

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch (NT2)

MUA +34,3%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	21/10/2025
Giá hiện tại	21.750 VND
Giá mục tiêu	27.200 VND
Giá mục tiêu gần nhất	23.500 VND
TL tăng	+25,1%
Lợi suất cổ tức	+9,2%
Tổng mức sinh lời	+34,3%

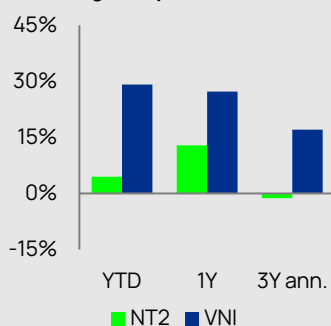
GT vốn hóa	6,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	39 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	62%
SL cổ phiếu lưu hành	288tr
Pha loãng	288tr

	NT2	VNI
P/E (trượt)	9,6x	16,7x
P/B (hiện tại)	1,5x	2,1x
ROA	7,9%	2,0%
ROE	15,3%	13,3%

Tổng quan Công ty

NT2 là một trong những nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh, tương đương 2% sản lượng điện cả nước. Nhà máy đặt tại tỉnh Đồng Nai, là trung tâm công nghiệp & kinh tế của Đông Nam Bộ.

Diễn biến giá cổ phiếu



Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	5.944	7.691	9.259	10.262
% YoY	-6,9%	29,4%	20,4%	10,8%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	83	808	900	676
% YoY	-82,5%	875,1%	11,3%	-24,8%
EPS	-82,0%	875,1%	11,3%	-24,8%
Biên LN gộp	0,9%	11,4%	10,9%	7,8%
Biên LN ròng	1,4%	10,5%	9,7%	6,6%
ROE	1,9%	17,4%	17,5%	12,6%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-31,8%	-38,0%	-39,6%	-41,8%
Lợi suất cổ tức	3,2%	9,2%	9,2%	9,2%
DPS (đồng/CP)	700	2.000	2.000	2.000
P/E báo cáo	78,3x	8,0x	7,2x	9,6x
P/B	1,5x	1,3x	1,2x	1,2x
EV/EBITDA	11,0x	5,2x	6,4x	7,9x

Mức tăng mạnh của lợi nhuận dự kiến sẽ thúc đẩy cổ tức tiền mặt tăng gấp 3 lần YoY

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA và điều chỉnh tăng 15,7% giá mục tiêu của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) lên mức 27.200 đồng/cổ phiếu, chủ yếu nhờ: (1) mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 (thay đổi lần lượt +65%/+12%/-1%/-7%/-3%/-2% cho các năm tương ứng), (2) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá của chúng tôi từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026, cùng với (3) mức tăng 50% của số dư tiền ròng.
- Mức tăng của chúng tôi đối với dự báo LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 chủ yếu đến từ việc chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá bán trung bình cho giai đoạn 2025-30 lên thêm 7%, sau khi giá bán trung bình giai đoạn 9 tháng đầu năm 2025 (9T 2025) của NT2 vượt 10% so với dự báo của chúng tôi và giá khí ghi nhận ở mức thấp hơn kỳ vọng trong quý 3 (xem chi tiết tại trang 5).
- Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 của NT2 sẽ tăng gấp 10 lần YoY lên mức 808 tỷ đồng, nhờ được thúc đẩy bởi: (1) mức tăng trưởng 19% YoY của sản lượng thương phẩm, (2) mức sản lượng hợp đồng Qc cao ở mức 3,5 tỷ kWh (+58% YoY), và (3) mức tăng 73% YoY của chênh lệch giá. Ngoài ra, LNST 9T của NT2 đã hoàn thành 117% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi.
- Chúng tôi kỳ vọng LNST báo cáo năm 2026 sẽ tiếp tục tăng lên mức 900 tỷ đồng (+11% YoY), nhờ: (1) chi phí khấu hao giảm khoảng 370 tỷ đồng, (2) sản lượng thương phẩm tiếp tục tăng trưởng lên mức 3,8 tỷ kWh (+16% YoY, thấp hơn mức trung bình 10 năm là 4,1 tỷ kWh), và (3) ghi nhận khoản thu nhập một lần ở mức xấp xỉ 270 tỷ đồng.
- NT2 dự kiến mức chi trả cổ tức sẽ tăng gấp 3 lần, từ mức 700 đồng trong năm 2024 lên mức 2.000 đồng trong năm 2025 (lợi suất 9,2%), đồng thời, chúng tôi cũng cho rằng mức cổ tức này có thể sẽ được duy trì bền vững nhờ dòng tiền tự do (FCF) mạnh, ở mức khoảng 1 nghìn tỷ đồng/năm. Chúng tôi dự báo cổ tức sẽ tăng lên mức 3.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất 13,8%) kể từ năm 2028 trở đi.
- Định giá của NT2 hiện ở mức khá hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 là 7,2 lần, thấp hơn 47% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (13,7 lần) và thấp hơn 66% so với mức trung bình 5 năm của NT2. Lợi suất cổ tức tương đương theo giá mục tiêu đạt 7,4%, qua đó khiến cổ phiếu NT2 trở nên hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng.
- Rủi ro:** Chênh lệch giá/sản lượng năm 2026 thấp hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ:** Nhận được khoản phí dịch vụ môi trường rừng và bồi thường lỗ tỷ giá sớm hơn dự kiến.

Chúng tôi dự phóng LNST quý 4/2025 đạt 231 tỷ đồng (tăng 3,1 lần YoY). Điều này chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh theo kế hoạch là 1,1 tỷ kWh (+35% YoY) trong quý 4 và sản lượng hợp đồng Qc đạt mức cao 1,0 tỷ kWh (+59% YoY, +21% QoQ).

NT2 kỳ vọng sẽ nhận được khoản thanh toán cho phí dịch vụ môi trường rừng trong thời gian tới, hỗ trợ cho lợi nhuận năm 2026. Trong quý 3, NT2 đã hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu 24 tỷ đồng liên quan đến phí dịch vụ môi trường rừng. Theo NT2, công ty dự kiến sẽ nhận được khoản

thanh toán phí dịch vụ môi trường rừng 91 tỷ đồng trong thời gian tới và theo đó, phải hoàn nhập khoản dự phòng liên quan. Chúng tôi giả định khoản 91 tỷ đồng này và khoản thanh toán cho lỗ tỷ giá 177 tỷ đồng sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận năm 2026.

NT2 tự tin có đủ nguồn khí nguyên liệu trong nước trong năm 2026 để đạt sản lượng 3,8 tỷ (+16% YoY). NT2 và POW đang tìm kiếm nguồn khí LNG để cung cấp một phần nhu cầu của NT2 trong dài hạn. Với suất tiêu hao nhiệt thấp (mức tiêu thụ khí nguyên liệu trên mỗi kWh), NT2 có lợi thế cạnh tranh mạnh mẽ khi tìm kiếm LNG để khai thác tối đa công suất trong những năm tiếp theo.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng sản lượng hợp đồng Qc và doanh thu dự kiến dẫn dắt đà tăng mạnh của LNST

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2025 mới so với dự báo cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	2.729	3.236	19%	0%	Sản lượng điện thương phẩm 9T 2025 đạt 2,2 tỷ kWh (+12% YoY), hoàn thành 67% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	2.221	3.500	58%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi tỷ lệ Qc cao hơn dự kiến cho dự báo cả năm 2025, ở mức 1,9 tỷ kWh theo POW và NT2.
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	508	-264	N.M.	0%	(a) Trong 9T 2025, sản lượng Qc không huy động tăng mạnh 4,4 lần YoY lên 310 triệu kWh.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.178	2.377	9%	3%	(a & b) Được thúc đẩy bởi giá CGM mạnh hơn dự kiến của NT2 (ước tính 2.770 đồng/kWh, khoảng 2 lần giá CGM trung bình ngành). Giá bán trung bình 9T 2025 của NT2 cao, đạt 2.511 đồng/kWh (+16% YoY).
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.803	1.729	-4%	-1%	
Chênh lệch giá (VND/kWh)	375	648	73%	16%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm so với cùng kỳ, mở rộng sản lượng Qc, và giá CGM cao hơn. (b) Chúng tôi nâng giả định giá bán trung bình và giảm dự báo giá khí.
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,5	9,4	-1%	-2%	(b) Giá khí trung bình 9T 2025 là 9,5 USD/triệu BTU (đi ngang so với cùng kỳ), thấp hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi.
Doanh thu	5.944	7.691	29%	3%	(a) Được thúc đẩy bởi cả tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm và giá bán trung bình. (b) Do dự báo giá bán trung bình cao hơn của chúng tôi. Doanh thu 9T 2025 đạt 5,4 nghìn tỷ đồng (+31% YoY) do sản lượng bán hàng/giá bán trung bình tăng 12%/16% YoY.
Lợi nhuận gộp	52	875	1.599%	56%	(b) Chủ yếu do dự phóng chênh lệch giá cao hơn 16% của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-81	-58	-28%	-30%	(a & b) Được thúc đẩy bởi việc hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu ngắn hạn 24 tỷ đồng đối với phí dịch vụ môi trường rừng.
Lợi nhuận từ HĐKD	-30	817	N.M.	71%	
Thu nhập tài chính	100	139	39%	17%	
Chi phí tài chính	-39	-59	51%	13%	
Thu nhập khác	72	0	N.M.	0%	
LNTT	104	898	764%	65%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	83	808	875%	65%	(a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi. (b) Chủ yếu do dự phóng chênh lệch giá cao hơn 16% của chúng tôi và việc hoàn nhập dự phòng nợ xấu 24 tỷ đồng. LNST sau lợi ích CĐTS 9T 2025 đạt 577 tỷ đồng (+ 68 lần YoY), hoàn thành 117% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	25	808	3.127%	65%	(a) Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm tăng so với cùng kỳ, mở rộng sản lượng Qc và chênh lệch giá cao hơn. LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi 9T 2025 đạt 555 tỷ đồng (so với khoản lỗ 49 tỷ đồng trong 9T 2024), hoàn thành 113% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.

Nguồn: NT2, dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận tiếp tục tăng trưởng do chi phí khấu hao giảm so với cùng kỳ; khoản thanh toán của EVN đối với phí môi trường rừng, lỗ tỷ giá

Hình 2: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2026 mới so với dự báo cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	3.236	3.753	16%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc 7,5% YoY, hỗ trợ sản lượng điện thương phẩm của NT2 phục hồi hướng tới mức bình quân 10 năm 4,1 tỷ kWh.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	3.500	3.003	-14%	0%	(a) Do chúng tôi dự phóng tỷ lệ Qc 80%.
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	-264	751	N.M.	0%	(a) Do chúng tôi dự phóng sản lượng Qc không huy động bằng không trong năm 2026.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.377	2.420	2%	3%	(a & b) Chủ yếu do giá hợp đồng mua bán điện (PPA) tăng dựa theo dự báo giá khí cao hơn của chúng tôi, vốn lớn hơn mức giảm đáng kể trong giá CGM, do chúng tôi dự phóng giá CGM sẽ trở lại mức bình thường.
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.729	1.950	13%	2%	(a) Dựa theo dự báo giá khí cao hơn của chúng tôi.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	648	469	-28%	6%	(a) Chủ yếu do dự phóng CGM giá thấp hơn YoY và tỷ lệ Qc thấp hơn 80%.
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,5	12%	-1%	(a) Chúng tôi dự phóng NT2 sẽ sử dụng các mỏ khí đắt tiền với tỷ lệ cao hơn, vốn lớn hơn dự phóng giá dầu FO thấp hơn so với cùng kỳ của chúng tôi. Ban lãnh đạo NT2 xác nhận 100% nguồn khí trong nước được cung cấp trong năm 2026. (b) Do giá khí 9T 2025 thấp hơn một chút so với kỳ vọng của chúng tôi.
Doanh thu	7.691	9.259	20%	3%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mở rộng sản lượng bán hàng và (2) khoản bồi thường lỗ tỷ giá 177 tỷ đồng, cùng với (3) giá bán trung bình tăng nhẹ.
Lợi nhuận gộp	875	1.006	15%	11%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) chi phí khấu hao thấp hơn khoảng 370 tỷ đồng dự kiến do nhà máy của NT2 được khấu hao hoàn toàn và (2) khoản bồi thường lỗ tỷ giá 177 tỷ đồng. Các yếu tố này lớn hơn (3) chênh lệch giá thấp hơn so với cùng kỳ. (b) Chủ yếu do dự phóng chênh lệch giá cao hơn 6% của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-58	-84	45%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	817	922	13%	12%	
Thu nhập tài chính	139	181	30%	16%	
Chi phí tài chính	-59	-69	18%	16%	
Thu nhập khác	0	91	N.M.	0%	(a) Do kỳ vọng NT2 nhận được 91 tỷ đồng phí dịch vụ môi trường rừng.
LNTT	898	1.124	25%	12%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	808	900	11%	12%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) 177 tỷ đồng/91 tỷ đồng cho bồi thường lỗ tỷ giá và khoản thu phí môi trường rừng, bù đắp cho (2) LNST cốt lõi giảm 15% YoY.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	808	685	-15%	16%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) chênh lệch giá thấp hơn 28% YoY, vốn lớn hơn (2) chi phí khấu hao thấp hơn so với cùng kỳ và (3) sản lượng điện thương phẩm tăng liên tục. (b) Chủ yếu do dự phóng chênh lệch giá cao hơn 6% của chúng tôi.

Nguồn: NT2, dự báo của Vietcap

Triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 thêm 5% (với mức thay đổi tương ứng là +65%/+12%/-1%/-7%/-3%/-2%). Dự phóng tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 cao hơn của chúng tôi chủ yếu là do giả định giá bán trung bình cao hơn 7% cho giai đoạn 2025-30 do giá bán trung bình 9T 2025 cao hơn kỳ vọng của NT2, vượt 10% so với dự báo của chúng tôi và giá khí quý 3 thấp hơn dự kiến. Chúng tôi hạ nhẹ dự phóng giá khí trong giai đoạn 2025-2026 do giá khí trung bình 9T 2025 là 9,5 USD/triệu BTU (đi ngang so với cùng kỳ), thấp hơn một chút so với dự báo của chúng tôi.

Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST báo cáo cho giai đoạn 2027-30F lần lượt -1%/-7%/-3%/-2%. Điều này chủ yếu là do dự phóng giá khí cao hơn từ năm 2027 làm thu hẹp chênh lệch giá giữa giá CGM của NT2 và chi phí nguyên vật liệu trung bình. Chúng tôi nâng dự phóng giá khí cho giai đoạn 2027-2030 lần lượt 6%/7%/5%/5%. Điều này là do dự báo giá dầu nhiên liệu cao hơn của chúng tôi vào năm 2027, tăng từ 357 USD/tấn lên 380 USD/tấn và dự báo giá LNG cao hơn của chúng tôi vào năm 2027, tăng từ 11,2 USD/triệu BTU lên 13,2 USD/triệu BTU (xem Báo cáo Ngành Dầu khí của chúng tôi).

Hình 3: Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2025-2030

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2025-30*
Dự báo trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,2	3,8	3,9	4,3	4,3	4,3	23,7
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.301	2.355	2.419	2.557	2.569	2.591	2.465
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,6	10,6	10,9	11,4	11,4	11,5	10,9
LNST báo cáo	491	806	684	1.094	1.119	1.129	5.322
LNST cốt lõi	491	592	684	1.094	1.119	1.129	5.108
Dự báo mới							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,2	3,8	3,9	4,3	4,3	4,3	23,7
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.377	2.420	2.643	2.804	2.786	2.810	2.640
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,5	11,6	12,2	12,0	12,2	11,3
LNST báo cáo	808	900	676	1.021	1.084	1.105	5.594
LNST cốt lõi	808	685	676	1.021	1.084	1.105	5.379
Dự báo mới so với trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Giá bán trung bình (VND/kWh)	3%	3%	9%	10%	8%	8%	7%
Giá khí (USD/triệu BTU)	-2%	-1%	6%	7%	5%	5%	4%
LNST báo cáo	65%	12%	-1%	-7%	-3%	-2%	5%
LNST cốt lõi	65%	16%	-1%	-7%	-3%	-2%	5%

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo (*Số liệu tổng hợp về sản lượng thương phẩm, LNST báo cáo và LNST cốt lõi; số liệu trung bình về giá bán trung bình và giá khí)

Định giá

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục sử dụng 100% mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT).

Chúng tôi nâng giá mục tiêu đối với NT2 thêm 15,7% lên 27.200 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do (1) dự phóng tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025-30 cao hơn 6% (với mức thay đổi tương ứng +65%/+12%/-1%/-4%/-1%/-1%), (2) tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026, và (3) số dư tiền mặt ròng cao hơn 50%.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/cổ phiếu
Chiết khấu dòng tiền	32.000	100%	32.000
Giá trị hợp lý			32.000
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			27.200
P/E năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			9,0x
EV/EBITDA năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			7,8x
Lợi suất cổ tức năm 2026 dựa trên giá mục tiêu %			7,4%

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 5: Giả định chiết khấu dòng tiền và định giá

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	817	922	709	1.145	1.174	1.160
- Thuế	-90	-225	-169	-255	-271	-276
+ Khấu hao	573	206	206	206	206	206
- Vốn XDCB	-3	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-690	-317	-150	266	820	-4
Dòng tiền tự do (DTTD)		583	593	1.359	1.925	1.082
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		517	468	952	1.198	598
Tổng GTHT của DTTD		517	985	1.937	3.136	3.734

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.146	1.132	1.117	1.101	1.085
- Thuế	-278	-279	-280	-281	-282
+ Khấu hao	206	206	206	206	206
- Vốn XDCB	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-4	-4	-4	-4	-4
+ Giá trị thu hồi					3.979
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.067	1.051	1.035	1.018	4.979
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	524	458	401	350	1.522
Tổng GTHT của DTTD	4.258	4.717	5.118	5.468	6.990

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Beta	0,9	0,9
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	13,2	13,2
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0
Tỷ lệ nợ vay trên vốn %	9,8	9,2
WACC %	12,6	12,6

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD	6.990
GTHT của giá trị cuối (GTC)	0
Tổng GTHT của DTTD và GTC	6.990
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	3.512
- Nợ vay	-1.292
Giá trị VCSH	9.210
Cổ phiếu pha loãng (triệu)	288
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	32.000

Nguồn: Vietcap

So sánh với các công ty cùng ngành

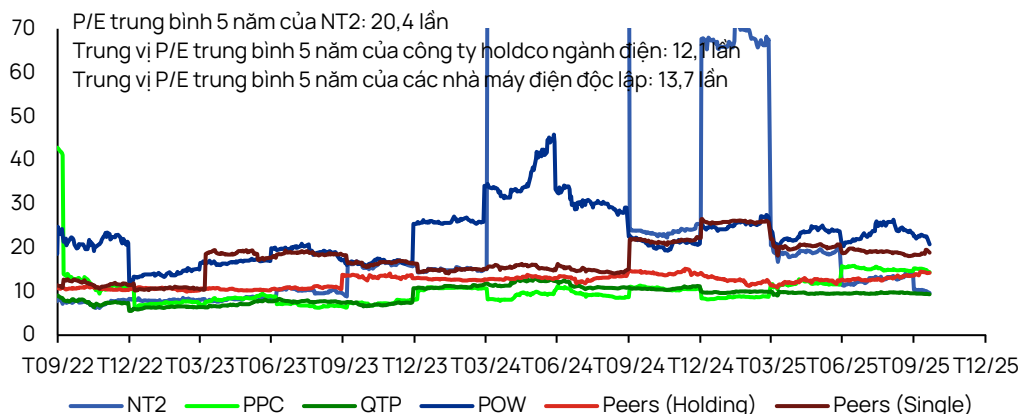
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, bao gồm các công ty holdco hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện – cùng với các nhà máy điện độc lập tại Việt Nam và các quốc gia khác tại Châu Á. Các công ty này đều là công ty phát điện nhưng khác NT2 về nguồn điện, công suất và cơ chế thị trường.

Hình 6: Các công ty cùng ngành

Tên viết tắt	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/ VCSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITD A (x)
Công ty holdco ngành điện													
Manila Electric	Philippines	11.142	8.332	4,8	820,0	10,4	0,9	6,8	32,6	4,4	13,8	4,2	12,1
First Philip Hld	Philippines	536	2.911	0,8	263,9	0,3	44,2	2,9	9,2	3,0	2,2	0,2	4,8
Ratchaburi Elec	Thái Lan	1.919	798	-23,0	164,3	2,9	28,6	2,5	5,6	5,0	11,2	0,7	20,1
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.001	771	-32,9	57,0	-45,2	41,5	1,9	3,8	4,6	16,9	0,7	15,0
Global Power Syn	Thái Lan	3.548	2.562	-1,4	145,2	8,1	90,2	1,7	4,5	2,1	23,5	1,1	9,8
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	471	4,3	129,1	15,7	-6,3	10,4	15,0	N/A	N/A	N/A	8,7
Tata Power Co	Ấn Độ	14.524	7.746	6,6	469,8	7,4	115,9	2,7	11,7	0,6	32,2	3,6	12,5
Cikarang Listrin	Indonesia	680	549	0,6	81,5	50,9	7,9	6,5	11,7	10,5	8,2	1,0	4,2
Ytl Power Intl	Malaysia	8.042	4.956	-2,1	545,0	-29,6	121,2	3,4	11,6	2,0	13,5	1,6	10,4
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.250	1.916	-6,4	47,7	N/A	100,3	1,1	4,0	3,4	34,2	1,0	5,7
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	130,5	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	681	1.612	-20,4	39,8	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	17,1	1,7	N/A
PV Power (POW)	Việt Nam	1.173	1.268	14,7	58,6	42,2	20,1	1,8	4,6	N/A	20,8	0,9	9,3
Trung vị		1.250	1.612	0,6	130,5	8,1	44,2	2,6	7,4	3,4	16,9	1,0	9,6
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonburi	Thái Lan	86	95	-25,0	-8,8	N/A	122,5	-3,4	-8,8	2,1	N/A	0,9	22,3
Vivant Corp	Philippines	334	167	20,2	42,5	42,4	9,9	7,8	12,5	3,0	7,1	1,0	12,8
AC Energy	Philippines	1.667	575	-6,2	66,7	-59,5	78,0	1,2	2,6	2,0	40,2	0,7	425,0
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	1.021	576	-16,8	40,4	18,9	124,6	1,6	4,4	1,1	24,8	1,1	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.231	1.578	16,1	302,4	33,5	89,0	7,6	19,3	2,5	8,0	1,7	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.630	909	15,6	184,7	40,7	69,5	2,6	6,2	0,9	29,9	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.057	269	-13,1	29,4	-42,0	113,3	1,4	5,4	0,9	35,5	1,9	N/A
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	220	475	-1,2	24,7	1,2	-7,2	8,4	12,0	9,3	9,4	1,2	4,6
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	209	410	-11,3	9,3	-55,7	-0,6	3,3	3,9	3,6	23,4	0,9	7,8
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	123	261	-12,7	8,8	-33,9	-0,6	4,3	4,9	5,9	14,4	0,7	40,0
Trung vị		678	443	-8,7	34,9	1,2	73,8	2,9	5,2	2,3	23,4	1,0	17,6
NT2	Việt Nam	247	281	34,6	25,3	187,1	-49,3	7,9	15,3	9,2	9,6	1,5	4,9

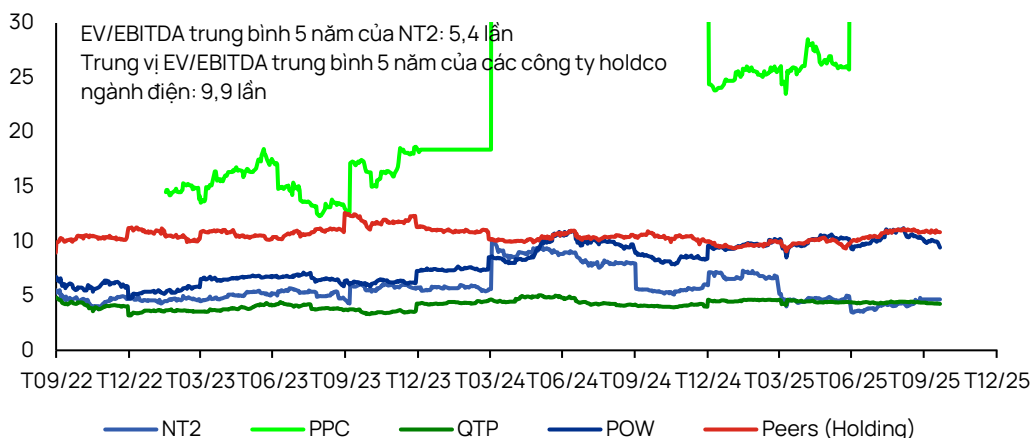
Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (số liệu tính đến ngày 20/10/2025)

Hình 7: P/E trượt của cổ phiếu nhiệt điện và trung vị P/E của các công ty cùng ngành (x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 20/10/2025)

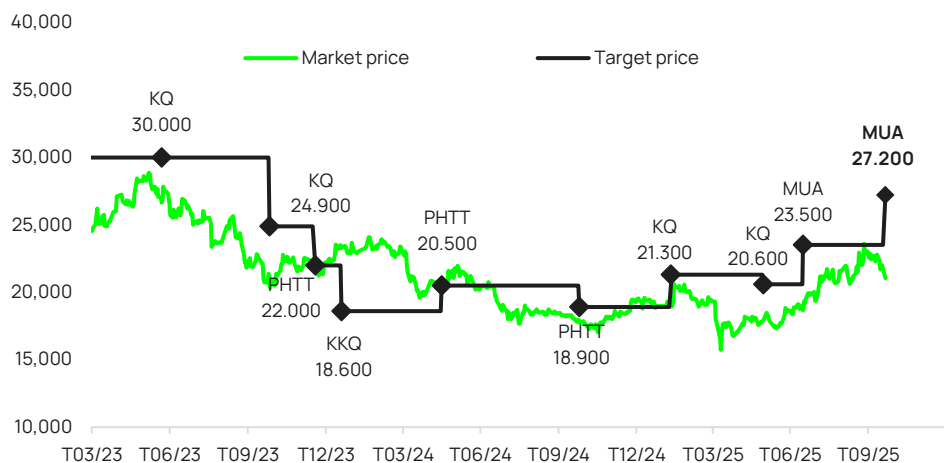
Hình 8: Trung vị EV/EBITDA trượt của NT2 so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 20/10/2025); * EBITDA năm 2022 của PPC ghi nhận âm

Diễn biến khuyến nghị

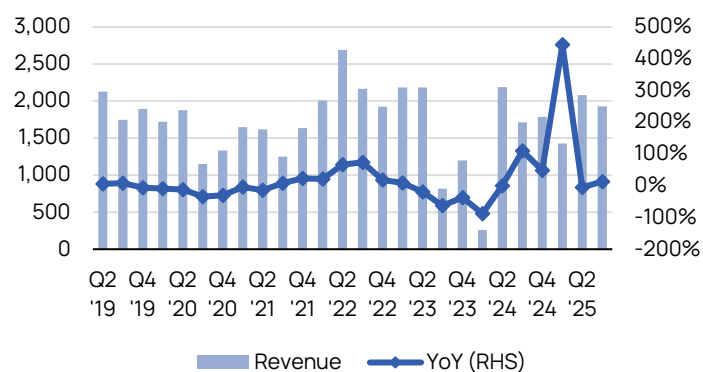
Hình 9: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Diễn biến khuyến nghị điều chỉnh cho cổ tức tiền mặt)

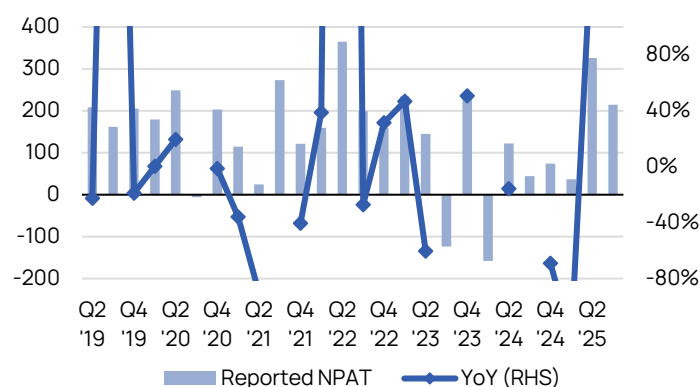
KQKD hàng quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



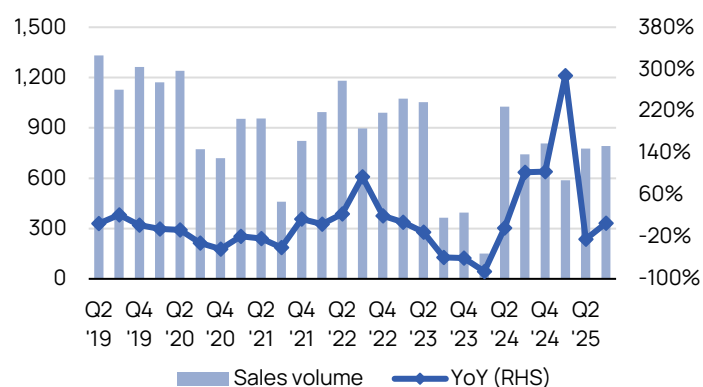
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 11: LNST báo cáo hàng quý* (tỷ đồng)



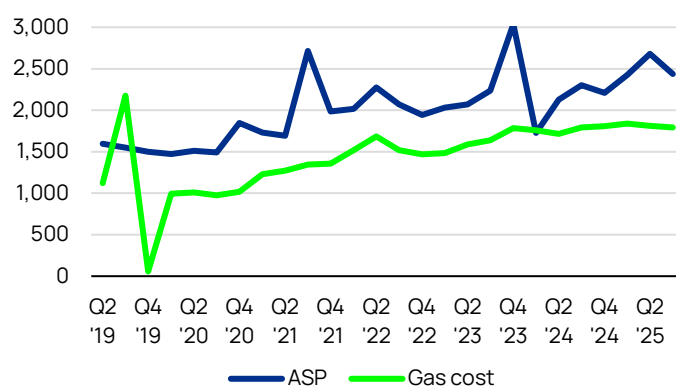
Nguồn: NT2, Vietcap (*NT2 lỗ ròng trong quý 3/2020, quý 3/2023 và quý 1/2024; Lợi nhuận ròng báo cáo thay đổi lần lượt là +5,7x, -1x và +14x, +2,7x trong quý 3/2019, quý 2/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

Hình 12: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý** (triệu kWh)



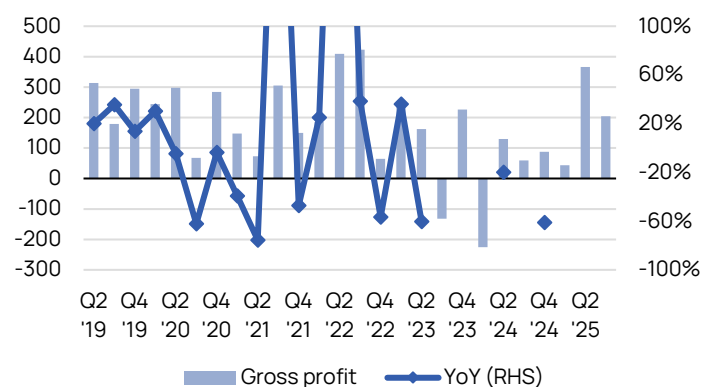
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 13: Giá bán trung bình và chi phí khí hàng quý (đồng/kWh)



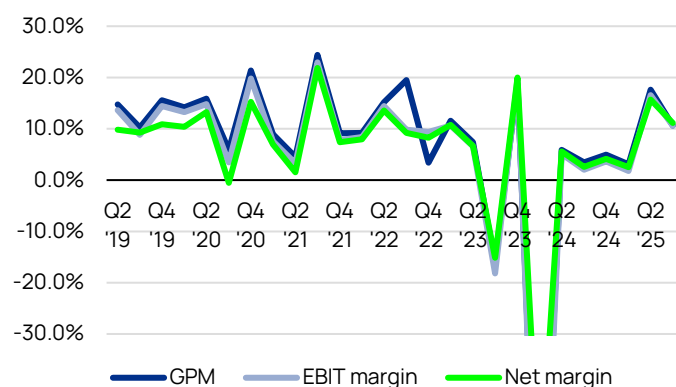
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 14: Lợi nhuận gộp hàng quý*** (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, Vietcap (***Lợi nhuận gộp tăng mạnh 3,5x/4,6x/2,3x YoY trong quý 3/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

Hình 15: Biên lợi nhuận hàng quý****



Nguồn: NT2, Vietcap (****biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận từ HĐKD và biên lợi nhuận ròng giảm mạnh -86%/-92%/-60% trong quý 1/2024)

Báo cáo Tài chính

KẾT QUẢ LỢI NHUẬN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	5.944	7.691	9.259	10.262
Giá vốn hàng bán	-5.892	-6.816	-8.252	-9.467
Lợi nhuận gộp	52	875	1.006	796
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-81	-58	-84	-87
LN từ HĐKD	-30	817	922	709
Thu nhập tài chính	100	140	181	205
Chi phí tài chính	-39	-59	-69	-69
Trong đó, chi phí lãi vay	-35	-55	-69	-69
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	72	0	91	0
LNTT	104	898	1.124	846
Thuế TNDN	-21	-90	-225	-169
LNST trước CĐTS	83	808	900	676
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	83	808	900	676
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	25	808	685	676
EBITDA	657	1.390	1.128	915
EPS, báo cáo, VND	278	2.707	3.014	2.266
EPS, cốt lõi (1), VND	77	2.707	2.270	2.266
EPS pha loãng, VND	278	2.707	3.014	2.266
DPS, VND	700	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	252%	74%	66%	88%
(1) Cốt lõi: Không bao gồm lãi/lỗ tỷ giá, thu nhập bất thường				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-6,9%	29,4%	20,4%	10,8%
TT EPS, báo cáo	-82,0%	874,7%	11,3%	-24,8%
TT EPS, cốt lõi	-94,5%	3127,2%	-15,2%	-1,3%
TT DPS	-53,3%	185,7%	0,0%	0,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	0,9%	11,4%	10,9%	7,8%
Biên LN từ HĐ %	-0,5%	10,6%	10,0%	6,9%
Biên EBITDA	11,1%	18,1%	12,2%	8,9%
Biên LNST sau lợi ích CBTS	1,4%	10,5%	9,7%	6,6%
ROE	1,9%	17,3%	17,5%	12,6%
ROA	0,9%	9,1%	10,0%	7,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	18	18	17	17
Số ngày phải thu	163	150	136	133
Số ngày phải trả	122	100	73	75
TG luân chuyển tiền	60	68	79	75
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,9	2,1	2,1
CS thanh toán nhanh	1,2	1,9	2,0	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,3	0,4	0,4
Nợ/Tài sản	11,5%	18,8%	18,2%	17,4%
Nợ/Vốn sử dụng	19,2%	25,0%	23,8%	23,5%
Nợ/Vốn CSH	-31,8%	-38,0%	-39,6%	-41,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,8	15,0	13,4	10,3

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	57	1.120	1.330	1.483
Đầu tư TC ngắn hạn	2.273	2.300	2.300	2.300
Các khoản phải thu	2.989	3.329	3.551	3.936
Hàng tồn kho	333	343	415	476
TS ngắn hạn khác	122	122	122	122
Tổng TS ngắn hạn	5.774	7.214	7.718	8.318
TS dài hạn (gộp)	11.364	11.368	11.371	11.374
- Khấu hao lũy kế	-9.922	-10.495	-10.701	-10.907
TS dài hạn (ròng)	1.442	872	670	467
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	1.482	418	418	418
Tổng TS dài hạn	2.924	1.290	1.088	885
Tổng Tài sản	8.698	8.505	8.806	9.203
Phải trả ngắn hạn	2.253	1.494	1.809	2.075
Nợ ngắn hạn	996	1.600	1.600	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.260	615	278	308
Tổng nợ ngắn hạn	4.509	3.709	3.686	3.983
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.509	3.709	3.686	3.983
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	2.879	2.879	2.879	2.879
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	1.310	1.917	2.241	2.341
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CBTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.189	4.796	5.119	5.220
Tổng cộng nguồn vốn	8.698	8.505	8.806	9.203
SL CP lưu hành (tr)	288	288	288	288
SLCP lưu hành (tr) (pha loãng)	288	288	288	288

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1	57	1.120	1.330
Thu nhập ròng	83	808	900	676
Khấu hao	687	573	206	206
Thay đổi vốn lưu động	-99	-690	-317	-150
Điều chỉnh khác	-143	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	528	691	789	733
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-3	-3	-3	-3
Đầu tư, ròng	-63	-27	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-67	-30	-3	-3
Cổ tức đã trả	-201	-202	-576	-576
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-204	604	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-405	402	-576	-576
Tổng lưu chuyển tiền tệ	56	1.063	210	154
Tiền cuối năm	57	1.120	1.330	1.483

Nguồn: NT2, dự báo của Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Phú Lộc, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.