Báo cáo cổ phiếu: TV2

Backlog EPC lớn nhất từ 2021 và tiền tạm ứng đẩy lợi nhuận tăng gấp ba, nhưng lãnh đạo bị khởi tố khiến rủi ro lớn nhất chưa đo được: không đánh giá

CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 – PECC2 (HOSE: TV2) · tư vấn thiết kế điện, tổng thầu EPC, vận hành – bảo dưỡng nhà máy, góp vốn dự án điện · BCTC hợp nhất đến Q2/2026 (soát xét 6T), dự báo Q3, Q4/2026 và 2027 · giá tham chiếu 26,3 nghìn đ (22/10/2026) · **Phát hành bởi AAS Research**

GIÁ HIỆN TẠI	LNST MẸ 6T/2026	LNST MẸ Q3/2026F	LNST MẸ 2026F	P/B	BACKLOG EPC ƯỚC
26,3 nghìn đ · 22/10/2026	**101,5** tỷ đ · gấp 3,1 lần cùng kỳ	**47** tỷ đ · Q3/2025: 13,2 tỷ	**215** tỷ đ · kế hoạch 100 tỷ	**1,40x** trung vị từ 2014: 1,89x	**7–9** nghìn tỷ đ · 4 dự án, 2026–2028

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

KHÔNG ĐÁNH GIÁ

GIÁ HIỆN TẠI	LÝ DO	P/E 4 QUÝ	LNST MẸ 2026F	LNST MẸ 2027F
26,3 nghìn đ	Chưa đo được rủi ro pháp lý	10,9x	215 tỷ đ	276 tỷ đ

AAS không đưa nhãn mua, nắm giữ hay bán vì chưa đo được rủi ro lớn nhất: Chủ tịch HĐQT và Kế toán trưởng bị khởi tố (05/2026) trong vụ án EVNNPT – PC1, chưa có kết luận điều tra, tội danh chưa được công bố. Người đang nắm giữ nên giữ tỷ trọng nhỏ; AAS đánh giá lại khi có các điều kiện ở mục 8.

KẾT LUẬN

TV2 bước vào chu kỳ EPC thứ hai sau 2019–2021: 4 hợp đồng (Ô Môn IV, hai nhà máy sinh khối eREX, gió Tân Thuận GĐ3) ước ~7–9 nghìn tỷ, chủ đầu tư đã tạm ứng 2.414 tỷ. Lãi gửi khoản tạm ứng và lãi liên kết đưa LNST mẹ 6T/2026 lên 101,5 tỷ; AAS dự báo Q3/2026 ~47 tỷ, cả năm ~215 tỷ và 2027 ~276 tỷ khi doanh thu EPC vào cao điểm.

Nhưng lợi nhuận 2026 chủ yếu là lãi tiền gửi tạm thời (bỏ phần này, Q3 chỉ còn ~26 tỷ), biên EPC chỉ ~8%, và vụ án khiến số liệu kế toán, nguồn việc từ EVN chưa đo được. Giá trị tham khảo 27,2 nghìn đ gần giá hiện tại nên không có biên an toàn.

TỔNG THẦU EPC

2.414 tỷ tạm ứng 30/06/2026

- Ô Môn IV ~4.400 tỷ, COD 12/2028
- eREX Yên Bái + Tuyên Quang, COD 2028
- Biên gộp EPC ~8%

TƯ VẤN + VẬN HÀNH

~1,1–1,2 nghìn tỷ DT nền/năm

- 91 gói trúng thầu 2025, cao nhất 10 năm
- O&M 48 nhà máy, >4.800 MW
- Biên gộp ~16%; khách chính là EVN

DỰ ÁN ĐIỆN GÓP VỐN

30,5 tỷ lãi liên kết 6T/2026

- Tân Thuận 25,11%, Sơn Mỹ 25%, Thác Bà 2 45%
- Mùa vụ: gió lãi Q1, lỗ Q2–Q3
- Phải thu CMC 399 tỷ

TÓM TẮT ĐIỀU HÀNH

1. **Không đánh giá** vì rủi ro pháp lý chưa đo được: Chủ tịch HĐQT và Kế toán trưởng bị khởi tố 21/05/2026 trong vụ án EVNNPT – PC1; kiểm toán viên mới (UHY) nêu vấn đề cần nhấn mạnh.
2. **LNST mẹ 6T/2026 101,5 tỷ** (6T/2025 hợp nhất 32,6 tỷ): lãi tiền gửi 54,8 tỷ từ 2.414 tỷ tạm ứng EPC, lãi liên kết 30,5 tỷ; LN gộp chỉ +20 tỷ.
3. **Backlog EPC ~7–9 nghìn tỷ** (Ô Môn IV ~4.400 tỷ, eREX Yên Bái + Tuyên Quang, Tân Thuận GĐ3), gấp 6 lần DT 2025; tư vấn, O&M là phần nền ~1,1–1,2 nghìn tỷ/năm.
4. **Dự báo:** LNST mẹ Q3/2026 ~47 tỷ (14–71), Q4 ~67 tỷ, năm 2026 ~215 tỷ, 2027 ~276 tỷ; chưa gồm phạt, hồi tố, mất thầu.
5. **Giá trị tham khảo 27,2 nghìn đ** (P/E trung vị trên EPS bỏ lãi tạm ứng, P/B tứ phân vị dưới), gần giá 26,3 nghìn đ; room ngoại về 0%.
6. **Đánh giá lại khi:** có kết luận điều tra, BCTC kiểm toán 2026 không ngoại trừ, EVN/PVN tiếp tục giao việc và DT EPC quý 3–4 xác nhận backlog.

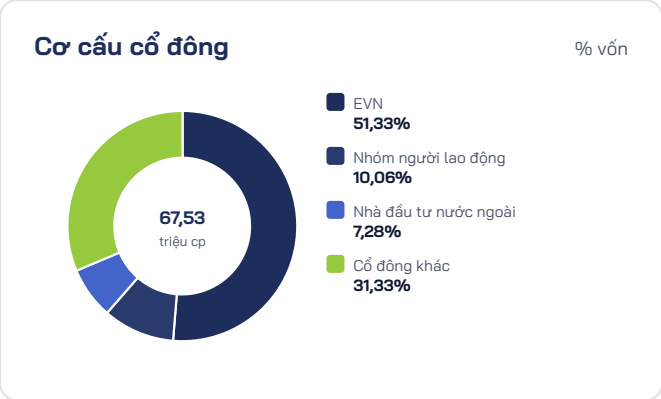
1 Mô hình kinh doanh: tư vấn điện của EVN chuyển sang tổng thầu EPC; lợi nhuận 2026 đến từ tiền tạm ứng nhiều hơn từ thi công

- **Ba mảng, một bộ phận kế toán:** TV2 (PECC2) là đơn vị tư vấn thiết kế điện của EVN, mở rộng sang tổng thầu EPC và vận hành – bảo dưỡng nhà máy. BCTC chỉ tách "bán hàng và cung cấp dịch vụ" (tư vấn + EPC + O&M), gia công cơ khí và bán điện; năm 2025 doanh thu 1.335 tỷ, LNTT 111,3 tỷ.
- **Chu kỳ EPC quyết định lợi nhuận:** 2019–2021 làm tổng thầu điện mặt trời, gió (Sơn Mỹ 3.1, Gio Thành, Tân Thuận) nên doanh thu 3,3–3,6 nghìn tỷ, LNTT 320–340 tỷ; 2022–2024 hết dự án, doanh thu còn 1,1–1,3 nghìn tỷ, LNTT 63–80 tỷ. Từ 06/2025 TV2 ký lại 4 hợp đồng EPC lớn, doanh thu chủ yếu rơi vào 2026–2028.
- **Biến số của mô hình lợi nhuận:** doanh thu EPC ghi nhận theo khối lượng; biên EPC (~8%) thấp hơn nhiều so với tư vấn, O&M (~16%); tiền tạm ứng gửi ngân hàng (2.266 tỷ tiền và tiền gửi 30/06/2026) tạo lãi ~6,8%/năm và giảm dần khi giải ngân cho nhà cung cấp; lãi liên kết có mùa vụ theo gió và thủy văn.



Nguồn: BCTN 2025, báo cáo Ban Tổng giám đốc trình ĐHĐCĐ 2026, BCTC hợp nhất soát xét 6T/2026 (thuyết minh 1, 7, 13, 17, 27, 29) của TV2; AAS tính. Doanh thu tư vấn, O&M theo báo cáo quản trị (chưa đối chiếu với BCTC vì BCTC không tách mảng).

Cổ đông: EVN nắm 51,33%; room khối ngoại về 0% từ 09/2026



- **EVN là cổ đông mẹ và cũng là khách hàng lớn nhất** của mảng tư vấn (qua các ban QLDA, EVNGENCO, EVNNPT); không thấy kế hoạch thoái vốn được công bố.
- **Room khối ngoại về 0%** (CBTT 14/09/2026, theo rà soát ngành nghề kinh doanh có điều kiện): nhà đầu tư nước ngoài đang nắm 7,28% chỉ được bán; công ty dự kiến điều chỉnh ngành nghề tại ĐHĐCĐ gần nhất để nâng room.
- **Ban lãnh đạo mới:** bà Phạm Liên Hải làm Chủ tịch từ 30/06/2026; ông Võ Văn Bình (TGĐ) là người đại diện pháp luật; phụ trách kế toán mới từ 17/07/2026; kiểm toán đổi từ EY sang UHY.

Nguồn: BCTN 2025, biên bản ĐHĐCĐ 30/06/2026, báo cáo quản trị 6T/2026, CBTT tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa (14/09/2026) của TV2.

2 Pháp lý: Chủ tịch và Kế toán trưởng bị khởi tố trong vụ EVNNPT – PC1; rủi ro lớn nhất chưa đo được nên AAS không đánh giá

- **Vì sao trọng yếu:** TV2 là nhà tư vấn khảo sát, thiết kế của đường dây 500 kV mạch 3 (cung đoạn Quảng Trạch – Quỳnh Lưu, Quỳnh Lưu – Thanh Hóa), dự án đang bị điều tra. Kế toán trưởng bị khởi tố nên hệ quả có thể chạm vào số liệu BCTC, vào dòng tiền (khắc phục, phạt) và vào nguồn việc từ EVN – khách hàng chính của mảng tư vấn.
- **Những gì đã đo được:** HĐQT, phụ trách kế toán, kiểm toán đã thay; BCTC 6T/2026 vẫn được soát xét chấp nhận toàn phần; TV2 tiếp tục trúng gói của EVN sau 05/2026 (Srêpốk 3, Buôn Kuốp mở rộng); 4 hợp đồng EPC không bị ảnh hưởng và chủ đầu tư vẫn tạm ứng.
- **Những gì chưa đo được:** tội danh và số tiền liên quan (công ty không công bố); phần trách nhiệm của pháp nhân TV2; BCTC các năm trước có phải điều chỉnh không; ý kiến kiểm toán BCTC năm 2026; khả năng EVN hạn chế TV2 trong đấu thầu.

Thời điểm	Sự kiện
21/05/2026	Cơ quan CSĐT Bộ Công an khởi tố bị can Chủ tịch HĐQT Nguyễn Chơn Hùng và Kế toán trưởng Bùi Thị Ngọc Lý trong vụ án tại EVNNPT, Tập đoàn PC1 và các đơn vị liên quan; TV2 CBTT cùng ngày, không nêu tội danh
28/05/2026	Miễn nhiệm Kế toán trưởng
30/06/2026	ĐHĐCĐ miễn nhiệm ông Hùng; bà Phạm Liên Hải (EVN đề cử) làm Chủ tịch
27/08/2026	BCTC soát xét 6T/2026 (UHY): kết luận chấp nhận toàn phần kèm đoạn "vấn đề cần nhấn mạnh" về vụ án, chưa có kết luận điều tra
14/09/2026	Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa về 0% theo văn bản của UBCKNN
Cuối 10/2026	BCTC quý 3/2026 (năm trước công bố 29/10)

Nguồn: CBTT của TV2 (21/05, 28/05, 30/06, 14/09/2026); BCTC hợp nhất soát xét 6T/2026 (báo cáo soát xét, thuyết minh 46); biên bản ĐHĐCĐ 2026; BCTN 2024 (các gói tư vấn đường dây 500 kV mạch 3).

Mỗi kịch bản đo được từng mức, nhưng không ước được khả năng xảy ra

Kịch bản (đo từng mức, không gắn xác suất)	Quy mô (tỷ đ)	Tác động (đ/cp)	Quy ra giá trị (đ/cp)	% giá hiện tại
Hoàn trả, phạt liên quan gói tư vấn đường dây 500 kV mạch 3 (phần TV2 ~50% gói 133,9 tỷ)	67,0	−992	−992	−3,8%
Mất các gói tư vấn của EVN trong 1 năm (~60% DT tư vấn ~400 tỷ, biên gộp 16%)	31,1	−461	−4.136	−15,7%
Điều chỉnh hồi tố BCTC 10% vốn chủ (Kế toán trưởng bị khởi tố)	127,0	−1.881	−1.881	−7,2%
Chậm tiến độ EPC 1 năm (bảo lãnh, tín dụng): mất ~1/3 LN gộp EPC 2027 cơ sở	49,7	−736	−6.607	−25,1%

Nguồn: AAS tính trên 67,53 triệu cp, giá 26,3 nghìn đ (22/10/2026); kịch bản "1 năm" quy ra giá trị bằng P/E trung vị lịch sử 9,0x; thuế 19%. Quy mô gói 500 kV mạch 3 là giá trị toàn liên danh PECC1 – PECC2.

- **Vì vậy AAS không đánh giá:** theo nguyên tắc của AAS, khi rủi ro lớn nhất chưa đo được bằng thông tin đã công bố, AAS không đưa nhãn mua, nắm giữ hay bán. Dự báo và định giá vẫn trình bày để tham khảo; giá trị tham khảo 27,2 nghìn đ chỉ cao hơn giá 3%, nhỏ hơn bất kỳ kịch bản đơn lẻ nào ở bảng trên.

3 Kết quả kinh doanh: LNST mẹ 6T/2026 101,5 tỷ, gấp ba cùng kỳ; phần tăng chủ yếu là lãi tiền gửi và lãi liên kết, LN gộp chỉ +20 tỷ

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
Doanh thu thuần	3.629	1.322	1.061	1.336	1.335	516	682	+32%
LN gộp trước khấu hao	**358**	**212**	**238**	**232**	**237**	**98**	**118**	**+21%**
Biên gộp trước khấu hao	9,9%	16,0%	22,5%	17,3%	17,8%	18,9%	17,3%	−1,6 điểm
CPBH (bảo hành, ròng)	85	20	−2	−6	−3	−2	−3	n/m
QLDN trừ khấu hao	−120	−131	−118	−104	−137	−56	−63	n/m
EBITDA	**323**	**101**	**118**	**122**	**97**	**40**	**52**	**+30%**
Khấu hao (giá vốn + QLDN)	−42	−45	−47	−48	−46	−23	−23	n/m
EBIT	**281**	**57**	**71**	**74**	**52**	**17**	**29**	**+67%**
DT tài chính (lãi tiền gửi, cổ tức)	52	32	26	20	17	6	65	+1.068%
Chi phí tài chính (lãi vay, dự phòng đầu tư)	−10	−42	−33	−16	−6	−3	−7	n/m
Lãi liên kết	0	0	0	0	27	19	31	+58%
Thu nhập khác, ròng	15	17	1	2	21	−1	1	n/m
LNTT	**338**	**63**	**66**	**80**	**111**	**37**	**119**	**+218%**
LNST cổ đông mẹ	**272**	**53**	**53**	**65**	**95**	**33**	**101**	**+211%**

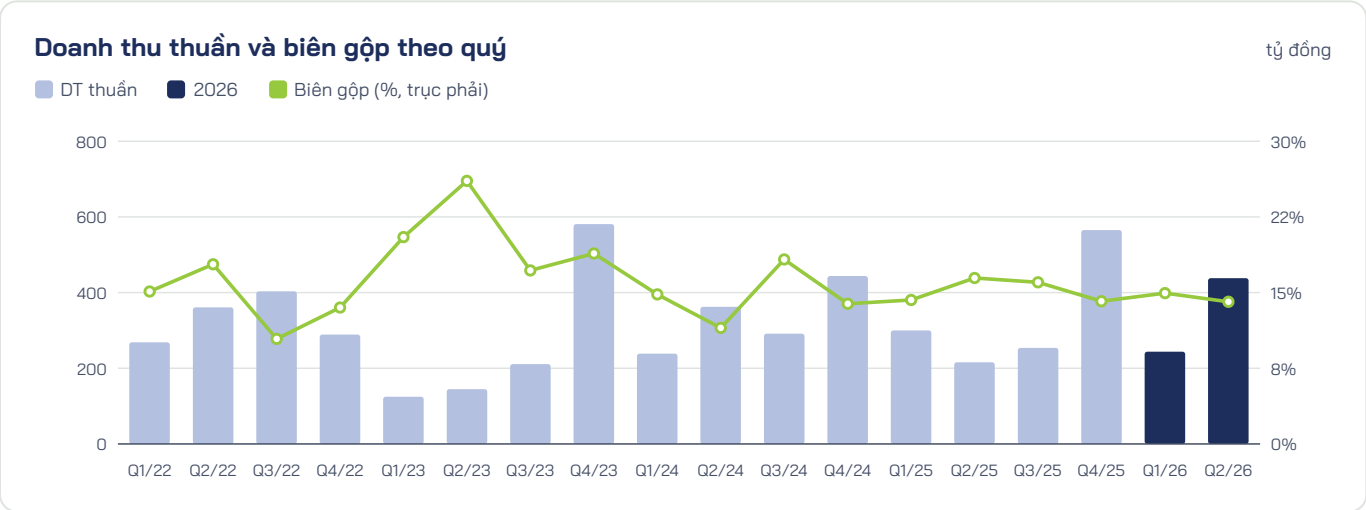
Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026	6T so cùng kỳ
LNST mẹ lõi (bỏ khoản một lần)	181	49	72	70	77	33	101	+211%

Nguồn: BCTC TV2 (năm: kiểm toán; 2021–2024 là báo cáo toàn công ty, chưa hợp nhất liên kết; từ Q2/2025 hợp nhất, 6T/2025 theo số so sánh của BCTC soát xét 6T/2026); AAS tính. Khấu hao giá vốn = khấu hao theo yếu tố − khấu hao QLDN (CPBH không có khấu hao).

Khấu hao ~46–48 tỷ/năm, ổn định: EBITDA gần bằng EBIT cộng ~10 tỷ/quý

Tỷ đồng	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2025	6T/2026
Khấu hao theo yếu tố	42,1	44,6	47,5	48,1	45,9	22,8	23,3
− khấu hao trong CPBH	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
− khấu hao trong QLDN	15,2	18,3	18,4	8,5	7,5	3,5	3,3
= Khấu hao trong giá vốn	**26,9**	**26,3**	**29,1**	**39,5**	**38,4**	**19,3**	**20,0**

Nguồn: thuyết minh chi phí sản xuất kinh doanh theo yếu tố và chi phí QLDN (BCTC kiểm toán 2021–2025, soát xét 6T/2026); AAS tính. Năm 2024 khấu hao QLDN giảm từ 18,4 xuống 8,5 tỷ do phân loại lại sang giá vốn (BCTC không giải thích). Chi đầu tư TSCĐ nhỏ (kế hoạch XDCB 2026: 22,4 tỷ).



Nguồn: BCTC quý TV2; Q4 = năm kiểm toán − 9 tháng; AAS tính.

Khoản một lần lớn trong lịch sử: hoàn nhập bảo hành, dự phòng đầu tư CMC; năm 2026 không có khoản lớn

Khoản một lần	Kỳ	LNTT (tỷ)	Ghi chú
Hoàn nhập dự phòng bảo hành (CPBH âm)	2019, 2021	+48,6; +85,3	Vĩnh Tân 4 hết bảo hành tổ máy S2 (92,9 tỷ); Vĩnh Tân 4 mở rộng, Gio Thành
Dự phòng khoản đầu tư CMC (điện gió Tân Thuận) trong CPTC	Q4/2022–Q4/2024	−29,7; −23,9; −6,8	trích khi kiểm toán; lũy kế 60,4 tỷ; 2025 hoàn nhập một phần
Thu nhập khác: bồi thường nhà cung cấp, đánh giá lại tài sản góp vốn công ty con	Q4/2025	+21,8	23,1 tỷ bồi thường; 18,2 tỷ đánh giá lại
Lãi gửi tiền tạm ứng EPC	từ Q4/2025	+54,8 (6T/2026)	không phải khoản một lần nhưng tạm thời: giảm khi giải ngân cho nhà cung cấp

Nguồn: thuyết minh dự phòng phải trả, chi phí tài chính, thu nhập khác (BCTC kiểm toán 2019–2025); AAS tính. LNST mẹ lõi = báo cáo − khoản một lần × (1 − 20%).

- **6T/2026: DT +32%, LNTT gấp 3,2 lần:** DT tài chính 65,0 tỷ (cùng kỳ 5,6), lãi liên kết 30,5 tỷ (CMC 12,8, Thác Bà 2 9,4, Sơn Mỹ 8,3); biên gộp 14,4% so với 15,2% do EPC Tân Thuận GĐ3 (220,8 tỷ DT) có biên thấp.

4 Backlog: 4 hợp đồng EPC ~7–9 nghìn tỷ, gấp 6 lần doanh thu 2025, ghi nhận 2026–2028; tư vấn và O&M là phần nền ~1,1–1,2 nghìn tỷ/năm

Dự án EPC	Chủ đầu tư	Vai trò TV2	Giá trị (tỷ đ)	Ký	COD	Trên BCTC 30/06/2026
NĐ khí Ô Môn IV 1.155 MW	PVN (Ban QLDA chuyên ngành điện)	Liên danh Doosan – PECC2 (thiết kế, xây lắp)	~4.400 (phần TV2); toàn gói ~22.200	06/2025	12/2028	Tạm ứng 447,4
Sinh khối eREX Yên Bái 1 (50 MW)	eREX (Nhật Bản)	Tổng thầu EPC	chưa công bố	11/2025	đầu 2028	Tạm ứng 953,9
Sinh khối eREX Tuyên Quang (50 MW) + hạ tầng CCN Xuân Vân	eREX	Tổng thầu EPC	chưa công bố	12/2025	đầu 2028	Tạm ứng 940,5
Điện gió Tân Thuận GĐ3 (25 MW)	CMC (TV2 nắm 25,11%)	Tổng thầu EPC	chưa công bố	08/2025	Q4/2026	DT 6T/2026 220,8; phải thu CMC 398,9
Sân bay Long Thành, gói 6	VAECO	Liên danh 6 nhà thầu (~3–4%)	~27–37 (phần TV2)	2025	2026	–
Kết cấu thép kho than NĐ Quảng Trạch I (XL03)	EVN (Ban QLDA Điện 2)	Liên danh Licogi – PECC2	535,6 toàn gói	2024	2026	–
Ước backlog EPC còn lại			**~7.000–9.000**			**Tổng tạm ứng 2.414**

Nguồn: CBTT ký hợp đồng trên website TV2 (06/2025, 09/2025, 11/2025, 12/2025); BCTN 2025; biên bản ĐHĐCĐ 2026 (4 dự án EPC); báo cáo quản trị 6T/2026; BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 7, 17, 40); thông tin công khai về kết quả đấu thầu. Backlog còn lại do AAS ước.

- **Tiền đến trước doanh thu:** người mua trả trước tăng từ 92 tỷ (09/2025) lên 2.414 tỷ (06/2026), trong đó hai nhà máy eREX 1.894 tỷ (78%), PVN 447 tỷ. Doanh thu EPC ghi theo khối lượng được nghiệm thu nên quý 3–4/2026 mới bắt đầu tăng: trả trước người bán đã lên 254 tỷ (lò hơi Isgec 69,5 tỷ, Toshiba 45,6 tỷ), chi phí công trình trích trước 221 tỷ, chi phí dở dang 103 tỷ.
- **Kế hoạch 2026 doanh thu 2.503 tỷ** (6T đạt 27%) cần ~1,8 nghìn tỷ trong 6 tháng cuối năm, tức EPC ~1 nghìn tỷ; AAS dùng 700 tỷ ở kịch bản cơ sở. Định hướng 2027–2030: doanh thu 3–5 nghìn tỷ/năm.
- **Đã mất Sông Hậu 2:** phần TV2 ~1,09 tỷ USD (~26.500 tỷ) trong liên danh với Sunway; Bộ Công Thương chấm dứt hợp đồng BOT ngày 01/07/2024, TV2 không ghi nhận tổn thất.

Tư vấn: số gói trúng thầu 2025 cao nhất 10 năm (91 gói); khách hàng chính vẫn là EVN

Gói tư vấn	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ đ)	Thời điểm
OE/PMC nhà máy điện 6×300 MW tại Lào ("hợp đồng tư vấn lớn nhất lịch sử")	chủ đầu tư Lào	chưa công bố	2025
LNG Quảng Trạch III: NCTKT, khảo sát, NCKT, hồ sơ mời thầu	EVN (Ban QLDA Điện 2)	56,0	07/2025

Gói tư vấn	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ đ)	Thời điểm
Đường dây 500 kV Krông Búk – Tây Ninh 1 (gói 5), liên danh PECC3 – PECC2 – PECC4	EVNNPT	158,8 toàn liên danh	03/2026
Thủy điện Buôn Kuốp, Srêpốk 3 mở rộng (liên danh PECC2 – PSC)	EVNGENCO3	44,8 + 36,1	06–07/2026
Trị An mở rộng: khảo sát, TKKT, BVTC, NCKT	EVN (Ban QLDA Điện 3)	49,1 + 13,2	2024–26
Điện hạt nhân Ninh Thuận 1: NCTKT điều chỉnh (liên danh); MoU với Rosatom	EVN	~8,3 toàn liên danh	2025–26
Thiết kế, quản lý dự án cho chính các EPC Ô Môn IV, Yên Bái, Tuyên Quang	–	nằm trong giá EPC	2025–28

Nguồn: BCTN 2024, 2025; báo cáo Ban TGĐ trình ĐHĐCĐ 2026; kết quả lựa chọn nhà thầu công khai (EVN, EVNNPT, EVNGENCO3). Công ty không công bố tổng backlog tư vấn.

- **Doanh thu tư vấn ~300–450 tỷ/năm:** năm 2023 hơn 310 tỷ (28% doanh thu); 2025 Trung tâm Tư vấn Năng lượng (ECC) gấp 2,17 lần 2024, Trung tâm Tư vấn Truyền tải (TDCC) 98,9 tỷ; tỷ trọng dịch vụ OE/PMC lên ~45%.
- **O&M (PESE) ~680 tỷ năm 2025** gồm cơ khí, 48 nhà máy; mục tiêu 1–2 nghìn tỷ; dự kiến nhận O&M hai nhà máy eREX sau khi hoàn thành.

Các dự án điện TV2 góp vốn: 58,7 MW thuần, đóng góp qua lãi liên kết

Nhà máy (công ty)	Loại	MW	TV2 sở hữu	COD	Năm 2025 (100% dự án)
Tân Thuận GĐ1-2 (CMC)	Gió gần bờ	75 (+25 GĐ3)	25,11%	10/2021	DT 451,8; LNTT 34,3; vay USD
Sơn Mỹ 3.1 (SSC)	Mặt trời	50	25%	06/2019	DT 166,9; LNTT 44,1; EVN tạm thanh toán 50% giá
Thác Bà 2 (TBC2)	Thủy điện	18,9	45%	04/2025	DT 101,4; LNTT 21,8
Sinh khối Hậu Giang (HBE)	Sinh khối	20	10%	04/2025	DT ~315; phát điện lỗ vì giá trấu
Buôn Đôn; Trà Vinh sinh khối; EVN Quốc tế	Thủy điện; sinh khối	–	5%; 10%; 0,45%	–	cổ tức Buôn Đôn 5,0 tỷ (6T/2026)
Điện mặt trời Vĩnh Tân (tự đầu tư, hợp nhất)	Mặt trời	chưa công bố	100%	02/2019	DT bán điện 20,6; biên gộp 28%

Nguồn: BCTN 2025; báo cáo Ban kiểm soát trình ĐHĐCĐ 2026; BCTC soát xét 6T/2026 (thuyết minh 13, 14, 29).

- **Lãi liên kết theo mùa gió, nước:** 6T/2026 30,5 tỷ nhưng Q1 29,3, Q2 chỉ 1,3 vì gió Tân Thuận lãi mùa khô (CMC Q1 +21,1 tỷ, Q2 −8,3 tỷ); Thác Bà 2 mạnh mùa mưa (Q3).
- **Rủi ro giá điện:** Sơn Mỹ 3.1 đang bị EVN tạm thanh toán 50% giá FIT và hoãn trả cổ tức; phải thu CMC (bên liên quan) 399 tỷ và tăng thêm do EPC GĐ3.

Doanh thu theo loại: biên gộp dịch vụ giảm xuống 9–13% trong các năm làm EPC, lên 15–20% khi chủ yếu là tư vấn

DT / biên gộp (tỷ đ)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	6T/2026
Dịch vụ (tư vấn + EPC + O&M)	3.049,7 / 9,5%	3.091,9 / 12,9%	3.458,7 / 9,5%	1.145,0 / 15,5%	969,5 / 20,3%	1.217,0 / 14,5%	1.264,6 / 14,8%	670,6 / 14,0%
Gia công cơ khí	251,0 / 10,5%	231,4 / 11,7%	144,2 / –1,9%	152,7 / 3,1%	71,8 / 8,9%	99,9 / 9,6%	49,3 / 13,0%	gộp dịch vụ
Bán điện	20,7 / 9,7%	22,7 / 6,2%	23,5 / 8,5%	22,4 / 7,6%	20,0 / 31,5%	19,2 / 30,2%	20,6 / 28,2%	11,6 / 36,2%
EPC nổi bật trong năm	Sơn Mỹ 3.1, Ninh Phước	Gio Thành 1-2	Tân Thuận 75 MW (2.679)	–	–	Hậu Giang (538)	Hậu Giang, Tân Thuận GĐ3	Tân Thuận GĐ3 (221)

Nguồn: thuyết minh doanh thu, giá vốn theo loại (BCTC kiểm toán 2019–2025, soát xét 6T/2026); AAS tính. Mỗi ô: doanh thu / biên gộp. BCTC không tách tư vấn, EPC, O&M.

5 Tiền và công nợ: 2.266 tỷ tiền gửi là tạm ứng của chủ đầu tư, không phải tiền thừa; phải thu CMC 399 tỷ là điểm cần theo dõi

Tỷ đồng	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26
Tiền + tiền gửi có kỳ hạn	**201**	**222**	**290**	**1.111**	**2.269**	**2.266**
Người mua trả tiền trước	**21**	**40**	**92**	**984**	**2.282**	**2.414**
DT tài chính	2,8	2,8	5,5	6,4	20,9	44,1
Lãi suất ngầm định (%/năm)	–	5,3	8,6	3,6	5,0	7,8
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	–84,4	44,7	81,2	891,7	1.046,6	–63,4
Vay ngắn hạn	123	98	90	81	190	206

Nguồn: BCTC quý và soát xét 6T/2026 TV2 (thuyết minh 4, 5, 17, 29); kho AAS; AAS tính. Lãi suất ngầm định = DT tài chính quý × 4 ÷ tiền và tiền gửi bình quân.

- **Lãi tiền gửi là lợi nhuận tạm thời:** tiền gửi có kỳ hạn 6 tháng 1.826 tỷ (chủ yếu tại MB, lãi 4,3–8,2%) tạo 54,8 tỷ lãi 6T/2026, bằng 46% LNTT. Tiền sẽ giảm khi TV2 trả nhà cung cấp lò hơi, tuabin, xây lắp; mỗi 500 tỷ tiền gửi giảm ≈ –6,9 tỷ LNST/quý.
- **Đòn bẩy thấp:** vay ngắn hạn 206 tỷ, không có vay dài hạn; vốn chủ 1.274 tỷ. Rủi ro dòng tiền nằm ở vốn lưu động EPC: khi tạm ứng đã dùng hết mà khối lượng chưa được nghiệm thu, TV2 phải vay.
- **Bảo lãnh:** với 2,4 nghìn tỷ tạm ứng, nhiều khả năng TV2 phải có bảo lãnh tạm ứng của ngân hàng tương ứng; thuyết minh BCTC không nêu số dư bảo lãnh.

Phải thu: tập trung ở bên liên quan CMC; nợ quá hạn tăng từ 56 lên 87 tỷ trong 6T/2026

Phải thu khách hàng lớn (30/06/2026)	Tỷ đ	Ghi chú
CTCP Đầu tư NLTT Cà Mau (CMC, liên kết)	398,9	từ EPC Tân Thuận GĐ1-2 (2021) và GĐ3; tính lãi trả chậm
CTCP NL Sinh khối Hậu Giang (HBE, góp 10%)	72,7	EPC hoàn thành 04/2025, đang quyết toán

Phải thu khách hàng lớn (30/06/2026)	Tỷ đ	Ghi chú
Janakuasa Việt Nam	59,8	tăng từ 18,0 đầu năm
Ban QLDA nhiệt điện Vĩnh Tân	54,1	không đổi từ đầu năm
Ban QLDA các công trình điện miền Nam	48,5	
Houay Lange Power (Lào)	32,7	O&M thủy điện; nợ quá hạn mới
Phải thu khách hàng ngắn hạn (ròng)	**1.104,8**	**dự phòng 61,6 (đầu năm 51,0); quá hạn 87,0, trong đó > 3 năm 39,8**

Nguồn: thuyết minh 7, 40 BCTC soát xét 6T/2026 của TV2. Phải thu CMC ghi 398,9 tỷ ở thuyết minh 7 và 367,1 tỷ ở thuyết minh bên liên quan.

6 Dự báo: LNST mẹ Q3/2026 ~47 tỷ, Q4 ~67 tỷ; năm 2026 ~215 tỷ (gấp 2,3 lần 2025), 2027 ~276 tỷ khi EPC vào cao điểm — chưa tính hệ quả vụ án

LNST mẹ 2026F cơ sở 215 tỷ (kịch bản 165–316 tỷ; dải 80% 148–263 tỷ), gấp 2,2 lần kế hoạch 100 tỷ; Q3 47 tỷ (14–71), Q4 67 tỷ (33–90). Năm 2027 cơ sở 276 tỷ (120–444): DT EPC ~2,3 nghìn tỷ bù cho lãi tiền gửi giảm.

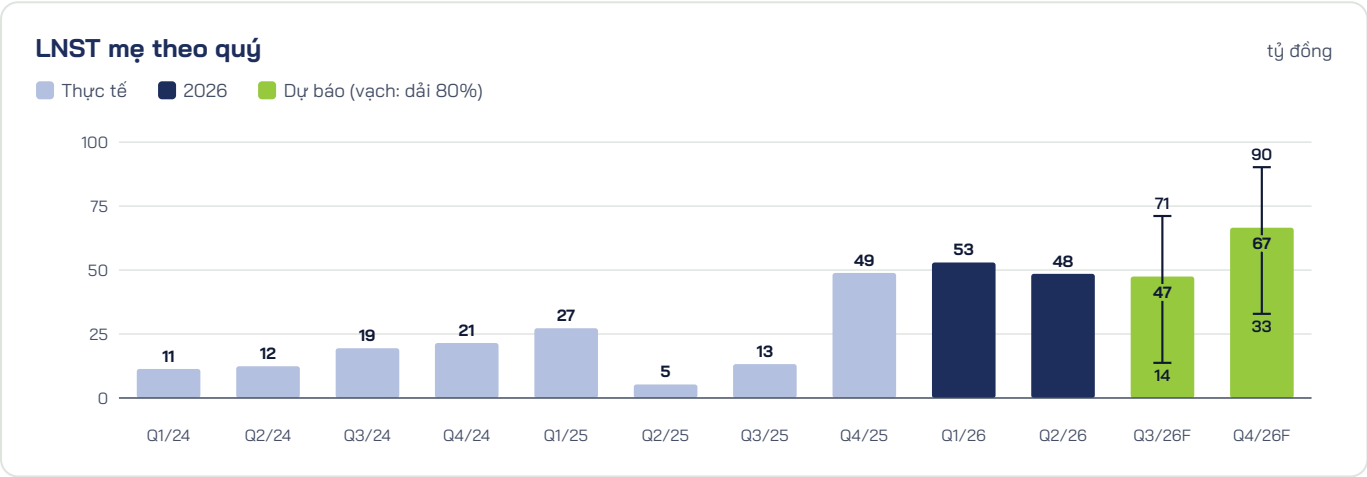
Tỷ đồng	Q3 thấp	Q3 cơ sở	Q3 cao	Q4 thấp	Q4 cơ sở	Q4 cao
DT nền (tư vấn, O&M, cơ khí, điện)	240	255	270	520	560	600
DT EPC	150	250	350	250	450	650
Doanh thu thuần	**390**	**505**	**620**	**770**	**1.010**	**1.250**
LN gộp	45	61	82	93	126	170
Biên gộp	11,5%	12,0%	13,3%	12,1%	12,4%	13,6%
DT tài chính	32,6	38,7	44,4	27,6	34,7	41,9
Chi phí tài chính	−5,5	−4,5	−4,0	−5,5	−4,5	−4,0
Lãi liên kết	0	5	10	3	8	14
CPBH	−5,0	−1,5	−1,0	−6,0	−2,0	−1,5
QLDN	−37	−34	−33	−63	−61	−61
LNTT	**30**	**65**	**100**	**49**	**101**	**161**
LNST mẹ – dự báo AAS	**24**	**47**	**82**	**40**	**67**	**132**
So cùng kỳ (LNST mẹ)	+81%	+259%	+524%	−18%	+36%	+171%
LNST mẹ nếu bỏ lãi tiền gửi tạm ứng	2	26	50	22	59	103

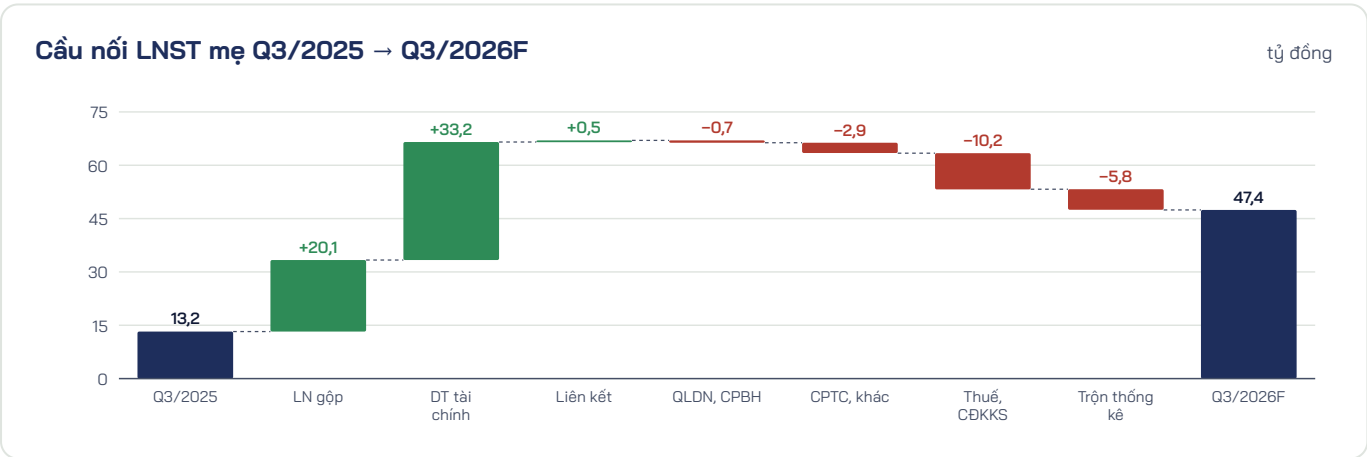
Nguồn: AAS dự báo.

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
Doanh thu thuần	1.335	682	1.842	2.197	2.552	2.750	3.650	4.500

Tỷ đồng	2025	6T/2026	2026F thấp	2026F cơ sở	2026F cao	2027F thấp	2027F cơ sở	2027F cao
LNTT	111	119	198	285	380	145	335	538
LNST mẹ	**95**	**101**	**165**	**215**	**316**	**120**	**276**	**444**
So năm trước			+75%	+128%	+234%	−45%	+28%	+106%
EPS (đ, 67,53 triệu cp)	1.401	1.503	2.451	3.191	4.684	1.770	4.086	6.569
Kế hoạch 2026: LNST				100				

Nguồn: BCTC TV2, nghị quyết ĐHĐCĐ 2026 và báo cáo Ban TGĐ (kế hoạch hợp nhất: DT 2.503 tỷ, LNTT 125 tỷ, LNST 100 tỷ); AAS dự báo. 2026F cơ sở: DT, LNTT theo phương trình; LNST mẹ là số trộn.





Nguồn: AAS tính.

- **Quý 3/2026:** lãi tiền gửi (~39 tỷ so với 5,5 tỷ cùng kỳ) và EPC Tân Thuận GĐ3, eREX đẩy LNST mẹ lên ~47 tỷ so với 13,2 tỷ Q3/2025. BCTC quý 3 (cuối 10/2026) là mốc kiểm tra đầu tiên: DT dưới ~400 tỷ nghĩa là EPC chậm.
- **Quý 4 mang tính mùa vụ:** nghiệm thu tư vấn, O&M cuối năm (tỷ trọng Q4 trung vị 37% LNST năm) cộng EPC; QLDN quý 4 cao hơn ~7 tỷ.
- **Chất lượng lợi nhuận:** bỏ lãi tiền gửi tạm ứng, LNST mẹ cơ sở chỉ còn 26 tỷ Q3 và 59 tỷ Q4; năm 2027 phần lõi ~227 tỷ mới là lợi nhuận từ thi công thật sự.
- **Ba yếu tố theo dõi:** (1) DT EPC theo quý và tiến độ eREX, Ô Môn IV; (2) tốc độ giảm tiền gửi, người mua trả trước; (3) kết luận điều tra và ý kiến kiểm toán năm 2026.

7 Định giá: P/B 1,40x ở phân vị 13% từ 2014, nhưng giá trị tham khảo 27,2 nghìn đ chỉ cao hơn giá 3% khi bỏ lãi tiền gửi tạm thời; AAS không đánh giá

Chỉ số (22/10/2026)	Hiện tại	Trung vị từ 2014	Trung vị 3 năm	Phân vị hiện tại (từ 2014)	z (3 năm)
P/E (LNST mẹ 4 quý)	10,9x	9,0x	35,5x	64%	−2,46
P/B	1,40x	1,89x	1,83x	13%	−1,64
P/E 2026F; 2027F (cơ sở)	8,2x; 6,4x				
Vốn hóa (tỷ đ); giá trị sổ sách/cp (đ)	1.776; 18.809				

Nguồn: AAS tính; vốn hóa = giá × 67,53 triệu cp (số cp lịch sử dựng ngược theo các đợt cổ phiếu thưởng); BCTC lấy sau 45 ngày; P/E dùng LNST mẹ 4 quý gần nhất.

Phương pháp	Bội số	Cơ sở	Giá trị (nghìn đ/cp)
P/E × EPS "bền"	9,0x	trung vị P/E từ 2014; EPS bình quân 2026F–2027F khi bỏ lãi tiền gửi tạm ứng 2.706 đ	24,3
P/B × BVPS 30/06/2026	1,60x	tứ phân vị dưới P/B từ 2014 (ROE lõi ~10–17%); BVPS 18.809 đ	30,0
Giá trị tham khảo		**bình quân 2 cách; chưa trừ rủi ro pháp lý**	**27,2**

Nguồn: AAS tính. Giá trị tham khảo, không phải giá mục tiêu.

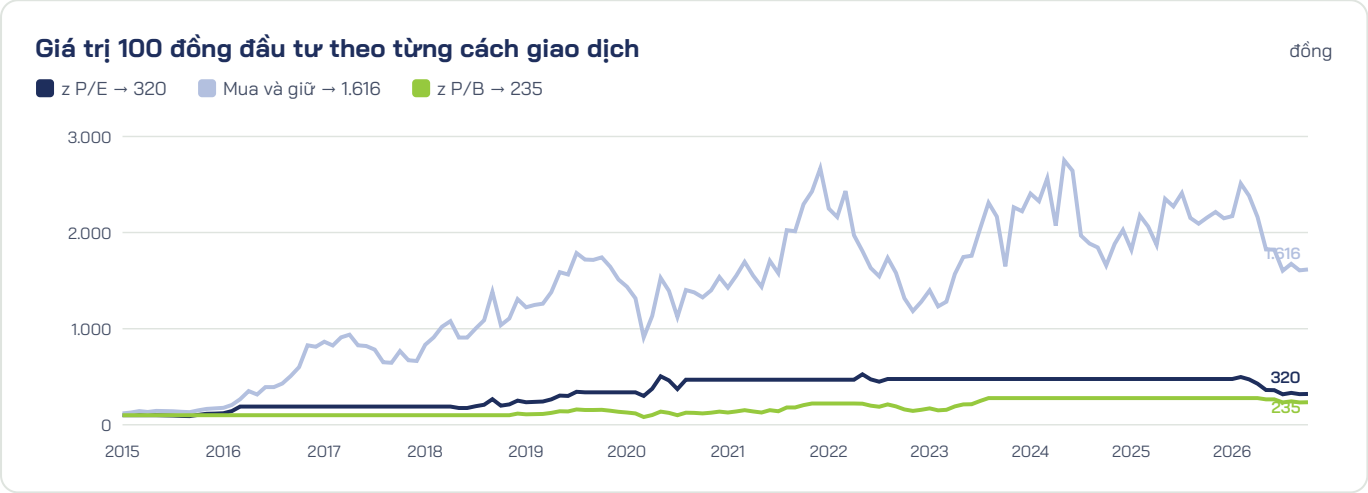
- **P/E 4 quý 10,9x trông rẻ nhưng lợi nhuận bị "phồng" tạm thời:** lãi tiền gửi tạm ứng chiếm ~46% LNTT 6T/2026. AAS định giá trên EPS bình quân 2026–2027 khi bỏ phần này (2.706 đ), nhân P/E trung vị lịch sử 9,0x.
- **P/E 2027F cơ sở 6,4x** nếu EPC đạt ~2,3 nghìn tỷ doanh thu và biên 8%: đây là phần giá trị phụ thuộc vào tiến độ EPC và kết quả vụ án, chưa đủ căn cứ để trả trước.
- **Room ngoại 0%:** nhà đầu tư nước ngoài (7,28%) chỉ được bán cho đến khi công ty điều chỉnh ngành nghề; đây là nguồn cung cổ phiếu thêm trong ngắn hạn.

8 Giao dịch: tín hiệu định giá báo "rẻ" đúng lúc vụ án nổ ra; chờ bốn điều kiện trước khi đánh giá lại

- **z-score là gì:** z đo bội số hiện tại cao hay thấp so với trung bình 3 năm gần nhất (750 phiên), tính bằng số độ lệch chuẩn; z < −1 là rẻ bất thường so với chính TV2. Hiện z P/E −2,46, z P/B −1,64.
- **Cách kiểm tra:** quy tắc đặt trước, chạy lại từ 01/2015 trên giá điều chỉnh; lợi nhuận và vốn chủ chỉ lấy từ BCTC đã công bố (trễ 45 ngày sau quý); lệnh khớp ở phiên sau tín hiệu; mỗi chiều trừ phí 0,4%. Không dùng thông tin tương lai.
- **Kết quả:** mua và giữ TV2 cho +26,6%/năm (nhờ chu kỳ EPC 2016–2021), tốt hơn nhiều quy tắc z P/E (+10,4%/năm) và z P/B (+7,5%/năm); các quy tắc đứng ngoài đúng giai đoạn tăng mạnh.
- **Hạn chế:** chỉ 3–5 lệnh trong gần 12 năm. Cả hai quy tắc đang mở lệnh mua từ khi z rơi dưới −1 — tức sau khi vụ án nổ ra (05/2026). Quy tắc chỉ nói rẻ so với lịch sử, không đo được rủi ro pháp lý; đây là lý do AAS không dùng tín hiệu này lúc này.

Quy tắc (01/2015–10/2026)	100 đồng thành	Lợi suất/năm	Sụt giảm tối đa	Số lệnh	Đang mở lệnh
z P/E < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	320	+10,4%	−49%	5	Có
z P/B < −1 mua, > +1 bán (đặt trước)	235	+7,5%	−50%	3	Có
Mua và giữ	**1.616**	**+26,6%**	**−61%**	**1**	**Có**

Nguồn: AAS tính trên giá điều chỉnh đến 21/10/2026; phí 0,4% mỗi chiều.



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

Yếu tố hỗ trợ

- **Backlog EPC ~7–9 nghìn tỷ**, gấp 6 lần DT 2025, ghi nhận 2026–2028.
- **Tiền tạm ứng 2.266 tỷ** tạo lãi ~35–40 tỷ/quý trong 2026.
- **Tư vấn nguồn, lưới** hưởng lợi Quy hoạch điện VIII (LNG, thủy điện mở rộng, 500 kV, hạt nhân).
- **Định giá:** P/B 1,40x, z P/B −1,64.

Rủi ro

- **Pháp lý, kế toán:** Chủ tịch, Kế toán trưởng bị khởi tố; chưa có kết luận.
- **Biên EPC thấp (~8%)**, rủi ro vượt chi phí, bảo hành; phải thu CMC 399 tỷ.
- **Lãi tiền gửi giảm** khi giải ngân; vốn lưu động EPC có thể phải vay.
- **Room ngoại 0%**, cổ đông nước ngoài chỉ được bán.

ĐIỀU KIỆN ĐỂ AAS ĐÁNH GIÁ LẠI TV2

- **Kết luận điều tra hoặc cáo trạng** nêu rõ hành vi, số tiền liên quan và trách nhiệm (nếu có) của pháp nhân TV2.
- **BCTC kiểm toán 2026** không có ý kiến ngoại trừ, hoặc TV2 công bố số điều chỉnh hồi tố.
- **EVN, PVN tiếp tục giao việc:** TV2 trúng thêm gói tư vấn của EVN và các hợp đồng EPC giữ tiến độ, tạm ứng không bị thu hồi.
- **DT EPC quý 3–4/2026** xác nhận backlog chuyển thành doanh thu (≥ ~250 tỷ/quý) và room ngoại được nâng lại.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH THEO DÕI TV2

- **Không đánh giá:** AAS chưa đưa vùng mua, giữ, bán vì rủi ro lớn nhất (hệ quả vụ án lên số liệu kế toán, dòng tiền và nguồn việc từ EVN) chưa đo được.
- **Người đang nắm giữ:** tỷ trọng nên đủ nhỏ để chịu được một kịch bản đơn lẻ ở mục 2 (−4% đến −25% giá trị mỗi cp).
- **Mốc tiếp theo:** BCTC quý 3/2026 (cuối 10/2026), kết luận điều tra, ĐHĐCĐ điều chỉnh ngành nghề (room ngoại), BCTC kiểm toán 2026 (03/2027).

AAS | RESEARCH

Nhận định trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 22/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Nhận định 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

- **Không đánh giá:** AAS không đưa khuyến nghị mua, nắm giữ hay bán và không công bố vùng giá khi rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp chưa đo được bằng thông tin công bố. Với TV2, đó là hệ quả của vụ án tại EVNNPT, Tập đoàn PC1 và các đơn vị liên quan, trong đó Chủ tịch HĐQT và Kế toán trưởng TV2 bị khởi tố, chưa có kết luận điều tra. Dự báo lợi nhuận và số liệu định giá trong báo cáo chỉ để tham khảo; AAS đánh giá lại khi các điều kiện nêu trong báo cáo được đáp ứng.
- **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.