

CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (NT2)

KHẢ QUAN (từ Trung Lập)
(+25,7%)

ĐIỂN

Giá hiện tại	VND21.400
Cao nhất/ Thấp nhất 52T	VND28.900/VND20.500
Giá mục tiêu	VND26.900
Giá mục tiêu trước	VND28.300
Consensus	0,6%
Tiềm năng tăng giá	25,7%
Tỷ suất cổ tức	7,0%
Tổng mức sinh lời	32,7%

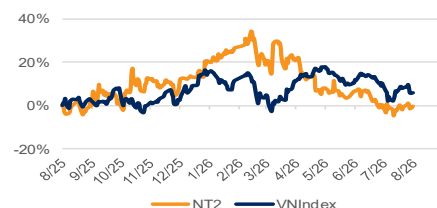
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Trung lập

Thị giá vốn (tr USD)	235,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,4
Sở hữu NN (tr USD)	90,7
SLCP lưu hành (tr)	287,9
SLCP pha loãng (tr)	287,9

	NT2	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	5,1	7,4	12,0
P/B hiện tại	1,1	0,9	2,0
ROA	11,3%	10,6%	2,6%
ROE	22,6%	17,8%	16,6%

*dữ liệu ngày 17/08/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
NT2	-1,9%	-6,4%	0,5%
VNI	-3,3%	-10,4%	15,4%

Cơ cấu sở hữu

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam	59,4%
Công ty TNHH Phát triển Công nghệ	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.nguyenganh11@vndirect.com.vn

Nền tảng huy động tích cực trong chu kỳ El Niño

- Chúng tôi nâng khuyến nghị thành Khả quan và giảm giá mục tiêu xuống 26.900 đồng, tương đương tiềm năng tăng giá 25,7% và tỷ suất cổ tức 7,0%.
- P/B hiện tại là 1,1x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm (1,5x), và là mức hấp dẫn khi xét đến triển vọng vững chắc với tỷ suất cổ tức hấp dẫn.

Tiêu điểm tài chính

- Sản lượng Q2/2026 tăng 54% svck kéo theo doanh thu tăng 36% svck.
- LN ròng 1H26 tăng 61% svck, chủ yếu nhờ sản lượng huy động cao hơn, chi phí khấu hao thấp hơn và thu nhập tài chính cải thiện.
- Chúng tôi dự phóng LN năm 2026 giảm 6% svck chủ yếu do không còn phát sinh khoản thu nhập bất thường hơn 240 tỷ trong 2025. LN năm 2027 sẽ tăng trở lại 9% nhờ triển vọng sản lượng huy động và Qc tích cực.

Luận điểm đầu tư

El Niño kéo dài môi trường huy động thuận lợi đến 1H27

El Niño được dự báo tiếp tục mạnh lên và duy trì đến đầu năm 2027, trong khi NSMO kỳ vọng sản lượng điện 2H26 tăng 12,3% svck. Phụ tải cao kết hợp điều kiện thủy văn kém thuận lợi hơn sẽ nâng cao vai trò của nhiệt điện khí, qua đó giúp NT2 duy trì sản lượng huy động tích cực từ nửa cuối 2026 đến Q1/2027. Trên cơ sở này, chúng tôi nâng dự phóng sản lượng 2026/27 lên ~4,0/4,1 tỷ kWh, tương đương mức tăng trưởng 30,6%/0,8% svck. Riêng 2H26, sản lượng dự kiến tăng khoảng 10,4% svck.

Nguồn khí nội địa bổ sung đảm bảo khả năng vận hành

Nguồn khí Đông Nam Bộ đang được cải thiện nhờ các mỏ mới tại bể Nam Côn Sơn và Cửu Long. Trong 2026–27, nguồn cung bổ sung từ Thiên Nga – Hải Âu và Hải Thạch – Mộc Tinh tương đương khoảng 13% nguồn cung hiện hữu; từ 2028, tỷ lệ này có thể tăng lên gần 30% khi Sư Tử Trắng 2B khai thác đầy đủ. Nguồn cung gia tăng đáng kể so với nhu cầu khí của NT2, giúp giảm thiểu rủi ro thiếu nhiên liệu và củng cố hiệu suất vận hành cao của nhà máy.

Thu nhập tài chính gia tăng củng cố triển vọng lợi nhuận

Với ~4.727 tỷ đồng tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn cuối Q2/26, tương đương 44% tổng tài sản, NT2 có nền tiền gửi lớn để hưởng lợi từ mặt bằng lãi suất cao. Chúng tôi dự phóng LN tài chính thuần tăng 105%/29% svck trong 2026/27, đóng góp khoảng 16%/19% LNTT, qua đó hỗ trợ nền lợi nhuận trong giai đoạn 2026–27.

Định giá chiết khấu, cổ tức hấp dẫn mở ra cơ hội tích lũy

NT2 hiện giao dịch ở mức P/B 1,1 lần, thấp hơn đáng kể mức bình quân 5 năm khoảng 1,5 lần, sau khi giá cổ phiếu đã điều chỉnh 27% từ đỉnh tháng 3/2026. Trong khi đó, LN ròng 2026 dự kiến đạt 1.059 tỷ đồng, vẫn duy trì ở mức cao so với lịch sử, trước khi tăng trở lại 9,0% svck trong 2027. Chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt đạt 1.500/2.000 đồng/cp trong 2026/27, tương ứng lợi suất khoảng 7,0%/9,3% theo thị giá hiện tại. Với định giá đã chiết khấu, lợi nhuận duy trì ở mức cao và cổ tức hấp dẫn, NT2 đang mở ra cơ hội tích lũy đáng chú ý tại vùng giá hiện nay.

Chỉ số chính	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu (%)	-7%	34%	18%	0%
Tăng trưởng LN ròng (%)	-82%	1269%	-6%	9%
Biên LN góp (%)	1%	16%	13%	14%
Biên LN ròng (%)	1%	14%	11%	12%
P/E (x)	72,8	6,2	6,6	6,1
P/B (x)	1,4	1,4	1,2	1,1
ROE (%)	2%	23%	19%	18%
D/E (x)	1,1	0,9	0,9	0,7

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận tăng nhờ sản lượng phục hồi mạnh

Hình 1: Tóm tắt KQKD 2026

Tỷ đồng	Q2/26	Q2/25	% svck	1H26	1H25	% svck
Giá bán bình quân (VND/kWh)	2.364	2.682	-12%	2.333	2.562	-9%
Sản lượng điện (triệu kWh)	1.195	776	54%	2.142	1.369	56%
Doanh thu	2.825	2.081	36%	4.996	3.508	42%
LN gộp	477	367	30%	694	411	69%
Chi phí bán hàng & QLDN	26	21	24%	60	40	50%
Thu nhập tài chính ròng	53	20	165%	93	37	150%
LN trước thuế	504	365	38%	727	408	78%
LN ròng	403	326	24%	583	363	61%
Biên LN gộp	16,9%	17,6%	-0,8 đ %	13,9 đ %	12%	2%
Biên LN ròng	14,3%	15,7%	-1,4 đ %	11,7 đ %	10%	1%

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu tăng mạnh nhờ sản lượng điện cao hơn

Sản lượng điện Q2/26 tăng 54,0% svck lên 1,20 tỷ kWh, bù đắp mức giảm 11,8% của giá bán bình quân xuống 2.363 đồng/kWh. Giá bán thấp hơn chủ yếu do nền Q2/25 cao khi nhà máy phát dưới Qc nhưng vẫn được thanh toán chi phí cố định. Nhờ đó, doanh thu thuần tăng 35,7% svck lên 2.825 tỷ đồng

Biên LN gộp thu hẹp nhẹ

LN gộp Q2/26 tăng 30,0% svck lên 477 tỷ đồng, chủ yếu nhờ sản lượng phát điện cao hơn. Biên LN gộp giảm 0,7 điểm % xuống 16,9%, chủ yếu do giá khí đầu vào tăng, trong khi chi phí khấu hao và sửa chữa thấp hơn giúp bù đắp một phần.

Thu nhập tài chính tăng hỗ trợ lợi nhuận

Thu nhập tài chính thuần Q2/26 tăng 170,3% svck lên 53 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập lãi tiền gửi cao hơn. Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 23,2% svck lên 26 tỷ đồng nhưng vẫn được kiểm soát tốt so với mức tăng của LN gộp. Nhờ đó, LNTT tăng 38,1% svck lên 504 tỷ đồng.

LN 6T26 cao hơn kỳ vọng của chúng tôi

LN ròng Q2/26 tăng 23,5% svck lên 403 tỷ đồng, thấp hơn mức tăng của LNTT do thuế suất thuế TNDN tăng lên 20% từ mức khoảng 10% sau khi giai đoạn ưu đãi thuế của NT2 kết thúc.

Trong 6T26, LN ròng đạt 583 tỷ đồng, tăng 60,5% svck và hoàn thành 75,1% dự phóng cả năm của chúng tôi. Kết quả cao hơn kỳ vọng chủ yếu nhờ sản lượng điện và thu nhập tài chính thuần cao hơn dự kiến

Triển vọng 2026-27: Huy động duy trì tích cực, lợi nhuận 2027 tăng trưởng trở lại

Hình 2: Dự phóng KQKD 2026-27

Tỷ VND	Thực tế		Cũ		Mới		% Δ		Nhận xét
	2025	% svck	2026	2027	2026	2027	2026	2027	
Sản lượng (tr kWh)	3.118	128%	3.416	3.351	4.073	4.106	19,2%	22,5%	Chúng tôi nâng dự phóng sản lượng điện 2026/27 lần lượt 19,2%/22,5% so với dự phóng cũ, phản ánh: (i) nhu cầu điện cao hơn và pha El Niño thuận lợi hơn cho huy động nhiệt điện trong 2H26-đầu 2027; và (ii) nguồn khí nội địa được bổ sung, giúp giảm rủi ro thiếu nhiên liệu. Riêng 2H26, sản lượng/Qc dự kiến tăng 10,4%/0,8% svck, nhờ môi trường huy động tiếp tục thuận lợi.
Giá bán bình quân (VND/kWh)	2.499	-2%	2.166	2.223	2.304	2.275	6,4%	2,4%	Chúng tôi nâng dự phóng giá bán bình quân 2026/27 lần lượt 6,4%/2,4% so với dự phóng cũ, chủ yếu phản ánh giá định giá khi đầu vào cao hơn.
Doanh thu	7.958	127%	7.577	7.447	9.385	9.342	23,9%	25,4%	
LN gộp	1.248	204%	926	740	1.225	1.282	32,3%	73,3%	Chúng tôi nâng dự phóng LN gộp 2026/27 32,3%/73,3% so với dự phóng cũ nhờ sản lượng và giá bán cao hơn kỳ vọng. Dù vậy, LN gộp 2026 dự kiến giảm nhẹ 1,9% svck, chủ yếu do nền 2025 ghi nhận khoảng 246 tỷ đồng thu nhập bất thường và không phát sinh lại. Loại trừ các khoản bất thường, LN gộp cốt lõi 2026 tăng khoảng 22% svck. Sang 2027, LN gộp tăng 4,7% svck nhờ sản lượng duy trì trên nền cao.
Biên LN gộp	16%	4,0 đ %	12,2%	9,9%	13,0%	13,7%	0,8 đ %	3,8 đ %	
Chi phí QLDN	85	113%	94	89	115	115	22,6%	29,3%	
EBIT	1.267	211%	831	651	1.109	1.167	33,4%	79,3%	
Chi phí tài chính	66	72%	63	38	85	60	33,3%	57,5%	
Thu nhập tài chính	170	70%	201	192	298	335	48,3%	74,3%	Chúng tôi nâng dự phóng thu nhập tài chính 2026/27 lần lượt tăng 48,3%/74,3% so với dự phóng cũ, nhờ quy mô tiền gửi và đầu tư tài chính ngắn hạn cao hơn kỳ vọng cùng mặt bằng lãi suất tiền gửi thuận lợi. Theo đó, thu nhập tài chính dự kiến tăng 74,9%/12,5% svck trong 2026/27.
LN ròng	1.130	1263%	776	645	1.059	1.155	36,5%	79,0%	LN ròng 2026 dự kiến giảm nhẹ 6,3% svck, chủ yếu do nền 2025 có các khoản thu nhập bất thường và thuế suất TNDN tăng lên 20% sau khi hết ưu đãi, dù sản lượng và thu nhập tài chính đều cải thiện. Sang 2027, LN ròng dự kiến tăng trở lại 9,0% svck, nhờ LN gộp phục hồi, LN tài chính ròng tiếp tục tăng.
EPS (VND/cp)	3.473	1106%	2.696	2.240	3.679	4.011	36,5%	79,0%	

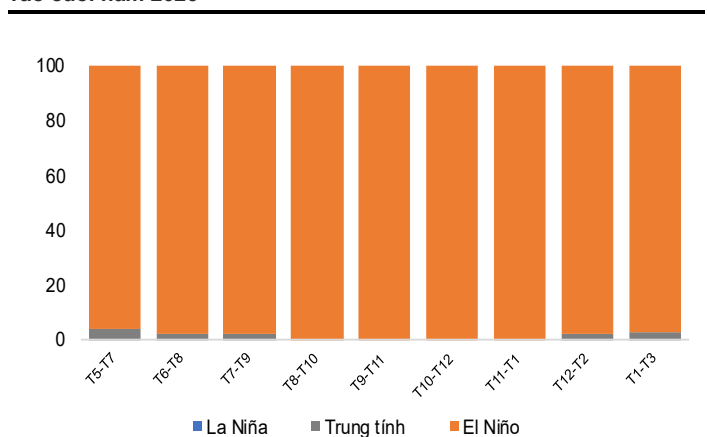
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Huy động thuận lợi nhờ El Niño và nguồn cung khí cải thiện

El Niño kéo dài dự địa huy động của NT2 đến nửa đầu năm 2027

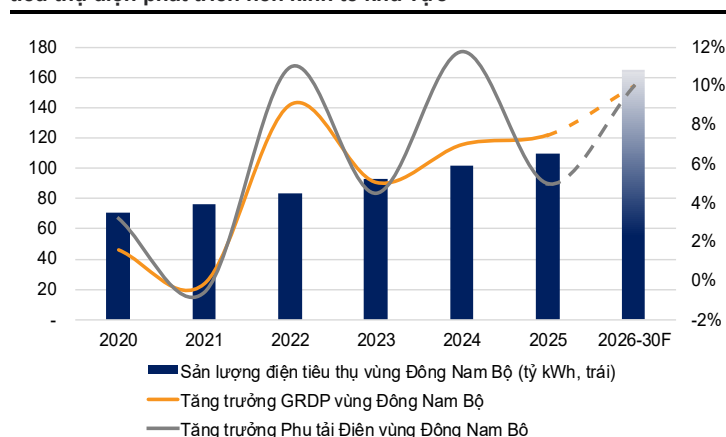
El Niño được dự báo sẽ tiếp tục mạnh lên và duy trì đến đầu năm 2027 (xác suất trên 97% theo IRI), tạo điều kiện bất lợi cho thủy điện và hỗ trợ vai trò của nhiệt điện trong hệ thống. NSMO dự báo sản lượng điện sản xuất và nhập khẩu 6 tháng cuối năm 2026 đạt khoảng 187,5 tỷ kWh, tăng 12,3% so cùng kỳ; cả năm 2026 dự kiến tăng 11,1%. Áp lực đáp ứng nhu cầu điện cao buộc hệ thống phải duy trì công suất khả dụng lớn, tạo dự địa huy động cho các nguồn nhiệt điện chạy nền linh hoạt như NT2. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng sản lượng NT2 tăng 30,6% svck lên 4,07 tỷ kWh trong 2026 và tiếp tục tăng nhẹ 0,8% lên 4,11 tỷ kWh trong 2027, duy trì trên nền cao.

Hình 3: ENSO đang ở pha El Niño và dự báo sẽ đạt cường độ mạnh vào cuối năm 2026



Nguồn: NOAA, IRI, VNDIRECT RESEARCH

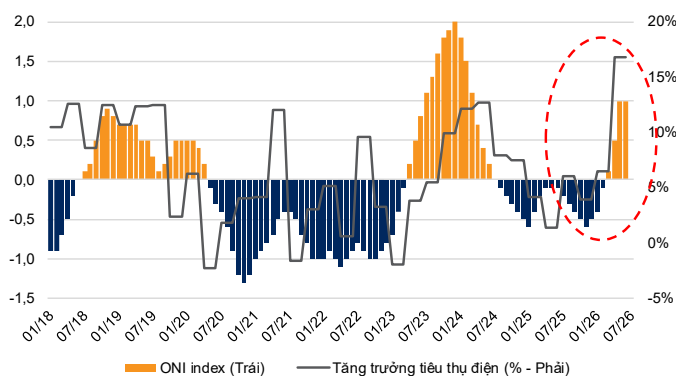
Hình 4: Tăng trưởng phụ tải điện ở mức cao nhằm đáp ứng nhu cầu tiêu thụ điện phát triển nền kinh tế khu vực



Nguồn: GSO, EVN, VNDIRECT RESEARCH

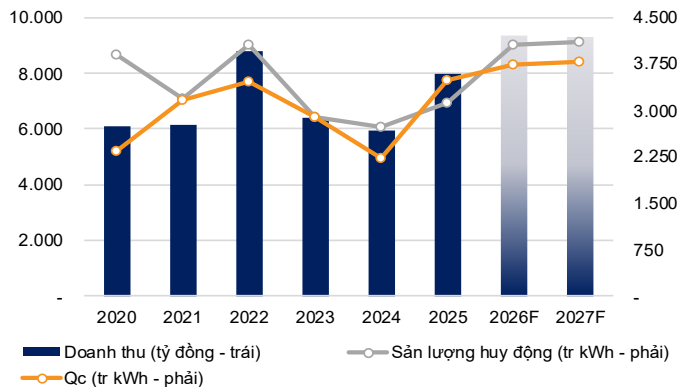
Qc của NT2 đã cải thiện qua các kỳ phân giao gần đây, phản ánh nhu cầu duy trì nguồn điện khí ổn định trong bối cảnh phụ tải tăng và hệ thống cần bù đắp biến động từ thủy điện và NLTT. Chúng tôi dự phóng Qc tăng 8,5% svck lên 3,79 tỷ kWh trong 2026 và tiếp tục tăng nhẹ 0,8% lên 3,82 tỷ kWh trong 2027, tương đương khoảng 93% tổng sản lượng trong cả hai năm. Riêng 2H26, Qc dự kiến đạt khoảng 1,92 tỷ kWh, tăng nhẹ 0,5% svck, trong khi sản lượng tăng 10,4%, cho thấy nền Qc vẫn được duy trì tích cực trong nửa cuối năm.

Hình 5: Tăng trưởng tiêu thụ điện toàn quốc tăng nhanh khi có dấu hiệu đảo pha từ nửa đầu 2026



Nguồn: NOAA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng huy động và Qc sẽ tiếp tục duy trì ở mức nền cao trong giai đoạn 2026-27 nhờ hưởng lợi từ El Niño



Nguồn: GSO, EVN, VNDIRECT RESEARCH

Nguồn khí nội địa bổ sung củng cố khả năng vận hành

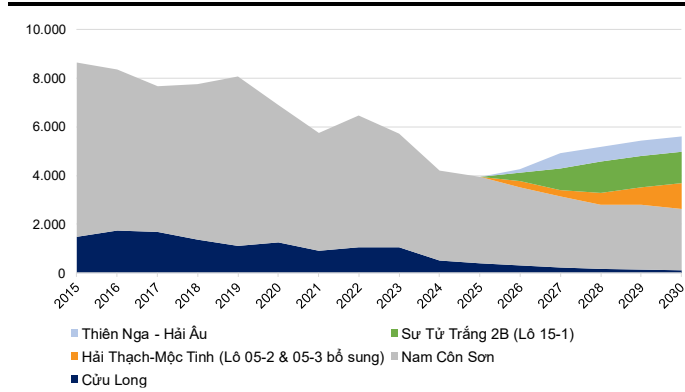
Nguồn cung khí tại Đông Nam Bộ cải thiện rõ rệt nhờ PV GAS bổ sung các nguồn mới, qua đó giảm rủi ro thiếu nhiên liệu cho các nhà máy điện khí trong khu vực. Theo mô hình của chúng tôi, NT2 dự kiến tiêu thụ khoảng 0,77/0,78 tỷ m³ khí trong 2026/27, tương đương khoảng 2,1 triệu m³/ngày và khoảng 11% khả năng cung ứng khí hiện hữu của Đông Nam Bộ.

Các nguồn bổ sung dự kiến cấp khí cho NT2 hiện đều ghi nhận tiến độ tích cực:

- **Mỏ Sư Tử Trắng 2B (thuộc bể Cửu Long):** đã đón dòng khí đầu tiên từ giếng ST-9P vào ngày 29/6/2026, sớm hơn so với kế hoạch (trong Q3/2026). Mỏ có khả năng bổ sung khoảng 1,2 tỷ m³ khí/năm từ giữa năm 2028.
- **Thiên Nga – Hải Âu (bể Nam Côn Sơn):** dự kiến bổ sung khoảng 7,43 tỷ m³ khí trong 2026–37, tương đương bình quân khoảng 0,62 tỷ m³/năm; dòng khí đầu tiên dự kiến từ Q4/2026.
- **Hải Thạch – Mộc Tinh (bể Nam Côn Sơn):** tổng lượng khí dự kiến khoảng 0,9–1,2 tỷ m³/năm trong 2026–29, trong đó riêng lượng khí tăng thêm năm 2026 khoảng 0,28 tỷ m³.

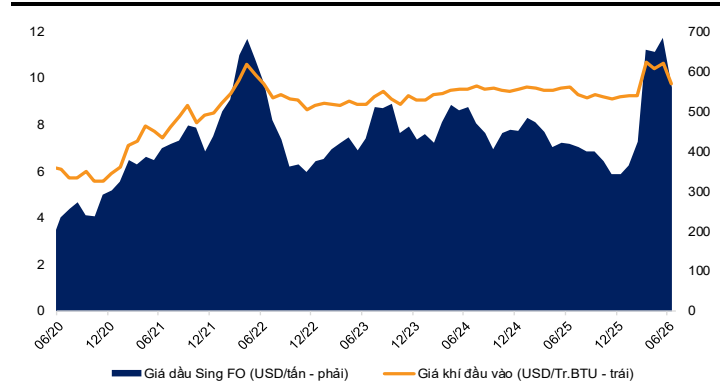
Trong 2026–27, phần bổ sung từ 2 mỏ thuộc bể Nam Côn Sơn ~0,9 tỷ m³/năm, tương đương khoảng 13% khả năng cung ứng khí hiện hữu của Đông Nam Bộ. Từ 2028, tổng nguồn bổ sung có thể tăng lên ~2,1 tỷ m³/năm, tương đương khoảng 30% nguồn cung hiện hữu. So với nhu cầu khí của NT2 khoảng 0,77–0,78 tỷ m³/năm, đây là quy mô đáng kể. Mặc dù lượng khí thực tế phân bổ cho NT2 còn phụ thuộc điều độ và nhu cầu của các nhà máy trong khu vực, chúng tôi cho rằng nguồn cung mới giảm đáng kể rủi ro thiếu nhiên liệu.

Hình 7: Nguồn khí bổ sung dự kiến sẽ ổn định khả năng huy động cho nhóm điện khí tại khu vực Đông Nam Bộ (triệu m3)



Nguồn: NT2, POW, PV GAS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Giá khí đã có dấu hiệu hạ nhiệt kể từ tháng 5 sau giai đoạn căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông



Nguồn: BLOOMBERG, NT2, VNDIRECT RESEARCH

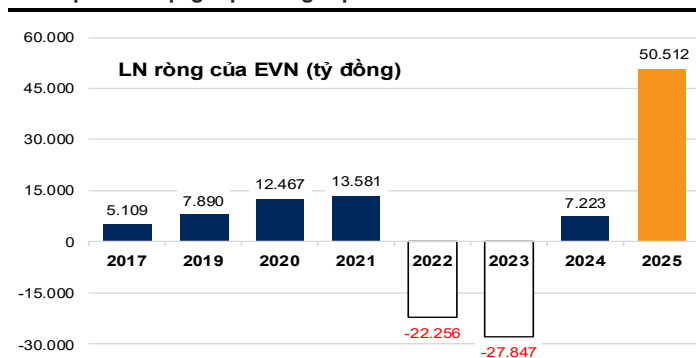
Về giá khí, chúng tôi nâng nhẹ giả định giá khí đầu vào bình quân của NT2 năm 2026 lên khoảng 9,65 USD/triệu BTU, từ mức 9,3–9,4 USD/triệu BTU trong báo cáo trước, phản ánh mặt bằng chi phí tăng do căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông. Từ 2027, chúng tôi kỳ vọng giá khí đầu vào bình quân hạ nhiệt, chủ yếu nhờ giá dầu thế giới giảm, qua đó kéo giảm giá của phần khí hiện hữu đang neo theo dầu tham chiếu. Bên cạnh đó, theo Bổ sung số 13 của hợp đồng mua bán khí với PV GAS, nguồn khí mới thuộc mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh áp dụng mức giá cơ sở 7,38 USD/triệu BTU, trượt giá cố định 2%/năm và tách khỏi biến động giá dầu. Trong giai đoạn 2026–29, tỷ trọng nguồn khí theo công thức mới dự kiến tăng từ khoảng 27% lên 60%. Chúng tôi cho rằng sự kết hợp giữa mặt bằng giá dầu hạ nhiệt và tỷ trọng nguồn khí mới gia tăng giúp giá khí bình quân của NT2 có xu hướng giảm, đồng thời giảm dần độ nhạy với biến động giá dầu thế giới.

Thu nhập tài chính củng cố nền lợi nhuận trong 2026-27

EVN cải thiện thanh toán hỗ trợ tích lũy dòng tiền

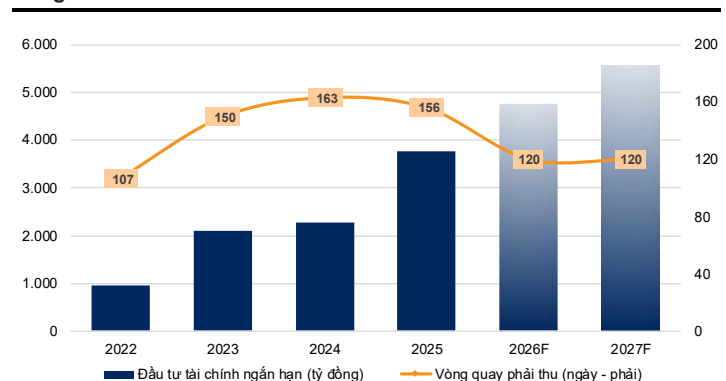
Năm 2025, EVN ghi nhận lợi nhuận hợp nhất gần 52.000 tỷ đồng và xóa lỗ lũy kế, qua đó cải thiện khả năng thanh toán cho các nhà máy điện. Đối với NT2, môi trường thanh toán thuận lợi hơn giúp giảm thời gian thu hồi công nợ và hỗ trợ tích lũy tiền mặt trong giai đoạn hậu khấu hao. Chúng tôi dự phóng đầu tư tài chính ngắn hạn tăng 26,6%/16,8% svck trong 2026/27, lên 4.757/5.557 tỷ đồng.

Hình 9: EVN ghi nhận lãi khủng trong 2025 đã xóa hết sạch lỗ lũy kế, cải thiện triển vọng thị trường điện



Nguồn: EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Thu hồi công nợ cải thiện hỗ trợ tích lũy tiền gửi cho NT2 trong 2026-27

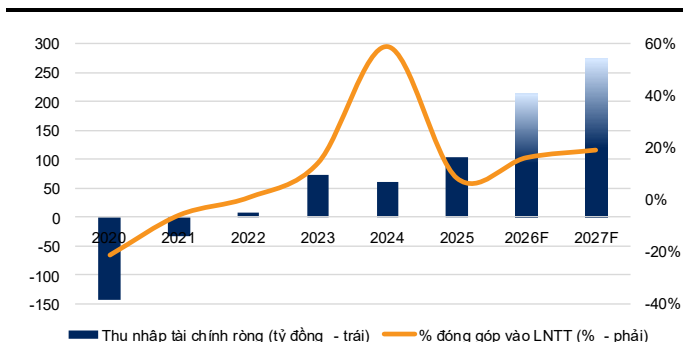


Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Mặt bằng lãi suất cao hơn gia tăng lợi ích từ lượng tiền gửi lớn

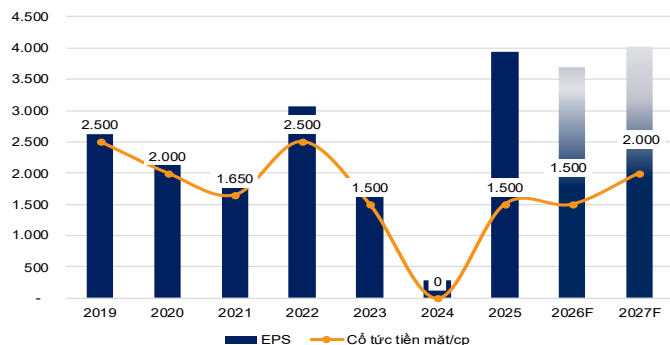
Trên nền lượng tiền gửi gia tăng, lãi suất tiền gửi bình quân dự kiến đạt 7,0%/6,5% trong 2026/27. Theo đó, chúng tôi dự phóng LN tài chính thuần tăng 105% svck trong 2026 và tiếp tục tăng 29% trong 2027, tương đương khoảng 16%/19% LNTT. Khoản đóng góp ngày càng lớn này trở thành một động lực tăng trưởng lợi nhuận đáng kể trong 2027, đồng thời bù đắp một phần biến động từ sản lượng Qc và giá điện thị trường khi điều kiện huy động thay đổi theo mùa vụ.

Hình 11: Thu nhập tài chính đóng góp đáng kể vào LN (tỷ đồng)



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Cổ tức tiền mặt duy trì ổn định theo KQKD của doanh nghiệp (đồng)



Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

NT2 nắm giữ lượng tiền mặt lớn, mở rộng dư địa chi trả cổ tức

NT2 duy trì nền tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn lớn, trong khi lợi nhuận ròng giai đoạn 2026–27 được kỳ vọng duy trì ở mức cao so với lịch sử. Chúng tôi dự phóng cổ tức tiền mặt đạt 1.500/2.000 đồng/cp trong 2026/27, tương ứng tỷ lệ chi trả khoảng 41%/50% LN ròng và lợi suất cổ tức khoảng 7,0%/9,3% theo thị giá hiện tại. Với hiệu quả kinh doanh cải thiện, dòng tiền tích lũy tốt và nhu cầu đầu tư mới hạn chế, NT2 có cơ sở duy trì chính sách cổ tức hấp dẫn trong ngắn-trung hạn. Mức cổ tức dự phóng hiện tại cũng tương đối thận trọng và có thể còn dư địa tăng nếu lợi nhuận và dòng tiền thực tế vượt kỳ vọng, tương tự mức trên 2.000 đồng/cổ phiếu từng đạt trong các giai đoạn trước.

Nền lợi nhuận duy trì cao, tăng trưởng trở lại trong 2027

Dù lợi nhuận 2H26 dự kiến hạ nhiệt trên nền cao cùng kỳ, chúng tôi kỳ vọng LN ròng cả năm 2026 vẫn đạt khoảng 1.059 tỷ đồng và duy trì ở mức cao so với lịch sử. Sang 2027, LN ròng dự kiến tăng trở lại 9,0% svck, được hỗ trợ bởi nền sản lượng và Qc cao và đóng góp ngày càng lớn từ thu nhập tài chính. Cụ thể:

- Chúng tôi dự phóng sản lượng điện tăng 30,6% svck trong 2026 lên 4,07 tỷ kWh và tiếp tục tăng 0,8% lên 4,11 tỷ kWh trong 2027. Qc dự kiến tăng 8,5%/0,8% svck lên 3,79/3,82 tỷ kWh, tương đương 93% tổng sản lượng trong cả hai năm. Riêng 2H26, sản lượng/Qc dự kiến tăng lần lượt 10,4%/0,5% svck, củng cố triển vọng huy động tích cực.
- Doanh thu dự kiến tăng 17,9% svck lên 9.385 tỷ đồng trong 2026, nhờ sản lượng tăng mạnh bù đắp mức giảm 7,0% của giá bán bình quân. Sang 2027, doanh thu gần như đi ngang khi sản lượng tăng nhẹ bù đắp ASP giảm khoảng 1,3%.

- LN gộp 2026 dự kiến giảm nhẹ 1,9% svck, chủ yếu do năm 2H25 ghi nhận ~246 tỷ đồng thu nhập bất thường, gồm 155 tỷ đồng bù chênh lệch tỷ giá từ EVN và 91 tỷ đồng phí dịch vụ môi trường, trong khi các khoản này không lặp lại. Nếu loại trừ hai khoản bất thường này, LN gộp cốt lõi 2026 tăng khoảng 22% svck. Sang 2027, LN gộp tiếp tục tăng 4,7% svck, phản ánh huy động tích cực và Qc duy trì ở nền cao.
- LN tài chính thuần dự kiến tăng 105% svck trong 2026 và tiếp tục tăng 29% trong 2027, nhờ quy mô tiền gửi lớn hơn và mặt bằng lãi suất cao hơn. Đồng thời, chi phí tài chính dự kiến giảm khoảng 29% svck trong 2027, hỗ trợ tăng trưởng LNTT.
- LN ròng 2026 dự kiến giảm nhẹ 6,3% svck chủ yếu do nền 2025 có các khoản thu nhập bất thường và thuế suất TNDN tăng lên 20% sau khi hết ưu đãi, dù sản lượng, Qc và thu nhập tài chính đều cải thiện. Sang 2027, LN ròng dự kiến tăng 9,0% svck, nhờ LN gộp tăng trở lại, LN tài chính ròng tiếp tục cải thiện.

Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu **26.900 đồng/cp**

Định giá

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 26.900 đồng/cổ phiếu sau khi cập nhật lại triển vọng ngắn hạn và điều chỉnh các giả định định giá. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu giảm khoảng 27% từ đỉnh tháng 3/2026, thị giá hiện tại đã phản ánh phần lớn sự hạ nhiệt của kết quả kinh doanh trong 2H26. Trong cả năm 2026, lợi nhuận ròng có thể đạt hơn 1.000 tỷ, tức cao hơn đáng kể so với mức bình quân 2021–25, vẫn cho thấy nền lợi nhuận của NT2 vẫn ở mức tích cực.

Sang năm 2027, lợi nhuận ròng dự kiến tăng trở lại 9,0% svck, nhờ sản lượng huy động tích cực và đóng góp ngày càng lớn từ thu nhập tài chính. Trong khi đó, NT2 hiện giao dịch ở P/B khoảng 1,1 lần, thấp hơn đáng kể mức bình quân 5 năm khoảng 1,5 lần, cùng cổ tức tiền mặt dự kiến 1.500/2.000 đồng/cp trong 2026/27. Với việc giá cổ phiếu đã chiết khấu sâu về vùng giá rẻ, kết hợp triển vọng LN tăng trở lại từ 2027 và chính sách cổ tức hấp dẫn, là cơ sở để chúng tôi nâng khuyến nghị NT2 lên **KHẢ QUAN**.

Hình 13: Giá mục tiêu

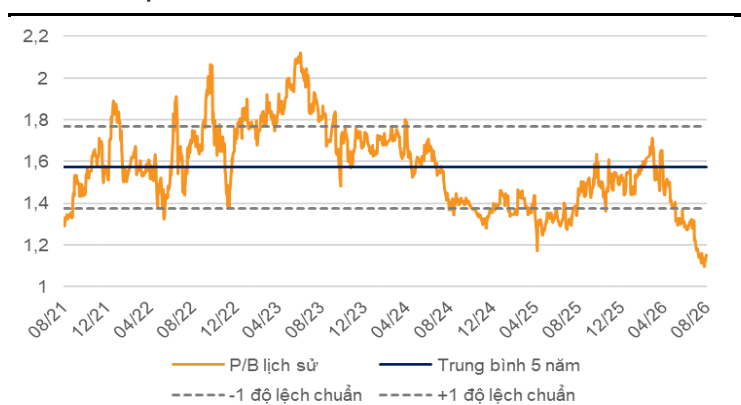
Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng	Đóng góp vào định giá
FCFF	25.234	50%	12.617
P/B (1,5x)	28.569	50%	14.285
Giá bình quân			26.902

Giá mục tiêu (làm tròn)

26.900

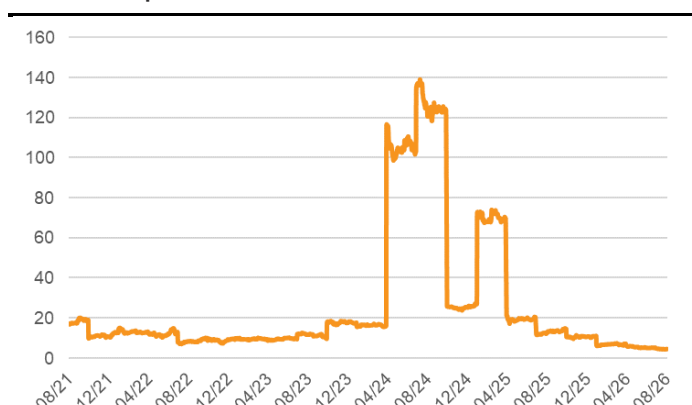
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 14: P/B lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: P/E lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Định giá chiết khấu dòng tiền giai đoạn 5 năm 2026-30F

FCFF (tỷ đồng)	2H26F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBITDA	558	1.321	420	312	307
(-) Khấu hao	(82)	(154)	(151)	(152)	(152)
EBIT	476	1.167	269	161	155
(+) Khấu hao	82	154	151	152	152
(-) Thuế	(95)	(233)	(54)	(32)	(31)
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	878	49	137	223	(45)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(3)	(4)	(3)	(3)	(3)
Dòng tiền tự do					
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.338	1.133	500	500	227
Giá trị dòng tiền năm cuối					1.842

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Giả định

Tính toán WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4,2%
Beta	0,9
Phần bù thị trường	9,3%
Chi phí vốn chủ	12,6%
Chi phí nợ vay	6,8%
Nợ vay/Tổng vốn	15,0%
Thuế suất khả dụng	20,0%
WACC	11,7%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0,0%

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Định giá

Đơn vị (tỷ đồng)	
Giá trị hiện tại lũy kế của FCF	4.551
Giá trị hiện tại của Giá trị dài hạn	1.842
Giá trị doanh nghiệp	6.393
(-) Tổng nợ	(1.661)
(+) Tiền và khoản tương đương tiền	4.727
Giá trị VCSH	8.071
Số cổ phiếu lưu hành	288
Định giá cổ phiếu (VND/cp)	28.024

Nguồn: NT2, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

- Động lực tăng giá gồm sản lượng/Qc cao hơn dự kiến, nguồn khí bổ sung thuận lợi hơn, thu nhập tài chính cao hơn kỳ vọng và mức cổ tức tiền mặt lớn hơn dự phóng.
- Rủi ro giảm giá là sản lượng huy động và Qc thấp hơn dự kiến, rủi ro thiếu hụt nguồn nguyên liệu đầu vào và thay đổi bất lợi trong các cấu phần giá điện theo PPA.

Hình 19: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 17/08/2026)

Tên công ty	Vốn hoá (Tỷ VND)	EV (Tỷ VND)	EV/EBITDA 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
Trung bình	15,149	23,611	7.3	1,884	11.4	0.7	13,753	1.2
Điện lực Nhơn Trạch 2	7,758	9,498	6.0	3,473	7.8	1.0	16,427	1.6

Nguồn: Fiinpro, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục 1: Tổng quan doanh nghiệp

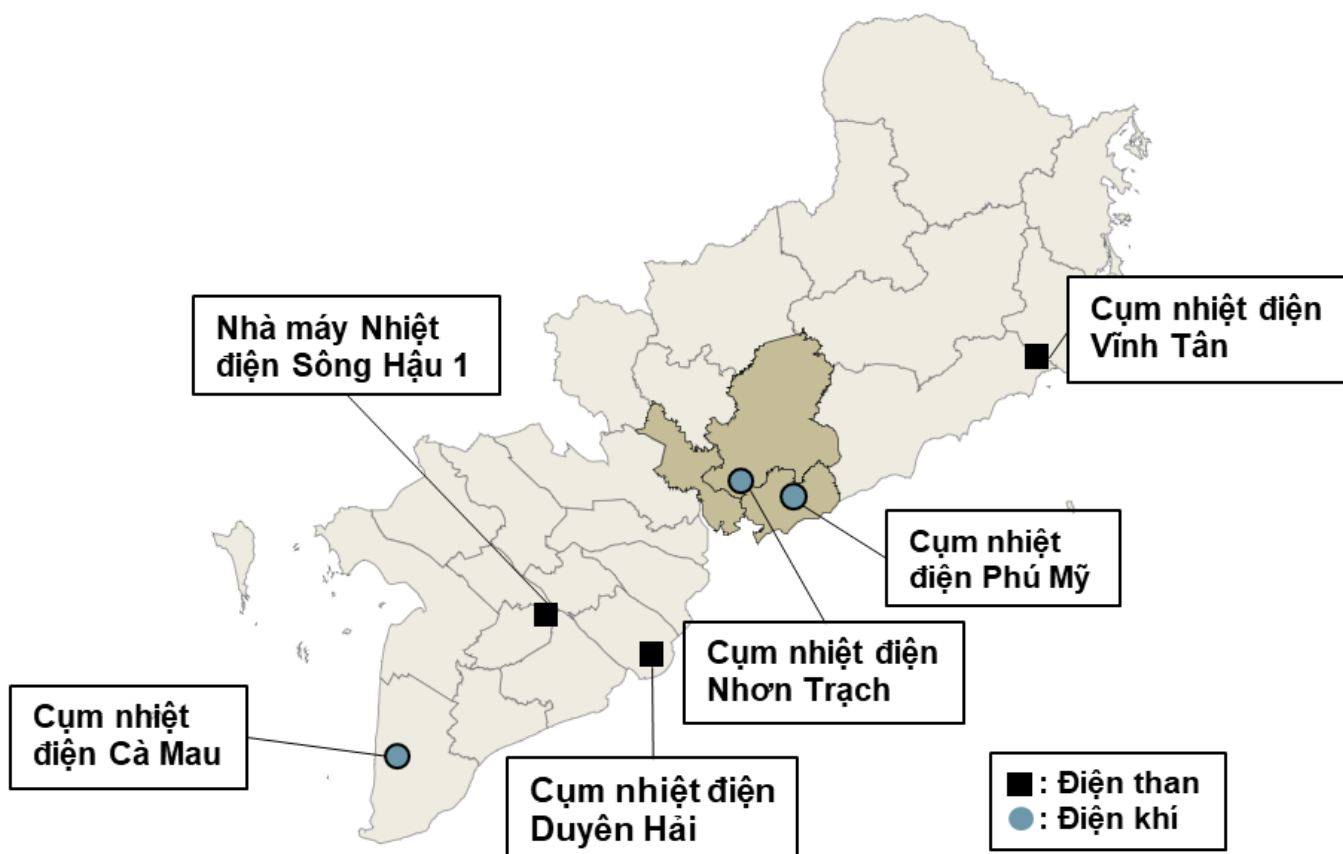
Nhà máy điện chủ chốt ở khu vực kinh tế trọng điểm Đông Nam Bộ

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 20: 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 HKKD

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	6.150	8.788	6.386	5.944	7.958	9.385	9.342
Giá vốn hàng bán	(5.474)	(7.706)	(5.876)	(5.892)	(6.710)	(8.160)	(8.060)
Lợi nhuận gộp	676	1.082	510	52	1.248	1.225	1.282
Chi phí quản lý DN	(83)	(131)	(69)	(81)	(85)	(115)	(115)
EBITDA thuần	1.283	1.639	1.129	657	1.719	1.268	1.321
Chi phí khấu hao	(690)	(689)	(687)	(687)	(556)	(159)	(154)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	593	950	441	(30)	1.163	1.109	1.167
Thu nhập tài chính	18	24	107	100	170	298	335
Chi phí tài chính	(52)	(18)	(34)	(39)	(66)	(85)	(60)
Thu nhập ròng khác	7	(14)	(0)	72	1	1	1
Thu nhập từ các công ty LDLK							
Lợi nhuận trước thuế	566	943	514	104	1.268	1.324	1.443
Chi phí thuế	(32)	(60)	(41)	(21)	(138)	(265)	(289)
Lợi nhuận ròng	534	883	473	83	1.130	1.059	1.155

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Tiền & Tương đương tiền	1	384	1	57	22	151	99
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	949	2.100	2.273	3.757	4.757	5.557
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.230	2.911	2.326	2.989	3.895	3.085	3.071
Hàng tồn kho	311	307	260	333	354	414	411
Tài sản ngắn hạn khác	38	5	83	122	5	6	6
Tổng tài sản ngắn hạn	2.581	4.557	4.770	5.774	8.033	8.413	9.144
Tài sản cố định	3.497	2.809	2.125	1.442	897	741	590
Tổng tài sản đầu tư	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	546	79	1.556	1.482	343	1.373	885
Tổng tài sản	6.624	7.445	8.451	8.698	9.273	10.620	10.712
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	2.310	1.882
Phải trả ngắn hạn khác	1.147	1.431	1.235	1.260	1.417	1.734	1.708
Tổng nợ ngắn hạn	2.390	2.831	4.115	4.509	4.414	5.102	4.436
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	1.755	2.382	3.105
Vốn chủ sở hữu	4.234	4.614	4.336	4.189	4.859	5.483	6.243
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	0	0	0
Tổng nợ và VCSH	6.624	7.445	8.451	8.698	9.273	10.620	10.712

BÁO CÁO LCTT							
(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Lợi nhuận trước thuế	566	943	514	104	1.268	1.324	1.443
Khấu hao	690	689	687	687	556	159	154
Thuế đã nộp	(39)	(46)	(47)	(20)	(85)	(265)	(289)
Các khoản điều chỉnh khác	(12)	21	(115)	(96)	(190)	(391)	(334)
Thay đổi vốn lưu động	(131)	(223)	(182)	(147)	(547)	1.148	49
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	1.074	1.383	857	528	1.003	1.974	1.023
Đầu tư TSCĐ	(3)	(1)	(3)	(4)	(9)	(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)	(1.000)	(800)
Thay đổi tài sản dài hạn khác	11	4	65	110	121	298	335
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	8	(946)	(1.090)	(67)	(1.372)	(704)	(469)
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)	(432)	(432)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	(1.143)	(54)	(150)	(405)	334	(1.141)	(607)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	62	1	384	1	57	22	151
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(61)	383	(383)	56	(35)	128	(52)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1	384	1	57	22	151	99

.....

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ số định giá	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
EPS (VND)	1.854	3.069	1.643	288	3.926	3.679	4.011
P/E	14,2	9,4	14,9	72,8	6,2	6,6	6,1
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	8,8	7,5	7,5
P/B	1,79	1,80	1,63	1,44	1,44	1,28	1,12
Tỷ suất cổ tức	20,0%	16,5%	25,0%	7,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	107,8%	53,7%	152,0%	243,0%	38,2%	40,8%	37,4%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng doanh thu	1,1%	42,9%	-27,3%	-6,9%	33,9%	17,9%	-0,5%
Tăng trưởng LN gộp	-24,5%	60,0%	-52,8%	-89,9%	2322,3%	-1,9%	4,7%
Tăng trưởng LN ròng	-14,6%	65,5%	-46,4%	-82,5%	1263,5%	-6,3%	9,0%
Tăng trưởng EPS	-14,6%	65,5%	-46,4%	-82,5%	1263,5%	-6,3%	9,0%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	11,0%	12,3%	8,0%	0,9%	15,7%	13,0%	13,7%
Biên EBITDA	20,9%	18,7%	17,7%	11,1%	21,6%	13,5%	14,1%
Biên LN hoạt động	9,6%	10,8%	6,9%	-0,5%	14,6%	11,8%	12,5%
Biên LN ròng	8,7%	10,1%	7,4%	1,4%	14,2%	11,3%	12,4%
ROAA	8,2%	12,6%	6,0%	1,0%	12,6%	10,6%	10,8%
ROAE	12,6%	19,1%	10,9%	2,0%	23,3%	19,3%	18,5%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	29,1	61,8	13,0	-0,8	18,0	13,1	19,5
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	56,1	97,4	30,3	17,1	23,3	14,5	20,7
Nợ vay/ Vốn	0,05	0,12	0,22	0,19	0,27	0,16	0,12
Nợ vay/ VCSH	0,05	0,14	0,28	0,24	0,36	0,19	0,14
Nợ vay ròng/ VCSH	0,05	0,14	0,28	0,24	0,36	0,19	0,14

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	190,6	1725,9	654,9	1265,0	3619,5	3311,4	4707,9
Vòng quay khoản phải thu	3,3	3,4	2,4	2,2	2,3	3,0	3,0
Số ngày phải thu	110,4	106,8	149,7	163,2	157,9	120,0	120,0
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	1,6	2,1
Hệ số thanh toán nhanh	0,9	1,5	1,1	1,2	1,7	1,6	2,0

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

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên phân tích

Email: 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

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