

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

Triển vọng phục hồi từ nền thấp

- Chúng tôi dự báo LN ròng 2024 giảm 82% svck đạt 85 tỷ đồng, chủ yếu do huy sản lượng sụt giảm trong bối cảnh thiếu khí.
- Nhìn sang 2025-26, phân bổ khí cải thiện cùng tăng trưởng nhu cầu điện cao sẽ hỗ trợ LN ròng phục hồi 289% svck và 63% svck.
- Khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 23,900đ/cp.

KQKD 11T24: Huy động âm đạm trong bối cảnh thiếu khí

Trong 11T24, sản lượng NT2 ghi nhận giảm 14% svck đạt 2.346 tỷ kWh, mức rất thấp chủ yếu đến từ tình trạng suy giảm nguồn cung khí Đông Nam Bộ, khiến nhà máy được phân bổ Qc khiêm tốn đặc biệt trong Q1/24. Về giá bán, giá khí neo ở mức cao đạt ~9.4USD/mmmtu, (+4.4% svck) do nguồn cung khí giá rẻ đang cạn kiệt, các mỏ khí mới có chi phí khai thác đắt đỏ hơn. Trong bối cảnh giá bán neo cao, giá thị trường điện thấp và sản lượng huy động không tối ưu, biên LN của NT2 ghi nhận xu hướng giảm mạnh từ 2021-22 và ghi nhận lỗ gộp 36 tỷ đồng trong 9T24. Nhìn sang Q4/24, chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ cải thiện, do phân bổ Qc tốt hơn, đặc biệt trong T12/24, kéo sản lượng phục hồi 105% svck, nhưng vẫn ghi nhận giảm 6% svck trong cả năm 2024. Theo đó, LN ròng dự kiến cũng sẽ duy trì ở mức rất thấp đạt 85 tỷ đồng (-82% svck) theo dự phóng MBS.

Triển vọng 2025-26: Nhiều động lực tăng trưởng từ mức nền thấp

Từ 2025, NT2 có nhiều khả năng được ưu tiên cấp khí trong bối cảnh nhà máy vẫn còn hợp đồng bao tiêu với GAS cùng với việc các nhà máy đối thủ như Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 (1,400MW) hết hợp đồng BOT từ 2024-25, dự kiến không được ưu tiên cấp khí như giai đoạn trước. Chúng tôi kỳ vọng môi trường huy động cho các nhà máy điện nói chung cũng sẽ bớt khắc nghiệt hơn giai đoạn 2024, khi EVN dần cải thiện những khó khăn tài chính đến từ các đợt tăng giá điện cùng nhu cầu phụ tải dự kiến tăng trưởng 11-13% svck theo kế hoạch của Bộ Công Thương. Theo đó, dự kiến LN ròng 2025-26 sẽ tăng trưởng 289% svck và 63% svck, với giá định sản lượng các năm lần lượt tăng 25% svck và 10% svck.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 23,900đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 23,900đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức đạt 19%) dựa trên 2 phương pháp DCF và EV/EBITDA với tỷ trọng tương đương. NT2 là cổ phiếu có tính phòng thủ cao, rủi ro tài chính thấp và có triển vọng LN phục hồi rõ rệt từ 2025. Theo đó, NT2 phù hợp với chiến lược đầu tư ngành phòng thủ nhờ tỷ suất cổ tức hợp lý. Tiềm năng tăng giá bao gồm 1) Các khoản lỗ tỷ giá được EVN thanh toán; 2) Có cơ chế dài hạn để các nhà máy khí nội địa được cấp LNG từ 2025. Rủi ro giảm giá: 1) Tình trạng thiếu khí trầm trọng hơn dự kiến; 2) Tăng trưởng nhu cầu điện không cao như dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	6,386	6,089	7,557	8,212
Lợi nhuận ròng	473	85	333	543
Tăng trưởng doanh thu thuần	-27.3%	-4.7%	24.1%	8.7%
Tăng trưởng LN ròng	-46.4%	-81.9%	289.1%	63.1%
Biên LN gộp	8.0%	0.8%	5.7%	8.4%
Biên EBITDA	17.7%	11.1%	11.5%	9.0%
ROAE	10.9%	2.1%	8.2%	12.5%
ROAA	6.0%	1.0%	3.5%	5.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,643	297	1,156	1,885
BVPS (VND/cổ phiếu)	15,062	14,402	14,085	15,021

Nguồn: NT2, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND23,900

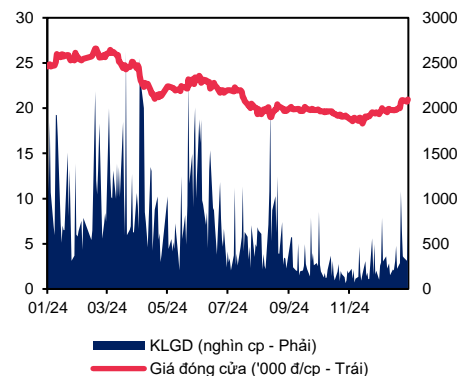
Tiềm năng tăng giá

19%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

na

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	20,850
Cao nhất 52 tuần (VND)	25,880
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18,300
Vốn hóa (tỷ VND)	6,017
P/E (TTM)	24.2
P/B	1.5
Thị suất cổ tức (%)	4.8%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	0.0%

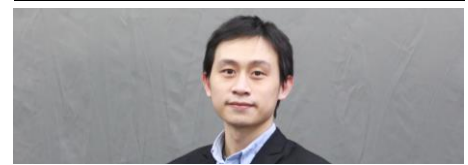
Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

PVPower	59.4%
Khác	40.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

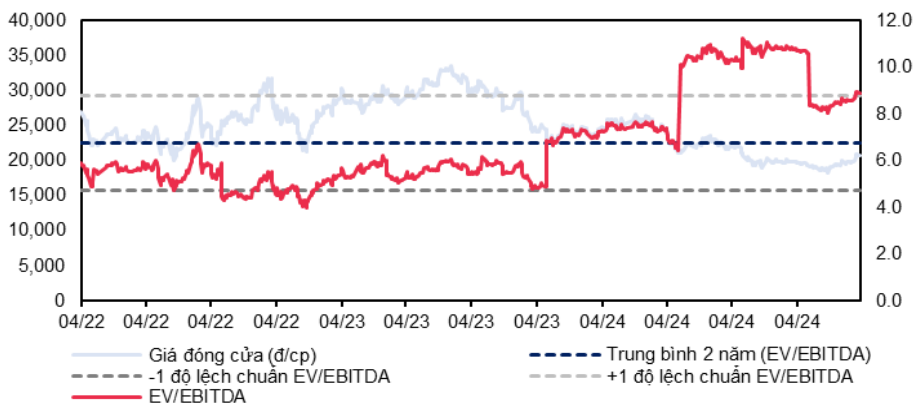
- Nhơn Trạch 2 - nhà máy điện khí CTHH (750MW), sử dụng công nghệ tuabin thế hệ F với cấu hình 2-2-1, đạt hiệu suất ~56-58% được cho là tỉ lệ tốt nhất trong số các nhà máy điện khí đang vận hành. NT2 hoàn thành nghĩa vụ dài hạn từ 2021, theo đó doanh nghiệp có nhiều dư địa để duy trì mức cổ tức tiền mặt từ 10-15% trong các năm tới.
- Kỳ vọng sản lượng phục hồi từ mức nền thấp năm 2023-24, hỗ trợ bởi nhu cầu điện toàn quốc tiếp tục phục hồi 11-13% trong 2025 và duy trì tăng trưởng kép 9.1% trong 2026-30 theo QHĐ 8. Điều này đặc biệt quan trọng khi tăng trưởng nguồn điện đang chậm hơn so với tăng trưởng nhu cầu, cùng với việc năng lực truyền tải từ Nam ra Bắc được cải thiện khi 500kV mạch 3 đi vào hoạt động, hỗ trợ hấp thụ tình trạng thừa nguồn tại khu vực miền Nam
- Từ 2025, NT2 được ưu tiên cấp khí trong bối cảnh nhà máy vẫn còn hợp đồng bao tiêu khí với GAS trong khi các đối thủ như Phú Mỹ 2.2, Phú Mỹ 3 hết hợp đồng BOT trong 2024-25, không được ưu tiên cấp khí như giai đoạn trước. Chúng tôi kỳ vọng môi trường huy động cho các nhà máy điện sẽ bớt khó khăn hơn, khi tài chính của EVN cải thiện sau những đợt tăng giá điện.
- NT2 dự kiến ghi nhận bước ngoặt về LN từ 2025, với tăng trưởng kép LN ròng dự kiến đạt 35% trong 2024-26 hỗ trợ bởi hoạt động kinh doanh có khả năng cao sẽ phục hồi. NT2 phù hợp với chiến lược đầu tư ngành phòng thủ nhờ tỷ suất cổ tức trung bình tại mức giá hiện tại khá cao 7%.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 23,900đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan NT2 với giá mục tiêu 23,900đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức đạt 19%). Định giá dựa trên 2 phương pháp:

- DCF-5 năm (WACC: 10.6%; COE: 11%; tăng trưởng dài hạn: 0%) phản ánh quan điểm thận trọng về tiềm năng dài hạn NT2.
- EV/EBITDA mục tiêu 2025 4.5x, thấp hơn so với mức trung bình ngành 8.0x và thận trọng hơn so với trung bình của NT2 trong GĐ 2022-23 do cùng quy mô sản lượng nhưng biên LN thấp hơn.

Hình 1: EV/EBITDA NT2 giai đoạn 2022-24



Nguồn: FiinProX MBS Research

Hình 2: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBITDA	872	738	712	596	524
(-) Chi phí khấu hao	(541)	(151)	(151)	(151)	(151)
EBIT	331	587	562	445	373
(-) Thuế	(50)	(100)	(84)	(67)	(56)
Thuế (%)	15%	17%	15%	15%	15%
EBIAT	281	487	477	379	317
(+) Chi phí khấu hao	541	151	151	151	151
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(266)	(647)	98	(19)	36
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
FCFF	554	(11)	724	508	502
Giá trị dòng tiền năm cuối					4,140

Nguồn: MBS Research

Hình 3: Định giá DCF – Các giả định WACC

Giả định	Tỷ đồng
Lãi suất phi rủi ro	3%
Beta bloomberg 2Y	0.9
Phần bù rủi ro (ERP)	9%
Chi phí vốn - ke	11%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	6.4%
Tỷ lệ nợ trên vốn	10%
WACC	10.6%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Định giá DCF – Giá trị doanh nghiệp

Định giá DCF	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	5,036
(-) Nợ	(1,400)
(+) Tiền mặt	2,837
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	6,473
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	6,473
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	22,487

Nguồn: MBS Research

Hình 5: Định giá EV/EBITDA

Phương pháp định giá EV/EBITDA	Tỷ đồng
EV/EBITDA mục tiêu, 1 năm	4.6x
Giá trị doanh nghiệp	5,839
(-) Nợ	(1,400)
(+) Tiền mặt	2,837
Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cơ thiểu số	7,277
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	7,277
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	25,277

Nguồn: MBS Research

Hình 6: Tổng hợp định giá

Tổng hợp định giá	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
Phương pháp			
DCF	22,487	50%	11,243
EV/EBITDA 1 năm	25,277	50%	12,639
Trung bình giá (đ/cp)			23,882
Giảm giá			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			23,882
Làm tròn			23,900

Nguồn: MBS Research

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA(%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
Doanh nghiệp nước ngoài														
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN	NA	KKN	16,683.9	37.4	31.2	4.4	3.9	3.5	6.0	11.7	12.8	16.7	14.6
Banpu power	BPP TB	NA	KKN	1,061.8	10.2	9.1	0.7	0.7	4.1	4.4	7.4	7.7	10.9	10.1
Ratchaburi Elec	RATCH TB	NA	KKN	1,613.2	8.6	7.3	0.6	0.5	3.6	4.2	6.8	7.9	12.3	10.6
Manila Electric	MER PM	NA	KKN	6,904.4	11.2	10.9	2.7	2.5	6.5	6.1	26.0	23.7	7.5	7.2
Doanh nghiệp trong nước														
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	NA	KKN	262.1	15.1	10.9	1.1	1.1	5.5	8.7	7.1	10.7	4.7	4.4
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	16,100	Khả quan	260.7	9.1	7.9	1.2	1.1	7.9	12.5	10.6	14.9	4.3	4.2
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	NA	KKN	145.3	10.8	5.8	0.8	na	6.1	12.3	6.9	7.7	41.2	15.2
PVPower	POW VN	14,900	Khả quan	1,167.7	12.7	20.3	0.9	0.8	1.8	1.4	4.3	3.9	8.6	8.4
GENCO3	PGV VN	NA	KKN	852.4	9.2	1.5	1.2	1.0	na	-1.1	-4.1	13.3	7.8	5.9
Trung bình					11.4	9.3	1.0	1.0	5.3	6.8	5.0	10.1	13.3	7.6
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	23,900	Khả quan	221.8	48.8	12.0	1.4	1.3	1.7	7.0	2.9	11.7	6.6	4.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiềm năng đánh giá lại:

- Có cơ chế rõ ràng hơn cho việc cấp khí LNG cho các nhà máy nội địa.
- Triển vọng huy động nhóm điện khí tốt hơn dự kiến

Rủi ro giảm giá:

- Thiếu khí tiếp tục là yếu tố ảnh hưởng lên huy động sản lượng.
- Giá khí tăng cao hơn dự kiến, cản trở khả năng cạnh tranh trên thị trường điện.

Huy động sản lượng có xu hướng phục hồi từ đầu năm

Hình 8: KQKD Q3/24 và 9T24 NT2

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/23	%svck	%sv quý trước	9T24	9T23	%svck	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	743	365	103.6%	-27.6%	1,922	2,494	-22.9%	Sản lượng điện Q3/24 tăng mạnh svck do NT2 đại tu trong T9-10/23. Trong T10-11, sản lượng tiếp tục tăng trưởng 91% svck từ nền thấp.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2,303	2,236	3.0%	8.1%	2,164	2,078	4.2%	Giá điện neo cao tương ứng với mức tăng giá khí
Giá khí bình quân (USD/mmbtu)	9.6	9.3	3.6%	0.9%	9.5	9.0	4.9%	
Doanh thu	1,712	816	109.7%	-21.7%	4,160	5,182	-19.7%	Doanh thu Q3/24 tăng 109% svck, hỗ trợ bởi sản lượng tăng trưởng
Giá vốn hàng bán	1,652	949	74.2%	56.4%	4,196	4,900	-14.4%	
LN gộp	60	(132)	na	-54.1%	(36)	282	na	LN gộp Q3/24 đạt 69 tỷ đồng, phục hồi từ mức lỗ gộp 132 tỷ đồng Q3/23. Tuy nhiên, biên LN gộp chỉ đạt 3.5%, chủ yếu do đây vẫn là mức huy động dưới tiềm năng nhà máy.
Biên LN gộp (%)	3.5%	-16.2%	19.7đ%	-2.4đ%	-0.9%	5.4%	-6.3đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	25.20	16.40	53.7%	37.0%	58.30	54.20	7.6%	
EBIT	34	(149)	na	-69.1%	(94)	228	na	
Doanh thu tài chính	27	35	-24.1%	39.1%	65	75	-12.6%	
Chi phí tài chính	12	11	11.4%	36.0%	28	23	25.8%	Chi phí tài chính tăng trong Q3/24 và 9T24 chủ yếu do doanh nghiệp vay thêm vốn lưu động phục vụ HĐKD
Thu nhập ròng khác	1	0	586.0%	80.8%	72	(0)	na	Thu nhập khác tăng mạnh đạt 72 tỷ do trong Q1/24 doanh nghiệp hoạch toán tăng giá trị hàng tồn kho vật tư dự phòng 70 tỷ.
LN trước thuế	50	(124)	na	-58.8%	14	280	-94.9%	
LN ròng	44	(124)	na	-63.7%	8	256	-96.8%	LN ròng Q3/24 đạt 40 tỷ, phục hồi từ mức lỗ ròng 132 tỷ đồng Q3/23, hỗ trợ LN ròng 9T24 đạt 8 tỷ, tuy nhiên vẫn giảm 97% svck, chủ yếu do KQKD kém tích cực Q1/24.
EPS (đ/cp)	154	(450)	na	-63.7%	29	815	-96.4%	

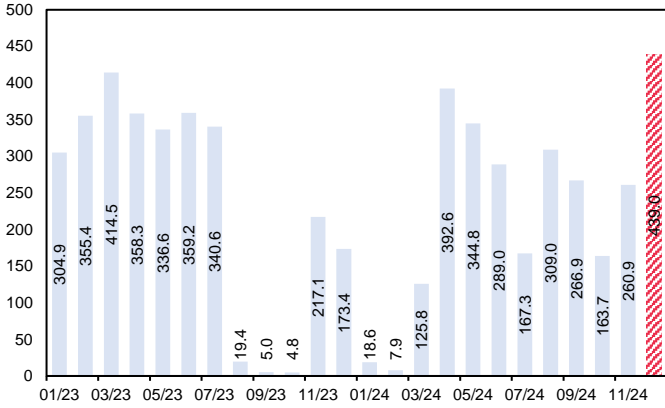
Nguồn: NT2, MBS Research

Trong 11T24, huy động sản lượng của NT2 tiếp tục ghi nhận giảm 14% svck đạt 2.346 tỷ kWh mặc dù 2023 đã là một năm kém tích cực của doanh nghiệp. Điều này chủ yếu đến từ tình trạng suy giảm nguồn cung khí từ các mỏ khí Đông Nam Bộ, ảnh hưởng lên không chỉ Nhơn Trạch 2 mà hầu hết các nhà máy sử dụng khí tại cụm. Theo đó, Nhơn Trạch 2 ghi nhận mức phân bổ huy động rất thấp trong Q1/24, và dần cải thiện hơn từ Q2/24, hỗ trợ bởi nhu cầu điện của Việt Nam phục hồi mạnh đạt ~11% svck trong giai đoạn Q2-Q3. Nhìn sang Q4/24, sản lượng nhà máy dự kiến sẽ duy trì xu hướng phục hồi từ nền thấp, tuy nhiên, đây vẫn là mức huy động thấp hơn sản lượng tiềm năng của nhà máy.

Về giá bán, giá khí tiếp tục neo ở mức cao đạt trung bình 9.4USD/mmbtu, (+4.4% svck), đến từ việc giá HSFO neo cao cùng với chi phí khai thác các mỏ khí nội địa ngày càng đắt đỏ, các mỏ khí giá rẻ đang cạn kiệt và tỉ trọng cấp khí ngày càng lớn từ các mỏ khí giá cao.

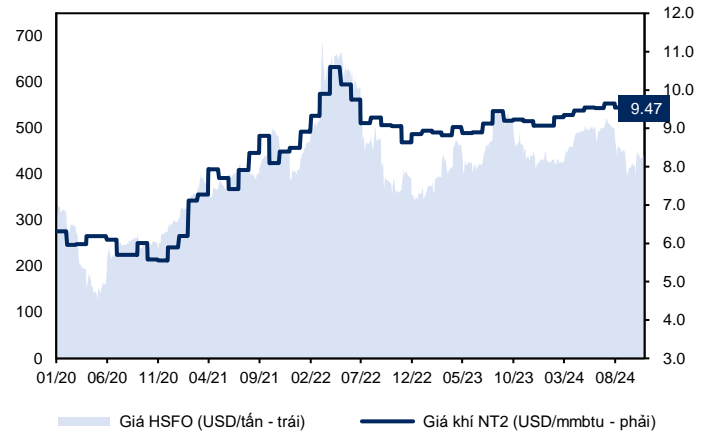
Trong bối cảnh giá bán neo cao, giá thị trường điện thấp và sản lượng huy động không tối ưu, biên LN của NT2 ghi nhận xu hướng giảm mạnh. Chúng tôi nhận thấy biên LN gộp giảm một phần đến từ phương án giao Qc theo tháng trong 2024, khiến doanh nghiệp không có nhiều dư địa nhận được phần bù Qc không huy động như mọi năm.

Hình 9: Sản lượng điện 11T24 tiếp tục ghi nhận mức thấp, tuy nhiên đã có sự phục hồi dần từ Q2/24 (Đơn vị: triệu kWh)



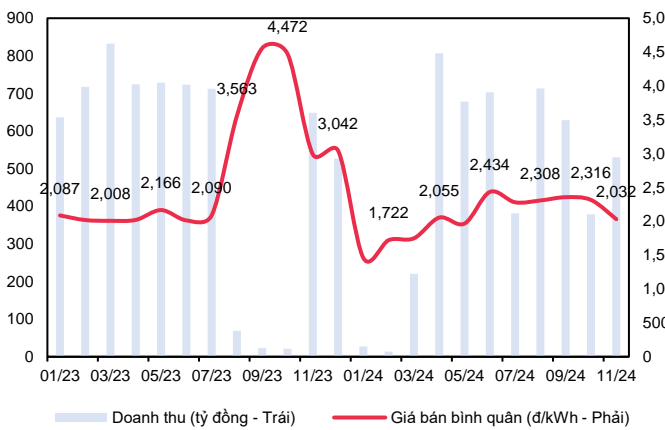
Nguồn: NT2, MBS Research

Hình 10: Giá khí vẫn duy trì ở mức cao, neo theo mức nền của HSFO cùng với tỉ trọng cấp khí từ các mỏ khí giá cao ngày càng tăng



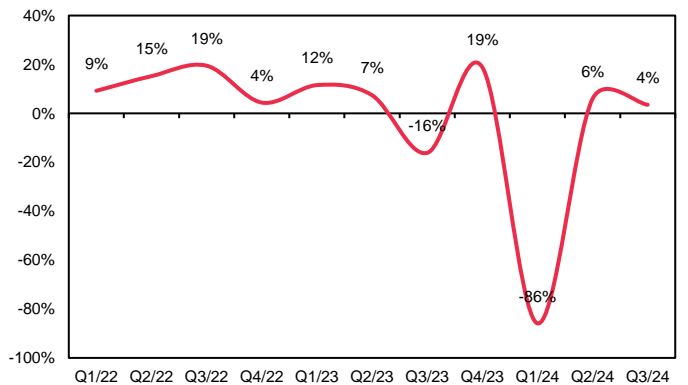
Nguồn: NT2, Bloomberg, MBS Research

Hình 11: Theo đó, giá bán điện cũng neo ở mức cao tương ứng, hỗ trợ doanh thu của nhà máy tăng cao hơn so với cùng kỳ



Nguồn: NT2, MBS Research

Hình 12: Biên LN gộp trong 9T24 duy trì ở mức thấp, chủ yếu do sản lượng huy động không tối ưu cùng với giá bán neo cao, khiến doanh nghiệp khó khăn huy động trên thị trường điện



Nguồn: NT2, MBS Research

Triển vọng 2025-26: Tiềm năng phục hồi lớn từ nền thấp

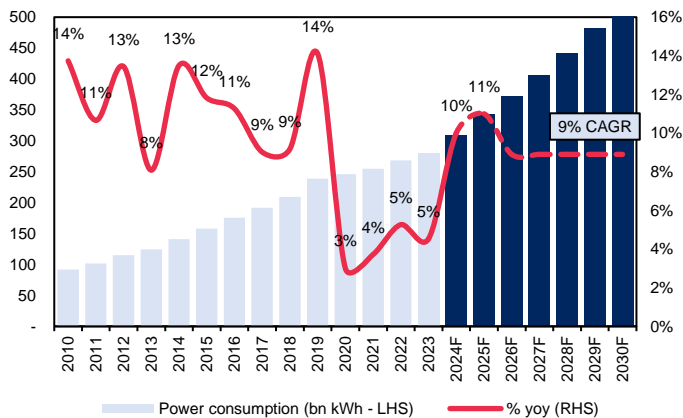
Trong Q4/24, chúng tôi kỳ vọng sản lượng có sự phục hồi tốt đạt 811 triệu kWh (+105% svck), hỗ trợ bởi NSMO phân bổ huy động cao trong T12/24, cũng như mức nền sản lượng thấp trong T10/23 do đại tu. Tuy nhiên, nhìn cả năm 2024, chúng tôi dự phóng sản lượng tiếp tục giảm 6% svck đạt 2.7 tỷ kWh, chủ yếu do KQKD kém tích cực trong Q1/24. Giá điện hợp đồng dự kiến neo ở mức cao đạt 2,228đ/kWh với giá khí trung bình đạt 9.4USD/mmbtu

Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng triển vọng huy động tích cực hơn, đến từ nhiều yếu tố hỗ trợ bao gồm:

- Nhu cầu tiêu thụ điện dự kiến tăng trưởng trung bình 11-13% trong 2025, và duy trì tốc độ tăng trưởng kép đạt 9.1% trong 2026-30 theo kịch bản cao QHĐ8, hỗ trợ triển vọng huy động các nhà máy trong bối cảnh tăng trưởng nguồn cung khá hạn chế.
- Phú Mỹ 3 (700MW) hết hạn hợp đồng BOT trong 2024, và Phú Mỹ 2-2 (700MW) trong Q1/25, không được ưu tiên phân bổ khí và huy động, hỗ trợ trực tiếp năng lực cạnh tranh của Nhơn Trạch 2 khi nhà máy vẫn còn hợp đồng bao tiêu khí đến 2036. Theo kế hoạch, trong 2025, NT2 được giao Qc khoảng 3.5 tỷ kWh, cao hơn 269% so với mức 1.3 tỷ kWh được giao trong 2024. Trong khi đó, 2 nhà máy Phú Mỹ dự kiến vận hành chủ yếu bằng LNG và không được phân bổ khí nội địa.
- Tình hình tài chính của EVN cải thiện là yếu tố quan trọng hỗ trợ triển vọng huy động các nhà máy theo quan điểm của chúng tôi. Do đó. Việc tăng giá điện trong Q4/24 là cơ sở tốt để tăng dự địa huy động cho các nguồn điện giá cao.

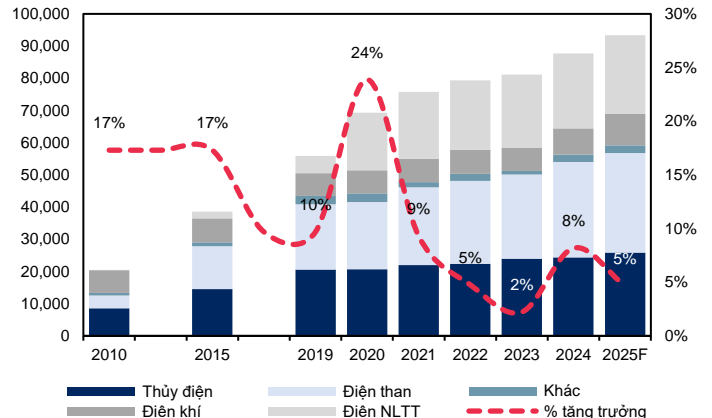
Do đó, sản lượng điện khí 2025-26 sẽ đạt lần lượt 3.4 tỷ kWh (+25% svck) và 3.7 tỷ kWh (+10% svck). Giá bán điện trung bình tiếp tục neo cao đạt 2,212 đồng/kWh (-1% svck) và 2,185 đồng/kWh (-1% svck) với giá định giá khí lần lượt 9.3USD/mmbtu và 9.5USD/mmbtu.

Hình 13: Dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ duy trì ở mức 11-13% trong 2025, sau đó tiếp tục tăng trưởng kép ở mức cao đạt 9.1% theo Bộ Công Thương



Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hình 14: Kế hoạch tăng trưởng nguồn điện của Bộ Công Thương trong năm sau đạt ~5% svck, tiếp tục thấp hơn tăng trưởng phụ tải dự kiến, hỗ trợ huy động các nhà máy hiện hữu (Đơn vị: MW)



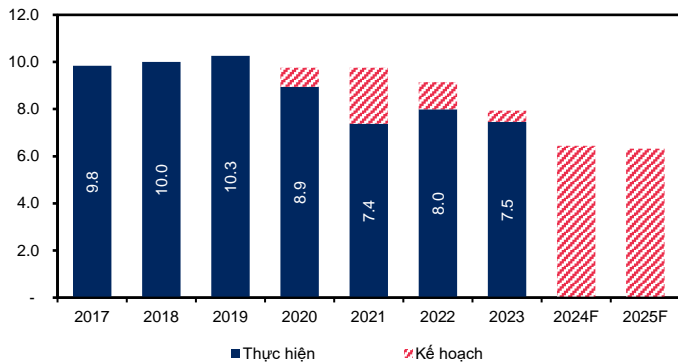
Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Nhìn về trung dài hạn, ở phía đầu vào, tình trạng khí nội địa cấp cho điện giảm mạnh sẽ đẩy nhanh xu hướng cấp LNG ngay từ 2025. Đối với tính khả thi của việc cấp bù khí LNG cho các nhà máy nội địa, Chính phủ sẽ cần hoàn thiện các cơ chế chính sách rõ ràng liên quan đến nhập khẩu và kinh doanh LNG, cũng như có chính sách huy động khí LNG cho điện một cách ổn định và lâu dài. Hiện tại các đề án về cơ chế cấp khí LNG cho điện đang triển khai và kỳ vọng được ban hành trong 2025. Về phía cung, hiện tại các giá khí đại diện cho khu vực Châu Á là JKM đã giảm mạnh từ nền cao 2023 xuống ổn định ở mức ~12-14USD/mmbtu. Trong 2024, GAS cũng đã tiên hành nhập các lô khí lẻ về kho cảng LNG Thị Vải, chủ yếu từ Indonesia, Malaysia với giá trung bình tầm 10-12USD/mmbtu (chưa bao gồm chi phí vận chuyển). Tích cực hơn nữa, trong bối cảnh Việt Nam đang cần giảm bớt thâm hụt thương mại với Mỹ, xu hướng nhập khẩu LNG từ quốc gia này có tiềm năng lớn khi vừa qua, Mỹ đề cao khả năng

dự định xuất khẩu khí LNG về Việt Nam. Theo đánh giá, nếu điều này thành hiện thực, Việt Nam có thể tiếp cận được với nguồn khí giá rẻ hơn nhiều từ 3.0USD/mmbtu (chưa bao gồm phí vận chuyển), hỗ trợ triển vọng giá bán nhà máy điện.

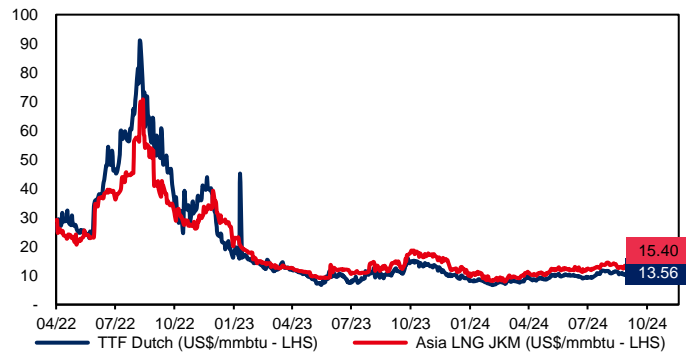
Ở phía đầu ra, chúng tôi cho rằng sẽ khó để Nhơn Trạch 2 quay lại mức sản lượng huy động với tỉ lệ chạy cao hơn 60% như giai đoạn trước 2022, chủ yếu do quan điểm về giá bán cao, ảnh hưởng đến năng lực cạnh tranh trên thị trường điện, cùng với việc bị cắt giảm công suất nhường chỗ cho NLTT. Tuy nhiên, với vai trò là nguồn chạy nền đáng tin cậy và phát thải thấp, chúng tôi vẫn cho rằng sẽ vẫn có sự phục hồi về huy động trong các năm tới và giữ nguyên giả định sản lượng huy động cho dài hạn vào khoảng ~50-55% sản lượng tối đa theo quan điểm thận trọng.

Hình 15: Tình hình cấp khí đang sụt giảm mạnh qua các năm, liên tục không đạt kế hoạch năm từ 2020, chúng tôi dự phóng tổng sản lượng khí cấp năm 2024-25 sẽ tiếp tục giảm svck (Đơn vị: tỷ m3)



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 16: Giá khí LNG thế giới giảm mạnh và đang có xu hướng ổn định lại, hỗ trợ tình hình nhập khẩu khí trong thời gian tới



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh NT2 giai đoạn 2024-26

Hình 17: Tổng hợp dự phóng KQKD NT2 2024-26

Đơn vị: Tỷ đồng	2024	%svck	2025	%svck	2026	%svck	
Sản lượng (triệu kWh)	2,733	-6%	3,416	25%	3,758	10%	Sản lượng điện duy trì ở mức thấp trong 2024, và dự kiến phục hồi từ 2025, hỗ trợ bởi khả năng cấp khí và nhu cầu điện cải thiện
Giá điện bình quân (đ/kWh)	2,228	1%	2,212	-1%	2,185	-1%	Giá bán điện neo theo giá định giá khí duy trì ở mức cao, đến từ nguồn khí giá rẻ đang cạn kiệt, và các mỏ mới có chi phí khai thác đắt hơn.
Giá khí bình quân (USD/mmbtu)	9.4	4%	9.3	-1%	9.5	2%	
Doanh thu	6,089	-5%	7,557	24%	8,212	9%	Doanh thu dự kiến tăng tương ứng theo dự phóng sản lượng
Giá vốn hàng bán	6,040	3%	7,128	18%	7,524	6%	
LN gộp	49	-90%	429	775%	688	60%	LN gộp dự kiến tăng trưởng mạnh, hỗ trợ bởi sản lượng phục hồi, góp phần cải thiện biên LN nhà máy. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mức biên LN 2025-26 vẫn thấp hơn nhiều so với trung bình quá khứ.
Biên LN gộp (%)	0.8%	-7.2đ%	5.7%	4.9đ%	8.4%	2.7đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	80	15%	98	23%	101	3%	
EBIT	(31)	-107%	331	na	587	77%	
Chi phí tài chính	56	63%	56	0%	56	0%	Chúng tôi giữ nguyên giả định về chi phí tài chính, do duy trì các khoản vay ngắn hạn bổ sung vốn lưu động trong các năm tới.
Doanh thu tài chính	117	10%	121	3%	123	1%	
Thu nhập ròng khác	70	2955%	2	-97%	2	0%	Trong 2024, doanh nghiệp ghi nhận doanh thu khác đến từ tăng giá trị hàng tồn kho vật tư dự phòng 70 tỷ, chúng tôi hiện chưa kỳ vọng khoản LN bất thường nào trong năm tới.
LNTT	101	-80%	396	294%	654	65%	
Chi phí thuế	15	-63%	63	320%	111	75%	
LN ròng	85	-82%	333	289%	543	63%	Theo đó, LN ròng 2024/25/26 dự kiến đạt lần lượt -82%/+289%/+63% svck.
EPS (đ/cp)	297	-82%	1,156	289%	1,885	63%	

Nguồn: NT2, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Nghiêm Phú Cường

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly