

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch (NT2)

MUA +22,4%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	26/02/2026
Giá hiện tại	26.800 VND
Giá mục tiêu	30.300 VND
Giá mục tiêu gần nhất	28.600 VND
TL tăng	+13,1%
Lợi suất cổ tức	+9,3%
Tổng mức sinh lời	+22,4%

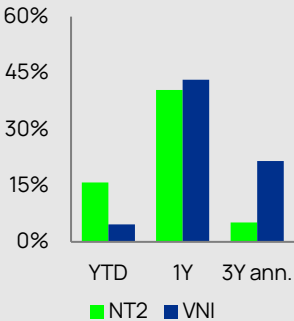
GT vốn hóa	8 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	42,2 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	62%
SL cổ phiếu lưu hành	288tr
Pha loãng	288tr

	NT2	VNI
P/E (trung)	8,0x	16,3x
P/B (ht)	1,6x	2,3x
ROA	10,8%	2,1%
ROE	21,6%	15,1%

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 Thủy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.804	9.528	10.368	11.274
% YoY	31,3%	22,1%	8,8%	8,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.000	1.101	900	1.129
% YoY	1106,0%	10,1%	-18,3%	25,4%
EPS	1106,0%	10,1%	-18,3%	25,4%
Biên LN gộp	14,0%	13,9%	9,9%	11,3%
Biên LN ròng	12,8%	11,6%	8,7%	10,0%
ROE	21,6%	21,3%	16,2%	19,3%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-42,7%	-53,6%	-67,7%	-71,0%
Lợi suất cổ tức	7,5%	9,3%	9,3%	11,2%
DPS (đồng/CP)	2.000	2.500	2.500	3.000
P/E báo cáo	8,0x	7,3x	8,9x	7,1x
P/B	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA	5,5x	6,3x	7,9x	6,5x

Giá khí thấp, sản lượng ở mức cao, hợp đồng Qc thuận lợi thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 5,9% giá mục tiêu đối với CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) lên 30.300 đồng/CP, chủ yếu do dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026–30 tăng 10% (điều chỉnh lần lượt +11%/+25%/+5%/+2%/+10% cho từng năm).
- Nguyên nhân cho mức tăng trong dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026–30 chủ yếu bao gồm (1) giả định giá khí trung bình giảm 3% của chúng tôi, (2) chi phí khấu hao dự phóng giảm 20% từ năm 2026, và (3) thu nhập tài chính cao hơn 33%, lần át (4) dự báo giá CGM toàn ngành giảm trung bình 4%.
- Chúng tôi kỳ vọng LNST báo cáo năm 2026 tăng, đạt mức 1,1 nghìn tỷ đồng (+10% YoY) từ mức cơ sở cao của năm 2025, được thúc đẩy bởi (1) sản lượng tăng lên 4,6 tỷ kWh (+46% YoY), (2) chi phí khấu hao giảm khoảng 390 tỷ đồng, (3) ghi nhận khoảng 155 tỷ đồng bồi thường lỗi tỷ giá, và (4) thu nhập tài chính tăng 34% YoY, lần át (5) thuế suất tăng gấp đôi, đạt 20% từ năm 2026.
- NT2 dự kiến mức chi trả cổ tức tiền mặt sẽ tăng gần gấp 3 lần, từ 700 đồng trong năm 2024 lên 2.000 đồng trong năm 2025 (lợi suất 7,5%), 2.500 đồng trong năm 2026/27 (lợi suất 9,3%), và 3.000 đồng trong năm 2028 (lợi suất 11,2%). Chúng tôi đánh giá mức cổ tức này có thể duy trì bền vững nhờ dòng tiền tự do mạnh, ở mức khoảng 1,0 nghìn tỷ đồng/năm, cùng với tiền mặt và đầu tư ngắn hạn đạt 3,8 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025, tương đương 49% vốn hóa thị trường của NT2.
- Định giá của NT2 hiện ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 7,3 lần, thấp hơn 48% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (13,9 lần). Lợi suất cổ tức tương đương theo giá mục tiêu đạt 8,3%, qua đó khiến cổ phiếu NT2 trở nên hấp dẫn hơn so với lãi suất tiền gửi ngân hàng.
- Rủi ro:** Sản lượng thấp hơn dự kiến.
- Yếu tố hỗ trợ:** Chênh lệch giá năm 2026 cao hơn dự kiến.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm trung bình 3,3% dự báo giá khí giai đoạn 2026–2030, lần lượt thay đổi -10%/-5%/+1%/+2%/-5% trong năm 2026/27/28/29/30. Dự báo này dựa trên việc chúng tôi gần đây điều chỉnh giảm trung bình 2,2% giả định giá khí khu vực Đông Nam Bộ giai đoạn 2026–2029 (xem [Báo cáo Cập nhật GAS vào ngày 23/01/2026](#)). Chúng tôi cho rằng dự báo này phù hợp với kế hoạch gần đây của ban lãnh đạo về giá khí đi ngang YoY trong năm 2026, qua đó tiếp tục củng cố lợi thế cạnh tranh của NT2 so với các doanh nghiệp cùng ngành (xem trang 3).

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. 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 ước tính Qc đạt 3,6 tỷ kWh, tương ứng tỷ lệ Qc ở mức 80%.

Sản lượng cao và sản lượng hợp đồng Qc tích cực trong tháng 1 xác nhận dự báo cho năm 2026 và thúc đẩy lợi nhuận quý 1: Trong 1T 2026, sản lượng hợp đồng Qc đạt 330 triệu kWh (gấp 2,2 lần YoY, hoàn thành 9% dự báo cho năm 2026 của chúng tôi), trong khi sản lượng bán đạt khoảng 340 triệu kWh (gấp 2,6 lần YoY, hoàn thành 7,4% dự báo cho năm 2026). Chúng tôi kỳ vọng diễn biến này sẽ thúc đẩy LNST quý 1/2026 tăng gấp 8 lần YoY, đạt khoảng 300 tỷ đồng, từ mức cơ sở thấp của quý 1/2025.

Triển vọng năm 2026: Sản lượng thương phẩm tăng, khấu hao giảm mạnh YoY thúc đẩy LNST cốt lõi

Hình 1: 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)	3.118	4.562	46%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc 7,5% YoY. Sản lượng bán 1T 2026 đạt 340 triệu kWh (gấp 2,6 lần YoY), hoàn thành 7,4% dự báo cho năm 2026 của chúng tôi. (b) Do chúng tôi dự phóng sản lượng Qc không huy động bằng không trong năm 2026.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	3.500	3.650	4%	0%	(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 112% trong năm 2025). (b) Chủ yếu do dự báo giá khí giảm và giá CGM dự phóng giảm 7,2% dựa trên dự báo giá CGM toàn ngành giảm.
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	-382	912	N.M.	0%	(a) Chủ yếu do (1) tỷ lệ Qc thấp hơn, chỉ đạt 80% so với 112% trong năm 2025 và (2) dự phóng sản lượng Qc không huy động bằng không trong năm 2026, và (3) tỷ suất hao nhiệt giảm 8,5%. (b) Chủ yếu do dự báo giá khí giảm và giá CGM dự phóng giảm 7,2% dựa trên dự báo giá CGM toàn ngành giảm.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.503	2.054	-18%	-8%	(a) Chủ yếu do (1) tỷ lệ Qc thấp hơn, chỉ đạt 80% so với 112% trong năm 2025 và (2) dự phóng sản lượng Qc không huy động bằng không trong năm 2026, và (3) tỷ suất hao nhiệt giảm 8,5%. (b) Chủ yếu do dự báo giá khí giảm và giá CGM dự phóng giảm 7,2% dựa trên dự báo giá CGM toàn ngành giảm.
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.729	1.614	-7%	-10%	(a) Chủ yếu do tỷ suất hao nhiệt giảm. (b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm 11% dự báo giá khí.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	775	441	-43%	2%	(a & b) Do dự báo giá khí khu vực Đông Nam Bộ trong năm 2026 giảm 10%, phù hợp với kế hoạch gần đây của ban lãnh đạo đối với việc giá khí đi ngang YoY trong năm 2026.
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	9,4	0%	-10%	(a & b) Do dự báo giá khí khu vực Đông Nam Bộ trong năm 2026 giảm 10%, phù hợp với kế hoạch gần đây của ban lãnh đạo đối với việc giá khí đi ngang YoY trong năm 2026.
Doanh thu	7.804	9.528	22%	-8%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) sản lượng bán tăng mạnh và (2) ghi nhận 155 tỷ đồng bồi thường lỗ tỷ giá, lẫn át (3) mức giảm 18% YoY trong ASP. (b) Chủ yếu do (1) dự báo giá khí giảm 10% và (2) giá CGM dự phóng giảm 7,2% do dự báo giá CGM toàn ngành giảm.
Lợi nhuận gộp	1.093	1.321	21%	9%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) chi phí khấu hao giảm khoảng 390 tỷ đồng khi nhà máy của NT2 được khấu hao hết và (2) ghi nhận 155 tỷ đồng bồi thường lỗ tỷ giá. Các yếu tố này lẫn át (3) chênh lệch giá giảm YoY. (b) Chủ yếu do dự báo chênh lệch giá tăng 2% và chi phí khấu hao giảm.
Chi phí SG&A	-76	-93	22%	10%	(a & b) Chủ yếu do lãi suất cao hơn và số dư đầu tư ngắn hạn cuối năm 2025 cao hơn kỳ vọng.
Lợi nhuận từ HĐKD	1.018	1.228	21%	9%	(a & b) Chủ yếu do lãi suất tăng.
Thu nhập tài chính	170	229	34%	26%	(a & b) Chủ yếu do lãi suất tăng.
Chi phí tài chính	-66	-81	21%	17%	(a & b) Chủ yếu do lãi suất tăng.
Thu nhập khác	1	0	-100%	N.M.	
LNTT	1.123	1.376	23%	11%	
LNST sau lợi ích CBTS báo cáo	1.000	1.101	10%	11%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi tăng trưởng LNST sau lợi ích CBTS cốt lõi và 155 tỷ đồng tiền bồi thường lỗ tỷ giá.
LNST sau lợi ích CBTS cốt lõi	907	977	8%	15%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) sản lượng bán tiếp tục mở rộng, (2) chi phí khấu hao giảm YoY, và (3) thu nhập tài chính tăng, lẫn át (4) chênh lệch giá giảm 43% YoY và (6) thuế suất tăng gấp đôi, ở mức 20%. (b) Chủ yếu do (1) dự báo chênh lệch giá tăng 2%, (2) chi phí khấu hao giảm, và (3) thu nhập tài chính tăng 26%.

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo

Triển vọng lợi nhuận

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

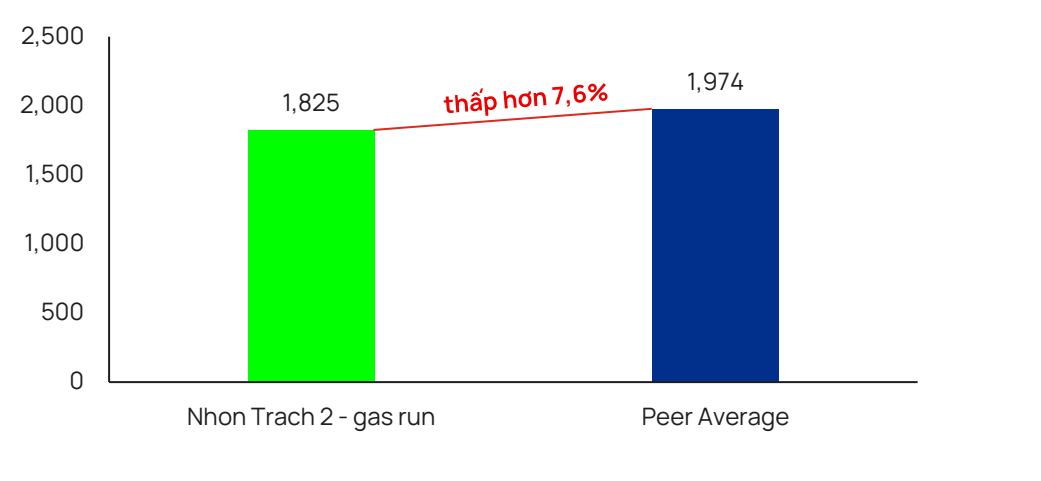
Mức tăng trong dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026–30 của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) giả định giá khí trung bình giảm 3%, (2) chi phí khấu hao dự phóng giảm 20% từ năm 2026, và (3) thu nhập tài chính tăng 33%, qua đó lần át (4) dự báo giá CGM toàn ngành thấp hơn trung bình 4%.

Hình 2: Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2026-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2026-2030*
Dự báo trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,2	4,6	4,2	4,3	4,3	4,3	21,6
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.377	2.236	2.541	2.643	2.627	2.650	2.539
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,5	12,0	12,2	12,0	12,2	11,8
LNST báo cáo	892	989	720	1.072	1.136	1.159	5.077
LNST cốt lõi	819	848	720	1.072	1.136	1.159	4.935
Dự báo mới							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,1	4,6	4,2	4,3	4,3	4,3	21,6
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.503	2.054	2.459	2.639	2.638	2.534	2.465
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	9,4	11,5	12,3	12,3	11,5	11,4
LNST báo cáo	1.000	1.101	900	1.129	1.158	1.274	5.562
LNST cốt lõi	907	977	882	1.129	1.158	1.274	5.421
Dự báo mới so với trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm	-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Giá bán trung bình (VND/kWh)	5%	-8%	-3%	0%	0%	-4%	-3%
Giá khí (USD/triệu BTU)	0%	-10%	-5%	1%	2%	-5%	-3%
LNST báo cáo	12%	11%	25%	5%	2%	10%	10%
LNST cốt lõi	11%	15%	23%	5%	2%	10%	10%

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 3: 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 5,9% giá mục tiêu đối với NT2, đạt 30.300 đồng/cổ phiếu, chủ yếu do dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026–30 của chúng tôi tăng 10% (điều chỉnh lần lượt +11%/+25%/+5%/+2%/+10%).

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/cổ phiếu
Chiết khấu dòng tiền	35.600	100%	35.600
Giá trị hợp lý			35.600
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			30.300
P/E năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			8,2x
EV/EBITDA năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			7,0x
Lợi suất cổ tức năm 2026 dựa trên giá mục tiêu %			8,3%

Nguồn: Vietcap

Chiết khấu dòng tiền (CKDT)

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

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.018	1.228	931	1.180	1.191	1.307
- Thuế	-123	-275	-225	-282	-290	-319
+ Khấu hao	556	165	165	165	165	165
- Vốn XD CB	-12	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-631	114	519	-100	-2	8
Dòng tiền tự do (DTTD)		1.229	1.386	959	1.061	1.158
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		1.091	1.094	672	660	640
Tổng GTHT của DTTD		1.091	2.185	2.857	3.518	4.158

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.293	1.278	1.262	1.246	1.229
- Thuế	-322	-326	-329	-333	-337
+ Khấu hao	165	165	165	165	165
- Vốn XD CB	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-4	-4	-4	-4	-4
+ Giá trị thu hồi					6.259
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.128	1.110	1.091	1.071	7.309
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	554	484	422	368	2.234
Tổng GTHT của DTTD	4.712	5.196	5.618	5.986	8.220

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	8.220
GTHT của giá trị cuối (GTC)	0
Tổng GTHT của DTTD và GTC	8.220
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	3.780
- Nợ vay	-1.762
Giá trị VCSH	10.238
Cổ phiếu pha loãng (triệu)	288
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	35.600

So sánh với các công ty cùng ngành

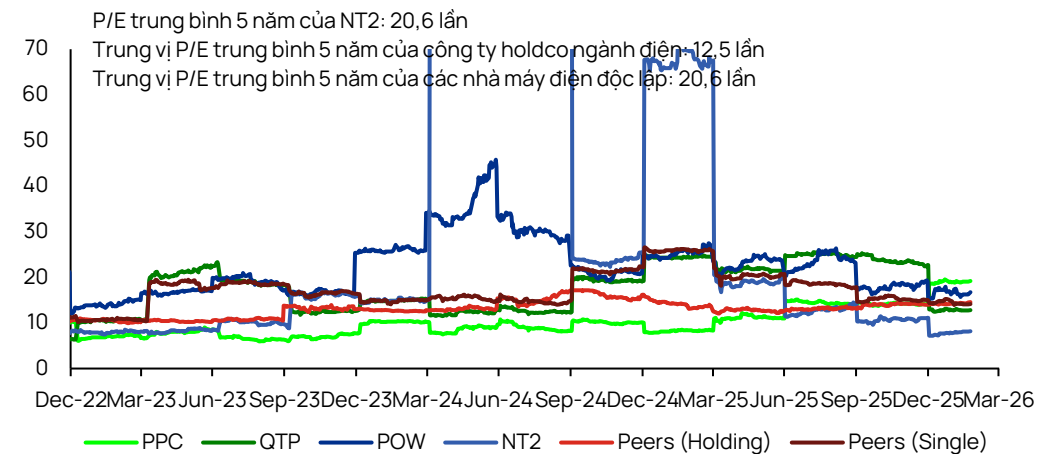
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, bao gồm các công ty holdco hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện – cùng với các nhà máy điện độc lập tại Việt Nam và các quốc gia khác tại Châu Á. Các công ty này đều là công ty phát điện nhưng khác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

Hình 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	12.307	8.486	4,9	853,1	12,8	0,9	7,1	32,8	4,0	14,5	4,3	12,0
First Philip Hld	Philippines	573	2.911	1,0	269,9	12,6	44,2	2,9	9,2	2,8	2,3	0,2	4,7
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.238	706	-32,1	182,7	3,2	28,6	2,9	6,5	4,5	11,4	0,7	21,0
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.186	802	-6,5	58,9	-23,5	41,5	2,0	4,0	4,1	18,8	0,7	23,6
Global Power Syn	Thái Lan	3.945	2.585	-7,0	194,8	57,5	78,6	2,3	6,0	2,0	19,2	1,2	10,0
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	13.228	7.746	6,6	469,8	7,4	115,9	2,7	11,7	0,6	30,3	3,4	12,5
Cikarang Listrin	Indonesia	684	550	0,5	60,1	-17,5	7,9	4,7	8,3	9,8	11,1	0,9	4,2
Ytl Power Intl	Malaysia	6.486	4.804	-4,5	593,1	-15,0	118,1	3,7	12,7	2,6	9,4	1,2	11,8
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.047	1.819	-12,9	34,8	N/A	100,3	0,8	2,8	4,2	42,4	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	762	2.179	60,9	15,0	N/A	220,0	N/A	N/A	N/A	50,2	1,8	3,7
PV Power (POW)	Việt Nam	1.624	1.313	12,7	90,0	110,6	25,9	2,8	7,1	N/A	16,8	1,1	8,2
Trung vị		1.624	1.819	1,0	130,5	12,6	44,2	2,8	7,7	4,0	16,8	1,1	8,7
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonburi	Thái Lan	94	95	-19,5	-8,6	N/A	122,5	-3,3	-8,5	2,0	N/A	0,9	24,3
Vivant Corp	Philippines	363	203	29,1	49,6	48,1	9,9	8,8	13,9	2,8	6,7	1,0	13,4
AC Energy	Philippines	1.846	547	-12,2	52,4	-66,5	78,0	0,9	2,0	1,9	65,7	0,7	356,1
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	973	574	-10,7	58,5	128,0	124,6	2,2	6,2	2,2	15,8	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.199	1.820	13,8	361,4	30,4	89,0	8,8	22,0	2,6	7,5	1,5	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	6.549	967	14,7	209,9	22,2	69,5	2,9	6,9	0,8	29,6	2,0	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.071	365	38,5	61,8	75,4	113,3	2,9	10,7	0,9	16,6	1,7	N/A
Quang Ninh (QTP)	Việt Nam	218	475	-1,2	24,7	1,2	-7,2	8,4	12,0	15,7	9,2	1,1	4,6
Hai Phong (HND)	Việt Nam	206	374	-11,8	16,2	62,8	-28,3	5,9	7,2	0,9	12,8	0,9	4,0
Pha Lai (PPC)	Việt Nam	124	253	-14,5	6,5	-60,2	-9,7	3,2	3,8	4,9	19,2	0,7	13,5
Trung vị		668	370	1,5	51,0	48,1	73,8	3,0	7,0	2,1	15,8	1,0	13,5
NT2	Việt Nam	303	300	31,3	38,5	1.106	-42,7	10,8	21,6	7,5	8,0	1,6	5,5

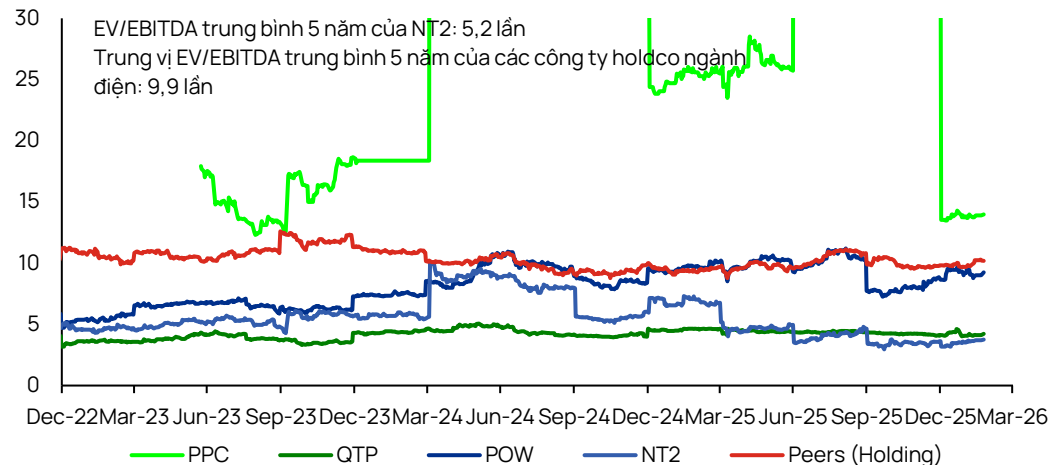
Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (số liệu tính đến ngày 24/02/2026)

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 24/02/2026)

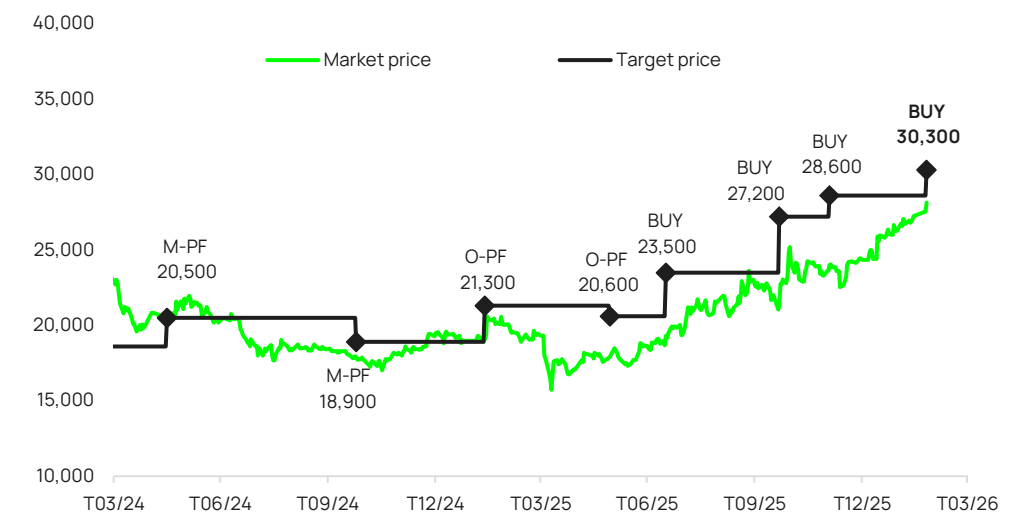
Hình 8: Trung vị EV/EBITDA trượt của NT2 so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (số liệu tính đến ngày 24/02/2026; * EBITDA năm 2022 của PPC ghi nhận âm)

Diễn biến khuyến nghị

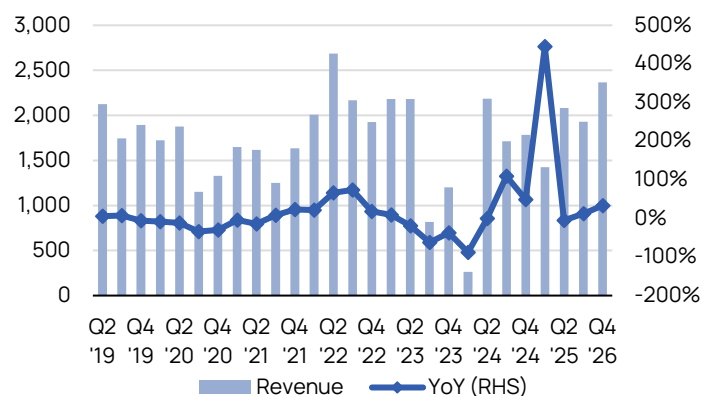
Hình 9: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)



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

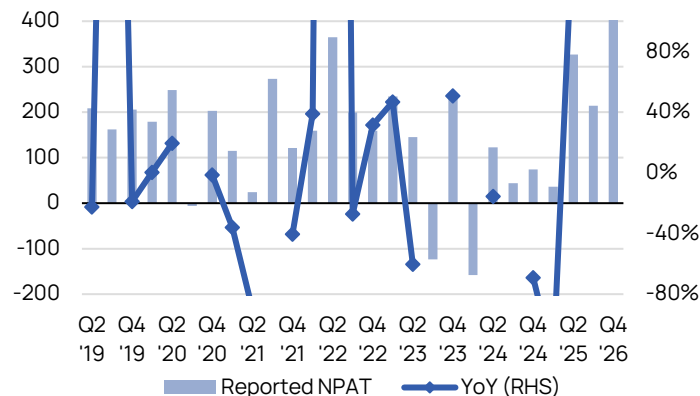
KQKD hàng quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



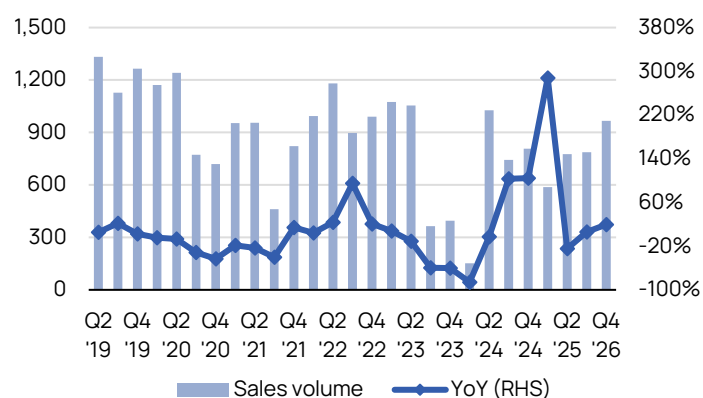
Nguồn: NT2, Vietcap

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



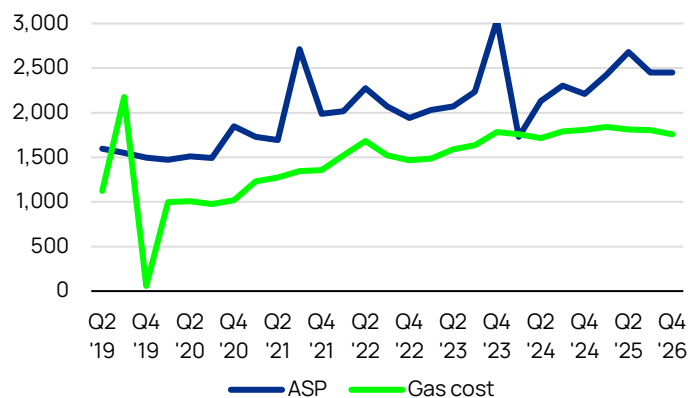
Nguồn: NT2, Vietcap (*NT2 lỗ ròng trong quý 3/2020, quý 3/2023 và quý 1/2024; Lợi nhuận ròng báo cáo thay đổi lần lượt là +5,7x, -1x và +14x, +2,7x trong quý 3/2019, quý 2/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

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



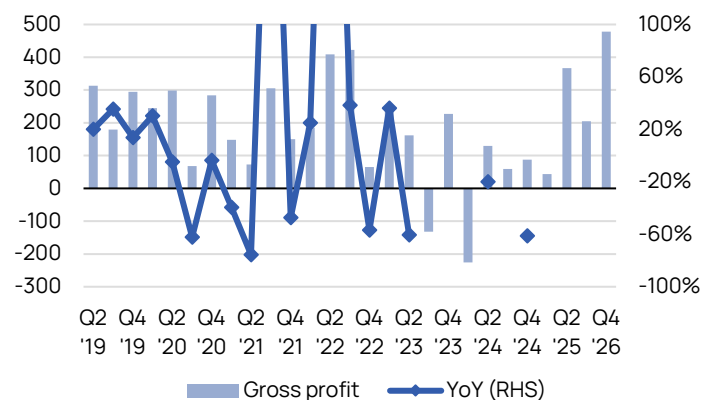
Nguồn: NT2, Vietcap

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



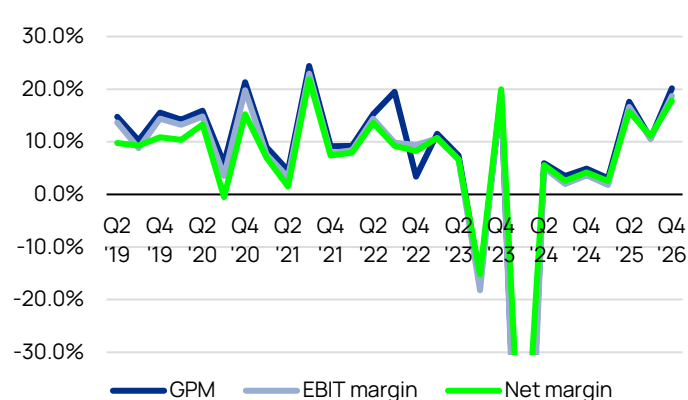
Nguồn: NT2, Vietcap

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)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	7.804	9.528	10.368	11.274
Giá vốn hàng bán	-6.710	-8.207	-9.342	-9.996
Lợi nhuận gộp	1.093	1.321	1.026	1.277
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-76	-93	-95	-98
LN từ HĐKD	1.018	1.228	931	1.180
Thu nhập tài chính	170	229	271	308
Chi phí tài chính	-66	-81	-77	-77
Trong đó, chi phí lãi vay	-65	-81	-77	-77
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	1	0	0	0
LNTT	1.123	1.376	1.125	1.411
Thuế TNDN	-123	-275	-225	-282
LNST trước CĐTS	1.000	1.101	900	1.129
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.000	1.101	900	1.129
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	907	977	882	1.129
EBITDA	1.574	1.393*	1.096	1.345
EPS, báo cáo, VND	3.349	3.689	3.016	3.782
EPS, cốt lõi (1), VND	3.026	3.258	2.954	3.782
EPS pha loãng, VND	3.349	3.689	3.016	3.782
DPS, VND	2.000	2.500	2.500	3.000
DPS/EPS báo cáo (%)	60%	68%	83%	79%

(1) Cốt lõi: Không bao gồm lãi/lỗ tỷ giá, thu nhập bất thường

TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	31,3%	22,1%	8,8%	8,7%
TT EPS, báo cáo	1.106%	10,1%	-18,3%	25,4%
TT EPS, cốt lõi	3521,8	7,8%	-9,7%	27,9%
TT DPS	185,7%	25,0%	0,0%	20,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,0%	13,9%	9,9%	11,3%
Biên LN từ HĐ %	13,0%	12,9%	9,0%	10,5%
Biên EBITDA	20,2%	14,6%	10,6%	11,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,8%	11,6%	8,7%	10,0%
ROE	21,6%	21,3%	16,2%	19,3%
ROA	10,8%	11,2%	8,6%	10,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	19	17	17	18
Số ngày phải thu	157	147	134	125
Số ngày phải trả	95	67	75	77
TG luân chuyển tiền	81	96	76	65
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,9	1,9	2,0
CS thanh toán nhanh	1,7	1,8	1,8	1,9
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,1	0,3	0,4
Nợ/Tài sản	19,3%	16,3%	15,4%	14,5%
Nợ/Vốn sử dụng	27,1%	23,3%	22,7%	21,5%
Nợ/Vốn CSH	-42,7%	-53,6%	-67,7%	-71,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	15,7	15,3	12,1	15,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	22	661	1.522	1.993
Đầu tư TC ngắn hạn	3.757	3.757	3.757	3.757
Các khoản phải thu	3.741	3.915	3.693	4.015
Hàng tồn kho	354	413	470	503
TS ngắn hạn khác	5	5	5	5
Tổng TS ngắn hạn	7.879	8.752	9.447	10.273
TS dài hạn (gộp)	11.381	11.384	11.387	11.391
- Khấu hao lũy kế	-10.479	-10.644	-10.809	-10.974
TS dài hạn (ròng)	902	740	579	417
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	343	343	343	343
Tổng TS dài hạn	1.245	1.083	922	760
Tổng Tài sản	9.124	9.835	10.369	11.034
Phải trả ngắn hạn	1.234	1.799	2.047	2.191
Nợ ngắn hạn	1.762	1.600	1.600	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.399	1.182	1.287	1.399
Tổng nợ ngắn hạn	4.395	4.581	4.934	5.190
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.395	4.581	4.934	5.190
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	1.850	2.375	2.556	2.965
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.729	5.254	5.434	5.844
Tổng cộng nguồn vốn	9.124	9.835	10.369	11.034
SL CP lưu hành (tr)	288	288	288	288
SL CP lưu hành (tr) (pha	288	288	288	288

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	57	22	661	1.522
Thu nhập ròng	1.000	1.101	900	1.129
Khấu hao	556	165	165	165
Thay đổi vốn lưu động	-631	114	519	-100
Điều chỉnh khác	81	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.006	1.380	1.584	1.194
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-12	-3	-3	-3
Đầu tư, ròng	-1.363	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.376	-3	-3	-3
Cổ tức đã trả	-431	-576	-720	-720
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	766	-162	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	334	-738	-720	-720
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-35	639	861	471
Tiền cuối năm	22	661	1.522	1.993

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo, (*) EBITDA năm 2026 dự kiến giảm 12% YoY, chủ yếu do chênh lệch giá giảm 43% YoY (phản ánh tỷ lệ Qc ở mức 80% trong năm 2026 so với 122% trong năm 2025).

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 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.

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 Vinh, 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

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135

- 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 Thực, 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, Phó Trưởng phòng, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

Anthony Le

Giám đốc

Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@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

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.