

Lợi nhuận Q3/2024 hỗ trợ KQKD 9T2024 trở lại mức dương

Giá Mục tiêu

24.700 Đồng

MUA

Ngày báo cáo: 4/11/2024

Giá CP ngày 1/11/2024: 18.900 đồng

% Tăng giá: 30,7%

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): 5.469

KLGDTB 3 tháng (CP): 388.844

Giá Cao/Thấp nhất 52W: 25,9/18,9

Tỷ lệ SHNN(%): 13,22%

Tỷ lệ sở hữu NN (%): 61,85%

Biến động giá



	3M	YTD	1Y	2Y
VNIndex	1%	11%	22%	22%
NT2	-5%	-20%	-14%	-16%

Nguồn: SSI Research

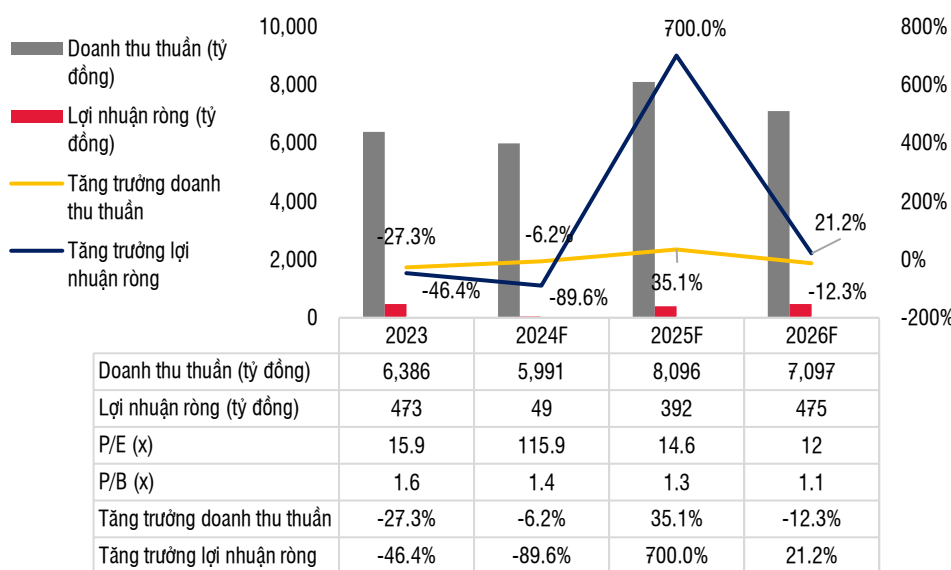
Thông tin cơ bản về công ty

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.

➤ Dựa trên KQKD Q3/2024 cao hơn dự kiến, chúng tôi điều chỉnh tăng ước tính LNST 2024 từ 20 tỷ đồng lên 49 tỷ đồng. Ngoài ra chúng tôi cũng kỳ vọng sản lượng và lợi nhuận của NT2 sẽ hồi phục vào 2025-2026, hỗ trợ bởi việc chuyển giao nhà máy BOT Phú Mỹ 2.2 về cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) năm 2025 (giúp cho tình hình thiếu khí bớt căng thẳng tại khu vực Đông Nam Bộ) cũng như máy móc và thiết bị của NT2 có thể hết khấu hao vào cuối năm 2025 (hỗ trợ giảm chi phí khấu hao 2026).

➤ Với triển vọng này, chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu NT2, với giá mục tiêu 1 năm là **24.700 đồng** (tiềm năng tăng giá là 30,7%).

➤ Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2025 và 2026 lần lượt đạt 8,1 nghìn tỷ đồng (+35% svck) và 7,9 nghìn tỷ đồng (-2% svck), với lợi nhuận tương ứng lần lượt đạt 392 tỷ đồng (+695% svck) và 475 tỷ đồng (+21% svck).



Nguồn: NT2, SSI Research

Bảng 1: Các chỉ tiêu chính của NT2

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6.150	8.788	6.386	5.991	8.096	7.907
Lợi nhuận gộp	676	1.082	510	11	483	621
EBITDA	1.284	1.647	1.235	778	1.032	779
LNTT	566	943	514	55	435	594
Lợi nhuận ròng	534	883	473	49	392	475
EPS (VND)	1.756	2.960	1.546	163	1.297	1.574
BVPS (VND)	14.706	16.027	15.062	13.725	15.022	16.596
DPS (VND)	1.650	2.500	1.500	0	0	1.500
ROE	12,5%	20,0%	10,6%	1,2%	9,5%	10,4%
Tỷ suất cổ tức	6,3%	10,8%	6,1%	0,0%	0,0%	7,9%
Nợ ròng/VCSH	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4
P/E	15,0	9,7	15,9	115,9	14,6	12,0
EV/EBITDA	6,1	4,6	5,0	5,5	4,2	5,5

Nguồn: NT2, SSI Research

Nhìn lại 9T2024: KQKD Q3/2024 cao hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi

Bảng 2: Các chỉ tiêu chính trong KQKD 9T2024

	9T24	9T23	YoY	3Q24	3Q23	YoY
Sản lượng tiêu thụ (triệu kWh)	1.921	2.494	-23,0%	743	365	103,6%
Qc (triệu kWh)	1.563	2.561	-39,0%	770	431	78,7%
Giá bán bình quân (VND/kWh)	2.165	2.078	4,2%	2.303	2.236	3,0%
Giá khí (USD/MMBTU)	9,5	9,0	4,8%	9,6	9,3	3,6%

Nguồn: NT2, SSI Research

Bảng 3: KQKD Q3/2024

Tỷ đồng	3Q24	3Q23	YoY	2Q24	QoQ
Doanh thu thuần	1.712	816	109,7%	2.186	-21,7%
Lợi nhuận gộp	60	-132	n.m	130	-54,0%
Lợi nhuận từ HĐKD	34	-180	n.m	111	-69,8%
EBIT	61	-113	n.m	131	-53,1%
EBITDA	233	58	299,6%	303	-22,9%
LNTT	50	-124	n.m	122	-58,8%
LNST	44	-124	n.m	122	-63,7%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	44	-124	n.m	122	-63,7%

Nguồn: NT2, SSI Research

Bảng 4: KQKD 9T2024

Tỷ đồng	9T2024	9T2023	YoY	% hoàn thành kế hoạch công ty
Doanh thu thuần	4.160	5.182	-19,7%	66%
Lợi nhuận gộp	-36	282	-112,9%	
Lợi nhuận từ HĐKD	-96	201	-148,1%	
EBIT	39	302	-87,0%	
EBITDA	554	817	-32,2%	
LNTT	14	280	-94,9%	19%
LNST	8	256	-96,7%	12%
Lợi nhuận ròng thuộc cổ đông công ty mẹ	8	256	-96,7%	

Nguồn: NT2, SSI Research

NT2 công bố doanh thu và LNST Q3/2024 lần lượt đạt 1,7 nghìn tỷ đồng (+110% svck) và 44 tỷ đồng (so với khoản lỗ 124 tỷ đồng trong Q3/2023). Như kỳ vọng, NT2 đạt 743 triệu kWh sản lượng tiêu thụ (+104% svck), chủ yếu nhờ sản lượng điện hợp đồng (Qc) tăng 79% svck. Chúng tôi lưu ý rằng NT2 đã tiến hành đại tu nhà máy trong tháng 9 và tháng 10 năm 2023. Ngoài ra, các kết quả này cũng đã giảm từ mùa nhu cầu cao điểm trong Q2/2024. Tuy nhiên, LNST Q3/2024 vẫn cao hơn một chút so với dự báo trước của chúng tôi do chi phí bảo dưỡng và dịch vụ mua ngoài thấp hơn một chút so với dự kiến. Với kết quả này, lũy kế 9 tháng đầu năm 2024, NT2 đã ghi nhận lợi nhuận dương trở lại trong Q3/2024, đạt 8 tỷ đồng (-97% svck) (so với khoản lỗ 36 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2024). Chúng tôi lưu ý rằng khoản lỗ ròng 158 tỷ đồng trong Q1/2024 đã ảnh hưởng kém tích cực lên kết quả lợi nhuận này (so với kết quả trong 9 tháng đầu năm 2023), do Q1/2024 là quý mà công ty được phân bổ sản lượng Qc thấp.

Ước tính năm 2024-2026

Bảng 5: Ước tính cụ thể cho năm 2024

Tỷ đồng	2023	2024F	YoY	Giả định
Doanh thu thuần	6.386	5.991	-6,2%	Chúng tôi giữ dự báo sản lượng và doanh thu gần như không đổi
Sản lượng tiêu thụ (triệu kwh)	2.889	2.786	-3,6%	
Qc (triệu kwh)	3.357	2.396	-28,6%	
%Qc	116%	86%		
Giá khí (USD/mbtu)	9,06	9,50	4,9%	
Thu nhập tài chính	107	90	-16,1%	
Chi phí tài chính	-34	-40	17,1%	
SG&A	-69	-78	12,7%	
LNTT	514	55	-89,3%	
Lợi nhuận ròng	473	49	-89,6%	Chúng tôi tăng ước tính LNST dựa trên việc chi phí bảo dưỡng và dịch vụ mua ngoài trong Q3/2024 thấp hơn dự kiến (như đề cập ở trên)

Nguồn: NT2, SSI Research

Bảng 6: Ước tính cụ thể cho năm 2025

Tỷ đồng	2024F	2025F	YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	5.991	8.096	35,1%	<ul style="list-style-type: none"> Chúng tôi kỳ vọng việc chuyển giao nhà máy điện khí Phú Mỹ 2.2 (715 MW) cho EVN trong năm 2025 sẽ làm giảm bớt căng thẳng tình trạng thiếu hụt khí đốt tự nhiên ở khu vực Đông Nam Bộ. Chúng tôi lưu ý 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 nguồn cung khí đốt tự nhiên. Do đó, chúng tôi cho rằng sau khi được bàn giao lại cho EVN, điều khoản này sẽ giảm (hoặc kết thúc). Trong khi đó, NT2 vẫn còn cam kết bán khí với PV GAS (GAS: HOSE) đến năm 2036, cho thấy nguồn cung đầu vào của công ty có thể sẽ được cải thiện trong năm 2025 và 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 tiêu thụ (triệu kwh)	2.786	3.614	29,7%	
Qc (triệu kwh)	2.396	3.071	28,2%	
%Qc	86%	85%		
Giá khí (USD/mbtu)	9,50	9,59	0,9%	
Thu nhập tài chính	89	97	9,2%	
Chi phí tài chính	-40	-42	4,0%	
SG&A	-78	-105	34,7%	
LNTT	55	435	695,4%	
Lợi nhuận ròng	49	392	695,4%	Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận phục hồi nhờ: 1) sản lượng phục hồi; và 2) ghi nhận thu nhập bất thường. Chúng tôi giữ nguyên dự báo LNST năm 2025 gần như không đổi.

Nguồn: NT2, SSI Research

Chúng tôi kỳ vọng máy móc và thiết bị của NT2 sẽ hết khấu hao vào cuối năm 2025, điều này có thể dẫn đến chi phí khấu hao giảm đáng kể svck trong năm 2026. Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST năm 2026 lần lượt đạt 7,9 tỷ đồng (-2% svck) và 475 tỷ đồng (+21% 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 30,7%). Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi trong giai đoạn 2025-2026 và duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu.

Bảng 7: Tóm tắt định giá

	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Tỷ trọng	Hệ số mục tiêu	Giá định
Theo phương pháp DCF	27.045	30%		Chúng tôi áp dụng phương pháp DCF với WACC là 11%, lãi suất phi rủi ro 4,0% và ERP là 9,0%
EV/EBITDA	23.737	70%	5,5x	
Giá mục tiêu	24.700			
EV/EBITDA 2025 (x)	5,8			
Tiềm năng tăng giá (%)	30,7%			
Tỷ suất cổ tức năm 2024	0,0%			
ROI bao gồm tỷ suất cổ tức	30,7%			

Nguồn: NT2, SSI Research

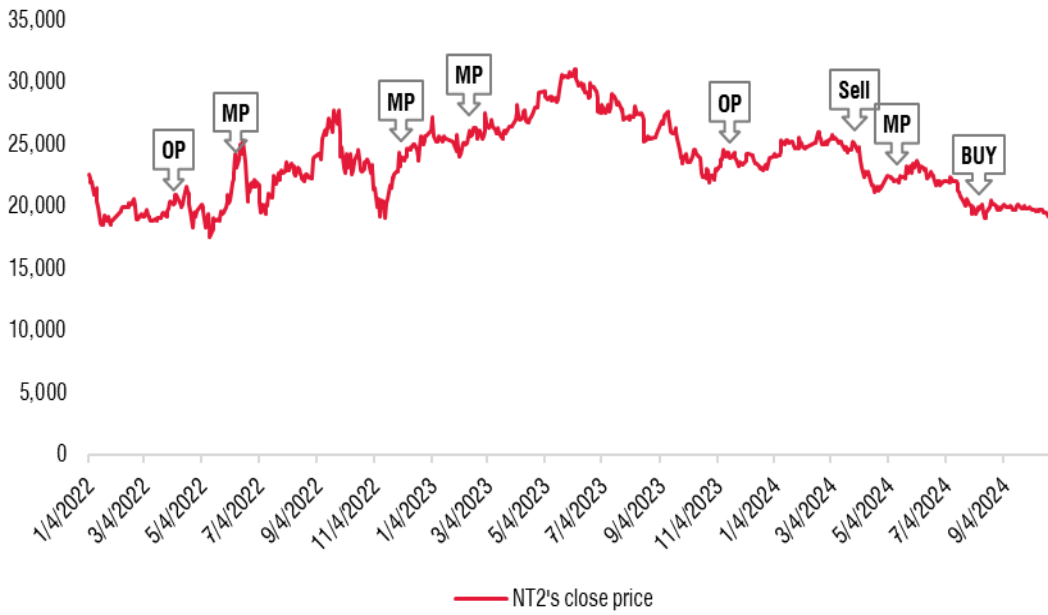
Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị:

- Việc tiếp tục 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	2024F	2025F	2026F
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	1	34	616	1.949
+ Đầu tư ngắn hạn	2.100	2.576	1.288	1.288
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	2.326	3.389	4.308	3.241
+ Hàng tồn kho	260	329	421	297
+ Tài sản ngắn hạn khác	83	236	319	312
Tổng tài sản ngắn hạn	4.770	6.565	6.953	7.087
+ Các khoản phải thu dài hạn	0	0	0	0
+ GTCL Tài sản cố định	2.125	1.441	887	739
+ 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	2.555	3.253	3.113
Tổng tài sản dài hạn	3.681	3.996	4.140	3.853
Tổng tài sản	8.451	10.561	11.093	10.940
+ Nợ ngắn hạn	4.115	6.610	6.769	6.162
Trong đó: vay ngắn hạn	1.200	1.495	1.523	1.093
+ Nợ dài hạn	0	0	0	0
Trong đó: vay dài hạn	0	0	0	0
Tổng nợ phải trả	4.115	6.610	6.769	6.162
+ 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	844	1.201	1.633
+ Quý khác	226	228	245	266
Vốn chủ sở hữu	4.336	3.951	4.324	4.778
Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu	8.451	10.561	11.093	10.940
Lưu chuyển tiền tệ				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	857	173	558	1.765
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-1.090	-3	-3	-2
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-150	-137	28	-430
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	-383	32	583	1.333
Tiền đầu kỳ	384	1	34	616
Tiền cuối kỳ	1	34	616	1.949
Các hệ số khả năng thanh toán				
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2	1,0	1,0	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	0,9	0,9	1,1
Hệ số thanh toán tiền mặt	0,5	0,4	0,3	0,5
Nợ ròng / EBITDA	-0,6	-1,3	-0,7	-1,6
Khả năng thanh toán lãi vay	16,2	2,5	11,8	17,9
Ngày phải thu	147,0	170,0	170,0	170,0
Ngày phải trả	76,1	169,0	179,9	179,9
Ngày tồn kho	17,6	18,0	18,0	18,0
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,5	0,4	0,4	0,4
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,5	0,6	0,6	0,6
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,9	1,7	1,6	1,3
Nợ/Vốn chủ sở hữu	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,3	0,4	0,4	0,2

Nguồn: NT2, SSI dự báo

Tỷ đồng	2023	2024F	2025F	2026F
Báo cáo kết quả kinh doanh				
Doanh thu thuần	6.386	5.991	8.096	7.907
Giá vốn hàng bán	-5.876	-5.979	-7.613	-7.286
Lợi nhuận gộp	510	11	483	621
Doanh thu hoạt động tài chính	107	90	98	111
Chi phí tài chính	-34	-40	-42	-37
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	-78	-105	-102
Lợi nhuận từ HĐKD	514	-17	435	593
Thu nhập khác	0	72	1	1
Lợi nhuận trước thuế	514	55	435	594
Lợi nhuận ròng	473	49	392	475
Lợi nhuận chia cho cổ đông	473	49	392	475
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Chỉ số tài chính				
EPS cơ bản (VND)	1.546	163	1.297	1.574
Giá trị sổ sách (VND)	15.062	13.725	15.022	16.596
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	1.500	0	0	1.500
EBIT	547	90	476	629
EBITDA	1.235	778	1.032	779
Tăng trưởng				
Doanh thu	-27,3%	-6,2%	35,1%	-2,3%
EBITDA	-25,0%	-37,0%	32,8%	-24,5%
EBIT	-42,9%	-83,5%	426,8%	32,3%
Lợi nhuận ròng	-46,4%	-89,6%	695,4%	21,3%
Vốn chủ sở hữu	-6,0%	-8,9%	9,5%	10,5%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	13,5%	25,0%	5,0%	-1,4%
Định giá				
P/E	15,9	115,9	14,6	12,0
P/B	1,6	1,4	1,3	1,1
Giá/Doanh thu	1,1	0,9	0,7	0,7
Tỷ suất cổ tức	6,1	-	-	7,9
EV/EBITDA	5,0	5,5	4,2	5,5
EV/Doanh thu	0,7	0,7	0,5	0,5
Các hệ số khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	8,0%	0,2%	6,0%	7,9%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	7,0%	-1,2%	4,7%	6,6%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	7,4%	0,8%	4,8%	6,0%
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%	1,2%	9,5%	10,4%
ROA	6,0%	0,5%	3,6%	4,3%
ROIC	9,4%	1,5%	7,6%	8,6%

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

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Kinh tế trưởng

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích cao cấp Vĩ mô

trinhhtt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 24) 3936 6321 ext. 8720

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

baonq1@ssi.com.vn

SĐT: (+84 28) 3824 2897 ext. 6737