

Lợi nhuận phục hồi từ mức thấp năm 2024

Giá Mục tiêu

24.700 Đồng

MUA

Ngày báo cáo: 11/02/2025

Giá CP ngày 11/02/2025: 19.700 đồng

% Tăng giá: 25,4%

NGÀNH: ĐIỆN

CVPT: Bạch Chấn Mãn

Email: manbc@ssi.com.vn

SĐT: +84-28 3824 2897 ext. 6738

Chỉ tiêu cơ bản

Vốn hóa (tỷ đồng): 5.627

KLGDTB 3 tháng (CP): 315.759

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 24,8/17,5

Tỷ lệ SHNN(%): 13,60%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 61,85%

Biến động giá



— NT2 — VNIndex

3M YTD 1Y 2Y

VNIndex 1% 0% 8% 19%

NT2 8% -2% -17% -18%

Nguồn: SSI Research

Thông tin cơ bản về công ty

NT2 được thành lập bởi PetroVietnam - PVN (sau đó chuyển giao cho PV Power) và các tổ chức đầu tư khác vào năm 2007. Công ty có nhà máy điện khí tọa lạc tại tỉnh Đồng Nai, bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2011 với công suất lắp đặt là 750 MW.

Luận điểm đầu tư: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NT2, với giá mục tiêu 12 tháng là **24.700 đồng** (tương đương tiềm năng tăng giá là 25%). Trong Q4/2024, NT2 ghi nhận thu nhập bồi thường từ sản lượng điện hợp đồng (Qc) không huy động giảm svck, khiến cho lợi nhuận quý 4 giảm mạnh, mặc dù tăng trưởng sản lượng tốt. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế (LNST) vẫn vượt kỳ vọng của chúng tôi, chủ yếu nhờ chi phí bảo dưỡng đại tu thấp hơn dự kiến. Đối với 2025, chúng tôi dự báo LNST sẽ đạt 336 tỷ đồng (+365% svck), Mặt khác, chúng tôi cho rằng máy móc và thiết bị của NT2 sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2025, góp phần thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2026.

Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Việc triển khai cung ứng LNG nhanh hơn dự kiến cho các nhà máy điện khí tự nhiên và LNG tại Việt Nam sẽ giúp giải quyết tình trạng cạn kiệt tại các mỏ khí trong nước.
- Mức bồi thường lỗ tỷ giá và/hoặc phí dịch vụ môi trường rừng cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Nhu cầu điện thấp hơn dự kiến có thể khiến sản lượng Qc thấp hơn.
- Giá khí biến động bất thường.
- Nguồn cung khí thiếu hụt trầm trọng hơn dự kiến.
- Khó khăn tài chính của EVN kéo dài hơn dự kiến.

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính của NT2

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6.150	8.788	6.386	5.952	7.088	6.960
Lợi nhuận gộp	676	1.082	510	37	396	535
EBITDA	1.284	1.647	1.235	813	970	703
LNTT	566	943	514	91	374	516
Lợi nhuận ròng	534	883	473	72	336	413
EPS (VND)	1.756	2.960	1.546	240	1.115	1.367
BVPS (VND)	14.706	16.027	15.062	14.515	15.630	16.497
DPS (VND)	1.650	2.500	1.500	0	500	500
ROE	12,5%	20,0%	10,6%	1,7%	7,8%	8,9%
Tỷ suất cổ tức	6,3%	10,8%	6,1%	0,0%	2,5%	2,5%
Nợ ròng/VCSH	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
P/E	15,0	9,7	15,9	87,4	17,7	14,4
EV/EBITDA	6,1	4,6	5,0	5,8	4,5	6,2

Nguồn: NT2, SSI Research

Nhìn lại năm 2024: Công ty ghi nhận chi phí bảo dưỡng thấp hơn dự kiến

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính của NT2 năm 2024

	2024	2023	YoY	4Q24	4Q23	YoY
Sản lượng tiêu thụ (triệu kWh)	2.743	2.889	-5,1%	822	395	107,9%
Qc (triệu kWh)	2.221	3.321	-33,1%	658	760	-13,4%
Giá bán bình quân (VND/kWh)	2.157	2.074	4,0%	2.181	3.046	-28,4%
Giá khí (USD/MMBTU)	9,5*	9,1	4,4%	9,5	9,2	3,1%

Nguồn: NT2, SSI Research (*Theo chúng tôi ước tính)

Bảng 3: KQKD Q4/2024

Tỷ đồng	4Q24	4Q23	YoY	3Q24	QoQ
Doanh thu thuần	1.792	1.204	48,8%	1.712	4,7%
Lợi nhuận gộp	73	229	-68,1%	60	22,3%
Lợi nhuận hoạt động	55	248	-77,8%	34	64,3%
EBIT	87	245	-64,7%	61	41,1%
EBITDA	258	417	-38,1%	233	10,8%
LNTT	76	234	-67,3%	50	51,7%
LNST	64	217	-70,6%	44	44,5%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	64	217	-70,6%	44	44,5%

Nguồn: NT2, SSI Research

Bảng 4: KQKD năm 2024

Tỷ đồng	2024	2023	YoY	%hoàn thành kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	5.952	6.386	-6,8%	94%
Lợi nhuận gộp	37	510	-92,8%	
Lợi nhuận hoạt động	-41	449	-109,2%	
EBIT	126	547	-77,0%	
EBITDA	813	1.235	-34,2%	
LNTT	91	514	-82,3%	120%
LNST	72	473	-84,7%	106%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	72	473	-84,7%	

Nguồn: NT2, SSI Research

NT2 ghi nhận doanh thu năm 2024 đạt 6 nghìn tỷ đồng (-7% svck) và LNST đạt 72 tỷ đồng (-85% svck), với sản lượng giảm xuống 2,7 tỷ kWh (-5% svck). Trong khi doanh thu và sản lượng đều phù hợp với ước tính năm 2024 của chúng tôi, LNST vẫn cao hơn một chút so với kỳ vọng. Chúng tôi cho rằng điều này chủ yếu là do chi phí bảo dưỡng thấp hơn dự kiến:

- Q2/2024 ghi nhận mức sản lượng cao nhất (1 tỷ kWh, gần như đi ngang svck) trong năm 2024, được hỗ trợ bởi mùa nhu cầu điện cao điểm. Mặt khác, Q1/2024 là quý có mức sản lượng thấp nhất (152 triệu kWh, -86% svck), do Qc được giao khá thấp.
- Đối với Q4/2024, mặc dù sản lượng tăng hơn 2 lần (so với Q4/2023), lợi nhuận vẫn giảm mạnh, do thu nhập bồi thường từ Qc không huy động thấp hơn svck, khi sự chênh lệch giữa sản lượng và Qc đã có sự thu hẹp (trước đó chúng tôi ước tính thu nhập bồi thường này đạt khoảng 390 tỷ đồng trong năm 2023).
- Trước đây, chúng tôi giả định khoảng 100 tỷ đồng chi phí bảo dưỡng được phân bổ trong năm 2024 (liên quan đến hoạt động đại tu trong năm 2023). Tuy nhiên, chi phí này thực tế chỉ đạt gần 70 tỷ đồng (theo ước tính của chúng tôi). Do đó, chúng tôi cho rằng NT2 có thể sẽ ghi nhận mức chi phí phân bổ cao hơn dự kiến trong giai đoạn 2025-2026.

Ước tính năm 2025-2026

Bảng 5: Ước tính của NT2 trong năm 2025

Tỷ đồng	2024	2025F	YoY	Giả định
Doanh thu thuần	5.952	7.088	19,1%	<ul style="list-style-type: none"> Đúng với kỳ vọng, vào ngày 04/02/2025, nhà máy điện khí Phú Mỹ 2.2 (715 MW) đã chính thức được chuyển giao lại cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN). Như đã đề cập trước đó, nhà máy này ban đầu được phát triển theo hình thức nhà máy BOT (Xây dựng – Kinh doanh – Chuyển giao), được ưu tiên bao tiêu cung cấp khí đốt tự nhiên. Việc chuyển giao cho thấy ưu tiên này sẽ chấm dứt và có thể giảm bớt tình trạng thiếu khí tự nhiên ở Đông Nam Bộ. NT2 có cam kết cấp khí với PV GAS (GAS: HOSE) đến năm 2036, điều này sẽ hỗ trợ sản lượng phục hồi. Chúng tôi duy trì dự báo về khoản thu nhập bất thường 267 tỷ đồng liên quan đến lỗ tỷ giá và phí dịch vụ môi trường rừng (xem chi tiết trong Báo cáo cập nhật NT2, ngày 09/08/2024).
Sản lượng (triệu kwh)	2.743	3.160	15,2%	
Qc (triệu kwh)	2.221	2.591	16,7%	
%Qc	81%	82%		
Giá khí (USD/mbtu)	9,46*	9,50	0,5%	
Thu nhập tài chính	100	106	6,2%	
Chi phí tài chính	-39	-39	-0,4%	
SG&A	-79	-90	13,9%	
LNTT	91	374	311,9%	
LNST	72	336	365,1%	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi, chủ yếu nhờ: 1) sản lượng phục hồi; và 2) ghi nhận thu nhập bất thường. Như đã đề cập ở trên, chúng tôi nhận thấy chi phí bảo dưỡng có thể cao hơn dự kiến trong giai đoạn 2025-2026. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm 14% LNST.

*Nguồn: NT2, SSI Research (*Theo ước tính của chúng tôi)*

Chúng tôi kỳ vọng máy móc và thiết bị của NT2 sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2025, điều này có thể giúp cho chi phí khấu hao giảm đáng kể svck trong năm 2026. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt đạt 7 nghìn tỷ đồng (-2% svck) và 413 tỷ đồng (+23% svck).

Tóm tắt định giá

Dựa trên phương pháp định giá DCF và EV/EBITDA, chúng tôi duy trì giá mục tiêu 12 tháng đối với cổ phiếu NT2 là 24.700 đồng/cổ phiếu (tương đương tiềm năng tăng giá là 25%).

Bảng 6: Tóm tắt định giá

	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	Giá định
Theo phương pháp DCF	28,281	30%		Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với WACC là 9,1%, lãi suất phi rủi ro 4,0% và ERP là 8,4%.
EV/EBITDA	23,169	70%	5.5x	
Giá mục tiêu	24,700			
EV/EBITDA 2025 (x)	6.0			
Tiềm năng tăng giá (%)	25.4%			
Tỷ suất cổ tức năm 2024	0%			
ROI bao gồm tỷ suất cổ tức	25.4%			

Nguồn: SSI Research

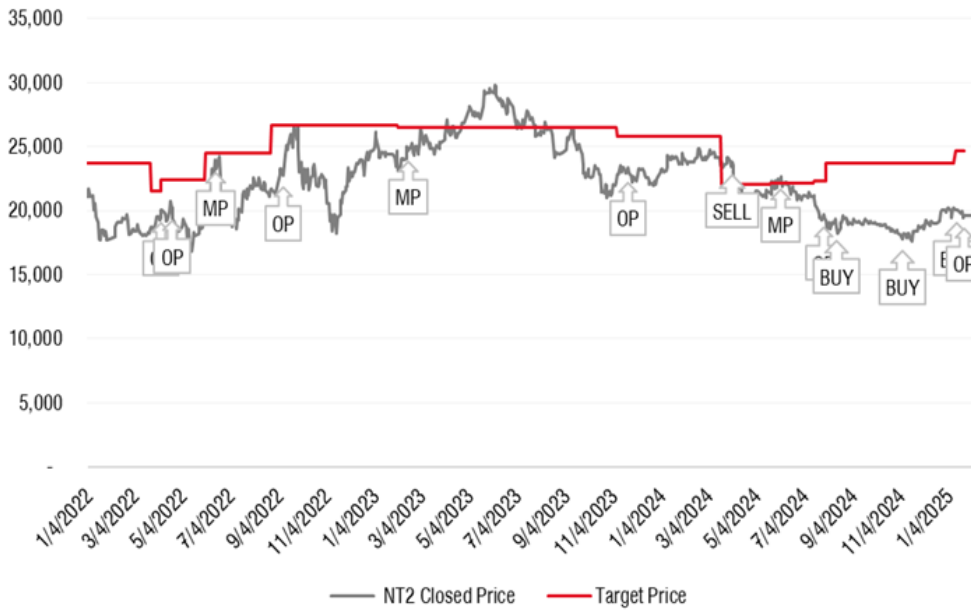
Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Việc triển khai cung ứng LNG nhanh hơn dự kiến cho các nhà máy điện khí tự nhiên và LNG tại Việt Nam sẽ giúp giải quyết tình trạng cạn kiệt tại các mỏ khí trong nước.
- Mức bồi thường lỗ tỷ giá hoặc/và phí dịch vụ môi trường rừng cao hơn dự kiến.

Rủi ro giảm đối với khuyến nghị:

- Nhu cầu điện thấp hơn dự kiến có thể khiến sản lượng điện hợp đồng (Qc) thấp hơn.
- Giá khí biến động bất thường
- Nguồn cung khí thiếu hụt trầm trọng hơn dự kiến.
- Khó khăn tài chính của EVN kéo dài hơn dự kiến

Lịch sử khuyến nghị



Nguồn: SSI Research

Ghi chú: BUY: Mua, OP: Khả quan, MP: Trung lập, UP: Kém khả quan

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1	57	267	634
+ Đầu tư ngắn hạn	2.100	2.273	1.751	1.751
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.326	2.997	3.110	2.903
+ Hàng tồn kho	260	333	338	306
+ Đầu tư ngắn hạn khác	83	252	300	294
Tổng tài sản ngắn hạn	4.770	5.912	5.766	5.887
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	2.125	1.442	886	738
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	0	0	0	0
+ Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	1.556	2.661	3.011	2.891
Tổng tài sản dài hạn	3.681	4.103	3.896	3.628
Tổng tài sản	8.451	10.015	9.662	9.516
+ Nợ ngắn hạn	4.115	5.836	5.163	4.767
Trong đó: vay ngắn hạn	1.200	996	1.127	964
+ Nợ dài hạn	0	0	0	0
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	4.115	5.836	5.163	4.767
+ Vốn góp	2.879	2.879	2.879	2.879
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận chưa phân phối	1.231	1.074	1.380	1.612
+ Quý khác	226	226	241	259
Vốn chủ sở hữu	4.336	4.179	4.499	4.749
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	8.451	10.015	9.662	9.516
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	857	528	82	677
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.090	-67	-3	-2
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-150	-405	131	-307
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-383	56	210	367
Tiền đầu kỳ	384	1	57	267
Tiền cuối kỳ	1	57	267	634
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2	1,0	1,1	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	0,9	1,0	1,1
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,4	0,5
Nợ ròng / EBITDA	-0,6	-1,4	-1,1	-1,6
Khả năng thanh toán lãi vay	16,2	3,6	11,1	15,1
Ngày phải thu	147,0	159,3	154,0	154,0
Ngày phải trả	76,1	165,6	175,0	150,0
Ngày tồn kho	17,6	18,3	18,3	18,3
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,4	0,5	0,5
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,6	0,5	0,5
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,9	1,4	1,1	1,0
Nợ/Vốn chủ sở hữu	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,2	0,3	0,2

Nguồn: NT2, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	6.386	5.952	7.088	6.960
Giá vốn hàng bán	-5.876	-5.915	-6.692	-6.425
Lợi nhuận gộp	510	37	396	535
Doanh thu hoạt động tài chính	107	100	106	107
Chi phí tài chính	-34	-39	-39	-38
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-69	-79	-90	-89
Lợi nhuận từ HĐKD	514	18	373	515
Thu nhập khác	0	72	1	1
Lợi nhuận trước thuế	514	91	374	516
Lợi nhuận ròng	473	72	336	413
Lợi nhuận chia cho cổ đông	473	72	336	413
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	1.546	240	1.115	1.367
Giá trị sổ sách (VND)	15.062	14.515	15.630	16.497
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.500	0	500	500
EBIT	547	126	411	553
EBITDA	1.235	813	970	703
Tăng trưởng				
Doanh thu	-27,3%	-6,8%	19,1%	-1,8%
EBITDA	-25,0%	-34,2%	19,4%	-27,6%
EBIT	-42,9%	-77,0%	227,0%	34,4%
Lợi nhuận ròng	-46,4%	-84,7%	365,1%	22,7%
Vốn chủ sở hữu	-6,0%	-3,6%	7,7%	5,6%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	13,5%	18,5%	-3,5%	-1,5%
Định giá				
P/E	15,9	87,4	17,7	14,4
P/B	1,6	1,4	1,3	1,2
Giá/Doanh thu	1,1	1,0	0,8	0,8
Tỷ suất cổ tức	6,1	-	2,5	2,5
EV/EBITDA	5,0	5,8	4,5	6,2
EV/Doanh thu	1,0	0,8	0,6	0,6
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,0%	0,6%	5,6%	7,7%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,0%	-0,7%	4,4%	6,5%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,4%	1,2%	4,7%	5,9%
CP bán hàng/Doanh thu thuần	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	1,1%	1,3%	1,3%	1,3%
ROE	10,6%	1,7%	7,8%	8,9%
ROA	6,0%	0,8%	3,4%	4,3%
ROIC	9,4%	1,9%	6,8%	7,8%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó.

Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Ví mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Phân tích Ngành Điện

Bạch Chấn Mẫn

Chuyên viên Phân tích

manbc@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6738

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8702

Chiến lược thị trường

Hồ Hữu Tuấn Hiếu

Chuyên gia Chiến lược đầu tư

hieuhht1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8704

Nguyễn Quốc Bảo

Chuyên viên cao cấp Chiến lược đầu tư

baongq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737