

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND29.500

Giá mục tiêu

VND33.000

Tỷ suất cổ tức

5,61%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Điện

Ngày 21/02/2023

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

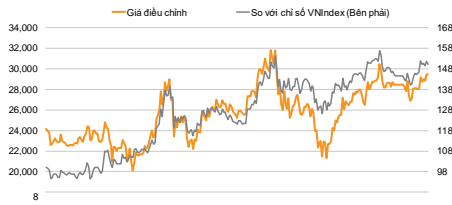
Consensus\*: Mua:6 Giữ:1 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 22,1%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ EPS 2023-24 điều chỉnh giảm 5,5%/4,6% sv dự phóng trước.

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31,850
Thấp nhất 52 tuần (VND)	20,100
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	16,157
Thị giá vốn (tỷ VND)	8,464
Free float (%)	32
P/E trượt (x)	11.7
P/B hiện tại (x)	1.9

### Cơ cấu sở hữu

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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenduc@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Cổ phiếu phòng thủ với tăng trưởng ổn định

- LN ròng Q4/22 giảm 95% svck do ghi nhận dự phòng phải thu khó đòi từ EVN. LN ròng 2022 tăng 36% svck, hỗ trợ bởi tăng trưởng sản lượng tốt.
- LN ròng 2023 dự kiến giảm 2,3% svck do kế hoạch đại tu nhà máy, sau đó tăng 26% svck trong 2024 do nhu cầu điện dần tăng trưởng.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 33.000đ/cp.

### KQKD 2022: Trích lập dự phòng liên tục ảnh hưởng đến lợi nhuận

Doanh thu Q4/22 tăng 17% svck đạt 1.923 tỷ nhờ tăng trưởng sản lượng 20% svck. Tuy nhiên, việc biên LN gộp chỉ đạt 4,4% (-5 điểm %) cũng như việc phải ghi nhận thêm 52 tỷ trích lập dự phòng phải thu khó đòi tiền điện từ EVN khiến LN ròng chỉ đạt 6 tỷ (-95% svck). Trong 2022, doanh thu tăng 43% svck đạt 8.786 tỷ nhờ sản lượng tăng trưởng 27% svck và giá bán bình quân tăng 12% svck. Biên LN gộp cải thiện 2 điểm % nhờ sản lượng huy động tối ưu. Chi phí QLDN tăng 297% svck do phải trích lập 239 tỷ khoảng phải thu khó đòi từ EVN. Doanh thu tài chính ròng tăng 28 tỷ do doanh nghiệp đã hoàn thành trả nợ dài hạn từ 2021, kéo LN ròng tăng 366% svck đạt 729 tỷ trong 2022.

### Tăng trưởng LN 2023 suy yếu, trước khi phục hồi dần từ 2024

Trong 2023, NT2 sẽ thực hiện đại tu nhà máy, thường mất 45 ngày, theo đó sản lượng dự kiến giảm nhẹ 2% svck đạt 3.963tr kWh. Bên cạnh đó, giá bán bình quân dự kiến giảm 12,3% svck với giá định giá dầu Brent thấp hơn đạt 90 USD/thùng, hỗ trợ khả năng cạnh tranh giá của doanh nghiệp. Theo đó, doanh thu và LN ròng 2023 lần lượt đạt 7.516 tỷ (-14% svck) và 712 tỷ (-2,3% svck). Chúng tôi kỳ vọng triển vọng tích cực hơn trong 2024, hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng nhanh của Việt Nam. Sản lượng dự kiến tăng 9% svck đạt 4.304tr kWh và giá bán điện giảm 3% svck với giá định giá dầu Brent giảm xuống mức 80 USD/thùng. Doanh thu và LN ròng 2024 theo đó tăng 4,3% svck và 26% svck đạt 7.836 tỷ và 898 tỷ. Chúng tôi nhận thấy khoản dự phòng phải thu khó đòi 239 tỷ sẽ là tiềm năng tăng giá của NT2, nếu được hoàn nhập, dự kiến LN ròng 2023 sẽ điều chỉnh tăng 30% so với dự phóng hiện tại.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.000đ/cp

Chúng tôi đánh giá NT2 là cổ phiếu có tính phòng thủ cao, tăng trưởng LN ổn định và rủi ro lãi suất thấp. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho NT2 với giá mục tiêu không đổi 33.000đ/cp sau khi điều chỉnh giảm dự phóng EPS 2023/24 đi 5,5%/4,6% sv dự phóng trước, và kéo định giá sang năm 2027. Giá mục tiêu 1 năm dựa trên định giá DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương. Tiềm năng tăng giá gồm 1) Khoản dự phòng phải thu từ EVN 239 tỷ được hoàn nhập; 2) Giá bán lẻ điện được tăng trong thời gian tới. Rủi ro giảm giá bao gồm 1) Nhu cầu tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến; 2) Giá khí tiếp tục neo cao hơn dự kiến; 3) Khó khăn tài chính của EVN không sớm được giải quyết, kéo theo rủi ro trích lập dự phòng thêm cho NT2.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	6.150	8.786	7.516	7.836
Tăng trưởng DT thuần	1,1%	42,9%	(14,5%)	4,3%
Biên lợi nhuận gộp	11,0%	12,5%	11,7%	13,9%
Biên EBITDA	20,4%	16,7%	20,0%	21,7%
LN ròng (tỷ)	534	729	712	898
Tăng trưởng LN ròng	(14,6%)	36,6%	(2,3%)	26,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi				
EPS cơ bản	1.854	2.533	2.475	3.120
EPS điều chỉnh	1.854	2.533	2.475	3.120
BVPS	14.706	15.492	16.406	18.119
ROAE	12,5%	16,8%	15,5%	18,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## CỔ PHIẾU PHÒNG THỦ VỚI TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 33.000đ/cp

Chúng tôi đánh giá NT2 là cổ phiếu có tính phòng thủ cao, tăng trưởng LN ổn định và rủi ro lãi suất thấp. Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm phù hợp để tích lũy NT2 với triển vọng dòng cổ tức cao (> 1.500đ/cp), đặc biệt trong bối cảnh vĩ mô biến động như hiện nay. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan cho NT2 với giá mục tiêu không đổi 33.000đ/cp với dự phóng EPS 2023-24 giảm 5,5%/4,6% svck dự phóng trước, và kéo định giá sang 2027. Giá mục tiêu 1 năm dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA với tỉ trọng tương đương:

- Định giá DCF 5 năm (WACC: 14,4%, COE: 15,0%, tăng trưởng dài hạn: 0%) phản ánh quan điểm thận trọng về triển vọng tăng trưởng của NT2. Chúng tôi cho rằng định giá DCF là phương pháp phù hợp do dòng tiền của doanh nghiệp duy trì ổn định quá các năm.
- Phương pháp định giá EV/EBITDA với hệ số nhân 6,9 lần phản ánh quan điểm không đổi của chúng tôi cho NT2. Chúng tôi đưa ra mức định giá theo EV/EBITDA cho năm 2023 là 32.696đ/cp

### Tiềm năng tăng giá

- Chúng tôi nhận thấy khoản hoàn nhập dự phóng phải thu khó đòi từ EVN 239 tỷ là tiềm năng tăng giá, thúc đẩy tăng trưởng EPS 2023.
- Chúng tôi nhận thấy nếu giá bán lẻ chính thức được điều chỉnh tăng sẽ giảm áp lực tài chính cho EVN, theo sau là áp lực cho các nhà máy điện.

### Rủi ro giảm giá

- Tăng trưởng sản lượng điện ở mức thấp, trong bối cảnh thị trường BĐS đóng băng và hoạt động tại ngành công nghiệp thâm dụng điện ảm đạm.
- Giá khí cao hơn dự kiến, ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh của NT2.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027
EBITDA	1.487	1.688	1.775	1.250	1.449
(-) Chi phí khấu hao	(709)	(706)	(526)	(155)	(156)
EBIT	778	981	1.248	1.095	1.293
(-) Thuế	(78)	(147)	(187)	(164)	(194)
Thuế (%)	10%	15%	15%	15%	15%
EBIAT	700	834	1.061	931	1.099
(+) Chi phí khấu hao	709	706	526	155	156
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(28)	154	(217)	158	(112)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>FCFF</b>	<b>1.380</b>	<b>1.694</b>	<b>1.369</b>	<b>1.243</b>	<b>1.142</b>
<b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b>					<b>7.956</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: DCF – Các giả định

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro, bloomberg, 10 năm	4%
Beta bloomberg	1,0
Phần bù rủi ro (ERP)	11%
Chi phí vốn - ke	15%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	8,6%
Tỷ lệ nợ trên vốn	10%
<b>WACC</b>	<b>14,4%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: DCF – Mô hình định giá DCF

Định giá DCF	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	8.941
(-) Nợ	(631)
(+) Tiền mặt	1.252
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	9.562
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	9.562
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
<b>Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)</b>	<b>33.216</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Phương pháp định giá EV/EBITDA

Phương pháp định giá EV/EBITDA	Tỷ đồng
EV/EBITDA mục tiêu, 1 năm	6,9x
Giá trị doanh nghiệp	8.791
(-) Nợ	(631)
(+) Tiền mặt	1.252
Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cơ thiếu số	9.412
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	9.412
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
<b>Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)</b>	<b>32.696</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá			
Phương pháp	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
DCF	33.216	50%	16.608
EV/EBITDA 1 năm	32.696	50%	16.348
Trung bình giá (đ/cp)			32.956
Giảm giá			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			32.956
<b>Làm tròn</b>			<b>33.000</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã CK	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E (lần)		P/BV (lần)		EV/EBITDA (lần)		ROE (%)	
		Bloomberg	Nội tệ			Nội tệ	Triệu USD	Trượt 12T	2023	Hiện tại	2023	Trượt 12T	2023
<b>Doanh nghiệp nước ngoài</b>													
JSW Energy Ltd	JSW IN Equity	224,4	NA	KKN	4.457,3	21,3	26,3	2,1	2,0	11,6	12,0	10,8	8,2
First Gen Corp	FGEN PM Equity	18,0	NA	KKN	1.176,5	4,1	4,8	0,5	0,4	3,6	3,4	10,0	8,6
An Hui Wenergy Co Ltd	000543 CH Equity	4,6	NA	KKN	1.519,7	NA	18,7	0,8	0,8	NA	NA	-3,0	4,3
Malakoff Corp Bhd	MLK MK Equity	0,7	NA	KKN	766,3	13,5	6,8	0,5	0,5	NA	4,0	4,3	8,3
<b>Doanh nghiệp trong nước</b>													
PVPower	POW VN Equity	12.450	18.400	Khả quan	1.228,7	15,4	13,0	1,0	0,9	5,7	7,2	6,4	7,1
GENCO3	PGV VN Equity	19.300	NA	KKN	913,7	9,3	8,1	1,3	1,2	6,1	5,5	13,7	14,7
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN Equity	14.000	NA	KKN	295,0	15,4	9,6	1,1	1,5	4,5	5,9	6,9	11,6
CTCP Điện Gia Lai	QTP VN Equity	15.300	NA	KKN	290,1	11,9	8,7	1,1	1,1	4,6	4,1	9,4	13,3
CTCP Nhiệt điện Bà Rịa	BTP VN Equity	13.400	NA	KKN	34,2	10,0	NA	0,6	NA	11,6	NA	6,4	NA
Trung bình						12,6	12,0	1,0	1,0	6,8	6,0	7,2	9,5
Trung vị						12,7	9,1	1,0	1,0	5,7	5,5	6,9	8,5
<b>Nhon Trạch 2</b>	<b>NT2 VN Equity</b>	<b>28.700</b>	<b>33.000</b>	<b>Khả quan</b>	<b>348,2</b>	<b>11,7</b>	<b>11,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>5,2</b>	<b>NA</b>	<b>16,8</b>	<b>15,5</b>

Dữ liệu tại ngày 21/02/2023

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

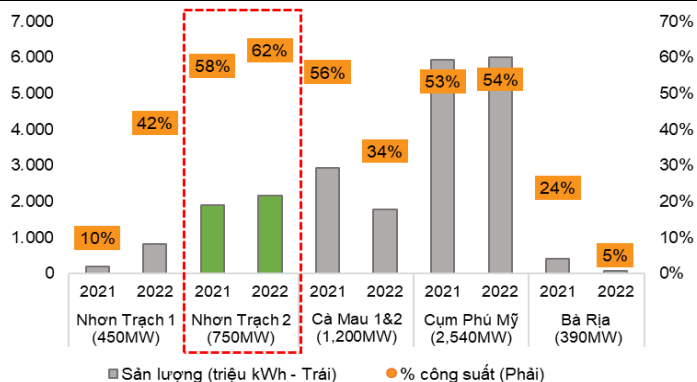
KQKD 2022: Trích lập dự phòng liên tục ảnh hưởng đến lợi nhuận

Hình 7: Tổng hợp KQKD NT2 2022

Tỷ đồng	Q4/22	Q4/21	%svck	2022	2021	%svck	Sv dự phóng	Nhận xét
Sản lượng (tr kWh)	991	825	20%	4.064	3.182	27,7%	104,2%	Sản lượng điện Q4/22 tăng 20% svck đạt 991tr kWh, kéo sản lượng 2022 đạt 4.064tr kWh (+27,7% svck), hỗ trợ bởi nhu cầu phục hồi hậu Covid tại miền Nam. NT2 là nhà máy có hiệu suất cao với dòng khí đảm bảo nhờ hợp đồng dài hạn, do đó được EVN ưu tiên huy động.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1.940	1.981	-2,1%	2.162	1.932	11,9%		Giá bán điện giảm 2% svck trong Q4/22, ngược với mức tăng giá khí 6% cùng thời điểm. Việc phải huy động bổ sung trên thị trường điện cạnh tranh với mức giá thấp là nguyên nhân chính khiến giá bán giảm. Đặc biệt trong T10/22, NT2 ghi nhận sản lượng Qc rất thấp, chủ yếu chào giá trên thị trường điện với sản lượng Qm lên đến 86%.
<b>Doanh thu</b>	<b>1.923</b>	<b>1.635</b>	<b>17,7%</b>	<b>8.786</b>	<b>6.150</b>	<b>42,9%</b>	<b>106,5%</b>	<b>Doanh thu Q4/22 tăng 17% svck đạt 1.923 tỷ do ảnh hưởng ngược chiều từ sản lượng tăng và giá giảm.</b>
Giá vốn hàng bán	1.838	1.485	23,8%	7.685	5.474	40,4%	106,0%	
<b>LN gộp</b>	<b>85</b>	<b>150</b>	<b>-43,4%</b>	<b>1.101</b>	<b>676</b>	<b>63,0%</b>	<b>110,4%</b>	<b>LN gộp Q4/22 giảm 43% svck đạt 84 tỷ với biên LN gộp giảm 4,8 điểm% xuống còn 4,4%. Giá khí neo cao kéo giá vốn tăng trong khi doanh thu tăng không tương ứng do tỉ trọng sản lượng được bao tiêu (Qc) giảm mạnh.</b>
Biên LN gộp (%)	4,4%	9,2%	-5điểm%	12,5%	11,0%	2điểm%		
Chi phí bán hàng & QLDN	82,34	21,45	284%	329,59	82,92	297%	316%	Chi phí QLND Q4/22 tăng 284% svck đạt 82 tỷ, kéo theo mức tăng 297% svck trong cả năm. Từ Q3/22, NT2 liên tục phải trích lập dự phòng phải thu khó đòi tiền điện từ EVN, xuất phát từ những khó khăn tài chính của doanh nghiệp này.
EBIT	11	128	-91,4%	779	559	39,4%	87,1%	
Doanh thu tài chính	19	4,0	367,4%	24	18	37,8%	174,3%	Doanh thu tài chính Q4/22 tăng 367% svck do đầu tư tiền gửi ngắn hạn tăng.
Chi phí tài chính	10	4,7	115,5%	18	52	-65,8%	104,4%	Chi phí tài chính Q4/22 tăng 115% svck do dư nợ vay ngắn hạn phục vụ vốn lưu động tăng.
LN trước thuế	11	130	-91,5%	779	566	37,7%	86,7%	
<b>LN ròng</b>	<b>5,8</b>	<b>121</b>	<b>-95,2%</b>	<b>729</b>	<b>534</b>	<b>36,6%</b>	<b>90,2%</b>	<b>Do đó, LN ròng Q4/22 giảm 95% svck đạt 5,8 tỷ đồng. Tuy nhiên LN ròng cả năm 2022 vẫn tăng 36,6% svck đạt 729 tỷ, hoàn thành 90,2% dự phóng của chúng tôi.</b>
EPS (đ/cp)	1,0	396	-99,7%	2.457	1.756	39,9%		

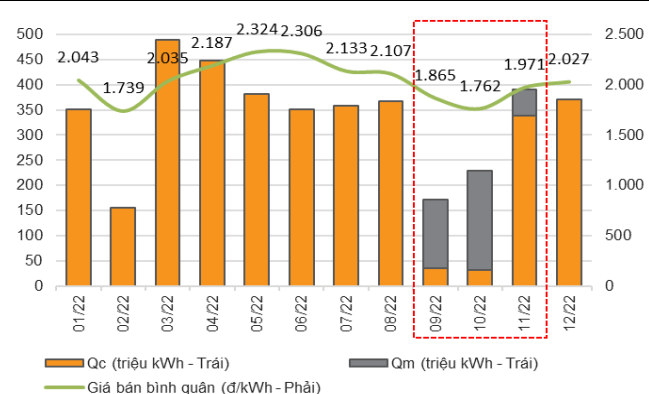
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 8: NT2 được huy động ở tỉ lệ công suất sử dụng cao hơn so với các nhà máy điện khí khác nhờ hiệu suất cao



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 9: Trong nửa cuối 2022, NT2 ghi nhận nhiều tháng có sản lượng Qc thấp, phải bù đắp từ sản lượng Qm với giá bán thấp hơn

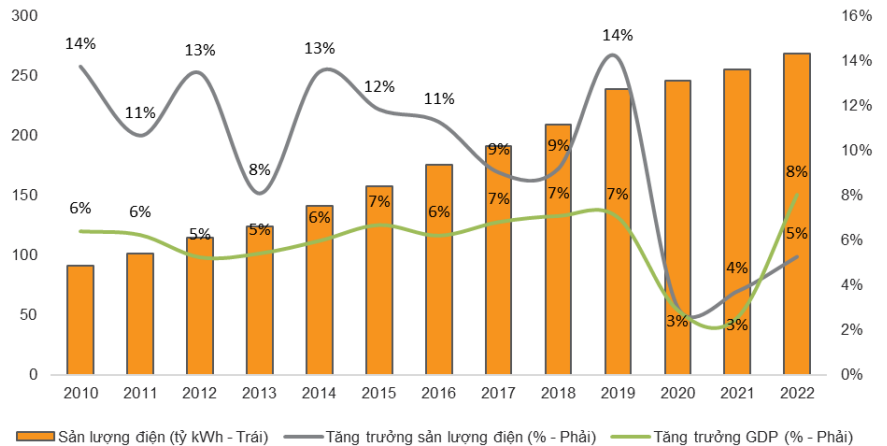


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Sản lượng điện 2022 tăng 27,7% svck đạt 4.064tr kWh, tương đương 62% công suất sử dụng của nhà máy, mức cao nhất trong số các nhà máy điện khí niêm yết. Nhu cầu điện phục hồi hậu Covid cũng như giá than nhập tăng mạnh là các yếu tố cộng hưởng, hỗ trợ mức tăng sản lượng tích cực của NT2.

Tuy nhiên trong nửa cuối 2022, hoạt động công nghiệp giảm sút trong bối cảnh thị trường BĐS nhà ở đóng băng, cũng như thời tiết mùa hè mát mẻ hơn mọi năm đã kéo nhu tăng trưởng nhu cầu điện giảm tốc. Theo đó, trong nhiều tháng NT2 ghi nhận mức sản lượng huy động Qc rất thấp từ EVN, và phải bù đắp sản lượng huy động trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) với mức giá bình quân thấp hơn trong khi giá khí vẫn neo cao. Do đó, doanh thu của doanh nghiệp có phần giảm sút và biên LN gộp mỏng đi nhiều trong hai quý cuối.

**Hình 10: Tăng trưởng sản lượng tiêu thụ điện của Việt Nam đạt 5,3% svck trong 2022, lần đầu tiên thấp hơn tăng trưởng GDP từ 2010 do hoạt động công nghiệp, BĐS giảm sút**



Nguồn: Dự thảo QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng: Tăng trưởng LN 2023 suy yếu, dự kiến phục hồi dần từ 2024

Chúng tôi nhận thấy nhu cầu điện toàn quốc tăng cao, dự báo tăng trưởng kép 9,8% trong giai đoạn 2022-30 sẽ là điểm tựa, thúc đẩy tăng trưởng sản lượng tích cực hơn cho NT2, đặc biệt trong bối cảnh thủy điện sẽ đi ra khỏi pha thời tiết thuận lợi trong khi dự báo Việt Nam sẽ ghi nhận một mùa hè nóng bức hơn trong 2023. Bên cạnh đó, chúng tôi nhận thấy xu hướng giảm của giá dầu Brent, dự báo trung bình khoảng 90 USD/thùng trong 2023 sẽ hỗ trợ giá bán điện bình quân của NT2 giảm 12,3% svck đạt 1.896đ/kWh. Giá bán giảm sẽ phần nào giảm tải đi áp lực cạnh tranh giá của NT2 trong thời gian tới.

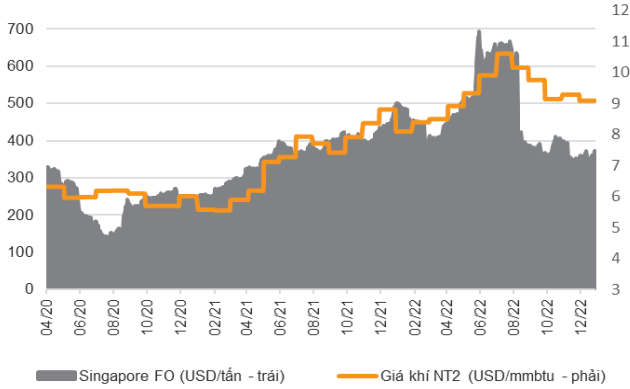
Bên cạnh đó, với việc khung giá bán lẻ điện mới đã chính thức được Bộ Công Thương ban hành, tăng 220-538đ/kWh so với khung giá trước đó và đạt 1.826-2.444đ/kWh, chúng tôi nhận thấy đây là tín hiệu đầu tiên cho việc sẽ tăng giá bán lẻ điện sau 4 năm không thay đổi. Chúng tôi cho rằng giá bán điện điều chỉnh, nếu tăng, sẽ làm dịu đi những áp lực tài chính lớn mà EVN đang gặp phải, đồng thời cải thiện tình trạng cắt giảm huy động từ các nguồn điện giá cao.

Ở khía cạnh ngược lại, trong năm nay NT2 sẽ tiến hành đại tu nhà máy, thường mất khoảng 45 ngày, do đó sản lượng huy động sẽ giảm trong thời gian này. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng 2023 sẽ giảm nhẹ 2% svck đạt 3.963tr kWh từ những ảnh hưởng hai chiều nêu trên. Tỷ trọng Qc/Qm sẽ giữ nguyên như mức 2022 đạt 85%/15%. Doanh thu 2023 sẽ giảm 14,5% svck đạt 7.516 tỷ. Biên LN gộp giảm nhẹ 0,8 điểm % đạt 11,7% tương ứng với mức giảm sản lượng. LN ròng 2023 do đó giảm nhẹ 2,3% đạt 712 tỷ đồng.

**Trong 2024**, chúng tôi dự phóng sản lượng sẽ tăng 9% svck đạt 4.304tr kWh, tiệm cận dần về mức huy động trước dịch, hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng nhanh. Giá bán bình quân giảm 4% svck đạt 1.820đ/kWh với giá định giá dầu Brent thấp hơn đạt 80 USD/thùng. Doanh thu do đó tăng nhẹ 4,3% svck đạt 7.836 tỷ. Biên LN gộp và LN ròng sẽ cải thiện 2,2 điểm% và 2 điểm% nhờ sản lượng huy động tối ưu hơn, theo đó LN gộp và LN ròng tăng 24% svck và 26% svck đạt 1.089 tỷ và 898 tỷ trong 2024.

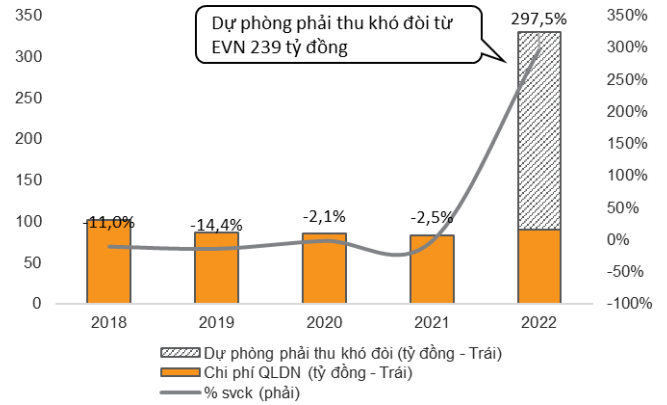
Đáng chú ý, chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng giá từ khoản dự phòng phải thu khó đòi tiền điện từ EVN 239 tỷ đồng trong 2022. Nếu được hoàn nhập, dự kiến LN 2023 sẽ tăng 30% sv hiện tại, đạt 928 tỷ theo tính toán của chúng tôi.

Hình 11: Giá khí NT2 đã giảm từ đỉnh giữa năm 2022, neo theo đà giảm của giá dầu FO Singapore (46% FO)



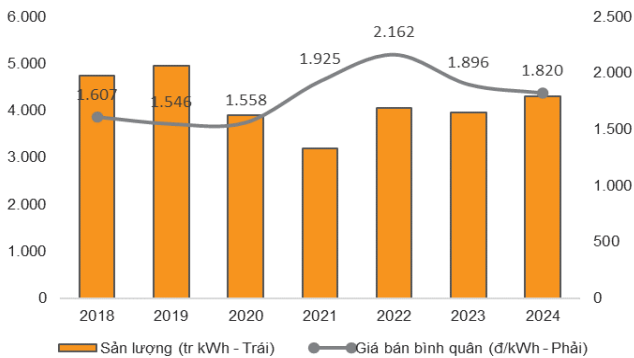
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Bloomberg, Báo cáo công ty

Hình 12: Chi phí QLDN 2022 tăng mạnh do trong 2 quý cuối, NT2 ghi nhận thêm trích lập dự phòng phải thu khó đòi từ EVN 239 tỷ.



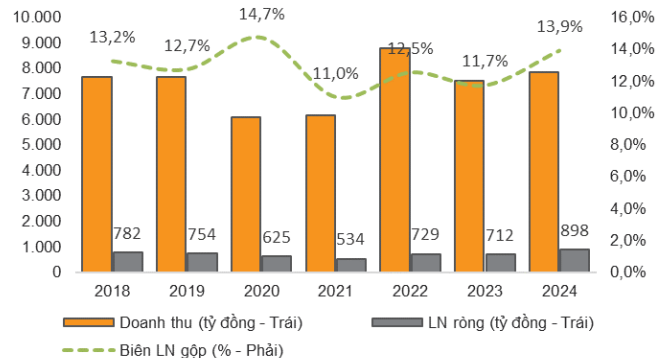
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 13: Giá bán điện tuy vẫn neo cao nhưng sẽ giảm dần, hỗ trợ bởi giá dầu Bent dự báo giảm xuống 90-80USD/thùng trong 2023-24



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 14: LN ròng sẽ giảm do sản lượng giảm. Chúng tôi nhận thấy tiềm năng tăng trưởng LN nếu được hoàn nhập dự phòng 239 tỷ



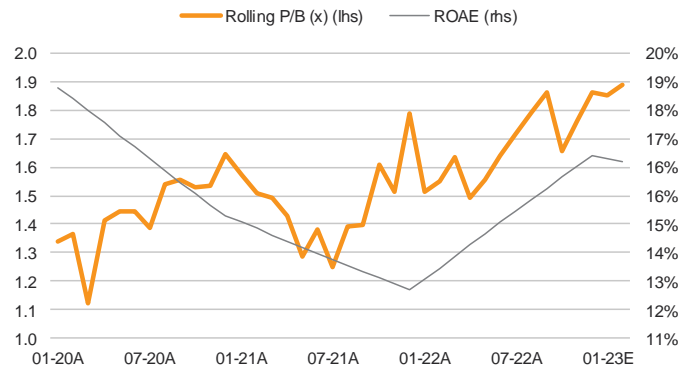
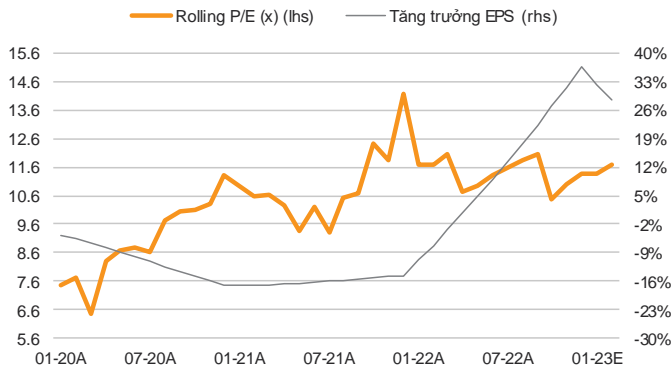
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

Hình 15: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD 2023-24

Tỷ đồng	2022			2023			2024			Nhận xét
	DP cũ	DP mới	%Δ	DP cũ	DP mới	%Δ	DP cũ	DP mới	%Δ	
Sản lượng (tr kWh)	4.064	3.830	3,5%	4.205	4.305	2,4%	Chúng tôi giữ nguyên triển vọng sản lượng, giá bán 2023-24			
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2.162	1.872	1,3%	1.789	1.820	1,8%				
<b>Doanh thu</b>	<b>8.786</b>	<b>7.168</b>	<b>4,8%</b>	<b>7.523</b>	<b>7.836</b>	<b>4,2%</b>	Doanh thu điều chỉnh tương ứng theo sản lượng và giá bán			
Giá vốn hàng bán	(7.685)	(6.244)	6,2%	(6.403)	(6.747)	5,4%				
<b>LN gộp</b>	<b>1.101</b>	<b>924</b>	<b>-4,6%</b>	<b>1.121</b>	<b>1.089</b>	<b>-2,8%</b>				
Chi phí bán hàng & QLDN	(330)	(94)	9,8%	(97)	(108)	10,9%	Chi phí bán hàng & QLDN 2023/24 tăng nhẹ 9,8%/10,9% dựa theo mức tăng trong 2022.			
EBIT	772	830	7,8%	1.024	981	-4,2%				
Chi phí tài chính	(18)	(14)	350,4%	(14)	(50)	260,3%	Chi phí tài chính tăng 2023-24 điều chỉnh tăng 350% và 260%, phản ánh nợ vay ngắn hạn tăng cuối 2022.			
Doanh thu tài chính	24	42	76,0%	41	66	62,0%	Doanh thu tài chính 2023-24 điều chỉnh tăng 81% và 62%, phản ánh khoản đầu tư ngắn hạn tăng thêm trong 2022.			
<b>LN ròng</b>	<b>729</b>	<b>754</b>	<b>3,4%</b>	<b>941</b>	<b>898</b>	<b>-4,6%</b>	<b>Theo đó, LN ròng 2023-24 điều chỉnh giảm 5,5% và 4,6% đạt 712 tỷ và 898 tỷ so với dự phóng trước của chúng tôi</b>			
Biên LN ròng (%)	8,3%	10,5%	2,2%	12,5%	11,5%	-1 điểm%				
EPS (đ/cp)	2.533	2.619	3,4%	3.268	3.120	-4,5%				

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, Báo cáo công ty

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	8.786	7.516	7.836
Giá vốn hàng bán	(7.685)	(6.634)	(6.747)
Chi phí quản lý DN	(330)	(103)	(108)
Chi phí bán hàng	0	0	0
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>772</b>	<b>778</b>	<b>981</b>
EBITDA thuần	1.461	1.487	1.688
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(689)</b>	<b>(709)</b>	<b>(706)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>772</b>	<b>778</b>	<b>981</b>
Thu nhập lãi	24	76	66
Chi phí tài chính	(18)	(63)	(50)
Thu nhập ròng khác	0	0	0
TN từ các Cty LK & LD			
<b>LN trước thuế</b>	<b>779</b>	<b>792</b>	<b>998</b>
Thuế	(50)	(79)	(100)
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>LN ròng</b>	<b>729</b>	<b>712</b>	<b>898</b>
Thu nhập trên vốn	729	712	898
Cổ tức phổ thông	(474)	(432)	(432)
<b>LN giữ lại</b>	<b>255</b>	<b>281</b>	<b>466</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	384	1.252	2.601
Đầu tư ngắn hạn	949	949	949
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.711	2.268	2.324
Hàng tồn kho	307	323	300
Các tài sản ngắn hạn khác	5	25	15
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>4.357</b>	<b>4.818</b>	<b>6.189</b>
Tài sản cố định	2.809	2.101	1.396
Tổng đầu tư	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	120	385	254
<b>Tổng tài sản</b>	<b>7.285</b>	<b>7.304</b>	<b>7.839</b>
Vay & nợ ngắn hạn	631	631	631
Phải trả người bán	770	622	676
Nợ ngắn hạn khác	1.425	1.310	1.292
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.825</b>	<b>2.563</b>	<b>2.599</b>
Vay & nợ dài hạn	0	0	0
Các khoản phải trả khác	0	18	25
Vốn điều lệ và	2.879	2.879	2.879
LN giữ lại	1.400	1.680	2.146
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>4.460</b>	<b>4.723</b>	<b>5.216</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>7.285</b>	<b>7.304</b>	<b>7.839</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>779</b>	<b>792</b>	<b>998</b>
Khấu hao	689	709	706
Thuế đã nộp	(46)	(79)	(100)
Các khoản điều chỉnh khác	219	(150)	(69)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(257)</b>	<b>(28)</b>	<b>154</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>1.383</b>	<b>1.242</b>	<b>1.689</b>
Đầu tư TSCĐ	(1)	(1)	(1)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	(1)	(1)
Các khoản khác	(949)	0	0
Thay đổi tài sản dài hạn khác	4	76	66
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(946)</b>	<b>74</b>	<b>65</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	421	0	0
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	(17)	27
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(474)	(432)	(432)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(54)</b>	<b>(449)</b>	<b>(405)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1	384	1.252
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>383</b>	<b>868</b>	<b>1.349</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	384	1.252	2.601

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	8,3%	9,5%	11,5%
Vòng quay TS	1,26	1,03	1,03
ROAA	10,5%	9,8%	11,9%
Đòn bẩy tài chính	1,60	1,59	1,52
ROAE	16,8%	15,5%	18,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	112,6	106,5	104,9
Số ngày nắm giữ HTK	14,6	17,8	16,3
Số ngày phải trả tiền bán	36,5	34,2	36,7
Vòng quay TSCĐ	2,79	3,06	4,48
ROIC	14,3%	13,3%	15,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,5	1,9	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	1,4	1,8	2,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,5	0,9	1,4
Vòng quay tiền	90,7	90,1	84,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	42,9%	(14,5%)	4,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	30,2%	0,8%	26,1%
Tăng trưởng LN ròng	36,6%	(2,3%)	26,1%
Tăng trưởng EPS	36,6%	(2,3%)	26,1%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

## 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.

---

### Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

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

### Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Hà Đức Tùng – Chuyên viên Phân tích

Email: [tung.nguyenduc@vndirect.com.vn](mailto:tung.nguyenduc@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>