

CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2)

MUA +23,9%

Ngành	Điện
Ngày báo cáo	18/09/2025
Giá hiện tại	36.250 VND
Giá mục tiêu	43.900 VND
Giá mục tiêu gần nhất	43.900 VND
TL tăng	21,1%
Lợi suất cổ tức	2,8 %
Tổng mức sinh lời	23,9%

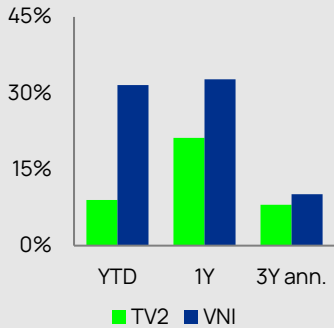
GT vốn hóa	2,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	150,8 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	20,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51%
SL cổ phiếu lưu hành	67,5 tr
Pha loãng	67,5 tr

	TV2	VNI
P/E (trượt)	62,9x	15,3x
P/B (ht)	1,9x	2,0x
ROA	3,4%	2,0%
ROE	5,3%	13,3%

Tổng quan Công ty

TV2 là một trong 4 công ty tư vấn kỹ thuật điện hàng đầu Việt Nam. Được thành lập vào năm 1985, TV2 khởi đầu là một công ty chuyên cung cấp dịch vụ. Hiện công ty đã mở rộng thành 4 lĩnh vực kinh doanh chính: 1) tư vấn kỹ thuật điện, 2) dịch vụ hợp đồng EPC, 3) vận hành & bảo trì nhà máy điện (O&M) và 4) đầu tư tài chính vào các nhà máy điện tái tạo.

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)	1.336	1.418	4.071	5.677
% YoY	25,9%	6,1%	187,0%	39,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	65	68	213	317
% YoY	23,5%	3,9%	213,8%	48,3%
EPS	32,0%	3,9%	297,2%	48,3%
Biên LN gộp	14,4%	15,0%	12,1%	11,6%
Biên LN ròng	4,9%	4,8%	5,2%	5,6%
ROE	4,9%	5,1%	15,2%	19,7%
Nợ vay ròng/VCSH	-12,2%	-27,1%	-17,5%	-4,8%
Lợi suất cổ tức	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	59,5x	57,3x	14,4x	9,7x
P/B	1,8x	1,8x	1,7x	1,4x
EV/EBITDA	18,7x	23,7x	8,6x	6,5x

Hai dự án điện gió bổ sung tạo thêm giá trị

- Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên giá mục tiêu cho CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2) ở mức 43.900 đồng/cổ phiếu nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA do giá cổ phiếu đã giảm 5,5% trong 2 tháng qua. Giá mục tiêu không thay đổi nhờ việc chúng tôi (1) đưa phần lợi ích kinh tế 25% tại dự án điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 (25 MW) và 25% tại dự án điện gió An Đông 1 (50 MW) vào mô hình dự báo của chúng tôi, kết hợp với (2) điều chỉnh tăng 30% định giá của nhà máy thủy điện Thác Bà 2, qua đó bù đắp cho (3) mức giảm 12% đối với định giá của các mảng kinh doanh cốt lõi bao gồm EPC, vận hành & bảo dưỡng (O&M) và mảng cơ khí, cùng với (4) mức giảm 5% đối với định giá của dự án điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tổng LNST lên thêm 28% (lần lượt thay đổi -13%/+15%/+51%/+22%/+44% cho các năm 2025/26/27/28/29) do (1) chúng tôi đưa vào dự báo phần lợi nhuận từ công ty liên kết sau khi TV2 thay đổi phương pháp kế toán cho khoản đầu tư vào công ty liên kết từ phương pháp giá gốc sang phương pháp vốn chủ sở hữu trong báo cáo tài chính kiểm toán quý 2/2025, và (2) tiềm năng ghi nhận doanh thu từ hợp đồng EPC tại dự án điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 và An Đông 1; các yếu tố này bù đắp cho (3) mức tăng của dự báo chi phí quản lý & bán hàng (SG&A).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ đạt 68 tỷ đồng (+4% YoY), nhờ được thúc đẩy bởi (1) 27 tỷ đồng lợi nhuận từ công ty liên kết, (2) mức giảm 67% YoY của chi phí tài chính, và (3) mức tăng 15% YoY đối với doanh thu mảng O&M, qua đó bù đắp cho (4) mức tăng 37% YoY của chi phí SG&A.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 sẽ tăng gấp 3 lần lên mức 213 tỷ đồng, nhờ (1) mức tăng 60% YoY của lợi nhuận từ công ty liên kết, do chúng tôi dự báo TV2 sẽ không còn ghi nhận lỗ tỷ giá từ dự án điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2, (2) mức tăng gấp 5,6 lần YoY của doanh thu mảng EPC, từ đó bù đắp cho (3) mức tăng 56% YoY của chi phí lãi vay.
- Theo quan điểm của chúng tôi, TV2 hiện đang sở hữu mức định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 ở mức 14,4x, thấp hơn 44% so với P/E trung bình 5 năm của công ty.
- Yếu tố hỗ trợ:** thành công của nhà đầu tư Song Hậu 2 – Tập đoàn Toyo Ink Group Berhad (Malaysia) trong việc gia hạn hợp đồng BOT với Bộ Công Thương (**trang 11**); các hợp đồng EPC tiềm năng tại dự án Ô Môn II và Ô Môn III (**trang 11**).

Dự án Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 sẽ đi vào vận hành thương mại trong quý 4/2026: Ngày 22/08/25, TV2 đã ký hợp đồng EPC, mở rộng dự án Điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2 hiện hữu (75 MW, đi vào vận hành thương mại năm 2021), với tổng mức đầu tư đạt 1 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đi vào vận hành trong quý 4/2026 và dự phóng dự án áp dụng mức giá trần 1.987 đồng/kWh cho điện gió gần bờ theo Quyết định 1508 của Bộ Công Thương. Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu/LNST lần lượt đạt 3,2 nghìn tỷ/1,5 nghìn tỷ đồng cho vòng đời 20 năm và IRR ở mức 11,9% (**trang 6**).

Dự án Điện gió An Đông 1 (50 MW) với tổng mức đầu tư là 1,98 nghìn tỷ đồng dự kiến sẽ đi vào vận hành trong quý 3/2027. Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu/LNST trung bình 20 năm lần lượt đạt 6,3 nghìn tỷ/3,1 nghìn tỷ đồng với IRR ở mức 12,1%. Dự án đang trong quá trình hoàn tất thủ tục pháp lý, trong khi TV2 kỳ vọng sẽ ký hợp đồng EPC trong tháng 9/2025 (**trang 6**).

Triển vọng năm 2025: Việc ghi nhận phần lợi nhuận từ CTLK sẽ dẫn dắt cho tăng trưởng lợi nhuận

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY % (b) Dự báo mới so với trước đây
Doanh thu	1.336	1.418	6%	-6%	Doanh thu 6T đạt 516 tỷ đồng (-14% YoY).
Tư vấn, EPC, O&M	1.217	1.314	8%	-5%	(a) Dựa trên dự báo của chúng tôi về (1) doanh thu tiềm năng từ dự án sinh khối Trà Vinh đạt 200 tỷ đồng và (2) các hợp đồng O&M bổ sung với tổng công suất hơn 400 MW. (b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng cho hợp đồng O&M với dự án điện gió Monsoon tại Lào vì thời điểm ký kết muộn hơn kỳ vọng.
Sản xuất cơ khí	100	80	-20%	-21%	(a & b) Do KQKD 6T kém tích cực.
Bán điện	19	25	29%	2%	(a & b) Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thương phẩm sẽ tăng nhẹ YoY từ mức cơ sở thấp trong năm 2024.
Khác	0	0	0%	0%	
Giá vốn hàng bán	-1.144	-1.206	5%	-6%	
Lợi nhuận gộp	192	212	10%	-6%	
Tư vấn, EPC, O&M	176	197	12%	-5%	
Sản xuất cơ khí	10	7	-25%	-21%	
Bán điện	6	7	29%	2%	
Khác	0	0	0%	0%	
Chi phí bán hàng và marketing	-6	-13	133%	0%	(a) Chúng tôi dự báo TV2 sẽ trích lập dự phòng bảo hành 27 tỷ đồng, tương đương 5% doanh thu EPC dự báo trong năm 2025. Ngoài ra, chúng tôi dự báo công ty sẽ hoàn nhập 14 tỷ đồng dự phòng bảo hành đã hết hạn.
Chi phí quản lý	-112	-149	32%	14%	(a & b) Do chi phí G&A ghi nhận cao hơn dự kiến trong 6T 2025. Chi phí G&A trong 6T đạt 59 tỷ đồng (+69% YoY), chủ yếu do trích lập 6 tỷ đồng dự phòng khoản phải thu khó đòi (so với hoàn nhập 16 tỷ đồng trong 6T 2024) và chi phí bằng tiền tăng 20% YoY.
Lợi nhuận từ HĐKD	74	51	-32%	-38%	(a) Do chi phí SG&A tăng 37% YoY lấn át mức tăng 10% trong lợi nhuận gộp.
Thu nhập tài chính	20	13	-33%	-32%	(a & b) Do chúng tôi điều chỉnh giảm dự phóng thu nhập cổ tức sau khi TV2 nhận mức chi trả thấp trong năm 2024 và 6T 2025
Chi phí tài chính	-16	-5	-67%	27%	(a) Do dự kiến không còn phải trích lập dự phòng đầu tư tài chính cho CTCP Điện gió Cà Mau (CMC) – CTLK mà TV2 nắm 25% cổ phần, sở hữu dự án điện gió Tân Thuận. Theo TV2, CMC đã hoàn tất tái cơ cấu các khoản vay bằng USD sang VND vào tháng 4 và đặt mục tiêu lợi nhuận cốt lõi đạt 57 tỷ đồng trong năm 2025.
Trong đó: chi phí lãi vay	-8	-5	-36%	27%	(a) Phản ánh tổng nợ vay giảm 42% YoY.
Lợi nhuận/lỗ từ công ty LDLK	0	27	N,M,	N,M,	(a & b) Do thay đổi phương pháp kế toán của TV2 đối với khoản đầu tư vào CTLK. Phần lợi nhuận từ CTLK trong 6T đạt 19 tỷ đồng.
LNTT	80	85	6%	-13%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	65	68	4%	-13%	(a) Chủ yếu nhờ ghi nhận phần lợi nhuận từ CTLK, bù đắp cho mức giảm 32% YoY trong lợi nhuận hoạt động. (b) Chủ yếu do ước tính thấp hơn cho các hợp đồng O&M và chi phí SG&A cao hơn, lấn át mức tăng trong lợi nhuận từ CTLK. LNST sau lợi ích CĐTS trong 6T đạt 33 tỷ đồng (-4% YoY).
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	14,4%	15,0%	+0,6	-0,0	(a) Chủ yếu do tỷ trọng doanh thu từ hợp đồng EPC giảm, vốn thường có biên lợi nhuận thấp hơn so với doanh thu thuần từ hoạt động tư vấn.

Nguồn: TV2, Vietcap

Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận sẽ tăng mạnh nhờ các hợp đồng EPC lớn

Hình 2: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY % (b) Dự báo mới so với trước đây
Doanh thu	1.418	4.071	187%	5%	(a) Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu EPC tăng 197% YoY, cùng với đó là doanh thu mảng sản xuất cơ khí tăng 87% YoY nhờ doanh thu EPC bùng nổ. (b) Do dự báo của chúng tôi về (1) 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu EPC bổ sung từ nhà máy nhiệt điện Ô Môn IV, (2) 700 tỷ đồng doanh thu tiềm năng từ dự án sinh khối Trà Vinh, (3) 400 tỷ đồng doanh thu ước tính từ các dự án tiềm năng bao gồm điện gió Tân Thuận 3 và An Đông 1, và (4) doanh thu O&M tăng 16% YoY lên 534 tỷ đồng khi chúng tôi ước tính TV2 sẽ ký thêm các hợp đồng với tổng công suất 300 MW và ghi nhận đóng góp cả năm của dự án điện gió Monsoon (600 MW). (b) Do dự phóng bổ sung 400 tỷ đồng doanh thu EPC từ dự án Điện gió Tân Thuận 3 và An Đông 1.
Tư vấn, EPC, O&M	1.314	3.898	197%	5%	(a) Do dự báo của chúng tôi về (1) 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu EPC bổ sung từ nhà máy nhiệt điện Ô Môn IV, (2) 700 tỷ đồng doanh thu tiềm năng từ dự án sinh khối Trà Vinh, (3) 400 tỷ đồng doanh thu ước tính từ các dự án tiềm năng bao gồm điện gió Tân Thuận 3 và An Đông 1, và (4) doanh thu O&M tăng 16% YoY lên 534 tỷ đồng khi chúng tôi ước tính TV2 sẽ ký thêm các hợp đồng với tổng công suất 300 MW và ghi nhận đóng góp cả năm của dự án điện gió Monsoon (600 MW). (b) Do dự phóng bổ sung 400 tỷ đồng doanh thu EPC từ dự án Điện gió Tân Thuận 3 và An Đông 1.
Sản xuất cơ khí	80	149	87%	7%	(a) Do doanh thu EPC tăng. (b) Điều chỉnh tăng do doanh thu cơ khí chế tạo/doanh thu EPC năm 2024 đạt mức cao.
Bán điện	25	24	-5%	0%	
Khác	0	0	0%	0%	
Giá vốn hàng bán	-1.206	-3.577	197%	5%	
Lợi nhuận gộp	212	494	133%	4%	
Tư vấn, EPC, O&M	197	473	140%	4%	
Sản xuất cơ khí	7	13	87%	7%	
Bán điện	7	7	-5%	0%	
Khác	0	0	0%	0%	
Chi phí bán hàng và marketing	-13	-113	777%	0%	(a) Chúng tôi dự báo TV2 sẽ trích lập 125 tỷ đồng dự phòng bảo hành, tương đương 4,2% doanh thu EPC dự báo trong năm 2026. Ngoài ra, chúng tôi dự báo công ty sẽ hoàn nhập 13 tỷ đồng dự phòng bảo hành đã quá hạn. (a & b) Tương ứng với doanh thu cao hơn dự kiến trong năm 2026.
Chi phí quản lý	-149	-166	12%	14%	(b) Do điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cổ tức sau khi TV2 ghi nhận khoản thanh toán thấp trong năm 2024 và 6T 2025. (a) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3 nghìn tỷ đồng (+5,6x YoY) doanh thu từ các hợp đồng EPC. (a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 3,3x YoY. (a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá từ nửa cuối năm 2025.
Lợi nhuận từ HĐKD	51	215	325%	-2%	
Thu nhập tài chính	13	18	37%	-21%	(b) Do điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cổ tức sau khi TV2 ghi nhận khoản thanh toán thấp trong năm 2024 và 6T 2025. (a) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3 nghìn tỷ đồng (+5,6x YoY) doanh thu từ các hợp đồng EPC. (a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 3,3x YoY. (a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá từ nửa cuối năm 2025.
Chi phí tài chính	-5	-8	56%	-31%	(a) Do điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cổ tức sau khi TV2 ghi nhận khoản thanh toán thấp trong năm 2024 và 6T 2025. (a) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3 nghìn tỷ đồng (+5,6x YoY) doanh thu từ các hợp đồng EPC. (a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 3,3x YoY. (a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá từ nửa cuối năm 2025.
Trong đó: chi phí lãi vay	-5	-8	56%	-31%	(a) Do điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cổ tức sau khi TV2 ghi nhận khoản thanh toán thấp trong năm 2024 và 6T 2025. (a) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3 nghìn tỷ đồng (+5,6x YoY) doanh thu từ các hợp đồng EPC. (a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 3,3x YoY. (a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá từ nửa cuối năm 2025.
Lợi nhuận/lỗ từ công ty LDLK	27	42	60%	N.M.	(a) Do điều chỉnh giảm dự báo thu nhập cổ tức sau khi TV2 ghi nhận khoản thanh toán thấp trong năm 2024 và 6T 2025. (a) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3 nghìn tỷ đồng (+5,6x YoY) doanh thu từ các hợp đồng EPC. (a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 3,3x YoY. (a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá từ nửa cuối năm 2025.
LNTT	85	267	214%	15%	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-17	-53	214%	15%	
LNST	68	213	214%	15%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	68	213	214%	15%	(a) Chủ yếu nhờ lợi nhuận từ HĐKD tăng 325% YoY và ghi nhận 42 tỷ đồng lợi nhuận từ CTLK, qua đó lần đầu tiên đạt mức tăng 56% YoY trong chi phí tài chính. (b) Chủ yếu do lợi nhuận từ CTLK tăng và hoạt động EPC gia tăng, lần đầu tiên đạt mức tăng 14% trong chi phí G&A.
Biên lợi nhuận gộp %	15,0%	12,1%	-2,8	-0,2	(a & b) Chúng tôi cho rằng biên LN gộp thấp hơn là do tỷ trọng hợp đồng EPC cao hơn so với dịch vụ tư vấn, vốn thường có biên lợi nhuận thấp hơn.

Nguồn: TV2, Vietcap

Điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2 – 75 MW, sở hữu 25%

Dự án Điện gió Tân Thuận (giai đoạn 1&2) do CTCP Điện gió Cà Mau (CMC) đầu tư, CTLK mà TV2 nắm 25% cổ phần, là dự án điện gió gần bờ tiêu biểu với tổng công suất lắp đặt 75 MW, gồm 18 tua-bin đặt cách bờ tối đa 5,3 km. Với tổng mức đầu tư khoảng 2,95 nghìn tỷ đồng, dự án được hưởng cơ chế giá FIT ở mức 9,8 cent/kWh đối với các nhà máy điện gió được đưa vào vận hành trước 01/11/2021.

Kể từ khi đi vào vận hành thương mại từ tháng 10/2021, dự án ghi nhận lỗ lũy kế vào khoảng 240 tỷ đồng, chủ yếu do lỗ tỷ giá từ các khoản vay bằng đồng USD. Tại ĐHCĐ năm 2025 của TV2, ban lãnh đạo cho biết vào tháng 4/2025 CMC đã thực hiện hợp đồng hoán đổi chuyển đổi tiền tệ (CCS), chuyển đổi các khoản vay bằng đồng USD còn lại sang VND. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ ghi nhận chi phí tài chính giảm đáng kể và chuyển sang có lãi từ năm 2025 trở đi.

Hình 3: Giả định lợi nhuận cho Điện gió Tân Thuận 1&2

Tỷ đồng	2024E	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	...	2041F	Trung bình 2025-41
Sản lượng bán (tr kWh)	145	145	145	171	204	250		247	4.034
Hiệu suất hoạt động (%)	22%	22%	22%	26%	31%	38%		38%	
Doanh thu	361	368	376	453	540	662		654	10.648
Lợi nhuận gộp	180	186	193	270	357	478		495	7.379
Chi phí tài chính	-211	-137	-91	-74	-58	-41		0	-645
LNST	-35	46	94	181	279	409		391	5.897
Lợi nhuận phân bổ cho TV2	-9	11	23	45	74	102		98	1.474
Biên LN gộp	50%	51%	51%	60%	66%	72%		76%	69%
Biên LN ròng	-10%	12%	25%	40%	52%	62%		60%	55%

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

Hình 4: Chi tiết về các dự án nhà máy điện gió của TV2

Dự án	Tân Thuận 1&2	Tân Thuận 3	An Đông 1
TV2 sở hữu	25%	25%	25%
COD	10/2021	Q4/2026	Q3/2027
Công suất (MW)	75	25	50
Vốn XD/CB/MW (tỷ đồng)	39,3	40,4	39,6
Hiệu suất thiết kế	38%	38%	38%
ASP (đồng/kWh)	2.547*	1.987	1.987
IRR	13,0%	11,9%	12,1%

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap, (*) Biểu giá được niêm yết bằng USD, chúng tôi quy đổi sang VND theo tỷ giá USD/VND là 25,995.

Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 – 25 MW, sở hữu 25%

Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 được thiết kế như phần mở rộng của dự án Điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2 (75 MW, COD vào năm 2021) và tiếp tục thuộc sở hữu của CMC (CTLK mà TV2 nắm 25% cổ phần). Dự án có công suất lắp đặt 25 MW và dự kiến sẽ đi vào vận hành trong quý 4/2026.

Theo báo cáo đánh giá tác động môi trường (EIA) gửi UBND tỉnh Cà Mau, tổng vốn đầu tư của dự án vào khoảng 1,01 nghìn tỷ đồng.

Chúng tôi kỳ vọng dự án đạt hiệu suất hoạt động trung bình ở mức 38% trong dài hạn và tạo ra khoảng 83 triệu kWh/năm sản lượng điện thương phẩm. Theo Quyết định 1508/QĐ-BCT ngày 30/05/25 của Bộ Công Thương, dự án đủ điều kiện áp dụng mức giá trần cho điện gió gần bờ là 1.987 đồng/kWh. Dù mức giá điện gió mới thấp hơn khoảng ~22% so với giá FIT 1 áp dụng cho giai đoạn 1&2 của dự án, nhưng vẫn cao hơn 9% so với giá chuyển tiếp dành cho các dự án điện gió gần bờ có COD trong giai đoạn 2022–2024. Chúng tôi dự phóng IRR dự án đạt 11,9%.

Vào ngày 22/08/2025, TV2 đã ký hợp đồng EPC phát triển Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3, với kế hoạch vận hành thương mại vào quý 3/2026.

Hình 5: Giả định lợi nhuận cho Điện gió Tân Thuận 3

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	...	2046F	Trung bình 2026-46
Sản lượng bán (tr kWh)	13	50	61	72	83	83		82	1.602
Hiệu suất hoạt động (%)	6%	23%	28%	33%	38%	38%		37%	
Doanh thu	26	100	122	144	165	165		163	3.184
Lợi nhuận gộp	11	38	59	81	103	103		113	1.932
Chi phí tài chính	-14	-54	-48	-42	-37	-31		0	-297
LNST	-4	-17	10	37	65	67		106	1.527
Lợi nhuận phân bổ cho TV2	-1	-4	3	9	16	17		26	382
Biên LN gộp	40%	38%	49%	57%	62%	62%		69%	61%
Biên LN ròng	-15%	-17%	8%	26%	39%	40%		65%	48%

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

Điện gió An Đông 1 – 50 MW, sở hữu 25%

Hình 6: Giả định lợi nhuận cho Điện gió An Đông 1

Tỷ đồng	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	...	2047F	Trung bình 2027-47
Sản lượng bán (tr kWh)	53	92	114	136	158	166		164	3.195
Hiệu suất hoạt động (%)	12%	21%	26%	31%	36%	38%		37%	
Doanh thu	104	183	226	270	313	331		326	6.350
Lợi nhuận gộp	43	60	104	147	191	208		253	3.882
Chi phí tài chính	-55	-105	-94	-83	-72	-61		0	-610
LNST	-13	-47	7	61	115	137		237	3.054
Lợi nhuận phân bổ cho TV2	-3	-12	2	15	29	34		59	764
Biên LN gộp	41%	33%	46%	54%	61%	63%		78%	61%
Biên LN ròng	-13%	-26%	3%	23%	37%	41%		73%	48%

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

Dự án Điện gió An Đông 1 do CTCP Đầu tư Năng lượng Tái tạo An Đông (ADIP) đầu tư, là dự án điện gió gần bờ tại tỉnh Cà Mau với công suất lắp đặt 50 MW và tổng vốn đầu tư là 1,98 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ đi vào vận hành trong quý 3/2027, với hiệu suất hoạt động trung bình 38% và tạo ra khoảng 166 triệu kWh/năm sản lượng điện thương phẩm. Tương tự Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3, dự án này cũng đủ điều kiện áp dụng mức giá trần cho điện gió gần bờ mới là 1.987 đồng/kWh. Do chi phí đầu tư/MW thấp hơn 2,1%, ở mức 39,6 nghìn tỷ đồng/MW so với Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3, chúng tôi dự phóng dự án có IRR nhỉnh hơn, đạt 12,1%.

Hiện dự án đang trong quá trình hoàn tất các thủ tục pháp lý và dự kiến ký hợp đồng EPC với TV2 trong tháng 9/2025.

Định giá

Chúng tôi định giá TV2 bằng phương pháp tổng của từng phần (SOTP) để phản ánh đầy đủ giá trị của TV2 với các khoản đầu tư vào các dự án năng lượng tái tạo. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT) để định giá danh mục năng lượng tái tạo của TV2.

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá mảng tư vấn điện, EPC và O&M của TV2 cũng như mảng sản xuất cơ khí với P/E mục tiêu là 17,2 lần. Đây là mức trung bình có tỷ trọng của trung vị P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (7,9 lần, tỷ trọng 70%) và các công ty cùng ngành trong khu vực (38,8 lần, tỷ trọng 30%) (**Hình 15**). Chúng tôi cho rằng tỷ trọng P/E cao hơn của các công ty cùng ngành trong nước là phù hợp do TV2 hoạt động chủ yếu tại Việt Nam. Trong khi đó, chúng tôi chọn đưa P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực vào việc tính toán P/E mục tiêu của chúng tôi dựa trên những điểm tương đồng trong phạm vi kinh doanh giữa TV2 và các công ty này, trong khi tất cả các công ty cùng ngành trong nước đều chuyên cung cấp dịch vụ tư vấn năng lượng. Chúng tôi cũng cho rằng P/E mục tiêu ở mức 17,2 lần là hợp lý dựa trên dự báo CAGR EPS đạt 116% trong giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi, tương ứng PEG < 1.

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu định giá là 15% do tính minh bạch còn hạn chế, phù hợp với phương pháp định giá của chúng tôi đối với các cổ phiếu điện khác thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi. Chúng tôi cho rằng tính minh bạch của ngành có thể được nâng cao trong bối cảnh Việt Nam tự do hóa ngành điện, từ đó mang lại thông tin tốt hơn về giá cả và vận hành thị trường.

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu cho TV2 ở mức 43.900 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu đến từ (1) ghi nhận 25% lợi ích kinh tế tại dự án Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 (25 MW) và 25% tại dự án Điện gió An Đông 1 (50 MW), cùng với (2) điều chỉnh tăng 30% định giá cho dự án Thủy điện Thác Bà 2, bị ảnh hưởng bởi (3) điều chỉnh giảm 12% định giá mảng cốt lõi gồm kỹ thuật, mua sắm và xây lắp (EPC), vận hành & bảo dưỡng (O&M) và cơ khí chế tạo, và (4) điều chỉnh giảm 5% định giá dự án Điện gió Tân Thuận giai đoạn 1&2.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 28% dự báo tổng LNST (thay đổi lần lượt -13%/+15%/+51%/+22%/+44% trong năm 2025/26/27/28/29) do (1) ghi nhận phần lợi nhuận từ CTLK sau khi TV2 thay đổi phương pháp kế toán đối với khoản đầu tư vào CTLK từ giá gốc sang vốn chủ sở hữu trong BCTC kiểm toán quý 2/2025, và (2) doanh thu tiềm năng dự phóng từ hợp đồng EPC cho Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 và Điện gió An Đông 1, lần át (3) mức tăng dự phóng trong chi phí SG&A.

Định giá tổng của từng phần

Hình 7: Định giá bao gồm hợp đồng EPC

Công ty / Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
1. EPC, O&M, & sản xuất cơ khí	P/E	1.832	100%	1.832
LNST - CĐTTS trung bình giai đoạn 2025-26		107		
P/E mục tiêu		17,2		
2. Điện mặt trời Vĩnh Tân - 5 MWp	CKDT	152	100%	152
3. Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 - 50 MWp	CKDT	720	25%	180
4. Gió Tân Thuận 1&2 - 75 MW	CKDT	2.199	25%	550
5. Gió Tân Thuận 3 - 25 MW	CKDT	182	25%	46
6. Gió An Đông 1 - 50 MW	CKDT	319	25%	80
7. Thủy điện Thác Bà 2 - 19 MW	CKDT	683	45%	307
8. Sinh khối Hậu Giang - 20 MW	CKDT	1.138	10%	114
9. Sinh khối Trà Vinh - 25 MW	CKDT	408	10%	41
10. Sinh khối Núi Tô I - 30MW	CKDT	493	10%	49
11. Thủy điện Buôn Đôn (mã BSA)	GTSS			17
12. Tập đoàn Điện lực Quốc tế (mã EIC)	GTSS			2
Tổng giá trị VCSH				3.369
Cộng: Tiền mặt công ty mẹ & các khoản đầu tư ngắn hạn tính đến quý 1/2025				219
Trừ: Nợ vay công ty mẹ tính đến quý 1/2025				-98
Giá trị VCSH ròng				3.490
Số lượng cổ phiếu				67,5
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)				51.700
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế				15%
Giá mục tiêu/cổ phiếu (đồng)				43.900
Giá cổ phiếu				36.250
Tỷ lệ tăng				21,1%
Lợi suất cổ tức %				2,8%
Tổng mức sinh lời %				23,9%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: WACC cho danh mục năng lượng tái tạo

Giá định WACC	
Beta	1,0
Phần bù rủi ro VCSH	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro	6,0%
Chi phí VCSH	14,0%
Chi phí nợ vay	9,0%
Tỷ lệ nợ vay	70,0%
Tỷ lệ VCSH	30,0%
Thuế doanh nghiệp	20,0%
WACC	9,2%

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Các công ty cùng ngành

Các công ty cùng ngành trong nước

TV2 là 1 trong 4 công ty tư vấn xây dựng điện có chung công ty mẹ là EVN. 4 công ty này có cùng mô hình kinh doanh và chia sẻ các dự án xây lắp điện. EVN đã thành lập 4 công ty tư vấn giám sát các vùng khác nhau của Việt Nam (TV1 giám sát miền Bắc, TV3 giám sát miền Trung và TV2 & TV4 giám sát miền Nam). Tuy nhiên, TV2 gần đây đã vượt trội so với các công ty cùng ngành trong nước vì đã mở rộng sang hợp đồng EPC và do đó đã có được những hợp đồng lớn hơn đáng kể. Trong khi đó, các công ty tư nhân không có đủ năng lực tài chính, các mối quan hệ và/hoặc chuyên

môn kỹ thuật để cạnh tranh với TV2. Mặc dù TV2 có lợi thế trong việc tiếp cận các dự án điện với tư cách là công ty con của EVN thì tất cả các dự án EPC hiện tại của TV2 đều trải qua quá trình đấu thầu cạnh tranh.

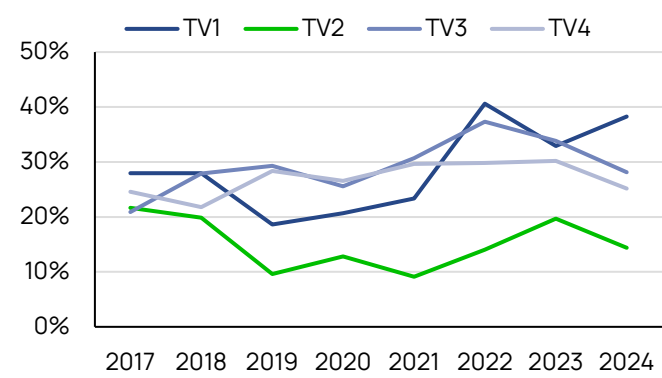
Trong 4 công ty, TV2 có biên lợi nhuận gộp thấp hơn do TV1, TV3 & TV4 chỉ cung cấp dịch vụ tư vấn thường có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 28%) trong khi biên lợi nhuận gộp của hợp đồng EPC thường vào khoảng 10%-15%. Tuy nhiên, TV2 có khả năng sinh lời cao nhất nhờ tỷ lệ ROE giai đoạn 2016-2021 vượt trội và P/E của TV2 cao hơn so với các công ty cùng ngành, phản ánh tiềm năng phát triển lớn của công ty.

Hình 9: Các công ty cùng ngành trong nước

Tên/Mã	GTVH (tr USD)	Doanh thu thuần trượt 12T (tr USD)	YoY %	LNST trượt 12T (tr USD)	YoY %	Nợ vay ròng/ VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
TV1	24	23	6	3,5	28	60,6	23,5	N/A	7,2	1,6
TV3	6	10	20	0,7	-5	-10,2	11,3	2,9	9,6	1,0
TV4	12	10	13	1,3	-3	-23,2	12,5	6,2	9,8	1,2
Trung vị	12	10	13	1,3	-3	-10,2	12,5	4,5	9,6	1,2
TV2	93	49	-10	2,3	3	-9,7	5,3	2,8	62,9	1,9

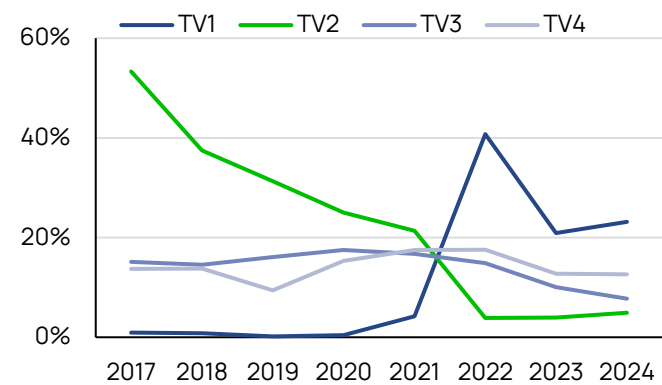
Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 12/09/2025)

Hình 10: So sánh biên lợi nhuận gộp của các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap

Hình 11: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong nước



Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap

Các công ty cùng ngành trong khu vực

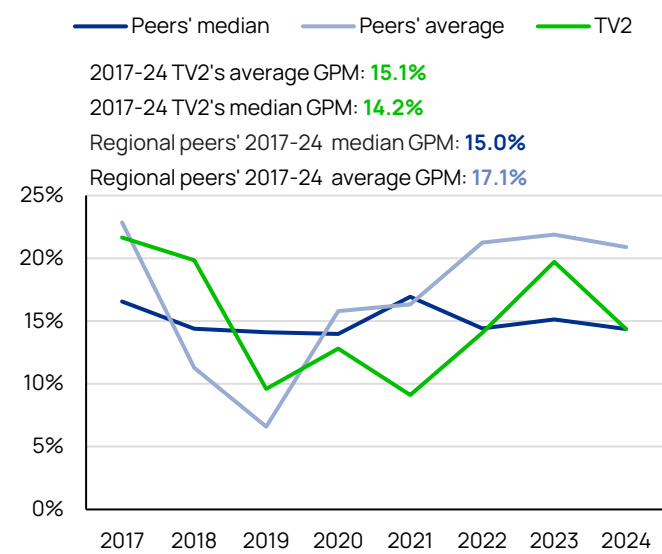
Chúng tôi chọn các công ty cùng ngành tại châu Á thực hiện dịch vụ tư vấn và/hoặc ký hợp đồng EPC trong lĩnh vực điện như TV2. TV2 vượt trội so với các công ty cùng ngành về năng lực tài chính với tỷ lệ đòn bẩy ròng là -9,7%, so với mức trung vị của các công ty cùng ngành là -0,3% và lợi suất cổ tức của TV2 là 2.8%, cao gấp khoảng 2,3 lần so với mức trung vị của các công ty cùng ngành. Biên lợi nhuận gộp của công ty nhìn chung phù hợp với các công ty cùng ngành trong khu vực trong giai đoạn 2016-2023 trong khi ROE trung bình là 27% trong giai đoạn 2016-2023, cao hơn đáng kể so với ROE của các công ty cùng ngành.

Hình 12: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY %	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY %	Nợ vay ròng/ VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
Power Mech Projects Ltd	Ấn Độ	1.102	618	24	39	32	5,9	16,3	0,0	29,8	4,5
Salasar Techno Engineering	Ấn Độ	177	171	20	2	-64	33,7	3,1	N/A	82,1	2,0
SEPC Ltd	Ấn Độ	233	71	7	3	9	20,5	1,8	N/A	78	1,3
HSS Engineers Bhd	Malaysia	70	50	19	6	44	9,2	9,1	2,5	11,2	1,0
Samaiden Group Bhd	Malaysia	130	80	56	5	26	-58,4	13,4	1,2	25,5	3,2
Demco PCL	Thái Lan	82	84	12	-1	96	-0,3	-0,8	N/A	N/A	0,7
Sky Tower PCL	Thái Lan	5	9	28	-1	77	-16,5	-5,6	N/A	N/A	0,2
SAAM Development PCL	Thái Lan	53	2	-38	0	N/A	-6,8	-1,6	N/A	N/A	3,6
SCI Electric PCL	Thái Lan	30	32	-32	-6	58	-47,9	-32,5	N/A	N/A	1,3
AcmePOINT Energy Services C	Đài Loan	66	83	100	4	N/A	-56,0	13,6	1,5	15,1	1,8
Fujian Yongfu Power Engineer	Trung Quốc	756	280	-7	5	-38	106,3	2,8	0,2	143,2	4,2
Trung vị		82	80	19	2,9	32	-0,3	2,8	1,2	29,8	1,8
TV2	Việt Nam	93	49	-10	2,3	3	-9,7	5,3	2,8	62,9	1,9

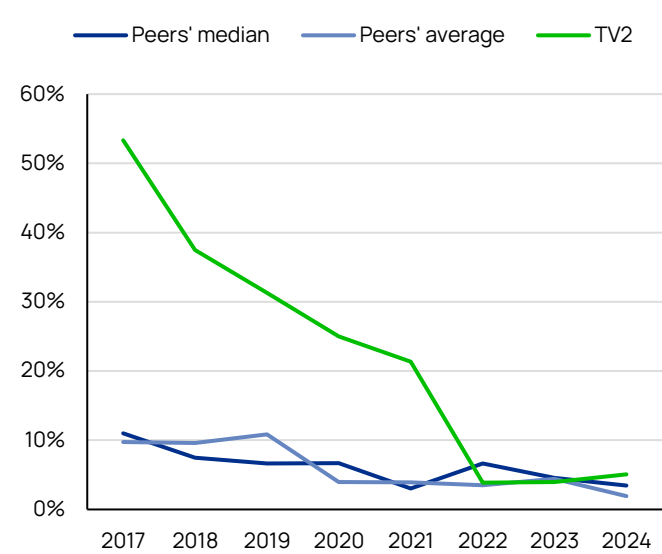
Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 12/09/2025)

Hình 13: So sánh biên lợi nhuận gộp các công ty cùng ngành trong khu vực



Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap

Hình 14: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong khu vực

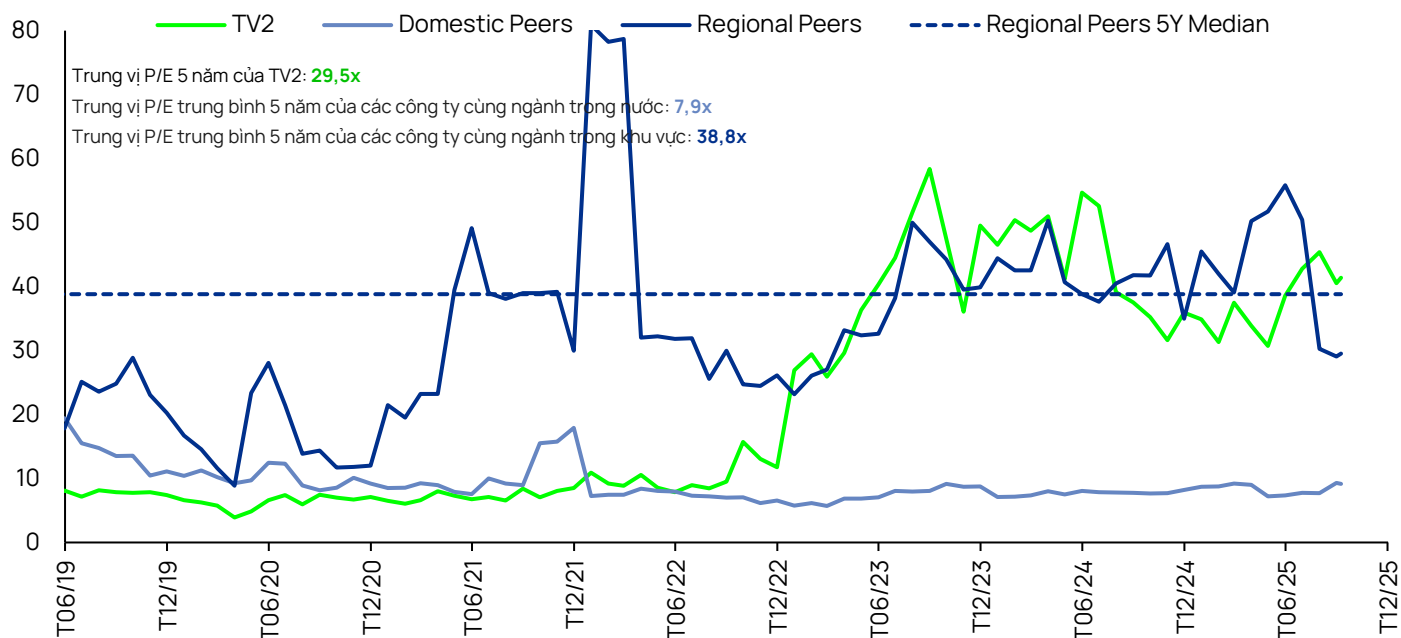


Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap

Hệ số P/E

Trước tháng 3/2022, TV2 giao dịch ở mức P/E thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong nước do lợi nhuận của công ty cao hơn đáng kể so với các công ty cùng ngành. Ngoài ra, trước tháng 9/2022, theo quan điểm của chúng tôi, TV2 được giao dịch với mức chiết khấu rất lớn so với các công ty cùng ngành trong khu vực do các nhà đầu tư vẫn đặt câu hỏi về tính bền vững của hợp đồng EPC và biên lợi nhuận. Hiện TV2 đang được giao dịch ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước do triển vọng phục hồi mạnh.

Hình 15: Diễn biến P/E của các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 12/09/2025)

Phụ lục

Cả Ô Môn II và Ô Môn III đang tiến triển thuận lợi

Dự án nhà máy nhiệt điện Ô Môn II (1.050 MW) hiện đang trong giai đoạn lựa chọn nhà thầu EPC. Hạn nộp hồ sơ dự thầu là trong quý 3/2025, và ngày vận hành thương mại dự kiến là trong quý 4/2028 hoặc quý 1/2029.

Dự án nhà máy nhiệt điện Ô Môn III (1.050 MW) hiện đang trong giai đoạn lập báo cáo nghiên cứu khả thi, với mục tiêu sẽ được phê duyệt vào tháng 7/2025 – sớm hơn 2 tháng so với kế hoạch. Sau khi được phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi, dự án sẽ triển khai lập kế hoạch lựa chọn nhà thầu và chuẩn bị hồ sơ mời thầu cho tất cả các gói thầu lớn, bao gồm gói thầu EPC. Dự kiến ngày vận hành thương mại là vào tháng 5/2030 hoặc quý 1/2031, với khả năng đẩy nhanh tiến độ tùy thuộc vào việc thu xếp vốn và hiệu quả thủ tục triển khai.

Diễn biến này mang lại tiềm năng tăng trưởng đáng kể cho TV2 trong dài hạn. Nếu TV2 giành được các hợp đồng EPC cho cả hai dự án với tỷ lệ tham gia 20% (tương tự dự án Ô Môn IV), chúng tôi ước tính công ty có thể ghi nhận khoảng 8,9 nghìn tỷ đồng doanh thu bổ sung (tương đương khoảng 4,4 nghìn tỷ đồng cho mỗi dự án) trong giai đoạn 2026–2030.

Dự án Sông Hậu 2 hiện đang bị chấm dứt

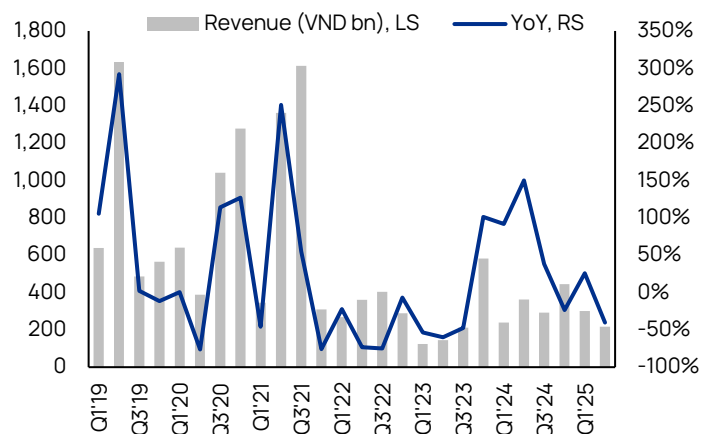
Vào ngày 01/07/2024, Bộ Công Thương có văn bản gửi Công ty TNHH Điện Sông Hậu 2 (SH2), thuộc 100% quyền sở hữu của Tập đoàn Toyo, thông báo về việc chấm dứt hợp đồng xây dựng - vận hành - chuyển giao (BOT) giữa Bộ Công Thương và Toyo do nhà đầu tư không hoàn tất thủ tục thu xếp vốn để Đóng tài chính trước ngày 30/06/2024.

Theo các công ty trong ngành, mặc dù Tập đoàn Toyo đã có khoản giải ngân vốn đầu tiên (FDP) trị giá 120 triệu USD sẵn sàng trong Tài khoản ngân hàng ở Malaysia, nhưng số tiền thực tế vẫn chưa được chuyển vào tài khoản ngân hàng của SH2 tại Việt Nam do chưa được NHNN Malaysia chấp thuận. Khoản FDP sẽ được chuyển ngay sau khi có sự phê duyệt này. Do đó, theo các điều khoản và điều kiện trong hợp đồng BOT, khoản giải ngân này phải sẵn sàng trong Tài khoản ngân hàng ở Việt Nam (điều kiện cuối cùng để đáp ứng thời hạn Đóng tài chính), Tập đoàn Toyo không hoàn tất thủ tục thu xếp vốn để Đóng tài chính trước thời hạn bắt buộc theo quy định và nhận được thư chấm dứt hợp đồng từ Bộ Công Thương. Tính đến ngày công bố báo cáo này, mặc dù cả SH2 và Tập đoàn Toyo, cũng như các bên liên quan tại Malaysia và Việt Nam, vẫn đang cố gắng khắc phục điều kiện cuối cùng và tiếp tục tiến hành Dự án Sông Hậu 2, nhưng chưa có bất kỳ thông báo chính thức hay tiến triển nào về việc dự án sẽ sớm được khởi động lại hoặc khởi công. Do đó, chúng tôi đã loại trừ đóng góp của Dự án Sông Hậu 2 khỏi dự báo doanh thu của chúng tôi cho TV2 trong giai đoạn tới.

Vào ngày 09/04/2025, Toyo Ink đã nhận được một văn bản mới từ Bộ Công Thương và hiện đang xúc tiến các thủ tục cần thiết để khởi động lại dự án Sông Hậu 2. TV2 xác nhận vẫn duy trì toàn bộ khối lượng công việc EPC như đã cam kết trước đó. Tuy nhiên, công ty cũng lưu ý rằng việc tái khởi động dự án phụ thuộc hoàn toàn vào kết quả đàm phán giữa Toyo Ink và Chính phủ Việt Nam.

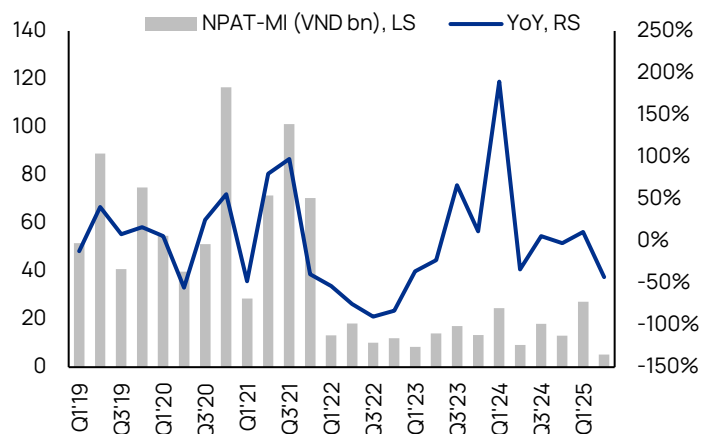
KQKD hàng quý của TV2

Hình 16: Doanh thu hàng quý



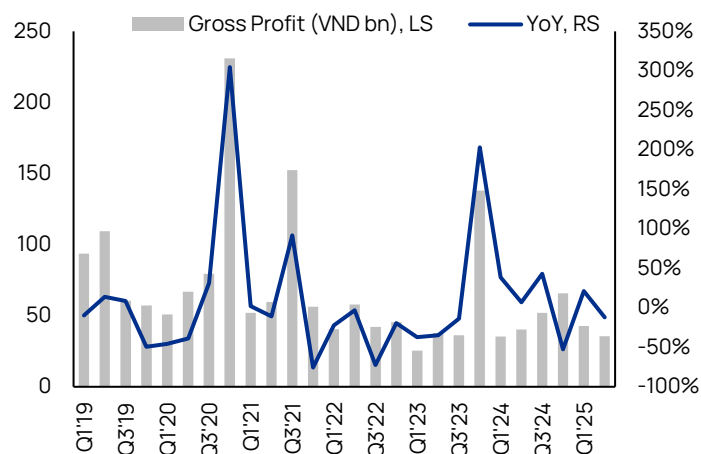
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 17: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý



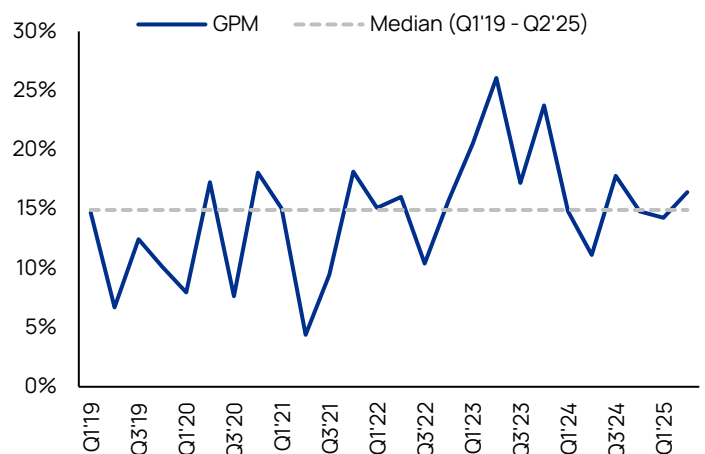
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 18: Lợi nhuận gộp hàng quý của mảng tư vấn, EPC, O&M



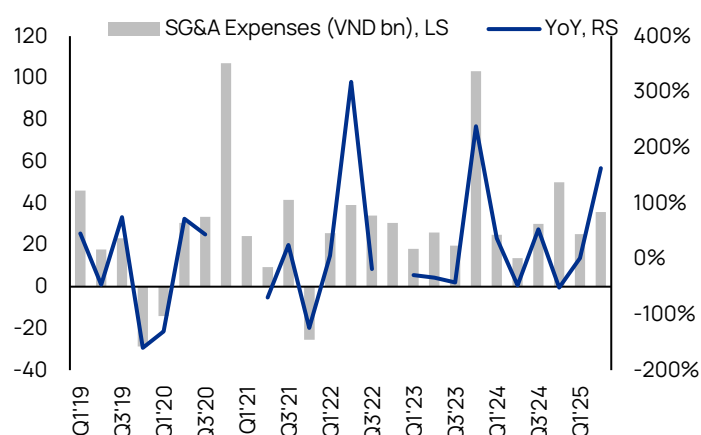
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 19: Biên LN gộp hàng quý của mảng tư vấn, EPC, O&M(%)



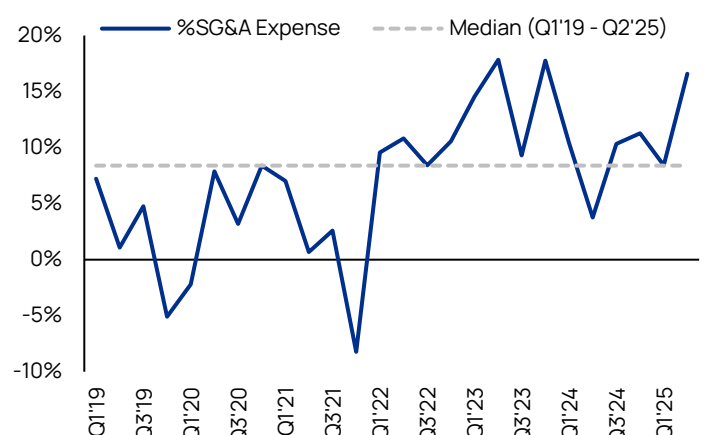
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 20: Chi phí SG&A hàng quý



Nguồn: TV2, Vietcap (Lưu ý: *Chi phí SG&A âm chủ yếu do TV2 hoàn nhập khoản dự phòng)

Hình 21: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu hàng quý



Nguồn: TV2, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	1.336	1.418	4.071	5.677
Giá vốn hàng bán	-1.144	-1.206	-3.577	-5.018
Lợi nhuận gộp	192	212	494	659
Chi phí bán hàng	-6	-13	-113	-149
Chi phí quản lí DN	-112	-149	-166	-186
LN thuần HĐKD	74	51	215	325
Doanh thu tài chính	20	13	18	27
Chi phí tài chính	-16	-5	-8	-15
Trong đó, chi phí lãi vay	-8	-5	-8	-15
Lợi nhuận từ công ty LDLK	0	27	42	59
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	2	0	0	0
LNTT	80	85	267	396
Thuế TNDN	-15	-17	-53	-79
LNST trước lợi ích CĐTS	65	68	213	317
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	65	68	213	317
EBITDA	122	88	253	365
EPS báo cáo, VND	609	633	2.513	3.726
EPS điều chỉnh (1), VND	609	633	2.513	3.726
EPS pha loãng, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS báo cáo, VND	164%	158%	40%	27%

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	25,9%	6,1%	187,0%	39,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	4,6%	-31,8%	324,7%	51,3%
Tăng trưởng LNTT	22,2%	6,2%	213,8%	48,3%
Tăng trưởng EPS	32,0%	3,9%	297,2%	48,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	14,4%	15,0%	12,1%	11,6%
Biên LN từ HĐ %	5,5%	3,6%	5,3%	5,7%
Biên EBITDA	9,1%	6,2%	6,2%	6,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	4,9%	4,8%	5,2%	5,6%
ROE, báo cáo	4,9%	5,1%	15,2%	19,7%
ROA	2,8%	3,1%	7,5%	8,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	36	42	24	31
Số ngày phải thu	285	203	108	124
Số ngày phải trả	155	138	75	73
TG luân chuyển tiền	167	106	57	82
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,6	1,6	1,3	1,3
CS thanh toán nhanh	1,4	1,5	1,1	1,1
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,4	0,2	0,1
Nợ/Tài sản	6,4%	3,8%	7,6%	8,6%
Nợ/Vốn sử dụng	9,6%	5,8%	15,3%	17,3%
Nợ/Vốn CSH	-12,2%	-27,1%	-17,5%	-4,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	9,2x	9,8x	26,5x	22,3x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	200	340	423	341
Đầu tư TC ngắn hạn	103	103	103	103
Các khoản phải thu	839	738	1.673	2.177
Hàng tồn kho	156	120	357	501
TS ngắn hạn khác	33	33	33	33
Tổng TS ngắn hạn	1.332	1.335	2.589	3.155
TS dài hạn (gộp)	756	779	817	865
- Khấu hao lũy kế	-328	-365	-404	-444
TS dài hạn (ròng)	428	413	413	421
Đầu tư TC dài hạn	422	422	497	638
TS dài hạn khác	14	4	-5	-15
Tổng TS dài hạn	864	840	905	1.045
Tổng Tài sản	2.196	2.175	3.494	4.200
Phải trả ngắn hạn	419	496	980	1.031
Nợ ngắn hạn	141	82	267	361
Nợ ngắn hạn khác	277	237	741	1.053
Tổng nợ ngắn hạn	836	815	1.988	2.445
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	27	27	27	27
Tổng nợ	863	842	2.015	2.472
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	675	675	675	675
Thặng dư vốn CP	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	652	653	799	1.048
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.332	1.333	1.479	1.728
Tổng cộng nguồn vốn	2.196	2.175	3.494	4.200
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	68	68	68	68

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	127	200	340	423
Lợi nhuận sau thuế	65	68	213	317
Khấu hao	48	37	39	40
Thay đổi vốn lưu động	143	175	-184	-285
Điều chỉnh khác	-63	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	193	280	69	72
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-21	-13	-29	-39
Đầu tư, ròng	32	0	-75	-142
Tiền từ HĐ đầu tư	11	-13	-104	-180
Cổ tức đã trả	-68	-68	-68	-68
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-66	-59	185	94
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-133	-127	118	27
Tổng lưu chuyển tiền tệ	71	141	82	-82
Tiền cuối năm	200	340	423	341

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

Hình 2222: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/CP)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

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

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Đồng Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Kim Liên, HN
+84 24 6262 6999

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Phường Cửa Nam, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

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

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy 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 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, Chuyên viên cao cấp, ext 366

- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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 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.