

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

Huy động sản lượng mạnh mẽ trong pha El Nino

- LN ròng Q2/26 tăng 24% svck, hỗ trợ bởi huy động sản lượng tăng mạnh trong khi chi phí khấu hao và bảo dưỡng giảm giúp cải thiện biên LN.
- Trong 2026-27, trong bối cảnh pha El Nino tăng cường, kỳ vọng huy động sản lượng duy trì tích cực với tỷ lệ giao Qc cao, hỗ trợ LN ròng tăng 1%/6% svck, tương đương tăng 9%/8% sv dự phóng T12/2025.
- Duy trì khuyến nghị **Khả quan** với giá mục tiêu 27,300đ/cp.

KQKD Q2/26: Huy động sản lượng vượt trội trong bối cảnh nhu cầu tăng

Sản lượng Q2/26 tăng 54% từ nền thấp cùng kỳ, hỗ trợ bởi nhu cầu điện toàn quốc phục hồi mạnh ~12%. Giá khí tăng ~7% đạt 10.2USD/mmbtu do căng thẳng địa chính trị trong Q2, do đó, giá bán tăng lên giúp doanh thu phục hồi 36% svck. LN gộp tăng mạnh 30% svck nhờ quy mô doanh thu tăng, cùng với chi phí khấu hao, chi phí bảo dưỡng giảm svck. Tuy nhiên, biên LN gộp ghi nhận giảm do cùng kỳ năm ngoái nhà máy được bù doanh thu Qc lớn. Doanh thu tài chính tăng 100% svck đến từ lãi tiền gửi. Chi phí tài chính tăng 25% svck nhưng không đáng kể chỉ ~25 tỷ đồng. Theo đó, LN ròng Q2/26 tăng 24% svck đạt 403 tỷ đồng, hỗ trợ LN ròng 6T26 tăng 60% svck đạt 583 tỷ đồng, hoàn thành 68% dự phóng MBS.

Triển vọng 2026-27: Pha El Nino tăng cường hỗ trợ triển vọng huy động

Chúng tôi ước tính LN ròng 2026-27 tăng lần lượt 1%/6% svck, tương đương mức điều chỉnh tăng 9%/8% sv dự phóng tháng 12/2025. Trong bối cảnh pha El Nino được dự báo duy trì từ nay đến nửa đầu 2027, huy động nhiệt điện sẽ tiếp tục tích cực. Cụ thể, chúng tôi cho rằng nhu cầu điện sẽ tăng mạnh trong giai đoạn này >10%, trong khi nguồn cạnh tranh là thủy điện sẽ giảm sút rõ rệt. Theo đó, ước tính sản lượng điện NT2 tăng 23%/0% svck trong 2026-27, nguồn khí về cơ bản được đảm bảo khi doanh nghiệp đang đàm phán cấp khí bổ sung từ Hải Thạch – Mộc Tinh Lô 05-2 & 05-3 giúp bù đắp tình trạng thiếu khí. Giá khí kỳ vọng tăng nhẹ trong 2026 sau đó giảm từ 2027 khi giá dầu ổn định trở lại. Chúng tôi cho rằng việc giao Qc cao và giá thị trường điện cải thiện sẽ là hỗ trợ chính cho biên LN gộp duy trì ở mức cao đạt ~14.5%.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27,300đ/cp

Giá mục tiêu không đổi đạt 27,300đ/cp, chủ yếu do điều chỉnh tăng EPS 2026-27 9%/8% sv dự phóng tháng 12/2025, đồng thời tăng tỷ lệ chiết khấu WACC từ 14.5% lên 16.8%, phản ánh môi trường lãi suất tăng. Chúng tôi cho rằng NT2 khá phù hợp với chiến lược đầu tư ngành phòng thủ với tài chính tốt, vay nợ ít và trả cổ tức đều đặn. Kỳ vọng mức nền LN ròng của NT2 có thể duy trì trên 1,000 tỷ đồng trong 2025-27, cao hơn đáng kể sv giai đoạn trước 2024, cho thấy triển vọng huy động bền vững của nhà máy.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	5,944	7,958	9,254	9,276
Lợi nhuận ròng	83	1,130	1,137	1,201
Tăng trưởng doanh thu thuần	-6.9%	33.9%	16.3%	0.2%
Tăng trưởng LN ròng	-82.5%	1263.5%	0.6%	5.7%
Biên LN gộp	0.9%	15.7%	14.8%	15.2%
Biên EBITDA	11.1%	21.6%	15.2%	15.7%
ROAE	2.0%	23.3%	20.8%	19.7%
ROAA	1.0%	12.6%	11.2%	10.9%
EPS (VND/cổ phiếu)	288	3,926	3,948	4,173
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,552	16,880	18,950	21,194

Nguồn: NT2, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND27,300

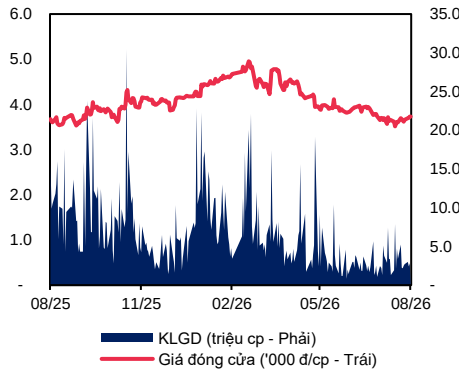
Tiềm năng tăng giá

35%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 2026/27 9%/8% sv dự phóng tháng 12/2025.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Giá thị trường (VND)	21,750
Cao nhất 52 tuần (VND)	28,900
Thấp nhất 52 tuần (VND)	25,500
Vốn hóa (tỷ VND)	6,261
P/E (TTM)	4.6
P/B	1.2
Thị suất cổ tức (%)	3.2%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	10.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

PVPower	59.4%
Khác	40.6%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

CTCP Điện lực Dầu khí Nhơn Trạch 2 (HSX: NT2)

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Nhơn Trạch 2 - nhà máy điện khí nổi bật của Việt Nam, đạt hiệu suất ~56-58% được cho là tỉ lệ tốt nhất trong số các nhà máy điện khí nội. Doanh nghiệp hiện tại đã hết nợ vay dài hạn và khấu hao thiết bị, chi phí bảo dưỡng được tối ưu nhờ các biện pháp giãn lịch O&M, nhà máy cơ bản vận hành ổn định và hiệu quả.
- Trong 2026-27, xu hướng huy động cải thiện rõ rệt tăng 23%/0.0% svck khi pha El Nino duy trì với cường độ cao. Trong giai đoạn này, nhu cầu điện tăng trưởng mạnh mẽ ~10% do nền nhiệt độ tăng mạnh, trong khi rủi ro khô hạn kéo dài khiến cho huy động thủy điện giảm sút. Tác động kép ở cả phía cung và cầu dẫn đến nhu cầu huy động nhiệt điện cao để bù đắp cho hệ thống là tương đối rõ ràng. Có thể thấy rõ, NT2 được giao Qc cao từ 2025 đến nay và trong bối cảnh rủi ro thiếu điện hiển hữu, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này sẽ duy trì sang 2026-27. Kế hoạch giao Qc không chỉ quyết định triển vọng sản lượng mà còn giúp tối ưu biên LN, nhất là khi nhà máy không có quá nhiều lợi thế cạnh tranh trên thị trường điện do giá bán cao. Có thể thấy, quy mô LN của NT2 từ 2025 đến nay được đẩy lên mức 1.000 tỷ, cải thiện rõ rệt so với giai đoạn trước, chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp có thể duy trì được ở mức nền cao này trong 2-3 năm tới.
- Tình trạng thiếu khí đang được khắc phục, NT2 đang ký hợp đồng cấp khí bổ sung từ Hải Thạch – Mộc Tinh từ Lô 05-2 & 05-3, cũng như xây dựng phương án xin phê duyệt huy động thêm từ các nguồn LNG, đảm bảo nguồn đầu vào trong những giai đoạn nhu cầu điện tăng mạnh.
- Triển vọng lợi nhuận dài hạn có các tín hiệu tích cực, khi NT2 vừa thực hiện trích LN vào quỹ đầu tư phát triển ~565 tỷ đồng. Doanh nghiệp hiện đang theo đuổi dự án tiềm năng mới Nhơn Trạch 5 (300-600MW), tiến độ hiện tại còn khá sớm khi đang trong giai đoạn tiền khả thi và đánh giá hiệu quả kinh tế. Nếu vẫn tiếp tục theo đuổi, chúng tôi cho rằng triển vọng trả cổ tức dự kiến sẽ ổn định ở mức ~2,000đ/cp trong các năm tới, tương đương tỷ suất cổ tức ~9.2% tại mức giá hiện tại.

Duy trì Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 27,300đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan NT2 với giá mục tiêu 27,300đ/cp (tiềm năng tăng giá bao gồm tỷ suất cổ tức đạt 35%), không đổi so với dự phóng tháng 12/2025 do điều chỉnh tăng chiết khấu WACC từ 14.5% lên 16.8% phản ánh môi trường lãi suất cao, đồng thời điều chỉnh tăng EPS 2026/27 9%/8%, phản ánh tình hình huy động tích cực và giao Qc cao. Định giá dựa trên 2 phương pháp:

- DCF-5 năm (WACC: 16.8%; COE: 17.1%; tăng trưởng dài hạn: 0%) phản ánh quan điểm thận trọng về tiềm năng dài hạn NT2.
- EV/EBITDA mục tiêu 4.5x, tương đương mức hiện tại của doanh nghiệp. Chúng tôi cho rằng đây là mức định giá hợp lý trong bối cảnh ROE 2026 tiếp tục neo cao như giai đoạn 2025, đạt ~21% và cao hơn nhiều GD trước 2024 trung bình ~11%.

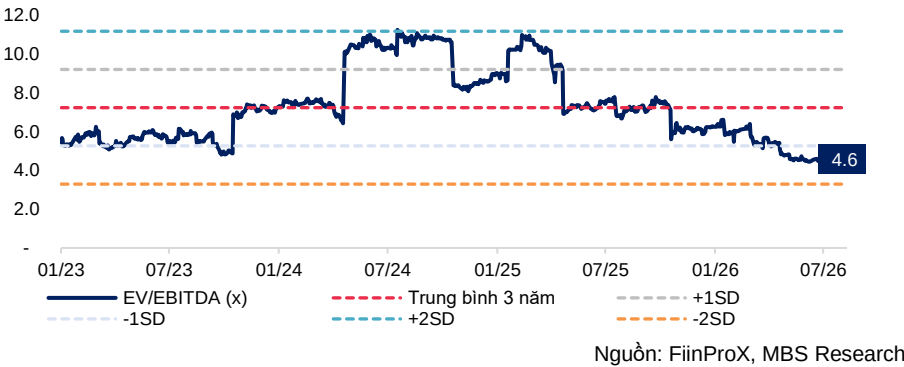
Tiềm năng đánh giá lại:

- Có cơ chế rõ ràng hơn cho việc cấp khí LNG cho các nhà máy nội địa.
- Dự án NMD Nhơn Trạch 5 có thêm các diễn biến tích cực.

Rủi ro giảm giá:

- Thiếu khí tiếp tục là yếu tố ảnh hưởng lên huy động sản lượng.
- Nhu cầu tiện tăng thấp hơn dự kiến, khiến cho giao Qc giảm.

Hình 1: EV/EBITDA NT2 giai đoạn 2023-26 đã về mức đáy 3 năm



Hình 2: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBITDA	1,410	1,456	1,288	1,306	1,161	1,176
(-) Chi phí khấu hao	(157)	(154)	(155)	(155)	(156)	(130)
EBIT	1,253	1,302	1,134	1,151	1,005	1,045
(-) Thuế	(251)	(260)	(227)	(230)	(201)	(209)
Thuế (%)	20%	20%	20%	20%	20%	20%
EBIAT	1,002	1,042	907	921	804	836
(+) Chi phí khấu hao	157	154	155	155	156	130
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(258)	(198)	567	(406)	220	(105)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(6)	(8)	(7)	(8)	(7)	(8)
FCFF	895	990	1,622	662	1,173	854
Giá trị dòng tiền năm cuối						5,077

Source: MBS Research

Hình 3: Định giá DCF – Các giả định WACC

Giả định	
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Beta bloomberg 2Y	1.4
Phần bù rủi ro (ERP)	9%
Chi phí vốn - ke	17%
Chi phí nợ - kd (sau thuế)	8.0%
Tỷ lệ nợ trên vốn	3%
WACC	16.8%

Source: MBS Research

Hình 4: Định giá DCF – Giá trị doanh nghiệp

Định giá DCF	Tỷ đồng
Giá trị doanh nghiệp	5,942
(-) Nợ	(1,762)
(+) Tiền mặt	3,780
Giá trị doanh nghiệp + Lợi ích thiểu số	7,959
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	7,959
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	27,648

Source: MBS Research

Hình 5: Định giá P/B

Phương pháp định giá EV/EBITDA	Tỷ đồng
EV/EBITDA mục tiêu	4.5x
Giá trị doanh nghiệp	5,782
(-) Nợ	(1,762)
(+) Tiền mặt	3,780
Giá trị doanh nghiệp + lợi ích cơ thiểu số	7,800
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-
(-) Cổ phiếu ưu đãi	-
Giá trị hợp lý của doanh nghiệp	7,800
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	288
Giá trị mỗi cổ phần (đ/cp)	27,094

Source: MBS Research

Hình 6: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá (đ/cp)	Tỷ trọng	Giá mục tiêu (đ/cp)
DCF	27,648	50%	13,824
EV/EBITDA	27,094	50%	13,547
Trung bình giá (đ/cp)			27,371
Giảm giá			
Giá cổ phiếu (đ/cp)			27,371
Giá cổ phiếu làm tròn (đ/cp)			27,380
Giá hiện tại (đ/cp)			22,000
Tăng/(giảm) sv giá hiện tại (%)			25.8%

Source: MBS Research

Hình 7: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA(%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
	Bloomberg	tr USD	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Doanh nghiệp nước ngoài												
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	987.3	95.0	28.4	0.7	0.8	0.4	0.6	1.5	3.1	6.3	6.1
Banpu power	BPP TB	1,101.1	4.4	na	0.7	na	9.3	na	15.6	na	8.9	na
Ratchaburi Elec	RATCH TB	2,472.0	14.7	12.5	0.8	0.8	2.4	3.5	5.7	6.7	23.8	19.2
Manila Electric	MER PM	9,051.4	10.7	10.2	3.3	2.8	7.0	6.0	32.1	27.1	11.3	9.4
Doanh nghiệp trong nước												
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	185.9	10.9	na	0.7	na	6.1	na	7.1	na	3.9	na
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	193.2	4.9	6.9	0.8	0.8	13.6	7.1	18.8	9.2	1.8	2.9
CTCP Nhiệt điện Phả Lại	PPC VN	112.6	10.7	11.9	0.6	0.6	4.7	4.9	6.0	6.1	14.6	8.1
PVPower	POW VN	1,348.0	6.6	10.4	0.9	1.0	6.3	4.4	16.4	10.1	5.1	6.4
GENCO3	PGV VN	1,013.0	6.0	14.5	1.4	1.3	8.0	3.2	26.6	10.7	4.4	5.6
Trung bình			18.2	13.5	1.1	1.2	6.4	4.2	14.4	10.4	8.9	8.2
CTCP Điện lực Nhơn Trạch 2	NT2 VN	236.1	4.6	6.4	1.1	1.1	13.9	13.4	27.3	20.8	1.8	2.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

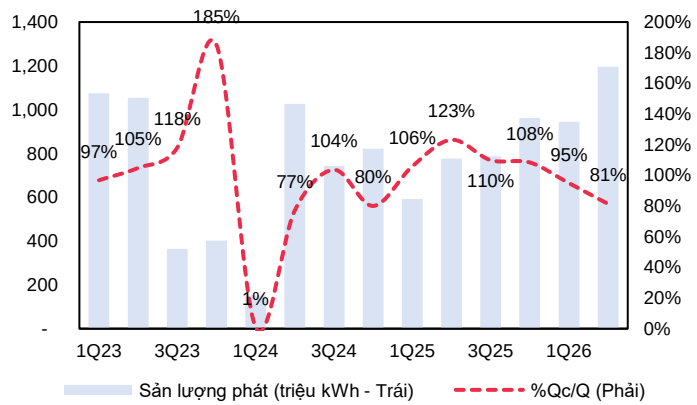
KQKD Q2/26: Huy động sản lượng vượt trội do nhu cầu tăng

Hình 8: Tổng hợp KQKD Q2/26

Tỷ đồng	Q2/26	%svck	6T26	%svck	Sv dự phóng 2026	Nhận xét
Sản lượng (triệu kWh)	1,195	54.0%	2,141	56.9%	59%	Sản lượng tăng nhờ nhu cầu điện phục hồi 10% trong 6 tháng đầu năm. Q2 ghi nhận tăng đột biến ~12% do nắng nóng.
Sản lượng Qc (triệu kWh)	973	1.8%	1,870	18.1%	56%	Giao Qc có sự cải thiện rõ rệt so với cùng kỳ
Tỷ lệ Qc/Q	81%	-33.9%	87%	-24.8%		
Giá bán bình quân (đ/kWh)	2,363	-11.8%	2,334	-9.2%	102%	Giá bình quân giảm chủ yếu do cùng kỳ năm ngoái ghi nhận doanh thu bù Qc mặc dù không phát sinh sản lượng.
Giá khí bình quân (USD/mmbtu)	10.3	7.3%	10.1	6.5%	107%	Giá khí tăng mạnh trong Q2 thời điểm xung đột Mỹ - Iran
Doanh thu	2,825	35.7%	4,996	42.4%	60%	Theo đó, doanh thu Q2/26 tăng 35% svck, hỗ trợ bởi sản lượng huy động rất tối ưu
Giá vốn hàng bán	2,348	36.9%	4,302	38.9%	59%	
LN gộp	477	30.0%	694	68.8%	70%	LN gộp Q2/26 tăng 30% svck với biên LN gộp giảm nhẹ chủ yếu do cùng kỳ năm ngoái ghi nhận doanh thu bù Qc lớn. Tuy nhiên mức LN gộp vẫn duy trì ở nền khá cao nhờ quy mô sản lượng cải thiện và chi phí khấu hao, bảo dưỡng giảm mạnh svck.
Biên LN gộp (%)	16.9%	-0.7đ%	13.9%	2.2đ%		
Chi phí bán hàng & QLDN	26	23.2%	60	50.6%	59%	Chi phí bán hàng & QLDN tăng 23% svck chủ yếu tăng ở lương nhân công, tuy nhiên giá trị không lớn.
EBIT	450	30.4%	634	70.8%	71%	
Doanh thu tài chính	76	100.1%	134	93.2%	75%	Doanh thu tài chính tăng dần chủ yếu từ lãi tiền gửi, yếu tố khá cơ bản khi nhà máy hết nghĩa vụ nợ vay và vận hành ổn định.
Chi phí tài chính	23	25.3%	41	29.3%	75%	Chi phí tài chính tăng 25% svck nhưng giá trị không đáng kể, chủ yếu là khoản vay vốn lưu động ngắn hạn.
Thu nhập ròng khác	1	na	1	na	95%	
LN trước thuế	504	38.1%	727	78.1%	72%	
LN ròng	403	23.5%	583	60.5%	68%	Theo đó, LN ròng Q2 tăng 23.5% svck, hỗ trợ LN ròng 6T26 tăng 60% svck đạt 583 tỷ đồng, hoàn thành 68% dự phóng MBS.

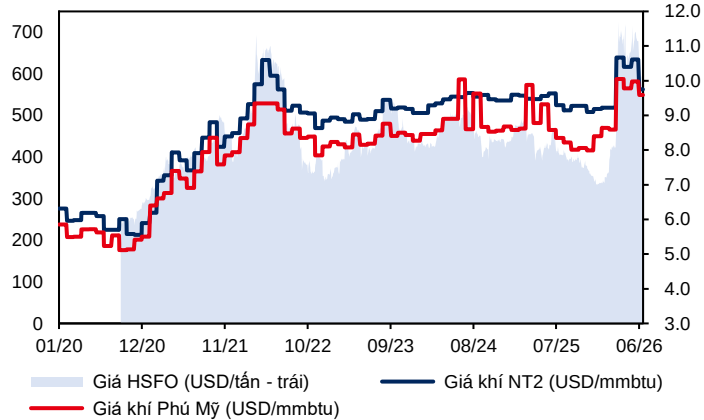
Nguồn: NT2, MBS Research

Hình 9: Sản lượng huy động cải thiện đáng kể từ 2024, và Qc cao hơn, là yếu tố quan trọng giúp cải thiện biên LN gộp



Nguồn: NT2, MBS Research

Hình 10: Giá khí vẫn duy trì ở mức cao, ảnh hưởng đến khả năng cạnh tranh trên thị trường điện, tuy nhiên việc được huy động với Qc cao giúp giảm thiểu tác động từ yếu tố này



Nguồn: NT2, Bloomberg, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Pha El Nino tăng cường hỗ trợ triển vọng huy động

Hình 11: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD NT2 2025-26

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	%svck	2026	%svck	%Δ	2027	%svck	%Δ	Đánh giá
Sản lượng (triệu kWh)	3,118	14%	3,826	23%	6%	3,826	0%	2%	Dự phóng sản lượng tăng nhẹ sv báo cáo trước, phản ánh triển vọng giao Qc cao hơn. Ước tính tăng 23%/0% svck trong 2026-27. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng pha El Nino duy trì sẽ là động lực lớn nhất đối với NT2, nhờ giúp tăng nhu cầu điện trong các mùa nắng nóng, cũng như giảm triển vọng huy động của nguồn điện cạnh tranh là thủy điện. Chúng tôi cho rằng xu hướng này sẽ kéo dài đến ít nhất nửa đầu năm 2027.
Giá điện bình quân (đ/kWh)	2,552	18%	2,418	-5%	5%	2,424	0%	6%	Giá bán điện bình quân điều chỉnh tăng nhẹ trong 2026-27, chủ yếu phản ánh giá khí tăng neo theo tình hình giá dầu Brent. Việc giá bình quân giảm 5% trong 2026 do cùng kỳ năm ngoái ghi nhận doanh thu bù Qc lớn trong khi năm nay sản lượng huy động khá sát kế hoạch được giao.
Giá khí bình quân (USD/mmbtu)	9.4	-0.8%	9.9	6.0%	4%	9.8	-1.1%	1%	Giá khí kỳ vọng ổn định lại trong 2027, nhưng có xu hướng neo cao và tăng bền vững trong dài hạn khi chi phí khai thác các mỏ nội địa mới ngày càng đắt đỏ và xu hướng phải bù đắp từ nguồn khí LNG giá cao.
Doanh thu	7,958	34%	9,254	16%	11%	9,276	0%	8%	Theo đó, ước tính doanh thu tăng 11%/8% sv dự phóng trước
Giá vốn hàng bán	6,710	14%	7,885	18%	11%	7,864	0%	6%	Điều chỉnh tăng giá vốn chủ yếu phản ánh chi phí giá khí (chiếm ~70% giá vốn nhà máy) tăng lên. Tuy nhiên chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí bảo dưỡng theo số liệu thực tế 6T đầu năm, lý do chủ yếu do điều chỉnh của TT99, hiện không cho trích trước chi phí O&M chưa phát sinh.
LN gộp	1,248	2322%	1,369	10%	15%	1,413	3%	17%	Điều chỉnh tăng LN gộp sv dự phóng trước, phản ánh các yếu tố về chi phí cố định như O&M giảm, cũng như giá bán thị trường điện cao hơn sv dự kiến. Trong 2026-27, với môi trường huy động thuận lợi, được giao Qc cao và giá thị trường điện cải thiện (+15% svck trong 6T đầu năm), chúng tôi cho rằng biên LN gộp sẽ duy trì ở mức cao ~14-15%.
Biên LN gộp (%)	15.7%	15đ%	14.8%	-1đ%	0đ%	15.2%	-16đ%	1đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	85	5%	116	36%	12%	111	-5%	8%	
EBIT	1,163	na	1,253	8%	15%	1,302	4%	18%	
Chi phí tài chính	66	72%	89	34%	-4%	80	-9%	2%	
Doanh thu tài chính	170	70%	256	50%	28%	279	9%	16%	Chúng tôi điều chỉnh tăng doanh thu tài chính 2026-27 28%/16% sv dự phóng trước, chủ yếu phản ánh lượng tiền mặt cao hơn dự kiến và lãi suất huy động các ngân hàng tăng mạnh.

Thu nhập ròng khác	4	-94%	4	0%	6%	4	-100%	6%	
LNTT	1,268	1120%	1,421	12%	19%	1,502	6%	18%	
Chi phí thuế	138	554%	284	106%	87%	300	-81%	92%	Điều chỉnh mức thuế suất lên 20% khi nhà máy hết hạn ưu đãi thuế.
LN ròng	1,130	1264%	1,137	1%	9%	1,201	6%	8%	Theo đó, LN ròng 2026-27 tăng 9%/8% sv dự phóng tháng 12/2025, tương đương mức tăng trưởng 1%/6% svck. Nếu loại bỏ khoản 91 tỷ đồng doanh thu bất thường từ hồi tố phí môi trường rừng trong 2025, ước tính tăng trưởng LN thuần từ HDKD 2026 đạt 8% svck. Chúng tôi cho rằng tăng trưởng khiêm tốn chủ yếu do nền LN 2025 rất cao, việc duy trì được mức LN trên 1000 tỷ đồng đã phản ánh triển vọng huy động tích cực. Doanh nghiệp có thể duy trì mức trả cổ tức 2000d/cp theo kế hoạch, tương đương mức tỷ suất cổ tức 9.2% theo thị giá hiện tại.

Nguồn: NT2, MBS Research

Nhơn Trạch 2 tổ chức lấy ý kiến cổ đông thông qua các điều khoản bổ sung cho hợp đồng mua bán khí:

Nội dung chính trong sửa đổi lần này là xây dựng kế hoạch mua bổ sung từ hai lô 05-2&05-3 mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh, xuất phát từ tình trạng suy giảm nhanh của nguồn khí Đông Nam Bộ. Nếu không đầu tư, mỏ có thể phải dừng vận hành từ 2029. Chủ mỏ đề xuất triển khai chương trình khoan infill để bổ sung nguồn khí với trữ lượng ước tính được phê duyệt tăng lên khoảng 8.8 tỷ Sm3.

Hiện tại năng lực cấp khí khu vực ĐNB chỉ vào khoảng ~2.6 tỷ Sm3/năm, tương đương 7-8tr Sm3/ngày, chỉ đạt khoảng 40% công suất thiết kế tại khu vực (~21tr Sm3/ngày). Theo đó, dự án cấp khí bổ sung giúp tăng thêm ~0.77-2.38 tỷ Sm3/ngày trong 2026-28, tương đương 10%-30% tổng khả năng cấp khí tổng, và tiếp tục tăng lên trong các năm tiếp theo, cho thấy tầm quan trọng của dự án.

Ngoài ra, phương án tính giá khí cũng được điều chỉnh và chia làm 2 phần bao gồm phần khí hiện hữu (baseline) và phần khí tăng thêm (Incremental). Trong đó, phương án tính giá khí cho phần từng phần được triển khai như sau:

$$P_{Baseline} = 5,25 \times \left[50\% \times (1 + 2\%)^t + 50\% \times \frac{FO_{n-1}}{FO_0} \right]$$

P_{baseline}: Giá khí baseline tại miệng giếng
Giá khí cơ sở P₀ = 5.25 USD/mmbtu, xác lập tại t cơ sở năm 2012
t: số năm tính từ ngày cơ sở
FO_{n-1}: Giá bình quân HSFO 180CST quý liền trước
FO₀ = 660.4157 USD/tấn, giá cơ sở quy định trong hợp đồng

→ Giá khí baseline ước tính 2026 = **5.85USD/mmbtu**

$$P_{Incremental} = 7,38 \times (1 + 2\%)^t$$

P_{incremental}: Giá khí tăng thêm tại miệng giếng
Giá cơ sở tại ngày 01/01/2026 = 7.38 USD/mmbtu
t: Ngày cơ sở với **t₀** tại 2026

→ Giá khí incremental ước tính 2026 = **7.38USD/mmbtu**

Nếu so sánh với công thức tính các mỏ hiện hữu (46%FO), phương án tính baseline trả kết quả thấp hơn, độ nhạy so với diễn biến giá dầu FO cũng giảm đi, khá có lợi trong những giai đoạn giá dầu tăng mạnh. Phần giá khí bổ sung (incremental) áp dụng công thức ổn định khi loại bỏ yếu tố neo theo FO, tuy nhiên mức nền giá cơ sở (P0) cao, và hiện tại đắt hơn ~26% so với giá baseline trong khi tỷ trọng khí từ phần này dự kiến sẽ tăng nhanh từ 2027.

Về ảnh hưởng lên Nhơn Trạch 2, chúng tôi cho rằng việc được bổ sung nguồn mới sẽ cung cấp thêm ~210-230tr Sm3 trong 2026-28 nếu tính tỷ lệ phân bổ

tương đối theo tỷ lệ công suất các nhà máy điện trong khu vực, tương đương ~20-30% nhu cầu khí hiện tại của NT2. Hiện tại NT2 vẫn còn hợp đồng khí với GAS ~784tr Sm³/năm (tương đương năng lực vận hành ~4.1 tỷ kWh, ~60% công suất thiết kế), cùng với việc đang lên kế hoạch xin cấp bổ sung từ nguồn LNG, chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ vẫn đảm bảo mức huy động tối thiểu 50% công suất các năm tới. Về giá bán, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, giá bán có thể giảm nhẹ, tuy nhiên xu hướng neo cao và tăng bền vững trong dài hạn khá rõ ràng. Chúng tôi tổng hợp lại các thông tin như sau:

Hình 12: Tổng hợp ước tính sản lượng & giá bán tại 2 lô 05-2&05-3 Hải Thạch – Mộc Tinh

Năm	Baseline (tỷ Sm ³)	Incremental (tỷ Sm ³)	Tổng cộng (tỷ kWh)	Tỷ trọng Baseline (%)	Tỷ trọng Incremental (%)	Giá khí Baseline (USD/mmbtu)	Giá khí Incremental (USD/mmbtu)	Giá tổng hợp (USD/mmbtu)
2026	0.8	0.3	1.0	73%	27%	5.9	7.4	6.3
2027	0.7	0.5	1.1	57%	43%	5.9	7.5	6.6
2028	0.5	0.9	1.4	38%	62%	6.0	7.7	7.0
2029	0.4	1.2	1.7	27%	73%	6.1	7.8	7.4
2030	-	1.6	1.6	0%	100%	-	8.0	8.0
2031	-	1.3	1.3	0%	100%	-	8.2	8.2
2032	-	1.1	1.1	0%	100%	-	8.3	8.3
2033	-	0.9	0.9	0%	100%	-	8.5	8.5
2034	-	0.7	0.7	0%	100%	-	8.7	8.7
2035	-	0.6	0.6	0%	100%	-	8.8	8.8
2036	-	0.5	0.5	0%	100%	-	9.0	9.0
2037	-	0.5	0.5	0%	100%	-	9.2	9.2
2038	-	0.4	0.4	0%	100%	-	9.4	9.4
2039	-	0.4	0.4	0%	100%	-	9.6	9.6
2040	-	0.3	0.3	0%	100%	-	9.7	9.7

*Giá khí chưa bao gồm phí vận chuyển

Nguồn: NT2, MBS Research

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	5,944	7,958	9,254	9,276	LN trước thuế	104	1,268	1,421	1,502
Giá vốn hàng bán	5,892	6,710	7,885	7,864	Khấu hao	687	556	157	154
Lợi nhuận gộp	52	1,248	1,369	1,413	Thuế đã nộp	(20)	(85)	(284)	(300)
Chi phí quản lý DN	81	85	116	111	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	(0)	-
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	Thay đổi VLD	(147)	(547)	(258)	(198)
LN từ HĐKD	(30)	1,163	1,253	1,302	LCTT từ HĐKD	528	1,003	780	879
EBITDA thuần	657	1,719	1,410	1,456	Đầu tư TSCĐ	(4)	(9)	(6)	(8)
LN trước thuế & lãi vay	104	1,268	1,421	1,502	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	-	-	-
Thu nhập lãi	100	170	256	279	LCTT từ đầu tư	(67)	(1,372)	(52)	(29)
Chi phí tài chính	39	66	89	80	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	72	1	1	1	Tiền vay ròng nhận được	(204)	766	(150)	(150)
TN từ các Cty LK & LD	-	-	-	-	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
LN trước thuế	104	1,268	1,421	1,502	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(201)	(431)	(576)	(576)
Thuế TNDN	21	138	284	300	LCTT từ hoạt động TC	(405)	334	(691)	(705)
Lợi nhuận sau thuế	83	1,130	1,137	1,201	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1	57	22	60
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	LC tiền thuần trong năm	56	(35)	38	144
Lợi nhuận ròng	83	1,130	1,137	1,201	Tiền & tương đương tiền cuối kì	57	22	60	204
Chi trả cổ tức	(201)	(431)	(576)	(576)					
Lợi nhuận giữ lại	(119)	699	561	625					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	2024	2025	2026	2027		2024	2025	2026	2027
Tiền và tương đương tiền	57	22	60	204	Tăng trưởng doanh thu thuần	-6.9%	33.9%	16.3%	0.2%
Đầu tư ngắn hạn	2,273	3,757	4,057	4,357	Tăng trưởng EBITDA	-41.7%	161.5%	-18.0%	3.3%
Phải thu khách hàng	2,989	3,895	4,069	4,046	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-106.7%	-4021.5%	7.7%	3.9%
Hàng tồn kho	333	354	374	388	Tăng trưởng LN trước thuế	-79.8%	1119.7%	12.1%	5.7%
Các tài sản ngắn hạn khác	122	5	49	46	Tăng trưởng LN ròng	-82.5%	1263.5%	0.6%	5.7%
Tổng tài sản ngắn hạn	5,774	8,033	8,611	9,042	Tăng trưởng EPS	-82.5%	1263.5%	0.6%	5.7%
Tài sản cố định	1,420	875	724	578	Biên LN gộp	0.9%	15.7%	14.8%	15.2%
Tài sản vô hình	22	22	21	21	Biên EBITDA	11.1%	21.6%	15.2%	15.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	-	-	1	1	Biên LN ròng	1.4%	14.2%	12.3%	12.9%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	2.0%	23.3%	20.8%	19.7%
Đầu tư vào công ty LDLK	-	-	-	-	ROAA	1.0%	12.6%	11.2%	10.9%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	1.6%	17.1%	16.1%	15.9%
Tài sản dài hạn khác	1,482	343	1,654	1,457	Vòng quay tài sản	69.3%	88.6%	91.2%	83.9%
Tổng tài sản dài hạn	2,924	1,240	2,401	2,058	Cổ tức chi trả/LN ròng	243.0%	38.2%	50.7%	47.9%
Tổng tài sản	8,698	9,273	11,011	11,099	Tổng nợ vay/VCSH	23.8%	36.3%	29.6%	24.0%
Vay & nợ ngắn hạn	996	1,762	1,612	1,462	Nợ vay ròng/VCSH	22.4%	35.8%	28.5%	20.6%
Phải trả người bán	2,253	1,234	2,233	1,836	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	10.8%	18.8%	14.1%	11.3%
Phải trả ngắn hạn khác	1,260	1,417	1,675	1,666	Khả năng thanh toán lãi vay	(0.8)	17.5	14.1	16.2
Tổng nợ ngắn hạn	4,509	4,414	5,520	4,965	Số ngày phải thu	184	179	161	159
Vay & nợ dài hạn	-	-	-	-	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	21	19	17	18
Các khoản phải trả khác	-	-	36	33	Số ngày phải trả tiền bán	140	67	103	85
Tổng nợ dài hạn	-	-	36	33	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.3	1.8	1.6	1.8
Tổng nợ	4,509	4,414	5,556	4,998	Khả năng thanh toán nhanh	1.2	1.7	1.5	1.7
Vốn điều lệ	2,879	2,879	2,879	2,879	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.5	0.9	0.7	0.9
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	288	3,926	3,948	4,173
LN giữ lại	1,085	1,755	2,316	2,941	BVPS (đồng/cp)	14,552	16,880	18,950	21,194
Các quỹ thuộc VCSH	226	226	260	281	P/E (lần)	74.0	6.0	6.0	5.6
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	1.5	1.3	1.1	1.0
Vốn chủ sở hữu	3,963	4,634	5,195	5,820					
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-					
Tổng vốn chủ sở hữu	4,189	4,859	5,455	6,101					
Tổng nợ và VCSH	8,698	9,273	11,011	11,099					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng