

**CTCP Điện Lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2)**

**Trung lập (từ Khả quan)**

**ĐIỂN**

Giá hiện tại	VND25.950
Cao nhất/ Thấp	VND33.600/VND22.450
Giá mục tiêu	VND27.100
Giá mục tiêu trước đó	VND28.300
Consensus	-4,7%
Tiềm năng tăng giá	4,4%
Tỷ suất cổ tức	5,7%
Tổng tỷ suất sinh lời	10,1%

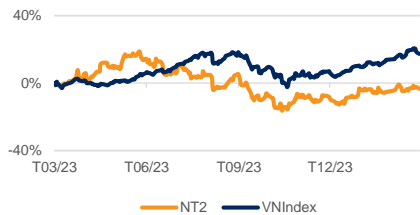
Triển vọng	Kém khả quan
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Kém khả quan</a>

Thị giá vốn (tr USD)	306
GTGD BQ 3 tháng (tr USD)	0,84
Sở hữu NN (tr USD)	195
Số CP lưu hành (tr)	288
Số CP sau pha loãng (tr)	288

	NT2	DN cùng ngành	VNI
P/E trượt	16,3	19,5	14,7
P/B hiện tại	1,7	1,5	1,8
ROA	6,2%	3,6%	2,0%
ROE	10,4%	6,2%	12,1%

\*dữ liệu ngày 08/03/2024

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
NT2	2,8%	4,8%	-3,2%
VNINDEX	6,2%	12,1%	22,9%

**Cơ cấu sở hữu**

PetroVietnam Power	59,4%
CFTD Technologies	8,3%
Khác	32,3%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Đi vào hoạt động vào tháng 10/2011, Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện khí chu trình hỗn hợp với công suất thiết kế 750MW. Nhà máy được trang bị công nghệ tiên tiến, là một trong những nhà máy điện có hiệu suất nhiệt cao nhất cả nước, đóng góp đáng kể cho nhu cầu năng lượng và phát triển công nghiệp của Việt Nam.

**Chuyên viên phân tích**



**Nguyễn Việt Minh Tú**

Tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn

**Triển vọng 2024 ảm đạm do kế hoạch huy động thấp**

- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 4,4% và tỷ suất cổ tức 5,7%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu 4,2% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 11,0% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu thấp hơn phản ảnh điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2024-25 chủ yếu do giảm mạnh giá định sản lượng huy động của NT2.
- Mặc dù P/E 12 tháng của NT2 là 16,3x, thấp hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành (19,5x), chúng tôi cho rằng mức định giá này phản ánh hợp lý những thách thức của NT2 trong ngắn hạn.

**Điểm nhấn tài chính**

- LN ròng năm 2023 giảm 44% svck xuống còn 496 tỷ đồng do sản lượng thấp và chi phí vận hành & bảo trì cao.
- Thu nhập tài chính ròng đóng góp 14,5% vào LN ròng. Số dư tiền gửi ròng 900 tỷ đồng ở cuối năm 2023 sẽ tiếp tục hỗ trợ cho thu nhập.
- Chúng tôi dự phóng sản lượng năm 2024 sẽ đi ngang so với nền thấp của năm 2023, sau đó tăng trở lại 11,4% svck trong năm 2025 với mức tăng trưởng LN ròng lần lượt -75,5%/171,8% svck.
- Chi phí sản xuất tăng trong khi giá bán bình quân giảm sẽ khiến biên LN của NT2 giảm xuống 2,4% (-5,6 điểm % svck).

**Luân điểm đầu tư**

**Triển vọng ngắn hạn ảm đạm do sản lượng kế hoạch huy động năm 2024 thấp**

Trung tâm điều độ hệ thống điện quốc gia dự kiến huy động 1,3 tỷ kWh từ NT2 trong năm 2024 do nguồn cung khí thấp và cạnh tranh từ điện than và năng lượng tái tạo. Điều này được dự báo trước bởi kế hoạch cung cấp khí/than cho sản xuất điện duyệt bởi BCT từ đầu năm nay, thể hiện ở việc cắt giảm 20% sản lượng khí cho điện đồng thời tăng 18% sản lượng than. Do đó, chúng tôi dự phóng sản lượng điện năm 2024 đi ngang so với mức nền thấp năm 2023, đạt 2.870 triệu kWh, sau đó hồi phục 11,4% vào năm 2025 với sản lượng 3.211 triệu kWh.

**Chi phí sản xuất tăng cản trở khả năng cạnh tranh của NT2**

Chúng tôi kỳ vọng chi phí sản xuất bình quân năm 2024 tăng 1,6% svck do 1) giá dầu Brent tăng nhẹ và tỷ trọng đầu vào của các mỏ khí trong nước có chi phí cao tăng và 2) mức sản lượng thấp hơn sẽ làm giảm hiệu quả kinh tế theo quy mô của nhà máy. Cơ cấu chi phí tăng cao này sẽ tác động tiêu cực đến khả năng cạnh tranh của NT2 so với các nguồn điện khác.

**Sản lượng thấp gây ảnh hưởng đến giá bán điện bình quân**

Giá bán bình quân của NT2 dự kiến sẽ giảm 3,5% svck trong năm 2024 do được giao sản lượng hợp đồng (Qc) thấp. Do giá điện khí hợp đồng cao hơn giá thị trường, sự thay đổi này sẽ làm giảm giá bán bình quân của NT2.

**Định giá hợp lý trong bối cảnh LN ròng năm 2024 sụt giảm**

Nhờ chi phí khấu hao cao, EV/EBITDA 12 tháng của NT2 ở mức 5,8 lần, thấp hơn mức trung bình (11,9 lần) và trung vị (7,3 lần) các công ty cùng ngành. NT2 giao dịch ở mức P/E trượt là 16,3 lần, thấp hơn mức trung bình 19,5 lần của các công ty trong ngành. Tuy nhiên, mức định giá này cũng phản ánh phần nào triển vọng ngắn hạn đầy thách thức của NT2 với dự báo LN ròng năm 2024 giảm 75,5% svck.

	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng DT thuần	(27,4%)	(5,8%)	8,5%	31,9%
Tăng trưởng EPS	(43,9%)	(75,5%)	171,8%	231,4%
Biên lợi nhuận gộp	8,0%	2,4%	6,4%	15,7%
Biên LN ròng	7,8%	2,0%	5,1%	12,7%
P/E (x)	15,21	62,03	22,82	6,89
Rolling P/B (x)	1,73	1,90	1,95	1,65
ROAE	11,1%	1,0%	8,6%	24,0%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(21,8%)	(28,4%)	(19,6%)	(24,0%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

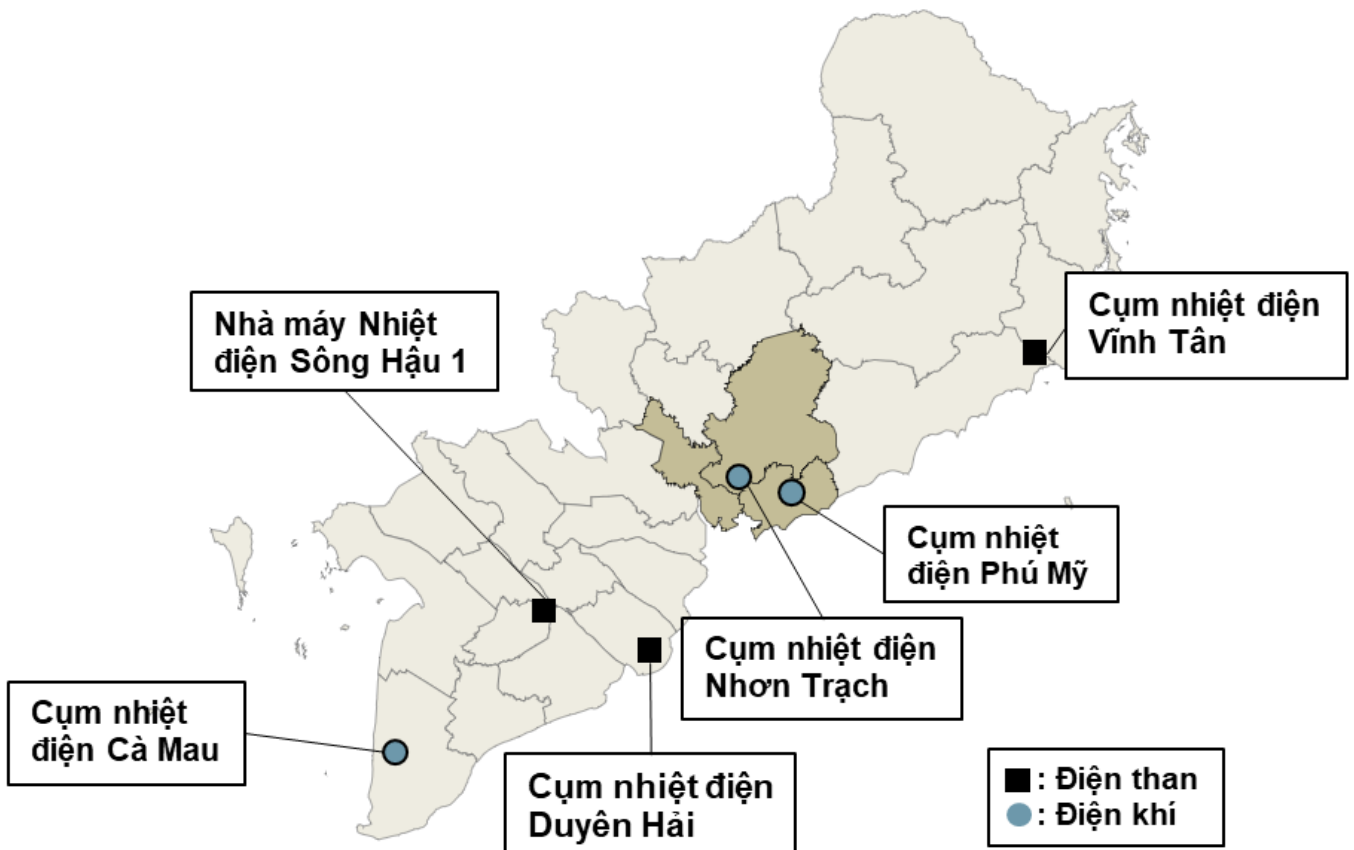
### Nhà máy điện chủ chốt ở khu vực kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ

Đi vào hoạt động từ năm 2011, Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện hiệu suất cao có vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng tăng của vùng kinh tế Nam Bộ. Được điều hành bởi CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 thuộc Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PVPower), nhà máy được vận hành bởi nguồn lực chất lượng cao được đào tạo bài bản ở trong và ngoài nước và có nhiều năm kinh nghiệm.

Với công suất thiết kế 750 MW, Nhơn Trạch 2 xếp thứ ba trong số các nhà máy điện khí ở Việt Nam về công suất. Nhà máy cũng có hiệu suất nhiệt đáng chú ý là 58%, nhờ sử dụng tua bin khí tiên tiến Siemens nhập khẩu từ Đức. Công nghệ tiên tiến của nhà máy đảm bảo hiệu suất vận hành tối ưu và khả năng sản xuất điện năng ổn định. NT2 cũng có khả năng thay đổi phụ tải trong dải công suất rộng, đây là tính năng không phải nhà máy điện nào cũng có được. Khả năng nói trên của NT2 đặc biệt quan trọng khi tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh do góp phần ổn định hệ thống điện Quốc gia.

Nhà máy của NT2 nằm tại Khu công nghiệp Ông Kèo, Nhơn Trạch, Đồng Nai, gần khu vực giao nhau sông Đồng Tranh và sông Lòng Tàu. Khu công nghiệp này nằm trong tam giác kinh tế TP. Hồ Chí Minh - Đồng Nai - Bà Rịa Vũng Tàu và ở gần các khu vực tiêu thụ điện lớn hơn so với các nhà máy điện khác như Vĩnh Tân hoặc Duyên Hải, giúp giảm thiểu tổn thất truyền tải điện và hỗ trợ việc huy động sản lượng.

Hình 1: Vị trí của Nhơn Trạch 2 (cụm Nhơn Trạch) và một vài cụm nhiệt điện khác



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: KQKD Q4 ấn tượng kết thúc một năm ảm đạm

Hình 2: KQKD Q4/23 và cả năm 2023

tỷ đồng	Q4/23	%svck	2023	%svck	sv dự phóng cả năm
Giá bán bình quân (VND/kWh)	3.030	55,9%	2.203	6,0%	104%
Sản lượng điện (triệu kWh)	502	-60,1%	2.896	-28,8%	92%
Doanh thu	1.201	-37,6%	6.383	-27,4%	96%
LN gộp	227	249,6%	509	-53,0%	113%
Chi phí bán hàng & QLDN	-10	NA	45	-66,0%	55%
Thu nhập tài chính ròng	20	137,2%	72	988,5%	127%
Lợi nhuận trước thuế	257	46,4%	536	-43,1%	137%
Lợi nhuận ròng công ty mẹ	240	50,2%	496	-43,9%	127%
Biên LN gộp	18,9%	15,5 điểm %	8,0%	-4,3 điểm %	1,2 điểm %
Biên LN ròng	20,0%	11,7 điểm %	7,8%	-2,3 điểm %	1,9 điểm %

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### NT2 ghi nhận huy động hạn chế trong Q4/23

Sản lượng điện của NT2 trong Q4/23 sụt giảm đáng kể 60,1% svck xuống còn 502 triệu kWh. Mức sụt giảm này chủ yếu do các nguyên nhân: (1) cạnh tranh từ nhiệt điện than và năng lượng tái tạo và (2) sản lượng thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng. Do đó, NT2 chỉ được huy động 54% sản lượng kế hoạch trong Q4/23, dẫn đến doanh thu giảm 37,6% svck xuống còn 1.201 tỷ đồng.

Cả năm 2023, nhu cầu tiêu thụ điện yếu kết hợp với việc nhà máy đại tu trong tháng 9-10 đã khiến tổng doanh thu giảm 27,4% svck xuống còn 6.383 tỷ đồng, phù hợp với dự phóng của chúng tôi.

### Biên LN gộp Q4/23 tăng nhờ bồi thường do nhà máy huy động dưới sản lượng hợp đồng

LN ròng của NT2 ghi nhận sự cải thiện đáng kể trong quý cuối năm 2023, chủ yếu nhờ biên LN gộp tăng mạnh. Biên LN gộp Q4/23 tăng vọt lên 18,9%, từ mức 3,4% của cùng kỳ năm ngoái. Điều này dẫn đến LN gộp tăng gần gấp ba lần, lên 227 tỷ đồng. Nguyên nhân chính của sự tăng vọt này đến từ khoản bồi thường do nhà máy được huy động thấp hơn nhiều so với sản lượng kế hoạch trong Q4/23. Sự tăng trưởng này là yếu tố chính thúc đẩy LN ròng Q4/23 của NT2 tăng trưởng 50,2% svck, đạt 240 tỷ đồng.

### Doanh thu hoạt động tài chính cao hỗ trợ KQKD tích cực trong Q4/23

KQKD ấn tượng của NT2 trong Q4/23 một phần được thúc đẩy bởi doanh thu hoạt động tài chính (HĐTC) gia tăng đồng thời chi phí tài chính giảm. Tăng trưởng lãi tiền gửi đã thúc đẩy đáng kể doanh thu HĐTC, tăng 71,3% svck lên 32 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí tài chính giảm 16,3% svck, dẫn đến mức tăng đáng chú ý 137% svck của doanh thu HĐTC ròng trong Q4/23. Ngược lại, chi phí QLDN tăng 106,7 tỷ đồng svck. Nguyên nhân đến từ việc trong Q4/22 đã ghi nhận khoản thu hồi nợ xấu 146 tỷ đồng.

### KQKD năm 2023: vượt dự phóng

LN ròng NT2 trong Q4/23 ấn tượng, phần nào xoa dịu cho một năm 2023 ảm đạm. LN cả năm giảm 43,9% svck, nhưng vẫn vượt 27% dự phóng của chúng tôi.

## Triển vọng 2024-25: Triển vọng 2024 ảm đạm do kế hoạch huy động thấp

Hình 3: Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-25

Tỷ VND	Cũ			Mới				Nhận xét
	2023	2024	2025	2024	% th. đổi	2025	% th. đổi	
Sản lượng (tr kWh)	2.889	3.895	3.963	2.870	-26%	3.211	-19%	Điều chỉnh giảm 26%/19% sản lượng điện giai đoạn 2024-25 xuống còn 2,870/3,075 triệu kWh do chúng tôi kỳ vọng NT2 chỉ được huy động hạn chế trong năm 2024 do 1) cạnh tranh từ điện than và năng lượng tái tạo và 2) thiếu khí.
% svck	-29%	+35%	+2%	-1%		+12%		
Giá bán bình quân (VND/kWh)	2.209	2.172	2.024	2.095	-4%	2.030	+0%	Chúng tôi giảm 3,5% giá bán bình quân năm 2024 do kỳ vọng tỷ trọng sản lượng hợp đồng thấp.
<b>Doanh thu</b>	<b>6.383</b>	<b>8.459</b>	<b>8.022</b>	<b>6.012</b>	<b>-29%</b>	<b>6.520</b>	<b>-19%</b>	
% svck	-27%	+33%	-5%	-6%		+8%		
LN gộp	509	822	771	143	-83%	420	-46%	
Chi phí BH&QLDN	-45	-114	-109	-81	-29%	-88	-19%	
EBIT	464	708	662	62	-91%	331	-50%	
Chi phí tài chính	-34	-41	-41	-44	+9%	-40	-3%	Điều chỉnh chi phí tài chính phù hợp với BCTC.
Thu nhập tài chính	107	90	119	110	+22%	97	-18%	Điều chỉnh thu nhập tài chính phù hợp với BCTC.
<b>LN ròng</b>	<b>496</b>	<b>707</b>	<b>617</b>	<b>122</b>	<b>-83%</b>	<b>330</b>	<b>-46%</b>	
% svck	-44%	+43%	-13%	-75%		+172%		
EPS (VND/cp)	1.722	2.456	2.145	422	-83%	1.148	-46%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

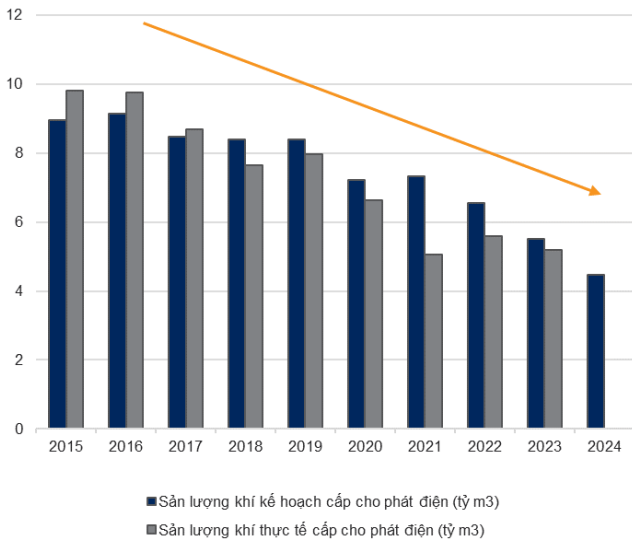
### Điện khí dần mất ưu thế so với điện than và năng lượng tái tạo

So với điện than và năng lượng tái tạo, điện khí đang có triển vọng kém thuận lợi hơn trong năm nay. Điều này thể hiện rõ qua kế hoạch sản lượng huy động của NT2 năm nay tiếp tục ở mức thấp. Chúng tôi cho rằng sự điều này đến từ hai yếu tố chính: 1) giảm nguồn cung khí từ các mỏ khí ngoài khơi Đông Nam Bộ, 2) giá than ổn định, hỗ trợ huy động điện than và 3) sự gia tăng nguồn năng lượng tái tạo. Việc A0 giao kế hoạch ở mức thấp báo hiệu NT2 sẽ nhận huy động hạn chế trong năm nay. Mối lo ngại này đã thành hiện thực vào tháng 1, khi NT2 không nhận được sản lượng hợp đồng từ A0. Hậu quả là nhà máy chỉ sản xuất được 18,6 triệu kWh trong tháng 1, giảm mạnh 94% svck.

Tình trạng này phù hợp với kế hoạch của Bộ Công Thương (BCT) từ ưu tiên sử dụng điện than so với điện khí, ít nhất là trong năm nay, thể hiện qua kế hoạch sản lượng khí cấp cho phát điện năm 2024 thấp hơn khoảng 20% svck, trong khi kế hoạch sản lượng than cao nhất từ trước đến nay, đạt 74 triệu tấn, tương ứng mức tăng 18% svck.

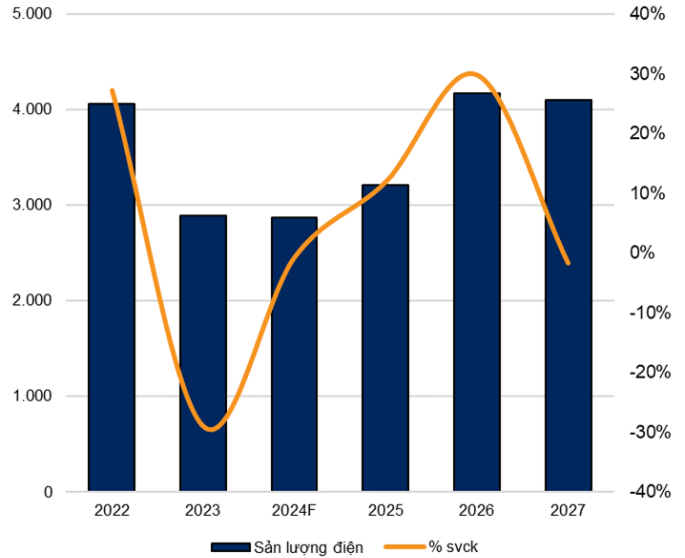
Do đó, dự báo NT2 hồi phục trước đây của chúng tôi cần được điều chỉnh. Hiện tại, chúng tôi dự phóng sản lượng điện năm 2024 sẽ đi ngang so với mức nền thấp của năm 2023, sau đó sẽ hồi phục 11,4% vào năm 2025. Điều này dẫn đến điều chỉnh dự phóng sản lượng năm đạt lần lượt là 2.870 triệu kWh và 3.211 triệu kWh cho giai đoạn 2024-25. Mặc dù dự kiến phục hồi vào năm 2025, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ gặp nhiều thách thức trong năm nay.

**Hình 4: Sản lượng khí kế hoạch cấp cho phát điện có xu hướng giảm kể từ năm 2015 (Đơn vị: tỷ m<sup>3</sup>)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PV GAS

**Hình 5: Sản lượng điện NT2 sẽ đi ngang vào năm 2024 rồi dần dần phục hồi từ năm 2025.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

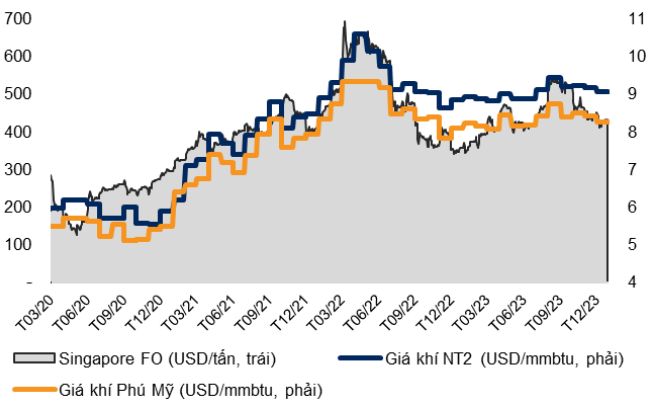
**Chi phí sản xuất tăng và giá bán bình quân thấp hơn gây áp lực lên biên lợi nhuận của NT2**

Theo báo cáo [cập nhật GAS gần đây](#), chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent năm 2024 ở mức 83 USD/thùng, cao hơn nhẹ so với mức 82 USD/thùng của năm 2023, do nhu cầu toàn cầu tăng trưởng chậm. Tuy nhiên, giá dầu cao thường gây tác động tiêu cực cho các nhà máy điện, dẫn đến tăng chi phí sản xuất bình quân.

Chúng tôi dự phóng chi phí sản xuất bình quân năm 2024 của NT2 sẽ tăng 1,6% so với cùng kỳ, đến từ các yếu tố: 1) giá dầu cao hơn và tỷ trọng khí từ các mỏ có chi phí cao tăng; và 2) mức sản lượng thấp. Cơ cấu chi phí tăng cao này sẽ tác động tiêu cực đến khả năng cạnh tranh của NT2 so với các nguồn điện khác.

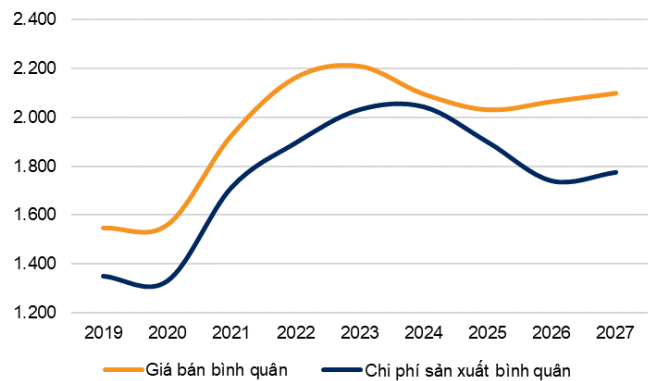
Chúng tôi dự báo giá bán bình quân của NT2 sẽ giảm 5,2% svck trong năm 2024. Sự sụt giảm này chủ yếu là do giả định tỷ trọng sản lượng hợp đồng thấp.

**Hình 6: Giá khí đã giảm từ mức đỉnh 2022 nhưng vẫn ở vùng cao do giá dầu FO neo cao trong khi chi phí khai thác các mỏ nội địa ngày càng đắt đỏ**



Nguồn: GENCO3, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng biên LN gộp của NT2 sẽ giảm trong năm 2024, với chi phí sản xuất bình quân tăng trong khi giá bán bình quân lại giảm (Đơn vị: đồng/kWh)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Dự báo lợi nhuận sẽ giảm trong năm 2024**

Chúng tôi dự phóng LN ròng của NT2 trong năm 2024 sẽ giảm mạnh 75,5% svck, xuống còn 122 tỷ đồng do:

- Tỷ lệ sử dụng của NT2 tiếp tục duy trì ở mức thấp 42% do dự kiến huy động thấp.
- Giả định tỷ trọng sản lượng hợp đồng thấp dẫn đến giá bán bình quân giảm, trong khi giá dầu Brent được giả định tăng nhẹ khiến chi phí sản xuất bình quân tăng. Sự kết hợp của các yếu tố này làm giảm biên LN gộp của NT2.

Tuy nhiên, LN ròng trong năm 2025 dự kiến sẽ phục hồi 171,8% svck lên 330 tỷ đồng nhờ:

- Sản lượng điện hồi phục 11,9% svck từ mức nền thấp.
- Giá khí đầu vào giảm (dựa trên giả định giá dầu Brent của 2025 giảm 3,6% so với 2024).

## Định giá

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu 27.100đ/cp

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn là 27.100đ/cp sau khi hạ 83%/46% dự phóng EPS giai đoạn 2024-25, đồng thời áp dụng giả định WACC thấp hơn. Chúng tôi hạ lãi suất phi rủi ro từ 2,7% xuống 2,24% (dựa trên lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm) và hạ phần bù rủi ro từ 9,6% xuống 9,0%, theo cập nhật [gần đây của Damodaran](#)). Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF 10 năm thay vì kết hợp giữa phương pháp DCF và EV/EBITDA được dùng trong các báo cáo trước đây. Lý do là vì EBITDA giai đoạn 2024-25 dự kiến giảm đáng kể, dẫn đến mức định giá không hợp lý cho NT2.

Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy tiềm năng tăng giá của NT2 đang khá hạn chế (4,4%), chỉ ra rằng định giá hiện tại của NT2 là hợp lý.

Hình 8: Định giá DCF – Tóm tắt định giá dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
EBITDA	768	858	1.390	1.363	1.310	1.345	1.314	1.240	1.163	1.085	1.005
(-) Chi phí khấu hao	(706)	(526)	(155)	(156)	(157)	(158)	(159)	(124)	(11)	(11)	(11)
EBIT	62	331	1.235	1.207	1.153	1.187	1.155	1.116	1.152	1.074	993
(-) Thuế	(9)	(50)	(185)	(181)	(173)	(178)	(173)	(167)	(173)	(161)	(149)
Thuế (%)	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
EBIAT	53	282	1.050	1.026	980	1.009	982	948	979	913	844
(+) Chi phí khấu hao	706	526	155	156	157	158	159	124	11	11	11
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(72)	(782)	(503)	(192)	67	(49)	(191)	(48)	(48)	(31)	(26)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>FCFF</b>	<b>686</b>	<b>25</b>	<b>701</b>	<b>990</b>	<b>1.203</b>	<b>1.117</b>	<b>949</b>	<b>1.023</b>	<b>942</b>	<b>893</b>	<b>828</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>											<b>6.975</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Giả định DCF

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro, bloomberg, 10 năm	2,2%
Beta bloomberg	1,1
Phần bù rủi ro (ERP)	9,0%
Chi phí vốn - ke	12%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	9,5%
Tăng trưởng dài hạn	0,0%
Tỷ lệ nợ trên vốn	10%
<b>WACC</b>	<b>11,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Định giá DCF

Định giá DCF	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	6.900
(-) Nợ	(1.200)
(+) Tiền mặt	2.102
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	7.801
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	7.801
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
<b>Giá trị mỗi cổ phần làm tròn (đ/cp)</b>	<b>27.100</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dự liệu ngày 08/03/2024)

Tên công ty	Mã CK Bloomberg	Vốn hóa triệu USD	Nợ ròng/ VCSH (%)	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE (%)	
				Trượt	2024	Hiện tại	2024	Trượt	2024	Hiện tại	2024
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>											
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	10.113,0	25,1	56,5	46,5	4,5	4,2	24,0	18,1	8,2	9,3
First Gen Corp	FGEN PM Equity	1.266,3	(3,0)	3,1	4,3	0,5	0,4	3,0	3,2	13,6	11,2
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	2.374,1	N/A	13,1	11,7	1,2	1,2	N/A	N/A	9,7	10,6
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	645,1	(5,8)	N/A	11,8	0,6	0,5	10,9	4,2	-14,4	4,9
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>											
PVPower	POW VN Equity	1.123,9	(18,8)	25,8	22,5	0,9	N/A	7,7	5,8	3,5	3,9
GENCO3	PGV VN Equity	1.019,2	3,0	18,9	9,2	1,6	N/A	6,9	N/A	8,1	15,4
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	279,4	(7,9)	12,6	14,4	1,1	1,5	4,6	4,5	8,7	8,5
CTCP Điện Gia Lai	QTP VN Equity	273,4	23,9	8,8	8,5	1,1	1,1	3,7	4,0	12,4	12,7
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	49,5	5,1	16,9	N/A	1,0	N/A	34,5	N/A	5,9	N/A
<i>Trung bình</i>				<i>19,5</i>	<i>16,1</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>	<i>11,9</i>	<i>6,6</i>	<i>6,2</i>	<i>9,6</i>
<i>Trung vị</i>				<i>15,0</i>	<i>11,7</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>	<i>7,3</i>	<i>4,4</i>	<i>8,2</i>	<i>10,0</i>
<b>Nhon Trạch 2</b>	<b>NT2 VN Equity</b>	<b>308,4</b>	<b>2,5</b>	<b>16,3</b>	<b>62,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>5,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>3,1</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Phân tích độ nhạy giá dầu Brent và sản lượng điện trên giá mục tiêu DCF

		Sản lượng huy động (triệu kWh)					
		Cơ sở					
Giá dầu Brent (USD/thùng)	Cơ sở		2.296	2.583	<b>2.870</b>	3.157	3.444
		79	26.400	26.800	27.200	27.600	28.000
		81	26.300	26.800	27.200	27.600	27.900
		<b>83</b>	<b>26.300</b>	<b>26.700</b>	<b>27.100</b>	<b>27.500</b>	<b>27.900</b>
		85	26.200	26.700	27.100	27.500	27.800
		87	26.200	26.600	27.000	27.400	27.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

### Động lực tăng giá:

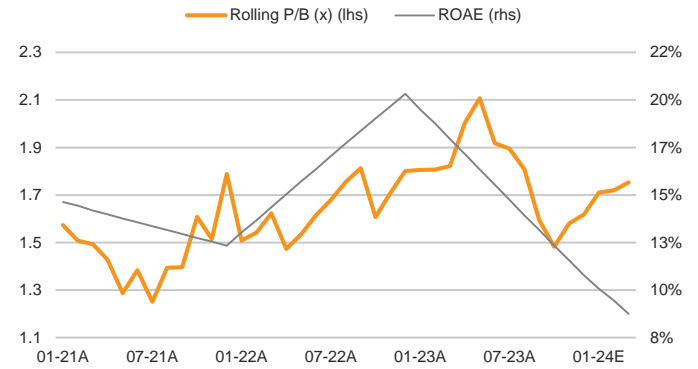
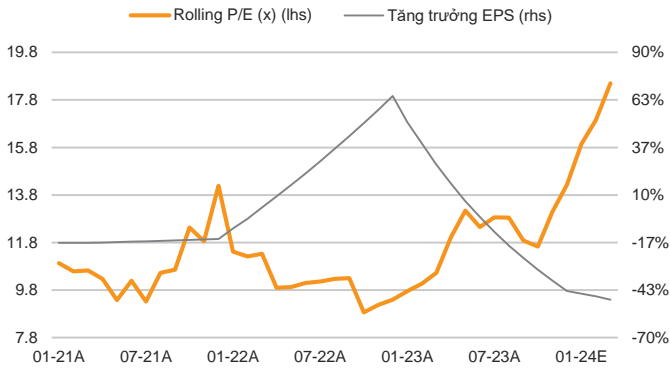
- NT2 đàm phán lại thành công để có nhận được Qc cao hơn.
- Nhu cầu điện phục hồi mạnh và nhanh hơn dự kiến, hỗ trợ huy động điện mạnh mẽ hơn..

### Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu điện tăng trưởng thấp gây tổn hại đến sản lượng huy động NT2.
- Cạnh tranh cao hơn dự kiến từ thủy điện (khi La Nina có thể quay trở lại trong nửa cuối năm 2024) và các nguồn điện khác như nhiệt điện than và năng lượng tái tạo.



**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(VNDtỷ)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	6,383	6,012	6,520
Giá vốn hàng bán	(5,874)	(5,868)	(6,101)
Chi phí quản lý DN	(45)	(81)	(88)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>464</b>	<b>62</b>	<b>331</b>
EBITDA thuần	1,151	768	858
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(687)</b>	<b>(706)</b>	<b>(526)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>464</b>	<b>62</b>	<b>331</b>
Thu nhập lãi	107	110	97
Chi phí tài chính	(34)	(44)	(40)
Thu nhập ròng khác	(0)	(0)	(0)
TN từ các Cty LK & LD			
<b>LN trước thuế</b>	<b>536</b>	<b>128</b>	<b>389</b>
Thuế	(40)	(6)	(58)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>496</b>	<b>122</b>	<b>330</b>
Thu nhập trên vốn	496	122	330
Cổ tức phổ thông	(719)	(432)	(432)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(223)</b>	<b>(310)</b>	<b>(101)</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	1	372	59
Đầu tư ngắn hạn	2,100	1,912	1,630
Các khoản phải thu ngắn hạn	2,346	2,178	2,556
Hàng tồn kho	260	260	282
Các tài sản ngắn hạn khác	83	41	64
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,791</b>	<b>4,762</b>	<b>4,591</b>
Tài sản cố định	2,125	1,420	894
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1,555	759	1,206
<b>Tổng tài sản</b>	<b>8,471</b>	<b>6,941</b>	<b>6,691</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1,200	1,200	960
Phải trả người bán	1,680	588	592
Nợ ngắn hạn khác	1,233	1,161	1,243
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>4,112</b>	<b>2,948</b>	<b>2,795</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	24	23
Vốn điều lệ và	2,879	2,879	2,879
LN giữ lại	1,254	944	843
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4,359</b>	<b>3,968</b>	<b>3,874</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>8,471</b>	<b>6,941</b>	<b>6,691</b>

**Báo cáo LCTT**

(VNDtỷ)	12-23A	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>536</b>	<b>128</b>	<b>389</b>
Khấu hao	687	706	526
Thuế đã nộp	(47)	(6)	(58)
Các khoản điều chỉnh khác	(139)	(170)	(102)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(180)</b>	<b>(72)</b>	<b>(782)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>857</b>	<b>586</b>	<b>(27)</b>
Đầu tư TSCĐ	(3)	(1)	(1)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	(1)	(1)
Các khoản khác	(1,151)	188	282
Thay đổi tài sản dài hạn khác	65	110	97
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(1,090)</b>	<b>297</b>	<b>378</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	569	0	(240)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(80)	7
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(719)	(432)	(432)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(150)</b>	<b>(512)</b>	<b>(665)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	384	1	372
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>(383)</b>	<b>371</b>	<b>(313)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1	372	59

**Các chỉ số cơ bản**

	12-23A	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	7.8%	2.0%	5.1%
Vòng quay TS	0.80	0.78	0.96
ROAA	6.2%	1.6%	4.8%
Đòn bẩy tài chính	1.77	1.85	1.74
ROAE	11.1%	2.9%	8.4%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	134.2	128.9	139.4
Số ngày nắm giữ HTK	16.2	16.2	16.9
Số ngày phải trả tiền bán	104.4	36.7	35.4
Vòng quay TSCĐ	2.59	3.39	5.63
ROIC	8.9%	2.4%	6.8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.2	1.6	1.6
Khả năng thanh toán nhanh	1.1	1.5	1.5
Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.8	0.6
Vòng quay tiền	46.0	108.4	120.9
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(27.4%)	(5.8%)	8.5%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(51.2%)	(86.6%)	433.8%
Tăng trưởng LN ròng	(43.9%)	(75.5%)	171.8%
Tăng trưởng EPS	(43.9%)	(75.5%)	171.8%

Nguồn: VND RESEARCH

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

**Khuyến nghị cổ phiếu** Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành** Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

### Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Việt Minh Tú – Chuyên viên Phân tích

Email: [tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn](mailto:tu.nguyenminh2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>