

**NT2 – MUA**

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(ngày 02/11/2023)

Sàn giao dịch	HSX
Thị giá (đồng)	23.600
KLGD TB 52 T	700.847
Vốn hoá (tỷ đồng)	6.794
Số lượng CPLH	287.876.029
Giá mục tiêu	30.300
Upside	+28,4%

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Bùi Võ Thế Vinh  
[bvtvinh@vcbs.com.vn](mailto:bvtvinh@vcbs.com.vn)  
+84-2838208117 ext 641

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

**NT2 – LỢI NHUẬN PHỤC HỒI TRONG NĂM 2024**

**KQKD Q3.2023** kém khả quan khi miền Nam bước vào mùa mưa và lượng mưa lớn trong tháng 8 và tháng 9 làm giảm sản lượng điện của NT2. Ngoài ra, NT2 bắt đầu tiến hành đại tu nhà máy từ 10/9 đến ngày 26/10 nên sản lượng điện phát trong T9.2023 hầu như không đáng kể. Q3.2023, NT2 ghi nhận DTT đạt 816 tỷ đồng (-62,3% yoy) và LNST ghi nhận lỗ 124 tỷ đồng so với mức lãi 199 tỷ đồng cùng kỳ. Lũy kế 9T.2023, NT2 ghi nhận DTT đạt 5.182 tỷ đồng (-24,5% yoy, hoàn thành 62,4% KH năm) và LNST đạt 254 tỷ đồng (-64,9% yoy, hoàn thành 53,8% KH năm).

**TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP**

- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện sẽ có sự hồi phục kể từ Q4.2023** khi Nam Bộ bước vào mùa khô và hiện tượng El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2024 trước khi chuyển sang trạng thái trung tính.
- NT2 dự kiến ghi nhận khoản đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng còn lại trong Q1.2024** và đã xóa khoản dự phòng phải thu liên quan đến doanh thu bán điện cho EPTC.
- Lợi nhuận được kỳ vọng cải thiện mạnh từ năm 2026** khi doanh nghiệp hết khấu hao phần máy móc thiết bị.
- Tỷ suất cổ tức hấp dẫn nhờ vào hoạt động kinh doanh ổn định và cơ cấu tài sản có chất lượng tốt.**

**ĐÁNH GIÁ**

Giá cổ phiếu NT2 đã điều chỉnh giảm khá mạnh 27% khi NT2 công bố LNST Q3.2023 ghi nhận lỗ 124 tỷ đồng. Như chúng tôi đã phân tích trong báo cáo, NT2 ghi nhận KQKD Q3.2023 lỗ do (1) Lượng mưa lớn trong tháng 8 và tháng 9 giúp sản lượng thủy điện được huy động ở mức cao và làm giá bán trên thị trường điện giảm sâu và sản lượng Qc được phân bổ trong tháng 8 ở mức thấp; (2) NT2 tiến hành đại tu nhà máy từ 10/09-26/10 nên sản lượng phát trong tháng 9 hầu như không đáng kể; (3) NT2 không còn ghi nhận khoản đền bù tỷ giá (310 tỷ đồng cùng kỳ). Chúng tôi dự phóng **DTT/LNST 2023** lần lượt đạt **7.485 tỷ đồng (-14,8% yoy)** và **439 tỷ đồng (-50,5% yoy)** tương ứng **EPS fwd đạt 1.526 đồng/cổ phiếu**.

Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá triển vọng kinh doanh kém khả quan đã phản ánh vào đà giảm của cổ phiếu và KQKD sẽ có sự phục hồi trong năm 2024 do (1) Trong năm 2024, NT2 chỉ thực hiện tiêu tu do đó số ngày dừng máy sẽ ít hơn (chúng tôi ước tính khi tiến hành đại tu sẽ làm sản lượng sụt giảm 300-400 triệu kWh); (2) Kỳ vọng NT2 sẽ ghi nhận khoản đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng trong Q1.2024; (3) Chúng tôi kỳ vọng nguồn khí đầu vào sẽ ổn định hơn do 02 nhà máy nhiệt điện khí BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 sẽ được chuyển giao lại cho EVN trong giai đoạn 2024/2025 sau khi hết thời hạn vận hành, 02 nhà máy điện trên sẽ phải tham gia thị trường điện và không được ưu tiên cung cấp khí như hiện nay. Chúng tôi dự phóng **DTT/LNST 2024** lần lượt đạt **8.368 tỷ đồng (+11,8% yoy)** và **795 tỷ đồng (+81,0% yoy)**, tương ứng **EPS fwd ở mức 2.762 đồng/cổ phiếu**. Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho NT2 với mức giá mục tiêu **30.300 đồng/cổ phiếu, upside 28,4%** so với giá đóng cửa ngày 02.11.2023.

Chỉ tiêu tài chính	2021	2022	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	6.150	8.788	7.485	8.368
+/- yoy (%)	1,1%	42,9%	-14,8%	11,8%
LNST (tỷ đồng)	541	887	439	795
+/- yoy (%)	-13,5%	64,1%	-50,5%	81,0%
ROA (%)	8,3%	12,6%	6,0%	10,7%
ROE (%)	12,7%	20,1%	9,7%	17,5%
EPS (đồng)	1.879	3.082	1.526	2.762

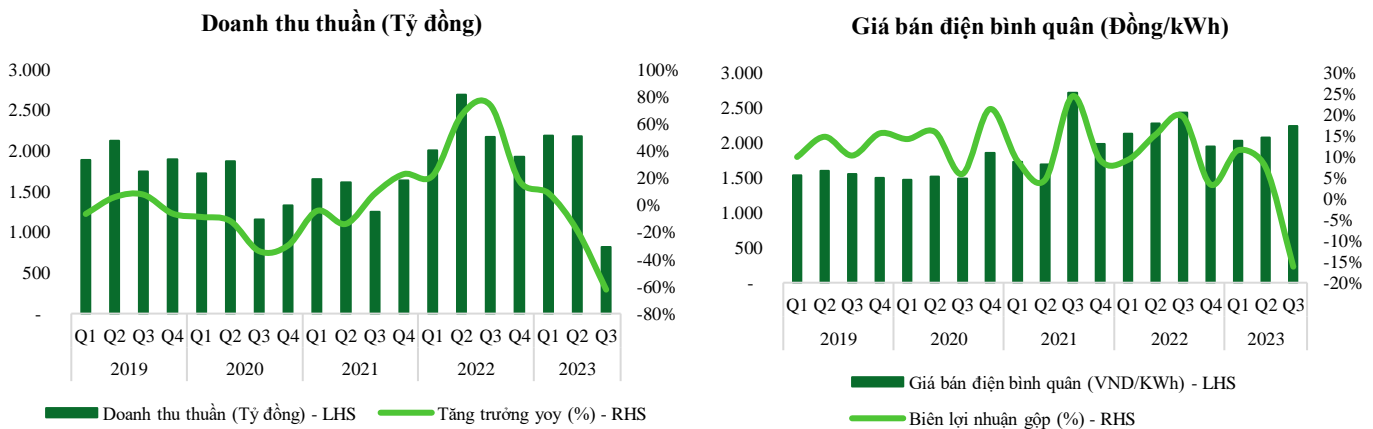
## KẾT QUẢ KINH DOANH

### Kết thúc Q3.2023, NT2 ghi nhận doanh thu thuần đạt 816 tỷ đồng (-62,3% yoy) do:

- Sản lượng điện thương phẩm đạt 365 triệu kWh (-59,1% yoy) do: (a) Lượng mua lớn trong tháng 8 và tháng 9 giúp sản lượng thủy điện được huy động ở mức cao và làm giảm giá bán trên thị trường điện. Giá bán CGM thấp hơn chi phí biến đổi nên NT2 chủ động không chào sản lượng trên thị trường điện; (2) NT2 tiến hành đại tu nhà máy từ 10/09 đến ngày 26/10 nên sản lượng điện phát trong tháng 9 hầu như không đáng kể.
- Giá bán điện bình quân đạt 2.236 đồng/kWh (+7,36% yoy) do giá khí bình quân đầu vào đạt 9,2571 USD/MMBTU (+0,98% yoy). Giá khí đầu vào có dấu hiệu tăng trở lại trong các tháng gần đây theo đà tăng của giá dầu MFO, ngoài ra do giá bán trên thị trường điện CGM thấp hơn chi phí biến đổi nên sản lượng của NT2 chủ yếu là sản lượng điện phát theo hợp đồng.
- Trong Q3.2022, NT2 đã ghi nhận khoảng 310 tỷ đồng đền bù chênh lệch tỷ giá vào doanh thu bán điện.

### Lợi nhuận gộp ghi nhận mức lỗ 132 tỷ đồng so với mức lãi 423 tỷ đồng do:

- Sản lượng điện phát của NT2 chủ yếu là sản lượng điện hợp đồng (Qc) do giá bán trên thị trường điện CGM thấp hơn chi phí biến đổi.
- Sản lượng điện thấp không đủ bù đắp chi phí khấu hao.



Nguồn: NT2, VCBS

Chi phí QLDN giảm mạnh so với cùng kỳ còn 16,5 tỷ đồng (-92,1% yoy) do NT2 đã thực hiện trích lập dự phòng phải thu khó đòi 187 tỷ đồng trong Q3.2022 liên quan đến chênh lệch cước phí vận chuyển khí tuyến đường ống Phú Mỹ - TP.HCM.

Chi phí lãi vay ở mức thấp, 10 tỷ đồng do NT2 hiện chỉ còn 926 tỷ đồng nợ ngắn hạn chủ yếu để phục vụ nhu cầu vốn lưu động.

LNST ghi nhận lỗ 124 tỷ đồng.

### Lũy kế 9T.2023, NT2 ghi nhận DTT đạt 5.182 tỷ đồng (-24,5% yoy) do:

- Sản lượng điện thương phẩm đạt 2.494 triệu kWh (-17,4% yoy) do (a) Sản lượng điện trong Q2.2023 sụt giảm 10,78% yoy do tình trạng thiếu khí nên NT2 buộc phải sử dụng dầu DO đốt kèm; (b) Sản lượng giảm mạnh trong Q3.2023 do miền Nam bước vào mùa mưa và đại tu nhà máy.
- NT2 không còn ghi nhận khoản đền bù tỷ giá (cùng kỳ Q3.2022 ghi nhận 310 tỷ đồng).

Lợi nhuận gộp chỉ đạt 281 tỷ đồng (-72,3% yoy) và BLNG giảm mạnh xuống còn 5,4% so với 14,8% do:

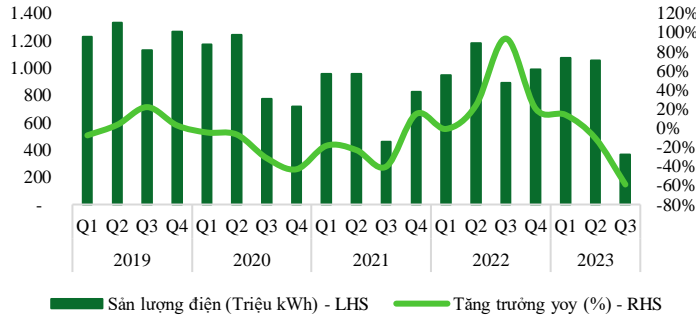
- Do chi phí biến đổi của NT2 luôn cao hơn giá bán trên thị trường điện CGM nên sản lượng của NT2 chủ yếu là sản lượng điện hợp đồng (Qc) NT2 không được hưởng lợi từ giá CGM neo cao trong nửa đầu năm.
- Do thiếu hụt nguồn cung khí đầu vào nên NT2 phải đốt kèm dầu DO trong Q2.2023, khi phát điện bằng dầu DO thì NT2 chỉ được EPTC thanh toán chi phí nguyên liệu mà không được thanh toán các chi phí khác khi vận hành nên sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận.

Chi phí QLDN giảm mạnh còn 54 tỷ đồng (-78% yoy) do không còn dự phòng phải thu khó đòi.

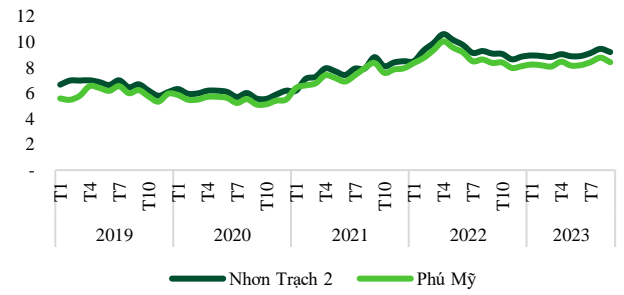
Chi phí lãi vay không có nhiều biến động khi doanh nghiệp đã hoàn tất nghĩa vụ nợ vay dài hạn và hiện chỉ phát sinh các khoản vay ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động.

LNST đạt 254 tỷ đồng (-64,9% yoy).

**Sản lượng điện của NT2 (Triệu kWh)**



**Giá khí đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện (USD/MMBTU)**



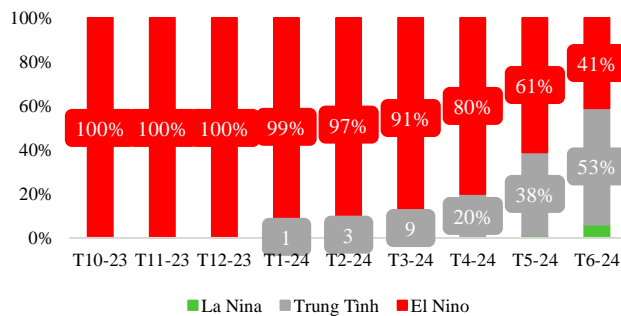
Nguồn: NT2, VCBS

## TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

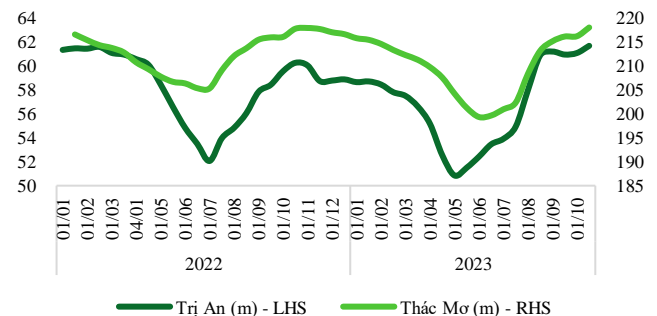
**Chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện sẽ có sự hồi phục kể từ Q4.2023 khi Nam Bộ bước vào mùa khô và hiện tượng El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2024 trước khi chuyển sang trạng thái trung tính.**

Chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ được huy động sản lượng cao hơn vào 02 tháng cuối năm 2023 và trong nửa đầu năm 2024 do (1) NT2 đã hoàn tất đại tu nhà máy từ ngày 10/09 đến ngày 26/10 và vận hành thương mại trở lại từ cuối tháng 10. Chúng tôi ước tính sản lượng tháng 10 sẽ có sự sụt giảm so với cùng kỳ do nhà máy chỉ vận hành trở lại từ cuối tháng. (2) Hiện tượng El Nino được dự báo sẽ kéo dài đến nửa đầu năm 2024 trước khi chuyển sang trạng thái trung tính, do đó chúng tôi kỳ vọng lượng mưa vào các tháng mùa khô sẽ thấp hơn mức trung bình nhiều năm giúp cải thiện sản lượng điện huy động của NT2. Tuy nhiên chúng tôi đánh giá sản lượng điện của NT2 có thể bị ảnh hưởng bởi sự cạnh tranh từ các loại hình NLTT khi các dự án chuyển tiếp hoàn tất đàm phán giá phát điện tạm thời và phát điện lên lưới, đến ngày 27/10 đã có hơn 1.200 MW dự án/phần dự án chuyển tiếp hoàn thành thủ tục COD và phát điện với tổng sản lượng điện lũy kế gần 730 triệu kWh.

**Xác suất xảy ra các trạng thái El Nino và La Nina**



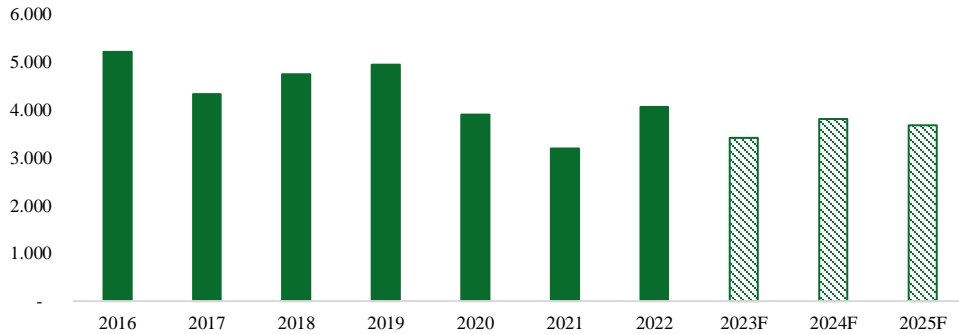
**Mực nước các hồ thủy điện ở Nam Bộ**



Nguồn: NOAA, EVN, VCBS

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng sản lượng cho năm 2023 và 2024 lần lượt xuống còn: 3.416 triệu kWh (-16,0% yoy) và 3.811 triệu kWh (+11,5% yoy).

Sản lượng điện thương phẩm (Triệu kWh)



Nguồn: NT2, VCBS

**NT2 dự kiến ghi nhận khoản đền bù tỷ giá 155 tỷ đồng còn lại trong Q1.2024 và đã xóa dự phòng thanh toán phải thu liên quan đến doanh thu bán điện cho EPTC.**

*NT2 đã thực hiện hoàn nhập dự phòng phải thu liên quan đến cước phí vận chuyển khí tuyến Phú Mỹ - TP.HCM và đang tích cực làm việc với các bên để đàm phán về khoản cước phí chênh lệch.*

Hiện nay, cước phí vận chuyển khí (Tariff) tuyến đường ống Phú Mỹ - TP.HCM đang tạm được phê duyệt là 0,52 USD/MMBTU và trượt giá 2%/năm. Tuy nhiên, kiểm toán viên của NT2 không đồng ý áp dụng mức phí trên cho nhà máy Nhơn Trạch 2 do NT2 có vị trí nằm giữa tuyến đường ống phân phối Phú Mỹ - TP.HCM nên không thể ghi nhận toàn bộ mức phí 0,52 USD mà chỉ được ghi nhận cước phí 0,396 USD/MMBTU vào trong doanh thu bán điện. Theo hợp đồng mua bán điện PPA mà NT2 đã ký với công ty mua bán điện EPTC, toàn bộ các chi phí biến đổi đầu vào bao gồm cả chi phí vận chuyển nguyên vật liệu sẽ được kết chuyển vào giá bán điện trong hợp đồng PPA, do đó khoản chênh lệch 0,124 USD/MMBTU đã không được EPTC đồng ý thanh toán và NT2 buộc phải trích lập dự phòng nợ phải thu khó đòi trong Q3 và Q4.2022.

Trong Q4.2022, NT2 đã tiến hành hoàn nhập khoản chênh lệch cước phí vận chuyển trên do thiếu cơ sở ghi nhận doanh thu do EPTC vẫn chưa đồng ý chi trả phần doanh thu liên quan đến chênh lệch cước phí vận chuyển trên, do đó khoản dự phòng phải thu khó đòi đã được loại bỏ và chi phí quản lý doanh nghiệp được điều chỉnh giảm 198 tỷ đồng giúp LNST trong Q4.2022 tăng mạnh.

Chúng tôi kỳ vọng quá trình đàm phán về cước phí trên sẽ hoàn tất trong năm nay, tuy nhiên các khoản dự phòng này sẽ không gây ra qua nhiều rủi ro về dòng tiền cho NT2 do khi thu hồi được doanh thu bán điện liên quan đến cước phí vận chuyển trên, NT2 cũng sẽ phải hoàn trả khoản phí tương ứng trên cho PV GAS.

**NT2 dự kiến sẽ nhận khoản bồi thường chênh lệch tỷ giá 155 tỷ đồng trong Q1.2024**

Trong giai đoạn 2016-2020, NT2 phát sinh các khoản lỗ tỷ giá ước tính hơn 400 tỷ đồng. Khoản chênh lệch tỷ giá trong giai đoạn 2016-2018 đã được quyết toán và NT2 đã ghi nhận 310 tỷ đồng vào doanh thu bán điện trong Q3.2022. Trong Q1.2024, NT2 dự kiến sẽ ghi nhận nốt 155 tỷ đồng khoản chênh lệch tỷ giá còn lại vào doanh thu, hiện doanh nghiệp đang trong giai đoạn hoàn thiện hồ sơ và thủ tục để có cơ sở ghi nhận doanh thu. Hiện nay, EVN vẫn đang gặp khó khăn về tài chính nên NT2 chỉ có thể ghi nhận doanh thu nhưng chưa thực sự thu được tiền từ các khoản đền bù trên.

**Lợi nhuận cải thiện mạnh từ năm 2026 khi doanh nghiệp hết khấu hao máy móc thiết bị.**

Chi phí khấu hao hiện chiếm đến 10% trong cơ cấu giá vốn hàng bán của NT2. Khấu hao máy móc thiết bị hiện ở mức 554 tỷ đồng/năm (chiếm 78% CPKH), còn lại là khấu hao nhà xưởng (149 tỷ đồng/năm). Phần máy móc thiết bị đang được khấu hao theo phương pháp đường thẳng trong thời gian 14 năm kể từ ngày vận hành thương mại (2011) và dự kiến sẽ hoàn tất khấu hao vào năm 2026. Phần nhà xưởng sẽ được khấu hao theo đường thẳng trong vòng 20 năm.

Chúng tôi đánh giá lợi nhuận của NT2 sẽ được cải thiện mạnh từ năm 2026 khi chi phí khấu hao giảm mạnh từ mức hơn 700 tỷ đồng/năm xuống chỉ còn 150 tỷ đồng/năm giúp gia tăng dự địa chi trả cổ tức.

**Tỷ suất cổ tức hấp dẫn nhờ hoạt động kinh doanh ổn định và cơ cấu tài sản có chất lượng cao.**

NT2 đã hoàn tất chi trả cổ tức trong năm 2022 ở mức 25%. NT2 cũng đặt kế hoạch chi trả cổ tức ở mức 15% trong năm 2023, chúng tôi đánh giá tỷ lệ chi trả cổ tức trên là phù hợp trong bối cảnh kết quả kinh doanh trong năm nay gặp nhiều khó khăn. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi trả cổ tức trong năm 2024 có thể trở về mức từ 20%-25% khi kết quả kinh doanh phục hồi.

### Cơ cấu tài sản rất lành mạnh

Tại thời điểm Q3.2023, NT2 hiện đang có khoản 1.430 tỷ đồng dưới dạng các khoản tiền gửi ngắn hạn (chiếm 28% tổng TSNH). Doanh nghiệp hiện không còn nợ vay dài hạn và chỉ còn 926 tỷ đồng nợ ngắn hạn chủ yếu để phục vụ nhu cầu vốn lưu động. Khoản phải thu ngắn hạn đã giảm mạnh từ 5.221 tỷ đồng (Q2.2023) xuống chỉ còn 3.083 tỷ đồng (Q3.2023), chúng tôi kỳ vọng sự hạ nhiệt của giá nguyên vật liệu đầu vào cho sản xuất điện như than và khí đốt cùng với việc điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện sẽ giúp cải thiện tình hình tài chính của EVN trong thời gian tới, từ đó giúp cho các doanh nghiệp sản xuất điện như NT2 có thể thu được dòng tiền nhanh hơn.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp **chiết khấu dòng tiền FCFF và so sánh P/E** để xác định giá trị hợp lý NT2.

### Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Các dự phóng và giả định chính:

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Sản lượng điện thương phẩm (Triệu kWh)	3.195	4.065	3.416	3.811	3.679	3.745	3.679
Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng	85,0%	85,4%	100,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Sản lượng điện hợp đồng Qc (Triệu kWh)	2.716	3.473	3.416	3.239	3.127	3.183	3.127
Giá đầu MFO (USD/tấn)	417	552	570	550	550	550	550
Giá khí đầu vào bình quân (USD/MMBTU)	7.1643	8.7620	9.0213	8.8406	8.8909	8.9423	8.9946
Giá bán điện bình quân (VND/kWh)	1.867	2.086	2.191	2.271	2.342	2.406	2.479
Doanh thu thuần (Tỷ đồng)	6.150	8.788	7.485	8.368	8.152	8.502	8.580
Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	676	1.082	576	989	818	1.020	1.444
BLNG	11,0%	12,3%	7,7%	11,8%	10,0%	12,0%	16,8%
EBITDA (Tỷ đồng)	1.283	1.639	1.176	1.546	1.417	1.451	1.509
Biên EBITDA	20,9%	18,7%	15,7%	18,5%	17,4%	17,1%	17,6%
LNST (Tỷ đồng)	541	887	439	795	700	871	1.167

Chi phí sử dụng vốn WACC:

WACC	
Lãi suất phi rủi ro (Rf)	3,0%
Beta	1,00
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí sử dụng vốn (Re)	14,0%
Chi phí nợ vay (Rd)	6,4%
Tỷ trọng VCSH	91,3%
Tỷ trọng nợ vay	8,7%
<b>WACC</b>	<b>13,4%</b>
Số năm dự phóng	5,00

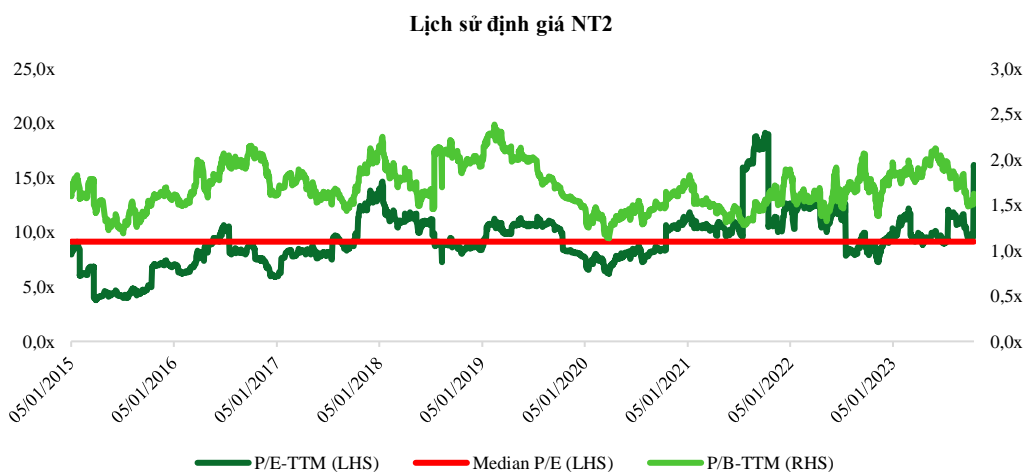
	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>NOPAT</b>	<b>437</b>	<b>772</b>	<b>655</b>	<b>800</b>	<b>1.083</b>	<b>1.088</b>
Điều chỉnh: Dự phóng và các khoản mục khác	(37)	4	9	(7)	2	2
Cộng: Khấu hao TSCĐ	690	688	689	563	155	156
<b>CFO</b>	<b>1.090</b>	<b>1.464</b>	<b>1.353</b>	<b>1.355</b>	<b>1.240</b>	<b>1.246</b>
Trừ: Thay đổi vốn lưu động	78	(181)	19	(118)	(80)	(97)

Trừ: Đầu tư vào tài sản cố định	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
<b>Dòng tiền tự do FCFF</b>	<b>1.147</b>	<b>1.262</b>	<b>1.351</b>	<b>1.217</b>	<b>1.139</b>	<b>1.128</b>

## Định giá FCFF

Tăng trưởng dài hạn	0%
Giá trị dòng tiền tự do tới hạn	8.442
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do tới hạn	4.414
Giá trị hiện tại dòng tiền từ 2023-2028	5.324
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>9.738</b>
Cộng: Tiền và tương đương tiền	1.496
Trừ: Nợ ngắn hạn và nợ dài hạn	(926)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	-
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số	-
<b>Giá trị cổ đông</b>	<b>10.308</b>
SLCP đang lưu hành	287.876.029
<b>Giá trị mỗi cổ phần (VND)</b>	<b>35.805</b>

## Phương pháp so sánh P/E



Nguồn: Fiiipro, VCBS

Chúng tôi lựa chọn mức P/E trung vị của NT2 ở mức 9,0x và với EPS fwd 2024F đạt 2.762 đồng/cổ phiếu, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của NT2 ở mức **24.855 đồng/cổ phiếu**.

## Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)
FCFF	35.805	50%	17.903
P/E	24.855	50%	12.428
<b>Tổng</b>		<b>100%</b>	<b>30.330</b>

Chúng tôi xác định mức giá mục tiêu của NT2 ở mức 30.300 đồng/cổ phiếu, upside 28,4% so với giá đóng cửa ngày 02.11.2023.

**ĐÁNH GIÁ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** với NT2 do doanh nghiệp hiện đang được giao dịch với P/E fwd 2024 ở mức 8,54x. Chúng tôi cho rằng NT2 vẫn là cơ hội đầu tư phù hợp với các nhà đầu tư có khẩu vị rủi ro ở mức trung bình thấp khi doanh nghiệp sắp bước vào giai đoạn trả cổ tức cao nhờ dòng tiền từ hoạt động kinh doanh ổn định.

**RỦI RO ĐẦU TƯ**

**Rủi ro về nguồn cung khí đầu vào.** Chúng tôi đánh giá NT2 sẽ chịu rủi ro do nguồn khí đầu vào không ổn định và liên tục suy giảm qua các năm tại khu vực Đông Nam Bộ. Khi nguồn khí đầu vào không ổn định và bị thiếu hụt, NT2 sẽ phải chạy bằng nhiên liệu phụ là dầu DO, khi phát điện bằng dầu DO, NT2 chỉ được EPTC thanh toán chi phí nguyên vật liệu đầu vào mà không được thanh toán các chi phí khác khi vận hành nên sẽ ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố tích cực hỗ trợ cho nguồn cung khí đầu vào của NT2 như: (1) 02 nhiệt điện BOT Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 được đề xuất chuyển giao cho EVN sau khi hết thời hạn vận hành vào năm 2024/2025. Khi chuyển giao cho EVN thì các nhà máy điện khí BOT sẽ phải tham gia thị trường điện cạnh tranh và không được ưu tiên đảm bảo nguồn cung khí đầu vào, do đó chúng tôi kỳ vọng nguồn khí đầu vào cho NT2 sẽ được cải thiện hơn. Ngoài ra, với việc dự án Kho cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 với công suất qua kho trung bình khoảng 1 triệu tấn/năm đã chính thức được khánh thành và dự án mở rộng giai đoạn 2 với công suất khoảng 3 triệu tấn/năm sẽ góp phần bổ sung nguồn khí LNG cho các doanh nghiệp sản xuất điện tại khu vực Đông Nam Bộ.

**Rủi ro từ sự chậm lại của hoạt động sản xuất.** Hoạt động sản xuất công nghiệp chậm lại có khả năng ảnh hưởng đến sản lượng tiêu thụ điện do các hoạt động này chiếm đến hơn 50% trong cơ cấu tiêu thụ điện hàng năm.

**Rủi ro gia tăng các khoản phải thu.** Tình hình tài chính của EVN đang gặp khó khăn dù giá bán lẻ điện bình quân đã được điều chỉnh tăng, tuy nhiên với tình trạng giá nguyên vật liệu đầu vào như than nhiệt và khí đốt vẫn neo ở mức cao so với giai đoạn trước năm 2022 đã làm tăng chi phí sản xuất của các doanh nghiệp sản xuất điện và làm tăng chi phí mua điện của EVN, với mức điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện khoảng 3% chúng tôi đánh giá EVN sẽ phải đối mặt với khó khăn về tình hình tài chính trong thời gian tới, qua đó ảnh hưởng đến dòng tiền của các doanh nghiệp sản xuất điện.



<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	1	384	957	1.666	2.486
Các khoản đầu tư ngắn hạn	0	949	949	949	949
Các khoản phải thu	2.230	2.911	2.342	2.809	2.663
Hàng tồn kho	311	307	343	366	338
Tài sản ngắn hạn khác	38	5	25	28	20
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.581</b>	<b>4.557</b>	<b>4.616</b>	<b>5.819</b>	<b>6.456</b>
Tài sản cố định	3.497	2.809	2.140	1.474	806
Các khoản đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	546	79	371	411	293
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>4.043</b>	<b>2.888</b>	<b>2.512</b>	<b>1.885</b>	<b>1.099</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>6.624</b>	<b>7.445</b>	<b>7.128</b>	<b>7.703</b>	<b>7.555</b>
Các khoản phải trả	1.034	770	801	1.012	857
Vay nợ ngắn hạn	210	631	631	631	631
Nợ ngắn hạn khác	1.147	1.431	1.245	1.439	1.362
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2.390</b>	<b>2.831</b>	<b>2.677</b>	<b>3.081</b>	<b>2.849</b>
Vay nợ dài hạn	-	-	-	-	-
Nợ dài hạn khác	-	-	0	0	0
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>2.390</b>	<b>2.831</b>	<b>2.677</b>	<b>3.081</b>	<b>2.850</b>
Vốn cổ phần và thặng dư vốn cổ phần	2.878	2.878	2.878	2.878	2.878
Lợi nhuận chưa phân phối	1.355	1.736	1.573	1.744	1.827
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
Vốn khác	-	-	-	-	-
<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	<b>4.234</b>	<b>4.614</b>	<b>4.451</b>	<b>4.623</b>	<b>4.705</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>6.624</b>	<b>7.445</b>	<b>7.128</b>	<b>7.703</b>	<b>7.555</b>

<b>BÁO CÁO KQKD (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Doanh thu</b>	<b>6.150</b>	<b>8.788</b>	<b>7.485</b>	<b>8.368</b>	<b>8.152</b>
GVHB	(5.474)	(7.706)	(6.908)	(7.379)	(7.334)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>676</b>	<b>1.082</b>	<b>576</b>	<b>989</b>	<b>818</b>
Chi phí bán hàng	0	0	0	0	0
Chi phí QLDN	(83)	(131)	(90)	(131)	(90)
<b>EBIT</b>	<b>593</b>	<b>950</b>	<b>486</b>	<b>858</b>	<b>728</b>
Doanh thu tài chính	25	28	59	83	111
Chi phí tài chính	(52)	(18)	(55)	(55)	(55)
Lợi nhuận khác	7	(14)	(3)	(2)	(6)
LN liên kết liên doanh	0	0	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>573</b>	<b>947</b>	<b>488</b>	<b>883</b>	<b>778</b>
Chi phí thuế TNDN	(32)	(60)	(49)	(88)	(78)
<b>LNST</b>	<b>541</b>	<b>887</b>	<b>439</b>	<b>795</b>	<b>700</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
<b>LNST cổ đông công ty mẹ</b>	<b>541</b>	<b>887</b>	<b>439</b>	<b>795</b>	<b>700</b>
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (đồng)	1.879	3.082	1.526	2.762	2.432

<b>BẢNG LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐKD	1.074	1.383	1.170	1.306	1.417
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐĐT	9	(946)	(21)	(21)	(21)
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(1.143)	(54)	(576)	(576)	(576)
<b>Lưu chuyển tiền tệ thuần trong kỳ</b>	<b>(61)</b>	<b>383</b>	<b>573</b>	<b>709</b>	<b>820</b>
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	62	1	384	957	1.666
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>1</b>	<b>384</b>	<b>957</b>	<b>1.666</b>	<b>2.486</b>
ROE	13%	20%	10%	18%	15%
ROA	8%	13%	6%	11%	9%



## ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**  
Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
tmhoang@vcbs.com.vn

**Lý Hoàng Anh Thi**  
Phó Giám đốc Phân tích Nghiên cứu  
lhathi@vcbs.com.vn

**Bùi Võ Thế Vinh**  
Chuyên viên Phân tích  
bvtvinh@vcbs.com.vn

**CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK**

<http://www.vcbs.com.vn>