

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HSX: NT2)
Đậu Đức Nam

Chuyên viên phân tích

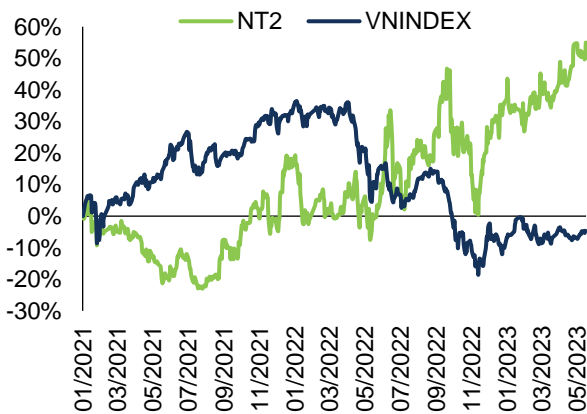
Email: namdd@fpts.com.vn

Tel: 19006446 - Ext : 4304

Người phê duyệt báo cáo:

Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

 Giá hiện tại: **32.800**
 Giá mục tiêu: **31.700**
 Tăng/giảm: **- 3,3%**
**KHUYẾN NGHỊ
THEO DÕI**
Diễn biến giá cổ phiếu NT2 và VNINDEX

TRIỂN VỌNG 2023 BỊ ẢNH HƯỞNG BỞI CÔNG TÁC ĐẠI TU NHÀ MÁY

► **Sản lượng điện 2022 phục hồi, LNST tăng trưởng đột biến nhờ khoản doanh thu đền bù chênh lệch tỷ giá.** Sản lượng điện năm 2022 của NT2 tăng 27% so với năm 2021, đồng thời năm 2022 NT2 cũng ghi nhận 292 tỷ doanh thu đền bù chênh lệch tỷ giá. Nhờ đó, NT2 đạt được KQKD 2022 tích cực với doanh thu tăng 43% và LNST tăng 65% so với năm 2021. [\(chi tiết\)](#)

► **KQKD Q1/2023 tiếp tục tăng trưởng mạnh.** Sản lượng Qc được giao cao hơn giúp NT2 tăng 8% sản lượng điện và 9% doanh thu so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp cũng được mở rộng do giá khí đầu vào giảm nhẹ, trong khi đó NT2 vẫn duy trì được mức giá bán điện trung bình xấp xỉ mức cùng kỳ. Nhờ đó lợi nhuận gộp và LNST của NT2 trong Q1/2023 tăng trưởng lần lượt 36% và 47% so với cùng kỳ. [\(chi tiết\)](#)

► **Triển vọng năm 2023 bị ảnh hưởng bởi việc đại tu.** NT2 dự kiến sẽ phải dừng máy để tiến hành đại tu nhà máy trong tháng 9 và 10, điều này làm ảnh hưởng tới sản lượng điện và KDKQ năm 2023. Vì vậy, NT2 cũng đặt kế hoạch kinh doanh năm 2023 khá thận trọng với LNST giảm 46% so với thực hiện năm 2022. [\(chi tiết\)](#)

► **Triển vọng của NT2 sẽ tích cực hơn trong dài hạn.** Triển vọng sản lượng của NT2 giai đoạn 2024-2025 là khá tích cực nhờ El Nino quay trở lại và nhà máy không phải thực hiện đại tu. Bên cạnh đó, NT2 sẽ hết khấu hao máy móc thiết bị từ năm 2025 trở đi, do đó lợi nhuận của công ty có thể được gia tăng. [\(chi tiết\)](#)

KHUYẾN NGHỊ: Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu NT2 là **31.700 đồng/cp**, thấp hơn 3,3% so với giá đóng cửa ngày 22/05/2023 [\(chi tiết\)](#). NT2 đang phải đối mặt với một số rủi ro và kết quả kinh doanh nhiều khả năng sẽ sụt giảm trong năm 2023, do chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NT2. Nhà đầu tư có thể xem xét mua cổ phiếu NT2 ở mức giá 28.500 đồng/cp, với mức sinh lời kỳ vọng là 10%.

YẾU TỐ CẢN THEO DÕI:

- **Tình hình cung cấp khí tại khu vực Đông Nam Bộ.** Hiện tại sản lượng thủy điện đang sụt giảm nên nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện đang rất lớn. Tuy nhiên, triển vọng để NT2 gia tăng sản lượng sẽ gặp trở ngại nếu không đảm bảo được nguồn khí đầu vào. Hiện tại tình hình cấp khí tại khu vực Đông Nam Bộ đang chưa ổn định và còn nhiều vấn đề.

Thông tin giao dịch (24/05/2023)

Giá hiện tại (đồng/cp)	32.800
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	33.100
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	18.936
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	288
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	288
KLGD bình quân 30 ngày (cp)	768.268
% sở hữu nước ngoài	15,73%
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	9.442
P/E trailing 12 tháng (lần)	12,95x
EPS trailing 12 tháng (đồng/cp)	2.543

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2
Địa chỉ	Ấp 3 – xã Phước Khánh – huyện Nhơn Trạch – tỉnh Đồng Nai
Doanh thu chính	Sản xuất và kinh doanh điện
Chi phí chính	Nhiên liệu khí, khấu hao
Rủi ro chính	Rủi ro thiếu hụt nhiên liệu và biến động giá nhiên liệu. Rủi ro sự cố.

I. CẬP NHẬT KQKD 2022 VÀ Q1/2023

1. KQKD 2022: Sản lượng điện phục hồi, lợi nhuận tăng đột biến nhờ khoản đền bù CLTG.

(Trở về Trang 1)

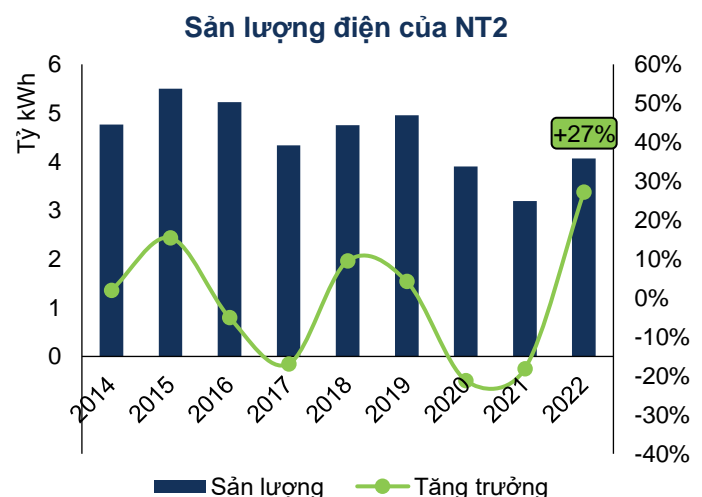
Chỉ tiêu	2022	2021	%yoy	KH 2022	% TH/KH	Nhận xét
Doanh thu	8.788	6.150	+43%	8.130	108%	Doanh thu 2022 tăng mạnh do: (1) sản lượng điện tăng 27% so với năm 2021 và (2) giá điện hợp đồng điều chỉnh tăng theo giá nhiên liệu và (3) giá điện thị trường cạnh tranh cao. Ngoài ra, NT2 được ghi nhận 292 tỷ đền bù chênh lệch tỷ giá.
<i>Doanh thu sản xuất điện</i>	<i>8.496</i>	<i>6.150</i>	<i>+38%</i>	<i>7.867</i>	<i>108%</i>	
<i>Doanh thu hoàn lỗ CLTG</i>	<i>292</i>	<i>0</i>		<i>262</i>	<i>111%</i>	
Chi phí SXKD	7.838	5.557	+41%	7.619	103%	Chi phí sản xuất năm 2022 cũng tăng đáng kể, chủ yếu đến từ chi phí nhiên liệu. Giá khí đầu vào của NT2 năm 2022 tăng mạnh, cùng với việc sản lượng điện sản xuất tăng lên khiến chi phí nhiên liệu tăng 52% so với năm 2021.
<i>Chi phí nhiên liệu</i>	<i>6.386</i>	<i>4.204</i>	<i>+52%</i>			
<i>Chi phí khấu hao</i>	<i>689</i>	<i>690</i>	<i>-0%</i>			
<i>Chi phí nhân công</i>	<i>89</i>	<i>94</i>	<i>-6%</i>			
<i>Chi phí khác</i>	<i>674</i>	<i>569</i>	<i>+19%</i>			
Lợi nhuận gộp	1.082	676	+60%			
Lợi nhuận từ HĐSXKD	950	593	+60%			
Doanh thu tài chính	24	18	+38%			
Chi phí tài chính	18	52	-66%			
Lợi nhuận khác	(14)	7	-290%			
Lợi nhuận trước thuế	943	566	+67%	493	191%	LNTT tăng trưởng đột biến chủ yếu nhờ vào khoản đền bù CLTG. Nếu bỏ qua khoản này, LNTT của NT2 tăng 15% so với năm 2021.
Lợi nhuận sau thuế	883	534	+65%	468	189%	

Nguồn: BCTC NT2

Năm 2022, hoạt động sản xuất của các doanh nghiệp nhiệt điện gặp rất nhiều khó khăn. Sản lượng nhiệt điện giảm 8% so với 2021 do: (1) cạnh tranh từ các nguồn thủy điện và điện tái tạo và (2) giá nhiên liệu đầu vào tăng mạnh. Các nhà máy thủy điện tiếp tục tăng trưởng sản lượng do được hưởng lợi nhờ La Nina, trong khi đó sản lượng điện tái tạo cũng tăng trưởng mạnh sau khi nhiều dự án điện gió đi vào vận hành. Đồng thời, chi phí sản xuất gia tăng khiến cho khả năng cạnh tranh của các nhà máy nhiệt điện càng kém đi.

Tình hình hoạt động của các nhà máy nhiệt điện khí có phần tích cực hơn so với nhiệt điện than. Giá than tăng mạnh và việc thiếu than trầm trọng khiến cho tình hình sản xuất của các nhà máy nhiệt điện than gặp rất nhiều khó khăn. Nhờ đó, nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện khí tăng lên. Sản lượng điện của NT2 năm 2022 tăng 27% so với năm 2021.

KQKD năm 2022 của NT2 tăng trưởng ấn tượng với doanh thu tăng 43% và LNST tăng 65% so với 2021. Sản lượng điện hồi phục là một nguyên nhân giúp NT2 đạt được KQKD kể trên. Tuy nhiên, mức tăng trưởng LNST đột biến kể trên có được chủ yếu đến từ khoản doanh thu đền bù lỗ chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2015-2018 với mà NT2 được ghi nhận là 292 tỷ đồng.

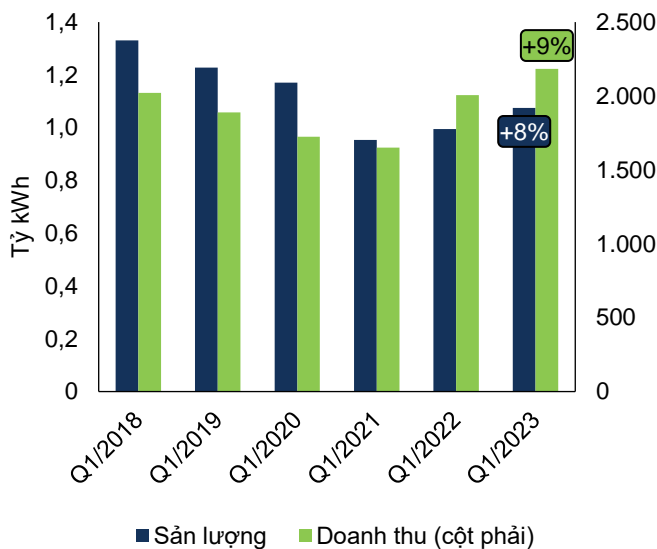

Nguồn: NT2

2. Kết quả kinh doanh tiếp tục đà hồi phục trong Q1/2023

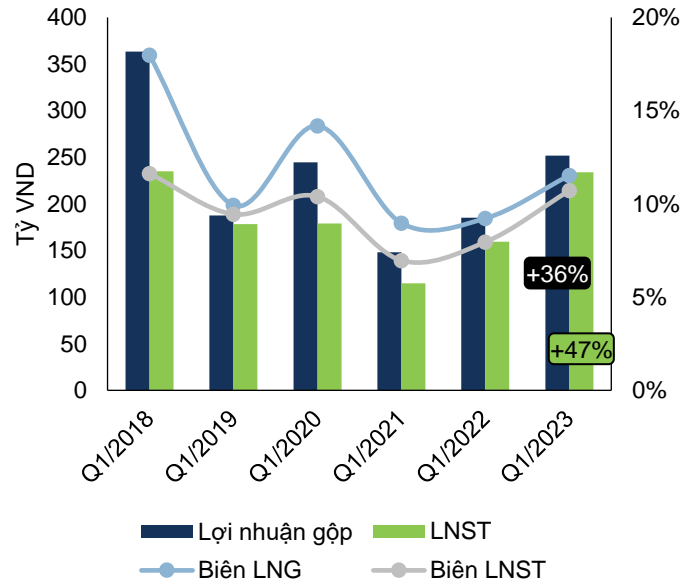
(Trở về [Trang 1](#))

NT2 tiếp tục đạt kết quả kinh doanh tích cực trong Q1/2023. Cụ thể, doanh thu Q1/2023 tăng trưởng 9% so với cùng kỳ năm 2022, chủ yếu nhờ vào việc tăng trưởng sản lượng. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp của NT2 cũng tăng lên so với cùng kỳ do giá khí đầu vào giảm nhẹ, trong khi đó NT2 vẫn duy trì được mức giá bán điện trung bình xấp xỉ mức cùng kỳ. Nhờ đó, lợi nhuận gộp và LNST của NT2 tăng trưởng lần lượt 36% và 47% so với cùng kỳ năm 2022.

Sản lượng điện và doanh thu Q1 của NT2



Lợi nhuận Q1 của NT2 qua các năm



Nguồn: NT2

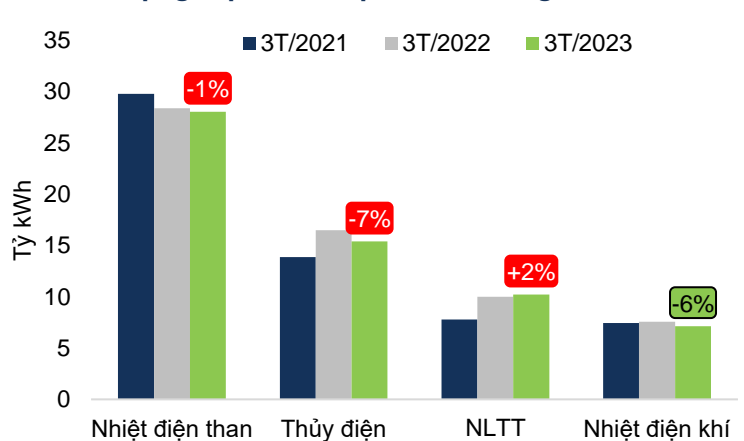
Nguồn: NT2

2.1. Nhiệt điện tiếp tục khó khăn, nhưng NT2 vẫn tăng trưởng sản lượng so với cùng kỳ nhờ Qc cao

Sản lượng điện hầu hết các nguồn điện đều sụt giảm trong Q1/2023. Nền kinh tế suy yếu khiến cho nhu cầu tiêu thụ điện toàn quốc sụt giảm, đặc biệt là lĩnh vực sản xuất công nghiệp, nhóm khách hàng lớn nhất chiếm 55% sản lượng điện tiêu thụ hàng năm. Nhu cầu tiêu thụ điện lũy kế 3 tháng đầu năm giảm 1,6% so với cùng kỳ năm 2022.

Nhu cầu tiêu thụ giảm cùng với việc nguồn nước và nguồn cung nhiên liệu đầu vào thiếu ổn định khiến cho sản lượng của hầu hết các loại hình nguồn điện đều sụt giảm trong Q1/2023. Cụ thể, sản lượng điện quý 1 của nhiệt điện than, thủy điện và nhiệt điện khí giảm lần lượt 1%, 7% và 6% so với cùng kỳ năm 2022.

Sản lượng điện theo loại hình 3 tháng đầu năm



Nguồn: EVN, FPTIS tổng hợp

Sản lượng điện của NT2 tăng trưởng nhờ sản lượng điện hợp đồng (Qc) tăng. Sản lượng điện Q1/2023 của NT2 đạt 1,07 tỷ kWh, tăng 8% so với Q1/2022. Trong khi cả ngành đang có nhiều khó khăn thì NT2 vẫn đạt được mức tăng trưởng sản lượng khá tốt nhờ sản lượng Qc được giao tăng và nguồn khí đầu vào ổn định.

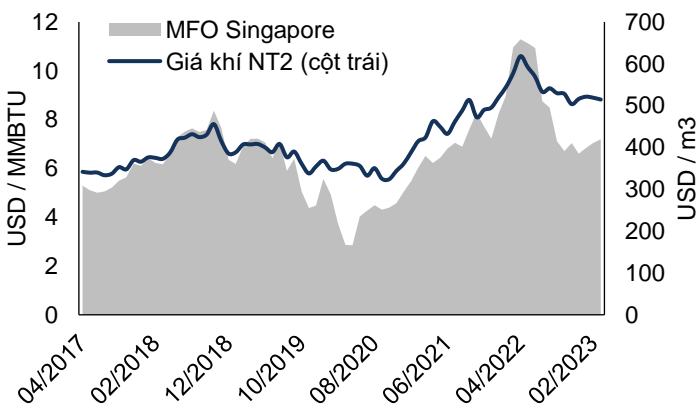
Trong Q1/2022, NT2 được giao Qc rất thấp. Đặc biệt là trong T2/2022, sản lượng Qc được giao của NT2 gần như không đáng kể. Trong các tháng đầu năm 2023, NT2 được giao Qc cao và ổn định hơn. Sản lượng Qc trong Q1/2023 của NT2 là 1,04 tỷ kWh, tăng 36% so với cùng kỳ. Trong giai đoạn giá khí vẫn giữ ở mức cao như hiện tại, sản lượng Qc vẫn đóng vai trò quan trọng và NT2 luôn cố gắng vận hành bám sát với Qc được giao. Qc tăng giúp NT2 đạt được sản lượng cao hơn trong năm 2023. Ngoài ra, nguồn khí đầu vào của NT2 trong các tháng đầu năm vẫn được đảm bảo ổn định giúp NT2 có thể đạt được mức sản lượng tốt.

2.2. Biên lợi nhuận gộp Q1/2023 cải thiện hơn so với cùng kỳ

Biên lợi nhuận gộp Q1/2023 đạt 12%, cao hơn mức 9% trong Q1/2022 nhờ giá khí đầu vào giảm, trong khi giá bán điện đầu ra vẫn được duy trì.

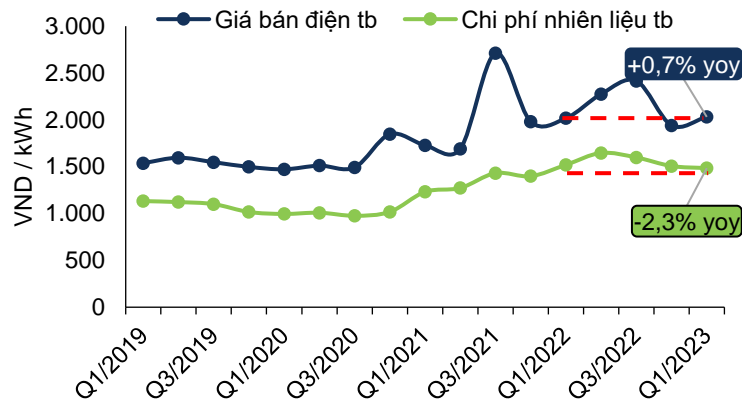
Chi phí nhiên liệu bình quân giảm 2,3% so với cùng kỳ nhờ giá khí giảm. Giá khí của NT2 được neo theo giá dầu FO thị trường Singapore. Giá dầu FO đã có xu hướng giảm khá mạnh kể từ giữa năm 2022 và đang duy trì khá ổn định từ các tháng cuối năm 2022 cho đến nay. Nhờ đó giá khí đầu vào của NT2 cũng có xu hướng giảm trong giai đoạn này. Tuy nhiên, mức giảm của giá khí thấp hơn so với mức giảm của giá dầu FO do các quy định về giá miệng giếng tại các mỏ và cước phí vận chuyển.

Diễn biến giá khí đầu vào



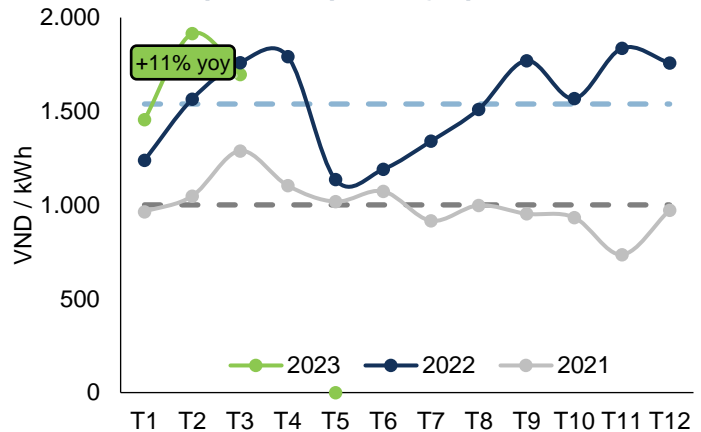
Nguồn: NT2, Bloomberg

Giá bán điện và chi phí nhiên liệu bình quân của NT2



Nguồn: NT2, FPTIS tổng hợp

Giá điện trên thị trường cạnh tranh



Nguồn: EVN Genco3

Giá bán điện bình quân tăng 0,7% so với cùng kỳ. Mặc dù giá khí giảm và giá điện hợp đồng điều chỉnh giảm theo giá khí, NT2 vẫn giữ được mức giá bán điện trung bình cao, thậm chí tăng nhẹ so với Q1/2022 do 2 nguyên nhân chính:

(1) Sản lượng điện hợp đồng cao hơn trong Q1/2023 và NT2 phát điện bám sát Qc để được hưởng giá điện hợp đồng, nhờ đó giữ được mức giá điện cao. Trong khi đó, trong Q1/2022 do sản lượng Qc thấp NT2 phải bán điện nhiều hơn ở trên thị trường điện cạnh tranh với giá bán thấp hơn so với giá điện hợp đồng (đặc biệt là trong tháng 2 do sản lượng Qc được giao không đáng kể).

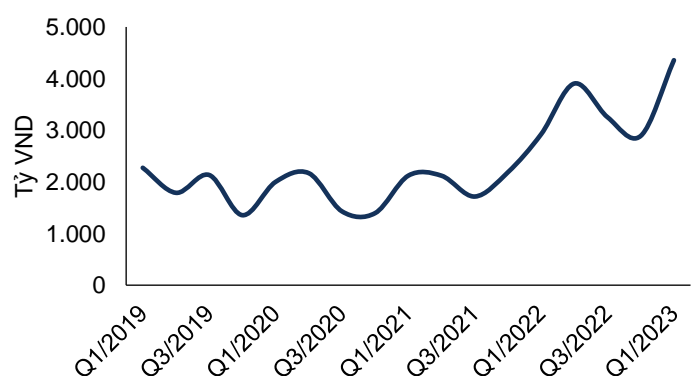
(2) Giá điện trên thị trường cạnh tranh tiếp tục tăng trong Q1/2023. Cụ thể, giá điện toàn phần trên thị trường điện cạnh tranh (FMP) trung bình 3 tháng đầu năm 2023 là 1.689 đồng/kWh, cao hơn 11% so với cùng kỳ.

2.3. Phải thu tăng mạnh do EVN khó khăn và chậm thanh toán tiền điện

Phải thu tăng mạnh do EVN gặp khó khăn. Tình hình kinh doanh của EVN hiện tại đang rất khó khăn. Tập đoàn này đã báo lỗ hơn 26.000 tỷ đồng năm 2022 và dự kiến sẽ tiếp tục lỗ trong năm 2023. EVN cũng đang gặp vấn đề về dòng tiền nên đang chậm trễ trong việc thanh toán tiền điện cho các nhà máy điện.

Do đó, khoản phải thu của gần như tất cả các doanh nghiệp sản xuất điện, trong đó có NT2, đều tăng lên rất mạnh. Khoản phải thu của NT2 bắt đầu tăng lên từ Q2/2022 và đến cuối Q1/2023 đã lên đến hơn 4.300 tỷ đồng, chiếm 52% tổng tài sản và cao gấp đôi so với mức trung bình giai đoạn trước khi EVN gặp khó khăn.

Các khoản phải thu ngắn hạn của NT2



Nguồn: BCTC NT2

NT2 sẽ không chịu áp lực quá nhiều về dòng tiền. Việc phải thu tăng mạnh có thể gây khó khăn cho việc cân đối dòng tiền của NT2, trong đó quan trọng nhất là dòng tiền để chi trả chi phí nhiên liệu. Tuy nhiên, NT2 đã trả hết toàn bộ nợ vay dài hạn và cũng không có nhu cầu cầu tư xây dựng hay mua sắm tài sản cố định lớn nào. Nhìn chung, NT2 hiện tại sẽ chưa chịu quá nhiều áp lực về dòng tiền và cũng chưa có nhiều rủi ro từ việc chậm thu hồi các khoản thanh toán tiền điện từ EVN.

Ngoài ra, EVN cũng đã được Bộ Công Thương chấp thuận việc tăng giá bán lẻ điện. Cụ thể, Quyết định 1062/QĐ-BCT, kể từ ngày 4/5/2023 giá bán lẻ điện bình quân sẽ tăng 3%. Điều này sẽ giúp EVN tháo gỡ một phần khó khăn, cải thiện được dòng tiền. Do đó, NT2 vẫn có sớm cải thiện được các khoản phải thu trong thời gian tới.

II. KẾ HOẠCH SXKD NĂM 2023

1. NT2 đặt kế hoạch kinh doanh thấp năm 2023

NT2 đã đặt kế hoạch sản xuất kinh doanh cho năm 2023 và được đại hội đồng cổ phê duyệt trong tháng 4. Công ty đặt kế hoạch năm 2023 khá thận trọng với các chỉ tiêu cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	Kế hoạch 2023	Thực hiện 2022	%yoy
Sản lượng điện	4.100	4.064	+3%
Tổng doanh thu	8.299	8.788	+3%
<i>Doanh thu bán điện</i>	8.144	8.496	+6%
<i>Doanh thu hoàn lỗ CLTG</i>	155	292	-47%
Tổng chi phí	7.518	7.855	+16%
<i>Giá vốn</i>	7.518	7.706	+16%
<i>Chi phí quản lý</i>	235	131	+79%
<i>Chi phí tài chính</i>	47	18	+161%
Lợi nhuận gộp	781	1.082	-47%
Lợi nhuận trước thuế	499	943	-47%
<i>Lợi nhuận bán điện</i>	343	651	-47%
<i>LN từ khoản hoàn CLTG</i>	155	292	-47%
Lợi nhuận sau thuế	474	883	-46%

Nguồn: NT2

NT2 đặt kế hoạch LNST giảm 46% so với thực hiện năm 2022 do nguyên nhân chính là năm 2023 công ty phải dừng máy để thực hiện việc đại tu nhà máy. Bên cạnh đó, năm 2023 công ty dự kiến sẽ chỉ ghi nhận 155 tỷ doanh thu đền bù CLTG, thấp hơn 47% so với năm 2022.

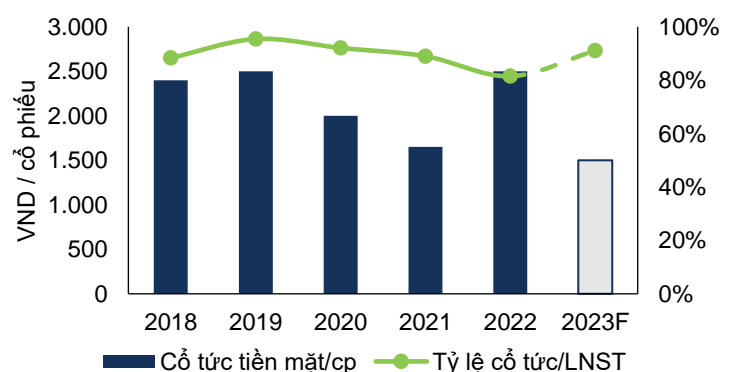
2. Kế hoạch chi trả cổ tức

Cũng trong ĐHCĐ thường niên 2023, công ty cũng đã phê duyệt việc phân phối LNST năm 2022 với tỷ lệ cổ tức tiền mặt khá cao là 25% (2.500 đồng/cp) nhờ đạt được mức LNST cao năm 2022. Trong đó, công ty đã tạm ứng trước 10% trong tháng 3/2023. Phần còn lại (15%) dự kiến sẽ được chi trả trong năm nay.

Tình hình chi trả cổ tức của NT2 trong vòng nhiều năm trở lại đây khá ổn định. Công ty luôn phân phối 80-95% LNST hàng năm thành cổ tức tiền mặt.

Năm 2023, với việc LNST kế hoạch giảm 46%, NT2 cũng chỉ đặt kế hoạch cổ tức tiền mặt là 15%.

Cổ tức tiền mặt của NT2 qua các năm



Nguồn: NT2, FPTS tổng hợp

III. TRIỂN VỌNG VÀ RỦI RO ĐẦU TƯ

1. Năm 2023 sẽ khó khăn do phải đại tu nhà máy, tuy nhiên triển vọng sẽ tích cực hơn trong dài hạn

1.1. Kế hoạch đại tu ảnh hưởng tới triển vọng sản lượng năm 2023

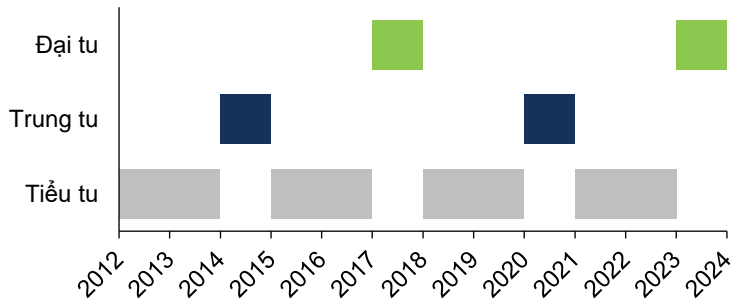
(Trở về [Trang 1](#))

Năm 2023, NT2 sẽ phải thực hiện việc đại tu nhà máy theo lịch trình sửa chữa bảo dưỡng sau khi đã hoạt động 100.000 giờ (EOH). Việc đại tu sẽ kéo dài khoảng 40 - 45 ngày, được thực hiện vào tháng 9 - 10 giai đoạn cao điểm mùa mưa để hạn chế ảnh hưởng tới sản lượng điện. Chi phí đại tu ước tính khoảng hơn 400 tỷ, được phân bổ đều trong 3 năm.

Do ảnh hưởng của việc đại tu, NT2 đặt kế hoạch sản lượng và kế hoạch lợi nhuận thấp trong năm 2022. Việc dừng máy để thực hiện đại tu sẽ ảnh hưởng tới sản lượng phát điện của NT2. Sản lượng điện của NT2 sẽ giảm khoảng 300 – 400 triệu kWh so với việc không thực hiện đại tu. Bên cạnh đó, NT2 được phân bổ Qc khá thấp trong tháng 8, nên các tháng 8,9,10 sẽ là giai đoạn khó khăn của NT2 và công ty dự kiến sẽ lỗ ít nhất 180 tỷ trong giai đoạn này.

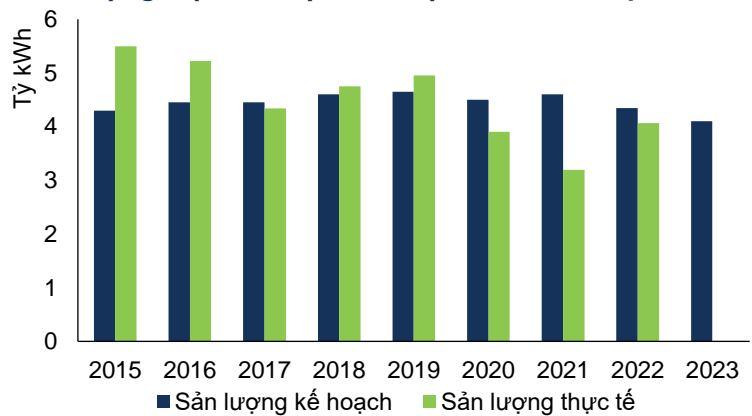
Do ảnh hưởng của việc đại tu nên NT2 cũng chỉ đặt kế hoạch sản lượng là 4,1 tỷ kWh. Mức sản lượng này cao hơn 3% so với thực hiện năm 2022, nhưng đây là mức sản lượng kế hoạch thấp nhất mà công ty đặt ra kể từ năm 2015 cho tới nay.

Lịch bảo dưỡng sửa chữa của NT2



Nguồn: NT2, FPTS tổng hợp

Sản lượng điện kế hoạch và thực tế của NT2 qua các năm



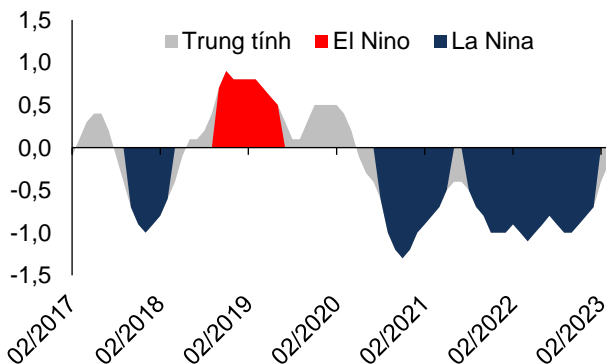
Nguồn: NT2

1.2. Triển vọng gia tăng sản lượng nhờ El Nino

(Trở về [Trang 1](#))

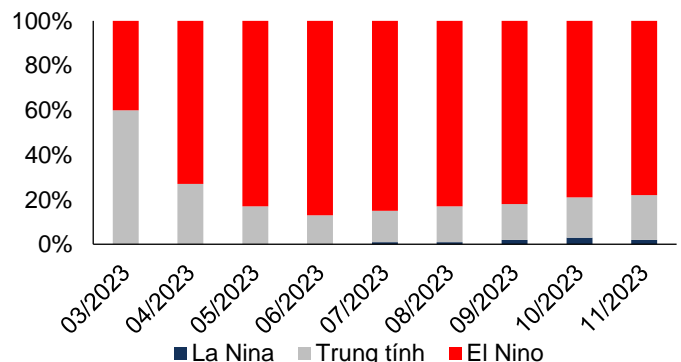
La Nina đã kết thúc và nhiều khả năng El Nino sẽ quay trở lại. La Nina đã kết thúc từ tháng 3/2023 và bắt đầu chuyển sang trạng thái trung tính. Cùng với đó, số liệu dự báo từ CPC/IRI cho thấy xác suất rất cao (trên 80%) El Nino sẽ quay trở lại trong nửa cuối năm 2023.

Diễn biến El Nino/ La Nina



Nguồn: NOAA CPC

Dự báo xác suất El Nino/ La Nina



Nguồn: CPC/IRI

El Nino trở lại sẽ đem lại triển vọng tích cực cho NT2. El Nino quay trở lại sẽ khiến cho thời tiết trở nên khô hạn và làm giảm sản lượng của các nhà máy thủy điện. Nhờ đó, nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện như NT2 sẽ cao hơn. Tuy nhiên, NT2 sẽ chưa thể gia tăng sản lượng quá nhiều trong năm 2023 do phải thực hiện đại tu. Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ đạt được mức sản lượng tốt hơn trong giai đoạn 2024-2025, khi NT2 chỉ phải thực hiện tiểu tu (khoảng 14 ngày) và ảnh hưởng của El Nino trở nên rõ ràng hơn.

1.3. NT2 bắt đầu hết khấu hao máy móc thiết bị từ năm 2025, nhờ đó có thể tăng trưởng lợi nhuận và gia tăng mức chi trả cổ tức

Chi phí khấu hao hàng năm của NT2 đang là khoảng 690 tỷ VND, trong đó khoản lớn nhất là khấu hao máy móc thiết bị, chiếm gần 80%. NT2 áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng đối với tài sản này với thời gian khấu hao là 14 năm. NT2 sẽ khấu hao hết máy móc thiết bị trong năm 2025, và từ năm 2026 chi phí khấu hao sẽ giảm khoảng 530 tỷ so với hiện tại.

Mặc dù hết khấu hao nhưng vẫn nhà máy vẫn có thể hoạt động một cách ổn định với hiệu suất cao do được bảo dưỡng thường xuyên. Vòng đời kỹ thuật của một nhà máy nhiệt điện khí là 25 năm và nhà máy vẫn hoàn toàn có thể hoạt động lâu hơn nếu được bảo dưỡng tốt.

Bên cạnh đó, thành phần giá cố định trong giá điện hợp đồng của NT2 sau khi đàm phán lại PPA sẽ được duy trì cho đến hết vòng đời và sẽ không giảm xuống sau khi nhà máy hết khấu hao. Do đó, công ty vẫn sẽ đảm bảo được doanh thu bán điện sau khi hết khấu hao máy móc thiết bị, nhờ đó có thể tăng trưởng lợi nhuận khi chi phí khấu hao giảm đi.

Dòng tiền của NT2 sẽ không biến động nhiều, tuy nhiên lợi nhuận tăng sẽ giúp gia tăng kỳ vọng về cổ tức. Việc tăng trưởng lợi nhuận do hết khấu hao không NT2 gia tăng dòng tiền, thậm chí dòng tiền sẽ giảm đi do lợi nhuận tăng khiến cho chi phí thuế tăng lên. Thuế suất của NT2 cũng sẽ tăng từ mức 5% hiện tại lên 10% giai đoạn 2024-2025 và 20% từ 2026 trở đi do các ưu đãi về thuế hết hạn.

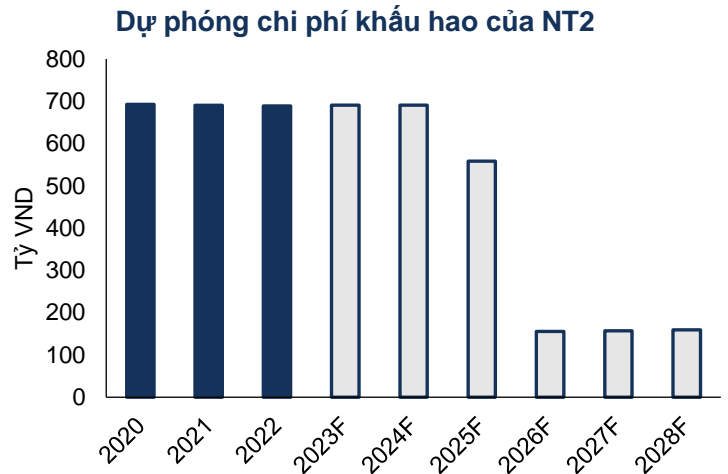
Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế tăng lên sẽ giúp NT2 có khả năng chi trả mức cổ tức cao hơn. NT2 vẫn đang duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt dựa trên LNST hàng năm với tỷ lệ cổ tức/LNST ổn định trong nhiều năm trở lại đây.

2. Rủi ro đầu tư

- Rủi ro thiếu hụt nguồn cung khí và biến động giá khí: Sản lượng các mỏ khí tại Việt Nam vẫn đang tiếp tục suy giảm và có thể sẽ thiếu hụt trong các năm tới. Trong tương lai, NT2 có thể sẽ phải sử dụng LNG nhập khẩu để bù đắp cho nguồn khí thiếu hụt. Tuy nhiên, giá LNG hiện đang cao hơn khá nhiều so với giá khí trong nước và việc nhập khẩu LNG vẫn đang còn nhiều vướng mắc.

NT2 cũng sẽ chịu rủi ro biến động giá khí đầu vào, do giá khí được neo theo giá dầu MFO và giá dầu thường biến động rất mạnh. Giá khí tăng quá cao sẽ ảnh hưởng tới khả năng cạnh tranh của NT2 và khiến cho sản lượng của công ty sụt giảm.

- Rủi ro sự cố: Nhà máy của NT2 đã hoạt động được hơn 12 năm, do đó cũng đã dần xuống cấp theo thời gian. Hơn nữa, do ảnh hưởng của các nguồn điện tái tạo, chế độ vận hành của nhà máy đang thay đổi (nhà máy phải vận hành với chế độ dừng/khởi động hàng ngày). Điều này làm ảnh hưởng tới tuổi thọ thiết bị cũng như tạo ra rủi ro sự cố cho NT2. Sự cố nếu xảy ra sẽ ảnh hưởng rất lớn tới kết quả kinh doanh của NT2 do chi phí sửa chữa là rất lớn, thời gian sửa chữa khắc phục sự cố là rất lâu và nhà máy sẽ không thể vận hành trong giai đoạn này.



Nguồn: NT2

IV. DỰ PHÓNG, ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

1. Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

Năm 2022, chúng tôi dự phóng sản lượng điện thương phẩm của NT2 đạt 4.178 triệu kWh, tăng 3% so với năm 2022 và cao hơn 2% so với kế hoạch. Chúng tôi giả định giá khí trung bình năm 2023 dự kiến sẽ giảm hơn 5%, kéo theo giá bán điện trung bình năm 2023 sụt giảm. Dự phóng chi tiết KQKD 2023 của NT2 cụ thể như sau:

Chỉ tiêu	2023F	2022	%yoy	KH2023	%TH/KH
Sản lượng	4.178	4.064	+3%	4.100	102%
Doanh thu	8.578	8.788	-2%	8.299	103%
Doanh thu SX điện	8.423	8.496	-1%	8.144	103%
Doanh thu hoàn CLTG	155	292	-47%	155	100%
Tổng chi phí	7.951	7.855	+1%	7.518	106%
Giá vốn	7.825	7.706	+2%	7.518	104%
Chi phí quản lý	98	131	-25%	235	42%
Chi phí tài chính	28	18	+58%	47	60%
Lợi nhuận gộp	753	1.082	-30%	781	91%
Lợi nhuận trước thuế	707	943	-25%	499	133%
Lợi nhuận bán điện	552	651	-15%	343	148%
LN từ khoản hoàn CLTG	155	292	-47%	155	100%
Lợi nhuận sau thuế	671	883	-24%	474	133%

Nguồn: FPT S tổng hợp

2. Dự phóng kết quả kinh doanh dài hạn

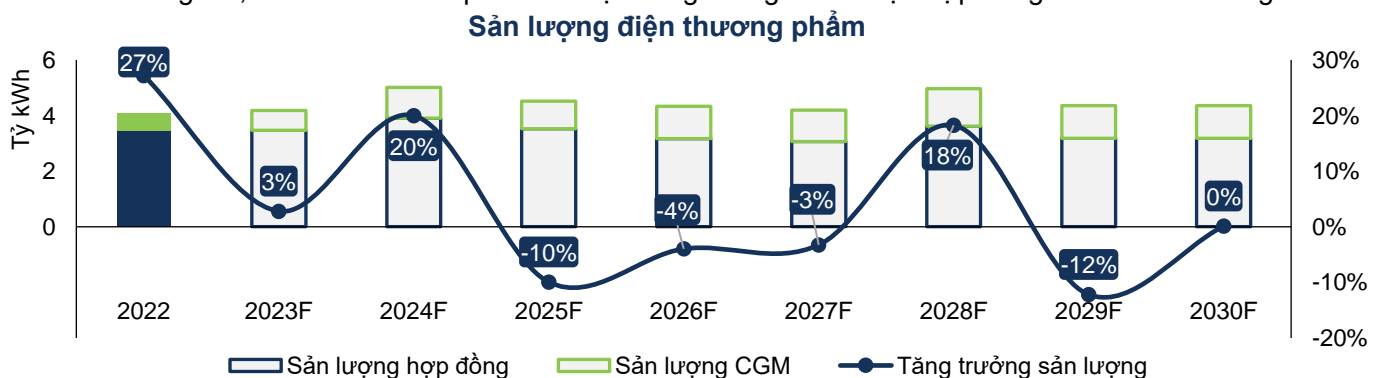
Chúng tôi đưa ra dự phóng KQKD của NT2 trong giai đoạn 2023-2030 dựa trên các giả định chính như sau:

- **Sản lượng:** Sản lượng dự phóng giai đoạn 2023-2030 dựa trên dự phóng về chu kỳ El Nino/ La Nina trong giai đoạn trên cùng với đó là ảnh hưởng của chu kỳ bảo dưỡng sửa chữa tới sản lượng. Trong đó, sản lượng các năm đại tu, trung tu và tiểu tu sẽ sụt giảm lần lượt là 350, 200 và 100 triệu kWh.

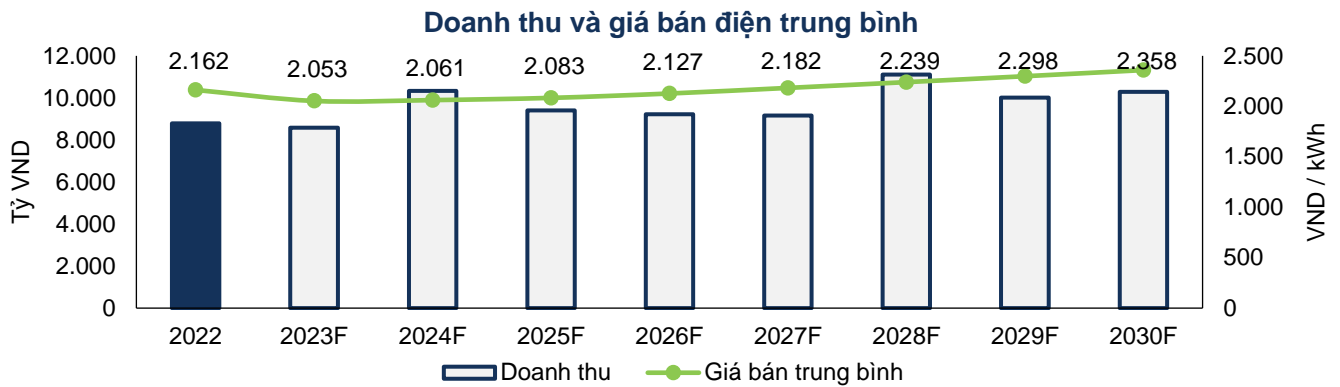
Chúng tôi dự phóng tỷ lệ sản lượng hợp đồng theo kế hoạch vẫn giữ nguyên mức 80% cho đến năm 2025, sau đó giảm xuống còn 75% trong giai đoạn 2025-2030 và giả định tỷ lệ sản lượng hợp đồng trên thực tế vẫn đạt được mức như kế hoạch.

- **Giá bán điện:** Giá bán điện dự kiến sẽ giảm nhẹ trong năm 2023 do giá khí giảm, tuy nhiên sẽ tăng lên trong giai đoạn 2024-2030 do chúng tôi dự phóng cả giá bán hợp đồng và giá bán trên thị trường cạnh tranh đều tăng lên.

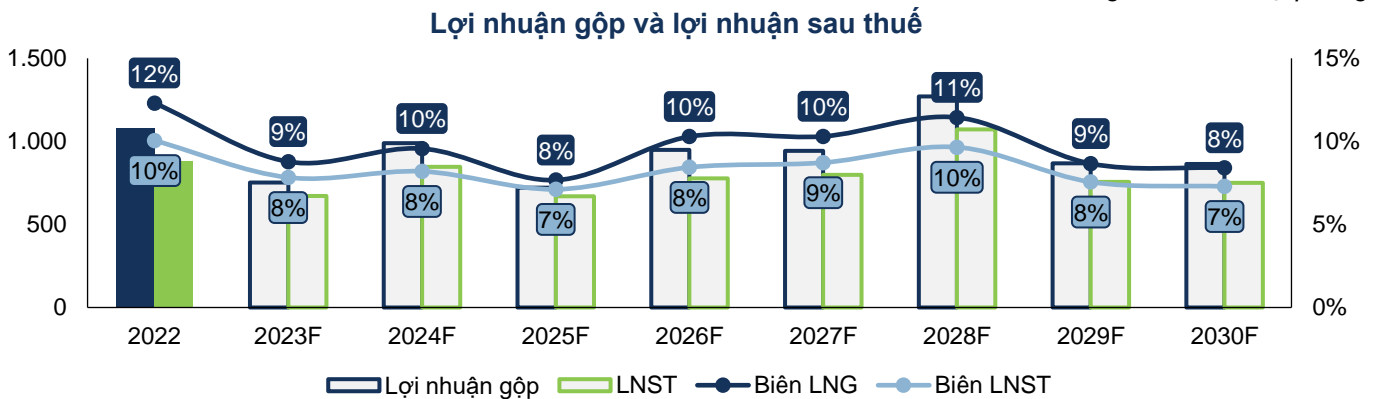
- **Giá khí:** Chúng tôi dự phóng giá khí (tính theo USD/MMBTU) sẽ tăng trung bình 2%/năm do nhận thấy giá miệng giếng tại các mỏ và cước phí vận chuyển khí đang dần tăng lên. Tỷ giá tăng lên cũng sẽ khiến cho giá khí tính theo VND của NT2 tăng lên, khiến cho cả chi phí nhiên liệu cũng như giá bán điện hợp đồng của NT2 đều tăng.



Nguồn: FPT S dự phóng



Nguồn: FPT S dự phóng



Nguồn: FPT S dự phóng

3. Định giá và khuyến nghị

(Trở về [Trang 1](#))

Chúng tôi định giá NT2 sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF và dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu FCFE với trọng số 50:50. Giá trị của cổ phiếu theo 02 phương pháp có mức giá bình quân là **31.700 đồng/cp**, thấp hơn 3,3% so với mức giá đóng cửa ngày 22/05/2023. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NT2.

Phương pháp	Kết quả	Trọng số
Phương pháp chiết khấu dòng tiền		
Dòng tiền tự do doanh nghiệp FCFF	31.747	50%
Dòng tiền tự do chủ sở hữu FCFE	31.627	50%
Bình quân giá các phương pháp (đồng/cp)	31.687	

Các giả định theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC 2023	12,47%	Phần bù rủi ro	12,06%
Chi phí sử dụng nợ 2023	5%	Hệ số Beta	0,78
Chi phí sử dụng VCSH 2023	13,54%	Tăng trưởng dài hạn	0,5%
Lãi suất phi rủi ro	2,9%	Thời gian dự phóng	7 năm

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFF	Giá trị
-------------------------------	----------------

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp (tỷ đồng)	9.769
(+) Tiền mặt (tỷ đồng)	0,2
(-) Nợ ngắn hạn và dài hạn (tỷ đồng)	631
Giá trị vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	9.139
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cổ phiếu)	288
Giá mục tiêu (đồng/cp)	31.747
Tổng hợp định giá FCFE	Giá trị
Giá trị hiện tại của dòng tiền vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	9.105
Giá mục tiêu (đồng/cp)	31.627

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÓNG

HĐKD (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Doanh thu thuần	8.788	8.578	10.335	9.408
- Giá vốn hàng bán	7.706	7.825	9.347	8.687
Lợi nhuận gộp	1.082	753	988	721
- Chi phí bán hàng	0	0	0	0
- Chi phí quản lí DN	131	98	99	100
Lợi nhuận thuần HĐKD	950	655	889	621
- (Lỗ)/lãi HĐTC	7	51	51	122
- Lợi nhuận khác	-14	0	0	0
LN trước thuế, lãi vay	943	707	941	743
- Chi phí lãi vay	15	28	32	0
Lợi nhuận trước thuế	943	707	941	743
- Thuế TNDN	45	35	94	74
- Thuế hoãn lại	4	5	6	7
LNST	883	671	847	669
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST của cổ đông CT Mẹ	883	671	847	669
EPS (đ)	2.971	2.223	2.848	2.207
EBITDA	1.632	1.397	1.632	1.302
Khấu hao	689	691	691	558
Tăng trưởng doanh thu	43%	-2%	20%	-9%
Tăng trưởng LN HĐKD	60%	-31%	36%	-30%
Tăng trưởng EBIT	67%	-25%	33%	-21%
Tăng trưởng EPS	67%	-25%	28%	-23%
Chỉ số khả năng sinh lời	2022	2023F	2024F	2025F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	12,3%	8,8%	9,6%	7,7%
Tỷ suất LNST	10,1%	7,8%	8,2%	7,1%
ROE DuPont	20,0%	14,7%	18,2%	14,3%
ROA DuPont	12,6%	8,9%	10,8%	9,1%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	10,7%	8,2%	9,1%	7,9%
LNST/LNTT	93,7%	95,0%	90,0%	90,0%
LNTT / EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	124,9%	113,3%	132,4%	128,0%
Đòn bẩy tài chính	1,59	1,65	1,68	1,57
Chỉ số hiệu quả vận hành	2022	2023F	2024F	2025F
Số ngày phải thu	89,0	130,0	98,0	93,0
Số ngày tồn kho	14,7	17,2	17,2	17,2
Số ngày phải trả	32,0	60,0	50,0	40,0
Thời gian luân chuyển tiền	71,8	87,2	65,2	70,2
COGS / Hàng tồn kho	25,1	21,2	21,2	21,2
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2022	2023F	2024F	2025F
CS thanh toán hiện hành	1,61	1,63	1,91	2,59
CS thanh toán nhanh	1,50	1,51	1,77	2,40
CS thanh toán tiền mặt	0,47	0,47	0,88	1,26
Nợ / Tài sản	0,08	0,08	0,08	0,00
Nợ / Vốn CSH	0,14	0,14	0,13	0,00
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,14	0,14	0,13	0,00
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,00	0,00	0,00	0,00
Khả năng TT lãi vay	61,37	24,91	29,84	

CĐKT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	384	549	1.848	2.725
+ Đầu tư TC ngắn hạn	949	949	949	0
+ Các khoản phải thu	2.911	3.267	2.822	2.445
+ Hàng tồn kho	307	369	441	410
+ Tài sản ngắn hạn khác	5	4	4	4
Tổng tài sản ngắn hạn	4.557	5.137	6.064	5.583
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	11.327	11.357	11.387	11.417
+ Khấu hao lũy kế	-8.540	-9.230	-9.921	-10.480
+ Giá trị còn lại TS CĐHH	2.787	2.127	1.466	938
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	79	407	373	237
+ Xây dựng CBDD	0	0	0	0
Tổng tài sản dài hạn	2.888	2.556	1.861	1.196
Tổng Tài sản	7.445	7.693	7.925	6.779
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	770	1.410	1.416	1.031
+ Vay và nợ ngắn hạn	631	631	631	0
+ Quỹ khen thưởng	10	10	10	10
Nợ ngắn hạn	2.831	3.159	3.175	2.156
+ Vay và nợ dài hạn	0	0	0	0
+ Phải trả dài hạn khác	0	0	0	0
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ	2.831	3.159	3.175	2.156
+ Thặng dư	0	0	0	0
+ Vốn điều lệ	2.879	2.879	2.879	2.879
+ LN chưa phân phối	1.554	1.430	1.619	1.458
Vốn chủ sở hữu	4.614	4.534	4.750	4.623
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Tổng cộng nguồn vốn	7.445	7.693	7.925	6.779

LCTT (tỷ đồng)	2022	2023F	2024F	2025F
Tiền đầu năm	1	384	549	1.848
Lợi nhuận sau thuế	943	671	847	669
+ Khấu hao	689	691	691	558
+ Điều chỉnh	-95	-359	7	1.051
+ Thay đổi vốn lưu động	-194	-89	389	21
Tiền từ hoạt động KD	1.383	914	1.933	2.299
+ Chi mua sắm TSCĐ	-1	-30	-30	-30
+ Tăng (giảm) đầu tư	-949	0	0	0
+ Các hđ đầu tư khác	4	0	0	0
Tiền từ hđ đầu tư	-946	-30	-30	-30
+ Cổ tức đã trả	-474	-720	-604	-762
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ dài hạn	0	0	0	-631
Tiền từ hoạt động TC	-54	-720	-604	-1.393
Tổng lưu chuyển tiền tệ	383	165	1.299	876
Tiền cuối năm	384	549	1.848	2.725

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 100 cổ phiếu NT2 và chuyên viên phân tích, người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính
52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: 19006446
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh
Tầng 3, tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Q1, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.
ĐT: 19006446
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng
100, Quang Trung, Phường Thạch Thang,
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt Nam.
ĐT: 19006446
Fax: (84.236) 3553 888