

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

Khả quan (từ Trung lập)

## Điện

|                             |                     |
|-----------------------------|---------------------|
| Giá hiện tại                | VND23.600           |
| Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần | VND33.600/VND22.450 |
| Giá mục tiêu                | VND28.300           |
| Giá mục tiêu trước đó       | VND31.300           |
| Consensus                   | 7,1%                |
| Tiềm năng tăng giá          | 19,9%               |
| Tỷ suất cổ tức              | 6,9%                |
| Tổng tỷ suất sinh lời       | 26,8%               |

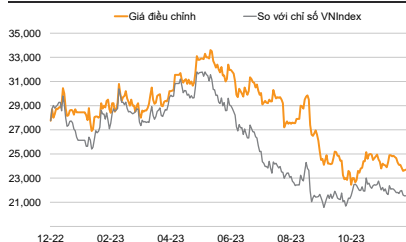
|                    |                              |
|--------------------|------------------------------|
| Triển vọng         | Trung lập                    |
| Định giá           | Khả quan                     |
| Phân tích kỹ thuật | <a href="#">Kém khả quan</a> |

|                          |      |
|--------------------------|------|
| Thị giá vốn (tr USD)     | 0,28 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD)  | 0,52 |
| Sở hữu NN (tr USD)       | 102  |
| Số CP lưu hành (tr)      | 288  |
| Số CP sau pha loãng (tr) | 288  |

|              | NT2   | TB ngành | VNI   |
|--------------|-------|----------|-------|
| P/E trượt    | 17,5x | 17,9x    | 12,9x |
| P/B hiện tại | 1,6x  | 1,3x     | 1,7x  |
| ROA          | 16,8% | 6,2%     | 2,0%  |
| ROE          | 12,6% | 7,3%     | 11,7% |

\*dữ liệu ngày 19/12/2023

## Diễn biến giá



| Giá cổ phiếu (%)   | 1M   | 3M    | 12M   |
|--------------------|------|-------|-------|
| NT2                | -3,7 | -11,6 | -14,2 |
| Tương quan VNIndex | -3,2 | -2,1  | -19,8 |

## 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

## Kỳ vọng hồi phục trong năm 2024

- Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan với mức tăng giá dự kiến là 19,9% và tỷ suất cổ tức là 6,9%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 9,6% kể từ báo cáo trước. Trong cùng giai đoạn, giá cổ phiếu giảm 21,5%.
- Giá mục tiêu thấp hơn do chúng tôi điều chỉnh dự phóng EPS 2023-24 và giả định WACC.
- EV/EBITDA trượt là 5,7 lần, thấp hơn tỷ lệ trung bình (10 lần) của các công ty cùng ngành trong khu vực.

## Điểm nhấn tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng 9T23 giảm 64,7% svck, xuống còn 256 tỷ đồng, tuy nhiên chúng tôi dự kiến LN sẽ hồi phục 80,4% trong năm 2024.
- Biên LN gộp dự kiến sẽ giảm xuống mức thấp kỷ lục 6,7% trong năm 2023, trước khi tăng lên 9,7% trong năm 2024 do giá dầu tăng.
- Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2024 xuống 11,7%, còn 2.456đ/cp, do nhận thấy sản lượng điện huy động sẽ thấp đi khi BCT đặt sản lượng khí kế hoạch cấp cho phát điện năm 2024 thấp hơn dự kiến.

## Luận điểm đầu tư

## Sản xuất công nghiệp và xây dựng hồi phục giúp đẩy mạnh nhu cầu điện trong năm 2024

Trong 2024, dự kiến nhu cầu điện của Việt Nam sẽ tăng 9,1% svck, được hỗ trợ bởi sự phục hồi của sản xuất công nghiệp và hoạt động xây dựng. Mức tăng trưởng này tính toán từ Kế hoạch cung cấp và vận hành hệ thống điện năm 2024 của Bộ Công Thương (BCT), bám sát với mục tiêu tăng trưởng GDP 6,0-6,5% của Quốc hội. Nhờ sở hữu tuabin hiện đại với hiệu suất cao, NT2 dự kiến sẽ hưởng lợi từ nhu cầu tăng bằng việc nhận được nhiều huy động hơn. Chúng tôi dự kiến sản lượng điện sẽ tăng mạnh 23,9% svck trong 2024, đạt 3,895 triệu kWh.

## Không có lịch bảo dưỡng trong năm 2024

NT2 đã hoàn thành quá trình đại tu kéo dài hai tháng trong năm 2023 sau khi đạt 100.000 giờ hoạt động tương đương (EOH). Điều này đã gây ảnh hưởng đáng kể đến sản lượng huy động trong năm 2023. Với việc không có lịch bảo dưỡng trong năm tới, nhà máy có thể hoạt động liên tục, hỗ trợ cho tăng trưởng sản lượng.

## Kế hoạch cấp khí cho sản xuất điện năm 2024 của BCT báo hiệu huy động điện khí sẽ bị hạn chế

Sản lượng khí kế hoạch cho sản xuất điện năm 2024 giảm đáng kể 18,7-23,8% svck. Lượng khí giảm mạnh có thể khiến điện khí nhận được huy động hạn chế trong 2024. Do đó, chúng tôi giảm dự phóng sản lượng 2024 trước đó xuống 9,5%.

## Giá dầu cao trong năm 2024 sẽ làm giảm tính cạnh tranh của NT2.

Chúng tôi dự kiến giá dầu cao cùng với chi phí khai thác khí nội địa tăng sẽ làm tăng chi phí đầu vào của NT2, dẫn tới giảm khả năng cạnh tranh của nhà máy trên thị trường phát điện. Mặc dù giá bán bình quân tăng chậm hơn so với chi phí đầu vào, chúng tôi dự phóng biên LN gộp tăng 3 điểm % svck từ 6,7% lên 9,7% nhờ sản lượng hồi phục mạnh trong năm sau.

## Định giá và tỷ suất cổ tức hấp dẫn

Mặc dù LN ròng 9T23 của NT2 giảm mạnh, tỷ lệ P/E của NT2 là 17,5 lần, tương đương với trung bình các doanh nghiệp cùng ngành khác. Tuy nhiên, do chi phí khấu hao cao, tỷ lệ EV/EBITDA ở mức 5,7 lần, thấp hơn nhiều so với mức 10,0 lần trung bình ngành. Ngoài ra, NT2 cũng có mức tỷ suất cổ tức hấp dẫn 6,9%.

|                             | 12-22A | 12-23E  | 12-24E  | 12-25E  |
|-----------------------------|--------|---------|---------|---------|
| Tăng trưởng DT thuần        | 42,9%  | (24,1%) | 26,8%   | (5,2%)  |
| Tăng trưởng EPS             | 65,5%  | (55,6%) | 80,4%   | (12,7%) |
| Biên lợi nhuận gộp          | 12,3%  | 6,7%    | 9,7%    | 9,6%    |
| Biên LN ròng                | 10,1%  | 5,9%    | 8,4%    | 7,7%    |
| P/E (x)                     | 7,72   | 17,41   | 9,65    | 11,05   |
| Rolling P/B (x)             | 1,50   | 1,50    | 1,40    | 1,30    |
| ROAE                        | 20,0%  | 8,6%    | 15,0%   | 12,5%   |
| Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu | 5,3%   | (4,3%)  | (12,6%) | (15,3%) |

## Tổng quan doanh nghiệp

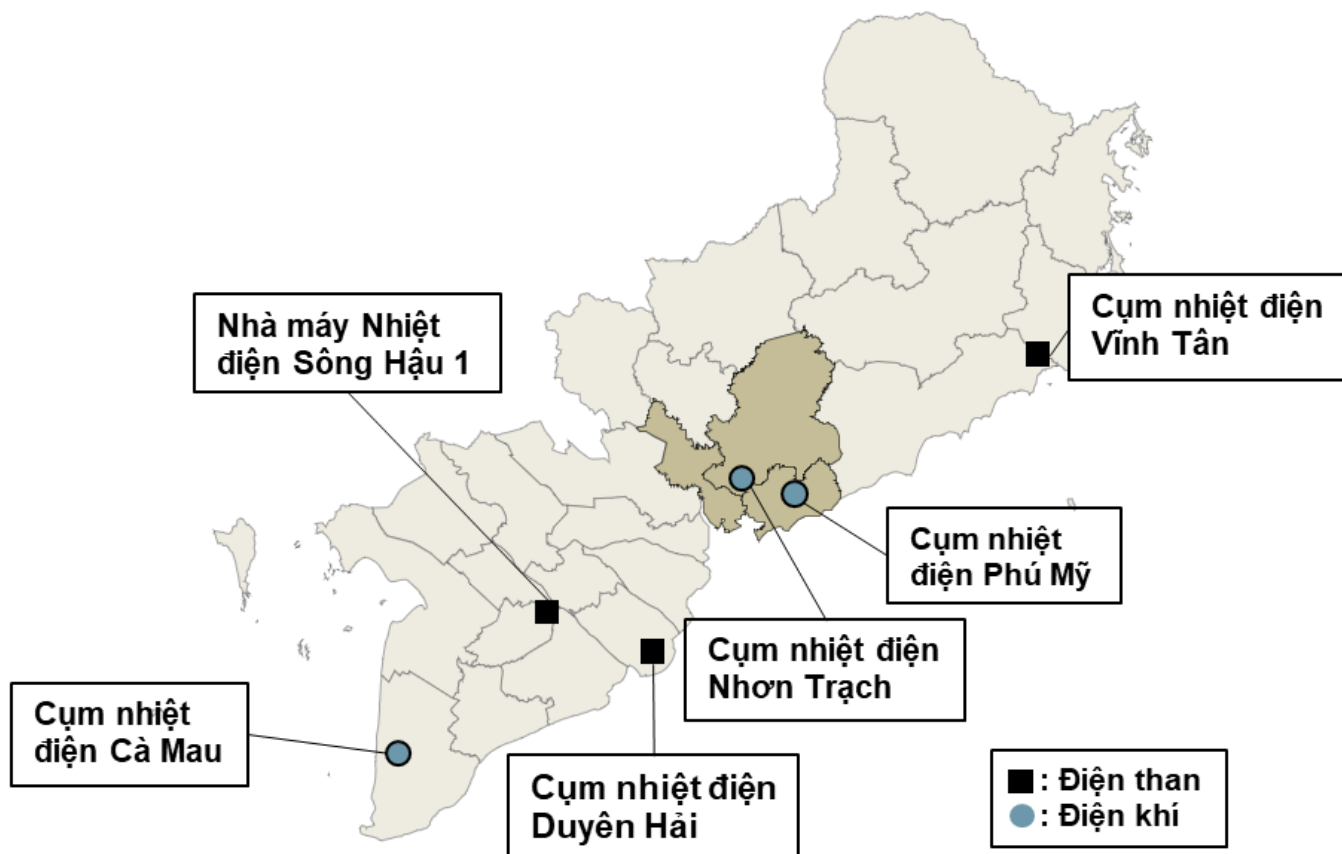
### Nhà máy điện chủ chốt ở khu vực kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ

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

## KQKD 9T23: Huy động sản lượng thấp làm giảm lợi nhuận

Hình 2: KQKD Q3/23 và 9T23.

| Tỷ đồng                   | Q3/23         | Q3/22        | %svck               | 9T23         | 9T22         | %svck              | Sv dự phóng  | Nhận xét                                                                                                                                                                                                  |
|---------------------------|---------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Sản lượng (triệu kWh)     | 365           | 898          | -59,3%              | 2.494        | 3.073        | -18,9%             | 66,4%        | Sản lượng điện Q3/23 giảm 59% svck do 1) nhà máy đại tu trong toàn bộ tháng 9 khiến huy động ở mức thấp, 2) Lượng mưa lớn trong Q3/23 làm tăng khả năng cung cấp của thủy điện, giảm nhu cầu về điện khí. |
| Giá bán bình quân (đ/kWh) | 2.237         | 2.415        | -7,4%               | 2.078        | 2.233        | -6,9%              |              | Giá bán bình quân giảm 7,4% svck trong Q3/23. Điều này là do sự kết hợp của 1) giá khí giảm svck và 2) giá thị trường phát điện cạnh tranh thấp cản trở NT2 tham gia phát điện.                           |
| <b>Doanh thu</b>          | <b>816</b>    | <b>2.168</b> | <b>-62,3%</b>       | <b>5.182</b> | <b>6.863</b> | <b>-24,5%</b>      | <b>69,1%</b> | Do đó, doanh thu Q3/23 giảm 62,3% so với mức cao trong Q3/22, do cả sản lượng và giá bán bình quân đều giảm.                                                                                              |
| Giá vốn hàng bán          | 949           | 1.746        | -45,7%              | 4.900        | 5.846        | -16,2%             | 73,9%        |                                                                                                                                                                                                           |
| <b>LN gộp</b>             | <b>(132)</b>  | <b>423</b>   | <b>-131,3%</b>      | <b>282</b>   | <b>1.017</b> | <b>-72,3%</b>      | <b>38,8%</b> |                                                                                                                                                                                                           |
| <i>Biên LN gộp (%)</i>    | <i>-16,2%</i> | <i>19,5%</i> | <i>-35,7 điểm %</i> | <i>5,4%</i>  | <i>14,8%</i> | <i>-9,4 điểm %</i> |              | Lợi nhuận gộp Q3/23 của NT2 bị ảnh hưởng nặng nề do 1) huy động sản lượng sụt giảm mạnh, 2) đợt đại tu của NT2 phát sinh chi phí bảo trì lớn.                                                             |
| Chi phí bán hàng & QLDN   | 16,46         | 209,08       | -92,1%              | 54,26        | 247,25       | -78,1%             | 51%          | Chi phí quản lý DN Q3/23 giảm 92% svck do NT2 trích lập dự phòng nợ xấu 187 tỷ đồng liên quan đến Tập đoàn EVN trong Q3/22.                                                                               |
| EBIT                      | (149)         | 213          | -169,6%             | 227          | 769          | -70,4%             | 36,7%        |                                                                                                                                                                                                           |
| Doanh thu tài chính       | 35            | 2            | 1650,0%             | 75           | 6            | 1216,2%            | 85,0%        | Doanh thu tài chính Q3/23 tăng 17,5 lần svck nhờ tiền lãi gửi ngân hàng cao hơn.                                                                                                                          |
| Chi phí tài chính         | 11            | 1            | 1000,0%             | 23           | 8            | 199,2%             | 45,2%        |                                                                                                                                                                                                           |
| LN trước thuế             | (124)         | 215          | -157,5%             | 280          | 768          | -63,6%             | 43,4%        |                                                                                                                                                                                                           |
| <b>LN ròng</b>            | <b>(124)</b>  | <b>199</b>   | <b>-162,2%</b>      | <b>256</b>   | <b>724</b>   | <b>-64,7%</b>      | <b>41,8%</b> |                                                                                                                                                                                                           |
| EPS (đ/cp)                | (450)         | 664          | -167,8%             | 815          | 2.432        | -66,5%             |              |                                                                                                                                                                                                           |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024: Kỳ vọng phục hồi trong năm 2024

Hình 3: Điều chỉnh dự phóng KQKD

|                           | 2022    | 2023    |         |              | 2024    |         |             | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|---------------------------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tỷ đồng                   |         | DP cũ   | DP mới  | % thay đổi   | DP cũ   | DP mới  | % thay đổi  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Sản lượng (tr kWh)        | 4.064   | 3.758   | 3.143   | -16,4%       | 4.305   | 3.895   | -9,5%       | Điều chỉnh giảm sản lượng năm 2023 xuống 16,4%, phản ánh 1) nhu cầu tiêu thụ điện trong 9T23 yếu hơn dự kiến, 2) sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến do lượng mưa cao trong nửa cuối năm 2023, 3) cạnh tranh cao hơn từ nguồn năng lượng tái tạo. Điều chỉnh giảm sản lượng năm 2024 do Bộ Công Thương đặt ra mức sản lượng khi kế hoạch cấp cho phát điện năm 2024 thấp hơn dự kiến. |
| % svck                    |         | -7,5%   | -22,7%  | -15,1 điểm % | 14,6%   | 23,9%   | 9,4 điểm %  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Giá bán bình quân (đ/kWh) | 2.162   | 1.995   | 2.122   | 6,3%         | 1.918   | 2.172   | 13,2%       | Điều chỉnh tăng giá bán điện bình quân năm 2023-24 thêm 6,3%/13,2% do 1) chúng tôi tăng giá định về giá dầu và 2) chi phí vận hành và bảo trì cao hơn dự kiến.                                                                                                                                                                                                                        |
| Doanh thu                 | 8.788   | 7.498   | 6.669   | -11,1%       | 8.259   | 8.459   | 2,4%        | Điều chỉnh doanh thu tương ứng theo sản lượng và giá bán                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| % svck                    |         | -14,7%  | -24,1%  | -9,4 điểm %  | 10,1%   | 26,8%   | 16,7 điểm % |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Giá vốn hàng bán          | (7.706) | (6.772) | (6.219) | -8,2%        | (7.341) | (7.636) | 4,0%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| LN gộp                    | 1.082   | 726     | 450     | -38,0%       | 918     | 822     | -10,4%      | LN gộp giai đoạn 2023-24 được điều chỉnh giảm 38,0%/10,4% do 1) dự phóng sản lượng thấp hơn trong giai đoạn chính 23-24, 2) chi phí vận hành và bảo trì cao hơn dự kiến, 3) giá định giá dầu cao hơn khiến tăng chi phí đầu vào.                                                                                                                                                      |
| Chi phí bán hàng & QLDN   | (131)   | (106)   | (81)    | -23,6%       | (117)   | (114)   | -2,2%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| EBIT                      | 950     | 620     | 369     | -40,5%       | 801     | 708     | -11,6%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Chi phí tài chính         | (18)    | (50)    | (30)    | -39,5%       | (50)    | (41)    | -18,8%      | Chúng tôi điều chỉnh chi phí tài chính cho phù hợp với báo cáo tài chính Q3/23.                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Doanh thu tài chính       | 24      | 88      | 87      | -0,7%        | 106     | 90      | -14,7%      | Chúng tôi điều chỉnh doanh thu tài chính cho phù hợp với báo cáo tài chính Q3/23.                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| LN ròng                   | 883     | 612     | 392     | -36,0%       | 801     | 707     | -11,7%      | Nhìn chung, LN ròng giai đoạn 2023-24 điều chỉnh giảm 36,0% và 11,7% xuống còn 392 tỷ đồng và 707 tỷ đồng so với dự phóng cũ.                                                                                                                                                                                                                                                         |
| % svck                    |         | -30,7%  | -55,6%  | -24,9 điểm % | 30,9%   | 80,4%   | 49,5 điểm % |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| EPS (đ/cp)                | 3.069   | 2.124   | 1.361   | -36,0%       | 2.782   | 2.456   | -11,7%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

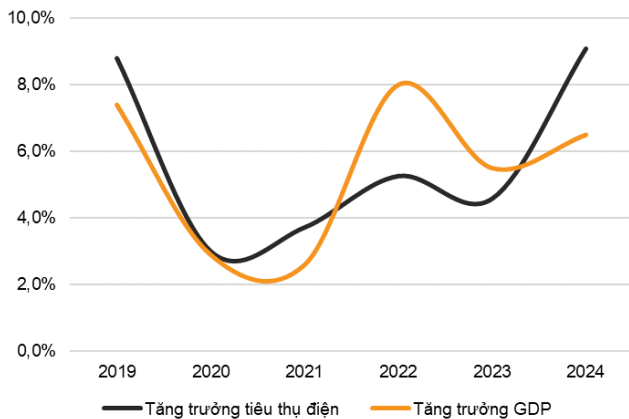
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Sản lượng điện sẽ phục hồi trong năm 2024

NT2 sẵn sàng cho một năm 2024 tích cực với sản lượng dự kiến tăng trưởng 23,9% svck đạt 3.895 triệu kWh và doanh thu tăng 26,8% svck đạt 8.458 tỷ đồng. Sự gia tăng này dựa trên ba yếu tố tích cực:

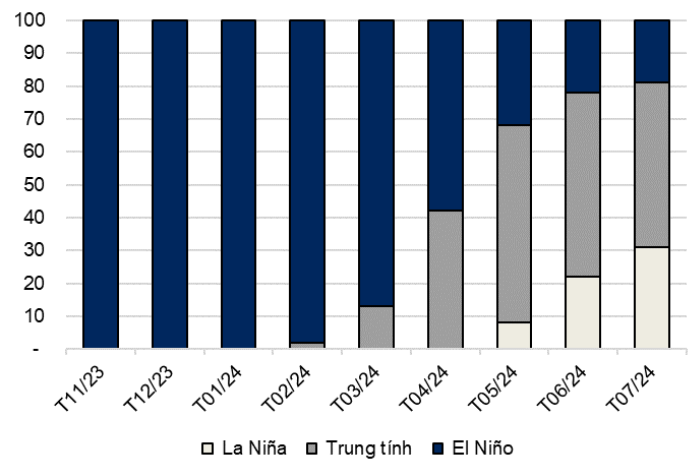
- Nhu cầu điện dự kiến sẽ phục hồi vào năm 2024. Bộ Công Thương đã phê duyệt Kế hoạch cung cấp và vận hành hệ thống điện quốc gia 2024, dự báo nhu cầu điện sẽ phục hồi đáng kể trong năm sau. Kế hoạch ước tính sản lượng điện đạt 306,259 tỷ kWh, tương ứng mức tăng trưởng 9,1% svck. Mức tăng trưởng dự kiến này được ước tính dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP 6,0-6,5% của Quốc hội.
- NT2 dự kiến sẽ vận hành liên tục do không có lịch bảo dưỡng vào năm 2024 sau khi hoàn thành đợt đại tu quan trọng kéo dài 2 tháng vào hồi T9-10/2023.
- Hiện tượng El Nino kéo dài sang giữa năm 2024 sẽ hạn chế thủy điện, có khả năng hướng nhu cầu huy động điện sang các nhà máy nhiệt điện khí, thúc đẩy sản lượng điện của NT2.

**Hình 4: Tiêu thụ điện dự kiến sẽ tăng 9,1% svck vào năm 2024 dựa trên mục tiêu tăng trưởng GDP 6,0-6,5% do Quốc hội đặt ra**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Hiện tượng El Nino sẽ kéo dài đến giữa năm 2024**

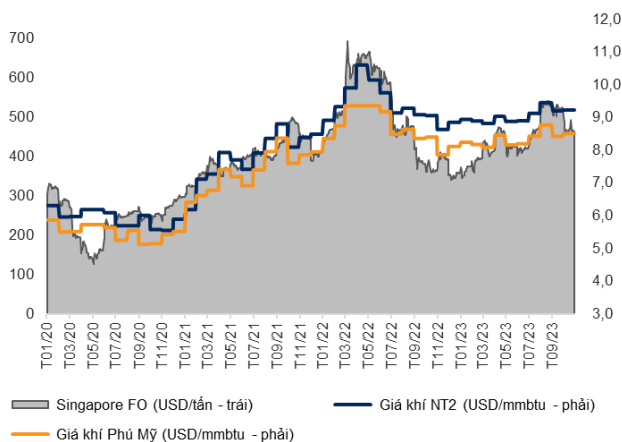


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, IRI

### Bộ Công Thương đã đặt sản lượng khí kế hoạch cho sản xuất điện năm 2024 thấp hơn dự kiến.

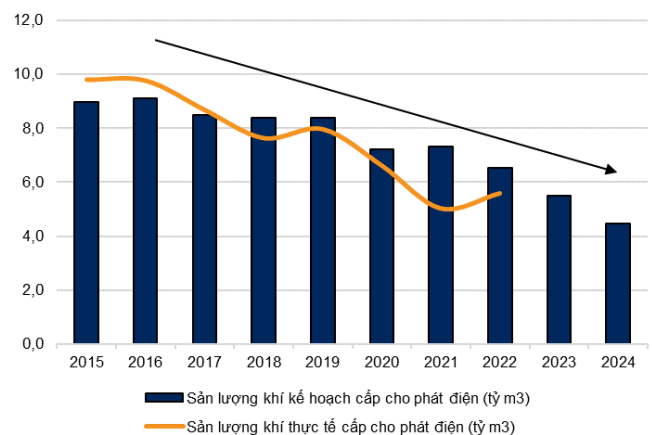
Chúng tôi đã phản ánh quan điểm thận trọng về triển vọng điện khí trong năm sau vào tăng trưởng huy động năm 2024 của NT2. Quan điểm thận trọng của chúng tôi xuất phát từ việc nguồn khí dành cho phát điện đang có xu hướng giảm trong các năm qua. Cụ thể, sản lượng khí cấp cho sản xuất điện giảm từ 8,8 tỷ m<sup>3</sup> (7,3 tỷ m<sup>3</sup> từ các mỏ Đông Nam Bộ và 1,5 tỷ m<sup>3</sup> từ các mỏ Tây Nam Bộ) xuống còn 5,7 tỷ m<sup>3</sup> (4,3 tỷ m<sup>3</sup> từ các mỏ Đông Nam Bộ và 1,4 tỷ m<sup>3</sup> từ các mỏ Tây Nam Bộ) vào năm 2023. Theo kế hoạch cung cấp khí cho phát điện năm 2024 của Bộ Công Thương, lượng khí dự kiến cho phát điện giảm đáng kể 18,7-23,8% so với năm 2023, điều này báo hiệu điện khí có thể nhận được ít huy động trong năm tới. Hơn nữa, NT2 lấy nhiên liệu từ các mỏ khí ở khu vực Đông Nam Bộ, điều này làm tăng rủi ro do khu vực này tập trung nhiều mỏ khí đang suy giảm.

**Hình 6: Giá khí giảm so với mức đỉnh năm 2022 nhưng vẫn ở mức cao do giá FO neo ở mức cao và chi phí khai thác các mỏ khí nội địa tăng.**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, GENCO3

**Hình 7: Sản lượng khí kế hoạch dành cho sản xuất điện có xu hướng giảm kể từ năm 2015**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, PV GAS

**Giá bán trung bình của NT2 dự kiến tăng trong năm 2024**

Theo [báo cáo cập nhật GAS](#) gần đây, chúng tôi dự phóng giá dầu Brent vào năm 2024 sẽ ở mức 88 USD/thùng, phản ánh nguy cơ thắt chặt nguồn cung dầu hiện hữu. Do giá dầu cao và chi phí khai thác từ các mỏ khí nội địa tăng, chúng tôi dự phóng giá đầu vào của NT2 sẽ tăng 3,1% svck. Chi phí giá vốn tăng cao này sẽ tác động tiêu cực đến khả năng cạnh tranh của NT2 so với các nguồn điện khác. Cuối cùng, chúng tôi dự phóng giá bán trung bình của NT2 sẽ tăng 2,4% svck trong năm 2024, mức tăng chậm hơn so với giá đầu vào.



## Định giá

### Nâng khuyến nghị lên Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn 28.300đ/cp

Chúng tôi nâng khuyến nghị lên Khả quan cho NT2 do giá cổ phiếu đã giảm xuống mức hấp dẫn, thấp hơn 19,9% so với giá mục tiêu. Chúng tôi tin rằng đây là cơ hội tốt để mua vào một cổ phiếu phòng thủ với mức chi trả cổ tức bằng tiền mặt cao và ổn định. Giá mục tiêu cho NT2 là 28.300đ/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương của hai phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA mục tiêu giai đoạn 2023-24 là 6,1 lần (mức trung bình EV/EBITDA trượt và 2023 của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực).

Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống 9,6% do: 1) điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2023-24; và 2) giảm giả định WACC từ 13,5% xuống 12,9% khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30/9) và [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%. Giá mục tiêu một năm của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương hai phương pháp DCF và EV/EBITDA mục tiêu:

Hình 8: Định giá DCF – tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

| Tỷ đồng                           | 2023         | 2024         | 2025         | 2026       | 2027         |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|
| EBITDA                            | 1.078        | 1.414        | 1.189        | 1.213      | 1.239        |
| (-) Chi phí khấu hao              | (709)        | (706)        | (526)        | (155)      | (156)        |
| EBIT                              | 369          | 708          | 662          | 1.058      | 1.082        |
| (-) Thuế                          | (18)         | (106)        | (99)         | (159)      | (162)        |
| Thuế (%)                          | 5%           | 15%          | 15%          | 15%        | 15%          |
| EBIAT                             | 351          | 602          | 563          | 899        | 920          |
| (+) Chi phí khấu hao              | 709          | 706          | 526          | 155        | 156          |
| (+) (Tăng)/giảm vốn lưu động      | 297          | (37)         | (68)         | (73)       | (76)         |
| (-) Chi phí đầu tư TSCĐ           | (1)          | (1)          | (1)          | (1)        | (1)          |
| <b>FCFF</b>                       | <b>1.355</b> | <b>1.270</b> | <b>1.021</b> | <b>981</b> | <b>999</b>   |
| <b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b> |              |              |              |            | <b>7.753</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: DCF – Giả định

| Giả định                               |              |
|----------------------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro, bloomberg, 10 năm | 2,7%         |
| Beta bloomberg                         | 1,1          |
| Phần bù rủi ro (ERP)                   | 9,6%         |
| Chi phí vốn - ke                       | 13%          |
| Chi phí nợ - kd (sau thuế)             | 9,5%         |
| Tăng trưởng dài hạn                    | 0,0%         |
| Tỷ lệ nợ trên vốn                      | 10%          |
| <b>WACC</b>                            | <b>12,9%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: EV/EBITDA – Giả định

| Phương pháp định giá EV/EBITDA             | Tỷ đồng       |
|--------------------------------------------|---------------|
| EV/EBITDA mục tiêu, 1 năm                  | 6,1x          |
| Giá trị doanh nghiệp                       | 7.600         |
| (-) Nợ                                     | (883)         |
| (+) Tiền mặt                               | 1.079         |
| Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cổ thiểu số | 7.796         |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số               | -             |
| (-) Cổ phiếu ưu đãi                        | -             |
| Giá trị hợp lý của doanh nghiệp            | 7.796         |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)      | 288           |
| <b>Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)</b>          | <b>27.083</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: DCF – Định giá

| Định giá DCF                            | Tỷ đồng       |
|-----------------------------------------|---------------|
| Giá trị doanh nghiệp                    | 8.286         |
| (-) Nợ                                  | (883)         |
| (+) Tiền mặt                            | 1.079         |
| Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số | 8.482         |
| (-) Lợi ích cổ đông thiểu số            | -             |
| (-) Cổ phiếu ưu đãi                     | -             |
| Giá trị hợp lý của doanh nghiệp         | 8.482         |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)   | 288           |
| <b>Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)</b>       | <b>29.466</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Kết quả định giá

| Tổng hợp định giá     |            |          |                     |
|-----------------------|------------|----------|---------------------|
| Phương pháp           | Giá (đ/cp) | Tỷ trọng | Giá mục tiêu (đ/cp) |
| DCF                   | 29.466     | 50%      | 14.733              |
| EV/EBITDA 1 năm       | 27.083     | 50%      | 13.541              |
| Trung bình giá (đ/cp) |            |          | 28.274              |
| Giảm giá              |            |          |                     |
| Giá cổ phiếu (đ/cp)   |            |          | 28.274              |
| <b>Làm tròn</b>       |            |          | <b>28.300</b>       |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 19/12/2023)

| Tên công ty                    | Mã CK                | Vốn hóa      | Nợ            | P/E (x)     |             | P/BV (x)   |            | EV/EBITDA (x) |            | ROE (%)    |            |
|--------------------------------|----------------------|--------------|---------------|-------------|-------------|------------|------------|---------------|------------|------------|------------|
|                                | Bloomberg            | Triệu USD    | ròng/VCSH (%) | Trượt 12T   | 2023        | Hiện tại   | 2023       | Trượt 12T     | 2023       | Trượt 12T  | 2023       |
| <b>Doanh nghiệp nước ngoài</b> |                      |              | 0,0           |             |             |            |            |               |            |            |            |
| JSW Energy Ltd                 | JSW IN Equity        | 8.610,7      | 25,1          | 48,3        | 42,0        | 3,8        | 3,6        | 21,3          | 12,0       | 8,2        | 8,8        |
| First Gen Corp                 | FGEN PM Equity       | 1.101,5      | (3,0)         | 2,7         | 4,4         | 0,4        | NA         | 2,8           | NA         | 13,6       | NA         |
| An Hui Wenergy Co Ltd          | 000543 CH Equity     | 2.091,5      | NA            | 11,4        | 9,9         | 1,1        | 1,1        | NA            | NA         | 9,7        | 11,0       |
| Malakoff Corp Bhd              | MLK MK Equity        | 652,5        | (5,8)         | NA          | NA          | 0,5        | 0,5        | NA            | 4,0        | -7,2       | -8,9       |
| <b>Doanh nghiệp trong nước</b> |                      |              |               |             |             |            |            |               |            |            |            |
| PVPower                        | POW VN Equity        | 1.076,0      | (4,0)         | 16,5        | 17,9        | 0,8        | 0,8        | 6,2           | 5,3        | 5,2        | 4,5        |
| GENCO3                         | PGV VN Equity        | 1.080,8      | 41,5          | 12,8        | 15,4        | 1,6        | 1,5        | 6,5           | 6,8        | 12,2       | 9,9        |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng      | HND VN Equity        | 285,1        | (7,9)         | 12,7        | 12,8        | 1,1        | 1,5        | 4,6           | 5,9        | 8,7        | 8,5        |
| CTCP Điện Gia Lai              | QTP VN Equity        | 267,7        | 23,9          | 8,5         | 7,8         | 1,1        | 1,0        | 3,5           | NA         | 12,4       | 13,0       |
| CTCP Nhiệt điện Bà Rịa         | BTP VN Equity        | 40,3         | (14,3)        | 30,3        | NA          | 0,8        | NA         | 25,1          | NA         | 2,6        | NA         |
| Trung bình                     |                      |              |               | 17,9        | 15,7        | 1,3        | 1,4        | 10,0          | 6,8        | 7,3        | 6,7        |
| Trung vị                       |                      |              |               | 12,7        | 12,8        | 1,1        | 1,1        | 6,2           | 5,9        | 8,7        | 8,8        |
| <b>Nhơn Trách 2</b>            | <b>NT2 VN Equity</b> | <b>278,7</b> | <b>11,9</b>   | <b>17,5</b> | <b>17,3</b> | <b>1,6</b> | <b>1,6</b> | <b>5,7</b>    | <b>6,3</b> | <b>9,0</b> | <b>8,6</b> |

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Động lực tăng giá

- Nhu cầu điện phục hồi mạnh hơn dự kiến giúp nhà máy được huy động nhiều hơn.

### Rủi ro giảm giá:

- Tăng trưởng nhu cầu điện thấp hơn gây ảnh hưởng tới sản lượng huy động từ NT2.
- Cạnh tranh cao hơn dự kiến từ thủy điện, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo.
- Thiếu hụt nguyên liệu sản xuất (khí).

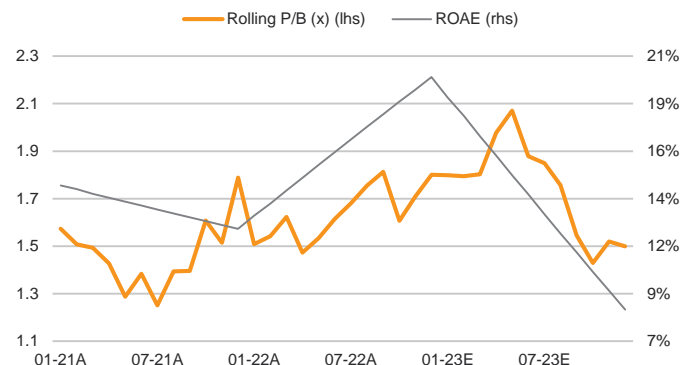
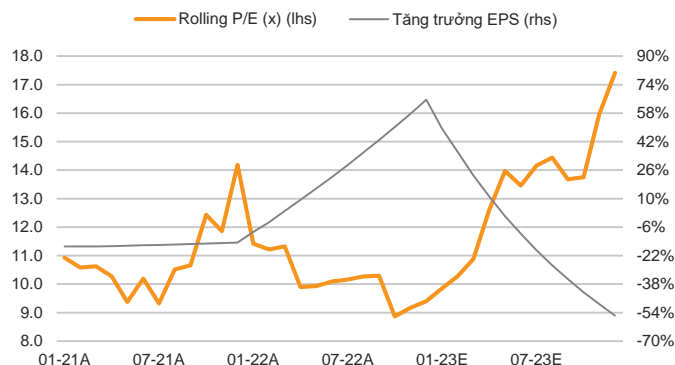
Hình 14: Phân tích độ nhạy giá dầu Brent và sản lượng điện trên giá mục tiêu DCF

| Giá dầu Brent (USD/thùng) |       | Sản lượng huy động (triệu kWh) |        |        |        |        |        |
|---------------------------|-------|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                           |       | Cơ sở                          |        |        |        |        |        |
|                           |       | Cơ sở                          |        |        |        |        |        |
|                           | Cơ sở | 84                             | 3.620  | 3.760  | 3.890  | 4.030  | 4.190  |
|                           |       | 86                             | 29.900 | 30.100 | 30.300 | 30.400 | 30.600 |
|                           |       | 88                             | 29.500 | 29.700 | 29.900 | 30.000 | 30.200 |
|                           |       | 90                             | 29.100 | 29.300 | 29.500 | 29.600 | 29.800 |
|                           |       | 92                             | 28.700 | 28.900 | 29.100 | 29.200 | 29.400 |
|                           |       |                                | 28.300 | 28.500 | 28.700 | 28.800 | 29.000 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



## Định giá



### Báo cáo KQ HĐKD

| (tỷ VND)                              | 12-23E       | 12-24E       | 12-25E       |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                       | 6.669        | 8.459        | 8.022        |
| Giá vốn hàng bán                      | (6.219)      | (7.636)      | (7.250)      |
| Chi phí quản lý DN                    | (81)         | (114)        | (109)        |
| Chi phí bán hàng                      | 0            | 0            | 0            |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>369</b>   | <b>708</b>   | <b>662</b>   |
| EBITDA thuần                          | 1.078        | 1.414        | 1.189        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(709)</b> | <b>(706)</b> | <b>(526)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>369</b>   | <b>708</b>   | <b>662</b>   |
| Thu nhập lãi                          | 87           | 90           | 119          |
| Chi phí tài chính                     | (30)         | (41)         | (41)         |
| Thu nhập ròng khác                    | (14)         | (14)         | (14)         |
| TN từ các Cty LK & LD                 |              |              |              |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>412</b>   | <b>744</b>   | <b>726</b>   |
| Thuế                                  | (21)         | (37)         | (109)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | 0            | 0            | 0            |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>392</b>   | <b>707</b>   | <b>617</b>   |
| Thu nhập trên vốn                     | 392          | 707          | 617          |
| Cổ tức phổ thông                      | (432)        | (432)        | (432)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>(40)</b>  | <b>275</b>   | <b>186</b>   |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-23E       | 12-24E       | 12-25E       |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 1.079        | 1.760        | 1.693        |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 1.381        | 1.909        | 2.417        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 2.051        | 2.580        | 2.457        |
| Hàng tồn kho                     | 303          | 339          | 337          |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 23           | 17           | 21           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>4.836</b> | <b>6.605</b> | <b>6.924</b> |
| Tài sản cố định                  | 2.101        | 1.396        | 871          |
| Tổng đầu tư                      | 0            | 0            | 0            |
| Tài sản dài hạn khác             | 326          | 245          | 312          |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>7.263</b> | <b>8.245</b> | <b>8.107</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 883          | 1.148        | 918          |
| Phải trả người bán               | 583          | 765          | 703          |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 1.229        | 1.463        | 1.411        |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>2.694</b> | <b>3.376</b> | <b>3.032</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 0            | 0            | 0            |
| Các khoản phải trả khác          | 18           | 25           | 23           |
| Vốn điều lệ và                   | 2.879        | 2.879        | 2.879        |
| LN giữ lại                       | 1.514        | 1.789        | 1.974        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>4.551</b> | <b>4.845</b> | <b>5.052</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>7.263</b> | <b>8.245</b> | <b>8.107</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-23E       | 12-24E       | 12-25E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>412</b>   | <b>744</b>   | <b>726</b>   |
| Khấu hao                        | 709          | 706          | 526          |
| Thuế đã nộp                     | (21)         | (37)         | (109)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (153)        | (108)        | (114)        |
| <b>Thay đổi VLĐ</b>             | <b>297</b>   | <b>(37)</b>  | <b>(68)</b>  |
| <b>LC tiền thuần HĐKD</b>       | <b>1.244</b> | <b>1.268</b> | <b>962</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (1)          | (1)          | (1)          |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | (1)          | (1)          | (1)          |
| Các khoản khác                  | (432)        | (528)        | (508)        |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   | 87           | 90           | 119          |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(346)</b> | <b>(439)</b> | <b>(390)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 0            | 0            | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     |              |              |              |
| Tiền vay ròng nhận được         | 252          | 265          | (230)        |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | (23)         | 19           | 22           |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (432)        | (432)        | (432)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>(203)</b> | <b>(148)</b> | <b>(640)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì  | 384          | 1.079        | 1.760        |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>695</b>   | <b>681</b>   | <b>(68)</b>  |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 1.079        | 1.760        | 1.693        |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-23E  | 12-24E | 12-25E  |
|---------------------------------|---------|--------|---------|
| <b>Dupont</b>                   |         |        |         |
| Biên LN ròng                    | 5,9%    | 8,4%   | 7,7%    |
| Vòng quay TS                    | 0,91    | 1,09   | 0,98    |
| ROAA                            | 5,3%    | 9,1%   | 7,6%    |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,60    | 1,65   | 1,65    |
| ROAE                            | 8,6%    | 15,0%  | 12,5%   |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |        |         |
| Số ngày phải thu                | 108,6   | 108,0  | 108,1   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 17,8    | 16,2   | 17,0    |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 34,2    | 36,7   | 35,4    |
| Vòng quay TSCĐ                  | 2,72    | 4,84   | 7,08    |
| ROIC                            | 7,2%    | 11,8%  | 10,3%   |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |        |         |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1,8     | 2,0    | 2,3     |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1,7     | 1,9    | 2,2     |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 0,9     | 1,1    | 1,4     |
| Vòng quay tiền                  | 92,1    | 87,6   | 89,7    |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b> |         |        |         |
| Tăng trưởng DT thuần            | (24,1%) | 26,8%  | (5,2%)  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          | (61,2%) | 91,8%  | (6,4%)  |
| Tăng trưởng LN ròng             | (55,6%) | 80,4%  | (12,7%) |
| Tăng trưởng EPS                 | (55,6%) | 80,4%  | (12,7%) |

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 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>