

Nhơn Trạch 2 (NT2)

Kỳ vọng khả quan

Kết quả thuận lợi trong 2022

Trong Q4/22, lợi nhuận sau thuế (LNST) của NT2 giảm mạnh chỉ còn 6 tỷ đồng (-95% n/n). Được hưởng lợi nhờ sản lượng tăng lên 4,065 triệu kWh (+27% n/n) và giá bán bình quân (ASP) tăng lên 2,078 đồng/kWh (+8% n/n), NT2 có một năm 2022 thành công rực rỡ với doanh thu và LNST lần lượt đạt 8,786 tỷ đồng (+43% n/n) và 729 tỷ (+37% n/n), giúp công ty hoàn thành 108%/156% kế hoạch đề ra.

NT2 hưởng lợi từ giảm sản lượng thủy điện trong 2023-24F

Mặc dù NT2 sẽ tạm dừng vận hành 40-45 ngày trong 2023F để đại tu nhà máy, chúng tôi vẫn ước tính sản lượng điện của NT2 sẽ tăng lên 4,311 triệu kWh (+6.1% n/n) do sản lượng thủy điện suy giảm khi ENSO được dự báo sẽ bước vào pha trung tính từ đầu năm 2023. Dù giá than thế giới được dự báo sẽ hạ nhiệt trong 2023, các nhà máy điện than trong nước sẽ gặp thách thức do nguồn cung than bị hạn chế. Chúng tôi ước tính giá dầu Brent sẽ neo ở mức 83 USD/thùng trong 2023F và giảm xuống 78 USD/thùng trong 2024F, góp phần làm tăng sức cạnh tranh của các nhà máy điện khí.

Triển vọng lợi nhuận khả quan trong 2023F-24F

Chúng tôi ước tính doanh thu của NT2 trong 2023 sẽ tăng nhẹ lên 8,796 tỷ (+0.1% n/n) nhờ tăng trưởng sản lượng (+6.1% n/n). NT2 cũng dự kiến ghi nhận 155 tỷ doanh thu đền bù tỷ giá và 107 tỷ đồng dự phòng nợ phải thu khó đòi. Vì vậy, LNST của NT2 dự kiến tăng 6.1% n/n lên 774 tỷ trong 2023. Chúng tôi cũng đưa ra dự đoán khả quan cho doanh thu và LNST trong 2024, lần lượt là 9,008 tỷ (+2.4% n/n) và 838 tỷ (+8.3% n/n). PV Power, công ty mẹ của NT2 đang cần lượng tiền mặt lớn để xây dựng nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4, do đó chúng tôi dự báo NT2 sẽ duy trì hoặc nâng mức cổ tức lên 7.1-8.9% trong 2023F-24F.

Định giá và Khuyến nghị: MUA

Chúng tôi kết hợp 2 phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỷ lệ 70:30 để đưa ra giá mục tiêu **VND34,300/cổ phiếu** dựa trên các giả định sau: WACC là 13.83%, chi phí sử dụng vốn 15.31% và mức EV/EBITDA mục tiêu là 5.5x (tương đương với mức EV/EBITDA trung vị của giai đoạn 2019-2022). Chúng tôi đánh giá cao NT2 nhờ tình hình tài chính lành mạnh và triển vọng khả quan trong 2023F-24F. Những rủi ro của NT2 bao gồm (1) sản lượng suy giảm do cạnh tranh từ các nguồn điện khác và (2) giá khí tăng mạnh làm giảm sức cạnh tranh của NT2.

	D. thu	LNHĐ	LN ròng	EPS	BPS	PE	PB	ROE	EV/EBITDA	DY	EBITDA
	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(Tỷ đồng)	(đồng)	(đồng)	(x)	(x)	(%)	(x)	(%)	(Tỷ đồng)
2020A	6,082	810	625	2,095	14,928	13.4	1.9	14.5	5.5	7.6	1,502
2021A	6,150	593	534	1,756	14,706	16.0	1.9	12.6	6.1	11.2	1,283
2022P	8,786	772	729	2,202	15,492	12.8	1.8	16.4	5.7	5.9	1,460
2023F	8,796	822	774	2,529	16,179	11.1	1.7	16.6	5.5	7.1	1,510
2024F	9,008	937	838	2,912	16,591	9.7	1.7	17.5	5.1	8.9	1,625

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

Khuyến nghị **MUA**

Giá mục tiêu **34,300**

Lợi nhuận **+29.2%** (gồm 7.1% cổ tức tiền mặt)

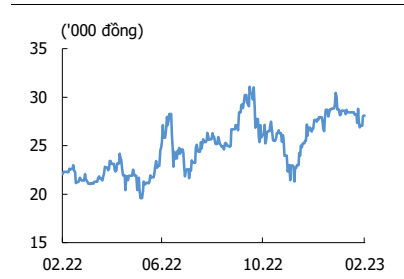
Thông kê

VNIndex (08/02, điểm)	1,072
Giá cp (08/02, đồng)	28,100
Vốn hóa (tỷ đồng)	343
SLCP lưu hành (triệu)	288
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	31,069/19,607
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	1.36
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	32.3/15.8
Cổ đông lớn (%)	
PV Power	59.37
CFTD	8.27

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(2.3)	6.9	27.3
Tương đối với VNI (%p)	(4.3)	21.0	54.8

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

researchdept@kisvn.vn

Sản lượng Qc thấp và trích lập nợ khó đòi ăn mòn lợi nhuận ròng trong Q4/22

2022: Hưởng lợi từ sản lượng và giá bán tăng

Trong Q4/22, NT2 ghi nhận 1,923 tỷ đồng doanh thu (+17.6% n/n, -11.3% q/q), nhờ sản lượng tăng trưởng ấn tượng lên mức 991 triệu Kwh (+20.1% n/n, +10.5% q/q). Tuy nhiên, lợi nhuận ròng của Q4/22 giảm xuống còn 6 tỷ đồng (-95% n/n, -97% q/q), do tỷ trọng của sản lượng hợp đồng (Qc) trong tổng sản lượng giảm và khoản trích lập 52 tỷ dự phòng nợ khó đòi liên quan đến khoản phải thu từ Công ty Mua bán điện (EPTC). Biên LN gộp và biên LNST lần lượt giảm xuống 4.4% và 0.3% do tỷ lệ Qc trên tổng sản lượng giảm xuống 76.2% (-23,8%p n/n, -13.6%p q/q).

Bảng 1. Sản lượng tăng n/n trong Q4/22 (triệu Kwh, tỷ đồng, %, % p)

	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	q/q	n/n
Sản lượng	825	995	1,181	897	991	10.5	20.1
Doanh thu	1,635	2,007	2,688	2,168	1,923	(11.3)	17.6
LN gộp	150	185	409	423	85	(79.9)	(43.3)
LN ròng	121	160	365	199	6	(97.0)	(95.0)
Biên LN gộp	9.17	9.22	15.22	19.51	4.42	(77.3)	(51.8)
Biên LN ròng	7.40	7.97	13.58	9.18	0.31	(96.6)	(95.8)

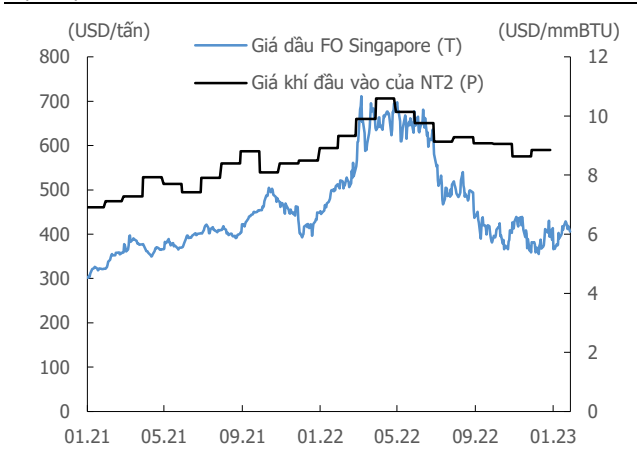
Nguồn: NT2, KIS Research, Fiinpro

Bảng 2. Kết quả khả quan trong 2022 (triệu Kwh, USD/mmBTU, tỷ đồng, %, % p)

	2021	2022	n/n
Sản lượng	3,195	4,065	27.2
Qc	3,195	3,470	8.6
Qm	0	595	
Giá khí trung bình	7.88	9.39	19.2
Sản lượng	6,151	8,786	42.8
LN gộp	676	1,102	63.0
CP bán hàng & QLDN	83	330	297.6
CP tài chính	52	18	(65.4)
LN ròng	534	729	36.5
Biên LN gộp	10.99	12.54	14.1
Biên LN ròng	8.68	8.30	(4.4)

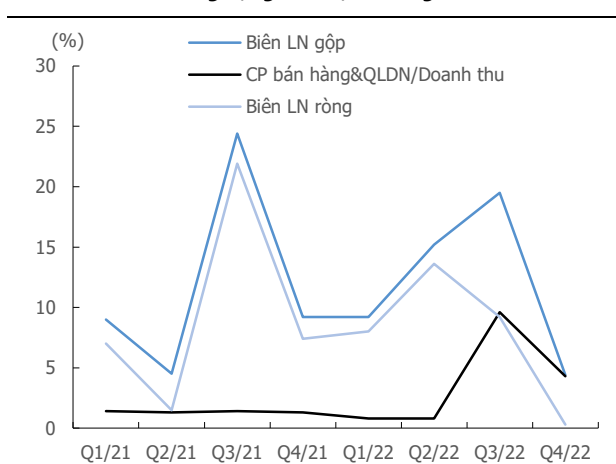
Nguồn: NT2, KIS Research, Fiinpro

Hình 3. Giá dầu FO Singapore và giá khí đầu vào của NT2 dẫn hạ nhiệt từ Q3/22



Nguồn: Bloomberg, KIS Research
 Chú ý: Giá khí đầu vào của NT2 cập nhật đến tháng 12/2022.

Hình 4. Biên LN ròng sụt giảm mạnh trong Q4/22

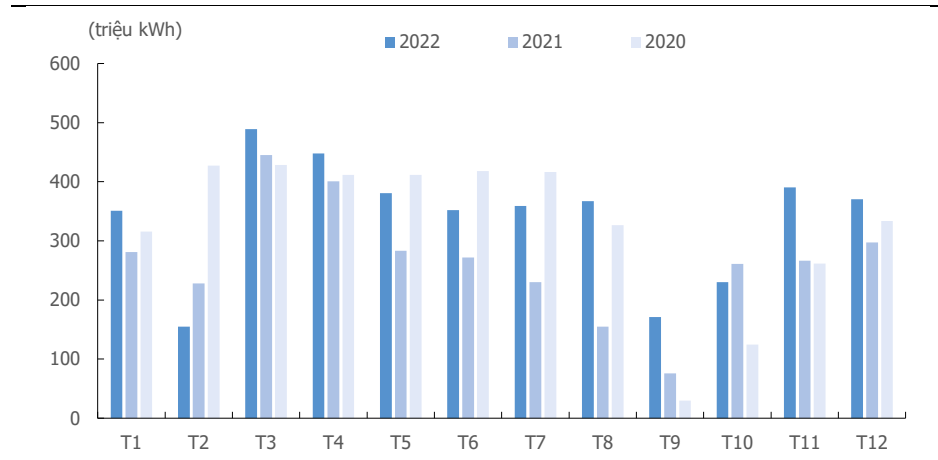


Nguồn: NT2, KIS Research, Fiinpro

Lợi nhuận ròng 2022 khởi sắc nhờ sản lượng và giá bán tăng

Năm 2022, NT2 ghi nhận 340 tỷ đồng doanh thu bồi thường lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2016-2021 từ EPTC. Nhờ sản lượng đạt 4,065 triệu kWh (+27% n/n) và giá bán bình quân đạt 2,078 đồng (+8% n/n), tổng doanh thu năm 2022 tăng mạnh lên 8,786 tỷ đồng (+43% n/n). Do đó bù đắp cho tác động tiêu cực từ khoản 240 tỷ đồng dự phòng nợ khó đòi liên quan đến các khoản phải thu từ EPTC. Nhìn chung, LNST năm 2022 đạt 729 tỷ đồng (+37% n/n), giúp NT2 hoàn thành 156% kế hoạch lợi nhuận cả năm.

Hình 3. Sản lượng điện theo tháng của NT2 từ 2020-2022



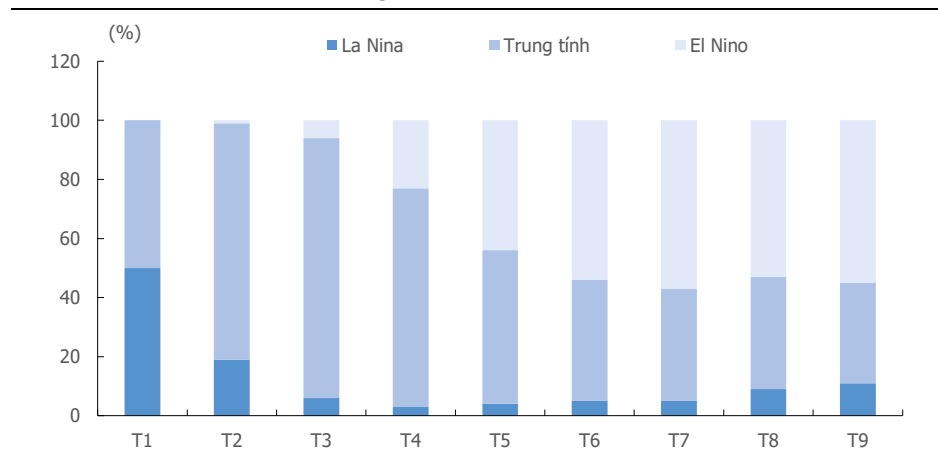
Nguồn: NT2, KIS Research

NT2 là nguồn thay thế cho thủy điện trong 2023-2024F

Viện Nghiên cứu Khí hậu và Xã hội Columbia Climate School (IRI) dự báo hiệu ứng La Nina sẽ bắt đầu suy yếu vào đầu năm 2023 và bước vào pha trung tính với xác suất 52-88%. Ngoài ra, các dự báo khác cũng cho thấy El Nino sẽ quay trở lại vào cuối năm 2023. Chúng tôi cho rằng EVN sẽ tìm đến nhiệt điện như một giải pháp thay thế cho thủy điện. Do đó, NT2 và các nhà máy nhiệt điện khác sẽ hưởng lợi khi EVN tăng cường huy động sản lượng nhiệt điện.

Sản lượng thủy điện suy giảm trong 2023F-24F khi ENSO bước vào pha trung tính

Hình 4. Dự báo xác suất ENSO trong 2023



Nguồn: IRI, KIS Research

Các nhà máy nhiệt điện than sẽ chịu ảnh hưởng từ việc thiếu hụt nguồn cung than

Các thị trường than nhiệt ở châu Á dần ổn định, với giá cả và khối lượng đều giảm khi cao điểm mùa đông đã qua và cuộc khủng hoảng năng lượng ở châu Âu đang hạ nhiệt. Đặc biệt, giá than Newcastle loại 6,000 kcal/kg cũng giảm xuống 307 USD/tấn trong tuần tính đến ngày 27/1, thấp nhất kể từ T4/2022 và thấp hơn 31% so với mức cao kỷ lục 443 USD/tấn đạt được hồi đầu T9/2022. Trung Quốc và Ấn Độ có thể sẽ gia tăng khai thác than trong nước vào năm 2023, điều này có thể làm giảm nhu cầu và giá than ở châu Á. Mặc dù giá than toàn cầu được dự đoán sẽ giảm trong 2023, các nhà máy nhiệt điện than trong nước dự kiến sẽ phải đối mặt với những thách thức về nguồn cung than khan hiếm trong 2023 do công suất khai thác trong nước giảm và mức tồn kho thấp.

Điện khí tăng khả năng cạnh tranh nhờ giá khí trong nước giảm

Giá dầu nhiên liệu Singapore (HSFO), tham chiếu của giá khí cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện trong nước đã giảm 47% từ mức đỉnh xuống 352.3 USD/tấn trong tháng 12, mức thấp nhất kể từ đầu năm 2022. Theo đó, giá khí đầu vào các nhà máy Nhơn Trạch 2 và Phú Mỹ lần lượt giảm 19.8% và 23.8% từ mức đỉnh tháng 4 xuống còn 8.85 USD/mmBTU và 8.1 USD/mmBTU trong tháng 12. Chúng tôi dự báo giá dầu Brent sẽ ổn định trong 2023F, trung bình 83 USD/thùng (-17% n/n) và sau đó giảm xuống US78/thùng (-6% n/n) trong 2024F, qua đó phần nào giảm áp lực lên khả năng cạnh tranh về giá của điện khí.

NT2 đón đầu tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ điện

Ngoài ra, NT2 là một trong những nhà máy điện khí hiệu quả nhất tại miền Nam Việt Nam. Mặc dù NT2 sẽ tạm dừng vận hành trong 40-45 ngày để chuẩn bị cho đại tu và giá khí đầu vào dự kiến sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ đạt được hiệu suất và sản lượng cao hơn. Chúng tôi cho rằng hiệu suất cao trong năm 2023F đạt được là nhờ (1) nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng lớn, đặc biệt là ở vùng công nghiệp phía Nam khi tốc độ tăng trưởng GDP dự kiến sẽ đạt ~6.5% n/n vào năm 2023, (2) nguồn cung than khan hiếm cản trở hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than.

Tiềm năng tăng trưởng ổn định trong 2023F-2024F

Giá khí đầu vào của NT2 là sự kết hợp giữa cơ chế giá cố định và giá thả nổi và có sự khác biệt về giá giữa các mỏ khí. Giá cố định được xác định theo giá khí miệng giếng được điều chỉnh tăng 2% mỗi năm trong khi giá thả nổi được neo theo giá dầu HSFO Singapore. Giá khí của từng mỏ khí được xác định theo công thức sau:

Giá khí đầu vào = Cao nhất (46% giá HSFO, giá miệng giếng) + phí vận chuyển + các loại thuế phí

2023F: doanh thu và LN ròng lần lượt tăng lên 8,796 tỷ đồng (+0.1% n/n) và 774 tỷ đồng (+6.1% n/n)

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của NT2 trong năm 2023F sẽ tăng nhẹ lên 8,796 tỷ đồng (+0.1% n/n) và 774 tỷ đồng (+6.1% n/n) dựa trên các giả định sau:

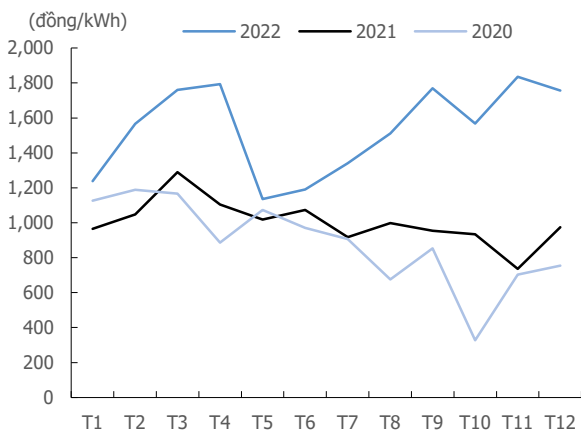
- Bất kể sẽ tạm dừng 40-45 ngày để đại tu, hiệu suất và tổng sản lượng dự kiến lần lượt đạt 65.6% và 4,311 triệu kWh (+6.1% n/n) trong bối cảnh sản lượng thủy điện suy giảm.
- Mặc dù giá FO dự kiến sẽ giảm đáng kể trong năm 2023F, giá khí đầu vào của NT2 chỉ giảm nhẹ xuống 9.01 USD/mmBTU (-3.5% n/n) do tăng tỷ trọng khí từ mỏ đất đỏ Sao Vàng Đại Nguyệt (SVDN) trong tổng lượng khí đầu vào. Hiện tại, NT2 nhận khí từ 5 mỏ với giá miệng giếng khác nhau. Trong đó, giá miệng giếng của SVDN cao hơn 46%*HSFO và sẽ tăng 2% mỗi năm.
- NT2 sẽ nhận khoản bù lỗ tỷ giá 155 tỷ đồng phát sinh trong giai đoạn 2016-2021.
- NT2 sẽ trích lập thêm 107 tỷ đồng dự phòng nợ khó đòi liên quan đến khoản phải thu từ EPTC.
- NT2 vẫn được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp (TNDN) 5% trong 2023F.

2024F: doanh thu và LNST tăng lên 9,008 tỷ đồng (+2.4% n/n) và 838 tỷ đồng (+8.3% n/n)

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận ròng của NT2 trong năm 2024F sẽ lần lượt đạt 9,008 tỷ đồng (+2.4% n/n) và 838 tỷ đồng (+8.3% n/n) dựa trên các giả định sau:

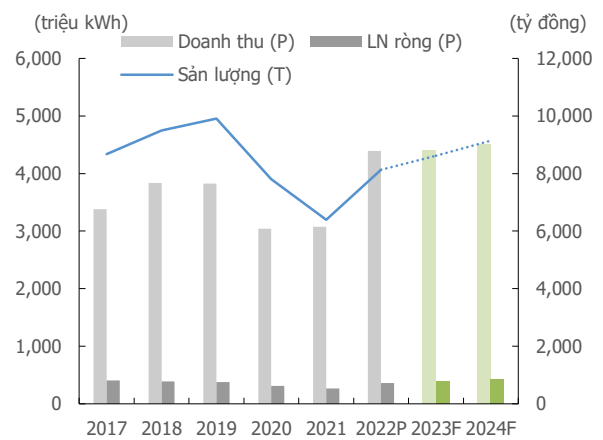
- Tổng sản lượng dự kiến tăng lên 4,569 triệu kWh (+6% n/n) do hiệu ứng El Nino sẽ kéo dài đến cuối năm 2024F và NT2 sẽ chỉ tiêu tu trong 2024F.
- Giá khí đầu vào bình quân của NT2 sẽ giảm xuống 8.72 USD/mmBTU (-3.2% n/n).
- Thuế TNDN sẽ là 10% trong 2024F-2025F. Từ năm 2026 trở đi, thuế TNDN của NT2 sẽ là 20%.

Hình 5. Giá điện thị trường cạnh tranh (CGM) tăng trở lại trong nửa cuối 2022



Nguồn: EVNGENCO3
Ghi chú: Giá CGM bình quân được cập nhật đến T12/2022.

Hình 6. Sản lượng và doanh thu của NT2 từ 2017-2024F



Nguồn: NT2, KIS Research, Fiinpro

Bảng 3. Dự phóng KQKD 2023F-2024F

(triệu Kwh, USD/mmBTU, tỷ đồng, %, % p)

(tỷ đồng, %, %p)

	2022P	2023F	2024F	Note
Sản lượng	4,065	4,311	4,569	Chúng tôi giả định hiệu suất và sản lượng của NT2 sẽ tăng trong 2023F và 2024F khi La Nina suy giảm => EVN tăng huy động nhiệt điện
Giá khí bình quân (USD/mmBTU)	9.34	9.01	8.72	Dù giá FO Singapore được dự báo sẽ giảm mạnh trong 2023F, giá khí đầu vào được dự báo chỉ giảm nhẹ xuống 9.01 USD/mmBTU (-3.5% n/n) do tỷ trọng tăng dần của khí đất đỏ từ mỏ SVDN trong tổng lượng khí đầu vào của NT2.
Doanh thu	8,786	8,796	9,008	Chúng tôi dự đoán giá bán của NT2 sẽ giảm do giá khí đầu vào giảm. Nếu không tính doanh thu từ bù lỗ tỷ giá, giá bán điện bình quân trong 2023F and 2024F lần lượt là 2,005 đồng/kWh và 1,971 đồng/kWh.
LN gộp	1,101	1,019	1,039	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>12.5</i>	<i>11.6</i>	<i>11.5</i>	Biên LN gộp giảm nhẹ trong 2023 khi NT2 chỉ nhận 155 tỷ đền bù lỗ tỷ giá, thấp hơn mức nhận được trong 2022. Sang năm 2024F, NT2 dự kiến sẽ không nhận được tiền đền bù lỗ tỷ giá nữa.
Chi phí bán hàng & QLDN	(330)	(197)	(102)	Chi phí bán hàng & QLDN tăng mạnh trong 2022 do phát sinh 240 tỷ dự phòng nợ khó đòi liên quan đến EPTC. Sang 2023, NT2 dự kiến sẽ trích lập thêm 107 tỷ dự phòng nợ khó đòi.
LN hoạt động	772	822	937	
<i>Biên LN hoạt động</i>	<i>8.8</i>	<i>9.3</i>	<i>10.4</i>	
Doanh thu tài chính	24	21	20	
Chi phí tài chính	(18)	(26)	(26)	
Thu nhập/Chi phí khác	0	0	0	
LN trước thuế	779	817	931	

Thuế	(50)	(43)	(93)	NT2 được hưởng thuế TNDN ưu đãi 5% trong 2023F và 10% trong 2024F-2025F.
LN sau thuế	729	774	838	
<i>Biên LN ròng</i>	8.3	8.8	9.3	

Nguồn: NT2, KIS Research

Nguồn tiền mặt dồi dào giúp tăng mức chi trả cổ tức

Hiện tại, NT2 vẫn chưa có kế hoạch mở rộng công suất trong thời gian tới nên sẽ không phát sinh khoản chi nào đáng kể. Ngoài ra, NT2 chỉ duy trì vay nợ ngắn hạn để tài trợ cho vốn lưu động và công ty đã hoàn thành nghĩa vụ thanh toán nợ dài hạn vào tháng 6/2021 nên giảm được gánh nặng chi phí lãi vay. Chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu sẽ giảm từ -15.8% năm 2022 xuống -20.8% năm 2023F.

Việc công ty mẹ PV Power (POW VN Equity, Non-rated) cần một lượng tiền mặt lớn để xây dựng nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 & 4 có thể buộc NT2 tăng tỷ lệ chi trả cổ tức trong 2023F-24F. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì hoặc thậm chí tăng mức cổ tức tiền mặt lên 20% - 30% mệnh giá trong những năm tiếp theo.

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và EV/EBITDA theo tỷ lệ 70:30 cho mỗi phương pháp. Giá mục tiêu của chúng tôi là 34,300 đồng/cổ phiếu, tương đương mức tăng 22.1% so với giá đóng cửa 28.100 đồng/cổ phiếu vào ngày 8/2/2023. Chúng tôi khuyến nghị MUA dựa trên tiềm năng tăng trưởng khả quan trong 2023F-24F, tỷ suất cổ tức hấp dẫn (7.1-8.9%) và năng lực nổi trội của công ty trong nhóm điện khí.

Bảng 4. Định giá NT2

Phương pháp định giá	Giá	Tỉ trọng	
EV/EBITDA (5.5x)	34,449	30%	10,335
DCF	34,204	70%	23,943
Giá mục tiêu của NT2 (đồng)			34,300

Nguồn: KIS Research

Với phương pháp DCF, chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 5.5%, phần bù rủi ro VCSH là 11.1% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%. Chúng tôi tính giá mục tiêu là 34,200 đồng/cổ phiếu dựa trên WACC là 13.83%. NT2 được kỳ vọng sẽ tạo ra dòng tiền lớn trong 5 năm tới nhờ tình hình kinh doanh khả quan.

Bảng 5. Dự phóng dòng tiền tự do cho DN (FCFF) từ 2023F – 27F

Tỷ đồng	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
EBITDA	779	859	907	1,022	848
Cộng: Khấu hao	688	688	655	151	151
Trừ: Mua sắm TSCĐ	(51)	(51)	(51)	(51)	(51)
Trừ: Tăng/ Giảm vốn lưu động ròng	(570)	(101)	(4)	(172)	(1)
Dòng tiền tự do cho DN (FCFF)	846	1,395	1,507	950	947

Nguồn: KIS Research

Bảng 6. Định giá theo phương pháp DCF

Beta (x)	0.88	Giá trị hiện tại của Dòng tiền tự do (PV of FCF)	4,442
Lãi suất phi rủi ro (%)	5.50%	Giá trị hiện tại của Giá trị cuối cùng (PV of Terminal Value)	4,437
Phần bù rủi ro VCSH (%)	11.13%	Tổng giá trị hiện tại từ hkd	8,879
Chi phí VCSH (%)	15.31%	Cộng: Tiền & tương đương tiền	1,598
Chi phí sử dụng vốn vay (%)	3.66%	Trừ: Nợ vay	(631)
Thuế suất (%)	20.00%	Trừ: Lợi ích CĐ thiểu số	0
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu (%)	11.92%	Giá trị VCSH	9,846
WACC (%)	13.83%	SL cổ phiếu lưu hành, triệu	287.876
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.00%	Giá mục tiêu (đồng)	34,200

Nguồn: KIS Research, Bloomberg

Bảng 7. Phân tích độ nhạy

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn (g):				
		0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
WACC	11%	40,729	41,917	43,233	44,697	46,338
	12%	37,921	38,878	39,928	41,085	42,365
	13%	35,562	36,346	37,200	38,132	39,154
	14%	33,552	34,204	34,908	35,672	36,503
	15%	31,818	32,366	32,954	33,589	34,275
	16%	30,306	30,771	31,269	31,802	32,376

Nguồn: KIS Research

Định giá cổ phiếu tính theo phương pháp EV/EBITDA của chúng tôi là 34,450 đồng dựa trên bội số mục tiêu là 5.5x (tương đương với EV/EBITDA trung vị trong giai đoạn 2019-2022), áp dụng cho EBITDA trung bình trong giai đoạn 2023F-24F. Giá cổ phiếu tính theo phương pháp EV/EBITDA cao hơn 0.7% so với kết quả tính theo phương pháp DCF.

Bảng 8. Định giá theo phương pháp EV/EBITDA

	2023F	2024F	Trung bình 2023F-24F
EBITDA	1,510	1,625	1,568
EV/EBITDA các công ty cùng ngành (x)	6.2	6.2	6.2
Chiết khấu (%)			(11.3)
Hệ số mục tiêu (x)			5.5
Tổng giá trị hiện tại			8,622
Nợ vay	631	631	631
Tiền & tương đương tiền	1,598	2,253	1,926
Vốn hóa thị trường			9,917
SL cổ phiếu lưu hành, triệu			287.9
Giá mục tiêu (đồng)			34,450

Nguồn: KIS Research, Finpro

Rủi ro

NT2 sẽ phải đối mặt với sự cạnh tranh gay gắt từ các nhà máy điện có chi phí rẻ hơn có thể khiến hiệu suất và sản lượng của NT2 suy giảm. Ngoài ra, rủi ro tăng trưởng kinh tế chậm lại cũng sẽ tác động tiêu cực đến sản lượng của toàn ngành điện. Tuy nhiên, máy móc và thiết bị của NT2 sẽ khấu hao hết vào năm

2025F, dẫn đến lợi nhuận ròng của NT2 tăng.

Bất chấp những nhận định trước đó của chúng tôi về giá khí đốt hạ nhiệt, chúng tôi cũng cân nhắc rủi ro giá khí đốt tăng do tác động từ việc Trung Quốc mở cửa hoàn toàn kể từ Q1/23 và căng thẳng địa chính trị kéo dài.

Tổng quan công ty

Được thành lập vào năm 2007, Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2) là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực phát điện. NT2 sở hữu Nhà máy nhiệt điện khí Nhơn Trạch 2 có tổng công suất 750MW, sử dụng tuabin khí chu trình hỗn hợp tiên tiến thế hệ F. Ngày 12/06/2015, NT2 chính thức được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
Tài sản ngắn hạn	1,866	2,543	4,352	4,857	5,594
Tiền và tương đương tiền	62	1	1,333	1,598	2,253
Phải thu	1,489	2,230	2,711	2,832	2,905
Hàng tồn kho	315	311	307	426	437
Tài sản dài hạn	4,184	3,496	2,809	2,172	1,535
Tài sản cố định	4,184	3,496	2,809	2,172	1,535
Đầu tư tài chính	0	0	0	0	0
Khác	331	585	124	363	303
Tổng tài sản	6,381	6,624	7,285	7,392	7,433
Người mua trả trước	0	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0	0
Phải trả người bán	397	1,034	770	779	764
Khác	912	1,147	1,425	1,325	1,262
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	775	210	631	631	631
Nợ và TP dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng nợ và phải trả	2,084	2,390	2,825	2,734	2,657
VCSH	4,298	4,234	4,460	4,657	4,776
Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879	2,879	2,879
Thặng dư	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Quý khác	137	160	182	204	226
LN giữ lại	1,282	1,196	1,400	1,575	1,671
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0
Tổng VCSH	4,298	4,234	4,460	4,657	4,776

Bảng lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
Dòng tiền hoạt động	1,222	1,074	1,141	875	1,409
LN ròng	625	534	729	774	838
Khấu hao và khấu trừ	693	690	688	688	688
Tăng vốn lưu động ròng	(96)	(150)	(276)	(587)	(117)
Dòng tiền đầu tư	218	9	(946)	(34)	(35)
Tài sản cố định	(1)	(3)	(1)	(51)	(51)
Tăng đầu tư tài chính	219	11	(945)	17	16
Dòng tiền tài chính	(1,830)	(1,143)	(54)	(576)	(720)
Tăng vốn chủ	0	0	0	0	0
Tăng nợ	(1,111)	(568)	421	0	0
Chi trả cổ tức	(719)	(575)	(474)	(576)	(720)
Dòng tiền khác	0	0	242	0	0
Tăng tiền mặt	(389)	(61)	383	265	655

Kết quả kinh doanh

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
Doanh thu	6,082	6,150	8,786	8,796	9,008
Giá vốn hàng bán	5,187	5,474	7,685	7,777	7,969
Lợi nhuận gộp	895	676	1,101	1,019	1,039
Chi phí bán hàng & QLDN	85	83	330	197	102
LN hoạt động	810	593	772	822	937
LN hoạt động (điều chỉnh)	810	593	671	774	937
Doanh thu tài chính	18	18	24	21	20
Thu nhập lãi	17	11	21	17	16
Chi phí tài chính	160	52	18	26	26
Chi phí lãi vay	38	20	15	23	23
LN khác	(4)	7	0	0	0
Lãi (lỗ) từ LD&LK	0	0	0	0	0
LN trước thuế	663	566	779	817	931
Thuế TNDN	38	32	50	43	93
LN sau thuế	625	534	729	774	838
LN sau thuế (điều chỉnh)	625	534	634	728	838
LN ròng cho công ty mẹ	625	534	729	774	838
DT/ CP không thường xuyên	0	0	95	46	0
DT bù lỗ tỷ giá	0	0	323	147	0
Dự phòng nợ khó đòi			(228)	(102)	0
EBITDA	1,502	1,283	1,460	1,510	1,625

Chỉ số tài chính

Cuối T12 năm tài chính	2020A	2021A	2022P	2023F	2024F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	2,095	1,756	2,202	2,529	2,912
BPS	14,928	14,706	15,492	16,179	16,591
DPS	2,498	1,999	1,648	2,000	2,500
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	13.3	9.6	7.6	8.8	10.4
Biên LN ròng	10.3	8.7	7.2	8.3	9.3
Biên EBITDA	24.7	20.9	16.6	17.2	18.0
ROA	9.8	8.1	10.0	10.5	11.3
ROE	14.5	12.6	16.4	16.6	17.5
Suất sinh lợi cổ tức	7.6	11.2	5.9	7.1	8.9
Tỷ lệ chi trả cổ tức	88.0	98.0	65.1	74.4	85.9
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	713	209	(703)	(968)	(1,623)
Nợ ròng/ VCSH (%)	16.6	4.9	(15.8)	(20.8)	(34.0)
Định giá (x)					
PE	13.4	16.0	12.8	11.1	9.7
PB	1.9	1.9	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	5.5	6.1	5.7	5.5	5.1

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. 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.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. 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), KIS Vietnam Securities Corp. 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, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chứng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. 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; KIS Vietnam Securities Corp. 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.

KIS Vietnam Securities Corp. 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..

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 8/02/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. 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 8/02/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. 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: Phòng Phân tích

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 KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp..

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. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., 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 KIS Vietnam Securities Corp.. 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 © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. 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 Vietnam Securities Corp..