



# CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (TV2)

**MUA +35,1%**

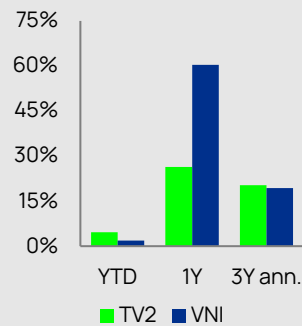
Ngành	Điện
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>22/04/2026</b>
Giá hiện tại	37.000 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>49.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	43.900 VND
TL tăng	32,4%
Lợi suất cổ tức	2,7%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>35,1%</b>
GT vốn hóa	2,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	179,0 tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	18,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51%
SL cổ phiếu lưu hành	67,5 tr
Pha loãng	67,5 tr

	TV2	VNI
P/E (trượt)	42,0x	16,6x
P/B (ht)	2,0x	2,2x
ROA	3,7%	2,1%
ROE	7,3%	14,2%

### Tổng quan Công ty

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

### Diễn biến giá cổ phiếu



**Phạm Phú Lộc**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thủy Dương**  
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	1.335	4.832	8.295	3.724
% YoY	-0,1%	262,1%	71,7%	-55,1%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	95	213	401	294
% YoY	24,7%	124,6%	88,8%	-26,7%
EPS	24,7%	184,3%	88,8%	-26,7%
Biên LN gộp	14,9%	11,0%	11,1%	12,6%
Biên LN ròng	7,1%	4,4%	4,8%	7,9%
ROE	7,3%	15,8%	25,3%	15,8%
Nợ vay ròng/VCSH	-80,7%	-44,8%	-50,0%	-43,2%
Lợi suất cổ tức	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
DPS (đồng)	1.000	1.000	1.000	1.000
P/E	42,0x	14,8x	7,8x	10,7x
P/B	2,0x	1,8x	1,4x	1,3x
EV/EBITDA	15,1x	7,3x	3,4x	5,2x

## Lợi nhuận tăng tốc khi danh mục dự án EPC dồn bước vào giai đoạn triển khai

- Chúng tôi nâng mức giá mục tiêu cho TV2 thêm 11,6% lên 49.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn do (1) tác động tích cực từ việc chuyển cơ sở định giá P/E từ giữa năm 2026 sang cuối năm 2026 và (2) điều chỉnh tăng 12% dự báo tổng LNST (với các mức điều chỉnh tương ứng là 0%/+27%/+9%/+5% cho các năm 2026/2027/2028/2029) khi chúng tôi bổ sung doanh thu tiềm năng từ các nhà máy điện sinh khối Yên Bái 1 và Tuyên Quang bắt đầu từ năm 2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2026 đạt 213 tỷ đồng (gấp 2,2 lần YoY), nhờ (1) doanh thu mảng Thiết kế - Thu mua - Xây dựng (EPC) gấp 7,1 lần YoY và (2) lợi nhuận từ các công ty liên kết tăng 48% YoY. Những yếu tố này bù đắp cho (3) chi phí tài chính cao tăng 59% YoY, (4) không còn khoản thu nhập bất thường, và (5) chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp (SG&A) tăng tương ứng với doanh thu EPC trong năm 2026.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS sẽ đạt đỉnh tại mức 401 tỷ đồng (+89% YoY) vào năm 2027, chủ yếu nhờ doanh thu EPC tăng 85% YoY khi nhiều hợp đồng lớn bước vào giai đoạn thi công chính, bao gồm nhà máy điện Ô Môn IV, sinh khối Yên Bái 1 và Tuyên Quang, cùng các dự án điện gió.
- Dự báo tốc độ tăng trưởng kép doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2030 lần lượt đạt 11% và 20%. Đà tăng trưởng được thúc đẩy bởi (1) giá trị hợp đồng EPC dồn bước ước tính 12.000 tỷ đồng, bao gồm các hợp đồng cho nhà máy điện Ô Môn IV, 3 dự án điện sinh khối và 2 dự án điện gió; (2) lợi nhuận mảng tư vấn điện cao hơn nhờ hoạt động dự án gia tăng và các hợp đồng tư vấn tiềm năng từ các dự án điện hạt nhân (**trang 9**); và (3) sự tăng trưởng ổn định từ dịch vụ vận hành & bảo trì với kỳ vọng TV2 sẽ ký thêm các hợp đồng vận hành với quy mô 300 MW mỗi năm trong giai đoạn 2026-2030.
- Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của TV2 có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 14,8 lần, thấp hơn 45% so với mức P/E trung bình 5 năm của cổ phiếu này.
- Yếu tố hỗ trợ:** Tập đoàn Toyo Ink Group Berhad (Malaysia), chủ đầu tư Sông Hậu 2, thành công trong việc gia hạn hợp đồng xây dựng-vận hành-chuyển giao (BOT) với Bộ Công Thương (**trang 11**); các hợp đồng EPC tiềm năng tại dự án Ô Môn II và Ô Môn III (**trang 11**).

**Triển vọng lợi nhuận tiếp tục được cải thiện sau khi công ty ký kết được các hợp đồng EPC mới cho hai nhà máy điện sinh khối công suất 50 MW là Yên Bái 1 và Tuyên Quang.** Vào ngày 03/12/2025, nhà phát triển năng lượng tái tạo Nhật Bản Erex đã công bố ký kết hợp đồng EPC cho các nhà máy điện sinh khối của họ với TV2. Chi phí xây dựng mỗi nhà máy ước tính khoảng 2,1 nghìn tỷ đồng (khoảng 42,8 tỷ đồng/MW). Hai nhà máy dự kiến bắt đầu vận hành vào cuối năm 2027, được hưởng giá FIT cao ở mức 8,47 cent/kWh đối với các nhà máy điện sinh khối. Chúng tôi dự báo hai dự án này sẽ đóng góp tổng cộng 3,6 nghìn tỷ đồng doanh thu. Hiện tại, chúng tôi dự báo TV2 sẽ ghi nhận 1,1 nghìn tỷ đồng doanh thu vào năm 2026 và 2,5 nghìn tỷ đồng còn lại vào năm 2027.

**TV2 đã ký được lượng hợp đồng EPC tổng quy mô lớn trị giá 12 nghìn tỷ đồng, bao gồm sáu dự án nhà máy điện, mang lại triển vọng lợi nhuận vững chắc trong giai đoạn 2026–2028.** Danh mục hợp đồng tổng bao gồm Nhà máy nhiệt điện Ô Môn IV (4,4 nghìn tỷ đồng), ba dự án điện sinh khối (tổng giá trị 4,3 nghìn tỷ đồng) và hai dự án điện gió (3,0 nghìn tỷ đồng). Chúng tôi kỳ vọng lượng hợp đồng tổng lớn này sẽ hỗ trợ doanh thu EPC tăng trưởng mạnh mẽ, từ mức 530 tỷ đồng năm 2025 lên mức đỉnh 7,0 nghìn tỷ đồng vào năm 2027.

## Triển vọng năm 2026: Lợi nhuận sẽ tăng mạnh 125% nhờ lượng hợp đồng EPC tồn đọng lớn

Hình 1: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	2025	2026F	YoY	Dự báo mới s/v trước đây	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY % (b) Dự báo mới so với trước đây
<b>Doanh thu</b>	<b>1.335</b>	<b>4.832</b>	<b>262%</b>	<b>19%</b>	(a) Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu mảng cốt lõi sẽ tăng gấp 3,7 lần YoY và mảng sản xuất cơ khí tăng gấp 3,2 lần YoY nhờ doanh thu EPC bút phá. (b) Chủ yếu do doanh thu EPC tăng 26%.
Tư vấn, EPC, O&M	1.265	4.649	268%	19%	(a) Do dự báo của chúng tôi về (1) 1,1 nghìn tỷ đồng doanh thu EPC bổ sung đạt từ các hợp đồng mới ký với nhà máy điện sinh khối Yên Bái 1 và Tuyên Quang, (2) 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu từ nhà máy nhiệt điện Ô Môn IV, (3) 700 tỷ đồng doanh thu ước tính từ dự án điện sinh khối Trà Vinh, (4) 400 tỷ đồng doanh thu ước tính từ dự án Tân Thuận giai đoạn 3 và điện gió An Đông 1, và (5) doanh thu O&M tăng 17% YoY lên 505 tỷ đồng khi chúng tôi ước tính TV2 sẽ ký thêm các hợp đồng với tổng công suất 300 MW và ghi nhận đóng góp cả năm của dự án điện gió Monsoon (600 MW). (b) Do dự phòng bổ sung 1,1 nghìn tỷ đồng doanh thu EPC từ các nhà máy điện sinh khối Yên Bái 1 và Tuyên Quang.
Sản xuất cơ khí	49	158	221%	6%	(a & b) Do doanh thu EPC tăng.
Bán điện	21	25	21%	5%	
Khác	0	0	0%	N.M.	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>-1.136</b>	<b>-4.301</b>	<b>279%</b>	<b>20%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>199</b>	<b>531</b>	<b>167%</b>	<b>8%</b>	
Tư vấn, EPC, O&M	187	509	173%	8%	(b) Tốc độ tăng trưởng thấp hơn so với doanh thu do chúng tôi hạ dự báo biên LN gộp mảng EPC từ 10% xuống 9% trong bối cảnh giá vật liệu xây dựng tăng cao và ước tính biên LN gộp năm 2025 đạt 9%.
Sản xuất cơ khí	6	14	123%	6%	
Bán điện	6	7	30%	5%	
Khác	0	0	0%	-65%	
Chi phí bán hàng và marketing	-3	-129	3985%	14%	(a) Chúng tôi dự báo TV2 sẽ trích lập 143 tỷ đồng dự phòng bảo hành, tương đương 3,8% doanh thu EPC dự báo trong năm 2026. Ngoài ra, chúng tôi dự báo công ty sẽ hoàn nhập 15 tỷ đồng dự phòng bảo hành đã quá hạn. (b) Do chi phí dự phòng bảo hành tăng theo doanh thu EPC. (a & b) Tương ứng với doanh thu cao hơn dự kiến trong năm 2026.
Chi phí quản lý	-144	-185	28%	11%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>52</b>	<b>217</b>	<b>321%</b>	<b>1%</b>	
Thu nhập tài chính	17	20	14%	10%	
Chi phí tài chính	-6	-10	59%	27%	(a & b) Do nhu cầu vốn lưu động tăng đáng kể với 3,8 nghìn tỷ đồng (+7,1 lần YoY, +26% so với dự báo trước đó của chúng tôi) doanh thu từ các hợp đồng EPC.
<i>Trong đó: chi phí lãi vay</i>	-5	-10	101%	27%	(a) Phản ánh tổng nợ vay tăng 4,5 lần YoY.
Lợi nhuận/lỗ từ công ty LDLK	27	40	48%	-5%	(a) Chủ yếu nhờ phần lợi nhuận từ dự án Điện gió Tân Thuận 1&2 cao hơn, do chúng tôi kỳ vọng không còn lỗ tỷ giá. (b) Do chúng tôi hạ dự báo sản lượng thủy điện Thác Bà 2 vì hiện tượng El Nino có thể diễn ra từ cuối năm 2026 - 2027.
<b>LNTT</b>	<b>111</b>	<b>267</b>	<b>140%</b>	<b>0%</b>	
Chi phí thuế doanh nghiệp	-16	-53	241%	0%	
<b>LNST</b>	<b>96</b>	<b>214</b>	<b>123%</b>	<b>0%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>95</b>	<b>213</b>	<b>125%</b>	<b>0%</b>	(a) Chủ yếu nhờ (1) lợi nhuận từ HĐKD cao gấp 4,2 lần YoY và (2) lợi nhuận từ các công ty liên kết tăng 48% YoY, bù đắp cho (3) chi phí tài chính tăng 59% YoY và (4) không còn khoản thu nhập bất thường (so với mức 21 tỷ đồng năm 2025). (b) Chủ yếu nhờ (1) doanh thu EPC tăng 26% giúp bù đắp cho (2) mức giảm 1% biên LN gộp EPC, (3) chi phí quản lý doanh nghiệp (SG&A) cao hơn và (4) lợi nhuận từ các công ty liên kết giảm 5%.
Biên lợi nhuận gộp %	14,9%	11,0%	-3,9	-1,1	(a & b) Chúng tôi cho rằng biên LN gộp giảm là do tỷ trọng mảng EPC (vốn thường có biên LN thấp hơn các mảng khác) tăng cao trong cơ cấu doanh thu.

Nguồn: TV2, Vietcap

## Định giá

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

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E để định giá mảng tư vấn điện, EPC và O&M của TV2 cũng như mảng sản xuất cơ khí với P/E mục tiêu là **13,8 lần (thấp hơn mức 17,2 lần trước đó)**. **Sự điều chỉnh này chủ yếu do chúng tôi tăng tỷ trọng đóng góp của các công ty cùng ngành trong nước từ 70% lên 80%**.

Hệ số P/E mục tiêu của chúng tôi là mức bình quân gia quyền giữa P/E trung vị 5 năm của các công ty cùng ngành trong nước (7,5 lần, tỷ trọng 80%) và các công ty trong khu vực (39 lần, tỷ trọng 20%) (Hình 10). Chúng tôi cho rằng tỷ trọng P/E cao hơn của các công ty cùng ngành trong nước là phù hợp do TV2 hoạt động chủ yếu tại Việt Nam. Trong khi đó, chúng tôi chọn đưa P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực vào việc tính toán P/E mục tiêu của chúng tôi dựa trên những điểm tương đồng trong phạm vi kinh doanh giữa TV2 và các công ty này, trong khi tất cả các công ty cùng ngành trong nước đều chuyên cung cấp dịch vụ tư vấn năng lượng. Chúng tôi cũng cho rằng P/E mục tiêu ở mức 13,8 lần là hợp lý dựa trên dự báo Tốc độ tăng trưởng kép EPS đạt 132% trong giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi, tương ứng PEG < 1.

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

**Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho TV2 thêm 11,6% lên 49.000 đồng/cổ phiếu** và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn chủ yếu nhờ (1) tác động tích cực từ việc chuyển đổi cơ sở định giá P/E từ LNST sau lợi ích CĐTS trung bình giai đoạn 2025-2026 sang năm dự báo LNST năm 2026, và (2) điều chỉnh tăng 12% dự báo tổng LNST (với các mức điều chỉnh tương ứng lần lượt là 0%/+27%/+9%/+5% cho dự báo trong năm 2026/27/28/29) khi chúng tôi bổ sung doanh thu tiềm năng từ các nhà máy điện sinh khối Yên Bái 1 và Tuyên Quang bắt đầu từ năm 2026. Những yếu tố này đã bù đắp cho mức P/E mục tiêu thấp hơn và việc giảm tỷ lệ sở hữu tại dự án điện gió An Đông từ 25% xuống 12,5% dựa trên các thông tin cập nhật mới nhất.

## Định giá tổng của từng phần

Hình 2: Định giá bao gồm hợp đồng EPC

Công ty / Mảng kinh doanh	Phương pháp	Giá trị VCSH (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Giá trị đóng góp (tỷ đồng)
<b>1. EPC, O&amp;M, &amp; sản xuất cơ khí</b>	<b>P/E</b>	<b>2.380</b>	<b>100%</b>	<b>2.380</b>
LNST sau lợi ích CĐTS dự báo năm 2026 của mảng		172		
P/E mục tiêu		13,8		
<b>2. Điện mặt trời Vĩnh Tân - 5 MWp</b>	<b>CKDT</b>	<b>160</b>	<b>100%</b>	<b>160</b>
<b>3. Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 - 50 MWp</b>	<b>CKDT</b>	<b>735</b>	<b>25%</b>	<b>184</b>
<b>4. Gió Tân Thuận 1&amp;2 - 75 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>2.199</b>	<b>25%</b>	<b>550</b>
<b>5. Gió Tân Thuận 3 - 25 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>182</b>	<b>25%</b>	<b>46</b>
<b>6. Gió An Đông 1 - 50 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>319</b>	<b>12,5%</b>	<b>40</b>
<b>7. Thủy điện Thác Bà 2 - 19 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>669</b>	<b>45%</b>	<b>301</b>
<b>8. Sinh khối Hậu Giang - 20 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>1.138</b>	<b>10%</b>	<b>114</b>
<b>9. Sinh khối Trà Vinh - 25 MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>408</b>	<b>10%</b>	<b>41</b>
<b>10. Sinh khối Núi Tô I - 30MW</b>	<b>CKDT</b>	<b>493</b>	<b>10%</b>	<b>49</b>
<b>11. Thủy điện Buôn Đôn (mã BSA)</b>	<b>GTSS</b>			<b>17</b>
<b>12. Tập đoàn Điện lực Quốc tế (mã EIC)</b>	<b>GTSS</b>			<b>2</b>
<b>Tổng giá trị VCSH</b>				<b>3.883</b>
Cộng: Tiền mặt công ty mẹ & các khoản đầu tư ngắn hạn tính đến cuối năm 2025				1.062
Trừ: Nợ vay công ty mẹ tính đến cuối 2025*				-1.055
<b>Giá trị VCSH ròng</b>				<b>3.890</b>
Số lượng cổ phiếu				67,5
<b>Giá trị hợp lý/cổ phiếu (đồng)</b>				<b>57.600</b>
Chiết khấu do tính minh bạch hạn chế				15%
<b>Giá mục tiêu/cổ phiếu (đồng)</b>				<b>49.000</b>
Giá cổ phiếu				37.000
Tỷ lệ tăng				32,4%
Lợi suất cổ tức %				2,7%
<b>Tổng mức sinh lời %</b>				<b>35,1%</b>

Nguồn: Dự báo của Vietcap, (\*) Bao gồm 981 tỷ đồng doanh thu chưa thực hiện từ các hợp đồng EPC.

Hình 2: WACC cho danh mục năng lượng tái tạo

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

Nguồn: Dự báo của Vietcap

## Các công ty cùng ngành

### Các công ty cùng ngành trong nước

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

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

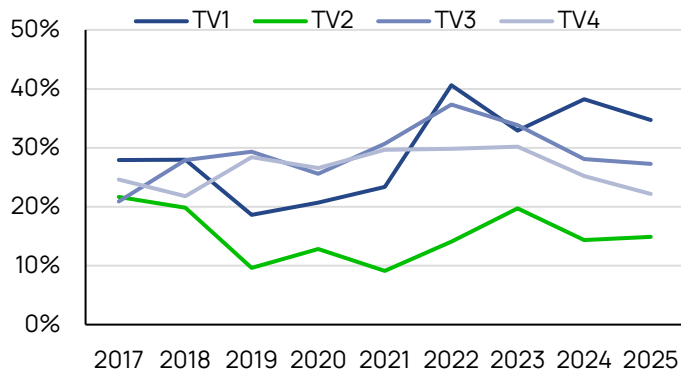
Trong 4 công ty, TV2 có biên lợi nhuận gộp thấp hơn do TV1, TV3 & TV4 chỉ cung cấp dịch vụ tư vấn thường có biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 28%) trong khi biên lợi nhuận gộp của hợp đồng EPC thường vào khoảng 10%-15%. Tuy nhiên, TV2 có khả năng sinh lời cao nhất nhờ tỷ lệ ROE giai đoạn 2016-2021 vượt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

**Hình 3: Các công ty cùng ngành trong nước**

Tên/Mã	GTVH (tr USD)	Doanh thu thuần trượt 12T (tr USD)	YoY %	LNST trượt 12T (tr USD)	YoY %	Nợ vay ròng/VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
TV1	33	27	26	5,8	72	9,9	28,2	1,8	6,8	1,7
TV3	6	12	70	0,7	44	-13,9	10,6	2,9	9,8	1,0
TV4	11	11	35	1,4	20	-43,4	13,7	6,6	8,1	1,1
<b>Trung vị</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>1,4</b>	<b>44</b>	<b>-13,9</b>	<b>13,7</b>	<b>2,9</b>	<b>8,1</b>	<b>1,1</b>
<b>TV2</b>	<b>93</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>3,6</b>	<b>25</b>	<b>-80,7</b>	<b>7,3</b>	<b>2,7</b>	<b>42,0</b>	<b>2,0</b>

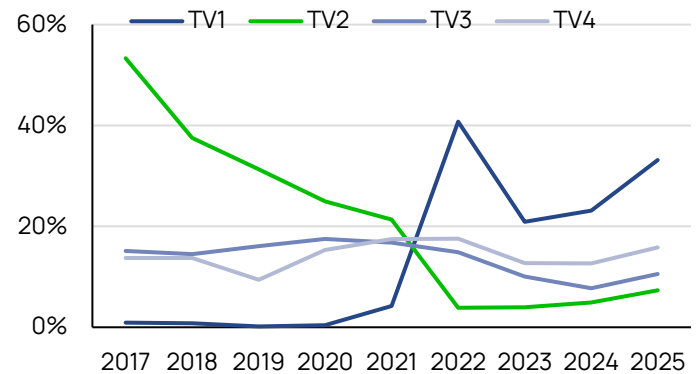
Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 17/04/2026)

**Hình 5: So sánh biên lợi nhuận gộp của các công ty cùng ngành trong nước**



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

**Hình 6: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong nước**



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

### Các công ty cùng ngành trong khu vực

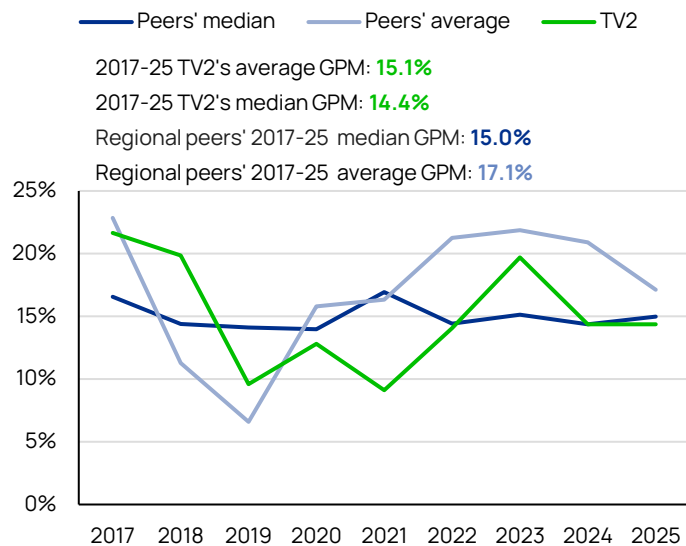
Chúng tôi chọn các công ty cùng ngành tại châu Á thực hiện dịch vụ tư vấn và/hoặc ký hợp đồng EPC trong lĩnh vực điện như TV2. TV2 vượt trội so với các công ty cùng ngành về năng lực tài chính với tỷ lệ đòn bẩy ròng là -80,7%, so với mức trung vị của các công ty cùng ngành là 5,9% và lợi suất cổ tức của TV2 là 2.7%, cao gấp khoảng 3,4 lần so với mức trung vị của các công ty cùng ngành. Biên lợi nhuận gộp của công ty nhìn chung phù hợp với các công ty cùng ngành trong khu vực trong giai đoạn 2016-2023 trong khi ROE trung bình là 27% trong giai đoạn 2016-2023, cao hơn đáng kể so với ROE của các công ty cùng ngành.

Hình 4: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (triệu USD)	YoY %	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY %	Nợ vay ròng/VCSH %	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt 12T	P/B quý gần nhất
Power Mech Projects Ltd	Ấn Độ	809	618	24	39	32	5,9	16,3	0,1	23,0	3,5
Salasar Techno Engineering	Ấn Độ	1,1	171	20	2	-64	33,7	3,1	N/A	68,7	1,7
SEPC Ltd	Ấn Độ	160	71	7	3	9	20,5	1,8	N/A	51	0,8
HSS Engineers Bhd	Malaysia	54	52	10	3	-46	17,5	4,6	3,5	15,6	0,7
Samaiden Group Bhd	Malaysia	161	97	59	6	51	-57,0	15,7	1,1	20,8	2,9
Demco PCL	Thái Lan	52	65	-28	0	N/A	30,0	0,4	N/A	187,9	0,5
Sky Tower PCL	Thái Lan	27	6	-45	-3	-29	-27,4	-12,3	N/A	N/A	0,1
SAAM Development PCL	Thái Lan	45	2	3	0	N/A	-7,4	-2,1	1,0	N/A	3,2
SCI Electric PCL	Thái Lan	23	36	-8	1	N/A	-41,5	3,2	N/A	40,0	1,0
Acmeptent Energy Services C	Đài Loan	60	47	-35	0	-75	-68,4	1,3	0,6	138,4	1,8
Fujian Yongfu Power Engineer	Trung Quốc	769	258	-18	6	-31	106,3	3,1	0,2	130,2	4,0
<b>Trung vị</b>		<b>54</b>	<b>65</b>	<b>3</b>	<b>2,3</b>	<b>-30</b>	<b>5,9</b>	<b>3,1</b>	<b>0,8</b>	<b>50,7</b>	<b>1,7</b>
<b>TV2</b>	<b>Vietnam</b>	<b>93</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>3,6</b>	<b>25</b>	<b>-80,7</b>	<b>7,3</b>	<b>2,7</b>	<b>42,0</b>	<b>2,0</b>

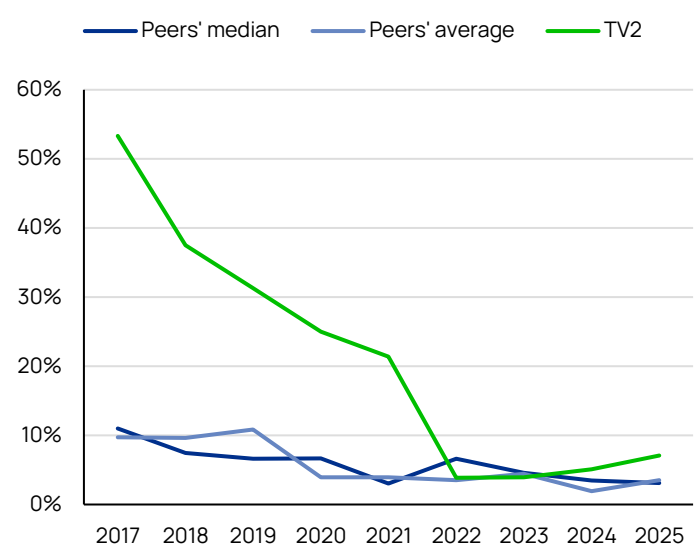
Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap. Lưu ý: N/A: chưa có số liệu; (dữ liệu công ty cùng ngành tính đến ngày 17/04/2026)

Hình 5: So sánh biên lợi nhuận gộp các công ty cùng ngành trong khu vực



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

Hình 6: So sánh ROE của các công ty cùng ngành trong khu vực



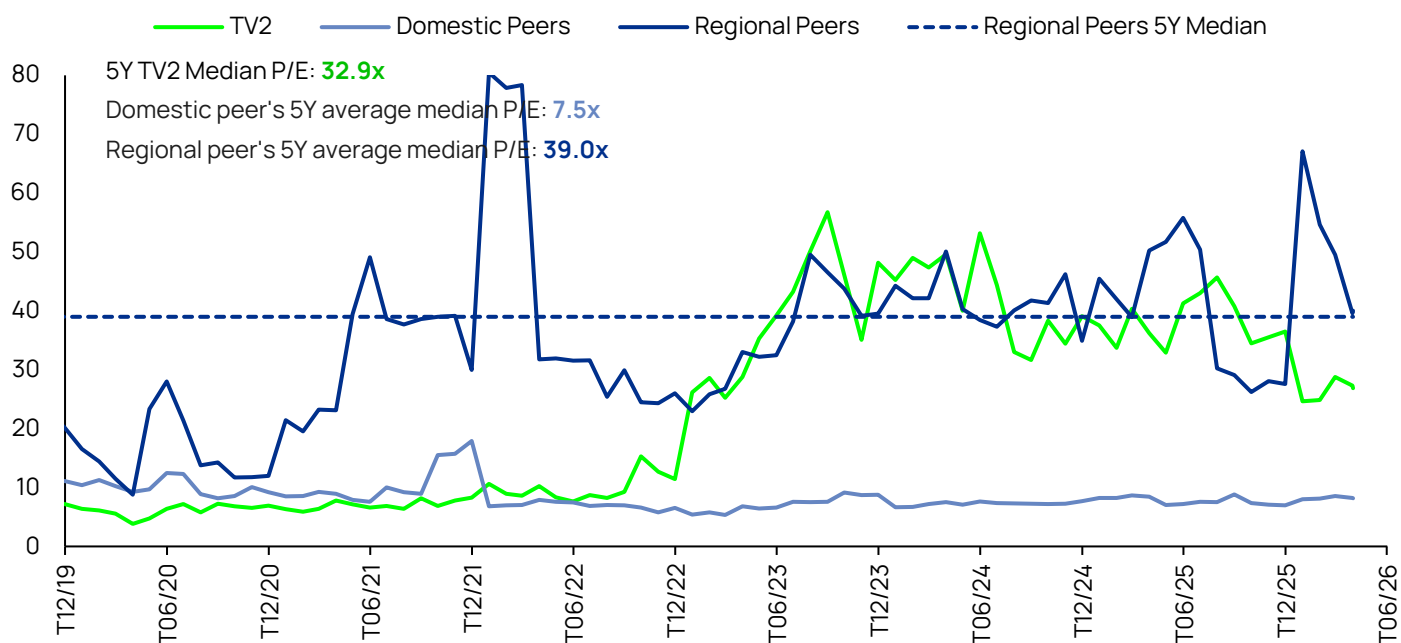
Nguồn: Dữ liệu của công ty, ước tính của Vietcap

## Hệ số P/E

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

Do TV2 không có các công ty cùng ngành trong cơ cấu mảng kinh doanh, chúng tôi sử dụng phương pháp bình quân P/E của các công ty cùng ngành trong nước và khu vực để xác định P/E mục tiêu cho công ty.

**Hình 10: Diễn biến P/E của các công ty cùng ngành**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 17/04/2026)

## Phụ lục

### Phụ lục 1: Tiềm năng từ các dự án điện hạt nhân- Các hợp đồng đã ký hiện tại có giá trị nhỏ nhưng có thể tăng quy mô đáng kể trong tương lai

Dự án điện hạt nhân Ninh Thuận (bao gồm hai nhà máy: Ninh Thuận 1 và Ninh Thuận 2) được đề xuất là dự án điện hạt nhân đầu tiên của Việt Nam, dự kiến xây dựng tại tỉnh Khánh Hòa (trước đây là Ninh Thuận). Vào tháng 02/2025, Thủ tướng Chính phủ đã giao EVN làm chủ đầu tư dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và PVN làm chủ đầu tư dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 2.

Hình 11: Dự báo công suất điện hạt nhân

Dự án	Công suất (MW)	Vốn đầu tư (USD)	Thời điểm vận hành (QHĐ VIII điều chỉnh)	Ngày vận hành thương mại (COD) dự kiến
NMD hạt nhân Ninh Thuận 1	2.000 – 3.200	Khoảng 11 tỷ	2030–2035	2033-2035
NMD hạt nhân Ninh Thuận 2	2.000 – 3.200	Khoảng 11 tỷ	2030–2035	2033-2035

Nguồn: Quyết định 1509, Vietcap

Vào ngày 26/09/2025, TV2 và Tập đoàn Rosatom (Nga) đã ký kết Biên bản ghi nhớ (MoU) về việc cập nhật báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) và hồ sơ địa điểm cho dự án Ninh Thuận 1. Thỏa thuận này cũng bao gồm các nội dung về đấu nối lưới điện, hậu cần và đào tạo nhân lực. Chúng tôi lưu ý rằng Rosatom được kỳ vọng sẽ đảm nhận vai trò chủ đạo là tổng thầu EPC cho dự án này.

Vào ngày 01/01/2026, PVN đã chỉ định hai gói thầu tư vấn then chốt cho dự án Ninh Thuận 2. Cụ thể, liên danh giữa TV1 và Viện Năng lượng (IE) được chỉ định thực hiện gói thầu điều chỉnh báo cáo nghiên cứu tiền khả thi (pre-FS) trị giá 9,6 tỷ đồng, trong khi TV2 được giao gói thầu thẩm định độc lập pre-FS trị giá 5,4 tỷ đồng. Điều này cho thấy quá trình chuẩn bị dự án đang được đẩy nhanh một cách hiệu quả.

Vào ngày 23/03/2026, Việt Nam và Nga đã chính thức ký kết hiệp định liên chính phủ về dự án Ninh Thuận 1 với Rosatom - tập đoàn điện hạt nhân quốc gia của Nga. Hiệp định này thiết lập khung pháp lý đầy đủ cho việc triển khai dự án, bao gồm kế hoạch xây dựng hai lò phản ứng VVER-1200 (tổng công suất khoảng 2,4 GW) và hợp tác song phương dài hạn trong lĩnh vực năng lượng hạt nhân.

Hình 12: Lộ trình triển khai các dự án điện hạt nhân

Giai đoạn chuẩn bị	Bên chịu trách nhiệm	Thời gian dự kiến
Giải phóng mặt bằng	Chính quyền địa phương	2025 - 2026
Đánh giá tác động môi trường (DTM)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2025 - 2026
Báo cáo nghiên cứu Tiền khả thi (Pre-FS)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2025 - 2026
Báo cáo nghiên cứu Khả thi (FS)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2026 - 2027
Hồ sơ địa điểm (SD)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2026 - 2027
Thiết kế kỹ thuật (TD)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2026 - 2027
Thiết kế kỹ thuật tổng thể (FEED)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2026 - 2027
Báo cáo phân tích an toàn (SAR)	Chủ đầu tư & Đơn vị tư vấn	2026 - 2027
<b>Quyết định đầu tư cuối cùng (FID)</b>	<b>Chủ đầu tư</b>	<b>2028</b>
Cấp phép xây dựng	Bộ Xây dựng	2028
Giai đoạn xây dựng	Bên chịu trách nhiệm	Thời gian dự kiến
Thi công xây dựng	Nhà thầu	2028–2033

Nguồn: Ước tính của Vietcap

**Tiến độ dự án:** Theo kế hoạch triển khai Quy hoạch điện VIII giai đoạn 2030-2035, Thủ tướng Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành nhà máy điện hạt nhân đầu tiên vào năm 2031. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, đây là một mục tiêu mang tính thách thức. Chúng tôi ước tính **Giai đoạn**

**Chuẩn bị** (giải phóng mặt bằng, nghiên cứu, cấp phép, thiết kế) sẽ kéo dài từ 2025–2028, với giả định các chính sách hỗ trợ được thực thi kịp thời. Đối với **Giai đoạn Xây dựng**, dữ liệu của IAEA từ các dự án gần đây cho thấy việc xây dựng một lò phản ứng hạt nhân thường kéo dài khoảng 6–8 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngày vận hành thương mại thực tế sẽ rơi vào năm 2034.

Tính đến nay, TV2 đã đảm bảo được khoảng 15 tỷ đồng từ các hợp đồng tư vấn liên quan đến dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và 2, chủ yếu tập trung vào lập báo cáo pre-FS và các kế hoạch chuẩn bị.

Trong tương lai, nhờ tận dụng mối quan hệ hợp tác với Rosatom, TV2 có thể giành thêm các gói thầu tư vấn trong các giai đoạn tiếp theo của dự án và có khả năng tham gia vào các hoạt động vận hành và bảo trì (O&M) dài hạn.

**Hình 13: Các hợp đồng của TV2 tại dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1&2**

Dự án	Nhà thầu	Giá trị hợp đồng	Tỷ lệ sở hữu ước tính của TV2	Giá trị ước tính của TV2	Ngày ký	Ghi chú
Điều chỉnh pre-FS NT 1	IE - TV1 - TV2	8,3	40%	3,3	27/02/2025	
Thẩm định pre-FS điều chỉnh NT 2	TV2	5,4	100%	5,4	30/01/2026	
Phương án đấu nối NT 1&2	IE - TV2	4,3	50%	2,2	11/02/2026	
Cập nhật hồ sơ địa điểm NT 1 – GD 1	TV2	4,3	100%	4,3	Chưa chốt	TV2 là đơn vị duy nhất đấu thầu
<b>Tổng cộng</b>		<b>22,3</b>		<b>15,1</b>		

Dự án tiềm năng			
Lập FS NT1	Rosatom – TV2		Chưa mở thầu Đã ký MOU
Hồ sơ địa điểm NT1	Rosatom – TV2		Chưa mở thầu Đã ký MOU

Nguồn: Vietcap tổng hợp

## Phụ lục 2: Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3 – 25 MW, sở hữu 25%

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

Theo báo cáo Đánh giá tác động môi trường (DTM) đã trình UBND tỉnh Cà Mau, tổng vốn đầu tư của dự án khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng.

**Hình 14: Giả định lợi nhuận cho Điện gió Tân Thuận giai đoạn 3**

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

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

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

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

### **Phụ lục 3: Cả Ô Môn II và Ô Môn III đang tiến triển thuận lợi**

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

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

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

### **Phụ lục 4: Dự án Sông Hậu 2 hiện đang bị chấm dứt**

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

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

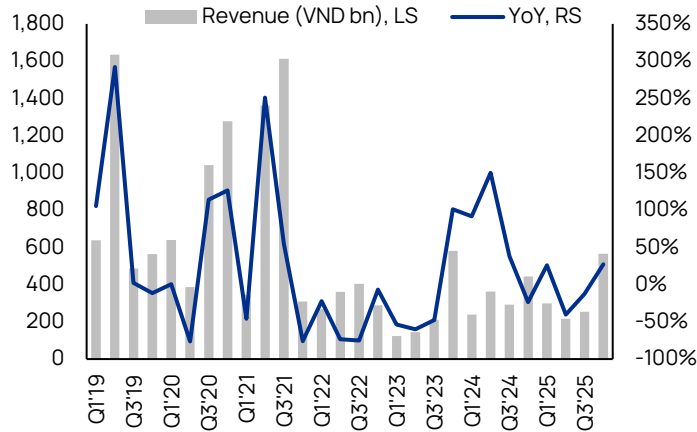
**Vào ngày 09/04/2025**, Toyo Ink đã nhận được một văn bản mới từ Bộ Công Thương và hiện đang xúc tiến các thủ tục cần thiết để khởi động lại dự án Sông Hậu 2. TV2 xác nhận vẫn duy trì toàn bộ khối lượng công việc EPC như đã cam kết trước đó. Tuy nhiên, công ty cũng lưu ý rằng việc tái khởi động dự án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

**Tại ĐHCĐ của Toyo diễn ra vào ngày 11/09/2025**, công ty cho biết đã gửi thông báo tranh chấp tới Bộ Công Thương (MolT) và đang tiến hành thương thảo trên tinh thần thiện chí.

**Vào ngày 20/03/2026**, Toyo Ink Group Berhad thông báo rằng công ty con của mình là Công ty TNHH Điện lực Sông Hậu 2 đã nộp đơn khởi kiện trọng tài đối với Bộ Công Thương Việt Nam liên quan đến dự án nhiệt điện Sông Hậu 2.

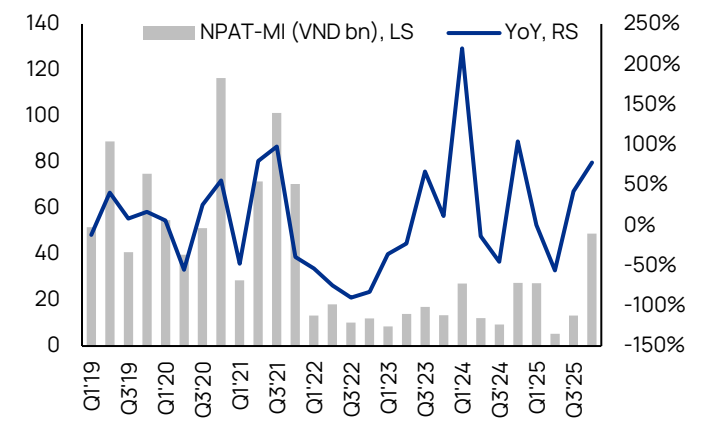
## KQKD hàng quý của TV2

Hình 15: Doanh thu hàng quý



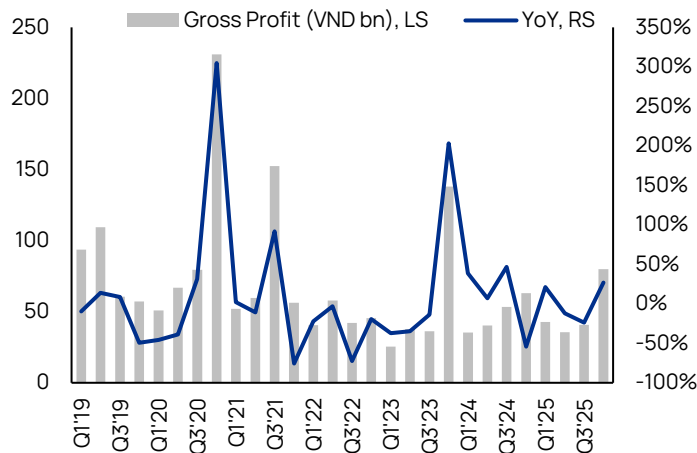
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 16: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý



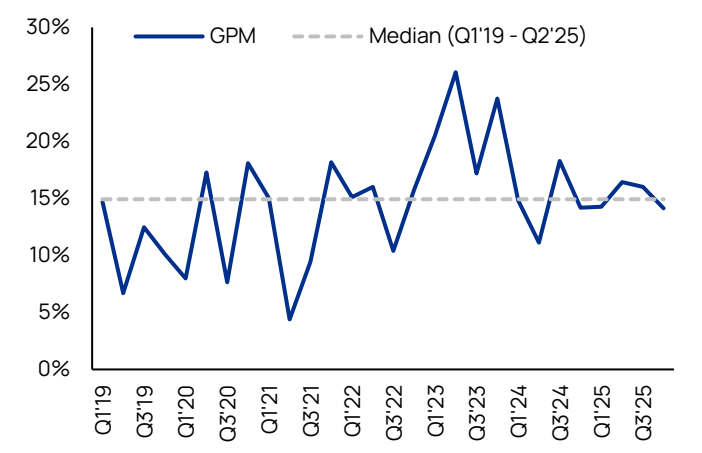
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 7: LN gộp theo quý



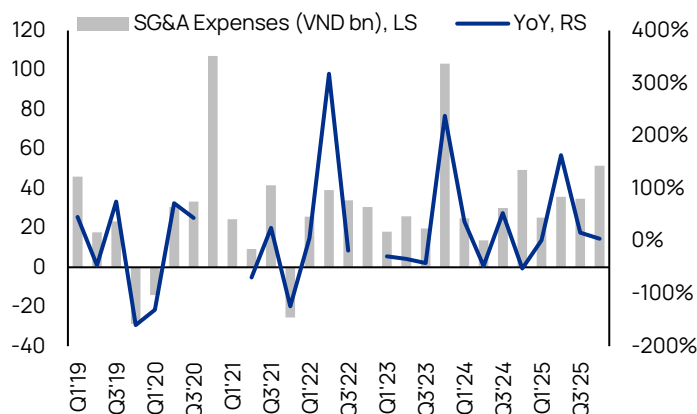
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 8: Biên LN gộp theo quý (%)



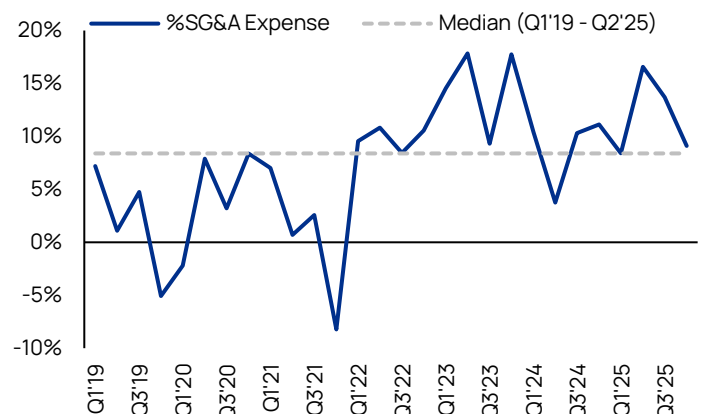
Nguồn: TV2, Vietcap

Hình 19: Chi phí SG&A hàng quý



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

Hình 20: Tỷ lệ chi phí SG&A/doanh thu hàng quý



Nguồn: TV2, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.335</b>	<b>4.832</b>	<b>8.295</b>	<b>3.724</b>
Giá vốn hàng bán	-1.136	-4.301	-7.377	-3.256
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>199</b>	<b>531</b>	<b>918</b>	<b>469</b>
Chi phí bán hàng	-3	-129	-255	18
Chi phí quản lí DN	-144	-185	-221	-213
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>52</b>	<b>217</b>	<b>442</b>	<b>273</b>
Doanh thu tài chính	17	20	26	47
Chi phí tài chính	-6	-10	-22	-19
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	-5	-10	-22	-19
Lợi nhuận từ công ty LDLK	27	40	56	67
Lợi nhuận/(chi phí) khác	21	0	0	0
LNTT	<b>111</b>	<b>267</b>	<b>503</b>	<b>369</b>
Thuế TNDN	-16	-53	-101	-74
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>96</b>	<b>214</b>	<b>402</b>	<b>295</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-1	-1	-1	-1
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>95</b>	<b>213</b>	<b>401</b>	<b>294</b>
EBITDA	97	254	481	314
EPS báo cáo, VND	880	2.502	4.723	3.463
EPS điều chỉnh (1), VND	880	2.502	4.723	3.463
EPS pha loãng, VND	1.000	1.000	1.000	1.000
DPS báo cáo, VND	114%	40%	21%	29%

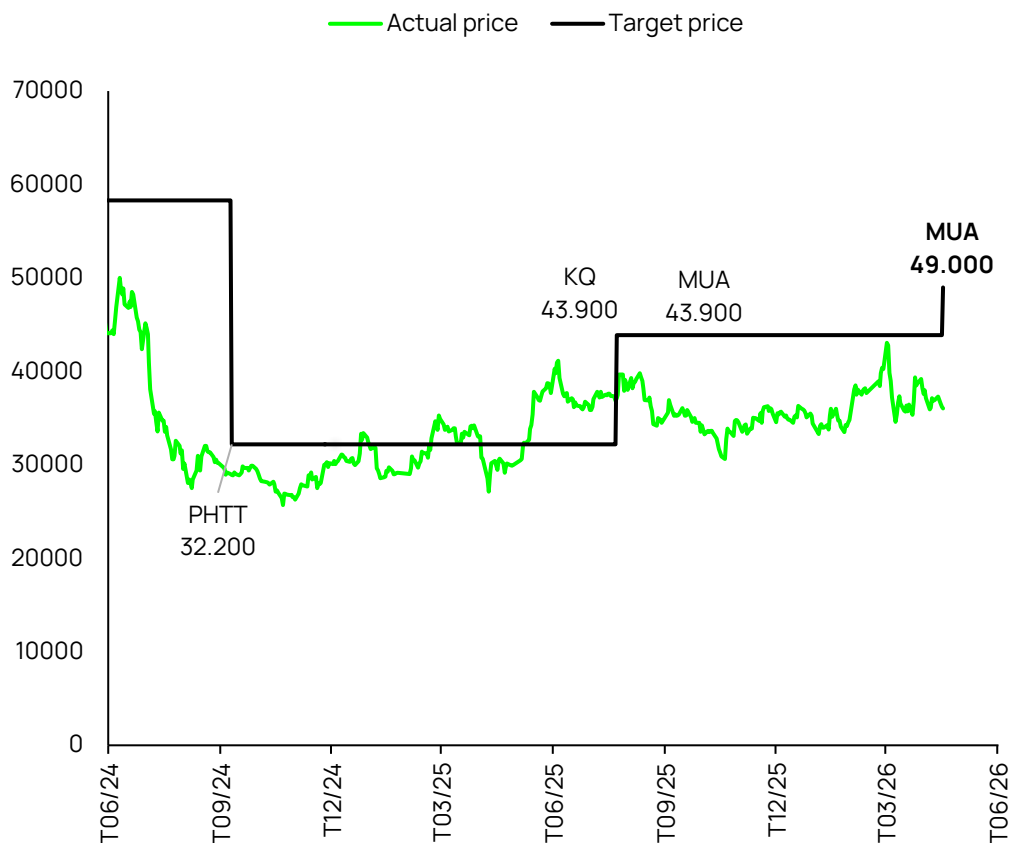
TỶ LỆ	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-0,1%	262,1%	71,7%	-55,1%
Tăng trưởng LN HĐKD	-30,3%	320,5%	103,7%	-38,2%
Tăng trưởng LNTT	21,9%	139,9%	88,4%	-26,6%
Tăng trưởng EPS	24,7%	184,3%	88,8%	-26,7%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	14,9%	11,0%	11,1%	12,6%
Biên LN từ HĐ %	3,9%	4,5%	5,3%	7,3%
Biên EBITDA	7,3%	5,3%	5,8%	8,4%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	7,1%	4,4%	4,8%	7,9%
ROE, báo cáo	7,3%	15,8%	25,3%	15,8%
ROA	3,7%	5,8%	7,4%	5,6%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	34	21	29	59
Số ngày phải thu	243	110	114	231
Số ngày phải trả	100	59	67	110
TG luân chuyển tiền	177	72	76	180
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,2	1,2	1,5
CS thanh toán nhanh	1,3	1,0	1,0	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,3	0,3	0,5
Nợ/Tài sản	2,7%	8,3%	9,3%	5,6%
Nợ/Vốn sử dụng	6,0%	20,4%	25,5%	10,1%
Nợ/Vốn CSH	-80,7%	-44,8%	-50,0%	-43,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	10,1x	21,2x	20,0x	14,5x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	928	819	1.294	894
Đầu tư TC ngắn hạn	183	183	183	183
Các khoản phải thu	935	1.986	3.182	1.530
Hàng tồn kho	57	429	736	325
TS ngắn hạn khác	8	8	8	8
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>2.110</b>	<b>3.424</b>	<b>5.402</b>	<b>2.940</b>
TS dài hạn (gộp)	767	810	874	910
- Khấu hao lũy kế	-370	-407	-446	-487
TS dài hạn (ròng)	397	402	428	423
Đầu tư TC dài hạn	449	524	593	590
TS dài hạn khác	24	24	24	24
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>869</b>	<b>950</b>	<b>1.045</b>	<b>1.037</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>2.980</b>	<b>4.375</b>	<b>6.447</b>	<b>3.977</b>
Phải trả ngắn hạn	205	1.178	1.516	446
Nợ ngắn hạn	81	365	599	222
Nợ ngắn hạn khác	1.332	1.325	2.491	1.242
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.618</b>	<b>2.868</b>	<b>4.606</b>	<b>1.910</b>
Nợ dài hạn	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	86	86	86	86
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.704</b>	<b>2.954</b>	<b>4.692</b>	<b>1.996</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	675	675	675	675
Thặng dư vốn CP	5	5	5	5
Lợi nhuận giữ lại	593	738	1.071	1.298
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	3	3	3	3
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>1.276</b>	<b>1.421</b>	<b>1.755</b>	<b>1.981</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>2.980</b>	<b>4.375</b>	<b>6.447</b>	<b>3.977</b>
CP lưu hành cuối năm, tr (pha loãng)	68	68	68	68

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>200</b>	<b>928</b>	<b>819</b>	<b>1.294</b>
Lợi nhuận sau thuế	95	213	401	294
Khấu hao	46	37	39	41
Thay đổi vốn lưu động	820	-456	1	-256
Điều chỉnh khác	-27	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>933</b>	<b>-207</b>	<b>441</b>	<b>79</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-14	-43	-64	-36
Đầu tư, ròng	-67	-75	-69	3
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-81</b>	<b>-118</b>	<b>-133</b>	<b>-33</b>
Cổ tức đã trả	-68	-68	-68	-68
Tăng (giảm) vốn	2	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-60	283	235	-377
Tăng (giảm) nợ dài hạn	0	0	0	0
Tiền từ các hoạt động TC khác	0	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-125</b>	<b>216</b>	<b>167</b>	<b>-445</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>727</b>	<b>-109</b>	<b>475</b>	<b>-400</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>928</b>	<b>819</b>	<b>1.294</b>	<b>894</b>

Nguồn: TV2, Dự báo của Vietcap

Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá mục tiêu (đồng/CP)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (Lưu ý: Diễn biến giá mục tiêu đã được điều chỉnh theo cổ tức tiền mặt và cổ tức cổ phiếu)

## 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.

## 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

**Vĩ mô**  
**Hoàng Thúy Lương**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 368**  
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

**Hoàng Nam**  
**Giám đốc, ext 124**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

**Dầu khí, Điện và Nước**  
**Đinh Thị Thủy 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

## 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.