

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch (NT2)

MUA +31,3%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	10/12/2025
Giá hiện tại	23.300 VND
Giá mục tiêu	28.600 VND
GMT gần nhất	27.200 VND
TL tăng	+22,7%
Lợi suất cổ tức	+8,6%
Tổng mức sinh lời	+31,3%

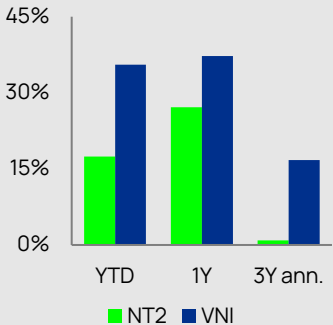
GT vốn hóa	6,7 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	34,3 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	62%
SL cổ phiếu lưu hành	288tr
Pha loãng	288tr

	NT2	VNI
P/E (trung)	10,3x	16,3x
P/B (ht)	1,5x	2,0x
ROA	7,9%	2,0%
ROE	15,3%	13,5%

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	10.379	10.689
% YoY	-6,9%	29,4%	34,9%	3,0%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	83	892	989	720
% YoY	-82,5%	975,5%	11,0%	-27,3%
EPS	-82,0%	975,5%	11,0%	-27,3%
Biên LN gộp	0,9%	11,4%	11,6%	8,0%
Biên LN ròng	1,4%	11,6%	9,5%	6,7%
ROE	1,9%	19,0%	18,8%	13,1%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-31,8%	-39,0%	-37,1%	-41,0%
Lợi suất cổ tức	3,0%	8,6%	10,7%	10,7%
DPS (đồng/CP)	700	2.000	2.500	2.500
P/E báo cáo	83,9x	7,8x	7,0x	9,7x
P/B	1,6x	1,4x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA	11,7x	5,5x	5,8x	7,9x

LNST năm 2026 dự kiến tiếp tục tăng nhờ sản lượng cao kỷ lục trong 5 năm

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5,1% giá mục tiêu đối với CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) lên 28.600 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025–30 của chúng tôi tăng 7% (điều chỉnh lần lượt +10%/+10%/+6%/+5%/+5%/+5% cho từng năm).
- Nguyên nhân cho mức tăng trong dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025–30 bao gồm (1) giả định tỷ suất tiêu hao nhiệt thấp hơn 8,5% kể từ năm 2026, (2) dự báo sản lượng bán tăng 22%/8% trong năm 2026/27 do kế hoạch huy động mạnh trong năm 2026 của Bộ Công Thương (MoIT) đối với các nhà máy điện khí (+32% YoY) và kế hoạch của các công ty cùng ngành về sản lượng tiềm năng của Nhơn Trạch 2 (NT2), dự kiến đạt 4,6 tỷ kWh trong năm 2026, lần át (3) dự báo giá CGM toàn ngành giảm trung bình 7% và (4) dự báo giá khí trong năm 2027 tăng 4%.
- Chúng tôi dự phóng LNST năm 2025 tăng gấp 10 lần YoY, với LNST trong quý 4 ước tính đạt 315 tỷ đồng (gấp 4,2 lần YoY).
- Chúng tôi kỳ vọng LNST báo cáo năm 2026 tăng, đạt mức 989 tỷ đồng (+11% YoY) từ mức cơ sở cao của năm 2025, được thúc đẩy bởi (1) sản lượng tăng lên mức 4,6 tỷ kWh (+41% YoY), (2) chi phí khấu hao giảm khoảng 370 tỷ đồng, và (3) ghi nhận khoảng 180 tỷ đồng bồi thường lỗ tỷ giá.
- Chúng tôi dự phóng 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 8,6%), 2.500 đồng trong năm 2026/27 (lợi suất 10,7%), và 3.000 đồng trong năm 2028 (lợi suất 12,9%). Chúng tôi đánh giá mức cổ tức tiền mặt này có thể sẽ được duy trì bền vững nhờ dòng tiền tự do (FCF) mạnh, ở mức khoảng 1 nghìn tỷ đồng/năm và tiền mặt đạt mức 3,5 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối quý 3.
- Định giá của NT2 hiện ở mức khá hấp dẫn, với P/E dự phóng năm 2026 là 7,0 lần, thấp hơn 49% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (13,8 lần). Lợi suất cổ tức tương đương theo giá mục tiêu đạt 8,7%, qua đó khiến cổ phiếu NT2 trở nên hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng.
- Rủi ro:** Chênh lệch giá năm 2026 thấp hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ:** Giá khí thấp hơn dự kiến.

Kế hoạch huy động mạnh cho các nhà máy điện khí trong năm 2026: Ngày 28/11/2025, Bộ Công Thương ban hành Quyết định số 3477/QĐ-BCT phê duyệt Kế hoạch vận hành Hệ thống điện quốc gia năm 2026, theo đó chúng tôi ước tính kế hoạch huy động sản lượng từ các nhà máy điện khí & khí LNG tăng 32%. Các doanh nghiệp trong ngành đặt kế hoạch sản lượng tiềm năng của NT2 đạt 4,63 tỷ kWh (tương ứng sản lượng bán đạt mức 4,56 tỷ kWh, cao nhất trong 5 năm). Chúng tôi cho rằng diễn biến này chủ yếu nhờ nguồn khí trong nước dồi dào và lợi thế cạnh tranh khi chi phí của NT2 thấp hơn 8% so với các doanh nghiệp cùng ngành (**xem trang 5**).

NT2 tự tin có đủ nguồn khí nguyên liệu trong nước cho dài hạn: Tại buổi họp gặp gỡ NĐT của POW vào ngày 27/11/2025, POW cho biết NT2 có nguồn cung khí được đảm bảo, với hợp đồng mua khí với GAS có hiệu lực đến năm 2036. Trong thời gian tới, nguồn cung sẽ được tăng thêm khoảng 2 tỷ m³/năm từ mỏ Su Tử Trắng 2B.

NT2 kỳ vọng sẽ nhận được khoản thanh toán cho phí dịch vụ môi trường rừng trong quý 4/2025, qua đó hỗ trợ cho lợi nhuận năm 2025. Trong quý 3, NT2 đã hoàn nhập 24 tỷ đồng dự phòng nợ xấu 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 trị giá 91 tỷ đồng trong quý 4.

Triển vọng năm 2025: Tăng trưởng sản lượng hợp đồng Qc dẫn
đắt đà tăng mạnh của LNST; EVN thanh toán phí dịch vụ môi
trường rừng

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 trong 10T 2025 đạt 2,5 tỷ kWh (+18% YoY), hoàn thành 76% dự báo cho năm 2025 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 nhiều so với dự báo cả năm 2025, với 1,9 tỷ kWh được phân bổ cho H2, theo POW và NT2.
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	508	-264	N.M.	0%	(a) Trong 10T 2025, sản lượng Qc không huy động tăng mạnh 4,3 lần YoY lên 320 triệu kWh.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.178	2.377	9%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi giá CGM của NT2 cao hơn kỳ vọng (ước tính đạt 2.770 đồng/kWh, khoảng 2 lần giá CGM trung bình ngành). Giá bán trung bình 10T 2025 của NT2 đạt 2.470 đồng/kWh (+13% YoY).
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.803	1.729	-4%	0%	(a) Chủ yếu do tỷ suất hao nhiệt thấp hơn YoY.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	375	648	73%	0%	(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.
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,5	9,4	-1%	0%	(a) Giá khí trung bình 10T 2025 là 9,4 USD/triệu BTU (-0,5% YoY), phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
Doanh thu	5.944	7.691	29%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi cả tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm và giá bán trung bình. Doanh thu 10T 2025 đạt 6,1 nghìn tỷ đồng (+33% YoY) do sản lượng bán hàng/giá bán trung bình tăng 18%/13% YoY.
Lợi nhuận gộp	52	875	1.599%	0%	(a) Chủ yếu do dự phóng chênh lệch giá cao hơn 73% của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-81	-58	-28%	0%	(a) 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.	0%	
Thu nhập tài chính	100	141	41%	1%	
Chi phí tài chính	-39	-59	51%	0%	
Thu nhập khác	72	91	26%	N.M.	(a & b) Do chúng tôi kỳ vọng NT2 sẽ nhận 91 tỷ đồng phí dịch vụ môi trường rừng.
LNTT	104	991	853%	10%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	83	892	976%	10%	(a) Chủ yếu nhờ tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi và khoản thu 91 tỷ đồng từ phí dịch vụ môi trường rừng. (b) Chủ yếu do khoản phí dịch vụ môi trường rừng 91 tỷ đồng. Đạt 577 tỷ đồng trong 9T 2025 (68x YoY), hoàn thành 71% dự báo cho năm 2025 trước đó của chúng tôi.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	25	819	3.171%	1%	(a) Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh YoY, mở rộng sản lượng Qc và chênh lệch giá cao hơn. Đạt 555 tỷ đồng trong 9T 2025 (so với lỗ 49 tỷ đồng trong 9T 2024), hoàn thành 69% dự báo cho năm 2025 trước đó của chúng tôi.

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo

Triển vọng năm 2026: Sản lượng đạt mức cao kỷ lục trong 5 năm và chi phí khấu hao giảm mạnh YoY, thúc đẩy tăng trưởng LNST cốt lõi

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	4.562	41%	22%	(a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc 7,5% YoY. (b) Do (1) kỳ vọng mức huy động cao xuất phát từ lợi thế chi phí cạnh tranh của NT2 và (2) theo kế hoạch của công ty.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	3.500	3.650	4%	22%	(a) Mức tăng YoY trong tỷ lệ Qc thấp hơn so với tăng trưởng sản lượng bán do chúng tôi dự phóng tỷ lệ Qc chỉ đạt 80% trong năm 2026 (so với 108% trong năm 2025).
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	-264	912	N.M.	22%	(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	2.236	-6%	-8%	(a) Chủ yếu do (1) tỷ lệ Qc thấp hơn, chỉ đạt 80% so với 108% trong năm 2025 và (2) dự báo giá CGM thấp hơn của chúng tôi. (b) Chủ yếu do (1) tỷ suất hao nhiệt giảm 8,5% và (2) dự báo giá CGM giảm 11% do dự báo giá CGM toàn ngành giảm.
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.729	1.803	4%	-8%	(a) Do chi phí khí tăng 12% YoY, lấn át tác động của mức giảm trong tỷ suất hao nhiệt. (b) Do dự báo tỷ suất hao nhiệt giảm của chúng tôi trong khi dự báo giá khí đi ngang.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	648	433	-33%	-8%	
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,5	12%	0%	(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.
Doanh thu	7.691	10.379	35%	12%	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 6% YoY.
Lợi nhuận gộp	875	1.209	38%	20%	(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 sản lượng bán tăng 22%, lấn át dự báo chênh lệch giá giảm 8% của chúng tôi.
Chi phí SG&A	-58	-84	45%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	817	1.124	38%	22%	
Thu nhập tài chính	141	181	28%	0%	
Chi phí tài chính	-59	-69	18%	0%	
Thu nhập khác	91	0	-100%	-100%	(a & b) Do kỳ vọng NT2 nhận được 91 tỷ đồng phí dịch vụ môi trường rừng sớm hơn trong năm 2025.
LNTT	991	1.237	25%	10%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	892	989	11%	10%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi và khoản bồi thường lỗ tỷ giá 177 tỷ đồng.
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi	819	848	4%	24%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) chi phí khấu hao giảm YoY và (2) sản lượng bán tiếp tục tăng, lấn át (3) chênh lệch giá giảm 33% YoY. (b) Chủ yếu do sản lượng bán tăng 22%, lấn át dự báo chênh lệch giá giảm 8% của chúng tôi.

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo

Triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025–30 (lần lượt điều chỉnh +10%/+10%/+6%/+5%/+5%/+5% cho từng năm).

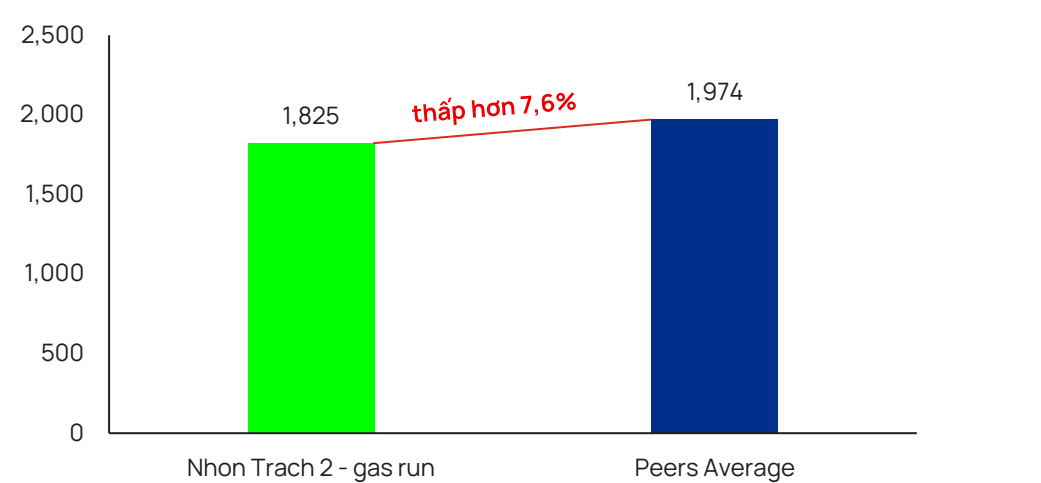
Mức tăng trong dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025–30 chủ yếu đến từ (1) giả định tỷ suất tiêu hao nhiệt giảm 8,5% kể từ năm 2026; (2) dự báo sản lượng thương phẩm tăng 22%/8% trong năm 2026/27 dựa trên kế hoạch huy động mạnh trong năm 2026 của Bộ Công Thương đối với các nhà máy điện khí (+32% YoY) và kế hoạch của các công ty trong ngành về sản lượng tiềm năng của NT2 trong năm 2026; các yếu tố này lần át (3) dự báo giá CGM toàn ngành giảm trung bình 7% và (4) dự báo giá khí năm 2027 tăng 4% 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)	2.377	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							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,2	4,6	4,2	4,3	4,3	4,3	24,8
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.377	2.236	2.541	2.643	2.627	2.650	2.512
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,5	12,0	12,2	12,0	12,2	11,4
LNST báo cáo	892	989	720	1.072	1.136	1.159	5.968
LNST cốt lõi	819	848	720	1.072	1.136	1.159	5.754
Dự báo mới so với trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	0%	22%	8%	0%	0%	0%	5%
Giá bán trung bình (VND/kWh)	0%	-8%	-4%	-6%	-6%	-6%	-5%
Giá khí (USD/triệu BTU)	0%	0%	4%	0%	0%	0%	1%
LNST báo cáo	10%	10%	6%	5%	5%	5%	7%
LNST cốt lõi	1%	24%	6%	5%	5%	5%	7%

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)

Hình 4: Chi phí khí của NT2 so với các doanh nghiệp cùng ngành (2026)



Nguồn: Các doanh nghiệp cùng ngành, Vietcap

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 điều chỉnh tăng 5,1% giá mục tiêu đối với NT2, đạt 28.600 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2025–30 của chúng tôi tăng 7% (điều chỉnh lần lượt +10%/+10%/+6%/+5%/+5%/+5%).

Hình 5: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/cổ phiếu
Chiết khấu dòng tiền	33.600	100%	33.600
Giá trị hợp lý			33.600
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			28.600
P/E năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			8,6x
EV/EBITDA năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			6,9x
Lợi suất cổ tức năm 2026 dựa trên giá mục tiêu %			8,7%

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 6: Giả định chiết khấu dòng tiền và định giá

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	817	1.124	765	1.209	1.236	1.224
- Thuế	-99	-247	-180	-268	-284	-290
+ Khấu hao	573	206	206	206	206	206
- Vốn XDCB	-3	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-690	-558	3	432	772	-4
Dòng tiền tự do (DTTD)	522	791	1.576	1.928	1.928	1.133
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	463	624	1.104	1.200	626	
Tổng GTHT của DTTD	463	1.087	2.192	3.391	4.018	

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.210	1.196	1.182	1.167	1.151
- Thuế	-292	-294	-296	-298	-299
+ 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					4.206
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.117	1.101	1.085	1.068	5.256
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	549	480	420	367	1.606
Tổng GTHT của DTTD	4.566	5.046	5.467	5.834	7.441

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	7.441
GTHT của giá trị cuối (GTC)	0
Tổng GTHT của DTTD và GTC	7.441
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	3.512
- Nợ vay	-1.292
Giá trị VCSH	9.661
Cổ phiếu pha loãng (triệu)	288
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	33.600

So sánh với các công ty cùng ngành

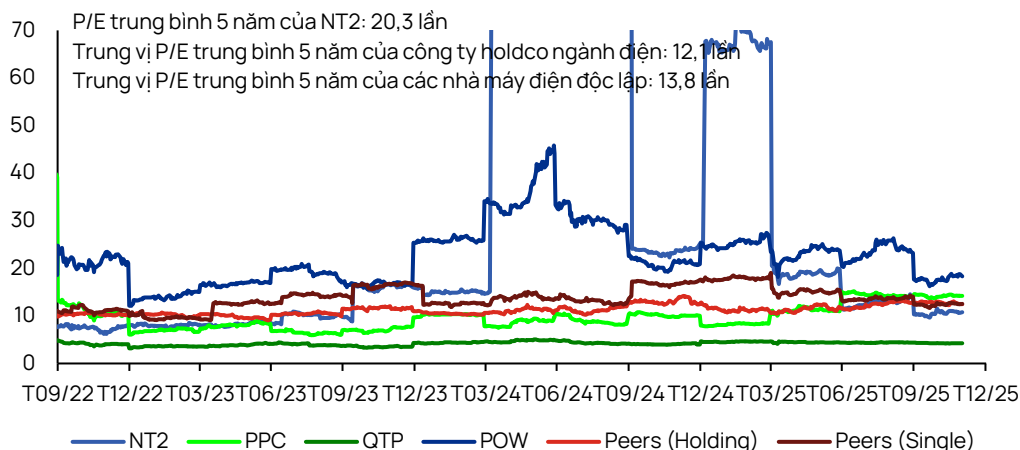
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, bao gồm các công ty holdco hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện – cùng với các nhà máy điện độc lập tại Việt Nam và các quốc gia khác tại Châu Á. Các công ty này đều là công ty phát điện nhưng khác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

Hình 7: 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	11.417	8.486	4,9	853,1	12,8	0,9	7,1	32,8	4,2	13,6	4,0	12,0
First Philip Hld	Philippines	523	2.911	1,0	269,9	12,6	44,2	2,9	9,2	3,1	2,1	0,2	4,7
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.023	706	-32,1	182,7	3,2	28,6	2,9	6,5	4,8	10,6	0,7	21,0
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.229	802	-6,5	58,9	-23,5	41,5	2,0	4,0	3,8	20,1	0,8	23,6
Global Power Syn	Thái Lan	3.107	2.630	-0,7	177,1	66,7	90,2	2,1	5,5	2,4	16,8	0,9	10,2
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	13.758	7.746	6,6	469,8	7,4	115,9	2,7	11,7	0,6	31,1	3,5	12,5
Cikarang Listrin	Indonesia	682	550	0,5	60,1	-17,5	7,9	4,7	8,3	9,9	11,1	0,9	4,2
Ytl Power Intl	Malaysia	6.870	4.804	-4,5	593,1	-15,0	118,1	3,7	12,7	2,4	10,6	1,3	11,8
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.017	1.819	-12,9	34,8	N/A	100,3	0,8	2,8	4,3	43,7	0,8	6,3
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	553	1.612	-20,4	39,8	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	13,7	1,4	N/A
PV Power (POW)	Việt Nam	1.318	1.322	19,5	74,0	39,7	20,1	2,3	5,8	N/A	18,3	1,0	7,7
Trung vị		1.318	1.612	0,5	130,5	12,6	44,2	2,8	7,4	3,8	13,7	0,9	9,5
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonburi	Thái Lan	79	95	-19,5	-8,6	N/A	122,5	-3,3	-8,5	2,3	N/A	0,8	24,3
Vivant Corp	Philippines	324	203	29,1	49,6	48,1	9,9	8,8	13,9	3,1	6,0	0,9	13,4
AC Energy	Philippines	1.653	547	-12,2	52,4	-66,5	78,0	0,9	2,0	2,1	59,8	0,7	356,1
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	972	574	-10,7	58,5	128,0	124,6	2,2	6,2	1,2	16,2	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.031	1.820	13,8	361,4	30,4	89,0	8,8	22,0	2,7	7,3	1,5	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.629	967	14,7	209,9	22,2	69,5	2,9	6,9	1,0	26,1	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.108	365	38,5	61,8	75,4	113,3	2,9	10,7	0,9	17,6	1,8	N/A
Quang 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
Hai Phong (HND)	Việt Nam	203	393	-10,0	8,9	-30,5	-0,6	3,3	3,8	3,7	23,3	0,9	6,7
Pha Lai (PPC)	Việt Nam	122	261	-12,7	8,8	-33,9	-0,6	4,3	4,9	10,5	14,2	0,7	40,0
Trung vị		648	434	-5,6	51,0	22,2	73,8	3,1	6,5	2,5	16,2	0,9	18,8
NT2	Việt Nam	255	281	34,6	25,3	187,1	-49,3	7,9	15,3	8,5	10,3	1,5	5,2

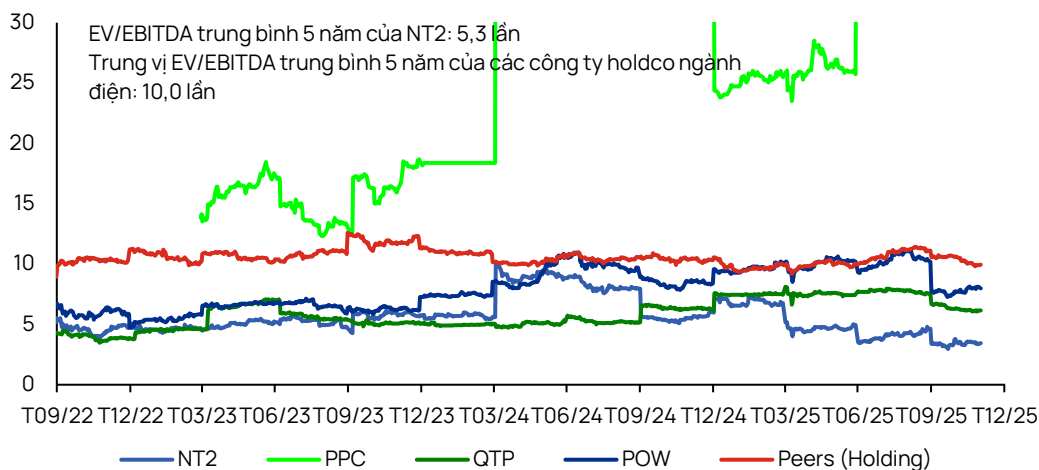
Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (số liệu tính đến ngày 03/12/2025)

Hình 8: 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 03/12/2025)

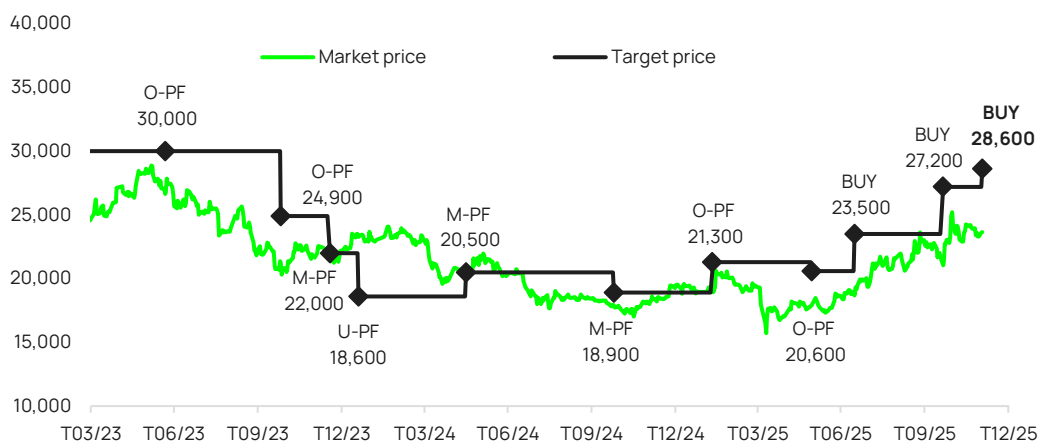
Hình 9: Trung vị EV/EBITDA trượt của NT2 so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 03/12/2025; * EBITDA năm 2022 của PPC ghi nhận âm)

Diễn biến khuyến nghị

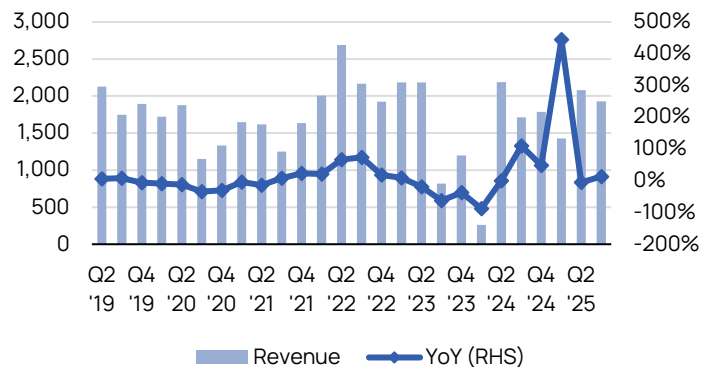
Hình 10: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)



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

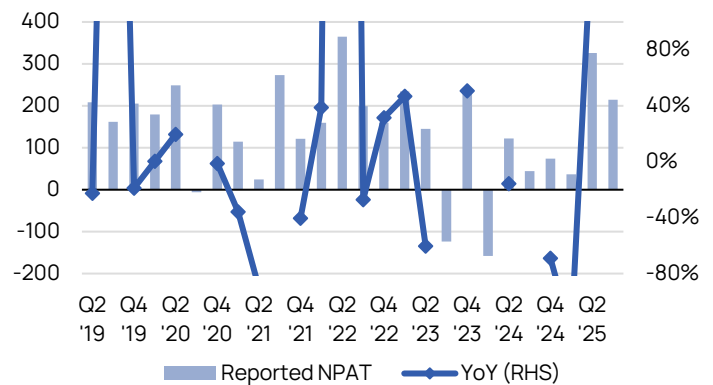
KQKD hàng quý

Hình 11: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



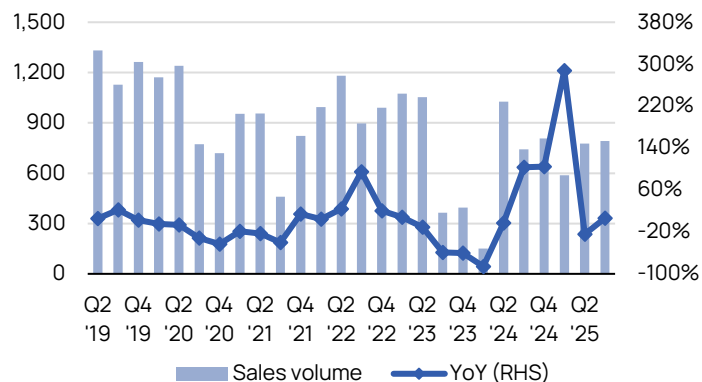
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 12: LNST báo cáo hàng quý* (tỷ đồng)



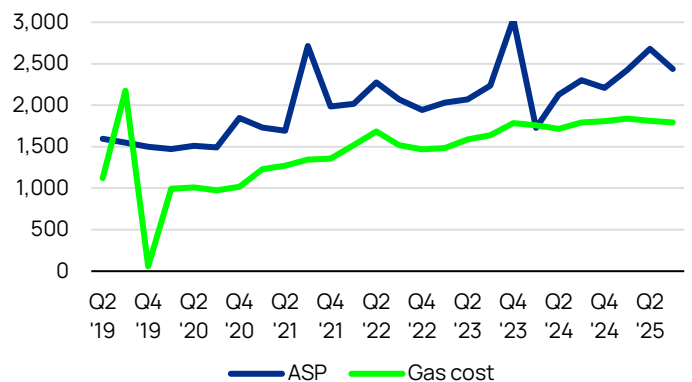
Nguồn: NT2, Vietcap (*NT2 lỗ ròng trong quý 3/2020, quý 3/2023 và quý 1/2024; Lợi nhuận ròng báo cáo thay đổi lần lượt là +5,7x, -1x và +14x, +2,7x trong quý 3/2019, quý 2/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

Hình 13: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý** (triệu kWh)



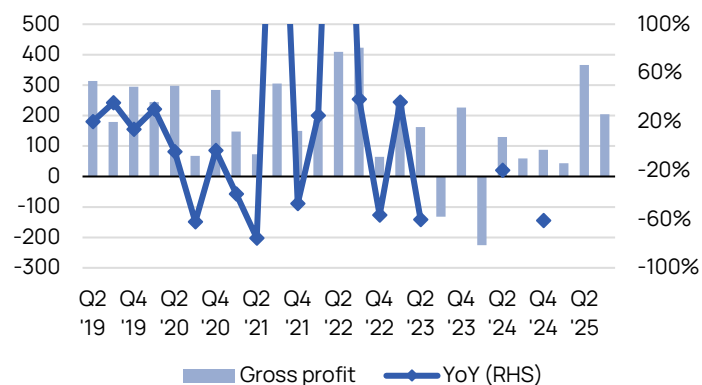
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 14: Giá bán trung bình và chi phí khí hàng quý (đồng/kWh)



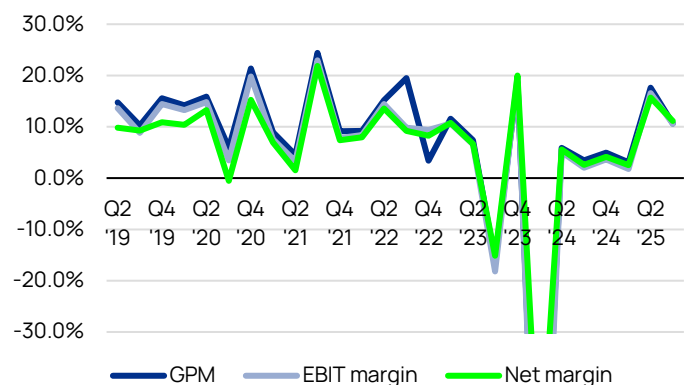
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 15: 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 16: Biên lợi nhuận hàng quý****



Nguồn: NT2, Vietcap (****biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh 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	10.379	10.689
Giá vốn hàng bán	-5.892	-6.816	-9.170	-9.838
Lợi nhuận gộp	52	875	1.209	852
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-81	-58	-84	-87
LN từ HĐKD	-30	817	1.124	765
Thu nhập tài chính	100	141	181	203
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	91	0	0
LNTT	104	991	1.237	899
Thuế TNDN	-21	-99	-247	-180
LNST trước CĐTS	83	892	989	720
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	83	892	989	720
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	25	819	848	720
EBITDA	657	1.390	1.331	971
EPS, báo cáo, VND	278	2.987	3.315	2.411
EPS, cốt lõi (1), VND	77	2.735	2.823	2.411
EPS pha loãng, VND	278	2.987	3.315	2.411
DPS, VND	700	2.000	2.500	2.500
DPS/EPS báo cáo (%)	252%	67%	75%	104%

(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%	34,9%	3,0%
TT EPS, báo cáo	-82,0%	975,5%	11,0%	-27,3%
TT EPS, cốt lõi	-94,5%	3171,0%	3,5%	-15,1%
TT DPS	-53,3%	185,7%	25,0%	0,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	0,9%	11,4%	11,6%	8,0%
Biên LN từ HĐ %	-0,5%	10,6%	10,8%	7,2%
Biên EBITDA	11,1%	18,1%	12,8%	9,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	1,4%	11,6%	9,5%	6,7%
ROE	1,9%	19,0%	18,8%	13,1%
ROA	0,9%	9,9%	10,7%	7,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	18	18	16	18
Số ngày phải thu	163	150	129	138
Số ngày phải trả	122	100	70	77
TG luân chuyển tiền	60	68	75	78
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,3	2,0	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	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	11,5%	18,6%	17,4%	17,1%
Nợ/Vốn sử dụng	19,2%	24,7%	23,2%	23,2%
Nợ/Vốn CSH	-31,8%	-39,0%	-37,1%	-41,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,8	15,0	16,3	11,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	57	1.204	1.262	1.467
Đầu tư TC ngắn hạn	2.273	2.300	2.300	2.300
Các khoản phải thu	2.989	3.329	3.981	4.100
Hàng tồn kho	333	343	461	495
TS ngắn hạn khác	122	122	122	122
Tổng TS ngắn hạn	5.774	7.298	8.126	8.485
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	8.588	9.214	9.369
Phải trả ngắn hạn	2.253	1.494	2.010	2.156
Nợ ngắn hạn	996	1.600	1.600	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.260	615	311	321
Tổng nợ ngắn hạn	4.509	3.709	3.921	4.077
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.509	3.709	3.921	4.077
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	2.000	2.414	2.414
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.189	4.879	5.293	5.293
Tổng cộng nguồn vốn	8.698	8.588	9.214	9.369
SL CP lưu hành (tr)	288	288	288	288
SL CP lưu hành (tr) (pha	288	288	288	288

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	1	57	1.204	1.262
Thu nhập ròng	83	892	989	720
Khấu hao	687	573	206	206
Thay đổi vốn lưu động	-99	-690	-558	3
Điều chỉnh khác	-143	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	528	774	637	929
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	-720
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	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-405	402	-576	-720
Tổng lưu chuyển tiền tệ	56	1.147	58	206
Tiền cuối năm	57	1.204	1.262	1.467

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo

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.