

CÔNG TY CỔ PHẦN THAN NÚI BÉO - VINACOMIN (HNX: NBC)

Nguyễn Ánh Nguyệt

Chuyên viên phân tích

 Email: nguyetna@fpts.com.vn

Điện thoại: 1900 6446 - Ext: 4304

Người phê duyệt báo cáo:
Nguyễn Ngọc Đức

Trưởng nhóm phân tích cơ bản

 Giá hiện tại: **12.400**

 Giá mục tiêu: **11.400**

 Tăng/(giảm): **-7,95%**
Khuyến nghị
THEO DÕI

Triển vọng nhờ kết thúc quá trình chuyển đổi hình thức khai thác

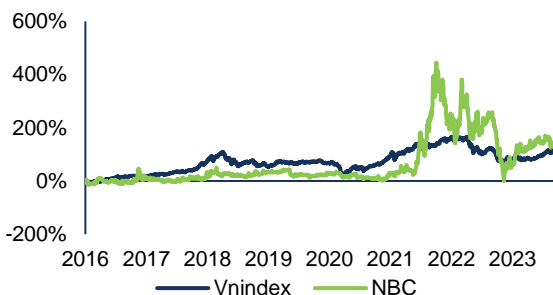
Chúng tôi tiến hành định giá lần đầu cổ phiếu NBC – Công ty Cổ phần Than Núi Béo - Vinacomin niêm yết trên sàn HNX. Bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi xác định giá mục tiêu cổ phiếu NBC là **11.400 đồng/cp**, thấp hơn **7,95%** so với giá đóng cửa ngày 15/09/2023. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **THEO DÕI** với cổ phiếu NBC, Quý nhà đầu tư có thể xem xét mua vào cổ phiếu ở mức giá 9.500 đồng/cp, tương ứng tỷ lệ sinh lời kỳ vọng 20%.

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- Kết quả kinh doanh năm 2023 khả quan:** Lợi nhuận trước thuế năm 2023 dự báo đạt 87,8 tỷ tăng 45,7% nhờ (1) biên lợi nhuận định mức tăng lên 2,57% vì hoạt động kinh doanh năm 2022 của TKV cải thiện và (2) hiệu quả quản trị chi phí cải thiện nhờ kết thúc quá trình chuyển đổi hình thức khai thác từ lộ thiên sang hầm lò.
- Kỳ vọng dự án khai thác hầm lò hoạt động hết công suất 02 triệu tấn than nguyên khai/năm từ 2024** dựa trên kỳ vọng hiệu suất giao khoán đạt mức cao nhờ nguồn cung than trong nước ngày càng thiếu hụt (dự báo giảm bình quân 0,93%/năm), ngược lại nhu cầu tiêu thụ than nội địa tăng bình quân 5,3%/năm giai đoạn 2023F-2030F.

YẾU TỐ CẦN THEO DÕI (chi tiết)

- Rủi ro giá than thế giới biến động: giá than thế giới giảm mạnh có thể khiến TKV hạ hiệu suất giao khoán và lợi nhuận định mức.
- Rủi ro thay đổi Quy chế quản trị chi phí của TKV đối với các công ty trực thuộc Tập đoàn
- Rủi ro khai thác: Các yếu tố như cấu tạo địa chất biến đổi hoặc mưa lớn có thể ảnh hưởng đến cả tiến độ khai thác than cũng như chi phí khắc phục.

Biểu đồ 1: Diễn biến giá NBC & Vnindex


Thông tin giao dịch	15/09/2023
Giá hiện tại (VND/cp)	12.400
Giá cao nhất 52 tuần (VND/cp)	16.128
Giá thấp nhất 52 tuần (VND/cp)	4.887
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	36.999
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	36.999
KLGD BQ 30 ngày (cp/ngày)	224.257
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	1,25
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	451
EPS Trailing 12 tháng (VND/cp)	1.838
P/E Trailing 12 tháng	6,75

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Than Núi Béo - Vinacomin
Địa chỉ	Số 799 – Lê Thánh Tông – Thành phố Hạ Long – Tỉnh Quảng Ninh
Doanh thu chính	Kinh doanh than
Chi phí chính	Nhân công; nguyên liệu, vật liệu; chi phí khác bằng tiền
Rủi ro chính	Biến động giá than thế giới

Cơ cấu cổ đông (31/08/2023)	(%)
Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam	65%
Khác	35%

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



Công ty Cổ phần Than Núi Béo - Vinacomin (HNX: NBC) được thành lập năm 1988, thực hiện khai thác và sàng tuyển than lộ thiên tại thành phố Hạ Long, tỉnh Quảng Ninh. NBC là công ty con trực thuộc Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (TKV) và chịu toàn bộ chi phối của Tập đoàn trong cả khai thác và tiêu thụ than.

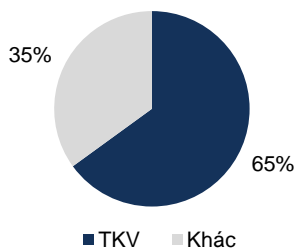
Tới năm 2022, NBC đã hoàn toàn chuyển đổi từ khai thác lộ thiên sang khai thác hầm lò với công suất thiết kế 02 triệu tấn than nguyên khai¹/năm (tăng 25% so với công suất khai thác lộ thiên trước đây), tổng mức đầu tư ~5,3 nghìn tỷ đồng.

➤ Lịch sử hình thành và phát triển của doanh nghiệp

Năm	Sự kiện
1988	Tiền thân là Mỏ Than Núi Béo được thành lập bởi Bộ Mỏ & Than.
1989	Chính thức đưa vào khai thác với hình thức khai thác lộ thiên.
2006	Niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, mã chứng khoán NBC với vốn điều lệ 60 tỷ.
2012	Khởi công dự án khai thác hầm lò mỏ than Núi Béo có tổng mức đầu tư 5,3 nghìn tỷ đồng (gấp khoảng 20 lần vốn chủ sở hữu tại cuối năm) với công suất thiết kế 02 triệu tấn than nguyên khai/năm (tương ứng với ~5,1% sản lượng than sản xuất toàn Tập đoàn năm 2012).
2016	Bắt đầu khai thác hầm lò song song với khai thác lộ thiên.
2022	Chuyển hoàn toàn sang khai thác hầm lò.

➤ Cơ cấu cổ đông tại ngày 31/08/2023

Biểu đồ 2: Cơ cấu cổ đông NBC tại 31/08/2023



Nguồn: NBC

Công ty có cơ cấu cổ đông cô đặc với duy nhất 01 cổ đông lớn là Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam (TKV) sở hữu 65% cổ phần. TKV chi phối hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bằng cách:

- Giao khoán sản lượng khai thác, sàng tuyển, chế biến than cho NBC.
- Thu mua toàn bộ than của doanh nghiệp và quản lý lợi nhuận thông qua giao khoán chi phí và giá mua than.

II. TỔNG QUAN NGÀNH

Ngành khai thác than chủ yếu được quản lý bởi Tập đoàn Công nghiệp Than – Khoáng sản Việt Nam với các công ty khai thác trực thuộc chiếm ~81% sản lượng than sản xuất trong nước. TKV chi phối chặt chẽ các doanh nghiệp khai thác thông qua giao khoán ở cả sản lượng khai thác, tiêu thụ và giá bán (dựa trên nhu cầu đã đàm phán với các khách hàng). Từ 2019 tới nay, các mỏ than thành viên đang được TKV huy động gần tối đa công suất, tuy nhiên vẫn không thể đáp ứng hết nhu cầu trong nước tăng cao (chủ yếu từ nhiệt điện).

1. Hiệu quả hoạt động các doanh nghiệp thành viên phụ thuộc vào giao khoán của TKV

Các đơn vị thành viên của TKV chịu quản lý chặt cả về hoạt động khai thác và kinh doanh thông qua giao khoán. Cụ thể, theo [Cơ chế quản trị chi phí kinh doanh trong Tập đoàn các công ty TKV](#), được áp dụng kể từ năm 2017, hàng năm TKV sẽ giao khoán cho từng đơn vị thành viên khai thác than:

- (1) Sản lượng khai thác và tiêu thụ, dựa trên nhu cầu đã đàm phán với các khách hàng.

¹ Than nguyên khai là than khai thác, không còn ở trạng thái tự nhiên nhưng chưa qua đập, sàng tuyển, phân loại hoặc các hoạt động khác để nâng cao giá trị than.

(2) Giá mua than, gồm Giá thành sản xuất và Lợi nhuận định mức:

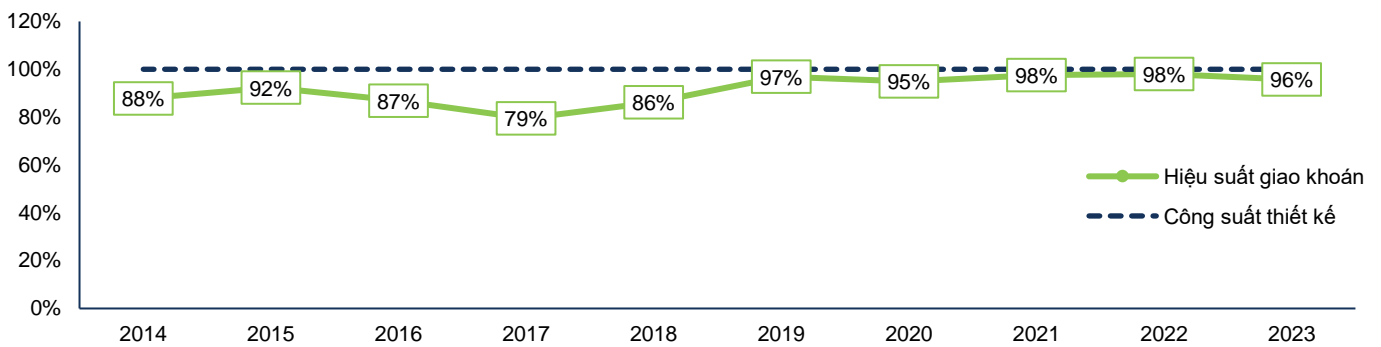
- a. Giá thành sản xuất là toàn bộ chi phí để sản xuất và tiêu thụ than, được tính toán theo điều kiện đặc thù của từng doanh nghiệp². Giá thành giao khoán có thể được thỏa thuận lại nếu xảy ra biến động chi phí do các yếu tố khách quan, bất khả kháng.
- b. Lợi nhuận định mức được giao khoán dựa trên hiệu quả sản xuất kinh doanh chung của Công ty mẹ và các đơn vị thành viên (trong năm trước đó).

Như vậy, hiệu quả hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp khai thác trực thuộc TKV phụ thuộc vào lợi nhuận định mức được TKV giao khoán, cộng thêm khả năng quản trị chi phí của từng doanh nghiệp.

2. Các mỏ than đang được TKV huy động gần tối đa để phục vụ nhu cầu tiêu thụ gia tăng

Các mỏ than thuộc TKV được giao khoán trên 95% công suất từ 2019 tới nay, do (1) than trong nước được ưu tiên tiêu thụ nhờ giá than thế giới tăng cao gấp nhiều lần giá than nội địa, trong khi đó (2) nguồn cung trong nước đi ngang không đáp ứng được nhu cầu tăng nhanh.

Biểu đồ 3: Sản lượng than sản xuất được huy động ở mức cao so với công suất thiết kế

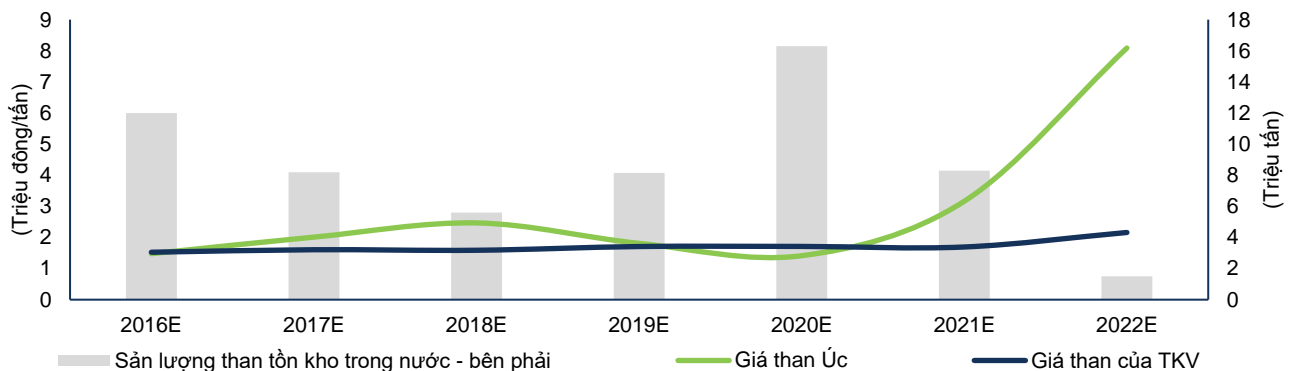


Nguồn: Bộ công thương, FPTs ước tính

2.1. Than trong nước được ưu tiên tiêu thụ do giá than thế giới tăng gấp nhiều lần

Giá than thế giới tăng mạnh sau xung đột quân sự giữa Nga và Ukraina khiến nhu cầu tiêu thụ than trong nước tăng cao trong 2021 – 2022, thể hiện qua sản lượng than tồn kho nội địa giảm mạnh ~90,8% trong giai đoạn này (dù đã được huy động tối đa công suất khai thác). Cụ thể, giá than thế giới đạt ~8,1 triệu/tấn năm 2022, tăng gần 06 lần từ 2020 (chúng tôi lấy giá than Úc đại diện cho giá than thế giới do than Úc chiếm tỷ trọng cao nhất trong tổng sản lượng than nhập khẩu vào Việt Nam ở ~46,6% năm 2022). Trong khi đó, giá than Việt Nam ở mức 2,2 triệu/tấn, chỉ tăng ~28% trong cùng kỳ do một phần nằm dưới sự điều tiết của Nhà nước, tương ứng bằng ~27% giá than thế giới

Biểu đồ 4: Giá than thế giới tăng cao thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ than trong nước, dẫn tới hàng tồn kho giảm



Nguồn: BP, World Bank, TKV, FPTs ước tính

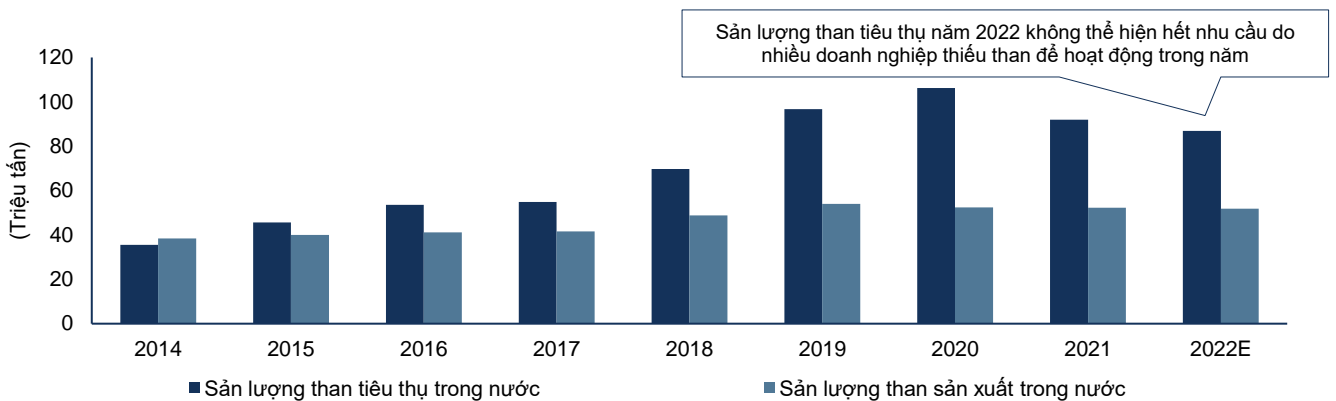
² Giá thành sản xuất bao gồm giá vốn, chi phí tiêu thụ, chi phí quản lý, chi phí lãi vay và các chi phí khác. Giá thành sản xuất được tính toán theo điều kiện khai thác thực tế của mỏ, các chế độ hiện hành, mặt bằng giá cả năm kế hoạch và sản lượng giao khoán, ...

2.2. Nguồn cung than trong nước tăng chậm, không thể theo kịp nhu cầu

Tới nay, nguồn cung than trong nước chỉ đáp ứng được khoảng 60% nhu cầu:

- (1) Sản lượng than khai thác đạt 51,9 triệu tấn năm 2022, chỉ tăng trưởng 3,8%/năm từ 2014 tới nay do khai thác ngày càng khó khăn, than lộ thiên dần cạn kiệt và than hầm lò cũng phải đào sâu hơn.
- (2) Mặt khác, sản lượng than tiêu thụ đạt 86,9 triệu tấn, đã vượt qua nguồn cung từ năm 2014 và tăng trưởng 11,8%/năm sau đó. Trong đó, nhiệt điện than chiếm 80% tổng sản lượng tiêu thụ và cũng chiếm 84% than khai thác trong nước (đạt ~43,52 tấn, tương ứng tăng trưởng 10,95%/năm).

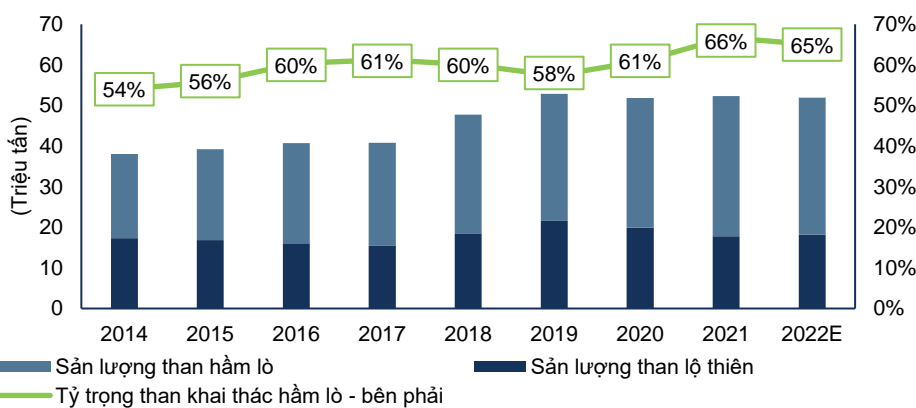
Biểu đồ 5: Nguồn cung trong nước tăng trưởng chậm không đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ



Nguồn: Bộ Công thương, Tổng Cục Hải quan, TKV, TCT ĐB, FPTs ước tính

Điều kiện khai thác ngày càng khó khăn, phải xuống sâu và đi xa hơn để khai thác với chi phí cao hơn:

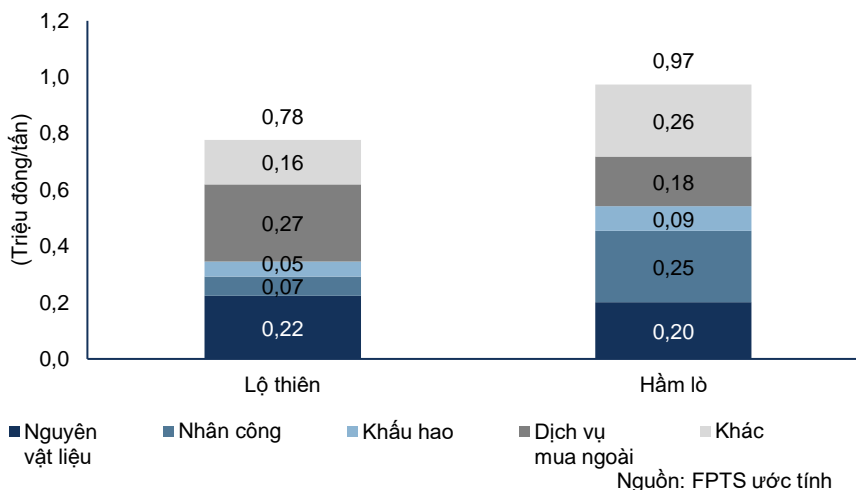
Biểu đồ 6: Hình thức khai thác của ngành than chuyển dần từ lộ thiên sang hầm lò



Nguồn: Bộ công thương, TKV, TCT ĐB, FPTs ước tính

- (1) Hình thức khai thác chuyển dịch từ khai thác lộ thiên sang hầm lò: Sản lượng than hầm lò năm 2022 đạt ~34 triệu tấn tăng trung bình 6,2%/năm trong giai đoạn 2014-2022, trong khi đó sản lượng than lộ thiên đạt ~18 triệu tấn, tăng 0,72%/năm. Tỷ trọng sản lượng khai thác bằng phương pháp hầm lò tăng dần từ 54% năm 2014 lên 65% năm 2022.

Biểu đồ 7: Hình thức khai thác hầm lò có chi phí cao hơn so với lộ thiên



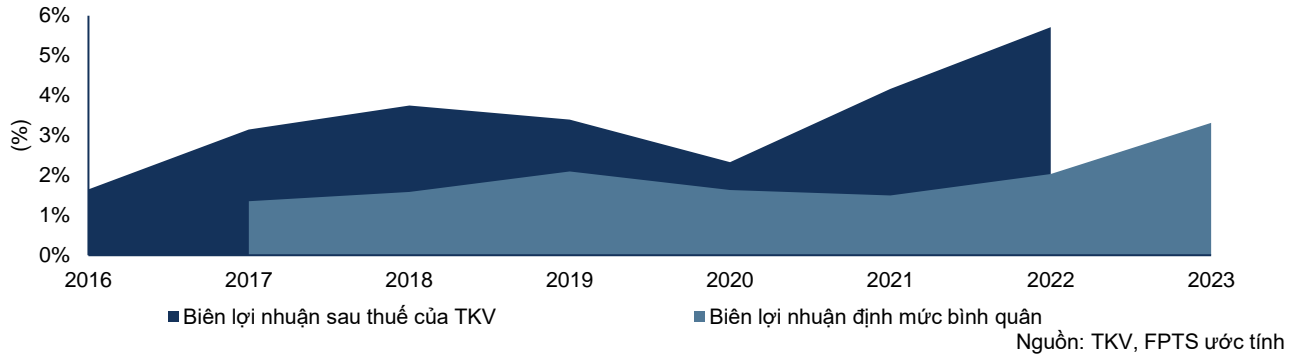
Nguồn: FPTs ước tính

- (2) Khai thác hầm lò có chi phí cao hơn 25,3%. Trong đó, chi phí khấu hao cao hơn ~63,3% vì có yêu cầu vốn đầu tư ban đầu cao hơn rất nhiều, và chi phí nhân công gấp ~2,7 lần do có nhiều rủi ro và nặng nhọc hơn so với khai thác lộ thiên. Tương ứng, xu hướng chuyển dịch sang khai thác hầm lò khiến chi sản xuất than trung bình tăng 3,7%/năm (giai đoạn 2011-2020).

3. Biên lợi nhuận giao khoán đang cải thiện theo kết quả kinh doanh của TKV

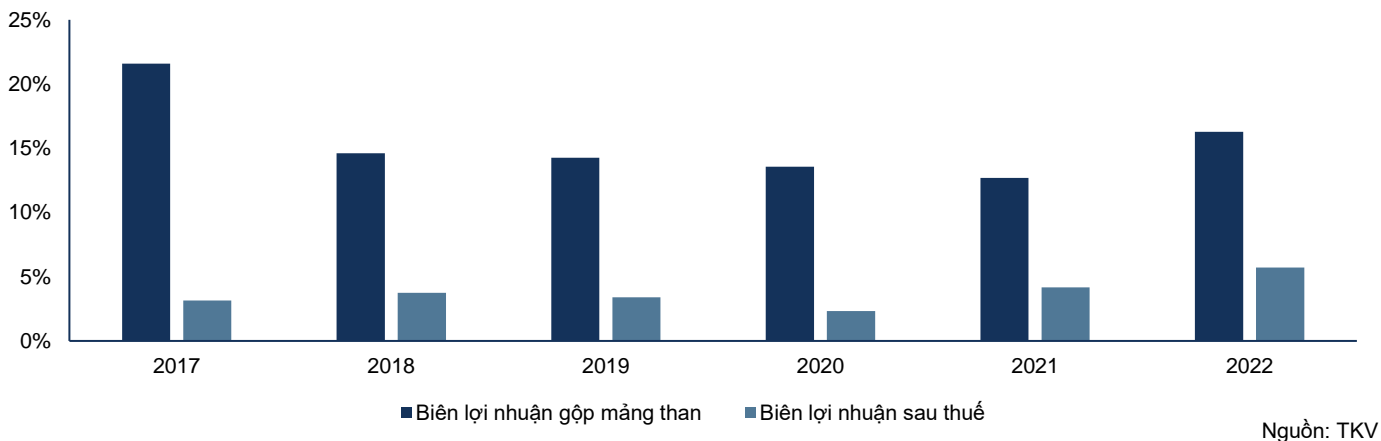
Từ 2021–2023, biên lợi nhuận định mức³ TKV giao khoán cho các đơn vị thành viên tăng hơn gấp đôi lên mức ~3,3% nhờ hiệu quả kinh doanh của tập đoàn đang cải thiện khi nhu cầu và giá than tăng. Cần lưu ý rằng, biên lợi nhuận định mức trên thường có độ trễ khoảng một năm so với hiệu quả kinh doanh của TKV do Tập đoàn điều chỉnh giá thu mua dựa trên hiệu quả sản xuất kinh doanh chung trong năm trước đó.

Biểu đồ 8: Biên lợi nhuận định mức thường tương quan với kết quả kinh doanh của TKV năm trước



Trong giai đoạn 2020-2022, biên lợi nhuận ròng của TKV cải thiện gần 2,5 lần lên 5,3% nhờ động lực từ mảng than (chiếm 67% toàn tập đoàn năm 2022). Trong cùng kỳ, biên lợi nhuận gộp mảng than cải thiện 2 đpt lên 16%, chủ yếu nhờ giá than tăng nhanh hơn chi phí khai thác từ nhu cầu cao trong nước.

Biểu đồ 9: Hoạt động kinh doanh than cải thiện giúp kết quả kinh doanh của TKV tăng trưởng



4. Triển vọng các doanh nghiệp khai thác than

Các mỏ than dự kiến sẽ được TKV huy động ở 100% hiệu suất trong 2024–2030 khi chênh lệch cung cầu trong nước ngày càng tăng và giá than nội địa vẫn thấp hơn giá than thế giới:

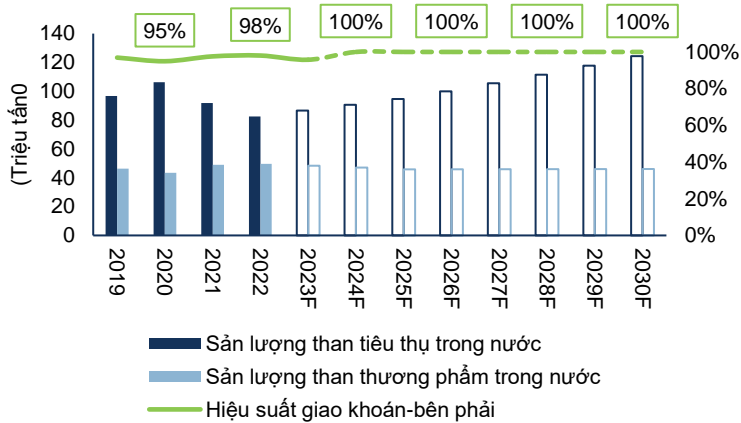
(1) **Nguồn cung trong nước dự báo đi ngang trong khi nhu cầu tiếp tục tăng:** sản lượng than khai thác trong nước ước tính giảm 0,93%/năm giai đoạn 2023F-2030F do điều kiện khai thác các mỏ than đang hoạt động ngày càng khó khăn, cộng thêm thăm dò các mỏ than mới gặp nhiều hạn chế. Ngược lại, nhu cầu tiêu thụ than dự kiến tiếp tục tăng +5,3%/năm trong giai đoạn 2023F-2030F, chủ yếu đến từ nhiệt điện, theo dự báo kịch bản cơ sở của *Dự thảo Chiến lược phát triển ngành Công nghiệp than Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045*.

(2) **Bên cạnh đó, than nội địa dự kiến tiếp tục được ưu tiên tiêu thụ khi:** Giá than thế giới được World Bank dự báo sẽ hạ nhiệt tới năm 2024 nhưng vẫn gấp rưỡi giá than nội địa (chúng tôi dự kiến sẽ duy trì ở mức ổn định ~1,78 triệu đồng/tấn năm 2024 và chỉ điều chỉnh giá đối với than trộn). Giá than thế giới hạ nhiệt một phần do sản

³ Biên lợi nhuận định mức là biên lợi nhuận trước thuế TKV giao khoán cho các doanh nghiệp khai thác than, ước tính bằng cách lấy lợi nhuận trước thuế giao khoán chia cho doanh thu giao khoán.

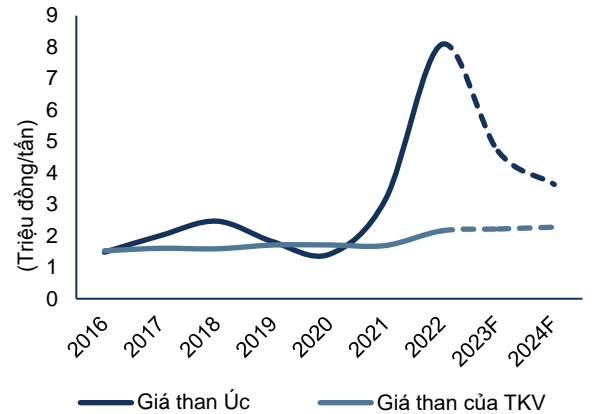
lượng than toàn cầu dự báo sẽ tăng nhờ sản xuất tăng trưởng mạnh ở Trung Quốc⁴, Ấn Độ và Indonesia, bù đắp sụt giảm ở Hoa Kỳ và Liên minh Châu Âu, theo *EIA*. Tuy nhiên, than đá vẫn sẽ được ưu tiên sử dụng khi nguồn cung khí đốt của Châu Âu bị giảm bởi các biện pháp trừng phạt áp đặt lên Nga.

Biểu đồ 10: Dự báo tỷ lệ sản lượng giao khoán/công xuất thiết kế của NBC



Nguồn: Bộ công thương, FPT S ước tính

Biểu đồ 11: Giá than Úc hạ nhiệt nhưng vẫn cao so với giá than TKV



Nguồn: BP, World Bank, TKV, FPT S ước tính

⁴ Sản lượng than sản xuất của Trung Quốc (chiếm ~50% nguồn cung than thế giới), được dự báo tăng 3,3% đạt 3.942 triệu tấn.

III. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH NBC

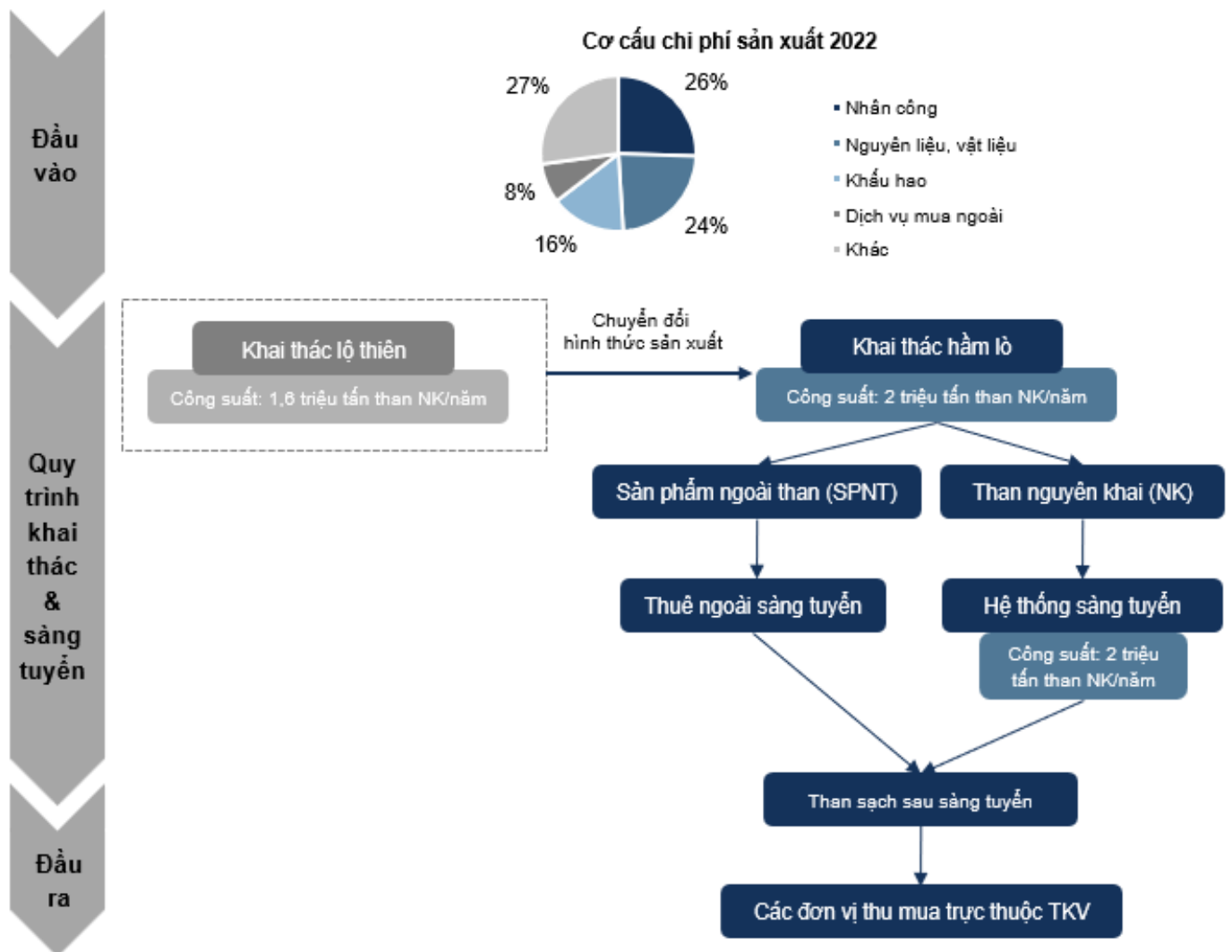
NBC chịu sự quản lý chặt chẽ của TKV thông qua Kế hoạch phối hợp kinh doanh theo mức về sản lượng, chi phí và giá than được giao khoán. Hiệu quả hoạt động kinh doanh của NBC được quyết định bởi (1) biên lợi nhuận định mức giao khoán bởi TKV và (2) khả năng gia tăng lợi nhuận thông qua tiết kiệm chi phí.

1. Chuỗi giá trị NBC [\(Phu lục\)](#)

Tới năm 2022, NBC đã hoàn thành chuyển đổi từ khai thác lộ thiên sang hầm lò sau khi hoàn thành Dự án Đầu tư xây dựng Công trình Khai thác hầm lò mỏ than Núi Béo với công suất thiết kế 02 triệu tấn than nguyên khai/năm, tổng mức đầu tư 5.331 tỷ đồng và tuổi thọ 34 năm (bao gồm cả thời gian xây dựng cơ bản). NBC đã khởi công dự án khai thác hầm lò từ năm 2012, và bắt đầu có sản lượng than hầm lò từ năm 2016.

Năm 2022, NBC chỉ đạt ~70% công suất do việc vận hành dự án chưa hoàn toàn ổn định. Doanh nghiệp dự kiến sẽ đạt 87,5% công suất năm 2023 (tăng 17,5 đpt svck) sau khi khắc phục được vướng mắc vận hành và đạt tối đa từ sau 2024.

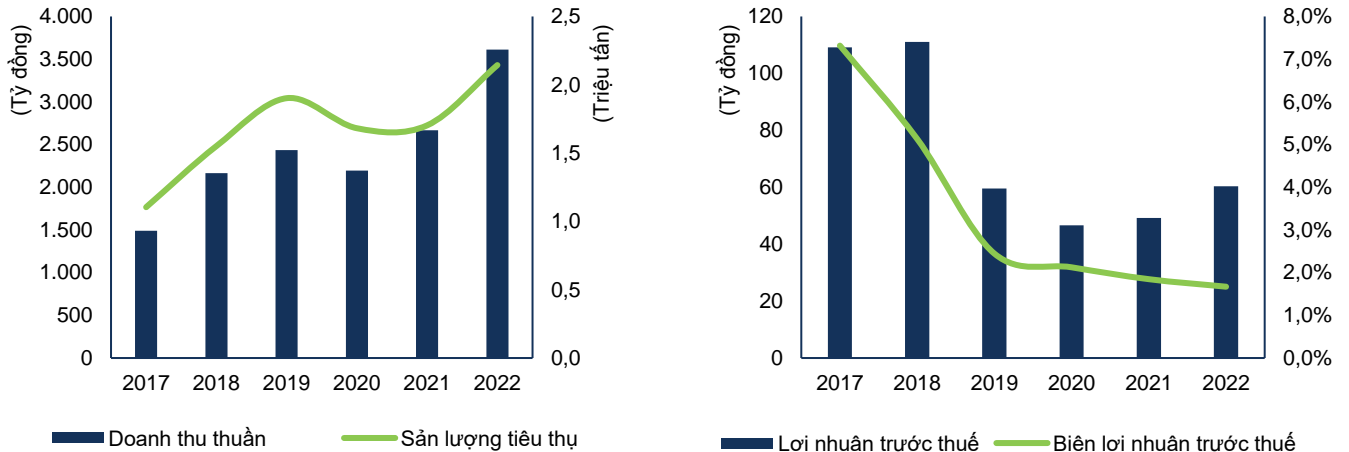
Hình 1: Chuỗi giá trị của NBC



2. Hiệu quả hoạt động kinh doanh suy giảm trong quá trình chuyển diện khai thác

Kết quả kinh doanh của NBC tăng với doanh thu thuần năm 2022 đạt ~3.611 tỷ, tăng 35,4% svck, và lợi nhuận trước thuế đạt 60,3 tỷ, tăng 22,5%. Lưu ý rằng, biên lợi nhuận trước thuế giảm 0,18 đpt xuống còn 1,67% năm 2022 do:

- (1) Kế hoạch phối hợp kinh doanh cải thiện: Sản lượng than tiêu thụ và giá bán của doanh nghiệp đều cao hơn lần lượt +26% và +7% so với năm 2021 nhờ nhu cầu tiêu thụ than sản xuất trong nước tăng cao, hoạt động kinh doanh của TKV cải thiện.
- (2) Sau quá trình chuyển đổi hình thức sản xuất, hoạt động kinh doanh chưa đi vào ổn định khiến cho khả năng tiết kiệm chi phí giảm: Thể hiện ở biên lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp giảm, trong khi biên lợi nhuận định mức tăng ~1,08 đpt.

Biểu đồ 12: Doanh thu, lợi nhuận trước thuế tăng trưởng nhưng biên lợi nhuận trước thuế suy giảm


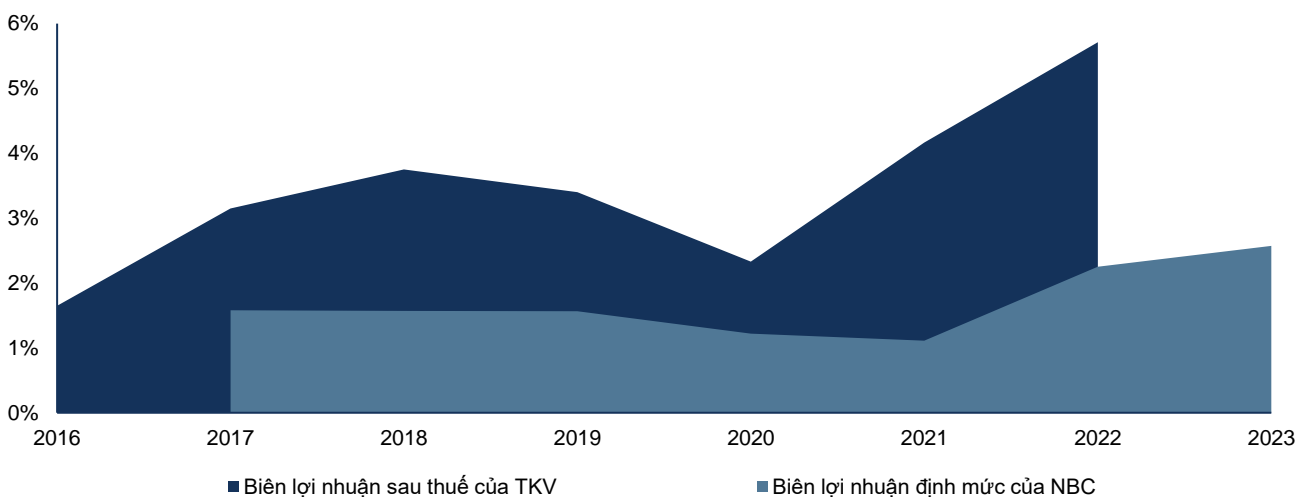
Nguồn: NBC

Nguồn: NBC

Quý nhà đầu tư có thể xem chi tiết hơn về phân tích biến động doanh thu tại [phụ lục](#). Tuy nhiên, việc này không ảnh hưởng lớn tới việc đánh giá doanh nghiệp do cơ chế giao khoán đặc thù của ngành, thêm nữa NBC cũng đã hoàn toàn chuyển đổi sang khai thác hầm lò năm 2022, không còn sản lượng than lộ thiên.

2.1. Kế hoạch phối hợp kinh doanh cải thiện nhờ hiệu quả kinh doanh của TKV tăng

Biên lợi nhuận định mức của NBC năm 2023 ước tính đạt mức 2,57% (cải thiện 0,32 đpt svck) nhờ hoạt động kinh doanh năm 2022 của TKV cải thiện. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận định mức của NBC giai đoạn 2024-2025 sẽ ở mức ~2% giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao so với giai đoạn trước 2022 (chi tiết trong [triển vọng](#)).

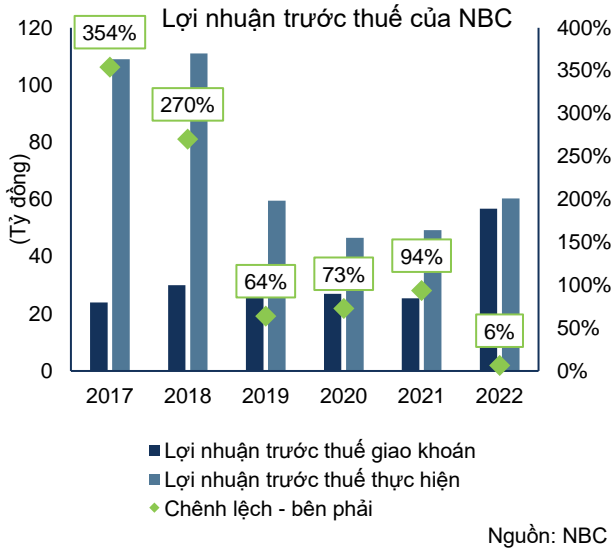
Biểu đồ 13: Biên lợi nhuận định mức của NBC tăng nhờ hoạt động kinh doanh của TKV cải thiện


Nguồn: TKV, NBC, FPT S ước tính

Tiêu thụ phần lớn hàng tồn kho trong 2022 hỗ trợ lợi nhuận trước thuế (đạt 60,3 tỷ đồng, tăng 22,5% so với năm 2021, cao hơn 6,2% so với lợi nhuận định mức): Sản lượng tiêu thụ của NBC vượt mức được giao khoán đầu năm 39% nhờ than trong nước được ưu tiên tiêu thụ. Trong sản lượng tiêu thụ 2,14 triệu tấn năm 2022, chúng tôi

ước tính có khoảng 24% đến từ hàng tồn kho, giúp NBC có LNTT thực hiện cao hơn so với LNTT định mức 6,2% dù biên lợi nhuận thấp hơn định mức. Tuy nhiên, NBC sẽ khó có thể gia tăng sản lượng tiêu thụ bằng cách này sau năm 2022 do đã tiêu thụ gần hết lượng hàng tồn kho.

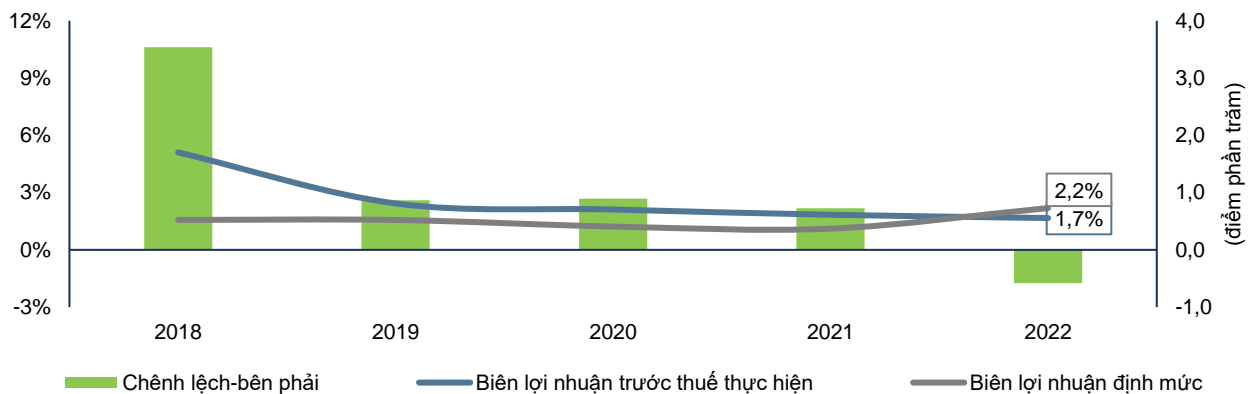
Biểu đồ 14: Năm 2022 lợi nhuận trước thuế thực hiện cao hơn mức giao khoán 6% nhờ bán hàng tồn kho



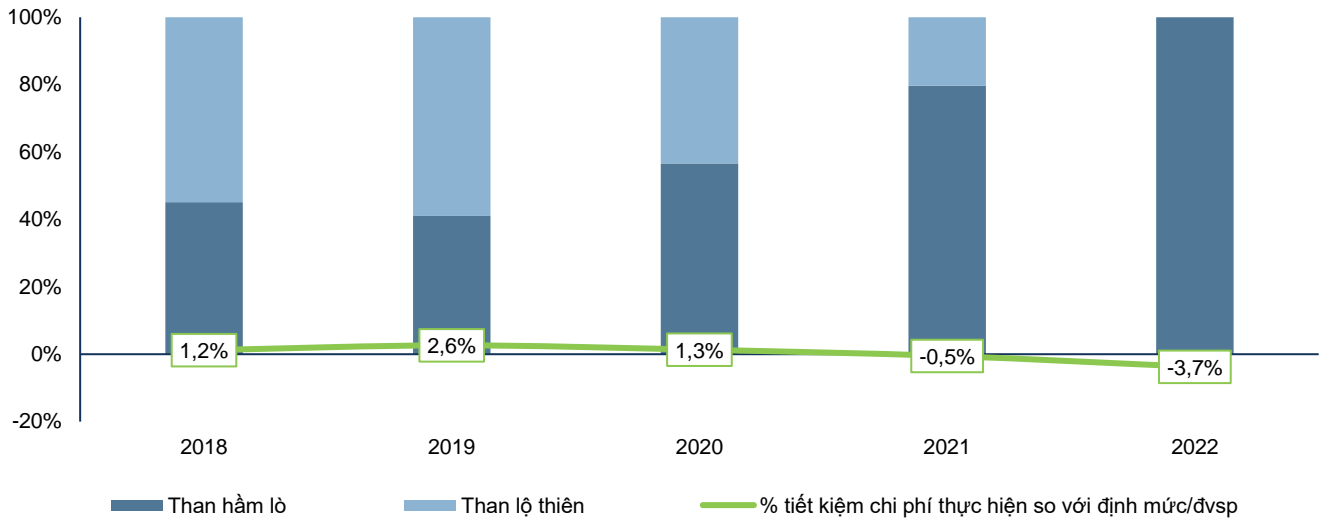
2.2. Quá trình chuyển đổi hình thức khai thác sang hầm lò làm giảm hiệu quả phối hợp kinh doanh

Hiệu quả thực hiện kế hoạch phối hợp kinh doanh giảm dần trong giai đoạn chuyển đổi khai thác, thể hiện ở chi phí dần cao hơn định mức khiến chênh lệch giữa biên lợi nhuận thực hiện và định mức giảm dần, thậm chí âm ~0,49 đpt trong năm 2022.

Biểu đồ 15: Biên lợi nhuận trước thuế thực hiện thấp hơn biên lợi nhuận định mức trong quá trình chuyển đổi khai thác

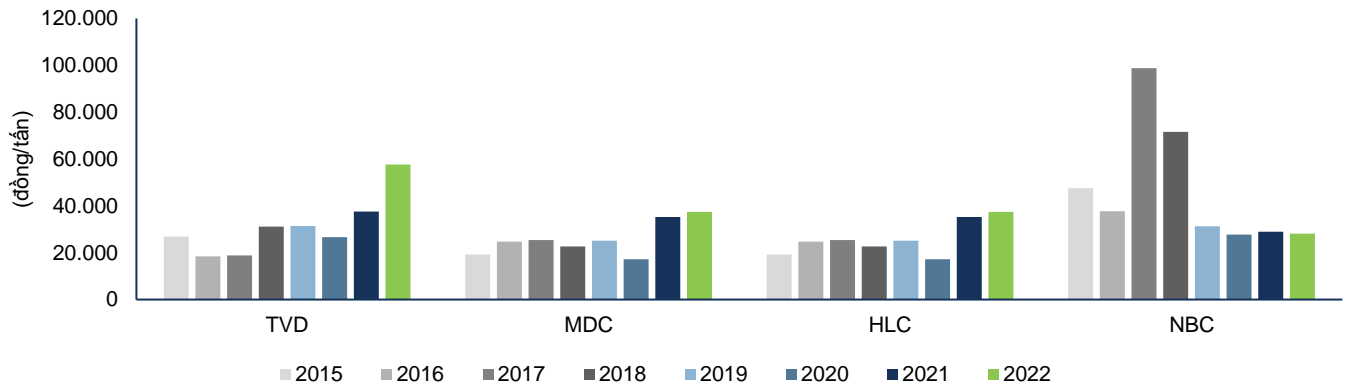


Khả năng tiết kiệm chi phí của doanh nghiệp yếu đi từ năm 2018 tới 2022, tỷ lệ nghịch với tỷ trọng than hầm lò khai thác trong tổng sản lượng. Năm 2022 sau khi chuyển hoàn toàn sang khai thác hầm lò, ước tính chi phí trên một tấn than tiêu thụ của doanh nghiệp cao hơn 3,8% so với mức được TKV giao khoán. Chúng tôi cho rằng, nguyên nhân suy giảm khả năng quản trị chi phí trong cả giai đoạn này do doanh nghiệp bị phát sinh một số chi phí ngoài kế hoạch giao khoán của TKV như chi phí phát sinh do mất cân đối lao động ([Phụ lục](#)).

Biểu đồ 16: Hiệu quả quản trị chi phí của NBC suy giảm sau chuyển điện khai thác


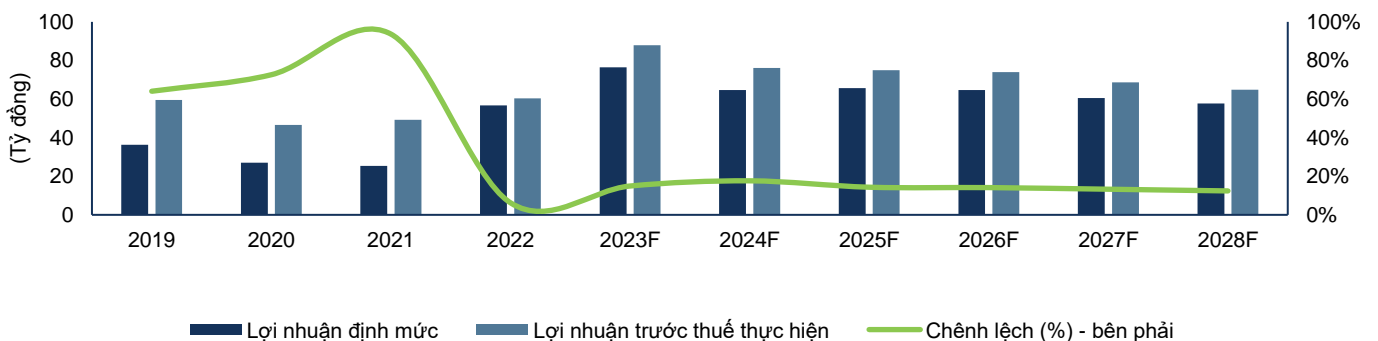
Nguồn: NBC, FPTSS ước tính

Điều này cũng được thể hiện ở lợi nhuận trước thuế/tán than tiêu thụ của NBC năm 2022 đạt mức 28.125 đồng/tấn giảm 2,7% so với năm 2021 (dù giá bán tăng 7%) và giảm svck dù kế hoạch giao khoán nhìn chung được cải thiện. So với các doanh nghiệp cùng ngành, lợi nhuận trước thuế/tán than tiêu thụ của NBC cũng đang ở mức thấp nhất.

Biểu đồ 17: Lợi nhuận trước thuế/tán than tiêu thụ của NBC giảm và ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp cùng ngành


Nguồn: TVD, MDC, HLC, NBC

Chúng tôi dự phóng khả năng quản trị chi phí của NBC sẽ cả thiện từ năm 2023, tương ứng chi phí thực hiện sẽ tương đương mức giao khoán khi hoạt động kinh doanh đi vào ổn định, tuyển dụng đủ lao động sản xuất hầm lò và dự án hầm lò dần hoạt động hết công suất thiết kế.

Biểu đồ 18: Dự báo kết lợi nhuận định mức và lợi nhuận trước thuế thực hiện của NBC (2023F-2028F)


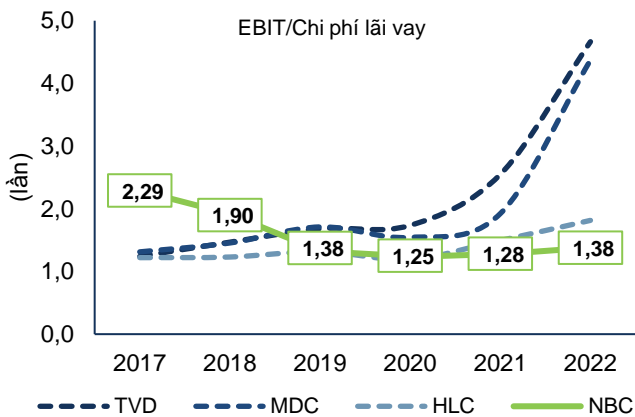
Nguồn: NBC, FPTSS ước tính

IV. PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

1. Rủi ro thanh toán thấp dù khả năng thanh toán kém hơn các doanh nghiệp cùng ngành

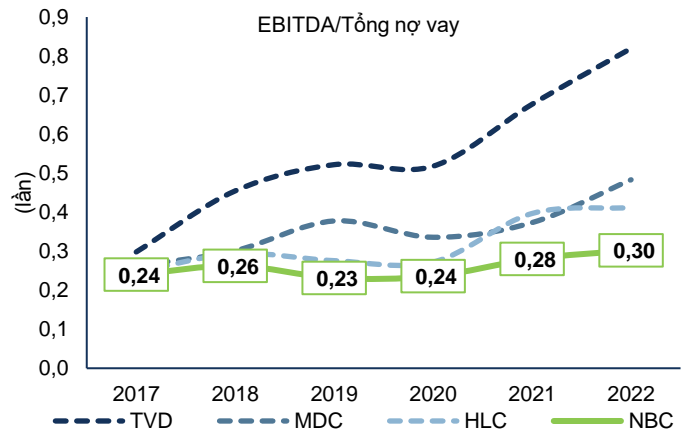
NBC có khả năng thanh toán lãi vay và nợ gốc thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành, chủ yếu do lượng lớn nợ vay phục vụ đầu tư khai thác hầm lò. Dự án Khai thác hầm lò có tổng mức đầu tư 5.331 tỷ (gấp ~20 lần vốn chủ sở hữu tại thời điểm bắt đầu thực hiện dự án năm 2012) và huy động 4.300 tỷ nợ vay (~80% tổng mức đầu tư). Năm 2022, NBC ghi nhận ~1.900 tỷ nợ vay, chiếm 58% tổng nguồn vốn, tương ứng chi phí lãi vay ~159 tỷ chiếm 73% lợi nhuận trước thuế và lãi vay của doanh nghiệp. Khả năng chi trả nợ gốc và khả năng chi trả lãi vay ở mức thấp khiến năm 2022 doanh nghiệp gặp khó khăn trong việc huy động vốn để trả nợ cho dự án thực hiện năm 2021. Năm 2022, doanh nghiệp trả được 68,7 tỷ đồng trên kế hoạch là 104,4 tỷ đồng, hoàn thành 65,79%.

Biểu đồ 19: Khả năng thanh toán lãi vay của NBC ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp hầm lò niêm yết



Nguồn: TVD, MDC, HLC, NBC

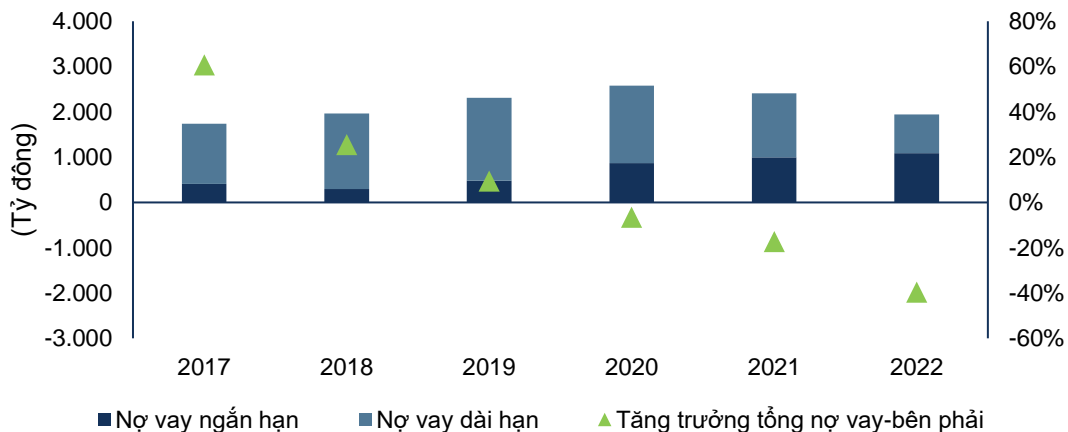
Biểu đồ 20: Khả năng chi trả nợ gốc của NBC ở mức thấp nhất so với các doanh nghiệp hầm lò niêm yết



Nguồn: TVD, HLC, MDC, NBC

Chúng tôi đánh giá khả năng chi trả lãi vay và khả năng chi trả nợ gốc của doanh nghiệp ở mức thấp nhưng rủi ro không cao. Theo phương pháp tính toán chi phí của Cơ chế quản trị chi phí để giao khoán chi phí cho doanh nghiệp, thì chi phí lãi vay được tính toán chi tiết theo dự án và tài sản được đưa vào sử dụng. Vì vậy, chi phí sản xuất hình thành nên giá bán than của doanh nghiệp được TKV giao khoán đã bao gồm khoản chi phí này. Hiện tại, nợ vay của doanh nghiệp đang có xu hướng giảm và doanh nghiệp không có các dự án đầu tư mới. Do đó, chúng tôi cho rằng khả năng huy động vốn sẽ cải thiện và không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh chính của doanh nghiệp.

Biểu đồ 21: Nợ vay của NBC đang có xu hướng giảm

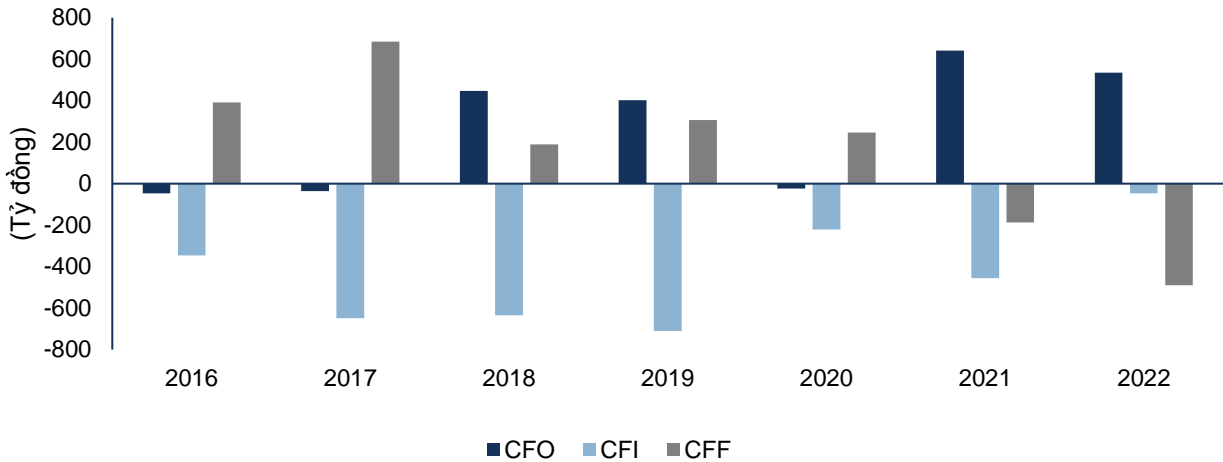


Nguồn: NBC

2. Dòng tiền kinh doanh dự báo duy trì ổn định nhờ dòng tiền của TKV cải thiện

Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của NBC năm 2022 đạt ~535 tỷ đồng, giảm -16,5% so với năm 2021. Dòng tiền của doanh nghiệp biến động không lớn trong khi phải thu tăng 859 tỷ đồng nhờ hàng tồn kho giảm 426 tỷ đồng. Sự biến động của hai yếu tố này đều đến từ TKV. Chúng tôi cho rằng dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ duy trì ổn định trong năm 2023 bởi:

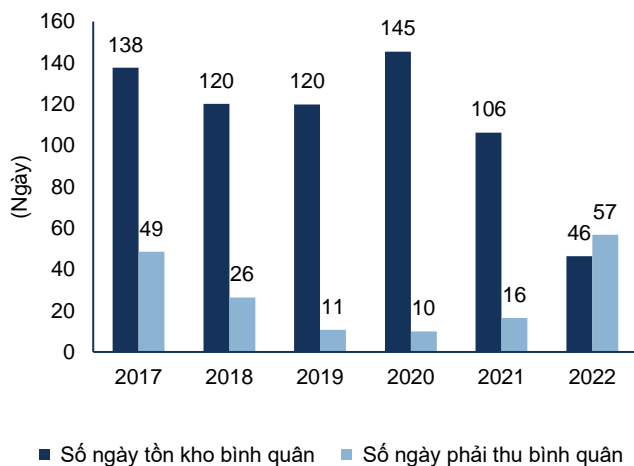
Biểu đồ 22: Dòng tiền hoạt động kinh doanh NBC phụ thuộc vào TKV



Nguồn: NBC

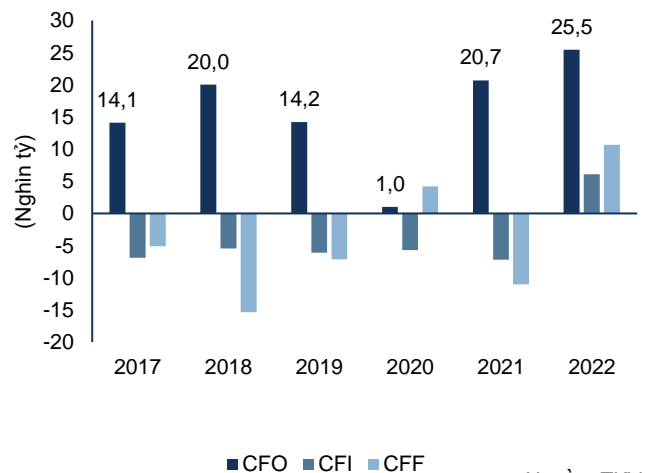
- (1) **Dòng tiền hoạt động kinh doanh năm 2022 của TKV cải thiện kỳ vọng số ngày phải thu năm 2023 sẽ không tăng.** Năm 2022, các khoản phải thu khách hàng của doanh nghiệp tăng 6,6 lần tỷ trọng phải thu bình quân trên doanh thu bằng 17,7%. Các khoản phải thu khách hàng của doanh nghiệp chủ yếu đến từ hai đơn vị thu mua trực thuộc TKV là Công ty Tuyển than Hòn Gai - Vinacomin chiếm ~86% và Công ty Kho vận và cảng Cẩm Phả - Vinacomin chiếm ~6% phải thu. Đây cũng là hai đơn vị thu mua than chính của doanh nghiệp chiếm lần lượt 84,6% và 14,6% doanh thu của NBC năm 2022. Dòng tiền hoạt động kinh doanh của TKV năm 2022 đã cải thiện đáng kể so với giai đoạn dịch covid-19, do đó chúng tôi cho rằng số ngày phải thu của NBC sẽ không tăng lên trong thời gian tới.

Biểu đồ 23: Các chỉ tiêu hiệu quả hoạt động NBC (2017-2022)



Nguồn: NBC

Biểu đồ 24: Lưu chuyển tiền TKV (2017-2022)



Nguồn: TKV

- (2) **Số ngày tồn kho của NBC kỳ vọng duy trì ở mức năm 2022 nhờ:** Năm 2022, hàng tồn kho của doanh nghiệp giảm 69% so với năm 2021, hiện tại sản lượng than tồn kho của doanh nghiệp đang ở mức rất thấp. Nhu cầu tiêu thụ than trong nước tăng cao nên sản lượng than TKV huy động của doanh nghiệp dự kiến sẽ tương đương với sản lượng sản xuất.

V. TRIỂN VỌNG VÀ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH NBC [\(quay lại\)](#)

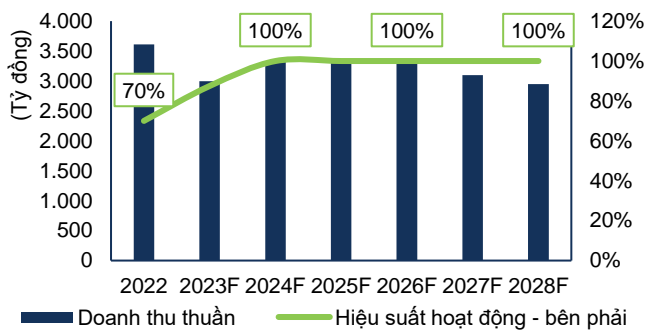
Nhìn chung, chúng tôi đánh giá hoạt động kinh doanh của NBC được hỗ trợ lớn bởi nhu cầu tiêu thụ than sản xuất trong nước tiếp tục cao (tương ứng với giả định công suất hoạt động sẽ đạt 100% từ năm 2024 trở đi), và sẽ dần đi vào ổn định sau quá trình chuyển đổi (tương ứng NBC có chi phí bằng với kế hoạch giao khoán của TKV).

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự kiến NBC sẽ cơ bản hoàn thành kế hoạch năm 2023 với 2.994 tỷ doanh thu, lợi nhuận trước thuế đạt 87,9 tỷ nhờ nâng công suất thiết kế, hoạt động kinh doanh đi vào ổn định sau quá trình chuyển đổi khai thác.

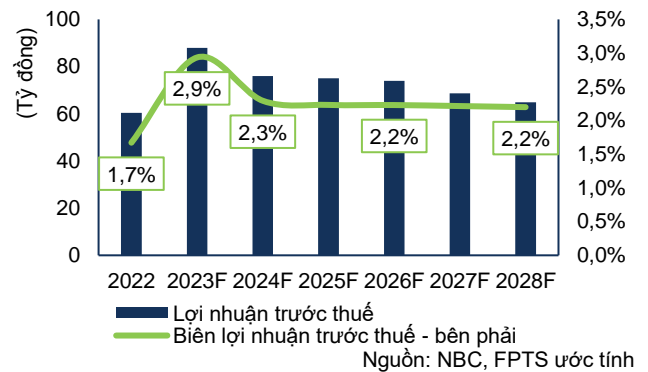
Sau năm 2023, chúng tôi giả định NBC đạt biên lợi nhuận trước thuế 2,0%. Chúng tôi đánh giá đây là giả định thận trọng, giảm so với mức TKV giao khoán năm 2023 ở 2,57% và phản ánh tình hình than nội địa sẽ tiếp tục được ưu tiên tiêu thụ khi giá thế giới ở mức cao.

Tuy nhiên, lợi nhuận dự kiến sẽ giảm dần từ năm 2025 đến năm 2028, chủ yếu do tổng chi phí giảm bình quân 2,4%/năm khi chi phí lãi vay và chi phí khấu hao đều giảm, lần lượt do NBC dần trả hết nợ vay và dự án hầm lò dần hết khấu hao. Theo Cơ chế, lợi nhuận định mức của doanh nghiệp sẽ được tính toán dựa trên tổng chi phí sản xuất.

Biểu đồ 25: Doanh thu thuần, hiệu suất hoạt động của NBC (2022-2028F)



Biểu đồ 26: LNTT, biên LNTT của NBC (2022-2028F)



1. Triển vọng và dự phóng kết quả kinh doanh 2023

Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng NBC cơ bản hoàn thành kế hoạch (tham khảo cập nhật kết quả kinh doanh 06T tại [phụ lục](#))

Cụ thể, kết quả dự phóng chi tiết và giả định như sau:

Chỉ tiêu	Kế hoạch	Kết quả dự báo	Giả định
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	2.971	2.994	Sản lượng tiêu thụ đạt ~1,81 triệu tấn và giá bán than bình quân đạt 1,64 triệu đồng/tấn.
Tổng chi phí (tỷ đồng)	2.895	2.895	Giảm tương ứng 3,1% so với năm 2022.
Biên lợi nhuận trước thuế (%)	2,57	2,9	Cải thiện so với kế hoạch nhờ lợi nhuận từ hoạt động cung cấp dịch vụ và doanh thu tài chính, nếu loại bỏ ảnh hưởng của hai yếu tố này thì biên lợi nhuận trước thuế sẽ bằng với định mức.
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	76,5	87,8	Tăng tương ứng 45,7% so với năm 2022, cao hơn 14,8% so với kế hoạch.
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	61,2	70,3	Tăng 45,7% so với năm 2022 dựa trên giả định thuế thu nhập doanh nghiệp là 20%.

Nguồn: NBC, FPTIS dự phóng

Trong đó:

Doanh thu thuần đạt 2.993 tỷ (giảm 17,1% svck và tăng 0,76% so với kế hoạch), tương ứng với sản lượng tiêu thụ đạt ~1,81 triệu tấn và giá bán trung bình 1,64 triệu đồng/tấn, do:

- (1) Sản lượng tiêu thụ đạt ~1,81 triệu tấn, giảm 16% so với năm 2022 (do giả định NBC chỉ tiêu thụ than sản xuất trong năm 2023, trong khi đó sản lượng tiêu thụ năm 2022 có ~24% từ hàng tồn kho đã sản xuất từ những năm trước) và tương ứng với 87,5% công suất (tăng 17,5 đpt svck). Chúng tôi đánh giá hiệu suất có thể tăng nhờ NBC đã cơ bản giải quyết được vấn đề thiếu nhân công. Tới tháng 09/2023, NBC đã tuyển thêm được ~80% nhân công theo kế hoạch năm.
- (2) Giá bán đạt 1,64 triệu đồng trên tấn bằng mức giá bán được giao khoán, dựa trên kỳ vọng tổng chi phí sản xuất đạt 2.895 tỷ đồng.

Tổng chi phí sản xuất đạt 2.895 tỷ đồng (giảm 10% svck), tương ứng với trung bình 1,60 tỷ/tấn than giảm 6,5% so với năm 2022, dựa trên giả định:

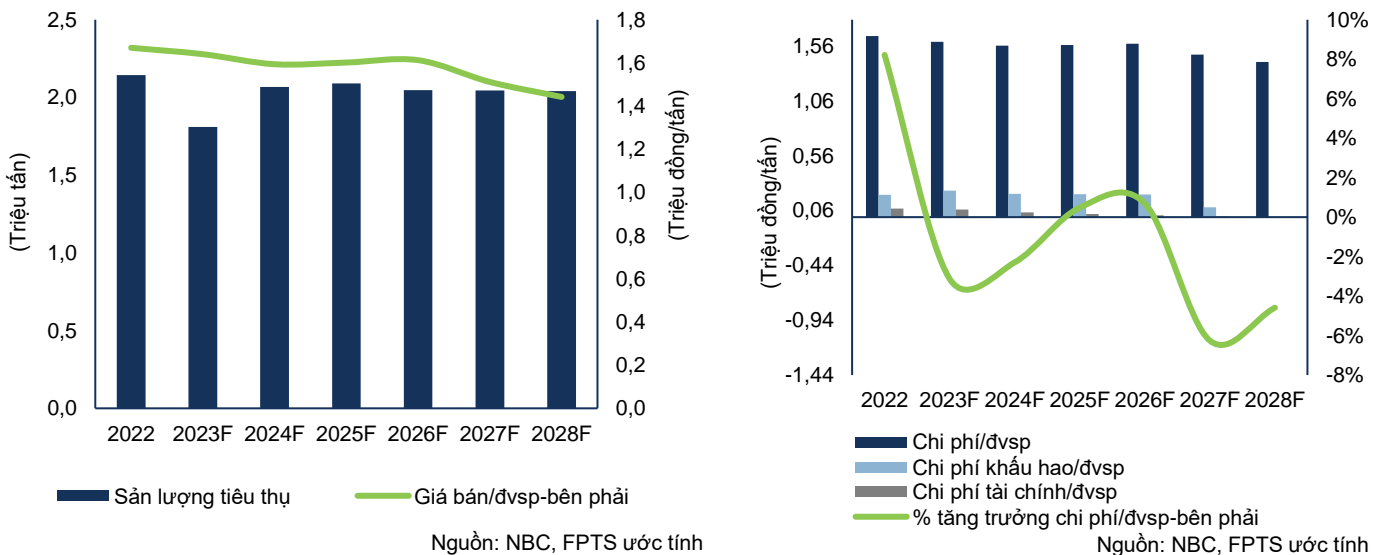
- (1) Chi phí khác bằng tiền trên mỗi tấn than giảm ~15% svck do chi phí cấp quyền khai thác giảm mạnh. Năm 2022 doanh nghiệp đã hoạch toán hết ~147 tỷ khoản chi phí cấp quyền khai thác trả trước dài hạn vào chi phí khác bằng tiền trong giá vốn. Năm 2023, không còn khoản phát sinh đột biến này nên chi phí khác bằng tiền của doanh nghiệp giảm ([Phụ lục](#)).
- (2) Chi phí nhân công trên mỗi tấn than giảm 10% svck dựa vào mức lương bình quân/người/tháng giảm ~11% so với năm 2022 (theo kế hoạch doanh nghiệp công bố), số lượng lao động của doanh nghiệp theo kế hoạch tăng 14% nhưng chủ yếu tăng vào giai đoạn cuối quý 3 và quý 4.
- (3) Tổng chi phí lãi vay giảm 21,9% thể hiện kỳ vọng giảm nợ vay giảm 29%.
- (4) Chi phí bán hàng/tấn than tiêu thụ và chi phí quản lý doanh nghiệp/tấn than tiêu thụ tăng 2%, tương ứng với lạm phát dự kiến.

Lợi nhuận trước thuế đạt 70,3 tỷ đồng, tương ứng với biên lợi nhuận trước thuế là 2,9%, trong đó lợi nhuận của hoạt động khai thác than (loại bỏ lợi nhuận cung cấp dịch vụ và doanh thu tài chính) tương đương kế hoạch TKV giao khoán ở 2,57%.

2. Triển vọng và dự phóng kết quả kinh doanh 2024–2028

Trong giai đoạn này, lợi nhuận của NBC dự kiến đạt đỉnh vào năm 2024 (khi công suất đạt 100%) và đi vào ổn định với kết quả giảm ~4%/năm do tổng chi phí khai thác (là cơ sở để TKV giao khoán giá bán) sẽ giảm dần, chủ yếu từ chi phí khấu hao và lãi vay.

Biểu đồ 27: Giá bán ước tính giảm sau năm 2024 do tổng chi phí khai thác giảm



Cụ thể:
Tổng chi phí sản xuất

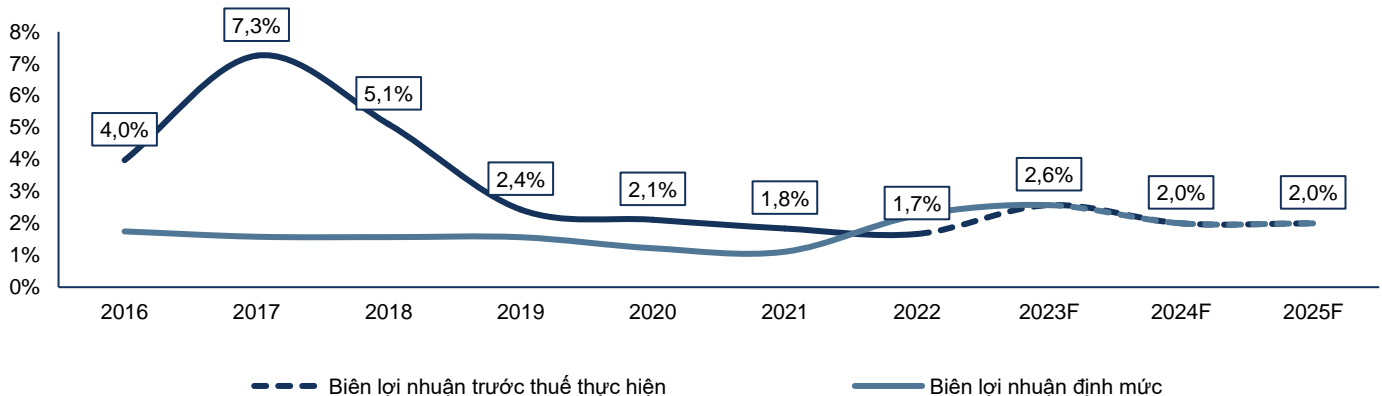
Tới năm 2028F chúng tôi ước tính tổng chi phí sản xuất của doanh nghiệp đạt 2.885 tỷ đồng tương đương với CAGR đạt khoảng -2,8%/năm trong giai đoạn 2024F-2028F. Dự phóng dựa trên giả định:

- (1) NBC sẽ hoạt động hết công suất thiết kế từ năm 2024: Sản lượng tiêu thụ ổn định ở mức ~2,05 triệu tấn/năm dựa trên giả định nhu cầu tiêu thụ than sản xuất trong nước ở mức cao.
- (2) Chúng tôi dự báo chi phí khấu hao của doanh nghiệp sẽ bắt đầu giảm 4% svck từ năm 2026 và giảm 57% svck vào năm 2027 và năm 2028 doanh nghiệp sẽ hoạch toán hết khấu hao đối với các tài sản cố định của dự án hầm lò.
- (3) Chúng tôi dự báo doanh nghiệp sẽ trả hết nợ vay vào năm 2028 đúng theo thời gian đáo hạn các khoản nợ của doanh nghiệp. Theo đó, chi phí lãi vay cũng giảm dần theo nợ vay.

Biên lợi nhuận trước thuế:

Chúng tôi giả định biên lợi nhuận trước thuế (chưa tính lợi nhuận từ hoạt động cung cấp dịch vụ và doanh thu tài chính) của NBC sẽ đạt mức ~2% giai đoạn 2025F-2028F. Điều này thể hiện quan điểm thận trọng của chúng tôi về biên lợi nhuận định mức của TKV giao khoán cho doanh nghiệp trong giai đoạn 2024F-2028F ở mức ~2%.

Biểu đồ 28: Dự báo biên lợi nhuận trước thuế (chưa tính lợi nhuận cung cấp dịch vụ và doanh thu tài chính) cải thiện



Nguồn: NBC, FPTS ước tính

VI. RỦI RO (quay lại)

Chúng tôi đánh giá NBC có 03 rủi ro chính là (1) rủi ro giá than thế giới biến động; (2) rủi ro thay đổi cơ chế quản trị chi phí của TKV đối với các Công ty khai thác trực thuộc Tập đoàn và (3) rủi ro khai thác. Cả ba rủi ro này đều là rủi ro tác động trọng yếu tới hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp và rất khó có thể kiểm soát được.

Rủi ro giá than thế giới biến động: Giá than thế giới có thể ảnh hưởng tới hiệu suất hoạt động TKV giao khoán cho doanh nghiệp. Hiệu suất huy động doanh nghiệp có thể bị thấp hơn so với dự báo nếu như giá than thế giới giảm thấp hơn so với giá than trong nước.

Rủi ro thay đổi Quy chế quản trị chi phí của TKV đối với các công ty khai thác trực thuộc Tập đoàn: Cơ chế quản trị chi phí của TKV đối với các đơn vị thành viên trực thuộc Tập đoàn có ảnh hưởng trọng yếu đối với doanh nghiệp. Những thay đổi về biên lợi nhuận định mức hàng năm của TKV đối với NBC hay sản lượng giao khoán đều có tác động rất lớn tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

Rủi ro hoạt động khai thác:

- (1) **Rủi ro biến đổi địa chất:** Cấu tạo địa chất biến đổi có thể ảnh hưởng đến việc thực hiện kế hoạch phối hợp kinh doanh với TKV ([Phụ lục](#)).
- (2) **Rủi ro thời tiết:** Lượng mưa lớn có thể khiến cho khu vực khai thác bị ngập nước gây ảnh hưởng đến việc thoát nước mỏ thậm chí có thể gây sập đường lò ảnh hưởng tới việc khai thác than của doanh nghiệp và phát sinh chi phí khắc phục.

VII. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Bằng phương pháp FCFE và FCFF, chúng tôi xác định giá mục tiêu của cổ phiếu NBC là 11.400 VND/cp (-7,95% so với giá đóng cửa ngày 15/09/2023) và khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu NBC.

1. Kết quả định giá

STT	Phương pháp định giá	Kết quả	Hệ số
1	Dòng tiền tự do chủ sở hữu (FCFE)	11.178	50%
2	Dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	11.649	50%
Bình quân các phương pháp (VNĐ/cp)		11.400	

2. Giá định mô hình chiết khấu dòng tiền

Giá định mô hình	Giá trị	Giá định mô hình	Giá trị
Chi phí sử dụng VCSH	9,82%	Phần bù rủi ro thị trường	11,03%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	7,00%	Tăng trưởng dài hạn	1,50%
Lãi suất phi rủi ro 7 năm	2,36%	Thời gian dự phóng	6 năm
Hệ số beta không đòn bẩy	0,21x		

3. Kết quả định giá chiết khấu dòng tiền

Tổng hợp định giá FCFE (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu	411.734
(+) Tiền và đầu tư tài chính	1.834
Giá trị vốn chủ sở hữu	413.568
Số lượng cổ phiếu NBC (triệu cp)	36.999
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	11.178

Tổng hợp định giá FCFF (Đơn vị: Triệu VND)	Giá trị
Tổng hợp giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp	2.373.421
(+) Tiền và đầu tư tài chính	1.834
(-) Vay nợ	1.944.255
Giá trị vốn chủ sở hữu	431.000
Số lượng cổ phiếu NBC (triệu cp)	36.999
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	11.649

VIII. TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH

HĐKD	2020A	2021A	2022A	2023F
Doanh thu thuần	2.194	2.667	3.611	2.994
- Giá vốn hàng bán	1.835	2.322	3.194	2.617
Lợi nhuận gộp	359	345	417	377
- Chi phí bán hàng	15	20	43	37
- Chi phí quản lí DN	112	111	150	129
Lợi nhuận thuần HĐKD	232	214	224	210
- (Lỗ)/lãi HĐTC	(187)	(165)	(163)	(123)
- Lợi nhuận khác	2	1	(1)	-
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay	47	49	60	88
- Chi phí lãi vay	185	174	159	124
Lợi nhuận trước thuế	47	49	60	88
- Thuế TNDN	0	4	43	18
- Thuế hoãn lại	-	-	-	-
LNST	47	45	47	70
EPS (đ)	1.260	1.216	1.276	1.226
Chỉ số khả năng sinh lời	2020A	2021A	2022A	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,4%	12,9%	11,6%	12,6%
Tỷ suất LNTT	2,1%	1,8%	1,7%	2,9%
Tỷ suất LNST	2,1%	1,7%	1,3%	2,3%
ROE DuPont	10,0%	9,4%	9,7%	14,3%
ROA DuPont	1,3%	1,3%	1,4%	2,4%
Tỷ suất EBIT/DT	2,1%	1,8%	1,7%	2,9%
LNST/LNTT	100,0%	91,4%	78,3%	80,0%
LNTT/EBIT	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Vòng quay tổng tài sản	61,2%	75,8%	105,5%	102,0%
Đòn bẩy tài chính	768,6%	737,3%	706,6%	595,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2020A	2021A	2022A	2023F
Số ngày phải thu	8,72	15,80	56,22	54,00
Số ngày tồn kho	145,45	106,23	46,35	29,00
Số ngày phải trả	58,08	53,06	38,09	28,10
Thời gian luân chuyển tiền	96,09	68,98	64,47	54,90
COGS/Hàng tồn kho	2,50	3,75	16,59	33,33
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2020A	2021A	2022A	2023F
CS thanh toán hiện hành	0,64	0,52	0,60	0,55
CS thanh toán nhanh	0,11	0,13	0,50	0,50
CS thanh toán tiền mặt	0,00	0,00	0,00	0,00
Nợ/Tài sản	0,72	0,69	0,58	0,55
Nợ/Vốn CSH	5,43	5,03	3,98	2,78
Nợ ngắn hạn/Vốn CSH	1,83	2,08	2,23	1,73
Nợ dài hạn/Vốn CSH	3,60	2,94	1,75	1,05
Khả năng TT lãi vay	0,25	0,28	0,38	0,71

CĐKT	2020A	2021A	2022A	2023F
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	4	3	2	7
+ Đầu tư TC ngắn hạn	-	-	-	-
+ Các khoản phải thu	110	131	991	695
+ Hàng tồn kho	733	618	193	79
+ Tài sản ngắn hạn khác	33	63	30	30
Tổng tài sản ngắn hạn	880	816	1.216	810
+ Nguyên giá tài sản CĐHH	3.769	4.759	4.810	4.776
+ Khấu hao lũy kế	(1.944)	(2.418)	(2.851)	(3.291)
+ Giá trị còn lại tài sản CĐHH	1.825	2.341	1.959	1.485
+ Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-	-
+ Tài sản dài hạn khác	161	153	39	39
+ Xây dựng cơ bản dở dang	615	77	73	73
Tổng tài sản dài hạn	2.681	2.655	2.157	1.686
Tổng Tài sản	3.561	3.471	3.373	2.497
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả người bán	349	388	377	230
+ Vay và nợ ngắn hạn	869	998	1.090	858
+ Quỹ khen thưởng	40	36	20	25
Nợ ngắn hạn	1.697	1.697	1.697	1.697
+ Vay và nợ dài hạn	1.706	1.413	854	524
+ Phải trả dài hạn khác	-	-	-	-
Nợ dài hạn	1.707	1.413	854	524
Tổng nợ	3.087	2.991	2.884	2.000
+ Thặng dư	(0)	(0)	(0)	(0)
+ Vốn điều lệ	370	370	370	370
+ LN chưa phân phối	47	45	47	45
Vốn chủ sở hữu	474	480	489	497
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-
Tổng cộng nguồn vốn	3.561	3.471	3.373	2.497
Lưu chuyển tiền tệ	2020A	2021A	2022A	2023F
Tiền đầu năm	3	4	3	2
Lợi nhuận sau thuế	47	49	60	70
+ Khấu hao	345	476	439	440
+ Điều chỉnh	(26)	(21)	105	(22)
+ Thay đổi vốn lưu động	(389)	137	(69)	82
Tiền từ hoạt động KD	(24)	641	535	570
+ Thanh lý tài sản cố định	2	-	-	-
+ Chi mua sắm TSCĐ	(224)	(455)	(47)	34
+ Tăng (giảm) đầu tư	-	-	-	-
+ Các hđ đầu tư khác	0	0	0	-
Tiền từ hđ đầu tư	(222)	(455)	(47)	34
+ Cổ tức đã trả	(22)	(22)	(22)	(37)
+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	-	-	(232)
+ Thay đổi nợ dài hạn	-	-	-	(330)
+ Các hoạt động TC khác	-	-	-	-
Tiền từ hoạt động TC	246	(187)	(489)	(599)
Tổng lưu chuyển tiền tệ	0	(1)	(1)	5
Tiền cuối năm	4	3	2	7

IX. PHỤ LỤC

1. Quy trình khai thác và sàng tuyển của NBC [\(quay lại\)](#)

Quy trình khai thác và sàng tuyển của NBC cơ bản gồm các công đoạn chính sau:

- (1) Đào lò mở vỉa: là công việc đào các đường lò từ mặt đất tới khoáng sản. Các đường lò được đào phục vụ cho mục đích này gọi là các đường lò mở vỉa. NBC đào lò mở vỉa bằng cặp giếng đứng ở trung tâm kết hợp với lò xuyên vỉa tầng, ngoài ra còn có các lò ngầm vận tải và lò nghiêng để phục vụ thoát hiểm và thông gió. Tổng chiều dài các đường lò xây dựng cơ bản khoảng 13.222 m.
- (2) Đào lò chuẩn bị sản xuất: là công việc đào các đường lò mở vỉa với mục đích phân chia khoáng sàng thành các khu khai thác. Các đường lò đào phục vụ cho mục đích sản xuất này gọi là các đường lò chuẩn bị. Tổng số lò chợ xây dựng cơ bản của NBC là 06 lò chợ.
- (3) Khai thác lò chợ (công suất 2 triệu tấn than nguyên khai/năm): là những công việc liên quan trực tiếp đến khai thác, bao gồm những công việc khấu, vận chuyển, chống giữ các khoáng không khai thác. Tùy thuộc vào điều kiện địa chất doanh nghiệp sẽ áp dụng hệ thống khai thác phù hợp.
- (4) Công tác sàng tuyển chế biến than: Than nguyên khai từ cửa giếng đứng chính được đưa vào hệ thống sàng tuyển (công suất: 2 triệu tấn than nguyên khai/năm tại mặt bằng +20 của mỏ để sàng tuyển và tiêu thụ; Sản phẩm ngoài than (đất đá lẫn than) được doanh nghiệp thuê ngoài để chế biến theo hướng dẫn của TKV.

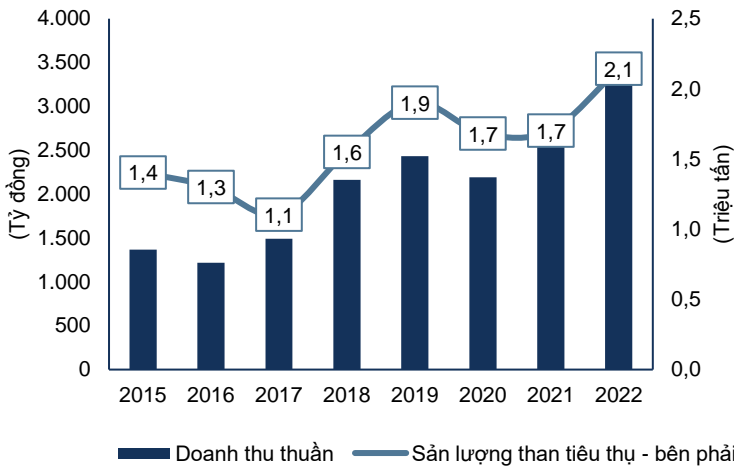
Đầu ra:

- (1) Đối với than sạch: Than sau sàng tuyển sẽ được chuyển đi tiêu thụ tại cảng Làng Khánh cho các công ty của tập đoàn như Công ty Tuyển than Hòn Hai – Vinacomin; Công ty Kho vận và Cảng Cẩm Phả - Vinacomin,...
- (2) Đối với bùn thải, sản phẩm ngoài than: Tận dụng loại đá +100 mm để bán cho khách hàng đã ký kết hợp đồng.

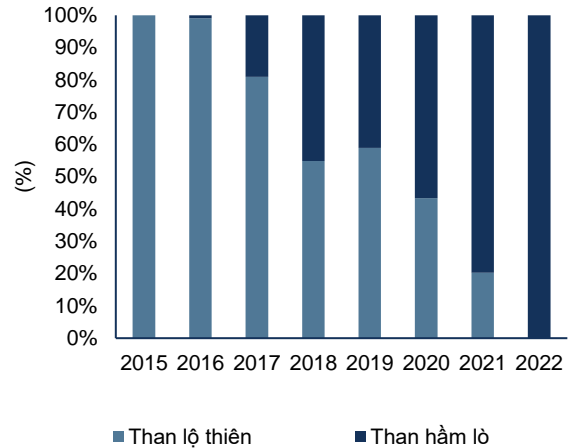
2. Doanh thu tăng trưởng nhờ sự gia tăng chi phí sản xuất nhưng không ổn định do biến động của sản lượng tiêu thụ [\(quay lại\)](#)

Doanh thu thuần NBC tăng trưởng nhờ sự gia tăng của chi phí sản xuất trong quá trình chuyển điện khai thác. Doanh thu thuần của NBC năm 2022 đạt 3.611 tỷ đồng tăng trung bình 14,89%/năm trong giai đoạn 2015-2022. TKV giao khoán giá bán của NBC dựa trên giá thành sản xuất và biên lợi nhuận định mức hàng năm. Do đó, sự tăng trưởng doanh thu của NBC chủ yếu đến từ sự gia tăng của chi phí sản xuất, năm 2022 tổng chi phí sản xuất than của NBC ước tính đạt ~3.580 tỷ đồng, chiếm 98% doanh thu thuần. Chi phí sản xuất/tấn than tiêu thụ của NBC gia tăng trung bình 8,6%/năm trong quá trình chuyển điện khai thác.

Doanh thu của NBC tăng trưởng không ổn định do sự biến động của sản lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ của NBC đạt 2,14 triệu tấn vào năm 2022, tăng 50% so với năm 2015 (năm chỉ khai thác lộ thiên) nhờ dự án khai thác hầm lò mỏ Núi Béo bắt đầu ra than từ năm 2016. Trong giai đoạn 2015-2022 doanh nghiệp vẫn tiếp tục khai thác phần sản lượng còn lại của mỏ lộ thiên. Năm 2020, doanh nghiệp xin được tiếp giấy phép khai thác phần sản lượng còn lại của dự án lộ thiên nhưng phần sản lượng này giảm mạnh do hết trữ lượng khai thác làm giảm sản lượng tiêu thụ. Năm 2022, sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp tăng 25,8% svck, trong khi sản lượng khai thác giảm do dừng khai thác lộ thiên và dự án hầm lò mới hoạt động 70% công suất thiết kế. Sự tăng trưởng này đến từ việc doanh nghiệp bán hàng tồn kho do nhu cầu than nội địa tăng.

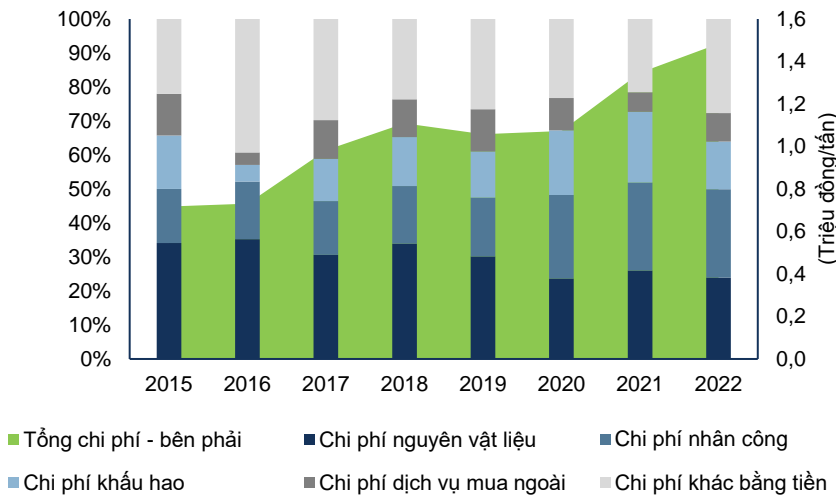
Biểu đồ 29: Doanh thu tăng trưởng không ổn định do sự biến động của sản lượng tiêu thụ


Nguồn: NBC

Biểu đồ 30: Tỷ trọng sản lượng than nguyên khai thác theo hình thức hầm lò của NBC tăng chiếm tỷ trọng tuyệt đối 2022


Nguồn: NBC

3. Sự thay đổi cơ cấu chi phí của NBC trong quá trình chuyển điện khai thác

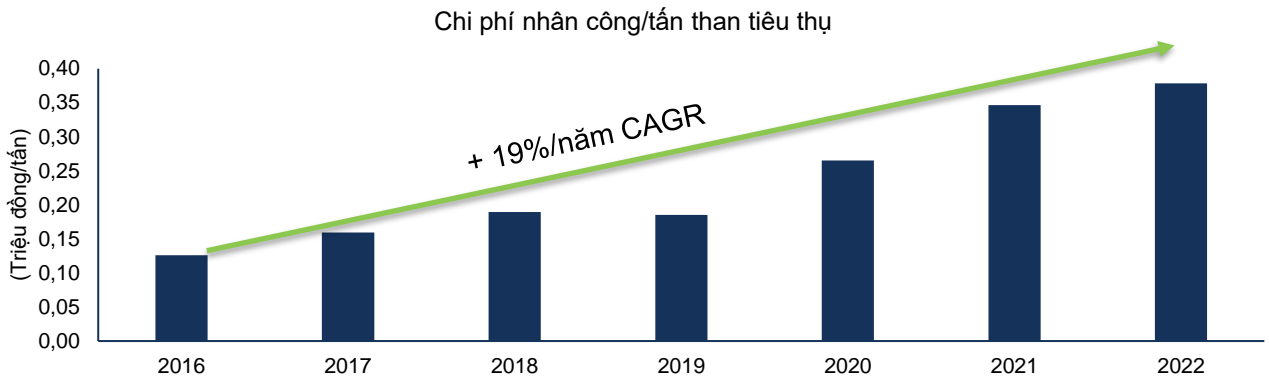
Biểu đồ 31: Chi phí trên tấn than tiêu thụ (2015-2022)


Nguồn: FPTS ước tính

Cơ cấu chi phí thay đổi sau chuyển điện khai thác, chi phí khác bằng tiền và chi phí nhân công là hai chi phí chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí đầu vào của NBC. Hàng năm, chi phí khác bằng tiền chiếm khoảng 23–29%, trong khi đó chi phí nhân công chiếm khoảng 22–29%. Sau khi chuyển điện khai thác sang khai thác hầm lò hầu hết các chi phí đều tăng. Trong đó, chi phí nhân công trên một tấn than tiêu thụ tăng trung bình 11,1%/năm và chiếm tỷ trọng cao nhất trong cơ cấu chi phí. Chi phí khấu hao và chi phí khác bằng tiền trên một tấn than tiêu thụ giai đoạn 2015-2022 cũng tăng trung bình lần lượt 8,2%/năm và 5,7%/năm.

4. Chi phí nhân công/tấn than tiêu thụ [\(quay lại\)](#)

Chi phí nhân công/tấn than tiêu thụ năm 2022 đạt 0,38 triệu đồng, tăng bình quân 19%/năm trong giai đoạn 2016-2022. Trong quá trình chuyển điện khai thác NBC thừa lao động sản xuất lộ thiên thiếu lao động sản xuất hầm lò. NBC phải tự cân đối nguồn lao động dư thừa do giảm sản lượng khai thác lộ thiên. Lao động phục vụ khai thác hầm lò rất khó tuyển dụng chủ yếu là người miền núi và có thời gian gắn bó với công việc ngắn. Điều này đã ảnh hưởng đến năng lực khai thác than và phát sinh chi phí NBC. Chi phí nhân công trên tấn than tiêu thụ chúng tôi ước tính tăng mạnh trong hai năm 2020-2022 để phục vụ nhu cầu khai thác sản lượng than hầm lò tăng cao trong giai đoạn này.

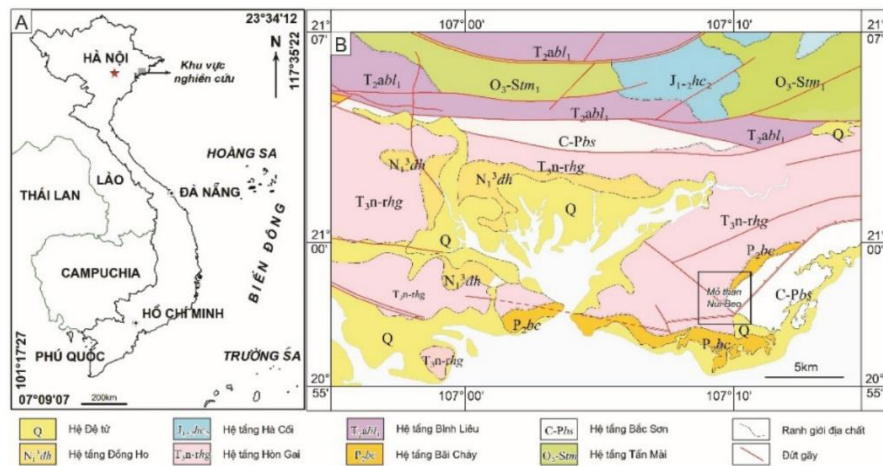
Biểu đồ 32: Chi phí nhân công của NBC liên tục tăng trong quá trình chuyển diện khai thác


Nguồn: NBC, FPTS ước tính

5. Đặc điểm địa chất của mỏ hầm lò Núi Béo và các hệ thống khai thác của NBC [\(quay lại\)](#)

Tình trạng địa chất mỏ than có khả năng áp dụng cơ giới hóa để khai thác khoảng 14,65 triệu tấn than chiếm khoảng 30,27% trữ lượng công nghiệp của mỏ. Các vỉa than huy động khai thác của mỏ than hầm lò Núi Béo có chiều dày vỉa trung bình từ 4,26 m đến 9,66 m, mức độ biến đổi của chiều dày vỉa thuộc loại tương đối ổn định nhưng nếu để áp dụng cơ giới hóa thì khó khăn do yêu cầu về biến đổi chiều dày vỉa là $V_m < 35^\circ$, theo tài liệu địa chất và bài nghiên cứu về *Đặc điểm biến đổi các thông số vỉa than mỏ than hầm lò và ảnh hưởng của chúng đến lựa chọn hệ thống khai thác*. Do vậy, doanh nghiệp áp dụng cơ giới hóa ở khu vực có mức độ biến đổi chiều dày vỉa có tính đồng nhất. Góc dốc của vỉa phổ biến $< 35^\circ$, trung bình từ 17° (ở vỉa 11) đến 20° (ở vỉa 7) chiếm khoảng 94,9% tổng trữ lượng huy động toàn mỏ. Như vậy, các vỉa than mỏ Núi Béo thuộc loại vỉa nghiêng là chính và ảnh hưởng không nhiều đến lựa chọn hệ thống khai thác nhưng có ảnh hưởng đến công tác cơ giới hóa. Các vỉa than vùng Quảng Ninh nói chung thường chứa đá kẹp với tỷ lệ $10\% K1 = 20\%$ đây là tỷ lệ có gây khó khăn cho khai thác cơ giới hóa. Trữ lượng than của Dự án hầm lò mỏ Núi Béo xem xét khả năng cơ giới hóa là khoảng 14,65 triệu tấn, cấp trữ lượng chắc chắn (cấp 111+121) chiếm 37%, theo nghiên cứu *Ảnh hưởng của các cấu tạo biến dạng địa chất đến công tác cơ giới hóa trong khai thác than vùng Hòn Gai - Cẩm Phả* được công bố trên tạp chí *Công nghiệp mỏ* năm 2018. Dự án hầm lò mỏ than Núi Béo có các hệ thống khai thác phù hợp từng điều kiện địa chất khác nhau của mỏ. 6 trên 7 hệ thống khai thác được trang bị thiết bị cơ giới hóa đồng bộ, bán cơ giới hóa và bán cơ giới hóa đồng bộ.

Hình 2: Bản đồ Việt Nam, vị trí vùng Hạ Long (A) và Sơ đồ địa chất vùng Hạ Long, Quảng Ninh và vị trí khu mỏ Núi Béo (B)



Nguồn: Tạp chí Công nghiệp mỏ, FPTS tổng hợp

Các hệ thống khai thác của NBC

Hệ thống khai thác	Hệ thống 1	Hệ thống 2	Hệ thống 3	Hệ thống 4	Hệ thống 5	Hệ thống 6	Hệ thống 7
Hệ thống khai thác	Cột dài theo phương	Cột dài theo phương	Cột dài theo phương	Cột dài theo phương	Chia lớp ngang nghiêng	Cột dài theo phương, chia lớp nghiêng	Cột dài theo phương, chia lớp nghiêng
Điều khiển đá vách	Phá hỏa toàn phần	Phá hỏa toàn phần	Phá hỏa toàn phần	Khai thác thủ công	Phá hỏa toàn phần	Chèn lò	Chèn lò
Thiết bị	Cơ giới hóa đồng bộ	Bán cơ giới hóa	Bán cơ giới hóa	Bán cơ giới hóa đồng bộ	Cơ giới hóa đồng bộ	Bán cơ giới hóa	
Khấu	Khấu lớp trụ hạ trần than nóc	Khấu lớp trụ hạ trần than nóc	Khấu toàn bộ chiều dày vỉa				
Điều kiện áp dụng							
Chiều dày	≥ 3,5 m	≥ 2,5 m	1,6-2,4 m	1,5-2,2 m	≥6m		
Góc dốc	≤ 35 độ	≤ 45 độ	≤ 45 độ	≤ 35 độ	≥45 độ		
Công suất lò chợ (tấn/năm)	600.000	250.000	200.000	100.000	80.000	250.000	100.000

6. Chi phí cấp quyền khai thác [\(quay lại\)](#)

Dự án khai thác hầm lò của mỏ Than Núi Béo được cấp giấy phép khai thác đến năm 2043. Tổng chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản khoảng 831 tỷ đồng, được NBC nộp trong vòng 14 năm từ năm 2015-2028, mỗi năm nộp ~59 tỷ đồng. Đối với số tiền đã nộp lũy kế từ ngày bắt đầu có giấy phép khai thác khoáng sản 2015 đến năm 2017 là 178 tỷ đồng, NBC thực hiện phân bổ vào giá vốn đến hết năm 2017 là 30 tỷ đồng, còn ~148 tỷ doanh nghiệp ghi nhận tại chi phí trả trước dài hạn. Từ năm 2018 đến năm 2028, hàng năm doanh nghiệp ghi nhận toàn bộ số tiền phải nộp chi phí cấp quyền khai thác khoáng sản vào giá thành sản xuất ~59 tỷ đồng. Theo kế hoạch dự kiến năm 2021 của doanh nghiệp, từ năm 2029 cho đến khi hết hạn được quyền khai thác khoáng sản (năm 2043) công ty sẽ phải phân bổ phần còn lại 148 tỷ của chi phí trả trước dài hạn đã nộp trước đó vào giá thành sản xuất ~10,5 tỷ đồng/năm. Tuy nhiên, đến năm 2022 doanh nghiệp đã phân bổ hết số tiền này vào giá thành sản xuất. Cho nên đến năm 2028 doanh nghiệp sẽ hết gánh nặng chi phí cấp quyền khai thác.

7. Cập nhật kết quả kinh doanh 06T2023 [\(quay lại\)](#)

Doanh thu và lợi nhuận trước thuế 06T2023 của NBC lần lượt đạt 1.806 tỷ (+0,12% svck) và 44,5 tỷ (+117,07% svck), hoàn thành 61% và 58% kế hoạch năm 2023. Sản lượng than tiêu thụ của NBC giảm ~4,9% svck (đạt 1,16 triệu tấn) do năm trước NBC tiêu thụ thêm cả hàng tồn kho.

Sự tăng trưởng của lợi nhuận trước thuế đến từ (1) Giá bán than 6T 2023 của doanh nghiệp cao hơn 3,6% so với 6T 2022 nhờ việc NBC được TKV nâng biên lợi nhuận định mức ước tính 2,25% năm 2022 lên mức 2,57% vì năm 2023 kết quả hoạt động kinh doanh của TKV năm 2022 cải thiện so với năm 2021; (2) tiết kiệm được khoảng 5% chi phí/tấn than tiêu thụ giao khoán nhờ hoạt động kinh doanh đi vào ổn định sau quá trình chuyển đổi khai thác.

Kết quả kinh doanh 6T 2023 của NBC:

	6T 2022	6T 2023	% svck	% kế hoạch
Sản lượng than tiêu thụ (triệu tấn)	1,20	1,16	-4,92%	64,09%
Doanh thu (tỷ đồng)	1.804,1	1.806,2	+0,12%	60,79%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	20,5	44,5	+117,07%	58,21%

Nguồn: NBC

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu NBC, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Lạc Long Quân, Phường
Bưởi, Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 3773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà 136-138 Lê Thị
Hồng Gấm, phường Nguyễn Thái
Bình, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.24) 6291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Số 100 Quang Trung, Phường Thạch
Thang, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng,
Việt Nam.

ĐT: 1900 6446
Fax: (84.23) 6355 3888