

[Triển vọng 2025]

Báo cáo ngành điện

Chuyển đổi ngành điện để thúc đẩy
tăng trưởng kinh tế

CTCP Chứng Khoán Mirae Asset (Việt Nam)
Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeasset.com.vn

Triển vọng ngành điện Việt Nam 2025

Đánh giá: Trung tính

Tác động từ thời tiết:

- Theo dự báo thời tiết NOAA (tháng 3/2025), xác suất xảy ra La Niña cao hơn El Niño trong phần còn lại của năm 2025. Chúng tôi dự kiến EVN sẽ ưu tiên huy động điện từ thủy điện do chi phí thấp hơn, theo đó triển vọng kết quả kinh doanh sẽ tốt hơn so với các nguồn năng lượng khác.
- Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện than và khí có thể giảm huy động. Năng lượng tái tạo được đánh giá trung tính, mặc dù có tiềm năng tăng trưởng, nhưng việc mở rộng vẫn bị hạn chế bởi các khung pháp lý.

Mục tiêu tăng trưởng và nhu cầu tiêu thụ điện: Để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP ít nhất 8% vào năm 2025, Việt Nam đặt mục tiêu sản lượng điện là ~347 tỷ kWh (+12% CK). Sự gia tăng phụ thuộc vào nhiên liệu nhập khẩu (than, LNG) sẽ làm tăng thêm áp lực lên an ninh năng lượng quốc gia trong bối cảnh Việt Nam đặt ra các mục tiêu tăng trưởng kinh tế.

Dự án trọng điểm năm 2025:

- 281 dự án lưới điện (110–500kV) dự kiến hoàn thành, trong đó có tuyến 500kV Lào Cai – Vĩnh Yên (khởi công xây dựng tháng 3/2025).
- LNG Nhơn Trạch 3 đấu nối vào lưới điện quốc gia (tháng 2/2025); LNG Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động trong năm 2025.
- Khởi công xây dựng nhà máy thủy điện tích năng đầu tiên của Việt Nam - Bắc Ái giai đoạn 2 - vào tháng 2/2025.

Cơ hội trong điều chỉnh: KQKD năm 2024 kém khả quan của hầu hết các doanh nghiệp điện đã tạo ra mức nền thấp cho sự hồi phục hoạt động kinh doanh mạnh mẽ trong năm 2025, đặc biệt là đối với những cái tên như GEG và NT2. Sự điều chỉnh của thị trường hiện tại cho thấy tỷ suất cổ tức tiềm năng lên đến 9.9%.

Phát triển khung pháp lý

Điều chỉnh quy hoạch điện: Thông báo số 60/TB-VPCP (T2/2025) điều chỉnh Quy hoạch điện VIII, dự kiến tổng vốn đầu tư điện giai đoạn 2026–2030 là 136 tỷ USD (27 tỷ USD/năm, tăng 75% so với kế hoạch trước), và 699 tỷ USD cho giai đoạn 2031–2050 (35 tỷ USD/năm), trong đó 86% dành cho nguồn điện.

Cơ chế mua điện trực tiếp mới: Nghị định số 57/2025/NĐ-CP (03/3/2025) cho phép giao dịch điện trực tiếp giữa các máy phát điện tái tạo và khách hàng lớn thông qua: 1) đấu nối lưới điện riêng; và 2) Lưới điện quốc gia.

Chính sách năng lượng hạt nhân: Nghị quyết về một số cơ chế, chính sách đặc biệt đầu tư xây dựng dự án điện hạt nhân Ninh Thuận đã được Quốc hội thông qua.

Giám sát quản lý & thách thức ngành điện

CTCP Năng lượng Lộc Ninh 3 đang bị điều tra: Vi phạm hoàn thuế GTGT dẫn đến thất thoát ngân sách nhà nước 145 tỷ đồng; COD hợp pháp không được đáp ứng.

27 nhà đầu tư điện mặt trời/điện gió đối mặt rủi ro từ việc rà soát hồi tố giá FIT theo Quyết định số 17/2019 và 13/2020, có thể dẫn đến thiệt hại trên 13 tỷ USD nếu giá bán điện bị tính lại do thiếu hồ sơ phê duyệt COD.

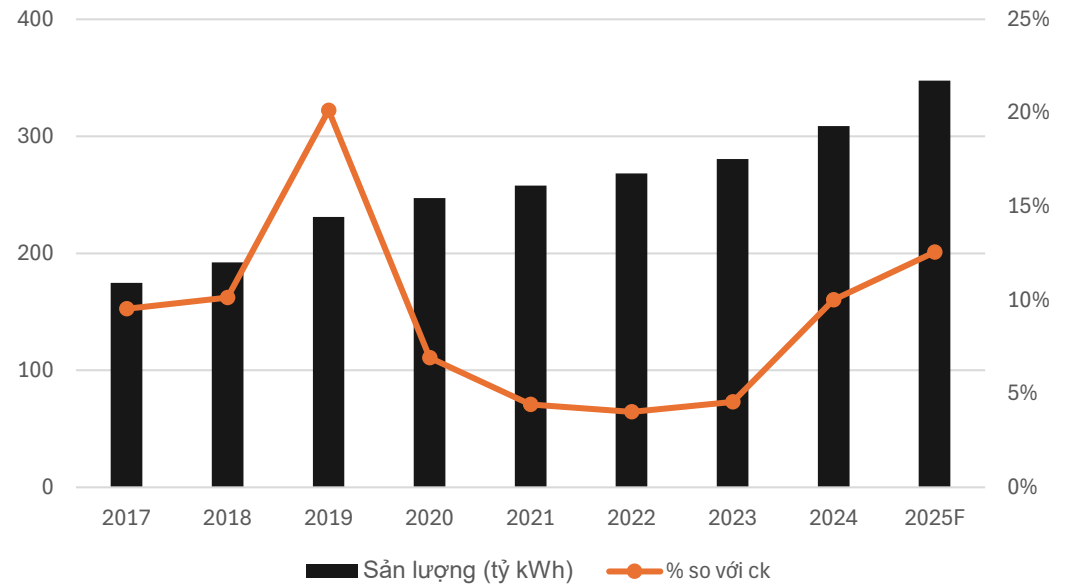
Ngành điện Việt Nam năm 2024- quý 1/2025

Tổng sản lượng điện toàn hệ thống ước tính khoảng 309 tỷ kWh (+10% CK) trong năm 2024. Sản lượng tích lũy toàn hệ thống trong quý 1/2025 là 72 tỷ kWh (+4% CK) với tỷ trọng như sau:

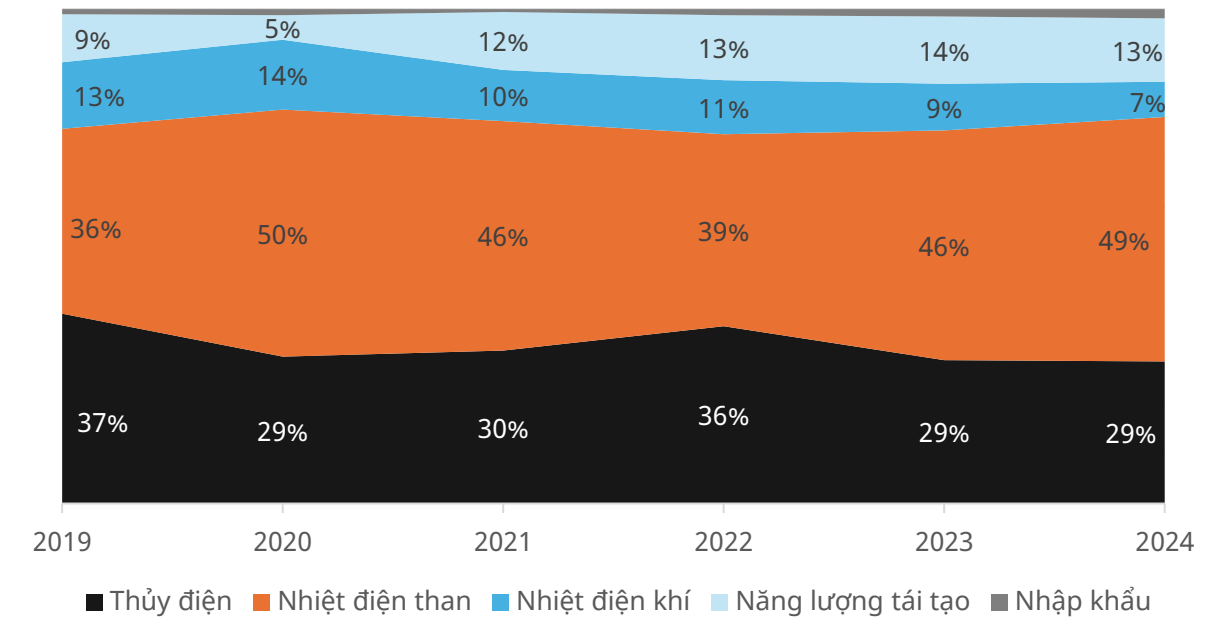
- Thủy điện: 13.8 tỷ kWh (+30% CK), chiếm 19.1%
- Nhiệt điện than: 40.8 tỷ kWh (+2% CK), chiếm 56.5%
- Nhiệt điện khí: 4.6 tỷ kWh (-24% CK), chiếm 6.4%
- Năng lượng tái tạo: 11.5 tỷ kWh (+1% CK), chiếm 16%, trong đó năng lượng mặt trời đạt 6.7 tỷ kWh (+1% CK) và điện gió đạt 4.5 tỷ kWh (+0.5% CK)
- Nhập khẩu điện: 1.3 tỷ kWh (+16% CK), chiếm 1.8%

Năm 2025, để đạt mục tiêu tăng trưởng GDP tối thiểu 8%, Bộ Công Thương yêu cầu tổng lượng điện sản xuất và nhập khẩu ước tính 347 tỷ kWh (+12% CK).

Tổng sản lượng điện của hệ thống (tỷ kWh)



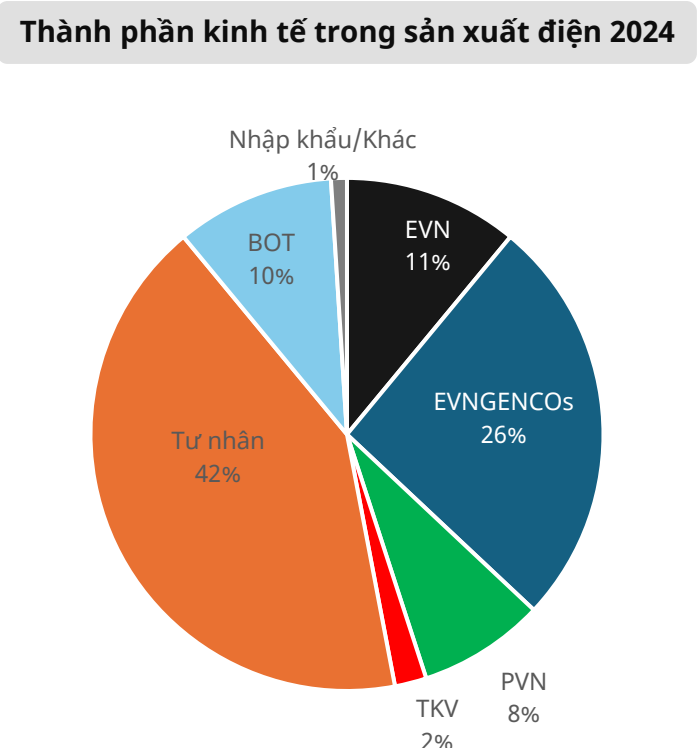
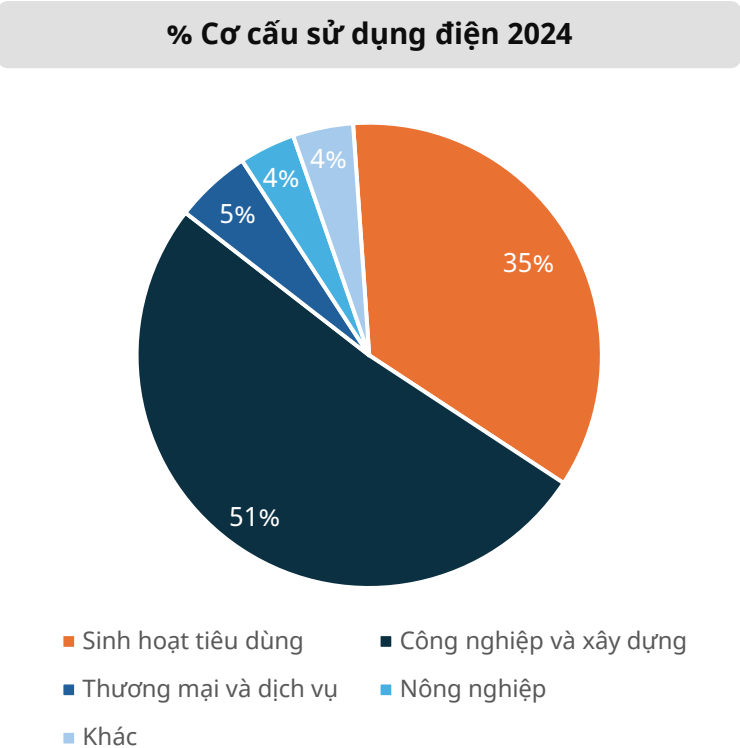
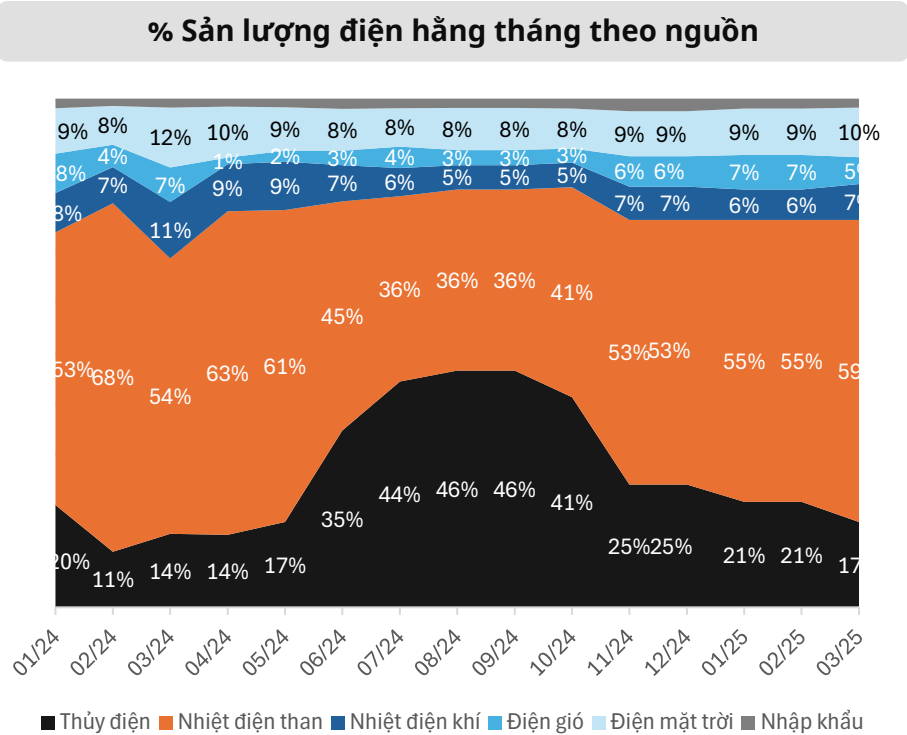
% sản lượng điện theo nguồn



Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Ngành điện Việt Nam năm 2024- quý 1/2025

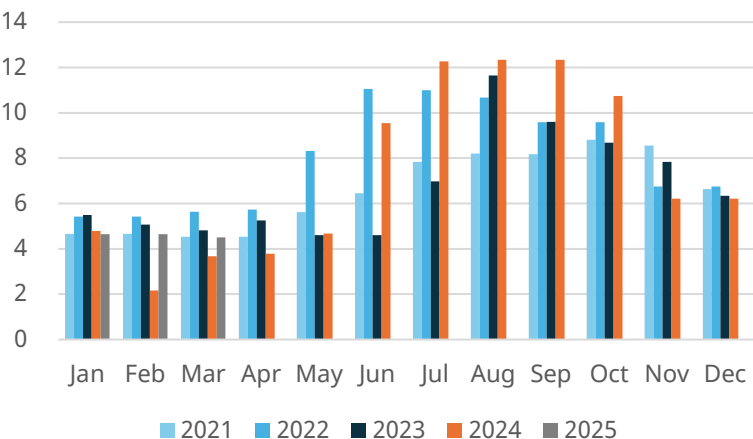
- Được thúc đẩy bởi tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ, **Công nghiệp và xây dựng chiếm 51% nhu cầu điện vào năm 2024**. Khu vực dân cư chiếm 35% trong tổng mức tiêu thụ năng lượng, do tỷ lệ tiếp cận điện tăng lên, cũng như tỷ lệ sở hữu các thiết bị điện và điều hòa không khí ngày càng tăng.
- Nông nghiệp, thương mại - dịch vụ chiếm 4% và 5%.
- Về tỷ trọng sản xuất điện, các đơn vị tư nhân đóng vai trò quan trọng, chiếm 42% tổng sản lượng điện. Tập đoàn Điện lực Việt Nam thuộc sở hữu nhà nước, bao gồm EVN và EVNGENCOs, chiếm 37% và các đơn vị BOT chiếm 10%.



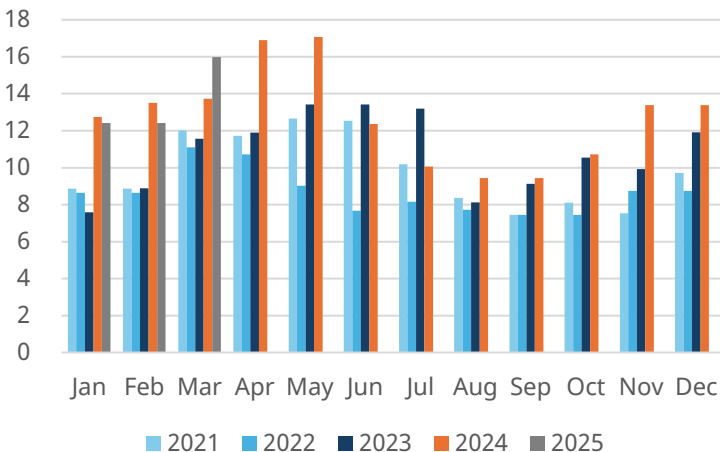
Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Sản lượng điện hàng tháng theo nguồn

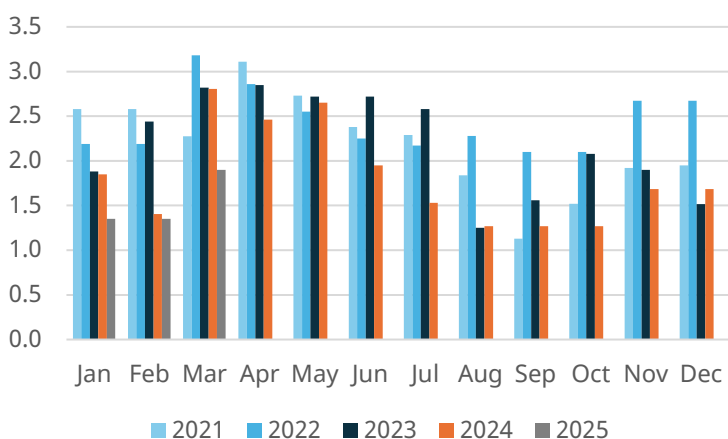
Sản lượng điện thủy điện hàng tháng (tỷ kWh)



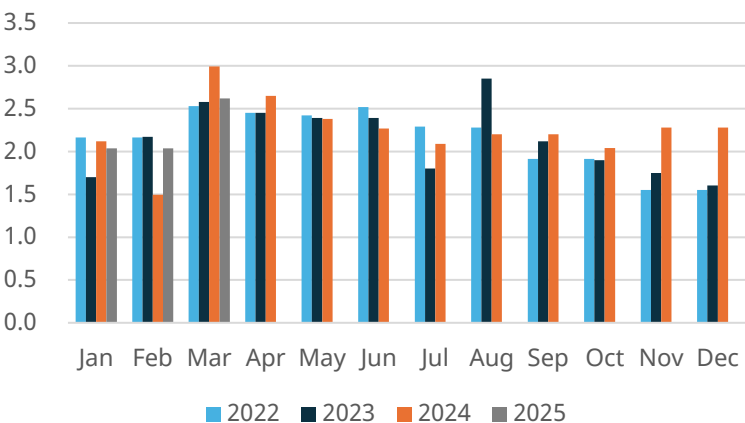
Sản lượng điện than hàng tháng (tỷ kWh)



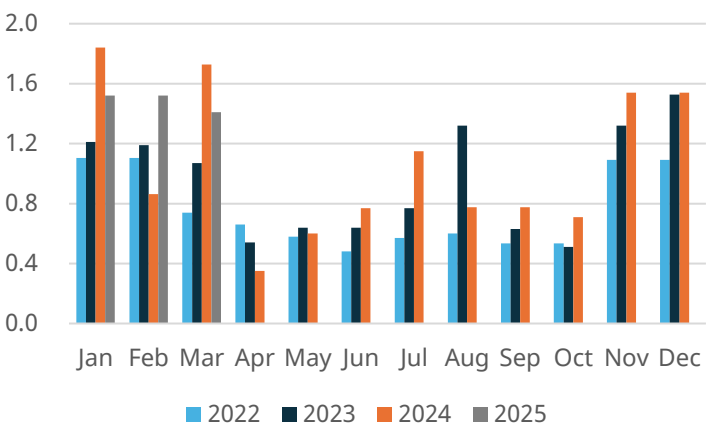
Sản lượng điện khí hàng tháng (tỷ kWh)



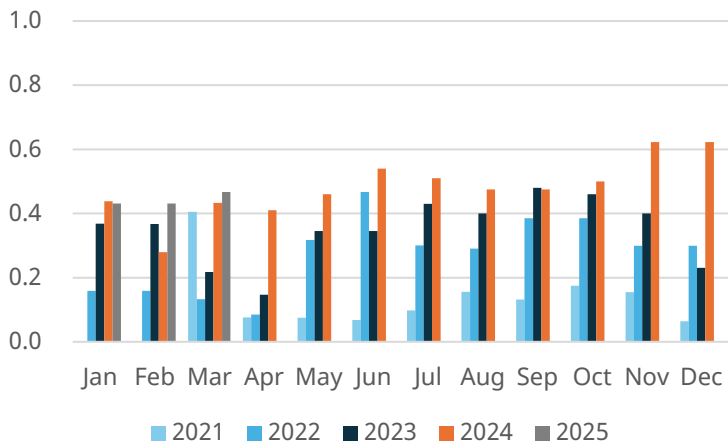
Sản lượng điện mặt trời hàng tháng (tỷ kWh)



Sản lượng điện gió hàng tháng (tỷ kWh)



Sản lượng điện nhập khẩu hàng tháng (tỷ kWh)

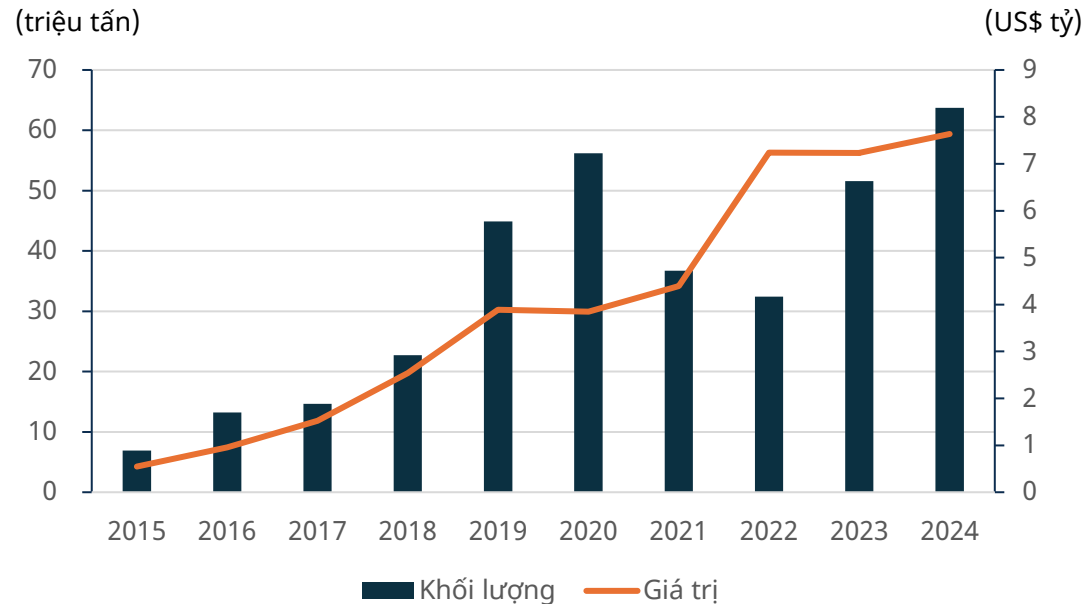


Nguồn: EVN, Mirae Asset Vietnam Research

Khối lượng than nhập khẩu dự kiến tăng trưởng trong năm 2025

- **Sản lượng và trị giá than nhập khẩu của Việt Nam đạt kỷ lục mới trong năm 2024**, vượt mức trước đại dịch vào năm 2020. Khối lượng nhập khẩu tăng 24% CK, trong khi giá trị tăng 6% CK, tổng cộng lần lượt là 64 triệu tấn và 8 tỷ USD vào năm 2024.
- Giá than nhập khẩu tiếp tục giảm. Giá than nhập khẩu bình quân năm 2024 ghi nhận ở mức 120 USD/tấn, giảm 15% CK.
- Tháng 11/2024, Bộ Công Thương ban hành Quyết định 3048/QĐ-BCT năm 2024 phê duyệt Biểu đồ cung cấp than cho sản xuất điện năm 2025. Các nhà máy nhiệt điện than cần đảm bảo trên 82 triệu tấn than để sản xuất điện trong năm 2025 và chuẩn bị dự trữ vận hành 30 triệu tấn để đáp ứng nhu cầu trong các tháng cao điểm mùa khô (tháng 4, tháng 5, tháng 6, tháng 7)
- Theo kế hoạch cung cấp than, Tổng công ty Điện lực Vinacomin (TKV) dự kiến cung cấp khoảng 13 triệu tấn cho các nhà máy điện BOT và trên 18 triệu tấn cho các nhà máy điện EVN trong năm 2025.

Khối lượng và giá trị than nhập khẩu



Nguồn: Tổng cục Hải Quan, Mirae Asset Vietnam Research

Giá than nhập khẩu (USD/tấn)

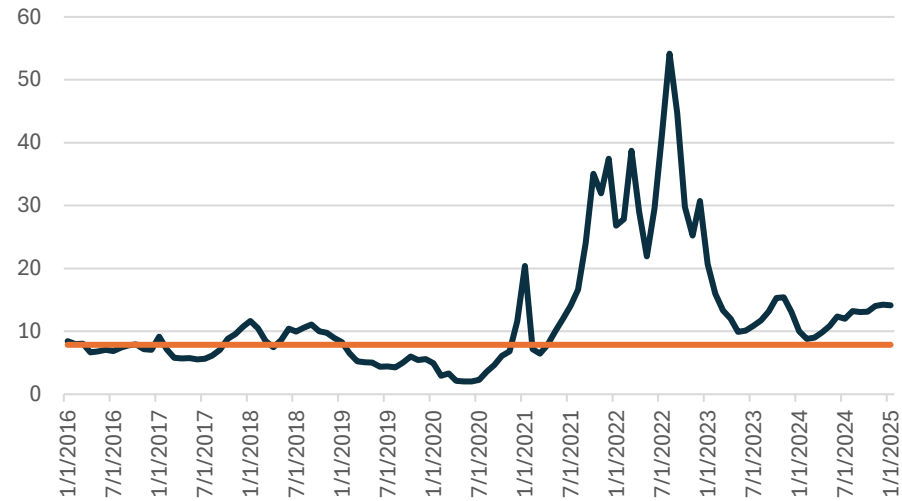


Nguồn: Tổng cục Hải Quan, Mirae Asset Vietnam Research

Sự gia tăng rủi ro phụ thuộc vào khí nhập khẩu

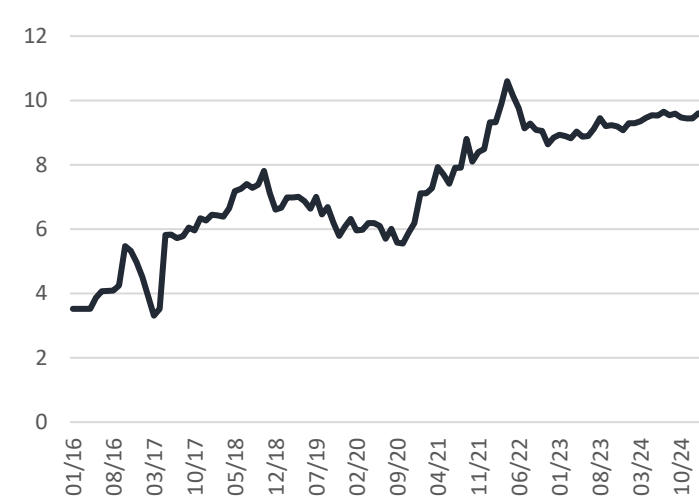
- Tháng 11/2024, Bộ Công Thương đã ban hành Quyết định 3049/QĐ-BCT năm 2024 phê duyệt Biểu đồ cung cấp khí cho sản xuất điện năm 2025, chi tiết hiển thị trong bảng dưới đây. So với năm 2024, kế hoạch cung cấp khí đốt năm 2025 thấp hơn, phản ánh tình trạng cạn kiệt các mỏ khí ở khu vực phía Nam, trong khi các mỏ mới chưa sẵn sàng khai thác cho đến năm 2027.
- Từ năm 2025 trở đi, các nhà máy điện (NMD) LNG Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ đi vào hoạt động và tích hợp vào lưới điện quốc gia, cùng với các NMD LNG mới đang được lên kế hoạch phát triển. Giá LNG bị ảnh hưởng do căng thẳng địa chính trị, gián đoạn liên quan đến thời tiết, hạn chế chuỗi cung ứng và sự thay đổi nhu cầu toàn cầu. Sự biến động này có thể dẫn đến việc tăng giá bán điện cho người tiêu dùng và tăng rủi ro tài chính và hoạt động đối với các công ty năng lượng phụ thuộc vào nhập khẩu LNG.
- Dựa trên dữ liệu hàng tháng của NT2, chúng tôi ước tính giá khí đốt trung bình năm 2024 là khoảng 9.5 USD/MMBTU (+5% CK). Đối với giá LNG ở châu Á, giá trung bình năm 2024 là khoảng 11.7 USD/MMBTU (-13% CK).

Giá khí LNG khu vực châu Á (US\$/MMBTU)



Nguồn: IMF, Mirae Asset Vietnam Research

Giá khí nội địa đầu vào (US\$/MMBTU)



Nguồn : NT2, Mirae Asset Vietnam Research

Kế hoạch sản lượng khí phục vụ sản xuất điện (tỷ m³)

	2024	2025
Sản lượng khí cho sản xuất điện	4.191 - 4.47	3.04 - 4.21
Khu vực Đông Nam Bộ	2.943 - 3.06	1.79 - 2.86
Khí nội địa		1.79 - 2.06
Khí LNG nhập khẩu		0.8
Khu vực Tây Nam Bộ	1.248 - 1.41	1.25 - 1.35

Nguồn : BCT, Mirae Asset Vietnam Research

Các dự án nổi bật trong ngành điện năm 2025

Dự án NMD	Công suất (MW)	Ngày khởi công	Thời gian hoàn thành	Tổng vốn đầu tư
LNG Quảng Trạch II	1,500	Quý 3/2025	2030	US\$2.12 tỷ
LNG Thái Bình	1,500	Quý 3/2025	2030	US\$2 tỷ
NMD Hạt nhân Ninh Thuận	4,000	N/A	2030	Chưa chính thức
LNG Nhơn Trạch 3	1,624	Quý 1/2022	Quý 1/2025	US\$1.4 tỷ
LNG Nhơn Trạch 4		Quý 1/2022	Quý 4/2025	

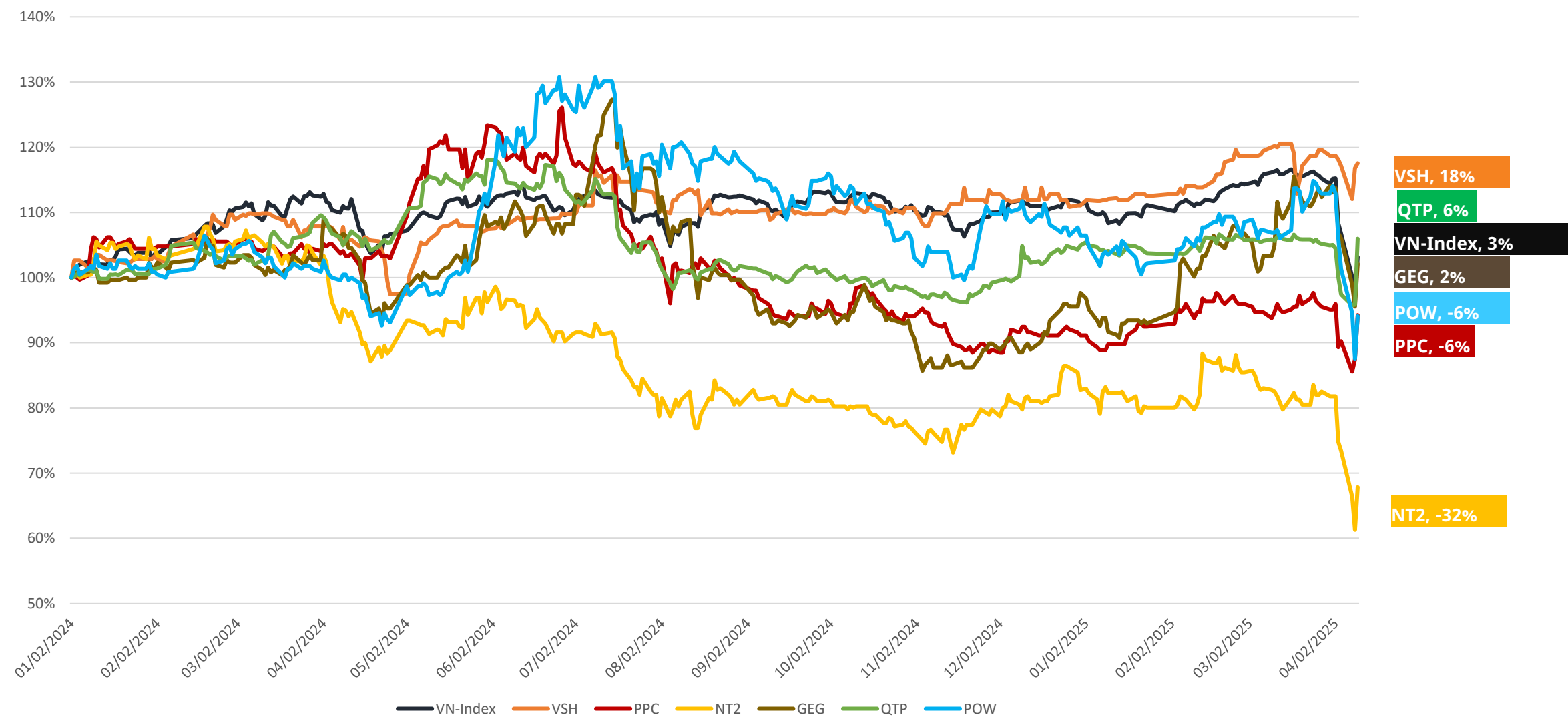
Dự án truyền tải điện	Chiều dài (km)	Ngày khởi công	Thời gian hoàn thành	Tổng vốn đầu tư
Đường dây 500kV Lào Cai - Vĩnh Yên	229	Quý 1/2025	12/2025	US\$294 triệu
Đường dây 500 kV Monsoon - Thạnh Mỹ	44.71 – trên lãnh thổ Việt Nam	Quý 3/2023	01/2025	US\$43 triệu - phần dự án ở Việt Nam
Đường dây 220 kV Đô Lương – Nam Cấm	37	Quý 1/2025	2025	US\$22 triệu

Các NMĐ có KQKD năm 2024 kém khả quan

- Nhìn chung, KQKD năm 2024 của các công ty điện kém khả quan, hầu hết phải đối mặt với sự sụt giảm từ trung bình đến mạnh so với cùng kỳ năm ngoái.
- Thủy điện bị ảnh hưởng, do mùa khô kéo dài vào 6T2024, trong khi nhiệt điện khí phải đối mặt với chi phí nhiên liệu đầu vào cao hơn, dẫn đến huy động của EVN thấp hơn.
- Doanh thu của các NMĐ điện than, đặc biệt là NBP và PPC, tốt hơn so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tăng trưởng cùng kỳ trong lợi nhuận từ HĐKD của từng NMĐ than lại có sự phân hóa.
- Các công ty sản xuất đa dạng loại điện - như GEG và POW - cho thấy lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ HĐKD cũng sụt giảm.

KQKD năm 2024													
		Doanh thu			Lợi nhuận gộp			Lợi nhuận từ HĐKD			Lợi nhuận sau thuế		
Phân loại điện	Mã CP	2023	2024	CK	2023	2024	CK	2023	2024	CK	2023	2024	CK
Thủy điện	VSH	2,572	1,825	-29%	1,205	457	-62%	1,165	425	-64%	994	448	-55%
	TMP	854	764	-11%	420	318	-24%	380	278	-27%	460	355	-23%
	SJD	431	423	-2%	188	190	1%	161	175	9%	130	143	10%
	SBA	376	264	-30%	148	97	-35%	134	85	-36%	175	114	-35%
	SHP	661	628	-5%	244	207	-15%	228	189	-17%	275	296	8%
NMĐ Khí	BTP	780	357	-54%	16	17	5%	(9)	(10)	-20%	72	43	-40%
	NT2	6,386	5,944	-7%	282	(36)	-113%	227	(95)	-142%	473	83	-82%
NMĐ Than	NBP	942	1,161	23%	45	21	-54%	21	(1)	-107%	9	(13)	-252%
	PPC	5,814	7,681	32%	35	166	369%	(40)	69	273%	380	427	12%
	HND	11,443	11,036	-4%	689	549	-20%	622	473	-24%	441	259	-41%
	QTP	12,058	11,908	-1%	540	610	13%	473	536	13%	612	619	1%
Đa dạng	GEG	2,163	2,325	7%	868	867	0%	757	762	1%	143	92	-36%
	POW	28,329	30,180	7%	2,704	1,948	-28%	1,436	1,073	-25%	1,283	1,346	5%
	REE	4,801	4,240	-12%							1,315	1,007	-23%

Đợt điều chỉnh thị trường hiện tại mang đến tiềm năng lợi suất cổ tức lên đến 9.9%



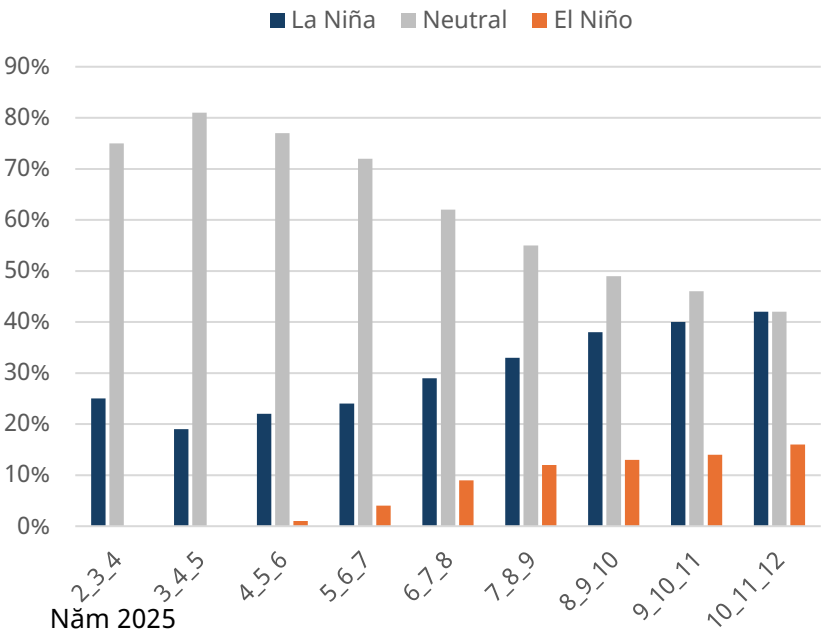
Nguồn: Mirae Asset Vietnam Research

Luận điểm đầu tư từ năm 2025

Theo dự báo mới nhất của NOAA vào tháng 3/2025, hiện tượng La Niña có khả năng xảy ra cao hơn trong giai đoạn sau, trong khi xác suất xảy ra El Niño vẫn ở mức rất thấp trong suốt kỳ dự báo. Do đó, kỳ vọng thủy văn sẽ thuận lợi cho các nhà máy thủy điện, từ đó cải thiện hiệu quả hoạt động kinh doanh. Ngược lại, các nhà máy nhiệt điện than và khí sẽ chịu tác động tiêu cực do giảm sản lượng điện huy động từ EVN.

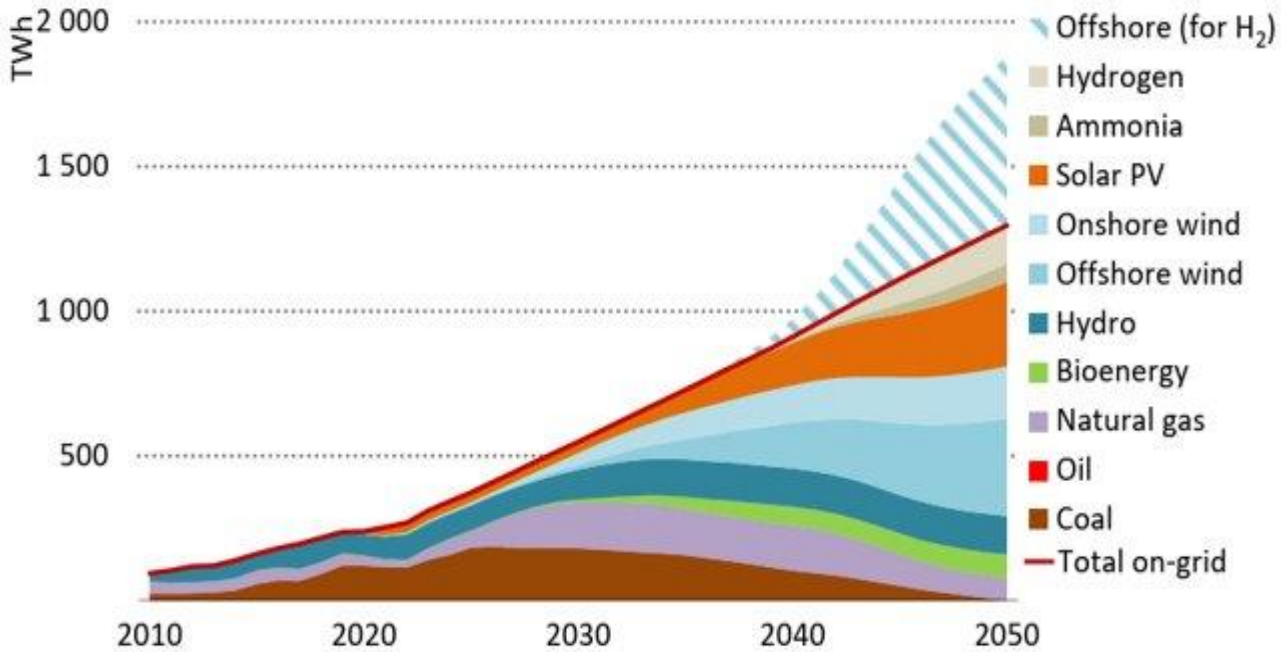
- Chúng tôi đánh giá tích cực đối với nhóm thủy điện nhờ điều kiện thuận lợi.
- Trong khi đó, nhóm nhiệt điện than và khí có thể đối mặt với mức huy động thấp hơn từ EVN.
- Chúng tôi giữ quan điểm trung lập với năng lượng tái tạo trong ngắn hạn — tiềm năng lớn nhưng tăng trưởng còn bị hạn chế bởi khung pháp lý hiện hành. Tuy nhiên, trong dài hạn, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng năng lượng tái tạo, phù hợp với Quy hoạch Điện VIII.

Dự báo chu kỳ ENSO



Nguồn: IRI, Mirae Asset Vietnam Research

Tỷ trọng các nguồn phát điện đến năm 2050 (theo Quy hoạch Điện VIII)



Nguồn: IEA, Ministry of Industry and Trade

Từ suy giảm đến bứt phá

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	TĂNG TỶ TRỌNG
Giá mục tiêu (VND, 12T)	16,100
Thị giá (16/04/2025)	13,900
Lợi nhuận kỳ vọng	16%

LNST của công ty mẹ (25F, tỷ đồng)	559
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a
Tăng trưởng EPS (25F, %)	379%
P/E (25F, x)	12
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,819
SL cổ phiếu (triệu)	358
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	40.8
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	53.9
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,450
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,381
(%)	1T6T12T
Tuyệt đối	-1.911.42.7
Tương đối	4.514.45.4

Điểm nhấn đầu tư

Khuyến nghị: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về khả năng tăng trưởng lợi nhuận trở lại của GEG trong 2025. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý GEG đang đối mặt với một số rủi ro, bao gồm rủi ro pháp lý liên quan đến 4 dự án điện gió ngoài khơi đang bị điều tra, rủi ro pha loãng cổ phiếu, và gánh nặng nợ vay cao.

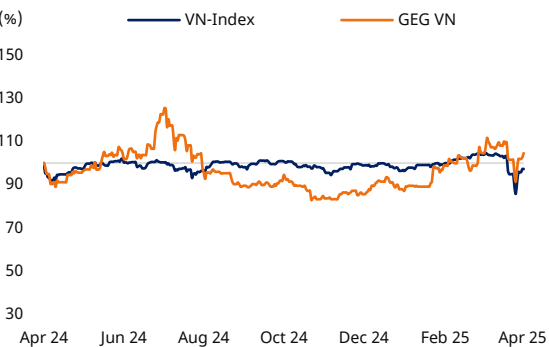
KQKD 2024: Tổng sản lượng điện đạt 1,348 triệu kWh (+9% CK), doanh thu bán điện đạt 2,243 tỷ đồng (+7% CK), LNR đạt 115 tỷ đồng (-16% CK). Doanh thu và biên lợi nhuận gộp bị ảnh hưởng bởi việc nhà máy điện Tân Phú Đông 1 bắt đầu vận hành trong nửa cuối năm 2023, với mức giá điện chỉ bằng 50% mức giá trần điện gió ngoài khơi. Chi phí lãi vay chiếm 34% doanh thu trong năm 2024, giảm so với mức 39% của năm 2023 nhờ giảm nợ ngắn hạn. Tính đến cuối năm 2024, tổng dư nợ có lãi giảm 903 tỷ đồng, còn 9,193 tỷ đồng. Trong đó, nợ dài hạn chiếm 8,596 tỷ đồng, bao gồm 605 tỷ đồng trái phiếu. Chi phí xây dựng dở dang giảm 25% CK, còn 268 tỷ đồng, chủ yếu tại các dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 - Long An, điện gió Salavan (Lào) và điện mặt trời mái nhà TTCIZ.

Cập nhật ĐHCĐ: Thủ tục pháp lý cho dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 đang được rà soát và hoàn tất, và công ty đang chờ hướng dẫn về mức giá bán điện mới. Công ty sẽ tổ chức đàm phán giá điện cho các nhà máy thủy điện nhỏ thuộc Chi nhánh Chư Prông có hợp đồng mua bán điện (PPA) đã hết hạn, đồng thời chuẩn bị kế hoạch đàm phán cho các nhà máy thủy điện khác sắp hết hạn PPA, như H’Chan vào tháng 8/2026 và H’Mun vào tháng 10/2030.

Doanh thu từ điện gió trong năm 2025 dự kiến đạt 1,722 tỷ đồng, tăng 664 tỷ đồng so với năm 2024. Mức tăng này đến từ việc hoàn tất hợp đồng mua bán điện cho nhà máy Tân Phú Đông 1, được ký vào ngày 26/3/2025 theo cơ chế giá điện chuyển tiếp. Giá điện chính thức được xác định ở mức 1,813 đồng/kWh (tương đương 99.8% mức giá trần) và được áp dụng hồi tố từ ngày vận hành thương mại (COD). GEG ước tính khoản thanh toán hồi tố từ EVN vào khoảng 397 tỷ đồng.

Công ty đã thông qua chủ trương chuyển nhượng cổ phần tại công ty liên kết – CTCP Thủy điện Trường Phú, tương đương 25.1% vốn sở hữu (13.4 triệu cổ phần). Hiện tại, Thủy điện Trường Phú đang quản lý hai nhà máy thủy điện: A Lin Thượng và A Lin B1 tại tỉnh Thừa Thiên Huế.

Dự phóng FY25: Tổng sản lượng điện 2025 dự phóng đạt 1,374 triệu kWh (+2% CK), bao gồm 372 triệu kWh từ điện mặt trời (-3% CK), 653 triệu kWh từ điện gió (+1% CK) và 348 triệu kWh từ thủy điện (+10% CK), nhờ dự báo thời tiết thuận lợi. Doanh thu dự kiến đạt 3,247 tỷ đồng (+40% CK), bao gồm 397 tỷ đồng từ khoản thanh toán hồi tố, 400 tỷ đồng từ mảng dịch vụ. LNR dự kiến ghi nhận 559 tỷ đồng (+387% CK), không bao gồm khoản thu từ thoái vốn Thủy điện Trường Phú.



FY (12/31)	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F
Doanh thu (tỷ VND)	1,381	2,093	2,163	2,325	3,247	2,778
LN từ HĐKD (tỷ VND)	653	851	961	938	1,395	1,194
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	47%	41%	44%	40%	43%	43%
LNST (Tỷ VND)	283	316	137	115	559	491
EPS (VND)	892	818	338	272	1,302	1,133
ROE (%)	8.8%	8.2%	3.2%	2.6%	9.2%	7.5%
P/E (x)	17.0	16.1	40.8	47.7	12.4	14.2
P/B (x)	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4	1.2
Tổng tài sản (tỷ VND)	12,473	17,118	16,132	15,172	16,221	14,730
VCSH (tỷ VND)	3,738	5,630	5,767	5,763	6,329	6,784

Nguồn: GEG, Mirae Asset Vietnam Research

Vượt qua thách thức trong năm 2025

Hồ Hoàng Sang, sang.hh@miraeeasset.com.vn



(Cập nhật)	MUA
Giá mục tiêu (VND, 12T)	22,200
Thị giá (16/04/2025)	18,050
Lợi nhuận kỳ vọng	23%

LNST của công ty mẹ (25F, tỷ đồng)	197		
Kỳ vọng thị trường (25F, tỷ đồng)	n/a		
Tăng trưởng EPS (25F, %)	161		
P/E (25F, x)	33.9		
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,239		
SL cổ phiếu (triệu)	288		
Tỷ lệ tự do chuyển nhượng (%)	32.3		
Tỷ lệ sở hữu NĐTNN (%)	13.3		
Thấp nhất 52 tuần (VND)	16,000		
Cao nhất 52 tuần (VND)	24,000		
(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	-6.4	-5.9	-19.4
Tương đối	0.0	-2.9	-16.6

Điểm nhấn đầu tư

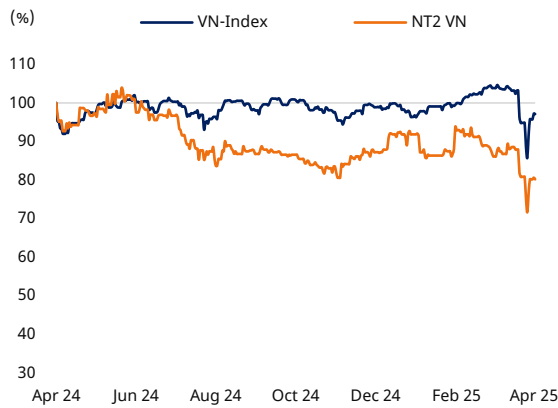
Tổng quan: NT2 được thành lập năm 2007 để thực hiện việc đầu tư xây dựng Nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 2 với công suất thiết kế 750MW. NT2 được niêm yết và giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) từ tháng 6/2015.

KQKD năm 2024 :

- Trong năm tài chính 2024, cả doanh thu thuần và sản lượng điện của NT2 đều ghi nhận mức sụt giảm. NT2 sản xuất tổng cộng 2,743 triệu kWh điện (-5% CK), tuy nhiên sản lượng hợp đồng (Qc) giảm mạnh xuống còn 2,221 triệu kWh (-33% CK). Do đó, hệ số alpha (%Qc) chỉ đạt 81% (so với 115% trong năm 2023). Công ty ghi nhận doanh thu thuần đạt 5,952 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế điều chỉnh chỉ đạt 2 tỷ đồng (loại trừ khoản thu nhập bất thường 70 tỷ đồng trong quý 1/2024), tương ứng với mức giảm 7% và 99% CK. Giá bán điện bình quân đạt 2,142 đồng/kWh — giảm 2% CK do hệ số alpha thấp hơn, mặc dù giá khí đầu vào tăng 11%.
- Về hoạt động tài chính năm 2024, thu nhập tài chính thuần đạt 61 tỷ đồng (-15% CK), do thu nhập tài chính giảm 6% và chi phí tài chính tăng 12% CK.

Kế hoạch năm 2025: NT2 dự kiến sẽ sản xuất tổng sản lượng điện đạt 3,467 triệu kWh (+26% CK), tương đương doanh thu 8,211 tỷ đồng (+38% CK). Về lợi nhuận, công ty dự kiến đạt 309 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (+198% CK) và 278 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (+236% CK). Để hỗ trợ kết quả này, NT2 sẽ sử dụng khoảng 581 triệu m³ khí thiên nhiên và 85 nghìn m³ dầu.

Dự phóng FY25: Tổng sản lượng điện của NT2 năm 2025 ước đạt 3,292 triệu kWh (+20% CK), trong đó sản lượng hợp đồng (Qc) ước đạt 2,633 triệu kWh (+19% CK). Chúng tôi cho rằng sản lượng thực tế sẽ thấp hơn kế hoạch do điều kiện thủy điện thuận lợi, khiến EVN giảm huy động nhiệt điện khí, cùng với tình trạng thiếu hụt nguồn cung khí nội địa tiếp diễn. Tuy nhiên, NT2 vẫn có thể hưởng lợi từ việc các nhà máy nhiệt điện khí Phú Mỹ 2.2 và 3 có khả năng chuyển sang sử dụng LNG sau khi hợp đồng BOT hết hạn. Bên cạnh đó, NT2 chỉ lên kế hoạch thực hiện đợt tiểu tu vào tháng 7/2025. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của NT2 sẽ đạt 7,262 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 197 tỷ đồng (tăng lần lượt 22% và 137% CK).



FY (12/31)	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
Doanh thu (tỷ VND)	8,788	6,386	5,944	7,262	7,481	7,707
LN từ HĐKD (tỷ VND)	950	441	(30)	131	209	293
Biên lợi nhuận từ HĐKD (%)	11%	7%	-0.5%	1.8%	2.8%	3.8%
LNST (Tỷ VND)	883	473	83	197	299	396
EPS (VND)	3,069	1,722	251	657	999	1,321
ROE (%)	20.0%	11.05%	1.7%	4.7%	7.1%	9.1%
P/E (x)	8.37	15.36	79.4x	33.9x	22.3x	16.8x
P/B (x)	1.60	1.75	1.4x	1.5x	1.5x	1.4x
Tổng tài sản (tỷ VND)	7,445	8,451	8,698	7,996	8,143	8,474
VCSH (tỷ VND)	4,614	4,336	4,189	4,177	4,263	4,442

Nguồn: NT2, Mirae Asset Vietnam Research

PHỤ LỤC

Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu		Thang đánh giá ngành	
Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên	Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên	Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Nằm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%	Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống		
* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo. * Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai. * Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, ví mô nói chung.			

Khuyến cáo
Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

Xác nhận của chuyên viên phân tích
Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích 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. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm
Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.
Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.
Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.
MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành.
Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS

Mirae Asset Securities International Network

Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)

One-Asia Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

District 8, Treasury Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-54
Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-5088-7000

Mirae Asset Securities Mongolia UTsK LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong

Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC

7F, Le Meridien Building
3C Ton Duc Thang St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST
Road, Kalina, Santacruz (East), Mumbai – 400098
India

Tel: 91-22-62661336