

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch (NT2)
MUA +28,3%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	28/05/2026
Giá hiện tại	24.000 VND
Giá mục tiêu	28.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	30.300 VND
TL tăng	+20,0%
Lợi suất cổ tức	+8,3%
Tổng mức sinh lời	+28,3%
GT vốn hóa	6.601,3 tỷ đồng
Room KN	2.498,5 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	18,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	62%
SL cổ phiếu lưu hành	288 tr
Pha loãng	288 tr

	NT2	VNI
P/E (trượt)	6,0x	15,4x
P/B (ht)	1,3x	2,2x
ROA	12,8%	2,2%
ROE	24,6%	15,1%

Tổng quan Công ty

NT2 là một trong những nhà sản xuất điện khí hiện đại nhất và có hiệu suất cao nhất Việt Nam. Công ty sản xuất khoảng 4,5 tỷ kWh, tương đương 2% sản lượng điện cả nước. Nhà máy đặt tại tỉnh Đồng Nai, là trung tâm công nghiệp & kinh tế của Đông Nam Bộ.

Diễn biến giá cổ phiếu


Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	7.958	8.829	11.156	11.098
% YoY	33,9%	10,9%	26,4%	-0,5%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.130	864	1.080	911
% YoY	1263,5%	-23,5%	25,0%	-15,6%
EPS	1243,0%	-15,5%	25,0%	-15,6%
Biên LN gộp	15,7%	11,8%	11,3%	9,1%
Biên LN ròng	14,2%	9,8%	9,7%	8,2%
ROE	23,7%	17,6%	19,9%	15,7%
Nợ vay ròng/vốn CSH	-41,5%	-57,7%	-69,0%	-74,0%
Lợi suất cổ tức	4,2%	8,3%	8,3%	8,3%
DPS (đồng/CP)	1.000	2.000	2.000	2.000
P/E báo cáo	6,4x	7,6x	6,1x	7,2x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	4,6x	7,3x	6,1x	7,5x

El Nino dự kiến sẽ hỗ trợ triển vọng lợi nhuận năm 2027

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 5% giá mục tiêu xuống mức 28.800 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn duy trì khuyến nghị MUA đối với CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (NT2). Mức điều chỉnh giảm đối với giá mục tiêu chủ yếu do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-30 (với các mức thay đổi lần lượt là -22%/+20%/-19%/-17%/-19% cho từng năm), qua đó làm át tác động tích cực từ (2) việc chúng tôi cập nhật thời gian định giá sang giữa năm 2027 và (3) mức tăng của số dư tiền mặt ròng.
- Nguyên nhân chủ yếu cho mức giảm của chúng tôi đối với dự báo LNST giai đoạn 2026-30 là do (1) mức giảm 2% đối với tổng sản lượng, (2) mức tăng 27% của chi phí SG&A, cùng với (3) mức giảm của khoản bù đắp lỗ tỷ giá. Các yếu tố này đã góp phần làm giảm thiểu tác động tích cực từ (4) mức giảm 3% đối với dự báo giá khí trung bình của NT2 (do mức điều chỉnh giảm 3,4% gần đây của chúng tôi đối với dự báo giá khí vùng Đông Nam Bộ giai đoạn 2027-2030, kết hợp với Hình cung khí nội địa dồi dào hơn từ các mỏ Hải Thạch - Mộc Tinh theo công bố của GAS), và (5) mức tăng 8% của thu nhập tài chính.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ giảm xuống mức 864 tỷ đồng (-24% YoY) từ mức nền cao của năm 2025, chủ yếu do (1) việc nhận được khoản bồi thường lỗ tỷ giá ở mức thấp hơn, (2) sự sụt giảm của chênh lệch giá, (3) mức tăng 37% YoY của chi phí SG&A, cùng với (4) mức tăng gấp đôi của thuế suất (lên mức 20%). Các yếu tố này góp phần gây ảnh hưởng đến tác động tích cực từ (5) mức tăng 29% YoY của sản lượng bán và (6) mức giảm khoảng 390 tỷ đồng YoY của chi phí khấu hao.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2027 sẽ tăng 25% YoY lên mức 1,1 nghìn tỷ đồng, nhờ được hỗ trợ bởi (1) mức tăng 9% YoY của sản lượng bán nhờ khả năng xuất hiện El Nino (xem thêm tại [Báo cáo Ngành Nhiệt điện của chúng tôi](#)), (2) mức tăng 5% YoY của chênh lệch giá do chúng tôi dự báo giá trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) toàn ngành sẽ tăng 18% YoY (so với mức tăng 16% YoY của giá khí), và (3) mức tăng 23% YoY của thu nhập tài chính.
- NT2 hiện có mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 7,6x, thấp hơn 46% so với mức trung bình 5 năm của các nhà máy điện độc lập cùng ngành (14,2x). Chúng tôi dự báo tỷ suất cổ tức sẽ tiếp tục được duy trì ở mức 8,3%.
- Rủi ro:** Sản lượng Qc và chênh lệch giá thấp hơn kỳ vọng.
- Yếu tố hỗ trợ:** Tỷ suất cổ tức từ Nhơn Trạch 5 cao hơn kỳ vọng.

Hạ mức cổ tức nhằm hỗ trợ các dự án mới: Chúng tôi điều chỉnh dự báo cổ tức tiền mặt năm (DPS) 2025 xuống 1.000 đồng/cổ phiếu, theo mức DPS năm 2025 đã được thông qua tại ĐHCĐ của NT2 là 1.000 đồng/cổ phiếu. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giảm 20%-33% dự báo DPS từ năm 2026 trở đi xuống 2.000 đồng/cổ phiếu, do kỳ vọng NT2 sẽ dự trữ nhiều tiền mặt hơn cho các khoản đầu tư mới tiềm năng, cụ thể là dự án điện linh hoạt Nhơn Trạch 5 (công suất 300-

600 MW; vốn đầu tư XDCB khoảng 9 nghìn tỷ đồng), như đã được thảo luận tại ĐHCĐ năm 2026 của POW và NT2.

Hạ dự báo sản lượng điện thương phẩm năm 2026 nhằm tối ưu hóa khả năng sinh lời: Chúng tôi điều chỉnh giảm 12% dự báo sản lượng điện thương phẩm năm 2026 xuống 4,0 tỷ kWh, do kỳ vọng NT2 sẽ hạn chế phát điện trên thị trường cạnh tranh khi giá thị trường giảm xuống thấp hơn chi phí phát điện, chủ yếu trong giai đoạn tháng 5-7, phù hợp với chiến lược được POW đưa ra tại ĐHCĐ.

Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 3,1% dự báo giá khí trung bình giai đoạn 2026-2030, với các mức điều chỉnh lần lượt là +3%/-2%/-3%/-7%/-4% cho các năm 2026/27/28/29/30. Dự báo giá khí giai đoạn 2027-2030 của chúng tôi phản ánh việc điều chỉnh giảm giá khí khu vực Đông Nam Bộ bình quân 3,4% trong giai đoạn 2027-2030 (tham khảo [Báo cáo cập nhật GAS ngày 14/4](#) của chúng tôi), cùng với nguồn khí đầu vào cao hơn từ các mỏ khí trong nước, theo GAS; trong khi đó, dự báo giá khí năm 2026 được điều chỉnh tăng do giá dầu FO cao hơn.

Triển vọng LNST cốt lõi năm 2026: Chênh lệch giá thu hẹp và chi phí SG&A cao hơn sẽ bù đắp cho mức giảm mạnh của chi phí khấu hao

Hình 1: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2026 mới so với dự báo cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	3.118	4.012	29%	-12%	(a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng tăng trưởng nhu cầu điện toàn quốc 8,0% YoY. (b) Do chúng tôi dự báo NT2 sẽ hạn chế phát điện khi giá thị trường thấp hơn chi phí phát điện trong bối cảnh giá khí ở mức cao. Sản lượng bán 4T/2026 đạt 1.339 triệu kWh (+58% YoY), hoàn thành 29% dự báo trước đây của chúng tôi.
Sản lượng hợp đồng (Qc) (triệu kWh)	3.500	3.511	0%	-4%	(b) Do sản lượng điện thương phẩm thấp hơn. Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) năm 2026 cao hơn, ở mức 88% (+8 điểm % so với dự báo trước đây của chúng tôi).
Sản lượng ngoài hợp đồng (triệu kWh)	-382	502	N.M.	-45%	(a) Do chúng tôi giả định không ghi nhận sản lượng Qc chưa huy động trong năm 2026. (b) Do sản lượng điện thương phẩm thấp hơn.
Giá bán trung bình (ASP) (VND/kWh)	2.503	2.195	-12%	6,8%	(a) Chủ yếu do: (1) tỷ lệ Qc thấp hơn, ở mức 88% 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) Chủ yếu do dự báo giá khí của chúng tôi cao hơn và giá thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) dự phóng cao hơn 36%, theo dự báo giá CGM toàn ngành cao hơn.
Chi phí nguyên liệu trung bình (VND/kWh)	1.804	1.732	-4%	7,4%	(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% và suất hao nhiệt cao hơn 4%, theo mức suất hao nhiệt trong năm 2025 cao hơn kỳ vọng.
Chênh lệch giá (VND/kWh)	699	463	-34%	5%	
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	9,7	3%	2,9%	(a & b) Phản ánh dự báo giá dầu FO năm 2026 cao hơn của chúng tôi.
Doanh thu	7.958	8.829	11%	-7%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh, giúp bù đắp cho (2) mức giảm 12% YoY của ASP và (3) khoản bồi hoàn lỗ tỷ giá giảm 86% YoY. (b) Chủ yếu do (1) sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 12% và (2) khoản bồi hoàn lỗ tỷ giá thấp hơn, ở mức 22 tỷ đồng, do NT2 đã ghi nhận 155 tỷ đồng trong tổng số 177 tỷ đồng vào KQKD năm 2025), các yếu tố này bù đắp cho (3) dự báo giá khí cao hơn 3% và giá CGM cao hơn 36%.
Lợi nhuận gộp	1.248	1.040	-17%	-21%	
Chi phí SG&A	-85	-116	37%	26%	(a & b) Do chi phí SG&A trong quý 1/2026 cao hơn (+82% YoY).
Lợi nhuận từ HĐKD	1.163	923	-21%	-25%	
Thu nhập tài chính	170	238	39%	4%	(a) Chủ yếu do dự báo số dư tiền mặt và đầu tư ngắn hạn cao hơn 39% của chúng tôi trong năm 2026.
Chi phí tài chính	-66	-81	21%	0%	
Thu nhập khác	1	0	-100%	N.M.	
LNST	1.268	1.080	-15%	-22%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.130	864	-24%	-22%	(a) Chủ yếu do LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi giảm 4% và khoản bồi hoàn lỗ tỷ giá thấp hơn.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	886	847	-4%	-13%	(a) Chủ yếu do (1) biên giá điện-khí thấp hơn 34%, (2) chi phí SG&A tăng 37% YoY, và (3) thuế suất tăng gấp đôi lên 20%, các yếu tố này bù đắp cho (4) sản lượng điện thương phẩm tăng, (5) chi phí khấu hao giảm khoảng 390 tỷ đồng YoY, và (6) thu nhập tài chính cao hơn. (b) Chủ yếu do (1) sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 12% và (2) chi phí SG&A cao hơn 26%, các yếu tố này bù đắp cho (3) biên giá điện-khí cao hơn 5% (nhờ nâng giá CGM thêm 36% để bù đắp cho mức tăng 3% của giá khí và suất hao nhiệt cao hơn 4%).

Nguồn: NT2, dự báo của Vietcap

Triển vọng lợi nhuận

Chúng tôi điều chỉnh giảm 13% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030 (với các mức điều chỉnh lần lượt -22%/+20%/-19%/-17%/-19%).

Dự báo tổng LNST báo cáo giai đoạn 2026-2030 thấp hơn do (1) tổng sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 2%, (2) chi phí SG&A cao hơn 27%, và (3) khoản bồi hoàn lỗ tỷ giá thấp hơn, qua đó bù đắp cho (4) dự báo giá khí trung bình của NT2 thấp hơn 3% nhờ chúng tôi điều chỉnh giảm giá khí khu vực Đông Nam Bộ trung bình 3,4% trong giai đoạn 2027-2029 và nguồn khí đầu vào từ các mỏ khí trong nước (Hải Thạch – Mộc Tinh) cao hơn, theo GAS, cùng với (5) thu nhập tài chính cao hơn 8%.

Hình 2: 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	4,6	4,2	4,3	4,3	4,3	21,6
Giá bán trung bình (VND/kWh)	2.503	2.054	2.459	2.639	2.638	2.534	2.465
Giá khí (USD/triệu BTU)	9,4	9,4	11,5	12,3	12,3	11,5	11,4
LNST báo cáo	1.000	1.101	900	1.129	1.158	1.274	5.562
LNST cốt lõi	907	977	882	1.129	1.158	1.274	5.421
Dự báo mới							
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 so với trước đây							
Sản lượng điện thương phẩm	0%	-12%	4%	0%	0%	0%	-2%
Giá bán trung bình (VND/kWh)	0%	7%	3%	-2%	-5%	-3%	-0,2%
Giá khí (USD/triệu BTU)	0%	2,9%	-2%	-3%	-7%	-4%	-3,1%
LNST báo cáo	13%	-22%	20%	-19%	-17%	-19%	-13%
LNST cốt lõi	-2%	-13%	22%	-19%	-17%	-19%	-11%

Nguồn: NT2, Vietcap dự báo (*Số liệu tổng hợp về sản lượng thương phẩm, LNST báo cáo và LNST cốt lõi; số liệu trung bình về giá bán trung bình và giá khí)

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 giảm 5% giá mục tiêu của NT2 xuống 28.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030 thấp hơn 13% (với các mức điều chỉnh lần lượt là -22%/+20%/-19%/-17%/-19%), qua đó bù đắp cho (2) tác động tích cực từ việc cập nhật thời gian định giá mục tiêu sang giữa năm 2027 và (3) số dư tiền mặt ròng cao hơn.

Hình 3: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/CP
Chiết khấu dòng tiền	33.900	100%	33.900
Giá trị hợp lý			33.900
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15,0%
Giá mục tiêu			28.800
P/E năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			9,1x
EV/EBITDA năm 2026 dựa trên giá mục tiêu			8,5x
Lợi suất cổ tức năm 2026 dựa trên giá mục tiêu %			6,9%

Nguồn: Vietcap

Hình 4: Giá định chiết khấu dòng tiền và định giá

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận từ HĐKD	1.163	923	1.135	882	919	969
- Thuế	-138	-216	-270	-228	-241	-258
+ Khấu hao	556	165	165	165	165	165
- Vốn XDCB	-9	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-766	379	300	46	16	6
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.247	1.327	862	855	879	879
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	1.176	1.111	641	565	515	
Tổng GTHT của DTTD	588*	1.699	2.339	2.904	3.420	

Tỷ đồng	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Lợi nhuận từ HĐKD	950	931	910	889	867
- Thuế	-261	-264	-268	-271	-274
+ Khấu hao	165	165	165	165	165
- Vốn XDCB	-3	-3	-3	-3	-3
- Tăng vốn lưu động	-3	-3	-3	-3	-3
+ Giá trị thu hồi					6.257
Dòng tiền tự do (DTTD)	847	825	801	777	7.009
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	441	382	329	284	2.273
Tổng GTHT của DTTD	3.861	4.243	4.572	4.856	7.128

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	VND bn
Beta	0,9	0,9	Giá trị hiện tại của DTTD	7.128
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (GTC)	0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	Tổng GTHT của DTTD và GTC	7.128
Chi phí VCSH %	13,2	13,2	+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn**	3.985
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0	- Nợ vay	-1.343
Thuế doanh nghiệp %	15,0	15,0	Giá trị VCSH	9.771
Tỷ lệ nợ vay trên vốn %	9,8	9,2	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	288
WACC %	12,6	12,6	Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	33.900

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 1 cho đợt chi trả cổ tức sắp tới.

So sánh với các công ty cùng ngành

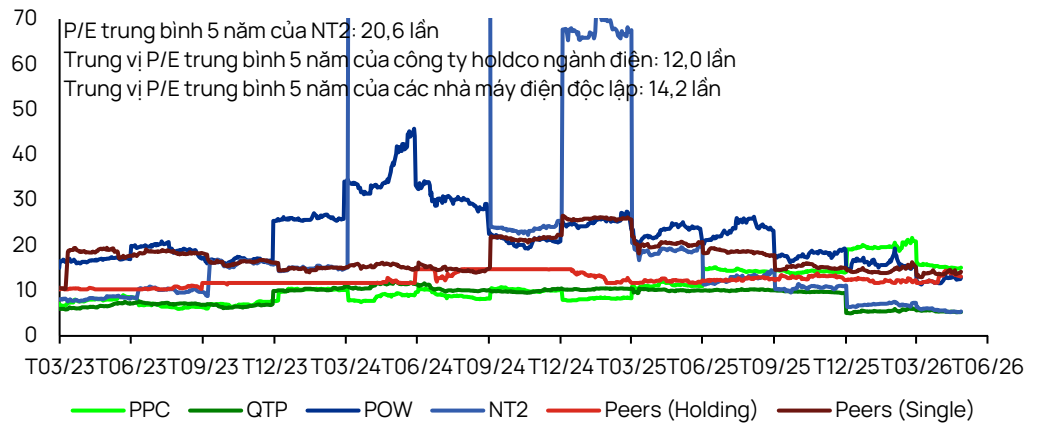
Chúng tôi đã chọn ra một số công ty cùng ngành trong nước và trong khu vực, bao gồm các công ty holdco hợp nhất hoặc sở hữu cổ phần thiểu số trong một số nhà máy điện – cùng với các nhà máy điện độc lập tại Việt Nam và các quốc gia khác tại Châu Á. Các công ty này đều là công ty phát điện nhưng khác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

Hình 5: 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/EBITDA (x)
Công ty holdco ngành điện													
Manila Electric	Philippines	10.987	8.724	4,8	892,5	10,3	54,0	6,6	33,4	4,7	13,1	4,1	13,5
First Philip Hld	Philippines	548	2.228	N/A	334,9	27,7	29,1	3,3	10,3	2,8	4,6	0,2	9,3
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.017	1.005	11,7	193,0	7,2	24,7	2,8	6,3	4,8	10,6	0,7	23,7
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.112	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	3.566	2.483	-9,7	216,2	60,9	78,6	2,6	6,5	3,2	16,6	1,1	9,9
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	486	7,7	89,1	-27,9	-6,3	10,4	15,0	N/A	N/A	N/A	8,7
Tata Power Co	Ấn Độ	14.056	7.070	-4,7	424,4	-5,6	128,6	2,3	10,0	0,5	35,9	3,4	14,5
Cikarang Listrin	Indonesia	636	546	0,2	72,7	-2,1	4,9	5,0	10,0	10,5	8,6	0,9	4,3
Ytl Power Intl	Malaysia	8.953	4.775	-7,7	524,4	-24,0	118,1	3,2	10,9	1,9	15,4	1,7	11,3
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.084	1.685	-19,6	22,5	N/A	99,0	0,5	1,8	2,7	103,5	0,8	6,0
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	826	2.179	60,9	15,0	N/A	220,0	N/A	N/A	N/A	54,5	2,0	3,7
PV Power (POW)	Việt Nam	1.648	1.469	19,5	121,5	148,7	25,8	3,6	9,0	N/A	13,0	1,1	7,1
Trung vị		1.648	1.685	2,5	193,0	10,3	54,0	3,3	10,0	3,2	13,1	1,1	9,2
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonburi	Thái Lan	82	93	-7,4	-5,5	20,7	121,8	-2,2	-5,5	N/A	N/A	0,9	16,9
Vivant Corp	Philippines	349	180	2,9	46,6	11,5	11,4	7,8	12,6	2,7	7,2	1,0	12,1
AC Energy	Philippines	1.999	602	0,6	82,3	-44,7	98,6	1,3	3,1	1,6	38,5	0,8	84,3
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	1.132	N/A	-5,5	N/A	71,3	111,2	2,1	4,5	1,9	19,1	1,1	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	4.238	1.299	5,8	290,0	17,0	79,1	5,4	13,9	2,6	14,0	1,9	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	6.730	1.080	19,7	249,0	45,5	79,7	3,1	7,9	0,8	25,9	2,0	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.344	472	61,7	89,8	146,6	78,3	4,2	15,0	0,8	14,3	2,0	N/A
Quang Ninh (QTP)	Việt Nam	256	332	22,4	48,6	358,0	-41,5	15,0	27,6	3,0	5,4	1,3	2,9
Hai Phong (HND)	Việt Nam	199	367	-11,8	15,0	45,1	-28,6	5,3	6,5	1,0	13,4	0,9	5,2
Pha Lai (PPC)	Việt Nam	119	261	-5,5	8,0	-35,2	-9,8	3,7	4,6	5,1	15,1	0,7	20,5
Trung vị		740	367	1,8	48,6	32,9	78,7	3,9	7,2	1,9	14,3	1,0	14,5
NT2	Việt Nam	251	332	22,4	48,6	358,0	-58,1	12,8	24,6	3,0	6,0	1,3	5,3

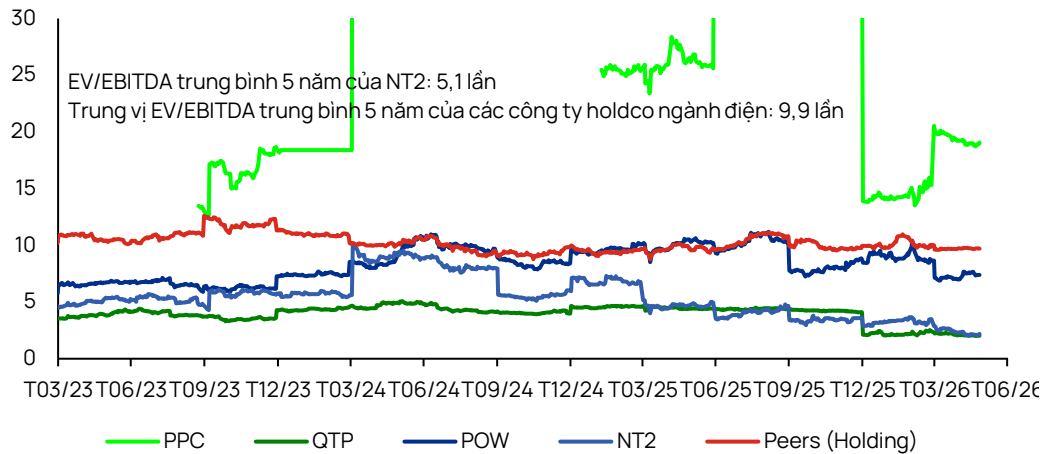
Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 27/05/2026)

Hình 6: 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 27/05/2026)

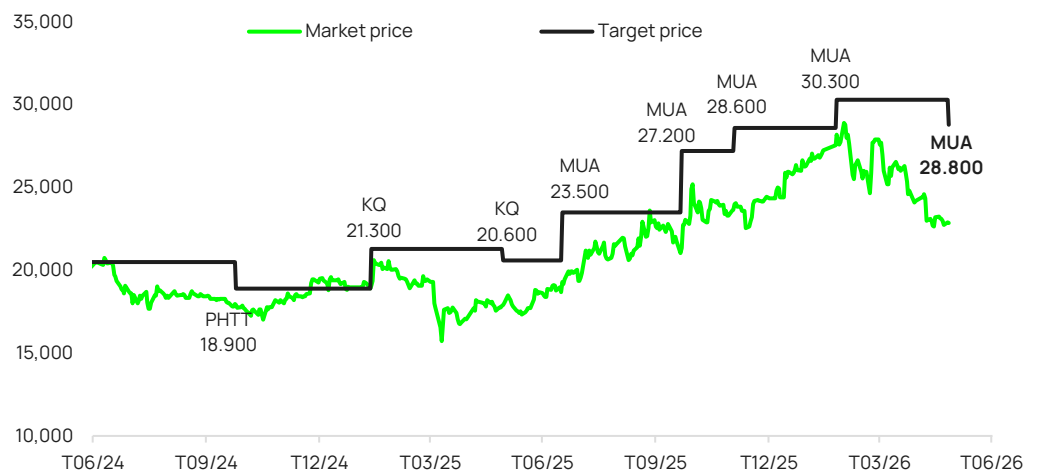
Hình 7: Trung vị EV/EBITDA trượt của NT2 so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 27/05/2026; * EBITDA năm 2022 của PPC ghi nhận âm)

Diễn biến khuyến nghị

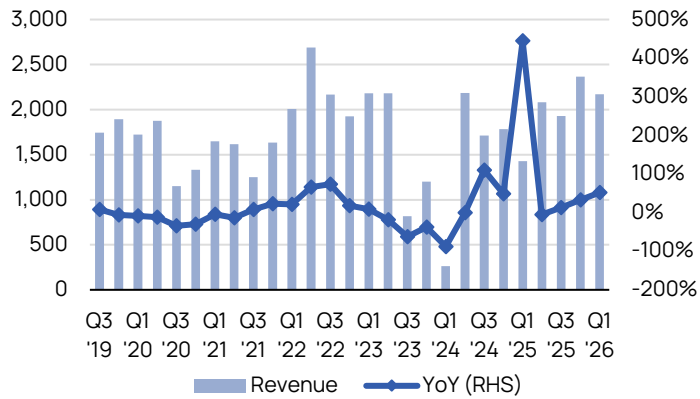
Hình 8: Giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)



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

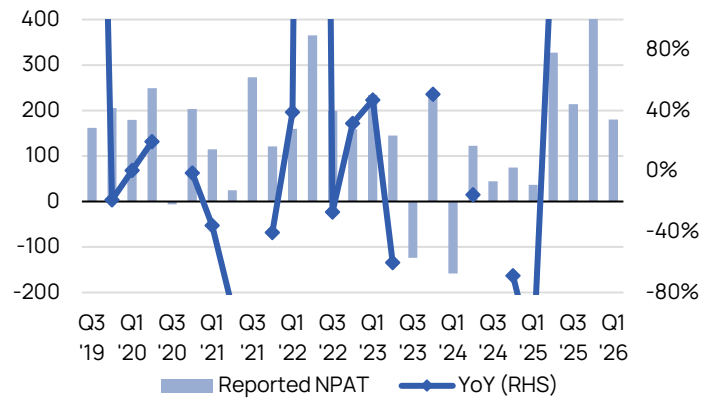
KQKD hàng quý

Hình 9: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



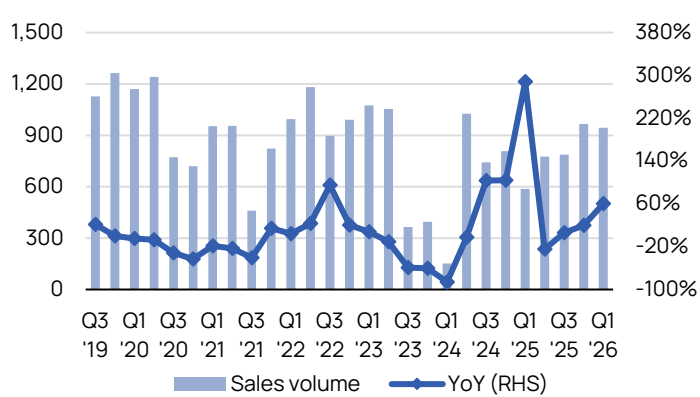
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 10: LNST báo cáo hàng quý* (tỷ đồng)



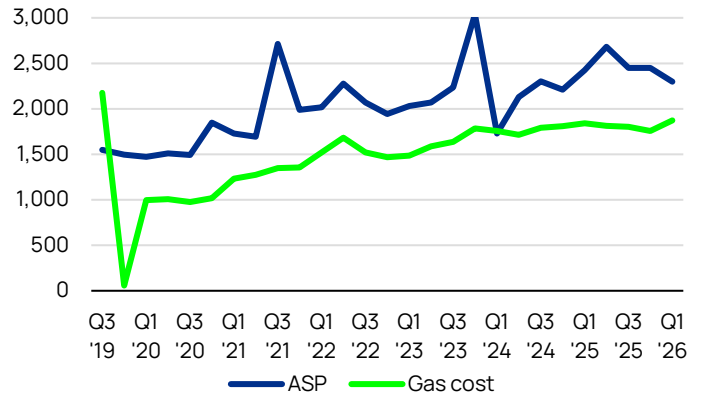
Nguồn: NT2, Vietcap (*NT2 lỗ ròng trong quý 3/2020, quý 3/2023 và quý 1/2024; Lợi nhuận ròng báo cáo thay đổi lần lượt là +5,7x, -1x và +14x, +2,7x trong quý 3/2019, quý 2/2021, quý 2/2022 và quý 2/2025)

Hình 11: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý** (triệu kWh)



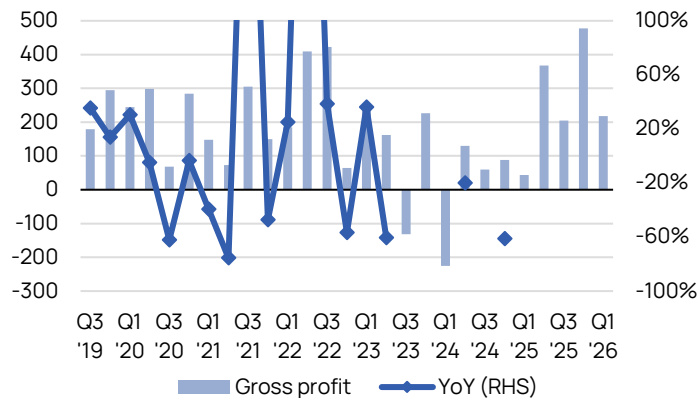
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 12: Giá bán trung bình và chi phí khí hàng quý (đồng/kWh)



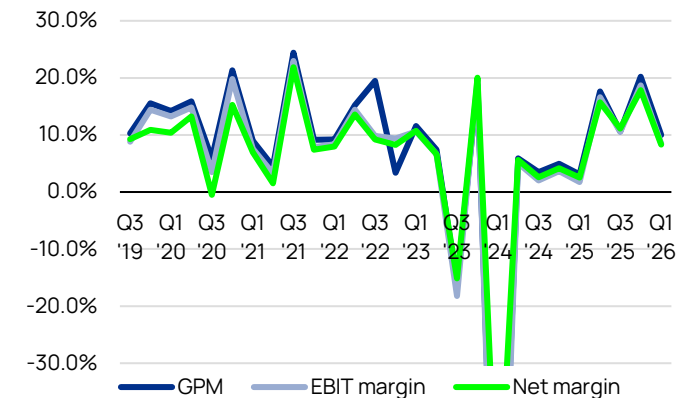
Nguồn: NT2, Vietcap

Hình 13: 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 14: 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	8.829	11.156	11.098
Giá vốn hàng bán	-6.710	-7.789	-9.900	-10.091
Lợi nhuận gộp	1.248	1.040	1.256	1.006
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lý DN	-85	-116	-120	-124
LN từ HĐKD	1.163	923	1.135	882
Thu nhập tài chính	170	238	291	333
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	1.080	1.350	1.139
Thuế TNDN	-138	-216	-270	-228
LNST trước CĐTS	1.130	864	1.080	911
Lợi ích CĐ thiểu số	0	0	0	0
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.130	864	1.080	911
LNST sau CĐTS, cốt lõi (1)	886	847	1.080	911
EBITDA	1.719	1.088	1.300	1.047
EPS, báo cáo, VND	3.730	3.152	3.939	3.323
EPS, cốt lõi (1), VND	2.882	3.091	3.939	3.323
EPS pha loãng, VND	3.730	3.152	3.939	3.323
DPS, VND	1.000	2.000	2.000	2.000
DPS/EPS báo cáo (%)	27%	63%	51%	60%

(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%	10,9%	26,4%	-0,5%
TT EPS, báo cáo	1.243,0	-15,5%	25,0%	-15,6%
TT EPS, cốt lõi	3439,9	-4,5%	27,6%	-15,6%
TT DPS	42,9%	100,0%	0,0%	0,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	15,7%	11,8%	11,3%	9,1%
Biên LN từ HĐ %	14,6%	10,5%	10,2%	7,9%
Biên EBITDA	21,6%	12,3%	11,7%	9,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	14,2%	9,8%	9,7%	8,2%
ROE	23,7%	17,6%	19,9%	15,7%
ROA	11,9%	9,5%	10,8%	8,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	19	17	16	18
Số ngày phải thu	158	156	124	130
Số ngày phải trả	95	69	71	79
TG luân chuyển tiền	82	104	69	69
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	2,0	2,0	2,1
CS thanh toán nhanh	1,7	1,9	1,9	2,0
CS thanh toán tiền mặt	0,0	0,2	0,4	0,5
Nợ/Tài sản	19,0%	16,3%	14,4%	14,0%
Nợ/Vốn sử dụng	26,6%	22,7%	21,2%	20,3%
Nợ/Vốn CSH	-41,5%	-57,7%	-69,0%	-74,0%
Khả năng thanh toán lãi vay	18,0	11,5	14,8	11,5

Nguồn: NT2, dự báo của Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	22	977	1.942	2.485
Đầu tư TC ngắn hạn	3.757	3.757	3.757	3.757
Các khoản phải thu	3.895	3.628	3.973	3.953
Hàng tồn kho	354	392	498	508
TS ngắn hạn khác	5	5	5	5
Tổng TS ngắn hạn	8.033	8.759	10.176	10.708
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	9.838	11.093	11.463
Phải trả ngắn hạn	1.234	1.707	2.170	2.212
Nợ ngắn hạn	1.762	1.600	1.600	1.600
Nợ ngắn hạn khác	1.417	1.095	1.383	1.376
Tổng nợ ngắn hạn	4.414	4.402	5.153	5.188
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng nợ	4.414	4.402	5.153	5.188
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	2.557	3.061	3.397
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	4.859	5.436	5.940	6.275
Tổng cộng nguồn vốn	9.273	9.838	11.093	11.463
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	977	1.942
Thu nhập ròng	1.130	864	1.080	911
Khấu hao	556	165	165	165
Thay đổi vốn lưu động	-766	379	300	46
Điều chỉnh khác	83	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.003	1.408	1.545	1.122
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	954	966	543
Tiền cuối năm	22	977	1.942	2.485

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, Phó 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

Hoàng Nam

Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thùy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

Nguyễn Thảo Vy

Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, 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