

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

**TRUNG LẬP**

### ĐIỂN

|                         |                     |
|-------------------------|---------------------|
| Giá hiện tại            | VND26.800           |
| Cao nhất/ Thấp nhất 52T | VND27.050/VND15.727 |
| Giá mục tiêu            | VND28.300           |
| Giá mục tiêu trước      | n/a                 |
| Consensus               | 1,2%                |
| Tiềm năng tăng giá      | 5,6%                |
| Tỷ suất cổ tức          | 5,6%                |
| Tổng mức sinh lời       | 11,2%               |

|                    |                           |
|--------------------|---------------------------|
| Triển vọng         | Tích cực                  |
| Định giá           | Trung lập                 |
| Phân tích kỹ thuật | <a href="#">Trung lập</a> |

|                         |       |
|-------------------------|-------|
| Thị giá vốn (tr USD)    | 298,0 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr USD) | 1,2   |
| Sở hữu NN (tr USD)      | 109,7 |
| SLCP lưu hành (tr)      | 287,9 |
| SLCP pha loãng (tr)     | 287,9 |

|               | NT2   | Ngành | VNI   |
|---------------|-------|-------|-------|
| P/E trượt 12T | 7,7   | 11,4  | 14,5  |
| P/B hiện tại  | 1,6   | 1,2   | 2,1   |
| ROA           | 11,0% | 6,7%  | 2,4%  |
| ROE           | 21,1% | 12,5% | 14,8% |

\*dữ liệu ngày 10/02/2026

### Diễn biến giá cổ phiếu



| Giá cổ phiếu (%) | 1M    | 3M    | 12M   |
|------------------|-------|-------|-------|
| NT2              | 9,8%  | 17,0% | 41,6% |
| VNI              | -6,1% | 11,0% | 38,8% |

### Cơ cấu sở hữu

|                                        |       |
|----------------------------------------|-------|
| Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam | 59,4% |
| Công ty CFTD Technologies              | 8,3%  |
| Khác                                   | 32,3% |

### Tổng quan doanh nghiệp

Đi vào hoạt động vào tháng 10/2011, Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện khí chu trình hỗn hợp với công suất thiết kế 750MW. Nhà máy được trang bị công nghệ tiên tiến, là một trong những nhà máy điện có hiệu suất nhiệt cao nhất cả nước, đóng góp đáng kể cho nhu cầu năng lượng và phát triển công nghiệp của Việt Nam.

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Phạm Anh Tuấn**

Tuan.nguyennh11@vndirect.com.vn

## Vai trò nguồn điện nền được duy trì trong bối cảnh cạnh tranh gia tăng

- Khuyến nghị Trung lập giá mục tiêu là 28.300 đồng, tương đương tiềm năng tăng giá 5,6% và tỷ suất cổ tức 5,6%.
- P/B hiện tại của NT2 là 1,6x, cao hơn so với P/B trung bình 5 năm (1,36x), đã phản ánh hợp lý các yếu tố tích cực và triển vọng hoạt động của NT2.

### Tiêu điểm tài chính

- Sản lượng năm 2025 đạt hơn 3,12 tỷ kWh, tăng 14% svck, thúc đẩy doanh thu thuần cả năm lên hơn 7.800 tỷ đồng, tăng 31% svck.
- LN ròng năm 2025 tăng mạnh lên 422 tỷ đồng, nhờ vào sản lượng huy động gia tăng và biên LN gộp mở rộng mạnh.
- Chúng tôi dự phóng sản lượng trong năm 2026 tăng 9% svck, chủ yếu đến từ tăng trưởng sản lượng huy động ngoài Qc.

### Luận điểm đầu tư

#### Phụ tải Đông Nam Bộ tăng trưởng, nền tảng huy động của NT2 được duy trì

Phụ tải hệ thống, đặc biệt tại khu vực Đông Nam Bộ, được kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng cao, tạo dư địa huy động cho các nguồn điện khí hiện hữu. Trong bối cảnh hạn chế từ các nguồn cung mới, hệ thống vẫn cần đến các nguồn điện khí hiện hữu có độ linh hoạt cao như NT2 để đảm bảo cân bằng phụ tải và bù đắp biến động của nguồn phụ thuộc vào thời tiết. Mặc dù các dự án LNG mới như NT3-4 đã đi vào vận hành, mức tăng nhu cầu điện được đánh giá là đủ để hấp thụ nguồn cung mới, qua góp phần duy trì nền tảng huy động tương đối thuận lợi cho NT2.

#### Lợi nhuận dự báo sẽ hạ nhiệt giai đoạn 2026-27 khi Qc có xu hướng thu hẹp

Chúng tôi dự phóng LN ròng giảm 22%/17% trong 2026/27 svck chủ yếu đến từ việc sản lượng hợp đồng (Qc) phân giao cho NT2 giảm dần so với nền cao từ 2025 (-12/-7% trong 2026/27 svck) do các nhà máy điện khí hiện hữu phải nhường dư địa cho NT3&4. Tuy nhiên, sản lượng Qc trong ngắn hạn sẽ có mức nền cao hơn giai đoạn 2023-24 vẫn đảm bảo mức LN ròng có thể đạt hơn 770 tỷ trong 2026.

#### Giai đoạn hậu khấu hao tập trung vào dòng tiền và cổ tức

Sau khi hoàn tất chu kỳ khấu hao, với cấu trúc tài chính lành mạnh và dòng tiền hoạt động ổn định, NT2 có dư địa đáng kể để tối ưu hóa phân phối tiền mặt. Tính đến cuối năm 2025, vị thế tiền ròng của NT2 là hơn 2.500 tỷ cho thấy tiềm năng chi trả cổ tức tiền mặt 2.000 đồng/cp, tương đương lợi suất kỳ vọng là 7,6%/năm.

#### Khuyến nghị Trung lập, tập trung nắm giữ

Giá cổ phiếu NT2 hiện đã phản ánh phần lớn sự phục hồi rõ nét của kết quả kinh doanh trong năm 2025, đồng thời thị trường bắt đầu định giá lợi thế từ việc chi phí khấu hao giảm, do đó dư địa tăng giá không còn lớn. Chúng tôi đánh giá cổ phiếu phù hợp với chiến lược nắm giữ nhằm tạo thu nhập ổn định và phòng thủ cho danh mục.

| Chỉ số chính              | 2024 | 2025  | 2026F | 2027F |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|
| Tăng trưởng doanh thu (%) | -7%  | 31%   | -3%   | -2%   |
| Tăng trưởng LN ròng (%)   | -82% | 1106% | -22%  | -17%  |
| Biên LN gộp (%)           | 1%   | 14%   | 12%   | 10%   |
| Biên LN ròng (%)          | 1%   | 13%   | 10%   | 9%    |
| P/E (x)                   | 72,8 | 7,0   | 9,0   | 10,9  |
| P/B (x)                   | 1,78 | 1,58  | 1,93  | 1,89  |
| ROE (%)                   | 2%   | 21%   | 16%   | 13%   |
| D/E (x)                   | 1,1  | 0,9   | 0,9   | 0,8   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận bứt phá nhờ sản lượng và biên lợi nhuận tăng mạnh

Hình 1: Tóm tắt KQKD 2025

| Tỷ đồng                     | Q4/25 | Q4/24 | % svck   | 2025     | 2024  | % svck |
|-----------------------------|-------|-------|----------|----------|-------|--------|
| Giá bán bình quân (VND/kWh) | 2.450 | 2.170 | 13%      | 2.499    | 2.167 | 15%    |
| Sản lượng điện (triệu kWh)  | 966   | 822   | 18%      | 3.122    | 2.743 | 14%    |
| Doanh thu                   | 2.367 | 1.784 | 33%      | 7.803    | 5.944 | 31%    |
| LN gộp                      | 478   | 88    | 443%     | 1.093    | 52    | 2002%  |
| Chi phí bán hàng & QLDN     | 35    | 23    | 52%      | 76       | 81    | -6%    |
| Thu nhập tài chính ròng     | 52    | 35    | 49%      | 170      | 100   | 70%    |
| LN trước thuế               | 475   | 90    | 428%     | 1.223    | 104   | 1076%  |
| LN ròng                     | 422   | 75    | 463%     | 1.000    | 83    | 1105%  |
| Biên LN gộp                 | 20,2% | 4,9%  | 15,3 đ % | 14,0 đ % | 1%    | 13%    |
| Biên LN ròng                | 17,8% | 4,2%  | 13,6 đ % | 12,8 đ % | 1%    | 11%    |

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

### NT2 ghi nhận sự phục hồi rõ rệt về sản lượng

Sản lượng điện huy động trong Q4/25 đạt 962 triệu kWh, tăng 17% svck, phản ánh sự cải thiện về mức độ tham gia thị trường của nhà máy trong bối cảnh điều kiện hệ thống thuận lợi hơn. Nhờ sự gia tăng sản lượng, cùng với mức tăng đáng kể của giá bán bình quân, doanh thu thuần Q4/25 đạt 2.461 tỷ đồng (+33% svck), cho thấy sự phục hồi rõ nét trong hoạt động kinh doanh.

Trong 2025, tổng sản lượng của NT2 đạt gần 3,12 tỷ kWh (+14% svck), củng cố xu hướng phục hồi sau đợt suy giảm mạnh năm 2024. Đồng thời, giá bán bình quân cả năm tăng lên 2.503 đồng/kWh (+15% svck) nhờ sản lượng hợp đồng (Qc) cao hơn, đã hỗ trợ phần lớn vào việc tăng trưởng doanh thu cả năm.

### Biên LN gộp mở rộng mạnh

Biên LN gộp Q4/25 đạt 20,2%, phục hồi mạnh (+15,3 điểm % svck) từ mức nền thấp của Q4/24. Sự cải thiện chủ yếu đến từ đòn bẩy hoạt động nhờ sản lượng tăng, cùng với chi phí khấu hao giảm mạnh 131 tỷ đồng, tương đương giảm 76% svck, trong khi giá Pc vẫn giữ nguyên.

Ngoài ra, NT2 hưởng lợi từ việc Qc vượt sản lượng thực tế, qua đó cải thiện khả năng hấp thụ chi phí và củng cố nguồn doanh thu hợp đồng ổn định hơn. Nhờ đó, LN gộp Q4/25 tăng lên 478 tỷ đồng (+443% svck), phản ánh sự đảo chiều rõ rệt trong hiệu quả hoạt động cốt lõi.

Cả năm 2025, Qc lũy kế đạt khoảng 3,5 tỷ kWh tức gần gấp đôi svck. Tỷ lệ phân bổ Qc cải thiện đáng kể giúp đẩy mạnh chất lượng LN, đưa biên LN gộp năm 2025 lên mức 14%, cao hơn rất nhiều so với 0,9% của năm 2024.

### Thu nhập tài chính tiếp tục đóng góp tích cực vào KQKD

Thu nhập tài chính Q4/25 đạt 52 tỷ đồng, tăng 49% svck, tiếp tục đóng góp đáng kể vào LN của NT2. Mức tăng chủ yếu đến từ thu nhập lãi tiền gửi (+77% svck), qua đó phản ánh cơ cấu tài chính lành mạnh của công ty.

Cả năm 2025, thu nhập tài chính đạt 170 tỷ đồng, tăng 70% svck, đã góp phần củng cố LN trong bối cảnh hoạt động phát điện chịu tác động ngày càng rõ nét từ cơ chế thị trường và biến động huy động ngắn hạn.

### LN ròng tăng mạnh nhờ phục hồi sản lượng và mở rộng biên LN

Nhờ sản lượng phục hồi đáng kể, cùng với việc giá bán điện bình quân cải thiện và biên LN tăng mạnh, LNST Q4/25 tăng mạnh lên 422 tỷ đồng (+463% svck). Cả năm 2025, LNST đạt gần 1.000 tỷ đồng (+1.105% svck), phản ánh sự phục hồi rõ rệt sau giai đoạn suy giảm sâu 2023-24.

## Triển vọng 2026-27: Bức tranh huy động tiếp đà cải thiện, nhưng biên LN gặp áp lực do cạnh tranh gia tăng

Hình 2: Dự phóng KQKD 2026-27

| Tỷ VND                      | Thực tế   |              |              | Dự phóng   |            | %svck       |             | Nhận xét                                                                                                                                                                                                                                                      |
|-----------------------------|-----------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                             | 2024      | 2025         | %svck        | 2026       | 2027       | 2026        | 2027        |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Sản lượng (tr kWh)          | 2.743     | 3.122        | 14%          | 3.416      | 3.351      | 9%          | -2%         | Chúng tôi dự phóng sản lượng điện giai đoạn 2026-27 tăng lên trên khoảng 3,3-3,4 tỷ kWh do kỳ vọng NT2 được huy động nhiều hơn vì 1) sản lượng ngoài thị trường tăng do nhu cầu điện gia tăng đáp ứng phát triển kinh tế khu vực 2) có lượng khí mới bổ sung. |
| Giá bán bình quân (VND/kWh) | 2.167     | 2.499        | 15%          | 2.166      | 2.223      | -13%        | 3%          | Chúng tôi dự phóng giảm 13% giá bán bình quân năm 2026 do 1) Chi phí cố định (FC) giảm do phần lớn TSCĐ đã hết khấu hao 2) sản lượng hợp đồng (Qc) kỳ vọng thấp hơn so với nền cao từ 2025.                                                                   |
| Doanh thu                   | 5.944     | 7.803        | 31%          | 7.577      | 7.447      | -3%         | -2%         |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>LN gộp</b>               | <b>52</b> | <b>1.093</b> | <b>2002%</b> | <b>926</b> | <b>740</b> | <b>-15%</b> | <b>-20%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Chi phí QLDN                | 81        | 76           | -6%          | 94         | 89         | 24%         | -6%         | Chúng tôi dự phóng Chi phí QLDN tăng 24% svck, chủ yếu do trong năm 2025 NT2 đã ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng phải thu khó đòi khoảng 25 tỷ trên chi phí QLDN. Sang năm 2026-27, không phát sinh khoản hoàn nhập tương tự.                                |
| EBIT                        | 104       | 1.223        | 1076%        | 831        | 651        | -32%        | -22%        |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Chi phí tài chính           | 39        | 66           | 72%          | 63         | 38         | -4%         | -40%        |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| Thu nhập tài chính          | 100       | 170          | 70%          | 201        | 192        | 18%         | -4%         |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <b>LN ròng</b>              | <b>83</b> | <b>1.000</b> | <b>1106%</b> | <b>776</b> | <b>645</b> | <b>-22%</b> | <b>-17%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                               |
| EPS (VND/cp)                | 288       | 3.473        | 1106%        | 2696       | 2240       | -22%        | -17%        |                                                                                                                                                                                                                                                               |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

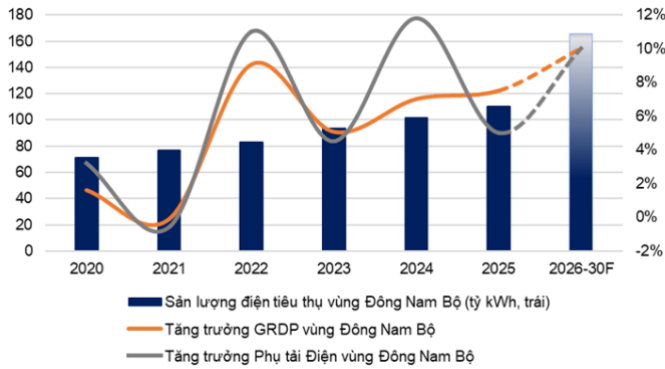
### Sản lượng phát điện năm 2026 của NT2 dự kiến tăng nhờ...

#### Bức tranh cung - cầu vùng Đông Nam Bộ: Cơ hội cho các nhà máy điện khí hiện hữu khi nhu cầu tăng nhanh hơn tiến độ bổ sung nguồn mới

Năm 2025, Việt Nam đã thu hút hơn 38,42 tỷ USD vốn FDI, trong đó vốn FDI thực hiện ước đạt 27,62 tỷ USD, tương đương tăng 9% svck – mức cao nhất trong 5 năm qua. Qua đó thể hiện sức hấp dẫn của môi trường đầu tư và vai trò trung tâm của công nghiệp chế biến, chế tạo. Để duy trì và thu hút FDI chất lượng cao cần phải đảm bảo hạ tầng điện nước ổn định và hoạt động liên tục 365 ngày/năm.

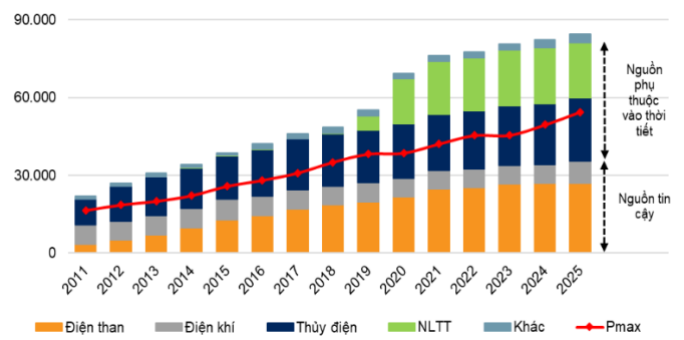
Khu vực Đông Nam Bộ – đầu tàu kinh tế tập trung các trung tâm công nghiệp trọng điểm như Đồng Nai và TP.HCM mới (hợp nhất TP.HCM cũ, Bình Dương và Bà Rịa – Vũng Tàu) – được kỳ vọng tiếp tục đóng vai trò là vùng tiêu thụ điện chủ lực của hệ thống. Theo các kịch bản phụ tải trong Quy hoạch điện VIII và các báo cáo cập nhật của Bộ Công Thương/EVN, tăng trưởng tổng cầu điện toàn quốc giai đoạn 2026–2030 được xây dựng ở mức khoảng 8–9%/năm. Trong bối cảnh sản xuất công nghiệp phục hồi và dòng vốn FDI vào lĩnh vực chế biến–chế tạo duy trì tích cực, phụ tải điện khu vực Đông Nam Bộ – với đặc thù tập trung công nghiệp, logistics và đô thị hóa cao – được kỳ vọng tăng trưởng tiệm cận mức tăng trưởng chung của toàn hệ thống trong trung hạn, sau giai đoạn tăng trưởng thấp mang tính chu kỳ trong các năm gần đây. Điều này tạo nền tảng cho nhu cầu điện ổn định và khả năng hấp thụ công suất của các nguồn điện nền tại khu vực.

**Hình 3: Tăng trưởng phụ tải điện ở mức cao nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện phát triển nền kinh tế khu vực**



Nguồn: QHD8, GOSV, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 4: Nguồn điện khí vẫn giữ vai trò quan trọng thuộc nhóm nguồn tin cậy trong hệ thống huy động**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

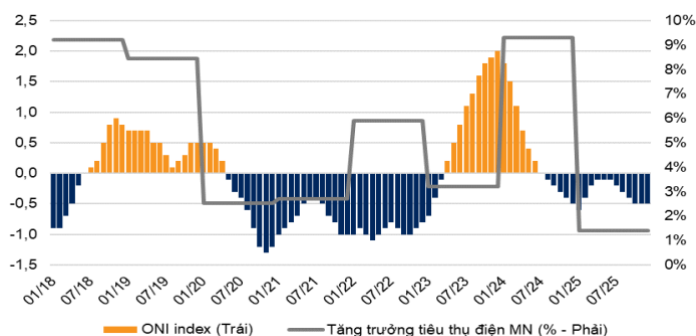
Tuy nhiên, bức tranh cung ứng điện năng đang đối mặt với những thách thức mang tính cấu trúc khi dư địa phát triển công suất mới của các nguồn chạy nền truyền thống như thủy điện và nhiệt điện than ngày càng thu hẹp. Trong ngắn hạn, các nguồn này vẫn duy trì mức huy động cao, song khả năng tăng thêm công suất nền để đáp ứng nhu cầu mới là hạn chế. Trong bối cảnh đó, việc hai nhà máy điện khí LNG mới (NT3&4) đi vào vận hành giúp bổ sung nguồn cung mới cho hệ thống điện miền Nam. Trong giai đoạn đầu, NT3&4 chủ yếu sẽ được huy động theo sản lượng hợp đồng dài hạn (theo luật định), qua đó tạo áp lực nhất định lên dư địa huy động của các nhà máy điện khí hiện hữu.

Dù vậy, với triển vọng phụ tải tiếp tục tăng ở mức cao, mức tăng trưởng nhu cầu điện được kỳ vọng đủ lớn để hấp thụ đồng thời sản lượng từ các nguồn LNG mới và các nhà máy điện khí hiện hữu. Trong kịch bản này, NT2 với lợi thế chi phí thấp hơn và khả năng vận hành linh hoạt nhiều khả năng vẫn duy trì được vị thế huy động ổn định, dù môi trường cạnh tranh có xu hướng gia tăng.

### Diễn biến thời tiết năm 2026 hỗ trợ triển vọng huy động nhóm nhiệt điện

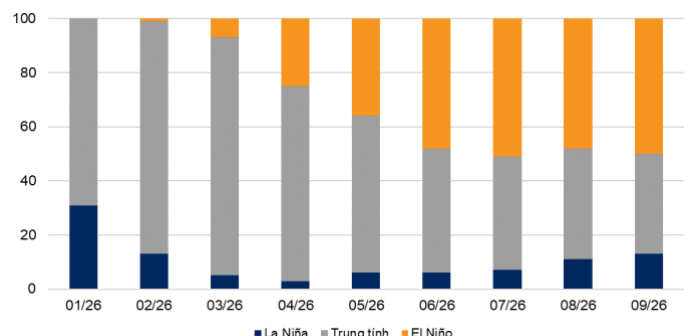
Từ Q1/26, pha ENSO dự báo chuyển sang pha trung tính và nghiêng dần về El Niño vào nửa cuối năm 2026. Điều này buộc hệ thống phải gia tăng huy động từ các nguồn thay thế, khiến cơ cấu huy động dịch chuyển sang các nguồn có chi phí phát điện cao hơn và tạo áp lực tăng lên mặt bằng giá FMP trên thị trường điện cạnh tranh. Diễn biến này nhìn chung mang lại điều kiện huy động thuận lợi hơn cho nhóm nhiệt điện, đặc biệt trong các khung giờ phụ tải cao khi vai trò cân bằng hệ thống được đề cao.

**Hình 5: Tăng trưởng tiêu thụ điện tại miền Nam chịu ảnh hưởng bởi yếu tố thời tiết, và có xu hướng tăng nhanh khi pha El Nino lần 2**



Nguồn: NOAA, NT2, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 6: Năm 2026, IRI dự báo ENSO sẽ chuyển sang pha trung tính và nghiêng dần về El Niño từ giữa năm**



Nguồn: IRI, VNDIRECT RESEARCH

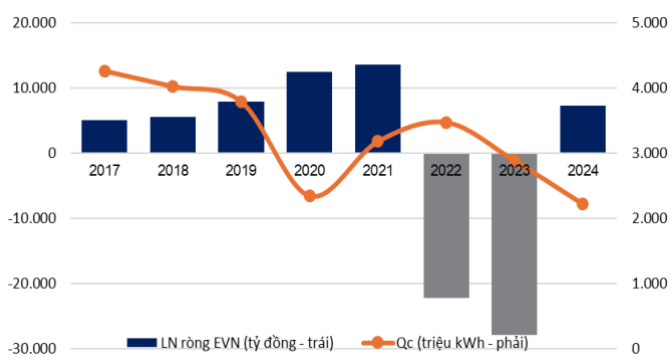
Ngoài ra, thời tiết nắng nóng trở lại cũng có thể làm gia tăng tốc độ tăng trưởng tiêu thụ điện tại khu vực Đông Nam Bộ. Trong bối cảnh đó, khả năng cao NT2 vẫn được ưu tiên là nguồn chạy nền cho khu vực Đông Nam Bộ và có thể hưởng lợi gián tiếp từ mặt bằng giá thị trường trong những khung giờ cao điểm sau khi mặt trời tắt nắng.

### Sức khỏe tài chính EVN cải thiện, tạo nền tảng thuận lợi hơn cho huy động điện khí

Năm 2025 được dự báo là năm thứ hai liên tiếp EVN ghi nhận lợi nhuận dương, sau giai đoạn chịu áp lực lớn từ các khoản lỗ lũy kế trong 2022-23. Sự cải thiện KQKD chủ yếu đến từ các đợt điều chỉnh tăng giá bán lẻ điện theo quyết định hành chính, giúp thu hẹp dần chênh lệch giữa giá bán và chi phí đầu vào.

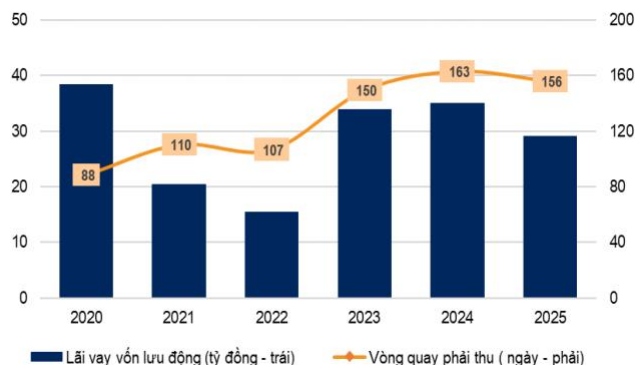
Sự cải thiện sức khỏe tài chính của bên mua điện duy nhất mang lại tác động lan tỏa tích cực cho nhóm nhiệt điện khí khu vực Đông Nam Bộ. Cụ thể, dòng chảy thanh khoản được khơi thông giúp rút ngắn chu kỳ thanh toán, giảm bớt gánh nặng lãi vay lưu động cho các nhà máy.

**Hình 7: Tình hình kinh doanh của EVN đã được cải thiện sau giai đoạn 2022-23 chịu áp lực lớn từ các khoản lỗ**



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Vòng quay phải thu tiền điện với EVN đã có dấu hiệu hạ nhiệt trong năm 2025, qua đó giúp NT2 giảm áp lực từ việc vay nợ**



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Quan trọng hơn, khi áp lực tài chính của EVN được giảm bớt, rủi ro phát sinh các biện pháp điều hành mang tính tình huống trong ngắn hạn theo đó được hạn chế. Trong bối cảnh Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NSMO) đã hoạt động với vai trò độc lập, điều này tạo điều kiện để công tác điều độ hệ thống theo đó bám sát hơn các yêu cầu kỹ thuật và mục tiêu an ninh hệ thống, thay vì chịu tác động gián tiếp từ các yếu tố tài chính của bên mua điện. Theo đó, phương án huy động có xu hướng ưu tiên các nguồn điện có khả năng vận hành ổn định và linh hoạt tại các khung giờ cao điểm, qua đó mở ra dư địa huy động thuận lợi hơn cho các nhà máy điện khí chạy nền và phủ đỉnh tại khu vực miền Nam. Chúng tôi cho rằng, NT2 với đặc tính linh hoạt và có PPA hỗ trợ sẽ được giữ vai trò rõ nét hơn trong phương án huy động giai đoạn 2026-27.

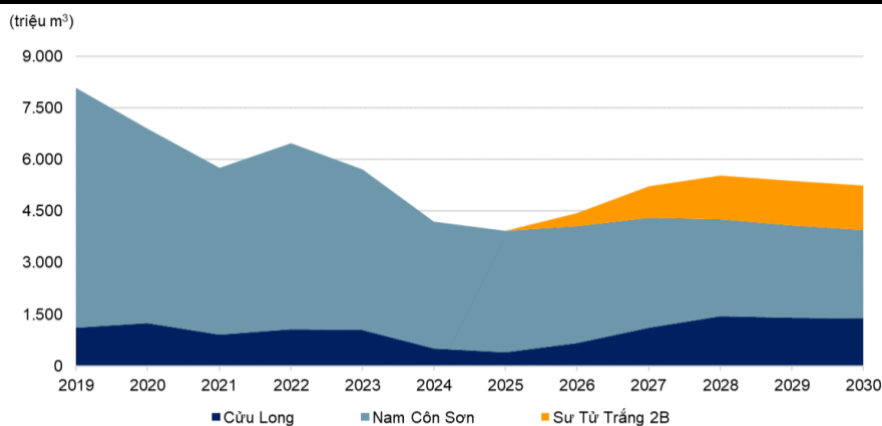
## Áp lực cạnh tranh dần tăng có thể ảnh hưởng đến Qc, làm giảm biên LN

### Nguồn cung khí ổn định nhưng áp lực cạnh tranh vẫn hiện hữu do mặt bằng giá khí tiếp tục duy trì ở mức cao

Mặc dù các mỏ khí truyền thống tại bể Nam Côn Sơn đã bước qua giai đoạn đỉnh khai thác, quá trình suy giảm sản lượng mang tính tự nhiên và diễn ra theo lộ trình, thay vì biến mất đột ngột trong ngắn hạn. Đối với NT2, rủi ro thiếu hụt nguồn cung được giảm thiểu đáng kể nhờ hiệu lực của Hợp đồng mua bán khí (GSA) dài hạn đã ký kết. Theo đó, PV GAS có trách nhiệm đảm bảo phân bổ nguồn khí nội địa theo các hợp đồng GSA hiện hữu, trong đó có NT2.

Về nguồn cung hiện hữu, mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt (thuộc Nam Côn Sơn) đang đóng vai trò trụ cột thay thế cho các mỏ cũ, cung cấp ổn định khoảng 1,5 tỷ m<sup>3</sup> khí mỗi năm theo thiết kế. Đây là nguồn khí nền tảng giúp đảm bảo nhiên liệu vận hành cho NT2 trong giai đoạn hiện tại, giữ cho nhà máy không rơi vào tình trạng thiếu khí cục bộ.

**Hình 9: Tình trạng thiếu khí ở Đông Nam Bộ được cải thiện nhờ khai thác thêm mỏ Sư Tử Trắng 2B - dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027**



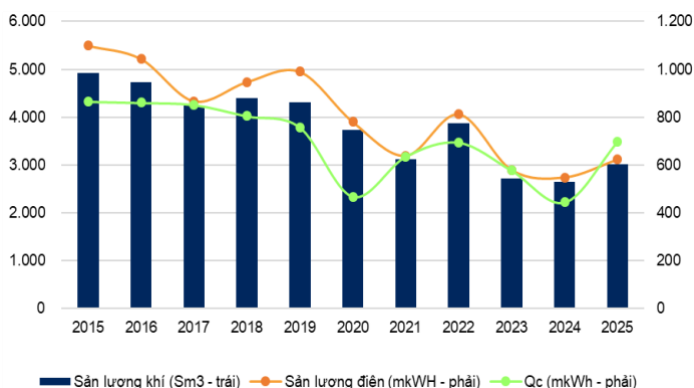
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Triển vọng nguồn khí trung hạn được củng cố vững chắc hơn nhờ sự tham gia của các nguồn khí mới. Đáng chú ý nhất là mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào Q3/2026 với khả năng cung cấp 1,5–2 tỷ m<sup>3</sup>/năm. Bên cạnh đó, dự án vệ tinh như Thiên Nga–Hải Âu dự kiến vận hành quanh mốc 2027 sẽ bù đắp kịp thời cho phần sản lượng sụt giảm từ các mỏ cũ. Việc NT2 duy trì được nguồn khí nội địa gối đầu mang ý nghĩa chiến lược, giúp nhà máy duy trì tính liên tục trong vận hành và khả năng tham gia thị trường, ngay cả khi dư địa huy động về sản lượng có thể chịu áp lực hơn.

Bên cạnh yếu tố khối lượng, mặt bằng giá khí nội địa trong giai đoạn hiện nay nhìn chung biến động chậm do được điều chỉnh theo các công thức dài hạn, giúp hạn chế biến động đột ngột về chi phí nhiên liệu cho nhà máy điện khí hiện hữu. Trong bối cảnh các nguồn khí mới có giá miện giếng ở mức cao, cơ chế xác định giá theo mức cao hơn giữa giá miện giếng và giá tham chiếu thị trường (tính theo giá dầu FO) khiến giá khí đầu vào không còn nhạy với các nhịp giảm của giá dầu. Do đó, ngay cả khi giá dầu điều chỉnh giảm, mặt bằng chi phí nhiên liệu cho điện khí vẫn duy trì ở mức tương đối cao, làm suy giảm khả năng cạnh tranh trong huy động trên thị trường điện cạnh tranh (CGM) và cũng có thể ảnh hưởng tiêu cực tới quá trình phân giao Qc. Trong kịch bản cơ

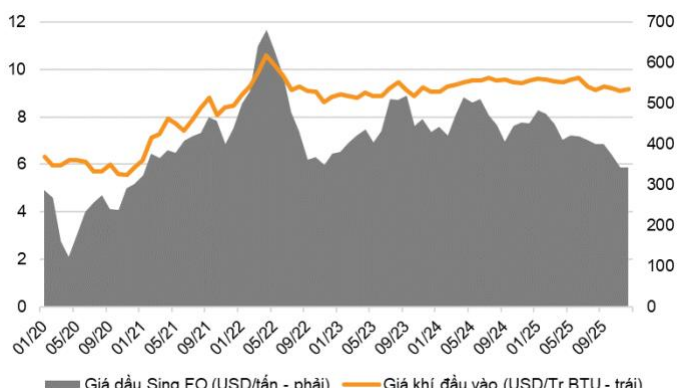
sở, chúng tôi dự kiến giá khí đầu vào cho NT2 giai đoạn 2026–27 sẽ tiếp tục đi ngang ở mức khoảng 9,3–9,4 USD/mBTU.

**Hình 10: Sản lượng khí đầu vào của NT2 đã phục hồi đáng kể sau giai đoạn 2023-24...**



Nguồn: NT2, POW, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 11: ...trong khi giá khí đầu vào dự kiến tiếp tục dao động quanh mức 9.3-9.5 USD/Tr.BTU**

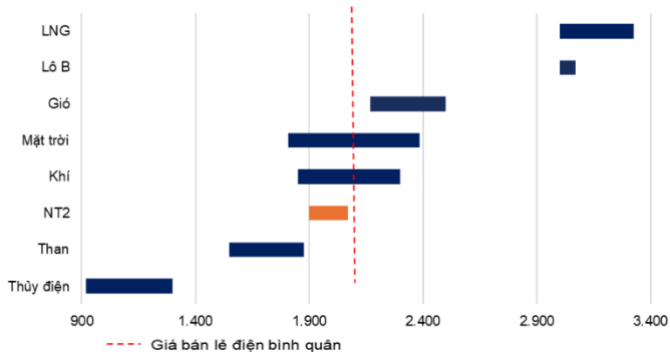


Nguồn: BLOOMBERG, NT2, VNDIRECT RESEARCH

### Mặc dù tái cấu trúc chi phí hậu khấu hao giúp NT2 cải thiện một phần vị thế đàm phán...

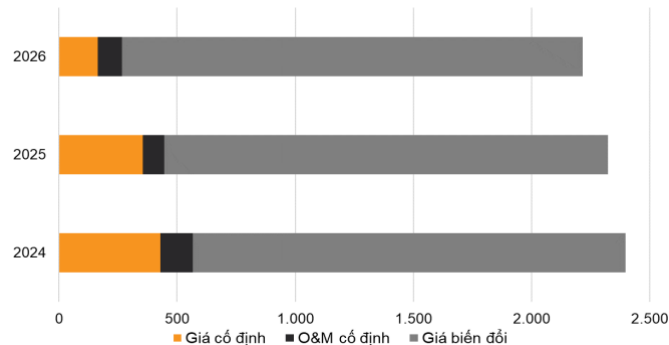
Năm 2026, NT2 hoàn tất khấu hao tài sản cố định chính và không còn dư nợ vay dài hạn. Theo nguyên tắc “Cost-based” của Thông tư 57/2020/TT-BCT, giá cố định (Fc) vốn được duy trì ở mức cao trong giai đoạn trước nhằm đảm bảo trả nợ và thu hồi vốn sẽ được thiết lập lại. Theo đó, các cấu phần chi phí khấu hao và chi phí tài chính được loại bỏ khỏi công thức giá, đưa Fc giảm mạnh về khoảng 260–270 đ/kWh, tương ứng với chi phí vận hành thuần (bao gồm là chi phí O&M cố định và lợi nhuận định mức).

**Hình 12: So sánh chi phí ước tính phát điện của NT2 với các loại nguồn từ 2026 (đồng/kWh)**



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Fc giảm hậu khấu hao là nền tảng cho Pc thấp hơn (Pc = Giá cố định + O&M cố định + Giá biến đổi)**



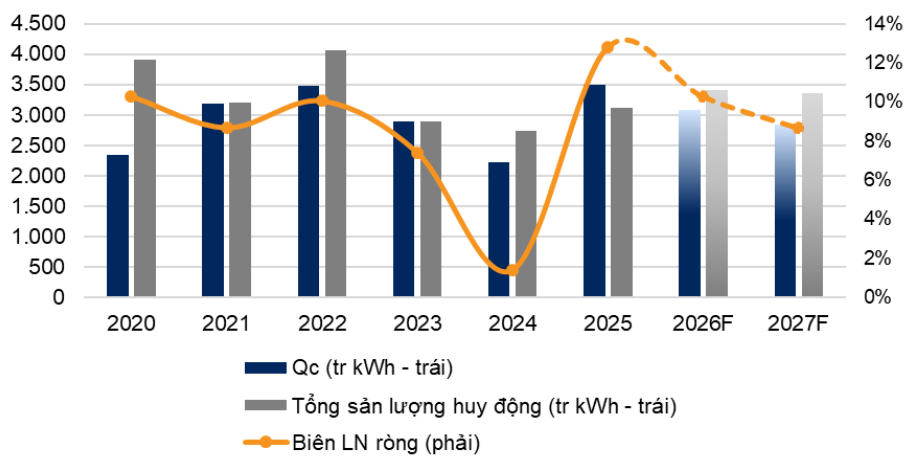
Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Mức Fc thấp hơn trước hết mang lại lợi thế rõ ràng trong đàm phán giá hợp đồng (Pc) và tỷ lệ phân giao Qc. Trên thị trường điện cạnh tranh (CGM), với đặc thù chi phí phát điện cao, NT2 sẽ thường xây dựng giá chào vận hành xoay quanh chi phí biến đổi, qua đó thường chỉ được huy động trong các khung giờ có FMP đủ cao, nên việc Fc giảm có thể không làm thay đổi đáng kể mức giá chào trên CGM. Tuy nhiên, Fc thấp hơn giúp NT2 cải thiện biên LN trên mỗi kWh được huy động trên CGM, qua đó nâng cao khả năng bảo vệ hiệu quả tài chính trong môi trường cạnh tranh gay gắt.

**...nhưng NT3-4 đưa vào vận hành có thể ảnh hưởng đến tỷ lệ phân giao Qc, gây áp lực lên biên LN**

Tuy nhiên, sự tham gia của các nhà máy LNG mới như NT3-4 trong thời gian tới sẽ làm gia tăng cạnh tranh phân giao sản lượng hợp đồng (Qc) của hệ thống. Khi NT3-4 được tiếp nhận nhận sản lượng ở mức cao theo cơ chế sản lượng tối thiểu dài hạn, dư địa phân giao Qc dành cho các nhà máy điện khí hiện hữu như NT2 có thể bị thu hẹp ở một mức độ nhất định. Mặc dù sản lượng Qc khó quay lại mức đỉnh năm 2025 do phải cạnh tranh với NT3-4, chúng tôi kỳ vọng mức phân giao sẽ vẫn duy trì ổn định quanh mức bình quân Qc trong 5 năm gần nhất (khoảng 3 tỷ kWh). Sự suy giảm của Qc kéo theo tỷ trọng sản lượng ngoài hợp đồng tăng lên, qua đó gây áp lực lên biên LN bình quân của NT2. Chúng tôi cho rằng, diễn biến này là một trong những yếu tố chính khiến LN giai đoạn 2026-27 được dự báo giảm so với mức nền cao của năm 2025.

**Hình 14: Chúng tôi dự kiến Qc năm 2026-27 sẽ giảm dần xuống quanh mức 3 tỷ kWh/năm tương ứng với tỉ lệ phân giao là 90% trong 2026 và 85% trong 2027**



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

**Lợi nhuận sẽ hạ nhiệt trong năm 2026-27**

**Chúng tôi dự phóng LN ròng của NT2 trong năm 2026/27 sẽ giảm 22%/17% svck, xuống còn 776 tỷ đồng/645 tỷ đồng. Cụ thể:**

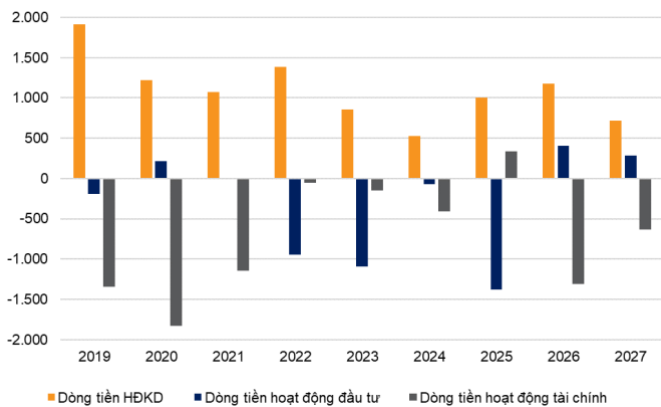
- Sản lượng huy động tăng lên khoảng 9% svck, chủ yếu đến từ việc kỳ vọng tăng sản lượng thị trường trong bối cảnh nhu cầu điện gia tăng, trong khi Qc bị thu hẹp do sự tham gia của NT3&4 với cơ chế sản lượng Qc tối thiểu dài hạn. Sang năm 2027, dự báo sản lượng huy động giảm nhẹ xuống khoảng 3,35 tỷ kWh để nhường dư địa cho năng lượng tái tạo và LNG.
- Chúng tôi dự báo doanh thu giảm nhẹ 3% và 2% trong 2026 và 2027. Mặc dù doanh thu được hỗ trợ bởi hai yếu tố tích cực: (i) sản lượng huy động tăng và (ii) dự kiến doanh thu 2026 ghi nhận bổ sung khoảng 177 tỷ đồng từ việc EVN bồi hoàn lỗ CLTG phát sinh 2020-21. Nhưng yếu tố chính khiến cho doanh thu giảm đến từ việc giá bán bình quân giảm 13%, phản ánh: (i) Pc giảm sau khi hết khấu hao; và (ii) tỷ trọng sản lượng ngoài Qc tăng (khi Qc 2026/27 dự kiến giảm 12%/7% svck).

- LN gộp 2026 dự báo giảm 15% và biên LN gộp giảm 1,8 điểm %, do chi phí nhiên liệu tăng theo sản lượng huy động, trong khi Qc bị thu hẹp và giá bán bình quân giảm khiến doanh thu không theo kịp chi phí. Mặc dù khấu hao giảm giúp chi phí sản xuất thấp hơn nhưng không đủ bù cho tác động trên. Năm 2027, chúng tôi dự kiến LN gộp giảm 20% do không còn phát sinh khoản doanh thu bù lỗ CLTG.
- Từ 2026, thuế suất TNDN tăng từ 10% lên 20% khiến LN ròng giảm nhanh hơn LN gộp, đặc biệt trong năm đầu tiên của giai đoạn hậu khấu hao. Kết quả là biên LN ròng thu hẹp từ 13% năm 2025 xuống 10% và 9% năm 2026-27.

### Chúng tôi cho rằng NT2 với nội tại tài chính tốt sẽ hỗ trợ cổ tức tiền mặt ổn định

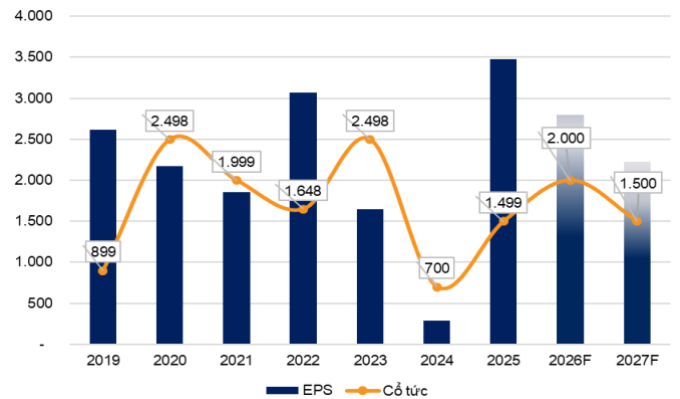
Từ 2025, dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF) được cải thiện rõ rệt do không còn áp lực chi tiêu vốn lớn và nghĩa vụ trả nợ dài hạn. Điều này tạo nền tảng vững chắc cho chính sách cổ tức tiền mặt. Bên cạnh đó, dòng tiền tiếp tục được hỗ trợ nhờ số ngày phải thu từ EVN giảm trong năm 2025 và dự kiến duy trì đà giảm trong năm 2026-27 khi tình hình tài chính của EVN cải thiện. Điều này giúp NT2 giảm nhu cầu vay ngắn hạn phục vụ hoạt động kinh doanh, qua đó tiết giảm chi phí lãi vay.

**Hình 15: Dòng tiền tự do được cải thiện rõ rệt từ 2025**



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: Chúng tôi dự phóng NT2 có khả năng chi trả cổ tức khoảng 2.000/cổ phiếu nhờ KQKD giai đoạn 2026-27 tương đối tốt**



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi dự phóng NT2 có khả năng chi trả cổ tức khoảng 2.000 đ/cổ phiếu trong 2026 nhờ kết quả kinh doanh giai đoạn 2025-26 cải thiện rõ rệt so với giai đoạn trước đó. Tại vùng giá hiện tại, mức chi trả cổ tức dự phóng tương đương lợi suất khoảng 7,5%, cao hơn mặt bằng lãi suất tiền gửi và phù hợp với chiến lược nắm giữ để hưởng cổ tức.

## Định giá: Khuyến nghị TRUNG LẬP với giá mục tiêu là 28.300 đồng/cp

### Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Trung lập ở mức giá mục tiêu là 28.300 đồng, dựa trên tỷ trọng tương đương định giá DCF và mục tiêu P/B là 1,64 lần tương đương với mức premium 1,5 độ lệch chuẩn so với mức P/B trung bình 5 năm, phản ánh dòng tiền và LN cải thiện sau giai đoạn tái cấu trúc chi phí.

Tại vùng giá hiện tại, dù dự địa tăng giá chỉ khoảng 5,6%, NT2 vẫn là lựa chọn nắm giữ cho vị thế cổ tức nhờ lợi suất cổ tức tiền mặt dự phóng khoảng 7,5%/năm, được hỗ trợ bởi bảng cân đối kế toán lành mạnh và dòng tiền ổn định. Vì vậy, chúng tôi đánh giá cổ phiếu NT2 phù hợp với chiến lược nắm giữ nhằm tạo thu nhập ổn định và phòng thủ cho danh mục.

Hình 17: Giá mục tiêu

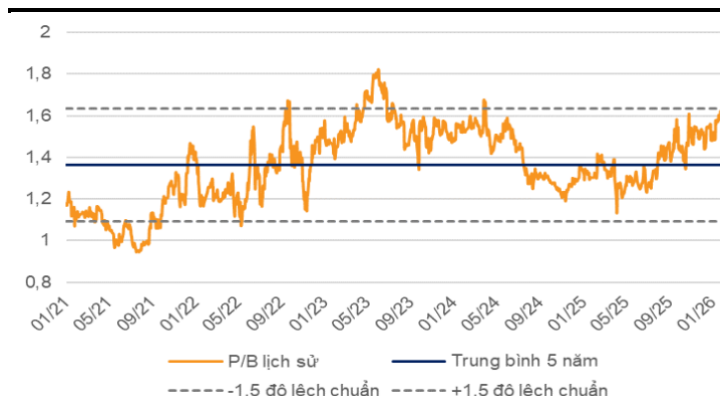
| Phương pháp   | Định giá | Tỷ trọng | Đóng góp vào định giá |
|---------------|----------|----------|-----------------------|
| FCFF          | 28.512   | 50%      | 14.256                |
| P/B (1,63x)   | 27.926   | 50%      | 13.963                |
| Giá bình quân |          |          | 28.219                |

**Giá mục tiêu (làm tròn)**

**28.300**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: P/B lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: P/E lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Định giá chiết khấu dòng tiền giai đoạn 5 năm 2026-30F

| FCFF (tỷ đồng)                       | 2026F | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EBITDA                               | 990   | 805   | 780   | 788   | 783   |
| (-) Khấu hao                         | (159) | (154) | (151) | (152) | (152) |
| EBIT                                 | 831   | 651   | 628   | 636   | 630   |
| (+) Khấu hao                         | 159   | 154   | 151   | 152   | 152   |
| (-) Thuế                             | (166) | (130) | (126) | (127) | (126) |
| (+) (Tăng)/giảm vốn lưu động         | 524   | 80    | 29    | 10    | 1     |
| (-) Chi phí đầu tư TSCĐ              | (3)   | (4)   | (3)   | (3)   | (3)   |
| <b>Dòng tiền tự do</b>               |       |       |       |       |       |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do | 1.345 | 751   | 680   | 667   | 654   |
| Giá trị dòng tiền năm cuối           |       |       |       |       | 4.696 |

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Giá định

| Tinh toán WACC             |       |
|----------------------------|-------|
| Lãi suất phi rủi ro        | 3,6%  |
| Beta                       | 0,8   |
| Phần bù thị trường         | 8,1%  |
| Chi phí vốn chủ            | 10,3% |
| Chi phí nợ vay             | 6,4%  |
| Nợ vay/Tổng vốn            | 15,4% |
| Thuế suất khả dụng         | 20,0% |
| WACC                       | 9,7%  |
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn | 0,0%  |

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Định giá

| Đơn vị (tỷ đồng)                     |         |
|--------------------------------------|---------|
| Giá trị hiện tại lũy kế của FCF      | 4.097   |
| Giá trị hiện tại của Giá trị dài hạn | 4.696   |
| Giá trị doanh nghiệp                 | 8.793   |
| (-) Tổng nợ                          | (1.762) |
| (+) Tiền và khoản tương đương tiền   | 3.780   |
| Giá trị VCSH                         | 8.208   |
| Số cổ phiếu lưu hành                 | 288     |
| Định giá cổ phiếu (VND/cp)           | 28.500  |

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

### Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

- Động lực tăng giá là sản lượng điện và Qc cao hơn sau khi đàm phán lại với EVN.
- Rủi ro giảm giá là sản lượng huy động và Qc thấp hơn dự kiến, rủi ro thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào hoặc biến động tăng đột ngột về giá khí trong ngắn hạn gây ảnh hưởng tới tình hình sản xuất và hoạt động kinh doanh của nhà máy.

Hình 23: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 10/02/2026)

| Tên công ty                  | Vốn hoá<br>(Tỷ VND) | EV<br>(Tỷ VND) | EV/EBITDA<br>TA (TTM) | EPS (TTM)    | P/E         | P/S (TTM)  | BVPS          | P/B        |
|------------------------------|---------------------|----------------|-----------------------|--------------|-------------|------------|---------------|------------|
| Điện lực Dầu khí Việt Nam    | 7.758               | 9.498          | 6,0                   | 3.473        | 7,8         | 1,0        | 16.427        | 1,6        |
| Tổng Công ty Phát điện 3     | 41.263              | 66.142         | 11,1                  | 837          | 16,1        | 1,1        | 11.197        | 1,2        |
| Nhiệt điện Quảng Ninh        | 27.637              | 53.199         | 5,0                   | 3.285        | 7,5         | 0,6        | 15.619        | 1,6        |
| Nhiệt điện Hải Phòng         | 5.631               | 5.559          | 2,8                   | 2.336        | 5,4         | 0,5        | 13.211        | 0,9        |
| Nhiệt điện Phả Lại           | 5.400               | 4.458          | 4,7                   | 843          | 12,8        | 0,6        | 12.119        | 0,9        |
| Nhiệt điện Ninh Bình         | 3.206               | 2.812          | 13,9                  | 530          | 18,9        | 0,5        | 13.945        | 0,7        |
| <b>Trung bình</b>            | <b>15.149</b>       | <b>23.611</b>  | <b>7,3</b>            | <b>1.884</b> | <b>11,4</b> | <b>0,7</b> | <b>13.753</b> | <b>1,2</b> |
| <b>Điện lực Nhơn Trạch 2</b> | <b>7.758</b>        | <b>9.498</b>   | <b>6,0</b>            | <b>3.473</b> | <b>7,8</b>  | <b>1,0</b> | <b>16.427</b> | <b>1,6</b> |

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

## Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

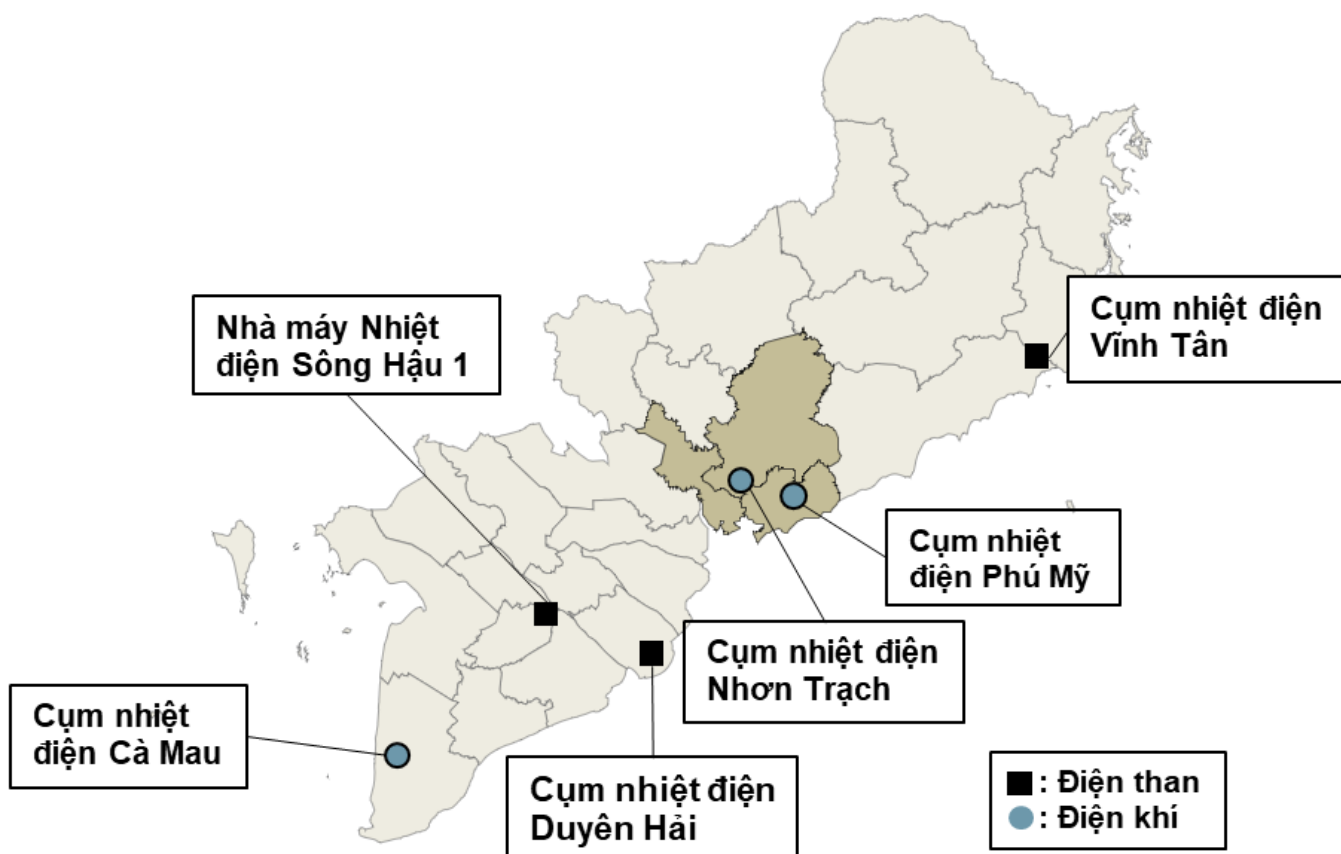
### Nhà máy điện chủ chốt ở khu vực kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ

Đi vào hoạt động từ năm 2011, Nhơn Trạch 2 là nhà máy điện hiệu suất cao có vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng tăng của vùng kinh tế Nam Bộ. Được điều hành bởi CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 thuộc Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PVPower), nhà máy được vận hành bởi nguồn lực chất lượng cao được đào tạo bài bản ở trong và ngoài nước và có nhiều năm kinh nghiệm.

Với công suất thiết kế 750 MW, Nhơn Trạch 2 xếp thứ ba trong số các nhà máy điện khí ở Việt Nam về công suất. Nhà máy cũng có hiệu suất nhiệt đáng chú ý là 58%, nhờ sử dụng tua bin khí tiên tiến Siemens nhập khẩu từ Đức. Công nghệ tiên tiến của nhà máy đảm bảo hiệu suất vận hành tối ưu và khả năng sản xuất điện năng ổn định. NT2 cũng có khả năng thay đổi phụ tải trong dải công suất rộng, đây là tính năng không phải nhà máy điện nào cũng có được. Khả năng nói trên của NT2 đặc biệt quan trọng khi tham gia vào thị trường phát điện cạnh tranh do góp phần ổn định hệ thống điện Quốc gia.

Nhà máy của NT2 nằm tại Khu công nghiệp Ông Kèo, Nhơn Trạch, Đồng Nai, gần khu vực giao nhau sông Đồng Tranh và sông Lòng Tàu. Khu công nghiệp này nằm trong tam giác kinh tế TP. Hồ Chí Minh - Đồng Nai - Bà Rịa Vũng Tàu và ở gần các khu vực tiêu thụ điện lớn hơn so với các nhà máy điện khác như Vĩnh Tân hoặc Duyên Hải, giúp giảm thiểu tổn thất truyền tải điện và hỗ trợ việc huy động sản lượng.

Hình 22: Vị trí của Nhơn Trạch 2 (cụm Nhơn Trạch) và một vài cụm nhiệt điện khác



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Phụ lục 2: Các dự phóng tài chính trọng yếu

### BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

| (Tỷ VND)                              | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024A       | 2025         | 2026F      | 2027F      |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|------------|------------|
| Doanh thu thuần                       | 6.150        | 8.788        | 6.386        | 5.944       | 7.804        | 7.577      | 7.447      |
| Giá vốn hàng bán                      | (5.474)      | (7.706)      | (5.876)      | (5.892)     | (6.710)      | (6.651)    | (6.708)    |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>676</b>   | <b>1.082</b> | <b>510</b>   | <b>52</b>   | <b>1.093</b> | <b>926</b> | <b>740</b> |
| Chi phí quản lý DN                    | (83)         | (131)        | (69)         | (81)        | (76)         | (94)       | (89)       |
| <b>EBITDA thuần</b>                   | <b>1.283</b> | <b>1.639</b> | <b>1.129</b> | <b>657</b>  | <b>1.574</b> | <b>990</b> | <b>805</b> |
| Chi phí khấu hao                      | (690)        | (689)        | (687)        | (687)       | (556)        | (159)      | (154)      |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>593</b>   | <b>950</b>   | <b>441</b>   | <b>(30)</b> | <b>1.018</b> | <b>831</b> | <b>651</b> |
| Thu nhập tài chính                    | 18           | 24           | 107          | 100         | 170          | 201        | 192        |
| Chi phí tài chính                     | (52)         | (18)         | (34)         | (39)        | (66)         | (63)       | (38)       |
| Thu nhập ròng khác                    | 7            | (14)         | (0)          | 72          | 1            | 1          | 1          |
| Thu nhập từ các công ty LDLC          |              |              |              |             |              |            |            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>           | <b>566</b>   | <b>943</b>   | <b>514</b>   | <b>104</b>  | <b>1.123</b> | <b>970</b> | <b>806</b> |
| Chi phí thuế                          | (32)         | (60)         | (41)         | (21)        | (123)        | (194)      | (161)      |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                 | <b>534</b>   | <b>883</b>   | <b>473</b>   | <b>83</b>   | <b>1.000</b> | <b>776</b> | <b>645</b> |

### BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

| (Tỷ VND)                     | 2021A        | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025         | 2026F        | 2027F        |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Tiền & Tương đương tiền      | 1            | 384          | 1            | 57           | 22           | 303          | 655          |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn    | 0            | 949          | 2.100        | 2.273        | 3.757        | 3.549        | 3.445        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn  | 2.230        | 2.911        | 2.326        | 2.989        | 3.741        | 3.155        | 3.156        |
| Hàng tồn kho                 | 311          | 307          | 260          | 333          | 354          | 337          | 342          |
| Tài sản ngắn hạn khác        | 38           | 5            | 83           | 122          | 5            | 5            | 5            |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b> | <b>2.581</b> | <b>4.557</b> | <b>4.770</b> | <b>5.774</b> | <b>7.879</b> | <b>7.349</b> | <b>7.603</b> |
| Tài sản cố định              | 3.497        | 2.809        | 2.125        | 1.442        | 902          | 746          | 595          |
| Tổng tài sản đầu tư          | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Tài sản dài hạn khác         | 546          | 79           | 1.556        | 1.482        | 343          | 1.111        | 710          |
| <b>Tổng tài sản</b>          | <b>6.624</b> | <b>7.445</b> | <b>8.451</b> | <b>8.698</b> | <b>9.124</b> | <b>9.282</b> | <b>8.982</b> |
| Nợ vay ngắn hạn              | 210          | 631          | 1.200        | 996          | 1.762        | 1.057        | 846          |
| Phải trả người bán ngắn hạn  | 1.034        | 770          | 1.680        | 2.253        | 1.234        | 1.883        | 1.567        |
| Phải trả ngắn hạn khác       | 1.147        | 1.431        | 1.235        | 1.260        | 1.399        | 1.404        | 1.407        |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>      | <b>2.390</b> | <b>2.831</b> | <b>4.115</b> | <b>4.509</b> | <b>4.395</b> | <b>4.345</b> | <b>3.819</b> |
| Nợ vay dài hạn               | -            | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Phải trả dài hạn khác        | -            | -            | -            | -            | -            | 36           | 33           |
| Vốn góp của chủ sở hữu       | 2.879        | 2.879        | 2.879        | 2.879        | 2.879        | 2.879        | 2.879        |
| Lợi nhuận giữ lại            | 1.196        | 1.554        | 1.231        | 1.085        | 1.624        | 1.825        | 2.038        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>        | <b>4.234</b> | <b>4.614</b> | <b>4.336</b> | <b>4.189</b> | <b>4.729</b> | <b>4.902</b> | <b>5.130</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số     | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>       | <b>6.624</b> | <b>7.445</b> | <b>8.451</b> | <b>8.698</b> | <b>9.124</b> | <b>9.282</b> | <b>8.982</b> |

| <b>BÁO CÁO LCTT</b>                        |                |              |                |              |                |                |              |
|--------------------------------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|----------------|--------------|
| (Tỷ VND)                                   | 2021A          | 2022A        | 2023A          | 2024A        | 2025           | 2026F          | 2027F        |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                | <b>566</b>     | <b>943</b>   | <b>514</b>     | <b>104</b>   | <b>1.123</b>   | <b>970</b>     | <b>806</b>   |
| Khấu hao                                   | 690            | 689          | 687            | 687          | 556            | 159            | 154          |
| Thuế đã nộp                                | (39)           | (46)         | (47)           | (20)         | (85)           | (194)          | (161)        |
| Các khoản điều chỉnh khác                  | (12)           | 21           | (115)          | (96)         | (190)          | (276)          | (190)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | (131)          | (223)        | (182)          | (147)        | (398)          | 524            | 80           |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>       | <b>1.074</b>   | <b>1.383</b> | <b>857</b>     | <b>528</b>   | <b>1.006</b>   | <b>1.182</b>   | <b>689</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                                | (3)            | (1)          | (3)            | (4)          | (12)           | (3)            | (4)          |
| Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ           | 0              | 0            | 0              | 0            | 0              | 0              | 0            |
| Các khoản khác                             | 0              | (949)        | (1.151)        | (173)        | (1.484)        | 209            | 103          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác              | 11             | 4            | 65             | 110          | 121            | 201            | 192          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT</b>       | <b>8</b>       | <b>(946)</b> | <b>(1.090)</b> | <b>(67)</b>  | <b>(1.376)</b> | <b>408</b>     | <b>292</b>   |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 0              | 0            | 0              | 0            | 0              | 0              | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ                |                |              |                |              |                |                |              |
| Tiền vay ròng nhận được                    | (568)          | 421          | 569            | (204)        | 766            | (705)          | (211)        |
| Dòng tiền từ HĐ tài chính khác             |                |              |                |              |                |                |              |
| Cổ tức                                     | (575)          | (474)        | (719)          | (201)        | (431)          | (576)          | (432)        |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC</b>       | <b>(1.143)</b> | <b>(54)</b>  | <b>(150)</b>   | <b>(405)</b> | <b>334</b>     | <b>(1.309)</b> | <b>(629)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ             | 62             | 1            | 384            | 1            | 57             | 22             | 303          |
| <b>Lưu chuyển tiền thuần trong năm</b>     | <b>(61)</b>    | <b>383</b>   | <b>(383)</b>   | <b>56</b>    | <b>(35)</b>    | <b>281</b>     | <b>352</b>   |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b> | <b>1</b>       | <b>384</b>   | <b>1</b>       | <b>57</b>    | <b>22</b>      | <b>303</b>     | <b>655</b>   |

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

| Chỉ số định giá      | 2021A  | 2022A | 2023A  | 2024A  | 2025  | 2026F | 2027F |
|----------------------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|
| EPS (VND)            | 1.854  | 3.069 | 1.643  | 288    | 3.473 | 2.696 | 2.240 |
| P/E                  | 14,2   | 9,4   | 14,9   | 72,8   | 7,0   | 9,0   | 10,9  |
| PEG 1 năm            | 0,0    | 0,0   | 0,0    | 0,0    | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| P/S                  | 12,3   | 9,5   | 11,0   | 10,1   | 9,0   | 9,3   | 9,4   |
| P/B                  | 1,79   | 1,80  | 1,63   | 1,44   | 1,48  | 1,43  | 1,37  |
| Tỷ suất cổ tức       | 20,0%  | 16,5% | 25,0%  | 7,0%   | 15,0% | 20,0% | 15,0% |
| Tỷ lệ chi trả cổ tức | 107,8% | 53,7% | 152,0% | 243,0% | 43,2% | 74,2% | 67,0% |

**Chỉ số tăng trưởng**

|                       |        |       |        |        |         |        |        |
|-----------------------|--------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Tăng trưởng doanh thu | 1,1%   | 42,9% | -27,3% | -6,9%  | 31,3%   | -2,9%  | -1,7%  |
| Tăng trưởng LN gộp    | -24,5% | 60,0% | -52,8% | -89,9% | 2022,6% | -15,3% | -20,1% |
| Tăng trưởng LN ròng   | -14,6% | 65,5% | -46,4% | -82,5% | 1106,0% | -22,4% | -16,9% |
| Tăng trưởng EPS       | -14,6% | 65,5% | -46,4% | -82,5% | 1106,0% | -22,4% | -16,9% |

**Chỉ số hiệu quả sinh lời**

|                   |       |       |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biên LN gộp       | 11,0% | 12,3% | 8,0%  | 0,9%  | 14,0% | 12,2% | 9,9%  |
| Biên EBITDA       | 20,9% | 18,7% | 17,7% | 11,1% | 20,2% | 13,1% | 10,8% |
| Biên LN hoạt động | 9,6%  | 10,8% | 6,9%  | -0,5% | 13,0% | 11,0% | 8,7%  |
| Biên LN ròng      | 8,7%  | 10,1% | 7,4%  | 1,4%  | 12,8% | 10,2% | 8,7%  |
| ROAA              | 8,2%  | 12,6% | 6,0%  | 1,0%  | 11,2% | 8,4%  | 7,1%  |
| ROAE              | 12,6% | 19,1% | 10,9% | 2,0%  | 21,1% | 15,8% | 12,6% |

**Chỉ số đòn bẩy**

|                                     |      |      |      |      |      |      |      |
|-------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay) | 29,1 | 61,8 | 13,0 | -0,8 | 15,7 | 13,1 | 17,1 |
| EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)            | 56,1 | 97,4 | 30,3 | 17,1 | 20,4 | 15,0 | 19,2 |
| Nợ vay/ Vốn                         | 0,05 | 0,12 | 0,22 | 0,19 | 0,27 | 0,18 | 0,14 |
| Nợ vay/ VCSH                        | 0,05 | 0,14 | 0,28 | 0,24 | 0,37 | 0,22 | 0,16 |
| Nợ vay ròng/ VCSH                   | 0,05 | 0,14 | 0,28 | 0,24 | 0,37 | 0,22 | 0,16 |

**Chỉ số thanh khoản**

|                            |       |        |       |        |        |        |        |
|----------------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Vòng quay tổng tài sản     | 190,6 | 1725,9 | 654,9 | 1265,0 | 3483,9 | 3004,6 | 3783,2 |
| Vòng quay khoản phải thu   | 3,3   | 3,4    | 2,4   | 2,2    | 2,3    | 2,4    | 2,4    |
| Số ngày phải thu           | 110,4 | 106,8  | 149,7 | 163,2  | 157,4  | 152,0  | 154,7  |
| Vòng quay khoản phải trả   | 7,7   | 8,5    | 4,8   | 3,0    | 3,8    | 3,4    | 3,6    |
| Số ngày phải trả           | 47,7  | 42,7   | 76,1  | 121,8  | 94,8   | 108,3  | 101,6  |
| Vòng quay hàng tồn kho     | 17,5  | 24,9   | 20,7  | 19,9   | 19,5   | 19,7   | 19,6   |
| Số ngày tồn kho            | 20,9  | 14,6   | 17,6  | 18,4   | 18,7   | 18,5   | 18,6   |
| Hệ số thanh toán hiện hành | 1,1   | 1,6    | 1,2   | 1,3    | 1,8    | 1,7    | 2,0    |
| Hệ số thanh toán nhanh     | 0,9   | 1,5    | 1,1   | 1,2    | 1,7    | 1,6    | 1,9    |

**KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT****Khuyến nghị cổ phiếu**

Định nghĩa:

**KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

**TRUNG LẬP** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

**KÉM KHẢ QUAN** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Khuyến nghị ngành**

Định nghĩa:

**TÍCH CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TRUNG TÍNH** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**TIÊU CỰC** Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

**Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư**

Email: [phuong.hoangviet@vndirect.com.vn](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng**

Email: [hai.nguyennh2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennh2@vndirect.com.vn)

**Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên phân tích**

Email: [tuan.nguyenanh11@vndirect.com.vn](mailto:tuan.nguyenanh11@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>