

# CTCP Điện lực dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)

## Kỳ vọng phục hồi trong năm 2024

06/12/2023

Chuyên viên phân tích Nguyễn Đình Thuận  
thuannnd@kbsec.com.vn

### Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 3Q2023 của NT2 đạt 816 tỷ VND (-62.3% yoy). LNST ghi nhận lỗ 123.77 tỷ VND. KQKD Quý 3/2023 suy giảm mạnh so với cùng kỳ do NT2 bắt đầu đại tu nhà máy từ 7/9 đến 31/10 khiến phải dừng tổ máy gây ảnh hưởng nhiều đến sản lượng điện đầu ra trong kỳ.

### NT2 hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn trong 2024

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu (IRI), El Nino có xác suất cao sẽ diễn ra trong năm 2024 trước khi chuyển sang pha trung tính. Điều này đồng nghĩa với nền nhiệt cao hơn, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện. Bên cạnh đó, El Nino tiếp diễn còn ảnh hưởng đến đến lượng mưa và mực nước của các hồ thủy điện, vì vậy huy động cho thủy điện sẽ giảm đi mở ra dư địa cho các nhà máy phát điện khác.

### NT2 đã trải qua giai đoạn khó khăn và kỳ vọng phục hồi vào năm 2024

NT2 kỳ vọng vượt qua giai đoạn khó khăn trong Q3/2023 và bước vào phục hồi trong 2024 khi (1) Nhà máy đã hoàn thành đại tu và sẵn sàng cho huy động trở lại (2) LNG nhập khẩu dự kiến sẽ có mặt tại thị trường trong năm 2024 thông qua kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1, giảm đáng kể nguy cơ thiếu khí khi các mỏ khí trong nước dần cạn kiệt (3) Hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn thúc đẩy nhu cầu điện tăng và mở ra dư địa huy động nhiều hơn cho các nhà máy nhiệt điện.

### Khuyến nghị NẮM GIỮ với giá mục tiêu 27,700 VND/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFE và EV/EBITDA, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị NẮM GIỮ đối với cổ phiếu NT2. Giá mục tiêu là 27,700 VND/cổ phiếu, cao hơn 11% so với giá tại ngày 06/12/2023.

## NẮM GIỮ DUY TRÌ

Giá mục tiêu	VND 27,700
Tăng/giảm (%)	11%
Giá hiện tại (06/12/2023)	VND 24,900
Giá mục tiêu thị trường	VND 28,400
Vốn hóa (tỷ VND)	6,880

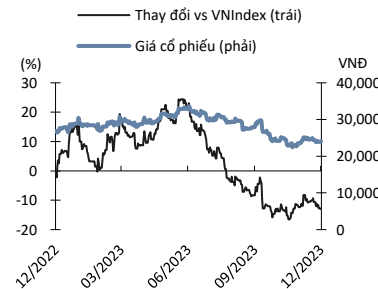
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	30%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND)	15.7
Sở hữu nước ngoài (%)	15%
Cổ đông lớn	PV Power (59.4%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	2.6	-13.8	-26.9	-9.6
Tương đối	-0.7	-5.1	-28.3	-11.1

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh thu (tỷ VND)	6,150	8,788	6,836	8,580
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	559	957	413	714
Lợi nhuận của CĐ công ty mẹ (tỷ VND)	534	883	474	771
EPS (VND)	1,756	2,992	1,648	2,679
Thay đổi EPS (%)	-16.2	70.4	-44.9	62.6
P/E (x)	14.4	9.7	17.1	10.5
P/B (x)	1.2	1.8	1.7	1.6
ROE (%)	13%	19%	10%	15%
Tỷ suất cổ tức (%)	12%	6%	4%	7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

## KẾT QUẢ KINH DOANH 3Q2023

### Doanh thu và lợi nhuận 3Q2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

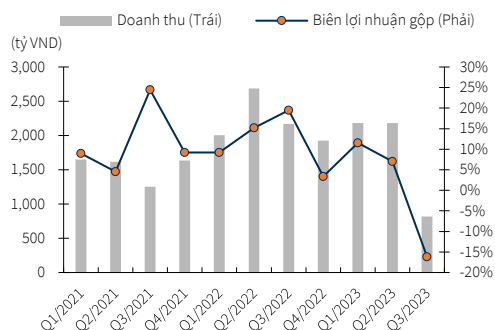
Doanh thu 3Q2023 của NT2 đạt 816 tỷ VND (-62.3% yoy). LNST ghi nhận lỗ 123.77 tỷ VND. KQKD Quý 3/2023 suy giảm mạnh so với cùng kỳ do NT2 bắt đầu đại tu nhà máy từ 7/9 đến 31/10 khiến phải dừng tổ máy nên ảnh hưởng nhiều đến sản lượng điện đầu ra trong kỳ.

Luỹ kế 9M2023, sản lượng điện của NT2 đạt 2,494 triệu kWh (-19% yoy). Biên lợi nhuận gộp 9 tháng của NT2 chỉ đạt 5%, thấp hơn so với cùng kỳ 2022 (15%).

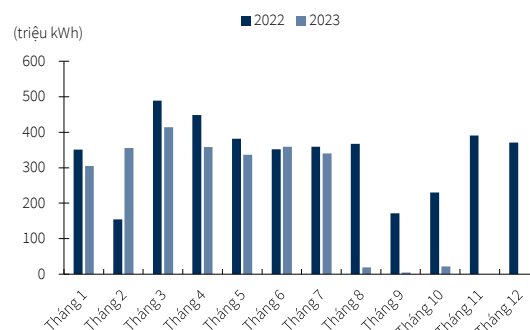
**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

tỷ VND	9M2022	9M2023	+/-%YoY	Chú thích
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>3,073</b>	<b>2,494</b>	<b>-19%</b>	Sản lượng điện 9M2023 suy giảm mạnh do (1) Trong Q2/2023, NT2 phải đốt kèm dầu DO do tình trạng thiếu khí (2) NT2 bắt đầu đại tu nhà máy từ 7/9 đến 31/10 nên ảnh hưởng đến sản lượng điện
Sản lượng điện theo hợp đồng (Qc)	2,615	2,550	-2%	
<b>Giá khí trung bình (USD/MMBTU)</b>	<b>9.86</b>	<b>9.03</b>	<b>-8%</b>	Giá khí đầu vào giảm cùng chiều với giá dầu, tuy nhiên chậm hơn so với dự báo của chúng tôi. Nguyên nhân do giá dầu có dấu hiệu tăng trở lại trong 3Q2023, kéo theo giá khí trong Quý 3 đạt trung bình 9.2571 USD/mmBTU (+1% yoy).
<b>Giá bán điện trung bình (VNĐ/kWh)</b>	<b>2,125</b>	<b>2,109</b>	<b>-1%</b>	Giá bán điện trung bình giảm nhẹ do (1) giá đầu vào đi xuống tính từ đầu năm (2) Giá điện CGM suy giảm so với cùng kỳ, đặc biệt giảm mạnh trong Quý 3/2023.
<b>Doanh thu</b>	<b>6,863</b>	<b>5,182</b>	<b>-24%</b>	Doanh thu bị ảnh hưởng bởi giá bán và sản lượng điện thương phẩm
Giá vốn hàng bán	-5,846	-4,900	-16%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,017</b>	<b>282</b>	<b>-72%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>15%</b>	<b>5%</b>		
Chi phí SG&A	-247	-54	-78%	
% SG&A/doanh thu	4%	1%	-71%	
LN từ HĐKD	768	280	-64%	
Thu nhập tài chính	6	75	1219%	Doanh thu tài chính tăng nhờ doanh thu tiền gửi ngân hàng
Chi phí tài chính	-7.55	-22.59	199%	
Thu nhập khác (ròng)	0.32	0.00	-100%	
<b>LN trước thuế</b>	<b>768</b>	<b>280</b>	<b>-64%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>724</b>	<b>254</b>	<b>-65%</b>	

Nguồn: NT2, KBSV

**Biểu đồ 2. Kết quả kinh doanh của NT2 giai đoạn 2021-2023**

Nguồn: NT2, KBSV

**Biểu đồ 3. Sản lượng điện thương phẩm của NT2 giai đoạn 2022-2023**

Nguồn: NT2, KBSV

**NT2 hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn trong 2024**

Theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu (IRI), El Nino có xác suất cao sẽ diễn ra trong năm 2024 trước khi chuyển sang pha trung tính. Điều này đồng nghĩa với nền nhiệt cao hơn, thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ điện. Bên cạnh đó, El Nino tiếp diễn còn ảnh hưởng đến đến lượng mưa và mực nước của các hồ thủy điện, khiến huy động cho thủy điện sẽ giảm đi mở ra dư địa cho các nhà máy điện khác. Trong 10M2023, tỷ lệ huy động của thủy điện đạt 28.5% trên tổng nguồn điện, giảm 8% so với cùng kỳ 2022 (36.5%). Chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ còn duy trì đến hết năm 2024. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng thận trọng cho sản lượng năm 2024 trong bối cảnh vẫn tồn tại rủi ro thiếu khí (do các mỏ khí trong nước dần cạn kiệt) và NT2 có thể gặp cạnh tranh từ nhóm năng lượng tái tạo.

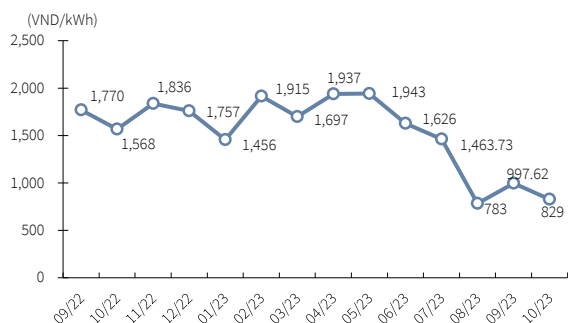
**NT2 đã trải qua giai đoạn khó khăn và kỳ vọng phục hồi vào năm 2024**

NT2 kỳ vọng vượt qua giai đoạn khó khăn trong Q3/2023 và bước vào phục hồi trong 2024 khi (1) Nhà máy đã hoàn thành đại tu và sẵn sàng cho huy động trở lại (2) LNG nhập khẩu dự kiến sẽ có mặt tại thị trường trong năm 2024 thông qua kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 1, giảm đáng kể nguy cơ thiếu khí khi các mỏ khí trong nước dần cạn kiệt (3) Hưởng lợi từ El Nino tiếp diễn thúc nhu cầu điện tăng và mở ra dư địa huy động nhiều hơn cho các nhà máy nhiệt điện.

**NT2 sẽ hết khấu hao máy móc thiết bị từ năm 2026**

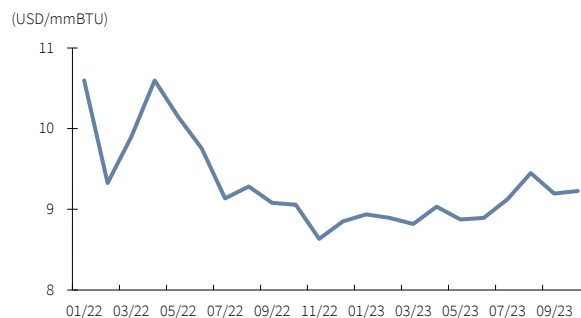
Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của NT2 sẽ được cải thiện nhờ hết khấu hao máy móc vào năm 2026. Trong năm 2022, chi phí khấu hao tài sản cố định chiếm khoảng 9% tính theo chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố. Trong đó, chi phí khấu hao nhà xưởng và khấu hao máy móc lần lượt là 149 tỷ VND và 538 tỷ VND. Tài sản cố định đang được khấu hao theo phương pháp đường thẳng dựa trên thời gian hữu dụng ước tính. Cụ thể, phần máy móc sẽ được tính khấu hao từ 5-14 năm từ ngày vận hành thương mại (2011). Theo ước tính, NT2 kỳ vọng sẽ hết khấu hao vào năm 2026 từ đó cải thiện mạnh lợi nhuận và thêm nhiều dư địa để chi trả cổ tức.

**Biểu đồ 4. Diễn biến giá điện toàn phần bình quân 2022-2023 (VND/kWh)**



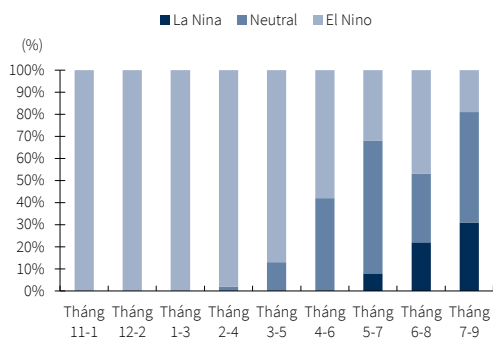
Nguồn: GENCO3, KBSV

**Biểu đồ 5. Diễn biến giá khí đầu vào của Nhơn Trạch 2 đã giảm tương đối so với năm 2022 (USD/mmBTU)**



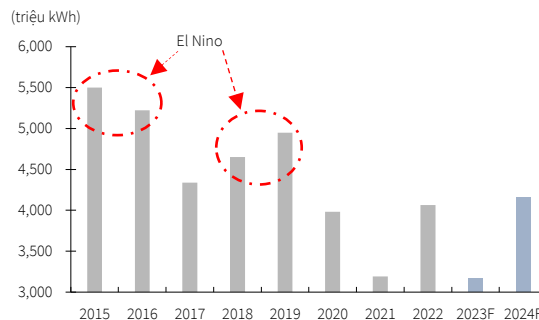
Nguồn: NT2, KBSV

**Biểu đồ 5. Hình thái thời tiết xác suất cao sẽ tiếp diễn pha El Nino trong 2024**



Nguồn: IRI, KBSV

**Biểu đồ 6. Sản lượng điện thương phẩm của NT2 kỳ vọng phục hồi trong năm 2024**



Nguồn: NT2, KBSV

## Dự phóng và định giá

**Bảng 7. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/- %YoY	Chú thích
<b>Sản lượng (triệu kWh)</b>	<b>4,065</b>	<b>3,168</b>	-22%	<b>4,154</b>	31%	- Sản lượng điện thương phẩm cả năm 2023 sẽ đạt 2,168 triệu kWh (-22% YoY) do NT2 tiến hành đại tu nhà máy định kỳ sau 100,000 giờ EOH (giờ vận hành tương đương) các tổ máy, hệ thống, thiết bị phụ trợ. - Sản lượng năm 2024 sẽ phục hồi trở lại do (1) NT2 đã hoàn thành xong đại tu tổ máy (2) Hưởng lợi khi El Nino tiếp diễn.
Sản lượng điện theo hợp đồng (Qc)	3,473	3,010	-13%	3,530	17%	
Sản lượng điện bán trên thị trường CGM (Qm)	592	158	-73%	623		
<b>Giá khí trung bình (USD/MMBTU)</b>	<b>9.18</b>	<b>8.72</b>	-5%	<b>8.72</b>	0%	- Điều chỉnh giá khí đầu vào trung bình đạt 8.72 USD/MMBTU (-7% YoY) do giá định giá dầu Brent giảm so với 2022, và giá định giá khí đi ngang trong 2024.
<b>Giá bán điện trung bình (VNĐ/kWh)</b>	<b>2,081</b>	<b>2,158</b>	4%	<b>2,066</b>	-4%	- Giá điện trung bình trong năm 2023 tăng nhẹ do sản lượng điện Qc chiếm tỷ trọng lớn hơn
<b>Doanh thu</b>	<b>8,788</b>	<b>6,836</b>	-22%	<b>8,580</b>	26%	
Giá vốn hàng bán	7,706	6,332	-18%	7,618	20%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,082</b>	<b>505</b>	-53%	<b>963</b>	91%	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>12.3%</b>	<b>7.4%</b>		<b>11.2%</b>		
Chi phí SG&A	-131	-92	-30%	-116	26%	
% SG&A/doanh thu	1.50%	1.35%		1.35%		
LN từ HĐKD	957	413	-57%	714	73%	
Thu nhập tài chính	24	109	348%	158	45%	- Thu nhập tăng do giá định lãi từ tiền gửi tăng lên
Chi phí tài chính	-18	-33	86%	-11	-67%	
Thu nhập khác (ròng)	-14	0		0		
<b>LN trước thuế</b>	<b>943</b>	<b>505</b>	-46%	<b>877</b>	74%	- Lợi nhuận 2023 suy giảm do (1) điều chỉnh chi phí dự phóng cao hơn vì NT2 có tháng phải chạy bằng dầu DO do thiếu khí (2) NT2 đại tu các tổ máy.
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>883</b>	<b>474</b>	-46%	<b>771</b>	63%	

Nguồn: NT2, KBSV

**Phương pháp định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và EV/EBITDA với tỷ lệ 50% cho mỗi phương pháp để đưa ra khuyến nghị **NẮM GIỮ** cho NT2 với mức giá mục tiêu là 27,700 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 11% so với giá đóng cửa 24,900 VNĐ/cổ phiếu ngày 06/12/2023.

**Bảng 8. Định giá theo phương pháp FCFF**

Chi phí vốn CSH	13.2%	Tổng giá trị hiện tại	7,278
Lãi suất phi rủi ro	5.0%	Giá trị VCSH	7,981
Phần bù rủi ro	8.2%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	287.9
Beta	1.00	Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	27,720

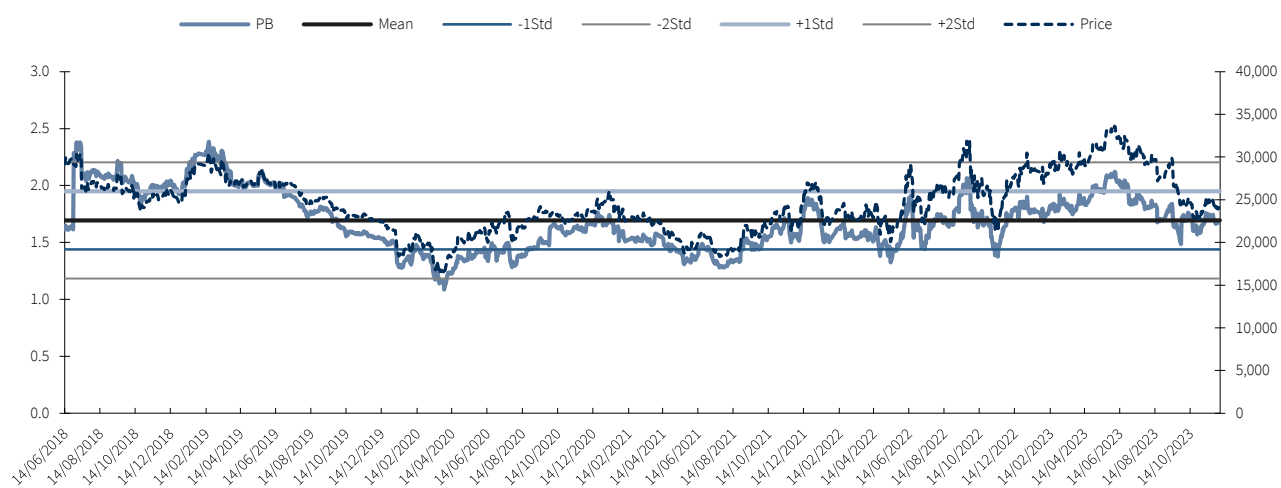
Nguồn: KBSV ước tính

Bảng 9. Tổng hợp định giá NT2

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	27,737	50%	13,868
EV/EBITDA (6x)	27,726	50%	13,863
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>27,700</b>
Giá hiện tại (06/12/2023)			24,900
Upside			11%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 10. Diễn biến P/B của NT2 giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV



## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khoảng phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhdt@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tiens@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn



## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.