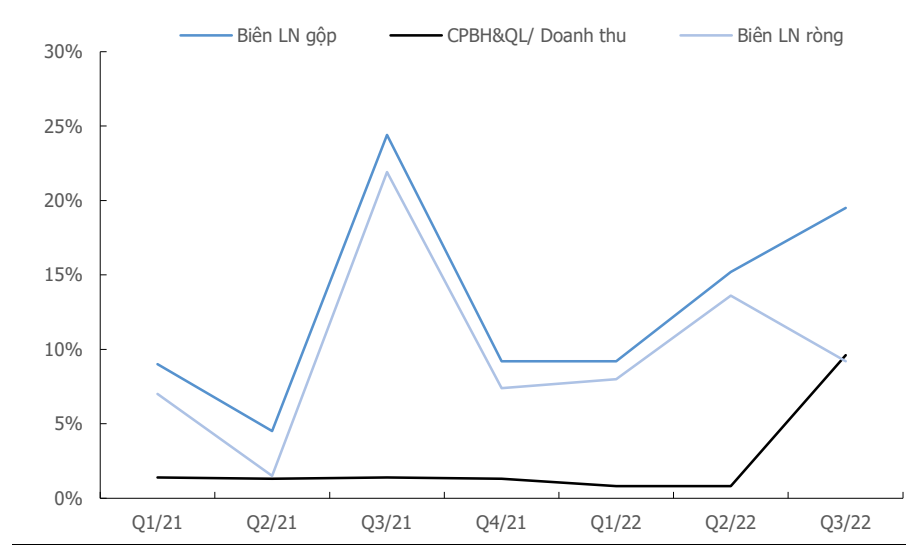


Nguồn: EVNGENCO3, KIS Research

**Trích lập dự phòng nợ xấu làm giảm LN ròng**

Nếu không tính đến khoản doanh thu từ đền bù tỷ giá, biên lợi nhuận gộp của NT2 giảm nhẹ 22.8% (-1.6%p n/n) do ảnh hưởng từ giá khí đầu vào tăng, cụ thể giá khí đạt 9.2USD/mmBTU trong Q3/22, tăng 8% n/n. Mặc dù giá dầu FO Singapore (*tham chiếu của giá khí đầu vào PV Gas cung cấp cho các nhà máy điện khí*) đã dần hạ nhiệt sau cú tăng mạnh trong nửa đầu 2022 (+60% n/n), giá FO trung bình trong Q3/22 vẫn tăng 14% n/n. Tỷ trọng chi phí bán hàng & quản lý (CPBH&QL) trên doanh thu tăng lên mức 9.6% (+8.2%p n/n) do dự phòng 187 tỷ cho nợ xấu liên quan đến hợp đồng số 07/2012/HĐ-NMĐ-NT giữa NT2 và EPTC. Do đó, LN ròng giảm về mức 199 tỷ VND (-27% n/n) và biên LN ròng giảm 12.7%p n/n về mức 9.2% trong Q3/22. Công ty đang chờ để xin ý kiến chỉ đạo của các cơ quan có thẩm quyền về việc đối chiếu tiền chậm nộp và tiền lãi với EPTC.

**Hình 5. Biên LN ròng của NT2 giảm trong Q3/22**



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research  
 Ghi chú: Khoản thu nhập từ đền bù tỷ giá đã được tính vào doanh thu Q3/22.

**Bảng cân đối kế toán khỏe mạnh**

Tiền và các khoản tương đương tiền của NT2 tăng lên mức 400 tỷ VND (+95%)

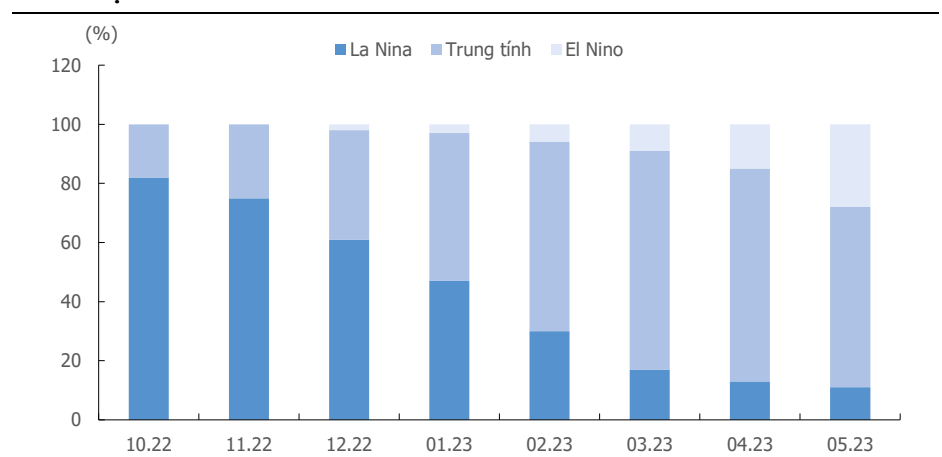
q/q, +2,324% n/n) trong Q3/22. NT2 cũng đã hoàn thành nghĩa vụ thanh toán khoản vay dài hạn trong T6/2021, do đó làm giảm áp lực về lãi vay và lỗ do tỷ giá. Thêm vào đó, doanh nghiệp cũng không có ý định đầu tư thêm nhà máy mới, do đó chúng tôi kỳ vọng họ sẽ vẫn duy trì mức chia cổ tức bằng tiền 15%-20% cho các năm sau, nhất là khi công ty mẹ, PV Power đang thực sự cần tiền để tài trợ cho các dự án xây nhà máy mới Nhơn Trạch 3&4.

### NT2 hưởng lợi từ suy giảm sản lượng thủy điện trong 2023F

Giá dầu toàn cầu đã tăng vọt trong nửa đầu 2022 do xung đột địa chính trị kéo dài, đình trệ chuỗi cung ứng và đang dần dần hạ nhiệt trong Q3/22 (-27% q/q). Mặc dù việc OPEC+ thông báo cắt giảm sản lượng 2 triệu thùng/ngày, tương đương với 2% nguồn cung toàn cầu sẽ khiến giá dầu đứng trước nguy cơ tăng giá, chúng tôi tin rằng giá dầu trong 2H22F và 2023F vẫn sẽ thấp hơn 1H22. Hơn nữa, IRI dự báo La Nina sẽ diễn ra trong giai đoạn T9-T11/2022, tiếp tục kéo sang mùa thu đông với xác suất giảm dần về mức 63-70% và được dự báo sẽ suy yếu kể từ đầu năm 2023. Chúng tôi tin rằng EVN sẽ tăng cường huy động nhiệt điện để bù đắp cho sản lượng thủy điện suy giảm trong 2023F.

NT2 sẽ tạm hoãn các hoạt động sản xuất trong 40-45 ngày trong 2023F nhằm phục vụ cho công tác đại tu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn sẽ kỳ vọng vào kết quả kinh doanh khả quan trong 2023F khi tốc độ tăng trưởng GDP dự báo sẽ tăng ~6.5% n/n trong 2023F giúp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện, nhất là vùng công nghiệp phía Nam.

**Hình 6. Dự báo ENSO của IRI**



Nguồn: IRI, KIS Research

### Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 2007, Nhơn Trạch 2 (HSX:NT2) là doanh nghiệp dẫn đầu trong sản xuất điện. NT2 đang sở hữu nhà máy điện khí Nhơn Trạch 2 với công suất 750MW với công nghệ chu trình tua bin hỗn hợp thế hệ F. Vào ngày 12 tháng 6 năm 2015, NT2 được chính thức giao dịch trên sở giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE).

**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Tài sản ngắn hạn	3,138	2,884	2,412	1,866	2,543
Tiền và tương đương tiền	1,046	66	651	62	1
Phải thu	1,833	2,558	1,459	1,489	2,230
Hàng tồn kho	259	261	302	315	311
Tài sản dài hạn	6,251	5,565	4,878	4,184	3,497
Tài sản cố định	6,251	5,565	4,878	4,184	3,497
Đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	575	403	274	331	584
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9,964</b>	<b>8,852</b>	<b>7,564</b>	<b>6,381</b>	<b>6,624</b>
Người mua trả trước	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	922	1,569	195	397	1,034
Khác	359	651	1,400	912	1,147
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,066	1,391	1,350	775	210
Nợ và TP dài hạn	2,632	1,558	492	0	0
<b>Tổng nợ và phải trả</b>	<b>4,979</b>	<b>5,169</b>	<b>3,437</b>	<b>2,084</b>	<b>2,390</b>
VCSH	4,985	3,683	4,127	4,298	4,234
Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879	2,879	2,879
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quỹ khác	137	137	137	137	160
LN giữ lại	1,970	668	1,111	1,282	1,196
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
<b>Tổng VCSH</b>	<b>4,985</b>	<b>3,683</b>	<b>4,127</b>	<b>4,298</b>	<b>4,234</b>

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Dòng tiền hoạt động	1,413	1,689	1,876	989	1,358
LN ròng	810	782	754	625	534
Khấu hao và khấu trừ	692	695	688	693	690
Tăng vốn lưu động ròng	-90	212	433	-329	134
Dòng tiền đầu tư	-7	-9	-1	-200	200
Tài sản cố định	-7	-9	-1	-100	100
Tăng đầu tư tài chính	0	0	0	-100	100
Dòng tiền tài chính	-1,044	-774	-1,107	-1,067	-565
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	-1,044	-749	-1,107	-1,067	-565
Chi trả cổ tức	0	-25	0	0	0
Dòng tiền khác	-714	-1,887	-182	-311	-1,054
Tăng tiền mặt	-352	-980	586	-589	-61

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Doanh thu	6,761	7,670	7,654	6,082	6,150
Giá vốn hàng bán	5,368	6,654	6,679	5,187	5,474
Lợi nhuận gộp	1,393	1,015	974	895	676
Chi phí bán hàng & QLDN	114	101	87	85	83
LN hoạt động	1,279	914	888	810	593
Doanh thu tài chính	63	73	48	18	18
Thu nhập lãi	0	0	0	1	2
Chi phí tài chính	490	192	168	160	52
Chi phí lãi vay	120	105	88	38	20
LN khác	-305	15	-3	-109	-9
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	853	824	797	663	566
Thuế TNDN	43	42	43	38	32
LN sau thuế	810	782	754	625	534
LN ròng cho công ty mẹ	810	782	754	625	534
EBITDA	6,375	1,608	1,576	1,503	1,283

**Chỉ số tài chính**

Cuối T12 năm tài chính	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
<b>Dữ liệu trên mỗi cp</b>					
<b>(đồng, điều chỉnh)</b>					
EPS	2,762	2,618	2,560	2,095	1,778
BPS	17,317	12,795	14,336	14,928	14,706
<b>Khả năng sinh lợi (%)</b>					
Biên LN hoạt động	18.9	11.9	11.6	13.3	9.6
Biên LN ròng	12.0	10.2	9.9	10.3	8.7
Biên EBITDA	29.2	21.0	20.6	24.7	20.9
ROA	7.1	8.3	9.2	9.0	8.2
ROE	16.1	17.4	19.0	14.3	12.0
Suất sinh lợi cổ tức	12.9	37.6	5.3	11.6	7.9
<b>Định giá (x)</b>					
PE	7.3	7.3	6.6	10.3	14.2
PB	1.2	1.5	1.2	1.4	1.7
EV/EBITDA	6.2	6.2	4.7	5.2	6.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/05/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 11/05/2022.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Nhơn Trạch 2 (NT2) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Thúy Nguyễn

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. 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 đánh giá cá nhân hoặc 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2022 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.