Báo cáo cổ phiếu: NT2

Lãi 2026 gấp 2,8 lần kế hoạch nhờ sản lượng và máy móc hết khấu hao; 2027 phụ thuộc Qc và nguồn khí — P/B 1,3x, tiền ròng ~12 nghìn đ/cp

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HOSE: NT2) · nhiệt điện khí chu trình hỗn hợp 750 MW · BCTC đến Q3/2026, dự báo Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 23,6 nghìn đ (13/11/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	LNST Q4/2026F	LNST 2026F	P/B	TIỀN RÒNG/CP
23,6 nghìn đ · 13/11/2026	29,7 nghìn đ · **+26%**	301 tỷ đ · cùng kỳ lỗi 334	1.207 tỷ đ · 2027F 1.134 tỷ đ	1,32x P/E lõi 5,5x	12,4 nghìn đ · 30/09/2026

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

TÍCH LŨY TỪNG PHẦN

GIÁ HIỆN TẠI	GIÁ TRỊ HỢP LÝ	VÙNG TÍCH LŨY	VÙNG CHỐT LỜI	LNST 2027F
23,6 nghìn đ	29,7 nghìn đ (+26%)	< 28,5 nghìn đ	> 28,5 nghìn đ	1.134 tỷ đ

Tỷ trọng vừa phải, mua chia phần dưới 28,5 nghìn đ (P/B < 1,6x). Nâng lên MUA nếu Qc 2027 cao hơn 2026 hoặc cổ tức nâng lên ≥ 25%; hạ xuống NẮM GIỮ nếu Qc 2027 dưới 2,5 tỷ kWh hoặc giá vượt 28,5 nghìn đ.

KẾT LUẬN

LNTT 9T/2026 1.132 tỷ (+75%) là lợi nhuận sạch: sản lượng +53% khi nhà máy khí trong nước được ưu tiên huy động, máy móc hết khấu hao (−132 tỷ chi phí/quý) và lãi tiền gửi gấp đôi bù cho thuế suất lên 20% và chi phí bảo trì Siemens tính vào giá vốn. LNST 2026 ~1.207 tỷ, gấp 2,8 lần kế hoạch.

Năm 2027 khó giữ mức này khi khí hiện hữu suy giảm và Qc chưa giao: cơ sở ~1.134 tỷ. Ở 23,6 nghìn đ, P/B 1,32x gần phân vị 10% lịch sử, tiền ròng ~12,4 nghìn đ/cp; giá trị hợp lý 29,7 nghìn đ. AAS khuyến nghị TÍCH LŨY TỪNG PHẦN.

SẢN LƯỢNG VÀ Qc

3.302 tr.kWh 9T/2026 (+53%)

- Qc 8T bằng 89% sản lượng
- 2025 Qc 112% nên lãi/kWh cao
- Qc 2027 chưa giao

CHI PHÍ VÀ THUẾ

−132 tỷ khấu hao/quý từ Q4/2025

- Bảo trì Siemens ~95–120 tỷ/quý
- Thuế 10% → 20% từ 2026
- Lãi tiền gửi 226 tỷ 9T

TIỀN VÀ CỔ TỨC

3.578 tỷ tiền ròng 30/09/2026

- Không nợ dài hạn
- Cổ tức 2025 10%, kế hoạch 2026 15%
- Không có dự án mở rộng

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **LNTT 9T/2026 1.132 tỷ (+75%), LNST 906 tỷ;** không có khoản một lần; năm 2025 có ~245 tỷ thu hồi CLTG và phí môi trường rừng.
2. **Ba thay đổi cấu trúc 2026:** máy móc hết khấu hao (–132 tỷ/quý), bảo trì Siemens tính vào giá vốn (~95–120 tỷ/quý), thuế 10% → 20%.
3. **Q4/2026F 301 tỷ, 2026F 1.207 tỷ (gấp 2,8 lần kế hoạch), 2027F 1.134 tỷ;** 2027 phụ thuộc Qc EVN giao và lượng khí cấp.
4. **Tiền ròng 3.578 tỷ** (~12,4 nghìn đ/cp), không nợ dài hạn, LCTT kinh doanh 9T 1.256 tỷ.
5. **Định giá:** P/B 1,32x, P/E lõi 5,5x; giá trị hợp lý 29,7 nghìn đ (+26%); TÍCH LŨY TỪNG PHẦN dưới 28,5 nghìn đ.

1 Mô hình kinh doanh: một nhà máy điện khí 750 MW bán toàn bộ cho EVN; lợi nhuận nằm ở phần sau tiền khí, do Qc và giá hợp đồng quyết định

- **Một nhà máy, một khách hàng, một nhà cung cấp:** NT2 vận hành Nhà máy điện Nhơn Trạch 2 (750 MW, chu trình hỗn hợp, vận hành 10/2011), mua khí của PV GAS và bán toàn bộ điện cho EVN qua Công ty Mua bán điện (EPTC). Năm 2025 doanh thu 7.958 tỷ, LNST 1.130 tỷ; 9T/2026 doanh thu 7.803 tỷ, LNTT 1.132 tỷ.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** sản lượng phát (theo nguồn khí và lệnh huy động), sản lượng hợp đồng Qc do Bộ Công Thương/EVN phân bổ, giá hợp đồng Pc; giá khí được chuyển ngang nên chủ yếu ảnh hưởng doanh thu, không ảnh hưởng biên. Chi phí cố định lớn nhất từ 2026 là bảo trì dài hạn Siemens.
- **Vòng đời tài sản:** máy móc đã hết khấu hao từ quý 4/2025 (sau 14 năm), thuế TNDN lên 20% từ 2026 khi hết ưu đãi. Lợi nhuận kế toán từ đây gần với dòng tiền hơn; nhà máy không có dự án mở rộng, tiền gửi 5.374 tỷ.

NHIÊN LIỆU (ĐẦU VÀO)

Khí Đông Nam Bộ
PV GAS, hợp đồng 25 năm
Cam kết ~784 triệu Sm³/năm; khí Nam Côn Sơn, Cửu Long (Lô 05-2, 05-3), phối trộn LNG khi thiếu; giá khí chuyển ngang vào giá điện · Trên BCTC: giá vốn (nguyên vật liệu 79% doanh thu 9T/2026)

Giá khí 2026
10,0–10,3 USD/MMBtu
2025: 9,2–9,6 USD; khí mỏ mới Hải Thạch – Mộc Tinh 7,38 USD/MMBtu tại mỏ, +2%/năm (Phụ lục 13 dự thảo) · Trên BCTC: phải trả PV GAS 2.637 tỷ

→

PHÁT ĐIỆN 750 MW

Tuabin khí chu trình hỗn hợp
2 tuabin khí F + 1 tuabin hơi
Cấu hình 2-2-1 Siemens, vận hành thương mại 10/2011, Đồng Nai; hợp đồng bảo trì dài hạn Siemens (giai đoạn 100.000 EOH thứ hai, ký 28/07/2023) · Trên BCTC: TSCĐ nguyên giá 11.342 tỷ

Máy móc hết khấu hao
từ quý 4/2025
Khấu hao quý giảm từ 172 tỷ còn ~38 tỷ (nhà xưởng); bảo trì Siemens ~95–120 tỷ/quý tính thẳng vào giá vốn từ 2026 · Trên BCTC: khấu hao, chi phí phải trả

→

BÁN ĐIỆN CHO EVN/EPTC

Thị trường điện cạnh tranh
DT = Qc × Pc + (Qm – Qc) × FMP
Hợp đồng mua bán điện 07/2012 (đàm phán lại 2021); Qc 2025 bằng 112% sản lượng, 8T/2026 89% · Trên BCTC: doanh thu bán điện

Thu tiền chậm
phải thu EPTC 4.252 tỷ
~4,5 tháng doanh thu; đổi lại NT2 trả PV GAS chậm tương ứng · Trên BCTC: phải thu khách hàng

→

100 ĐỒNG DOANH THU 9T/2026

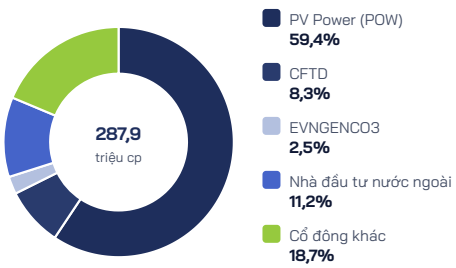
Khí (nguyên vật liệu)	79,3
Bảo trì, dịch vụ, nhân công, khác	5,6
Khấu hao	1,4
QLDN	1,1
LNTT (gồm lãi tiền gửi)	14,5

Khoảng 79 đồng là tiền khí, chuyển ngang vào giá điện. Phần còn lại sau khí là nơi NT2 kiếm lời: phụ thuộc Qc và giá hợp đồng, không phụ thuộc giá khí.

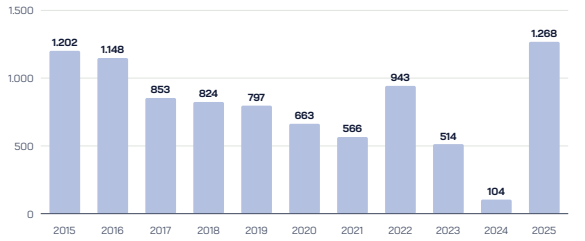
Nguồn: BCTN 2025, BCTC NT2 (thuyết minh chi phí theo yếu tố, phải thu, phải trả) đến Q3/2026, thông báo sản lượng tháng của NT2, tài liệu lấy ý kiến cổ đông 08/2026; AAS tính.

Cổ đông: PV Power 59,37%; khối ngoại ~11,2%

Cơ cấu cổ đông (31/08/2026; khối ngoại 13/11/2026) — % vốn



LNTT theo năm 2015–2025 — tỷ đồng



Nguồn: danh sách cổ đông lớn kỳ 31/08/2026 của NT2, room khối ngoại từ kho AAS (13/11/2026); BCTC kiểm toán các năm.

- **Cổ đông nhà nước chi phối:** PV Power 59,37% (vốn nhà nước gián tiếp), Tổng công ty Phát điện 3 2,47%; CFTD 8,27%. 287,9 triệu cổ phiếu, không có cổ phiếu quỹ; lãnh đạo nắm không đáng kể.
- **Cổ tức tiền mặt đều đặn trừ năm 2024:** 2019 25%, 2020 20%, 2021 16,5%, 2022 25%, 2023 15%, 2024 0% (cộng 7% từ lợi nhuận lũy kế), 2025 10% (trả 16/11/2026); kế hoạch 2026 15%.

2 Cơ chế giá điện: được trả theo Qc khi giá thị trường thấp, nên Qc năm sau là biến số lớn nhất của lợi nhuận

Doanh thu một nhà máy trên thị trường điện (Thông tư 16/2025/TT-BCT):
Doanh thu = Qc × Pc + (Qm − Qc) × FMP — Qm: sản lượng phát; Qc: sản lượng hợp đồng (phân bổ theo tháng); Pc: giá hợp đồng (gồm chi phí khí chuyển ngang và phần cố định); FMP: giá thị trường toàn phần.
Lợi nhuận gộp ≈ Qc × (Pc − chi phí biến đổi) + (Qm − Qc) × (FMP − chi phí biến đổi) − chi phí cố định.

- **Khí chuyển ngang:** giá điện hợp đồng gồm toàn bộ chi phí khí theo giá USD do PV GAS thông báo hằng tháng; tỷ giá tiền khí không ảnh hưởng NT2. Chi phí khí/kWh ổn định ở ~184–195 đ cho mỗi 1 USD/MMBtu.
- **Qc cao hơn sản lượng là có lợi khi giá thị trường thấp:** năm 2025 Qc bằng 112% sản lượng, NT2 được trả theo Qc cho phần chưa phát; doanh thu/kWh cao hơn 2026 dù giá khí thấp hơn. Năm 2026 NT2 phát vượt Qc (89%), phần vượt bán theo giá thị trường.
- **Rủi ro năm 2024 lặp lại:** đầu 2024 kế hoạch vận hành của Bộ Công Thương chỉ huy động NT2 1.326 triệu kWh, Qc quý 1 gần bằng 0 → lỗ 158 tỷ. Qc 2027 chưa được giao.
- **Nguồn khí:** khí Đông Nam Bộ năm 2025 chỉ đáp ứng ~40% nhu cầu của cụm Nhơn Trạch, cộng LNG được ~60%. Nhà máy khí trong nước được ưu tiên huy động theo khả năng cấp khí (NĐ 100/2025).

Qc và sản lượng theo năm

Năm	Qc (tr.kWh)	Sản lượng (tr.kWh)	Qc / sản lượng	DT/kWh (đ)	Ghi chú
2023	3.321	2.889	115%	2.209	đại tu 100.000 EOH tháng 9–11
2024	2.230	2.742	81%	2.167	Q1 gần như không có Qc → lỗ 158 tỷ
2025	3.488	3.118	112%	2.474	Qc nâng từ 2.129 (kế hoạch); FMP thấp
8T/2026	**2.604**	**2.934**	**89%**	**2.363**	**phát vượt Qc; DT/kWh tính 9T**

Nguồn: tờ trình ĐHĐCĐ 2025, 2026 của NT2; thông cáo nhà đầu tư PV Power; BCTC NT2; AAS tính (DT/kWh = doanh thu lõi ÷ sản lượng).

Sản lượng, doanh thu và giá khí theo tháng 2026

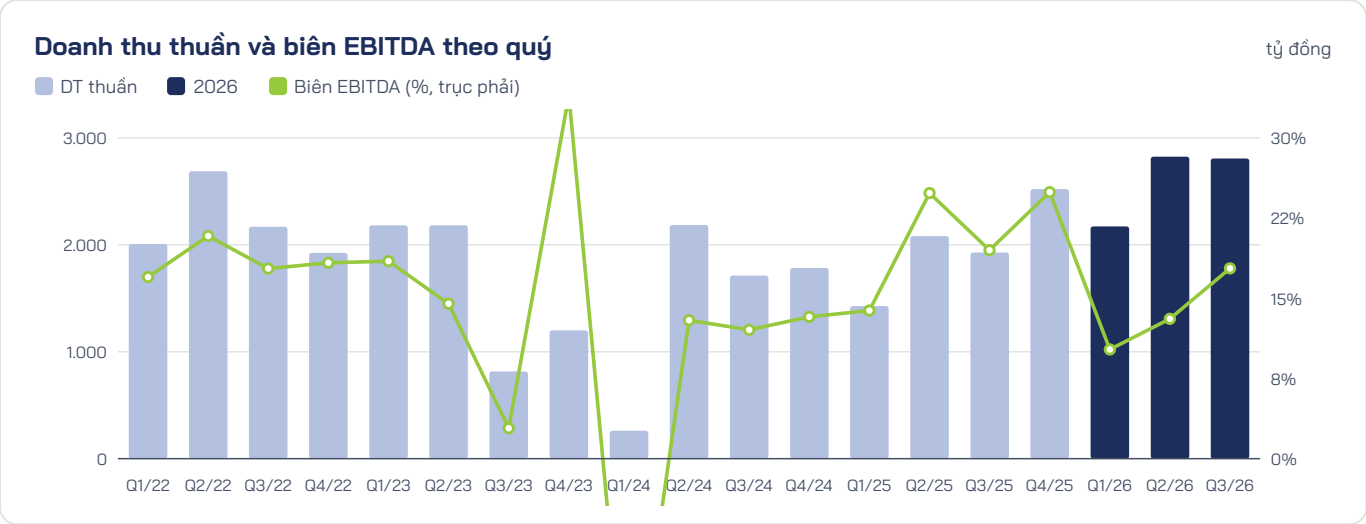
Tháng 2026	Sản lượng (tr.kWh)	DT bán điện (tỷ)	DT/kWh (đ)	Giá khí (USD/MMBtu)
T2	234,9	524,0	2.231	9,22
T3	372,6	900,8	2.418	10,68
T4	394,0	942,0	2.391	10,40
T5	388,7	957,8	2.464	10,61
T6	412,4	919,5	2.230	9,75
T7	442,2	1.050,7	2.376	9,67
T8	350,3	853,4	2.436	9,91
T9	368,6	893,7	2.424	10,48

Nguồn: thông báo kết quả sản xuất hằng tháng của NT2 (tháng 1 theo thông cáo PV Power, không có doanh thu); AAS tính DT/kWh.

3 Kết quả kinh doanh: LNTT 9T/2026 1.132 tỷ (+75%) nhờ sản lượng +53% và khấu hao giảm; biên trước khấu hao lại thấp hơn

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026	9T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	6.150	8.788	6.383	5.944	7.958	5.436	7.803	+44%
LN gộp trước khấu hao	**1.359**	**1.763**	**1.189**	**731**	**1.797**	**1.126**	**1.175**	**+4%**
Biên gộp trước khấu hao	22,1%	20,1%	18,6%	12,3%	22,6%	20,7%	15,1%	−5,7 điểm
QLDN trừ khấu hao (gồm dự phòng)	−76	−124	−37	−74	−78	−36	−84	n/m
EBITDA	**1.283**	**1.639**	**1.151**	**657**	**1.719**	**1.091**	**1.091**	**+0%**
Khấu hao	−690	−689	−687	−687	−556	−516	−115	n/m
EBIT	**593**	**950**	**464**	**−30**	**1.163**	**575**	**976**	**+70%**
Lãi tiền gửi và tài chính khác	18	24	107	100	170	118	226	+92%
Lãi vay và chi phí tài chính	−52	−18	−34	−39	−66	−48	−68	n/m
Thu nhập khác ròng	7	−14	0	72	1	3	−2	n/m
LNTT	**566**	**943**	**536**	**104**	**1.268**	**647**	**1.132**	**+75%**
Thuế TNDN	−32	−60	−42	−21	−138	−70	−226	n/m
LNST	**534**	**883**	**494**	**83**	**1.130**	**577**	**906**	**+57%**
LNTT lõi (bỏ khoản một lần)	592	651	536	34	998	623	1.132	+82%
LNST lõi	**559**	**610**	**494**	**27**	**890**	**556**	**906**	**+63%**

Nguồn: BCTC NT2 (năm: kiểm toán; quý: suy từ lũy kế trên nền soát xét/kiểm toán), kho AAS; AAS tính. Khấu hao giá vốn = khấu hao theo yếu tố − khấu hao trong QLDN (không có CPBH). LNTT lõi: xem mục 4.



Nguồn: BCTC quý NT2; AAS tính. Q3/2023 đại tu 100.000 EOH, Q1/2024 gần như không được huy động.

Khấu hao: máy móc hết khấu hao từ quý 4/2025, mỗi quý giảm ~132 tỷ

Tỷ đồng	2023	2024	2025	9T/2025	9T/2026
Khấu hao TSCĐ theo yếu tố	687,2	687,1	556,4	515,8	114,8
– khấu hao trong QLDN	6,8	6,7	7,1	5,4	5,1
– khấu hao trong CPBH	0	0	0	0	0
= Khấu hao trong giá vốn	**680,0**	**679,9**	**549,2**	**510,4**	**109,7**
Chi mua sắm TSCĐ	3,4	3,6	9,2	4,8	2,5

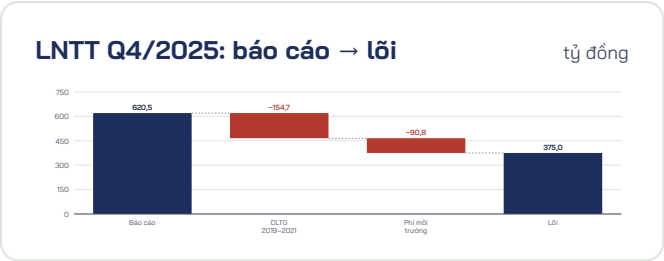
Nguồn: thuyết minh chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố và thuyết minh QLDN BCTC kiểm toán; LCTT.

- **Doanh thu 9T/2026 +44%:** sản lượng 3.302 triệu kWh so với 2.150 (+53%), giá khí cao hơn ~8% (chuyển ngang), nhưng doanh thu/kWh thấp hơn vì Qc chỉ ~89% sản lượng.
- **Biên trước khấu hao giảm từ 20,1% (2025, lõi) còn 15,1%:** chi phí bảo trì Siemens tính thẳng vào giá vốn từ 2026 (~95–120 tỷ/quý) và không còn khoản bù Qc như 2025. Phần khấu hao giảm ~132 tỷ/quý bù lại, nên EBIT vẫn tăng.
- **Lãi tiền gửi gấp đôi:** tiền gửi có kỳ hạn tăng từ 3,4 lên 5.362 tỷ; lãi tiền gửi 9T/2026 226 tỷ, lớn hơn lãi vay ngắn hạn 68 tỷ.
- **Thuế suất lên 20%:** hết ưu đãi 10% sau 15 năm; thuế 9T/2026 bằng 19,9% LNTT (2025: 10,9%).

4 Chất lượng lợi nhuận: 2025 có ~245 tỷ thu hồi một lần; 2026 sạch, không còn khoản treo

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	9T/2026
LNTT báo cáo	943	536	104	1.268	1.132
Khoản một lần (ròng)	292	0	70	270	0
LNTT lõi	**651**	**536**	**34**	**998**	**1.132**
LNST lõi	610	494	27	890	906
LCTT kinh doanh	1.383	857	528	1.003	1.256

Nguồn: BCTC NT2; AAS tính. Thuế của khoản một lần theo thuế suất thực tế từng năm.



- **CLTG là gì:** NT2 vay ngoại tệ xây nhà máy; hợp đồng mua bán điện cho phép tính chênh lệch tỷ giá khi trả nợ vào giá điện, nhưng chỉ ghi doanh thu khi Bộ Công Thương kiểm tra và EVN chấp thuận. Vì vậy khoản này dồn nhiều năm rồi ghi một lần (2022: 292 tỷ; 2025: ~155 tỷ).
- **Không còn phát sinh mới:** NT2 trả hết nợ vay ngoại tệ năm 2021, khoản CLTG cuối cùng (2019–2021) đã ghi năm 2025. Lợi nhuận 2026–2027 không có khoản tăng thêm từ CLTG.

- **Lợi nhuận chuyển thành tiền:** LCTT kinh doanh 9T/2026 1.256 tỷ so với LNTT 1.132 tỷ. Phải thu EPTC 4.252 tỷ được bù bởi phải trả PV GAS 2.637 tỷ — NT2 trả tiền khí chậm tương ứng tiền điện về chậm.
- **Giữ trong lõi:** chi phí bảo trì Siemens (kể cả phần soát xét điều chỉnh Q2/2026), lãi tiền gửi, dự phòng phải thu định kỳ. **Loại khỏi lõi:** CLTG và phí môi trường rừng thu hồi kỳ trước, hoàn nhập dự phòng, ghi tăng vật tư khi quyết toán hợp đồng.

Danh mục khoản một lần 2021–2026 và cách xử lý

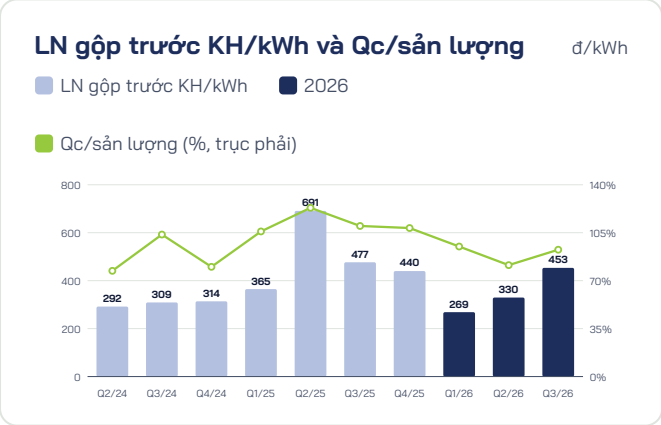
Quý	Khoản mục	Ảnh hưởng LNTT (tỷ)	Dòng BCTC	Giải thích	Lặp lại?
Q4/2025	Doanh thu kiểm toán ghi thêm — AAS cho là CLTG 2019–2021	+154,7	Doanh thu	BCTC Q4 tự lập LNTT 475,3; kiểm toán 620,5. Bản quý còn ghi "khoảng 177 tỷ" CLTG chưa ghi nhận, bản kiểm toán bỏ đoạn này; phải thu EPTC +154,3.	Không — CLTG đã thu hết
Q4/2025	Thu hồi phí dịch vụ môi trường rừng 2019–2024	+90,8 (ước)	Doanh thu	Phụ lục 17 hợp đồng mua bán điện ký 09/12/2025; số theo kế hoạch 2025, BCTC không tách.	Không
Q3/2025	Hoàn nhập dự phòng phải thu EPTC	+24,3	QLDN	Hoàn nhập toàn bộ dự phòng trên gốc 80,5 tỷ; không nêu lý do.	Không
Q2/2026	Soát xét tăng chi phí bảo trì Siemens (TT99)	−119,0	Giá vốn	LNTT Q2 tự lập 503,8 → soát xét 384,8. AAS coi là chi phí thường xuyên (Q3 vẫn ~96,5 tỷ) — giữ trong lõi.	Có — giữ trong lõi
Q1/2024	Ghi tăng vật tư dự phòng khi quyết toán hợp đồng bảo trì Siemens giai đoạn 1	+70,3	Thu nhập khác	Vật tư còn lại chưa dùng nhập kho.	Không
Q3/2022	CLTG 2015–2018, một phần 2019 được Bộ Công Thương duyệt	+292,0	Doanh thu	Phụ lục 16 ký 18/08/2022.	Không
6T cuối 2022	Dự phòng phải thu EPTC trích vượt rồi kiểm toán đảo	−146 / +146	QLDN	Tự lập trích 239,6 tỷ; kiểm toán giữ 41,2 tỷ.	Không
Q2/2021	Phân bổ hết phí bảo hiểm khoản vay ECA khi tất toán	−26,6	Chi phí tài chính	Trả hết nợ vay ngoại tệ 01/06/2021.	Không

Nguồn: thuyết minh doanh thu, thu nhập khác, QLDN, nợ tiềm tàng (BCTC quý, soát xét 6T, kiểm toán năm 2021–2026); công văn giải trình chênh lệch KQKD; tờ trình ĐHĐCĐ 2025, 2026.

5 Đơn vị kinh tế: tiền khí chuyển ngang, lãi mỗi kWh đi theo tỷ lệ Qc và chi phí bảo trì

Quý	Sản lượng (tr.kWh)	Qc / sản lượng	Giá khí (USD/MMBtu)	DT/kWh (đ)	Khí/kWh (đ)	LN gộp trước KH/kWh (đ)	Biên trước KH
Q2/24	1.026	77%	9,51	2.130	1.715	292	13,7%
Q3/24	743	104%	9,59	2.303	1.792	309	13,4%
Q4/24	822	80%	9,45	2.171	1.746	314	14,4%
Q1/25	588	106%	9,55	2.426	1.840	365	15,0%
Q2/25	776	123%	9,56	2.681	1.815	691	25,8%
Q3/25	787	110%	9,24	2.450	1.802	477	19,5%
Q4/25	966	108%	9,17	2.356	1.750	440	18,7%
Q1/26	946	95%	9,95	2.296	1.870	269	11,7%
Q2/26	1.195	81%	10,25	2.363	1.911	330	14,0%
Q3/26	**1.161**	**93%**	**10,02**	**2.418**	**1.841**	**453**	**18,8%**

Nguồn: thông báo sản lượng, giá khí hằng tháng của NT2; thông cáo nhà đầu tư PV Power (Qc, Qm); BCTC (doanh thu lõi, chi phí nguyên vật liệu theo yếu tố); AAS tính.



- **Khí/kWh tỷ lệ với giá khí:** ~184–195 đ cho mỗi 1 USD/MMBtu suốt 2024–2026; giá khí tăng 8% năm 2026 thì doanh thu tăng tương ứng, biên không đổi.
- **Lãi/kWh cao nhất khi Qc vượt sản lượng:** Q2/2025 Qc 123% → 691 đ/kWh; Q1/2026 Qc 95% → 269 đ/kWh.
- **Sản lượng lớn không đồng nghĩa lãi lớn:** 2026 phát nhiều hơn nhưng phần vượt Qc bán theo giá thị trường, thường sát chi phí biến đổi.

6 Tài sản và nguồn khí: nhà máy 15 tuổi, không dự án mới; khí hiện hữu cạn năm 2030, thay bằng khí mỏ mới giá cố định

- **Sửa chữa lớn:** đại tu 100.000 EOH tháng 9–11/2023 (dừng máy, quý 3/2023 lỗ); tiểu tu 111.000 EOH 31/08–11/09/2025; kỳ tới là trung tu mở rộng ở 133.000 EOH (đã duyệt gói thầu 01/2026, chưa công bố lịch dừng máy). Số dư chi phí đại tu chưa phân bổ ~143 tỷ, phân bổ ~23 tỷ/quý đến khoảng 2028.
- **Hợp đồng bảo trì dài hạn Siemens** giai đoạn 100.000 EOH thứ hai (ký 28/07/2023): từ 2026 trích trước vào giá vốn theo Thông tư 99/2025, ~95–120 tỷ/quý — chi phí cố định lớn nhất sau khí.
- **Phụ lục 13 hợp đồng mua bán khí** (lấy ý kiến cổ đông 08/2026): bổ sung khí tăng thêm Lô 05-2, 05-3 (Hải Thạch – Mộc Tinh) giá 7,38 USD/MMBtu tại mỏ từ 01/01/2026, tăng 2%/năm, không gắn giá dầu; khí hiện hữu tính theo 50% trượt giá cố định + 50% giá dầu HSFO. NT2 khẳng định giá khí mới vẫn chuyển ngang vào giá điện.
- **Không có dự án mở rộng:** tiền và tiền gửi được giữ để chia cổ tức và vốn lưu động; mục tiêu 2026–2030 của công ty: 14,6 tỷ kWh, LNTT 2.444 tỷ (~490 tỷ/năm, thấp hơn nhiều mức 2025–2026).

Sản lượng khí dự kiến Lô 05-2, 05-3 (tỷ Sm³, tổng các hộ tiêu thụ)

Năm	Khí hiện hữu Lô 05-2, 05-3	Khí tăng thêm (Hải Thạch – Mộc Tinh)	Tổng
2026	0,76	0,28	1,04
2027	0,65	0,26	0,91
2028	0,54	0,47	1,01
2029	0,44	0,71	1,15
2030	0	1,08	1,08

Nguồn: tài liệu lấy ý kiến cổ đông bằng văn bản 30/07–18/08/2026 (dự thảo Phụ lục 13, căn cứ QĐ 1408/QĐ-BCT ngày 12/06/2026); BCTN 2025; BCTC NT2.

7 Sức khỏe tài chính: tiền ròng 3.578 tỷ (~12,4 nghìn đ/cp); không nợ dài hạn

Tỷ đồng	31/12/24	30/06/25	31/12/25	30/06/26	30/09/26
Tiền và tiền gửi	2.330	3.454	3.780	4.727	5.374
Phải thu khách hàng (EPTC)	2.933	3.305	3.770	4.410	4.252
Phải trả người bán (chủ yếu PV GAS)	2.253	1.257	1.234	1.914	2.637
Vay ngắn hạn	996	1.988	1.762	1.661	1.796
Tiền ròng (tiền – vay)	1.334	1.466	2.017	3.066	3.578
Chi phí trả trước dài hạn (đại tu)	1.482	393	343	289	263
Vốn chủ sở hữu	4.189	4.294	4.859	5.003	5.421

Nguồn: BCĐKT NT2; AAS tính.

- **Vay chỉ là hạn mức ngắn hạn** Vietcombank 1.796 tỷ, lãi vay 9T/2026 68 tỷ; tiền gửi kỳ hạn 5.362 tỷ cho lãi 226 tỷ. NT2 vay ngắn hạn để trả khí trong khi giữ tiền gửi — chênh lãi suất có lợi.
- **Vốn lưu động hai đầu:** phải thu EPTC 4.252 tỷ (dự phòng bằng 0) đối ứng phải trả PV GAS 2.637 tỷ. Rủi ro là EVN trả chậm kéo dài trong khi PV GAS đòi đúng hạn.
- **LCTT kinh doanh:** 2023 857, 2024 528, 2025 1.003 tỷ; 9T/2026 1.256 tỷ. Chi đầu tư gần như bằng 0. Cổ tức 10% (288 tỷ) trả 16/11/2026 chỉ dùng ~5% tiền gửi.

8 Dự báo: LNST Q4/2026 ~301 tỷ, năm 2026 ~1.207 tỷ (lõi +36%); 2027 ~1.134 tỷ khi sản lượng về ~4 tỷ kWh

LNST 2026F cơ sở 1.207 tỷ (kịch bản 1.119–1.339 tỷ), LNTT 1.508 tỷ — gấp 2,8 lần kế hoạch ĐHĐCĐ. Q4/2026 301 tỷ (213–432), so với 553 tỷ báo cáo và 334 tỷ lõi cùng kỳ (thuế suất đã lên 20%). Năm 2027 cơ sở 1.134 tỷ (648–1.609): sản lượng giảm từ ~4,4 xuống ~4,0 tỷ kWh vì khí hiện hữu suy giảm, Qc chưa giao.

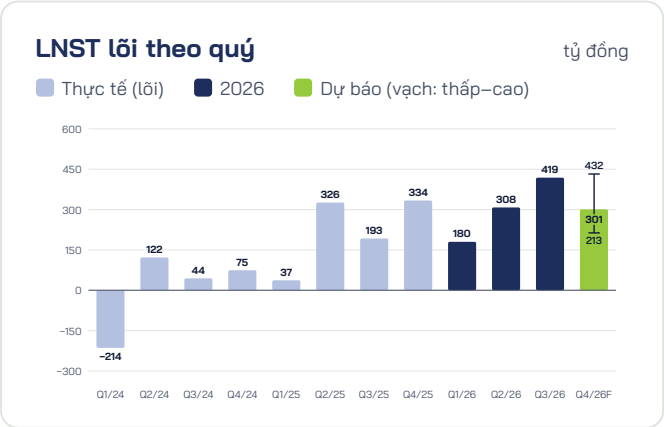
Tỷ đồng	Q4/26 thấp	Q4/26 cơ sở	Q4/26 cao	2027 thấp	2027 cơ sở	2027 cao
Sản lượng (tr.kWh)	983	1.083	1.183	3.200	4.000	4.500
Doanh thu/kWh (đ)	2.350	2.400	2.450	2.350	2.400	2.450
Doanh thu thuần	2.310	2.599	2.898	7.520	9.600	11.025

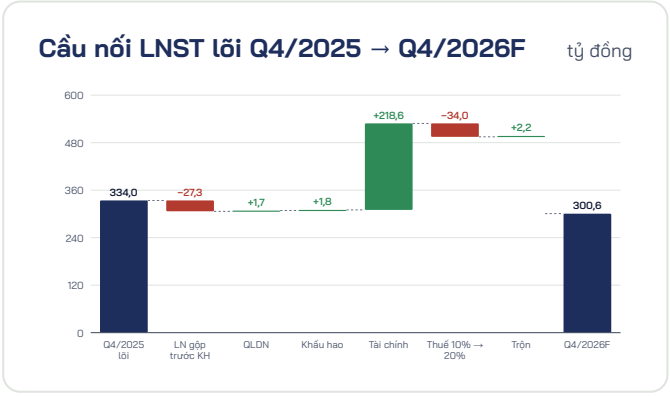
Tỷ đồng	Q4/26 thấp	Q4/26 cơ sở	Q4/26 cao	2027 thấp	2027 cơ sở	2027 cao
Biên gộp trước khấu hao	13,0%	15,1%	18,8%	12,0%	15,0%	18,0%
LN gộp trước khấu hao	**300**	**391**	**544**	**902**	**1.440**	**1.984**
QLDN trừ khấu hao	−45	−40	−35	−120	−110	−100
EBITDA	**255**	**351**	**509**	**782**	**1.330**	**1.884**
Khấu hao	−38	−38	−38	−153	−153	−153
EBIT	**216**	**313**	**470**	**629**	**1.177**	**1.732**
Tài chính thuần (lãi tiền gửi − lãi vay)	50	60	70	180	240	280
LNTT	**266**	**373**	**540**	**809**	**1.417**	**2.012**
LNST	**213**	**298**	**432**	**648**	**1.134**	**1.609**

Nguồn: AAS dự báo. LNST dự báo AAS cơ sở: Q4/2026 301 tỷ, 2027 1.134 tỷ.

Tỷ đồng	2024	2025	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
LNTT báo cáo	104	1.268	1.399	**1.508**	1.672	809	**1.417**	2.012
LNST báo cáo	**83**	**1.130**	**1.119**	**1.207**	**1.339**	**648**	**1.134**	**1.609**
LNST lõi	27	890	1.119	1.207	1.339	648	1.134	1.609
LNST lõi so năm trước		n/m	+26%	+36%	+50%	−46%	−6%	+33%
EPS (đ, 287,9 triệu cp)	288	3.926	3.889	4.192	4.650	2.249	3.938	5.590
Kế hoạch 2026 (LNTT / LNST)				538 / 430				
Ước cả năm của NT2 (LNTT, 10/2026)				1.305				

Nguồn: BCTC NT2, tài liệu ĐHĐCĐ 2026 (kế hoạch LNTT 537,5, LNST 430,0 tỷ); thông tin công bố của NT2 10/2026 (ước LNTT cả năm 1.305 tỷ); AAS dự báo.





Nguồn: AAS tính; các bước quy về sau thuế.

- **Q4/2026 gần cùng kỳ lõi:** sản lượng ~1,08 tỷ kWh (+12%) nhưng biên trước khấu hao thấp hơn (bảo trì tính vào giá vốn) và thuế lên 20%; khấu hao thấp và lãi tiền gửi bù lại. Số ước cả năm của NT2 (LNTT 1.305 tỷ) hàm ý Q4 chỉ ~173 tỷ LNTT — số ước của NT2 luôn thấp hơn BCTC 7–57%.

- **2027:** lợi nhuận phụ thuộc Qc EVN giao cho năm sau và lượng khí cấp; mỗi 500 triệu kWh thay đổi LNST ~144 tỷ, mỗi điểm % biên ~77 tỷ.
- **Ba yếu tố theo dõi:** (1) Qc 2027 giao cho NT2 (cuối 2026, đầu 2027); (2) lịch trung tu 133.000 EOH (dừng máy làm mất sản lượng một quý); (3) Phụ lục 13 hợp đồng khí và lượng khí Hải Thạch – Mộc Tinh.

Yếu tố hỗ trợ

- **Định giá:** P/B 1,32x, gần phân vị 10% lịch sử; P/E lõi 5,5x.
- **Tiền ròng** 12,4 nghìn đ/cp, không nợ dài hạn.
- **Khấu hao thấp** giữ lợi nhuận kế toán gần dòng tiền.
- **Nhà máy khí trong nước** được ưu tiên huy động theo khả năng cấp khí.

Rủi ro

- **Qc 2027 thấp** như đầu 2024 (Q1/2024 lỗ 158 tỷ).
- **Khí suy giảm, giá khí cao** làm NT2 ít được huy động ngoài Qc.
- **Trung tu 133.000 EOH** dừng máy chưa có lịch.
- **Cổ tức thấp so với lợi nhuận** (15% kế hoạch 2026, ~35% LNST) — tiền tích lũy ở tiền gửi.

9 Định giá: P/B 1,32x, P/E lõi 5,5x; giá trị hợp lý 29,7 nghìn đ (+26%)

Chỉ số (13/11/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2015	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại (từ 2015)	z (3 năm)
P/E (LNST lõi 4 quý, đến Q3/2026)	5,5x	10,1x	17,1x	11%	−1,14
P/B (BVPS 30/09/2026 sau cổ tức)	1,32x	1,59x	1,45x	13%	−0,70
Vốn hóa (tỷ đ)	6.794				
Giá trị sổ sách/cp (đ, sau cổ tức 10%)	17.832				
Tiền ròng/cp (đ, 30/09/2026)	12.430				

Nguồn: kho AAS (giá, BCTC); AAS tính. Phân vị và z trên chuỗi ngày dùng BCTC sau 45 ngày.

Phương pháp	Bội số	Cơ sở	Giá trị (nghìn đ/cp)
P/E × EPS 4 quý tới	8,0x	tứ phân vị dưới P/E lõi lịch sử (trung vị 10,1x hình thành khi thuế suất chỉ 5–10%); EPS 3.997 đ (Q4/26F–Q3/27F)	32,1
P/B × BVPS cuối 2026F	1,45x	trung vị P/B 3 năm; ROE 2027F ~20,9%; BVPS 18.876 đ	27,4
Giá trị hợp lý (bình quân)		**so với giá 23,6 nghìn đ: +26%**	**29,7**

Nguồn: AAS tính.

- **P/E lịch sử phải đọc cẩn thận:** P/E 2015–2023 hình thành khi thuế suất 5–10% và khấu hao 690 tỷ/năm; từ 2026 thuế 20% nhưng khấu hao chỉ ~150 tỷ. Vì vậy AAS dùng tứ phân vị dưới 8,0x thay vì trung vị, và lấy bình quân với P/B.
- **P/B là thước đo ổn định hơn:** lịch sử NT2 cho thấy mua ở P/B 1,2–1,4x có lợi suất 250 phiên bình quân +33%, ở 1,8–2,2x là −9%. Hiện 1,32x.
- **Rủi ro điều chỉnh:** nếu Qc 2027 thấp như 2024, LNST có thể về ~650 tỷ (kịch bản thấp) — P/E khi đó ~10x, vẫn không đắt nhờ tiền ròng lớn.

Mức P/B	Lợi suất 250 phiên sau (bình quân)	Trung vị	Số phiên
≤ 1,2x	+52%	+50%	21
1,2–1,4x	+33%	+31%	391
1,4–1,6x	+18%	+15%	846
1,6–1,8x	+9%	+10%	637
1,8–2,2x	−8%	−7%	684
> 2,2x	−29%	−29%	27

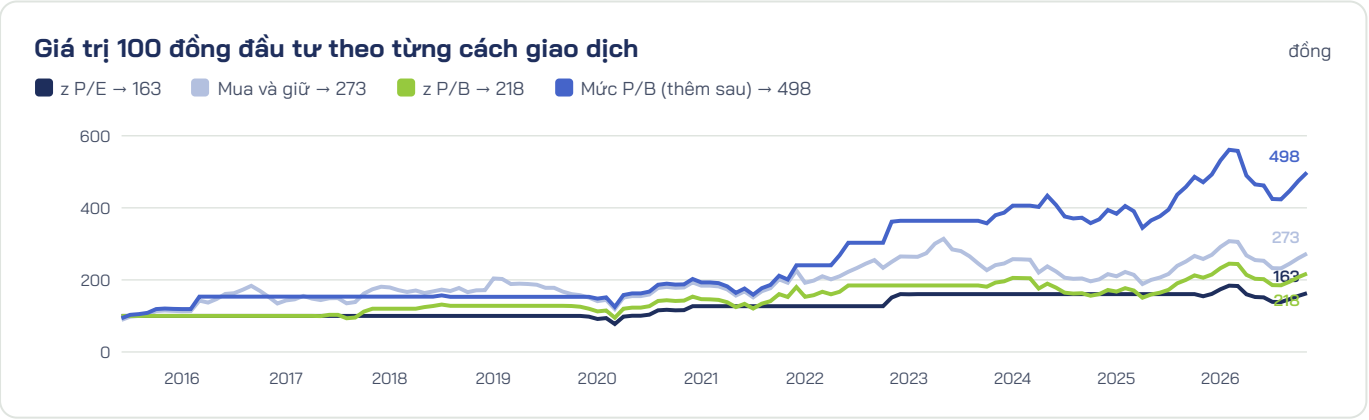
Nguồn: AAS tính trên dữ liệu 06/2015–11/2026.

Giá (nghìn đ)	P/B tương ứng	Hành động
< 23,2	< 1,3x	TÍCH LŨY: lịch sử P/B 1,2–1,4x cho lợi suất 250 phiên bình quân +33%
23,2 – 28,5	1,3 – 1,6x	TÍCH LŨY TỪNG PHẦN / NẮM GIỮ: P/B 1,4–1,6x lịch sử +18%
28,5 – 32,1	1,6 – 1,8x	CHỐT LỜI TỪNG PHẦN: P/B 1,6–1,8x lịch sử chỉ +9%
> 32,1	> 1,8x	RỦI RO CAO: P/B 1,8–2,2x lịch sử −9%, trên 2,2x −29%

Nguồn: AAS tính theo BVPS 30/09/2026 sau cổ tức 17.832 đ.

10 Giao dịch: lợi thế nằm ở mua khi P/B thấp và hưởng cổ tức; quy tắc z thua mua và giữ

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), (số độ lệch chuẩn); z < −1 là rẻ bất thường. Hiện z P/E −1,14, z P/B −0,70.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc z đặt trước, chạy từ ngày niêm yết HOSE 06/2015 trên giá điều chỉnh gồm cổ tức; BCTC lấy sau 45 ngày; khớp phiên sau tín hiệu; phí 0,4%/chiều; không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua và giữ NT2 từ 2015 được +9,2%/năm nhờ cổ tức đều (sụt giảm tối đa −46%). Hai quy tắc z đặt trước thua mua và giữ (+4,4% và +7,0%/năm) vì đứng ngoài lâu. Quy tắc mức P/B (mua dưới 1,4x, bán trên 1,8x): +15,1%/năm, sụt giảm −30% — nhưng được chọn sau khi xem bảng mức P/B nên kết quả thực tế sẽ kém hơn.
- **Ý nghĩa hiện tại:** cả ba quy tắc đang ở trạng thái nắm giữ; P/B 1,32x nằm vùng tích lũy theo lịch sử.



Nguồn: AAS tính; giá điều chỉnh gồm cổ tức, đã trừ phí; số cuối mỗi đường ghi ở chú giải.

Quy tắc (06/2015–11/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	163	+4,4%	−30%	3	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	218	+7,0%	−35%	4	Có
P/B < 1,4x mua, > 1,8x bán (thêm sau khi xem kết quả)	498	+15,1%	−30%	7	Có
Mua và giữ	**273**	**+9,2%**	**−46%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 13/11/2026; phí 0,4% mỗi chiều.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH GIAO DỊCH NT2

- **Đang nắm giữ:** giữ; giá trị hợp lý 29,7 nghìn đ (+26%); chốt lời từng phần trên ~28,5 nghìn đ (P/B > 1,6x), giảm mạnh trên 32,1 nghìn đ (P/B > 1,8x).
- **Chưa có:** chia 3 phần — phần 1 ở vùng hiện tại/dưới 23,2 nghìn đ (P/B ≤ 1,3x); phần 2 khi BCTC Q4/2026 cho LNST ≥ 250 tỷ; phần 3 khi Qc 2027 được giao ≥ 3 tỷ kWh hoặc có lịch trung tu 133.000 EOH rõ ràng.
- **Nâng/hạ hạng:** lên MUA nếu Qc 2027 cao hơn 2026 hoặc cổ tức nâng lên ≥ 25%; xuống NẮM GIỮ nếu Qc 2027 dưới 2,5 tỷ kWh hoặc giá vượt 28,5 nghìn đ.

AAS | RESEARCH

Khuyến nghị trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 14/11/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Khuyến nghị không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở khuyến nghị:** khuyến nghị và các vùng giá mua, nắm giữ, bán được xác định từ định giá P/E, P/B (hoặc phương pháp phù hợp với ngành) và đã được kiểm tra lại (backtest) trên lịch sử giá của chính cổ phiếu: quy tắc đặt trước, chỉ dùng BCTC đã công bố, khớp lệnh phiên sau, có trừ phí. Vùng giá áp dụng nằm trong bảng hành động của báo cáo. AAS xem lại khuyến nghị khi có BCTC quý mới hoặc sự kiện làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.