

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch (NT2)

MUA +44,5%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	10/08/2026
Giá hiện tại	21.450 VND
Giá mục tiêu	29.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	28.800 VND
TL tăng	+35,2%
Lợi suất cổ tức	+9,3%
Tổng mức sinh lời	+44,5%

GT vốn hóa	6,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	2,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	10,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	62%
SL cổ phiếu lưu hành	288 tr
Pha loãng	288 tr

	NT2	VNI
P/E (trượt)	5,1x	13,4x
P/B (ht)	1,1x	2,0x
ROA	12,8%	2,4%
ROE	24,6%	16,2%

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

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.958	9.745	10.750	10.459
% YoY	33,9%	22,5%	10,3%	-2,7%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.130	1.064	1.111	977
% YoY	1263,5%	-5,8%	4,4%	-12,1%
EPS	1243,0%	-5,8%	4,4%	-12,1%
Biên LN gộp	15,7%	13,2%	12,0%	10,3%
Biên LN ròng	14,2%	10,9%	10,3%	9,3%
ROE	23,7%	19,3%	17,9%	14,6%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-43,2%	-56,5%	-70,5%	-75,6%
Lợi suất cổ tức	4,7%	9,3%	9,3%	9,3%
DPS (đồng/CP)	1.000	2.000	2.000	2.000
P/E báo cáo	5,8x	6,1x	5,9x	6,7x
P/B	1,3x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	4,2x	5,4x	5,4x	6,4x

Qc cao trong nửa cuối năm 2026, sản lượng và giá CGM tăng mạnh trong năm 2027

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% giá mục tiêu của CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2) lên 29.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-30 cao hơn 7% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +23%/+3%/+7%/+6%/-2%) và (2) số dư tiền mặt ròng cao hơn 5% QoQ, qua đó bù đắp cho (3) việc chúng tôi nâng lãi suất phi rủi ro thêm 1 điểm % từ 6,0% lên 7,0%.
- Dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026-30 của chúng tôi cao hơn chủ yếu do (1) tổng sản lượng bán cao hơn 2%, (2) giá khí trung bình thấp hơn 1% và (3) chi phí bảo dưỡng giai đoạn 2026-27 thấp hơn 33-34% (theo Thông tư 99, quy định loại bỏ chính sách kế toán trích trước chi phí).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ giảm nhẹ (-6% YoY), do (1) khoản bồi thường lỗ tỷ giá nhận được thấp hơn, (2) chênh lệch giá giảm 34% YoY, (3) chi phí SG&A tăng 37% YoY và (4) thuế suất tăng gấp đôi lên 20%, một phần được bù đắp bởi (5) mức tăng 39% YoY của sản lượng bán, (6) chi phí khấu hao giảm khoảng 390 tỷ đồng YoY và (7) chi phí bảo dưỡng giảm 30% YoY.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2027 sẽ tăng 6% YoY lên 1,1 nghìn tỷ đồng từ mức nền cao của năm 2026, được thúc đẩy bởi (1) thu nhập tài chính tăng 24% YoY nhờ số dư tiền mặt gộp lớn hơn (4,4 nghìn tỷ đồng cuối quý 2/2026, tương đương 74% vốn hóa), (2) sản lượng bán tăng 1% YoY và (3) chênh lệch giá tăng 1% YoY, được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá CGM toàn ngành tăng 18% YoY.
- Định giá của NT2 hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 6,1 lần, thấp hơn 57% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (14,3 lần). P/E trượt 12 tháng của NT2 đang ở mức thấp nhất trong lịch sử.
- Rủi ro:** Chênh lệch giá thấp hơn kỳ vọng.
- Yếu tố hỗ trợ:** Mở rộng công suất với dự án Nhơn Trạch 5 hoặc lợi suất cổ tức cao hơn kỳ vọng

Qc và sản lượng điện thương phẩm dự phóng năm 2026 cao hơn nhờ huy động mạnh hơn trong nửa cuối năm, hỗ trợ lợi nhuận năm 2026: Chúng tôi điều chỉnh tăng 15% dự báo sản lượng Qc năm 2026 lên 4,1 tỷ kWh (+16% YoY) và tăng 8% dự báo sản lượng thương phẩm lên 4,3 tỷ kWh (+39% YoY), sau khi sản lượng Qc phân bổ cho nửa cuối năm đạt 2,2 tỷ kWh, theo các doanh nghiệp trong ngành. Bộ Công Thương ước tính tiêu thụ điện sẽ tăng 6-11% YoY trong nửa cuối năm 2026 so với nửa đầu năm (10% YoY).

Nguồn khí giá thấp bổ sung từ mở khí mở rộng Hải Thạch - Mộc Tinh giúp cải thiện lợi thế cạnh tranh của NT2. NT2 kỳ vọng nguồn khí bổ sung từ Hải Thạch - Mộc Tinh sẽ giúp công ty sử dụng 100% khí trong nước trong ít nhất 5 năm tới (hoàn toàn không sử dụng LNG). Chúng tôi điều chỉnh giảm 1% dự báo giá khí trung bình mới của NT2 giai đoạn 2026-2030 xuống 10,9 USD/triệu BTU, thấp hơn 23% và 9% so với dự báo giá LNG và giá khí khu vực Đông Nam Bộ của chúng tôi (trang 5).

Chúng tôi điều chỉnh giảm 33%-34% dự báo chi phí bảo dưỡng giai đoạn 2026-2027, do NT2 không còn trích trước chi phí bảo dưỡng lớn sau khi áp dụng Thông tư 99. Thay đổi kế toán này đã góp phần khiến chi phí bảo dưỡng giảm 54% YoY trong nửa đầu năm 2026. Chúng tôi kỳ vọng chi phí bảo dưỡng sẽ tăng trở lại từ năm 2028, khi NT2 thực hiện đợt đại tu kế tiếp, với chi phí liên quan sau đó được phân bổ trong 5 năm tiếp theo.

Triển vọng năm 2026: Sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh, chi phí khấu hao & bảo dưỡng thấp hơn dự kiến thúc đẩy LNST cốt lõi năm 2026

Hình 1: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	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	4.336	39%	8%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng mạnh 57% YoY của sản lượng điện thương phẩm trong nửa đầu năm và sản lượng Qc nửa cuối năm 2026 đạt 2,2 tỷ kWh (+16% YoY, +14% QoQ). (b) Sau khi sản lượng Qc phân bổ cho nửa cuối năm ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm của NT2 trong nửa cuối năm sẽ hoàn toàn là sản lượng Qc. Sản lượng điện thương phẩm nửa đầu năm 2026 đạt 2.140 triệu kWh (+57% YoY), hoàn thành 53% dự báo trước đây của chúng tôi.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	3.500	4.054	16%	15%	(b) Sau khi sản lượng Qc nửa cuối năm đạt 2,2 tỷ kWh (theo các doanh nghiệp trong ngành). Tỷ lệ Qc năm 2026 ở mức 94% (+6 điểm % so với dự báo trước đây của chúng tôi).
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	-382	282	N.M.	-44%	(a) Do chúng tôi dự báo không ghi nhận sản lượng Qc chưa huy động trong năm 2026. (b) Sau khi sản lượng Qc phân bổ ở mức cao trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng Qm gần như bằng 0 trong nửa cuối năm.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.503	2.242	-10%	2%	(a) Chủ yếu do (1) tỷ lệ Qc thấp hơn, ở mức 94% so với mức 112% trong năm 2025, (2) không ghi nhận sản lượng Qc chưa huy động trong năm 2026, và (3) suất hao nhiệt thấp hơn 8,5%. (b) Do dự báo giá khí của chúng tôi cao hơn 3%.
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.804	1.785	-1%	3%	(a) Chủ yếu do suất hao nhiệt thấp hơn, qua đó bù đắp cho giá khí cao hơn. (b) Chủ yếu do dự báo giá khí của chúng tôi cao hơn 3%.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	699	458	-34%	-1%	
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,0	6%	3%	(a & b) Do giá khí nửa đầu năm cao hơn kỳ vọng, ở mức 10 USD/triệu BTU (+5% YoY, tương đương 104% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
Doanh thu	7.958	9.745	22%	10%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 39% YoY của sản lượng điện thương phẩm, qua đó lấn át (2) mức giảm 10% YoY của ASP và (3) khoản bồi thường lỗ tỷ giá thấp hơn. (b) Chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm cao hơn 8% và ASP cao hơn 2%.
Lợi nhuận gộp	1.248	1.289	3%	24%	(b) Tốc độ tăng trưởng cao hơn so với doanh thu do chi phí bảo dưỡng giai đoạn 2026-27 thấp hơn 33% (theo Thông tư 99, quy định loại bỏ chính sách kế toán trích trước chi phí).
Chi phí SG&A	-85	-116	37%	0%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.163	1.173	1%	27%	
Thu nhập tài chính	170	238	40%	0%	(a) Chủ yếu do dự báo số dư tiền mặt và đầu tư ngắn hạn năm 2026 của chúng tôi cao hơn 40%.
Chi phí tài chính	-66	-81	21%	0%	
Thu nhập khác	1	0	-100%	N.M.	
LNST	1.268	1.331	5%	23%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.130	1.064	-6%	23%	(a) Chủ yếu do khoản bồi thường lỗ tỷ giá nhận được thấp hơn, qua đó lấn át mức tăng 18% YoY của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi. (b) Chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm cao hơn và chi phí bảo dưỡng thấp hơn.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	886	1.047	18%	24%	(a) Chủ yếu do (1) mức tăng 39% YoY của sản lượng điện thương phẩm, (2) chi phí khấu hao giảm khoảng 390 tỷ đồng YoY, (3) chi phí bảo dưỡng giảm 30% YoY và (4) thu nhập tài chính tăng 40% YoY, qua đó lấn át (5) chênh lệch giá thấp hơn 34%, (6) chi phí SG&A tăng 37% YoY và (7) thuế suất tăng gấp đôi lên 20%. (b) Chủ yếu do (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 8% và (2) ASP cao hơn 2%, (3) chi phí bảo dưỡng thấp hơn 33%, qua đó lấn át (4) dự báo giá khí của chúng tôi cao hơn 3,0%.

Nguồn: NT2, Dự báo của Vietcap

Triển vọng năm 2027: Thu nhập tài chính cao hơn và chênh lệch giá mạnh hơn thúc đẩy tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi từ mức nền cao của năm 2026

Hình 2: Triển vọng năm 2027

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	4.336	4.401	1%	
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	4.054	3.520	-13%	Do chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ Qc sẽ trở lại mức bình thường 80% từ năm 2027, so với 94% trong năm 2026.
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	282	880	212%	Do sản lượng Qc trở lại mức bình thường trong năm 2027, qua đó chuyển dịch sang sản lượng Qm cao hơn.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.242	2.443	9%	
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.785	1.982	11%	Do dự báo giá khí của chúng tôi.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	458	461	1%	Chủ yếu do giá CGM toàn ngành được dự báo tăng 18% YoY, qua đó lấn át mức tăng 9% YoY của giá khí.
Giá khí (USD/triệu BTU)	10,0	10,8	9%	Do nguồn khí giá rẻ hơn từ mỏ Lan Tây – Lan Đỏ được dự báo sẽ cạn kiệt trong năm 2027, và được bù đắp bởi cụm mỏ Thiên Ứng – Đại Hùng với giá cao hơn.
Doanh thu	9.745	10.750	10%	Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 9% YoY của ASP và (2) mức tăng 1% YoY của sản lượng điện thương phẩm.
Lợi nhuận gộp	1.289	1.290	0%	Do (1) ASP cao hơn 9% YoY và (2) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 1%, qua đó bù đắp cho (3) giá khí cao hơn 9% YoY.
Chi phí SG&A	-116	-120	3%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.173	1.170	0%	
Thu nhập tài chính	238	296	24%	
Chi phí tài chính	-81	-77	-5%	
Thu nhập khác	0	0	N.M.	
LNTT	1.331	1.389	4%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	1.064	1.111	4%	Chủ yếu do mức tăng 6% YoY của LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi, qua đó bù đắp cho việc không ghi nhận thu nhập bất thường (so với 22 tỷ đồng bồi thường lỗ tỷ giá trong năm 2026).
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi	1.047	1.111	6%	Chủ yếu do (1) thu nhập tài chính tăng 24% YoY, (2) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 1% và (3) chênh lệch giá cao hơn 1% YoY (được hỗ trợ bởi kỳ vọng giá CGM toàn ngành tăng 18% YoY), qua đó lấn át (4) chi phí SG&A tăng 3% YoY.

Nguồn: NT2, Dự báo của Vietcap

Triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026-30 (với các mức điều chỉnh lần lượt là +23%/+3%/+7%/+6%/-2%).

Dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026-30 của chúng tôi cao hơn chủ yếu do (1) tổng sản lượng điện thương phẩm cao hơn 2%, (2) giá khí trung bình thấp hơn 1% và (3) chi phí bảo dưỡng giai đoạn 2026-27 thấp hơn 33-34% (theo Thông tư 99, quy định loại bỏ chính sách kế toán trích trước chi phí).

Nguồn khí bổ sung từ Hải Thạch – Mộc Tinh giúp cải thiện lợi thế cạnh tranh của NT2.

NT2 đã công bố tài liệu chi tiết nhằm xin ý kiến cổ đông bằng văn bản đối với Phụ lục số 13 của hợp đồng mua bán khí với GAS. Phụ lục này điều chỉnh việc NT2 mua nguồn khí bổ sung từ dự án mở rộng mỏ khí Hải Thạch – Mộc Tinh.

Cụm mỏ mở rộng này dự kiến cung cấp tổng sản lượng 11,0 tỷ m³ trong giai đoạn 2026–2040 cho khu vực Đông Nam Bộ, trong đó NT2 có khả năng nhận được phần lớn sản lượng.

Giá khí đầu vào là 7,38 USD/triệu BTU (chưa bao gồm phí vận chuyển), tăng 2% mỗi năm và không liên kết với giá FO. Chúng tôi ước tính giá khí giao đến trong năm 2026 ở mức 8,97 USD/triệu BTU (bao gồm chi phí vận chuyển và phân phối). Chúng tôi ước tính giá khí trung bình mới của NT2 giai đoạn 2026-2030 ở mức 10,9 USD/triệu BTU, thấp hơn 1% so với dự báo trước đây của chúng tôi (dù chúng tôi đã điều chỉnh tăng lần lượt 2% và 7% dự báo giá dầu Brent trung bình và giá FO trung bình trong cùng giai đoạn, theo Báo cáo cập nhật Ngành Năng lượng ngày 24/07/2026 của chúng tôi).

Hình 3: Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2026-2030

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2026-30*
Dự báo trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,1	4,0	4,4	4,3	4,3	4,3	21,2
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.503	2.195	2.543	2.598	2.513	2.457	2.461
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	9,7	11,2	11,9	11,4	11,0	11,0
LNST báo cáo	1.130	864	1.080	911	965	1.032	4.852
LNST cốt lõi	886	847	1.080	911	965	1.032	4.835
Dự báo mới							
Sản lượng điện thương phẩm (tỷ kWh)	3,1	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3	21,5
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.503	2.242	2.443	2.449	2.497	2.529	2.432
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	10,0	10,8	11,1	11,3	11,5	10,9
LNST báo cáo	1.130	1.064	1.111	977	1.023	1.008	5.184
LNST cốt lõi	886	1.047	1.111	977	1.023	1.008	5.166
Dự báo mới so với trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm	0%	8%	0%	0%	0%	0%	2%
Giá bán trung bình (VND/kWh)	0%	2%	-4%	-6%	-1%	3%	-1,2%
Giá khí (USD/triệu BTU)	0%	3%	-4%	-7%	-1%	5%	-1,0%
LNST báo cáo	0%	23%	3%	7%	6%	-2%	7%
LNST cốt lõi	0%	24%	3%	7%	6%	-2%	7%

Nguồn: NT2, Dự báo của Vietcap (*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 sử dụng 100% mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT).

Chúng tôi điều chỉnh tăng 1% giá mục tiêu của NT2 lên 29.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS báo cáo giai đoạn 2026-30 cao hơn 7% (với các mức điều chỉnh lần lượt là +23%/+3%/+7%/+6%/-2%) và (2) số dư tiền mặt ròng cao hơn 5%, qua đó lần át (3) việc chúng tôi nâng lãi suất phi rủi ro thêm 1 điểm %, từ 6,0% lên 7,0%.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/CP
Chiết khấu dòng tiền	34.100	100%	34.100
Giá trị hợp lý			34.100
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			29.000
P/E năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			8,3x
EV/EBITDA năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			7,0x
Lợi suất cổ tức năm 2026 dựa trên giá mục tiêu %			6,9%

Nguồn: Vietcap

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

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.163	1.173	1.170	953	978	926
- Thuế	-138	-266	-278	-244	-256	-252
+ Khấu hao	556	165	165	165	165	165
- Vốn XD CB	-9	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-684	146	470	54	-18	0
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.214	1.524	925	865	835	835
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	1.140	1.261	675	556	473	
Tổng GTHT của DTTD	570*	1.831	2.506	3.062	3.535	

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	915	903	891	879	865
- Thuế	-256	-261	-265	-270	-275
+ Khấu hao	165	165	165	165	165
- Vốn XD CB	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-5	-5	-5	-5	-5
+ Giá trị thu hồi					6.484
Dòng tiền tự do (DTTD)	815	799	783	765	7.231
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	407	352	304	262	2.180
Tổng GTHT của DTTD	3.942	4.294	4.598	4.860	7.040

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	7,0
Chi phí VCSH %	13,2	14,2
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Thuế doanh nghiệp %	15,0	20,0
Tỷ lệ nợ vay trên vốn %	9,6	9,6
WACC %	12,6	13,5

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị hiện tại của DTTD	7.040
GTHT của giá trị cuối (GTC)	0
Tổng GTHT của DTTD và GTC	7.040
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn**	4.439
- Nợ vay	-1.661
Giá trị VCSH	9.818
Cổ phiếu pha loãng (triệu)	288
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	34.100

Nguồn: Vietcap, (*) Chúng tôi áp dụng mức điều chỉnh giảm 50% đối với dự báo GTHT của DTTD năm 2026 khi cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027, qua đó cho thấy chỉ còn khoảng một nửa thời gian sử dụng hữu ích của tài sản năm 2026; (**) Khấu trừ tiền mặt trong quý 2 cho đợt chi trả cổ tức sắp tới.

So sánh với các công ty cùng ngành

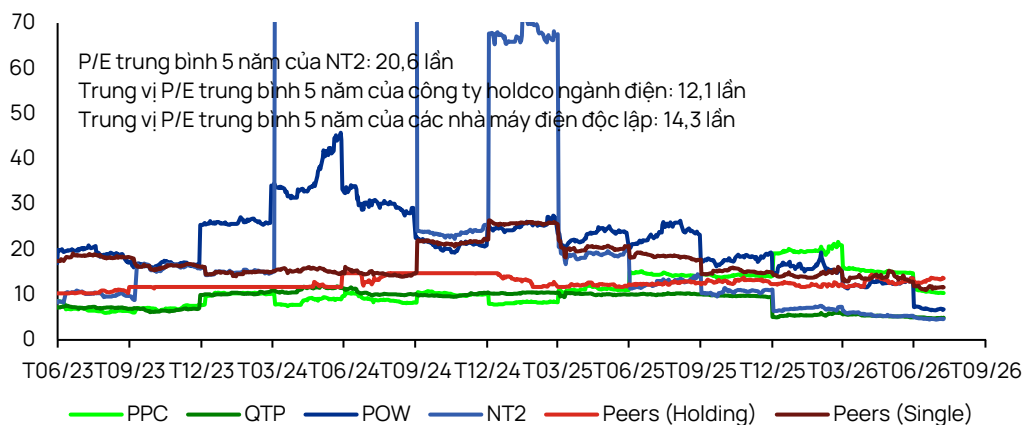
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, bao gồm các công ty holdco hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện – cùng với các nhà máy điện độc lập tại Việt Nam và các quốc gia khác tại Châu Á. Các công ty này đều là công ty phát điện nhưng khác 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	9.141	8.724	4,8	892,5	10,3	54,0	6,6	33,4	5,7	10,8	3,4	13,5
First Philip Hld	Philippines	628	2.228	-49,3	334,9	27,7	29,1	3,3	10,3	2,4	5,2	0,2	9,3
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.550	1.005	11,7	193,0	7,2	24,7	2,8	6,3	3,7	13,5	0,9	23,7
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.107	800	-3,0	258,0	406,8	51,8	9,3	15,6	4,5	4,4	0,7	9,2
Global Power Syn	Thái Lan	4.223	2.469	-8,9	210,8	37,5	78,6	2,6	6,5	2,6	20,5	1,3	9,9
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	486	7,7	89,1	-27,9	-11,5	6,1	9,6	N/A	N/A	N/A	9,2
Tata Power Co	Ấn Độ	12.784	7.070	-4,7	424,4	-5,6	128,6	2,3	10,0	0,7	32,5	3,1	14,3
Cikarang Listrin	Indonesia	661	557	1,4	69,6	-14,7	4,9	5,8	9,9	10,0	9,4	0,9	3,9
Ytl Power Intl	Malaysia	10.000	4.958	-5,7	500,0	-24,1	118,1	2,8	9,8	1,7	19,2	1,8	11,2
Malakoff Corp Bh	Malaysia	973	1.575	-24,8	19,8	N/A	99,0	0,4	1,6	2,9	94,8	0,8	6,2
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	722	2.179	18,5	15,0	N/A	220,0	0,5	2,3	N/A	47,6	1,8	3,7
PV Power (POW)	Việt Nam	1.592	1.879	53,3	232,0	309,3	25,8	6,4	16,4	N/A	6,7	1,0	5,5
Trung vị		1.592	1.879	1,4	210,8	10,3	54,0	2,8	9,8	2,9	13,5	1,0	9,2
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonburi	Thái Lan	97	93	-7,4	-5,5	20,7	121,8	-2,2	-5,5	N/A	N/A	1,0	16,9
Vivant Corp	Philippines	338	180	2,9	46,6	11,5	11,4	7,8	12,6	3,0	6,9	0,9	12,1
AC Energy	Philippines	2.001	602	0,6	82,3	-44,7	98,6	1,3	3,1	1,6	38,1	0,8	84,3
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	903	560	-5,5	56,1	71,3	111,2	2,1	5,8	1,7	15,1	0,9	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.759	1.299	5,8	290,0	17,0	79,1	5,4	13,9	2,9	12,3	1,6	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.986	1.080	19,7	249,0	45,5	79,7	3,1	7,9	1,3	22,9	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.252	472	61,7	89,8	146,6	78,3	4,2	15,0	2,5	13,3	1,9	N/A
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	194	415	-9,4	39,8	67,3	-25,9	13,6	18,9	17,7	4,9	0,9	2,1
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	185	387	-2,3	16,9	88,0	-28,6	6,1	7,1	1,0	11,0	0,8	4,3
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	108	295	15,8	10,4	16,4	-9,8	4,7	6,0	5,7	10,4	0,6	15,4
Trung vị		338	415	2,9	51,4	45,5	78,3	4,7	7,9	2,7	11,6	0,9	12,1
NT2	Việt Nam	232	359	34,9	51,4	180,1	-56,9	12,8	24,6	3,3	5,1	1,1	4,0

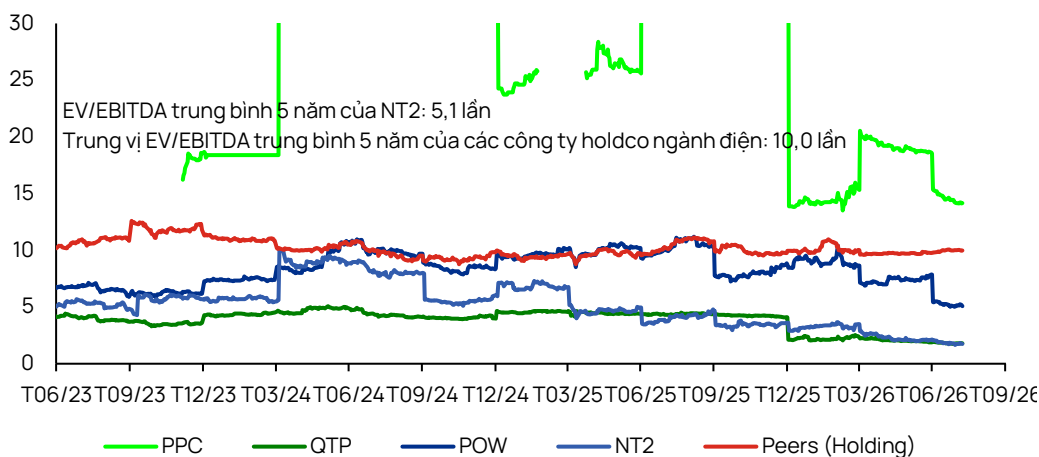
Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 07/08/2026)

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 (Dữ liệu tính đến ngày 07/08/2026)

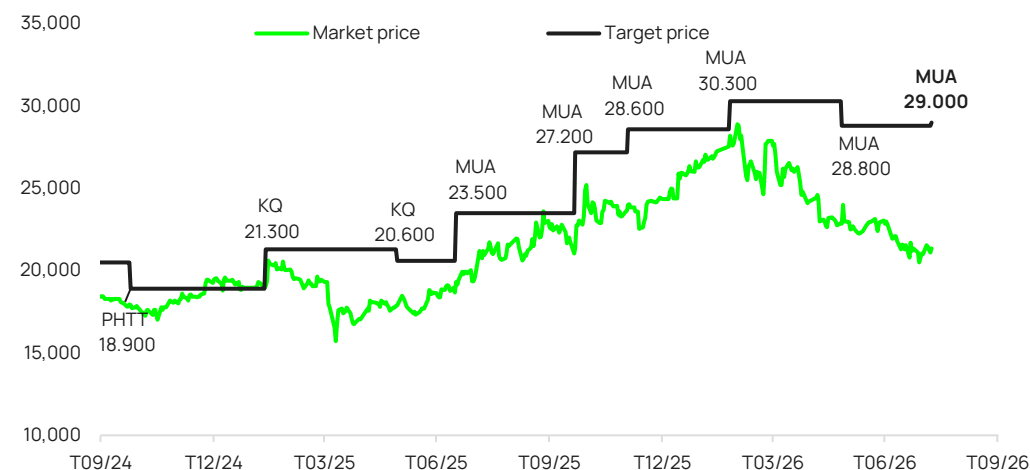
Hình 8: Trung vị EV/EBITDA trượt của NT2 so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 07/08/2026; * EBITDA năm 2022 của PPC ghi nhận âm)

Diễn biến khuyến nghị

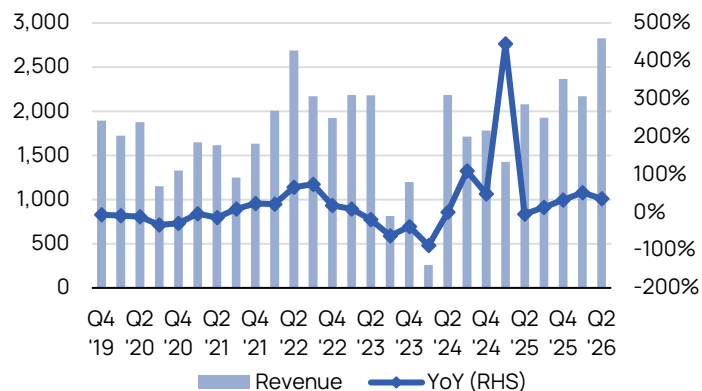
Hình 9: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)



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

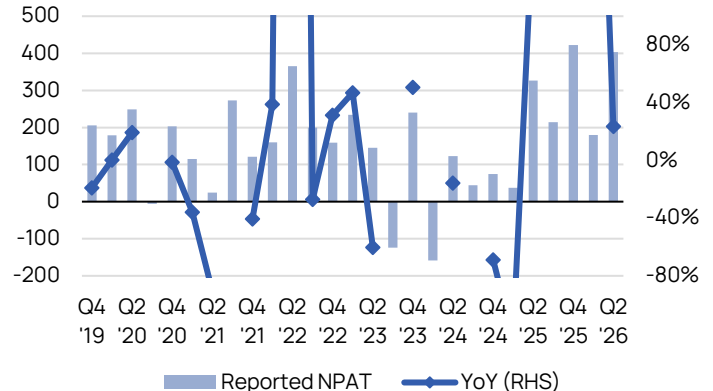
KQKD hàng quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



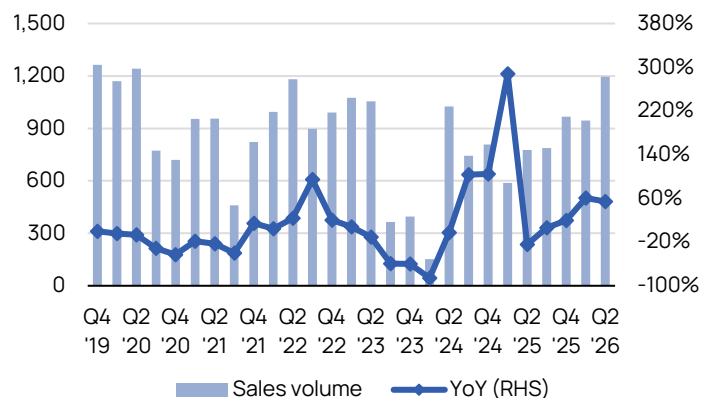
Nguồn: NT2, Vietcap

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



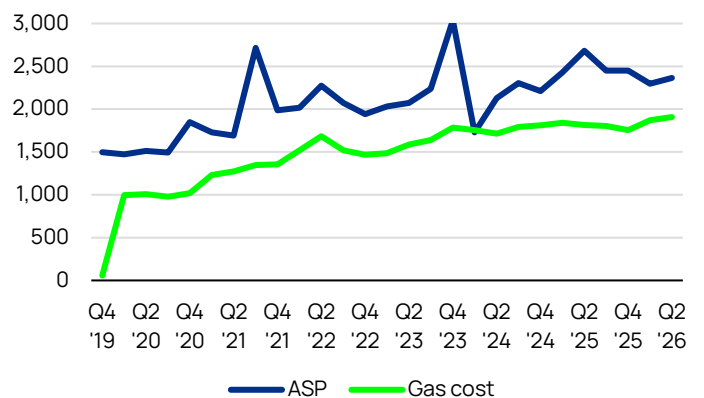
Nguồn: NT2, Vietcap (*NT2 lỗ ròng trong quý 3/2020, quý 3/2023 và quý 1/2024; Lợi nhuận ròng báo cáo thay đổi lần lượt là +5,7x, -1x và +14x, +2,7x trong quý 3/2019, quý 2/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

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



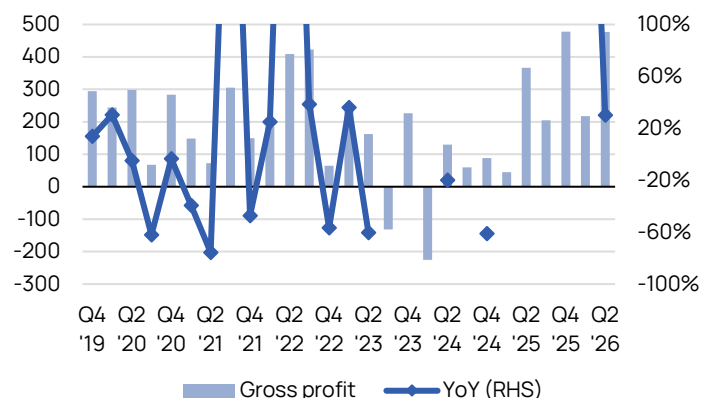
Nguồn: NT2, Vietcap

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



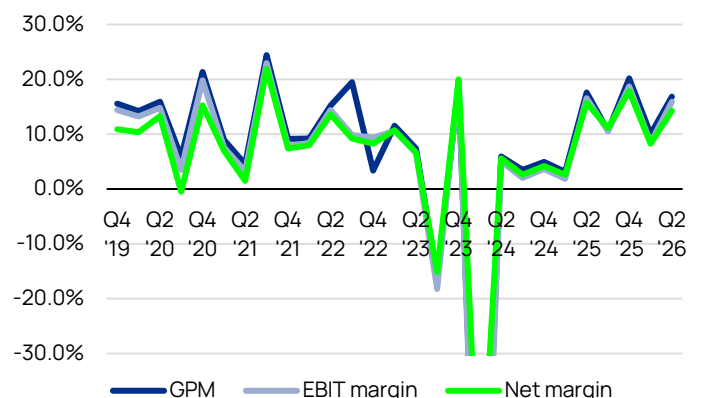
Nguồn: NT2, Vietcap

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

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	7.958	9.745	10.750	10.459
Giá vốn hàng bán	-6.710	-8.456	-9.460	-9.382
Lợi nhuận gộp	1.248	1.289	1.290	1.077
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-85	-116	-120	-124
LN từ HĐKD	1.163	1.173	1.170	953
Thu nhập tài chính	170	238	296	345
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	1.268	1.331	1.389	1.221
Thuế TNDN	-138	-266	-278	-244
LNST trước CĐTS	1.130	1.064	1.111	977
Lợi ích CĐ thiếu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.130	1.064	1.111	977
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	886	1.047	1.111	977
EBITDA	1.719	1.338	1.335	1.118
EPS, báo cáo, VND	3.730	3.513	3.667	3.225
EPS, cốt lõi (1), VND	2.882	3.452	3.667	3.225
EPS pha loãng, VND	3.730	3.513	3.667	3.225
DPS, VND	1.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	27%	57%	55%	62%

(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	33,9%	22,5%	10,3%	-2,7%
TT EPS, báo cáo	1.243,0	-5,8%	4,4%	-12,1%
TT EPS, cốt lõi	3439,9	18,1%	6,1%	-12,1%
TT DPS	42,9%	100,0%	0,0%	0,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,7%	13,2%	12,0%	10,3%
Biên LN từ HĐ %	14,6%	12,0%	10,9%	9,1%
Biên EBITDA	21,6%	13,7%	12,4%	10,7%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	14,2%	10,9%	10,3%	9,3%
ROE	23,7%	19,3%	17,9%	14,6%
ROA	11,9%	10,3%	9,8%	8,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	19	17	17	18
Số ngày phải thu	156	146	133	132
Số ngày phải trả	95	67	76	80
TG luân chuyển tiền	80	97	75	70
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	2,0	2,0	2,2
CS thanh toán nhanh	1,7	1,9	2,0	2,1
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,2	0,4	0,6
Nợ/Tài sản	19,0%	15,5%	14,3%	13,9%
Nợ/Vốn sử dụng	26,6%	22,1%	20,6%	19,6%
Nợ/Vốn CSH	-43,2%	-56,5%	-70,5%	-75,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	18,0	14,6	15,3	12,4

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	22	944	2.111	2.728
Đầu tư TC ngắn hạn	3.840	3.840	3.840	3.840
Các khoản phải thu	3.812	4.005	3.829	3.725
Hàng tồn kho	354	425	476	472
TS ngắn hạn khác	5	5	5	5
Tổng TS ngắn hạn	8.033	9.219	10.260	10.770
TS dài hạn (gộp)	11.376	11.379	11.382	11.386
- Khấu hao lũy kế	-10.479	-10.644	-10.809	-10.974
TS dài hạn (ròng)	897	735	574	412
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0	0
TS dài hạn khác	343	343	343	343
Tổng TS dài hạn	1.240	1.078	917	755
Tổng Tài sản	9.273	10.297	11.177	11.526
Phải trả ngắn hạn	1.234	1.853	2.073	2.056
Nợ ngắn hạn	1.762	1.600	1.600	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.417	1.208	1.333	1.297
Tổng nợ ngắn hạn	4.414	4.662	5.006	4.953
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.414	4.662	5.006	4.953
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	1.981	2.757	3.293	3.694
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.859	5.636	6.171	6.573
Tổng cộng nguồn vốn	9.273	10.297	11.177	11.526
SL CP lưu hành (tr)	288	288	288	288
SLCP lưu hành (tr) (pha loãng)	288	288	288	288

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	57	22	944	2.111
Thu nhập ròng	1.130	1.064	1.111	977
Khấu hao	556	165	165	165
Thay đổi vốn lưu động	-684	146	470	54
Điều chỉnh khác	1	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.003	1.375	1.746	1.196
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-9	-3	-3	-3
Đầu tư, ròng	-1.363	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-1.372	-3	-3	-3
Cổ tức đã trả	-431	-288	-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	766	-162	0	0
Tiền từ các hoạt động TC	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	334	-450	-576	-576
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-35	922	1.167	617
Tiền cuối năm	22	944	2.111	2.728

Nguồn: NT2, Dự báo của Vietcap

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.

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.

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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương

Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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 cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

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