

## CTCP ĐIỆN LỰC DẦU KHÍ NHƠN TRẠCH 2 (HSX: NT2)

### Tỷ lệ huy động hồi phục dẫn dắt tăng trưởng KQKD

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)* | Q1/2025 | Q4/2024 | +/- (qoq) | Q1/2024 | +/- (yoy) |
|---------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu thuần     | 1.427   | 1.784   | -20%      | 262     | 445%      |
| Lợi nhuận sau thuế  | 37      | 75      | -16,5%    | (158)   | -         |
| EBIT                | 25      | 65      | -1011%    | (243)   | -         |
| Tỷ suất EBIT        | 2%      | 4%      | -2pps     | -93%    | 91pps     |

Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

### Q1/2025: Tỷ lệ huy động và giá bán điện cải thiện vượt kỳ vọng

- NT2 ghi nhận doanh thu 1.427 tỷ đồng (+445% YoY) và LNST cổ đông Công ty mẹ (LNST-CĐM) đạt 37 tỷ đồng, phục hồi từ mức lỗ 158 tỷ đồng cùng kỳ.
- Sản lượng đạt 596 triệu kWh (+293% YoY). Mức tăng trưởng này đến từ việc sản lượng của nhà máy Phú Mỹ 1 giảm do hoạt động bảo trì nhà máy và NT2 được huy động bù để đảm bảo nhu cầu phụ tải.
- Giá khí chỉ tăng nhẹ 3% YoY, do ảnh hưởng bởi giá dầu MFO. Tuy nhiên do phải sử dụng bổ sung nhiên liệu dầu, biên lợi nhuận gộp của NT2, giảm 1,8 pps QoQ, nhưng vẫn cải thiện rõ rệt so với mức lỗ gộp trong Q1/2024. Công ty cũng vượt kế hoạch LNST-CĐM trong quý khi đạt 37 tỷ đồng so với kế hoạch lỗ 121 tỷ.

### Triển vọng Q2/2025: Biên lợi nhuận gộp tăng vọt nhờ sản lượng Qc cao

Tính đến hết tháng 5/2025, tổng sản lượng toàn hệ thống tăng 3,6% YoY nhưng sản lượng nhiệt điện khí giảm 22% YoY do nguồn cung thủy điện & năng lượng tái tạo gia tăng. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng thực phát Q2/2025 của NT2 sẽ giảm 22% YoY còn 875 triệu kWh (+47% QoQ) và thấp hơn sản lượng hợp đồng phân bổ trong quý cho nhà máy.

Doanh thu Q2/2025 ước tính đạt 2.124 tỷ đồng (-3% YoY). Do sản lượng thực phát dự kiến thấp hơn mức Qc, doanh thu trong Q2 không chỉ được đóng góp từ hoạt động phát điện mà còn đến từ hợp đồng chênh lệch (Cfd). Biên lợi nhuận gộp theo đó dự kiến mở rộng 4.1 pps so với cùng kỳ. LNST-CĐM ước tăng 39% YoY lên 170 tỷ đồng.

Cho cả năm 2025, tổng sản lượng điện phát tính đạt 3.031 triệu kWh, tăng 11% YoY. Biên lợi nhuận gộp ước tính tăng 4,7 pps YoY nhờ (1) Qc phân bổ tăng so với mức của năm 2024, (2) Chi phí khấu hao nhà máy bắt đầu giảm từ Q4/2025, và (3) hồi tố doanh thu từ chênh lệch tỷ giá và phí môi trường. Theo đó doanh thu và LNST-CĐM ước đạt lần lượt 7.353 tỷ đồng (23% YoY) và 329 tỷ đồng (297% YoY). EPS 2025 tương ứng đạt 1.143 đồng.

### Quan điểm và khuyến nghị

Sau năm 2024 gặp nhiều thách thức, chúng tôi kỳ vọng 2025 sẽ là năm hồi phục của NT2 nhờ (1) Sản lượng điện được huy động tăng 11% YoY, chủ yếu đóng góp từ sự phục hồi của quý đầu năm; (2) Biên lợi nhuận mở rộng khi (a) tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng trong tổng sản lượng điện phát của các nhà máy điện khí cải thiện từ mức thấp của năm 2024 và (b) chi phí khấu hao nhà máy bắt đầu giảm từ Q4/2025; và, (3) LNST được đóng góp đáng kể từ hồi tố doanh thu bán điện do chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2019-2021 và thu nhập từ dịch vụ môi trường rừng giai đoạn 2019 – 2024.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng nhà máy điện khí sử dụng nguồn khí nội địa khó có khả năng được huy động ở mức công suất cao do nguồn cung khí nội địa vẫn đang giảm dần. NT2 có thể giải quyết khó khăn về thiếu hụt nguồn cung nhiên liệu bằng cách chuyển đổi sang sử dụng nguồn nhiên liệu LNG nhập khẩu. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo Công ty chưa lập kế hoạch chuyển đổi nguồn nhiên liệu do thiếu khung cụ thể cho giá mua khí và các chi phí tái hóa, kho bãi. Do vậy, đây vẫn là vấn đề cần được NĐT theo dõi đối với cổ phiếu NT2.

Sử dụng kết hợp phương pháp FCFF và EV/EBITDA với tỷ trọng 60:40, mức giá hợp lý trong 12 tháng tới của cổ phiếu NT2 được xác định là 20.900 đồng/cổ phiếu. Kết hợp với mức cổ tức tiền dự kiến 12 tháng là 1.000 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu là 6% so với giá đóng cửa ngày 08/07/2025.

## TÍCH LŨY

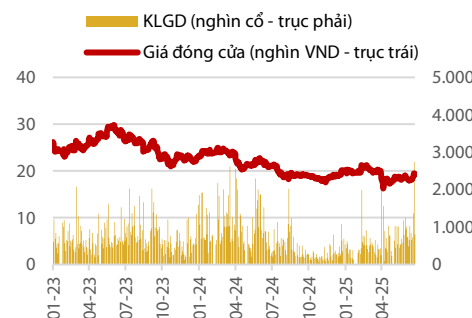
|                      |        |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 19.700 |
| Giá mục tiêu (VND)   | 20.900 |

### Thông tin cổ phiếu

|                                  |                               |
|----------------------------------|-------------------------------|
| Ngành                            | Điện, nước & xăng dầu khí đốt |
| Vốn hóa (tỷ đồng)                | 5.585                         |
| SLCPDLH (triệu CP)               | 288                           |
| Khối lượng BQ 3 Tháng (nghìn CP) | 734                           |
| Free Float (%)                   | 37,1                          |
| Giá cao nhất 52 tuần             | 16.250                        |
| Giá thấp nhất 52 tuần            | 21.439                        |
| Beta                             | 1,0                           |

|                     | FY2024 | Hiện tại |
|---------------------|--------|----------|
| EPS                 | 863    | 966      |
| Tăng trưởng EPS (%) | -44    | 235      |
| P/E                 | 24,2   | 18,7     |
| P/B                 | 1,5    | 1,3      |
| EV/EBITDA           | 9,0    | 7,2      |
| ROE (%)             | 6,0    | 6,8      |

### Diễn biến giá



### Cổ đông lớn (%)

|                                   |       |
|-----------------------------------|-------|
| TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam     | 59,4  |
| Công ty TNHH Phát triển Công nghệ | 8,3   |
| Samarang Asset Management         | 5     |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN còn lại (%) | 32,29 |

### Nguyễn Đức Chính

(084) 028- 6299 2006 – Ext 2223

[chinh1.nd@vdsc.com.vn](mailto:chinh1.nd@vdsc.com.vn)

**Q1/2025: Lợi nhuận phục hồi nhờ sản lượng điện được huy động tăng và tỷ lệ alpha (\*) cải thiện**

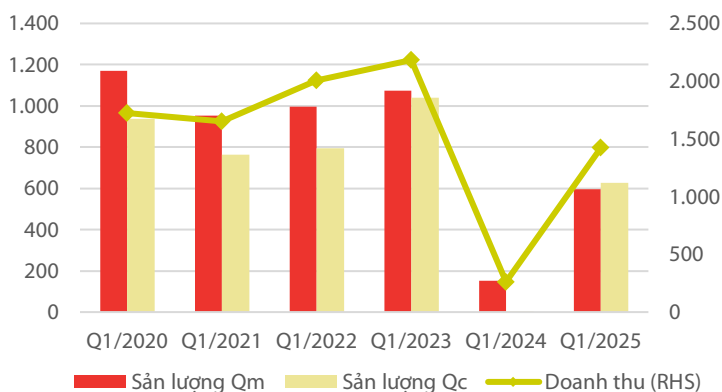
**NT2 ghi nhận doanh thu đạt 1.426 tỷ đồng (+445% YoY) và lợi nhuận sau thuế cổ đông Công ty mẹ (LNST-CĐM) đạt 37 tỷ đồng, phục hồi từ mức âm 158 tỷ đồng của Q1/2024, lần lượt hoàn thành 17% và 13% kế hoạch kinh doanh năm 2025. Biên lợi nhuận gộp dương trở lại (Q1/2024: lỗ gộp) nhờ tỷ lệ alpha cải thiện trong khi giá khí biến động không đáng kể.**

- Sản lượng phát điện (Qm) đạt 596 triệu kWh (+293% YoY). Sản lượng điện thực phát tăng trưởng mạnh trong quý 1 do (1) nhà máy Phú Mỹ 1 thực hiện đại tu, NT2 đã được huy động nhiều hơn nhằm đảm bảo nhu cầu phụ tải, và (2) có thêm nguồn cấp khí từ nguồn của Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 (\*\*) để tăng phát điện.
- Khoảng 6% sản lượng điện được huy động sử dụng nhiên liệu dầu do tình trạng thiếu khí chưa được khắc phục.
- Ước tính sản lượng hợp đồng (Qc) trong quý 1/2025 của NT2 đạt 628 triệu kWh, tăng mạnh so với cùng kỳ và cao hơn sản lượng thực phát của nhà máy. Do vậy, bên cạnh doanh thu từ mua bán điện, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp còn được nhận một khoản thu nhập từ hợp đồng chênh lệch (CfD) mà không phát sinh giá vốn.
- Giá điện thị trường toàn phần (FMP) bình quân trong Q1/2025 đã giảm còn 1.247 đồng/kWh (-17% YoY), do giá công suất năm 2025 giảm còn 50 đồng/ kWh (-85% YoY).
- Giá mua khí trung bình ổn định ở mức 9,53 USD/MMBTU (+3% YoY), trong đó riêng tháng 3 ghi nhận mức giảm nhẹ 1% MoM. Chúng tôi cho rằng mức giá khí ổn định trong quý là do ảnh hưởng của mức giá dầu FMO tham chiếu, với giá FMO trung bình trong Q1/2025 giảm 15% YoY.

(\*) Tỷ lệ alpha: Tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng trên tổng sản lượng điện thực phát của nhà máy (Qc/Qm).

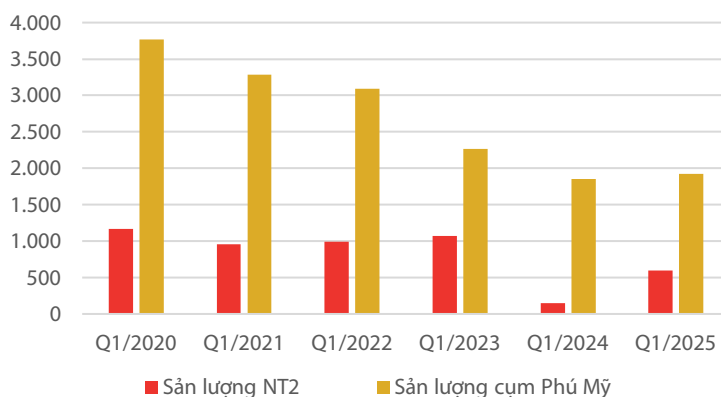
(\*\*) Trong năm 2024 và 2025, hai nhà máy điện Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3 đã kết thúc hợp đồng BOT và được chuyển giao về EVNGENCO3. Sau khi chuyển giao, hai nhà máy này đã chuyển sang sử dụng nhiên liệu khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) nhập khẩu thay vì sử dụng nhiên liệu khí tự nhiên nội địa. Như vậy, hiện chỉ còn NT2 có hợp đồng bao tiêu khí với PV GAS, đảm bảo phân bổ nguồn cung khí ổn định hơn trong giai đoạn tới.

**Hình 1: Sản lượng Qm, Qc (triệu kWh) và doanh thu (tỷ đồng) của NT2 trong Q1 của các năm**



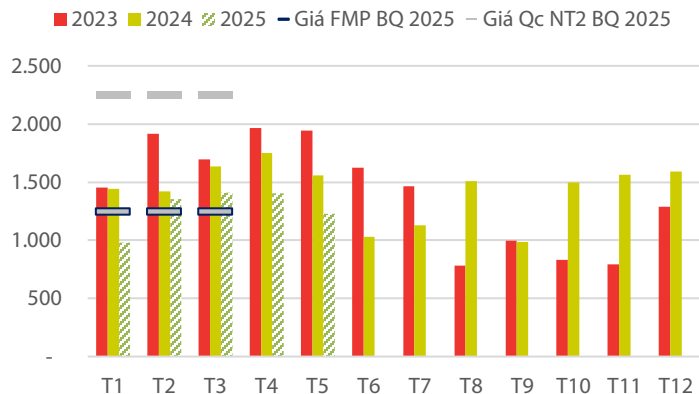
Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

**Hình 2: Sản lượng điện phát quý 1 qua các năm của NT2 và cụm nhà máy điện Phú Mỹ (triệu kWh)**



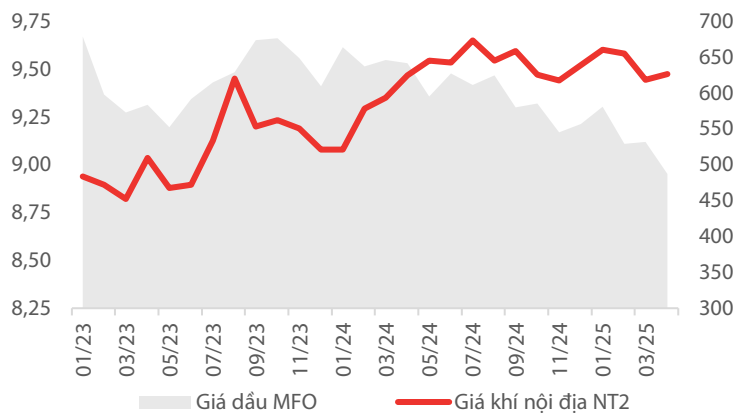
Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

**Hình 3: Giá điện toàn phần (FMP) theo từng tháng (đồng/kWh) và giá Qc ước tính của NT2**



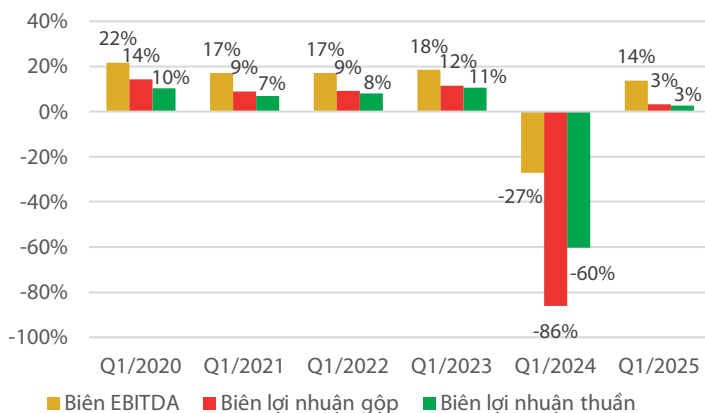
Nguồn: EVNGENCO3, CTCK Rồng Việt ước tính

**Hình 4: Giá khí trung bình của NT2 (USD/ triệu BTU) và giá MFO châu Á (USD/tấn)**



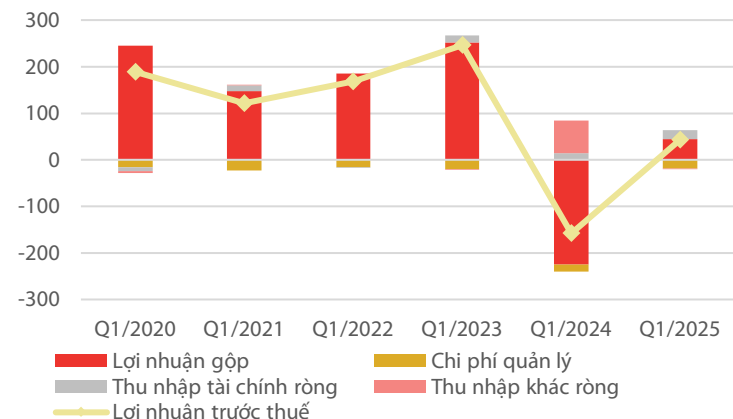
Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

**Hình 5: Biên EBITDA, biên Lợi nhuận gộp và biên LNST-CĐM của NT2 (%)**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

**Hình 6: Lợi nhuận trước thuế của NT2 và các thành phần (tỷ đồng)**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

**Bảng 1: KQKD Q1/2025 của NT2**

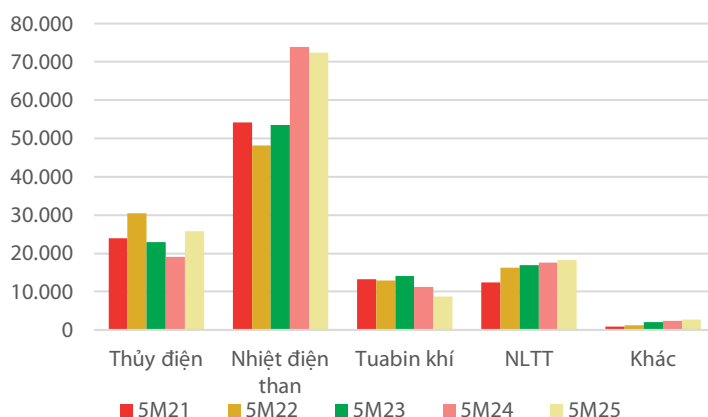
| Chỉ tiêu                              | Q1/2025      | Q4/2024      | +/- (QoQ)   | Q1/2024     | +/- (YoY)   | %Kế hoạch 2025 | %Dự phóng 2025 |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------|
| <b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>            | <b>1.427</b> | <b>1.784</b> | <b>-20%</b> | <b>262</b>  | <b>445%</b> | <b>17%</b>     | <b>19%</b>     |
| Sản lượng (triệu kWh)                 | 596          | 822          | -27%        | 152         | 293%        | 17%            | 19%            |
| Qc (triệu kWh)                        | 628          | 658          | -5%         | 1           | 48.208%     |                |                |
| Giá bán điện bình quân (VND/kWh)      | 2.272        | 2.191        | 4%          | 1.620       | 40%         |                |                |
| Giá mua khí bình quân (USD/triệu BTU) | 9,53         | 9,47         | 1%          | 9,24        | 3%          |                |                |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>45</b>    | <b>88</b>    | <b>-49%</b> | <b>-225</b> | -           |                |                |
| Biên LNG                              | 3,1%         | 4,9%         | -1,8 pps    | -86,1%      | -           |                |                |
| Thu nhập tài chính                    | 31           | 35           | -10%        | 19          | 62%         |                |                |
| Chi phí tài chính                     | 12           | 10           | 22%         | 5           | 142%        |                |                |
| Thu nhập ròng khác                    | -0           | 0            | -120%       | 70          | -100%       |                |                |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>196</b>   | <b>237</b>   | <b>-17%</b> | <b>-71</b>  | -           |                |                |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>           | <b>44</b>    | <b>90</b>    | <b>-51%</b> | <b>-158</b> | -           | <b>14%</b>     | <b>11%</b>     |
| <b>LNST-CĐM</b>                       | <b>37</b>    | <b>75</b>    | <b>-50%</b> | <b>-158</b> | -           | <b>13%</b>     | <b>11%</b>     |

Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt

### Dự phóng Q2/2025: LNST-CĐM cải thiện dù sản lượng huy động sụt giảm

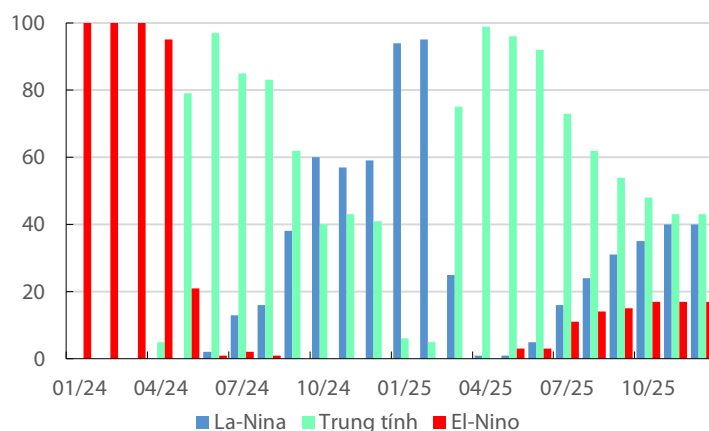
**Lũy kế 5T2025, sản lượng điện phát toàn hệ thống đạt 128,5 tỷ kWh (+4% YoY).** Trong đó, đóng góp chủ yếu từ thủy điện (+35% YoY) nhờ điều kiện thủy văn thuận lợi. Ngoài ra, sản lượng huy động của nhóm năng lượng tái tạo cũng tăng 3% YoY khiến huy động từ điện khí giảm 22% YoY.

**Hình 7: Sản lượng điện toàn hệ thống lũy kế 5 tháng (tỷ kWh), phân theo nguồn điện**



Nguồn: EVN, CTCK Rồng Việt

**Hình 8: Chu kỳ thời tiết ENSO**

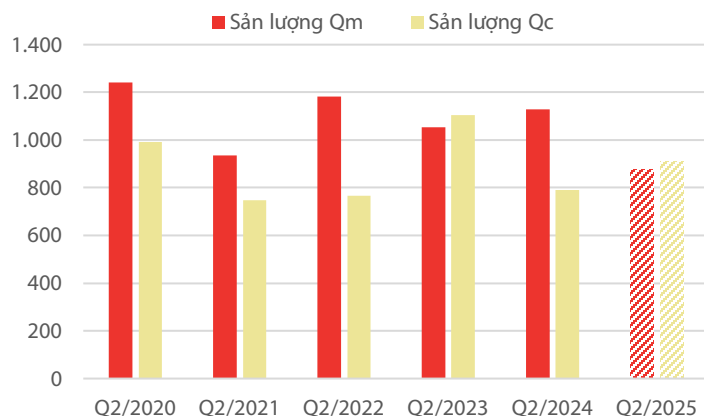


Nguồn: ICI, CTCK Rồng Việt

**Trong tháng 4 và tháng 5, tổng sản lượng của NT2 chỉ đạt 554 triệu kWh (-24% YoY), khá tương đồng với mức giảm sản lượng điện phát của nhóm điện khí trên toàn hệ thống (-21% YoY).** Cho cả quý 2/2025, chúng tôi ước tính sản lượng điện của nhà máy sẽ đạt 848 triệu kWh (-25% YoY), thấp hơn sản lượng điện hợp đồng phân bổ trong quý cho nhà máy. Do vậy, bên cạnh doanh thu từ phát điện, chúng tôi cho rằng NT2 sẽ được nhận thêm khoản doanh thu từ hợp đồng chênh lệch (CFD). Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu Q2/2025 chỉ giảm nhẹ (-3% YoY), đạt 2.124 tỷ đồng.

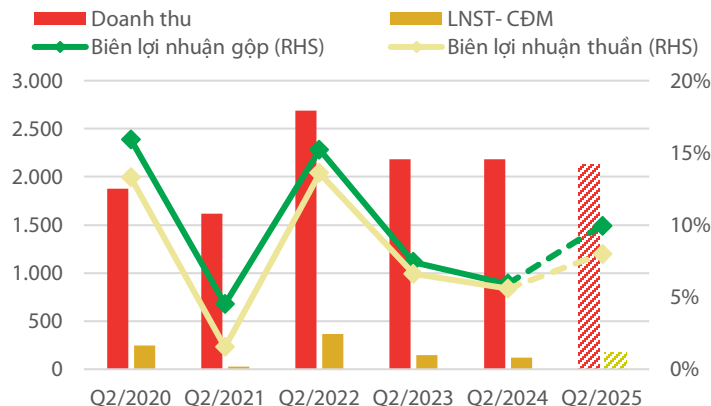
Biên lợi nhuận gộp dự kiến tiếp tục mở rộng so với cùng kỳ, đạt 10% (+4,1 pps YoY), tương đương lợi nhuận gộp 212 tỷ đồng (+64% YoY). LNST-CĐM có thể tăng 39% lên 208 tỷ đồng, tương ứng biên lợi nhuận thuần 8% (+2,4 pps YoY).

**Hình 9: Sản lượng Qm và Qc (triệu kWh) của NT2 trong Q2**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt dự phóng

**Hình 10: KQKD của NT2 trong Q2 qua các năm (Tỷ đồng - %)**



Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt dự phóng

Bảng 2: Dự phóng KQKD Q2/2025 của NT2

| Chỉ tiêu                              | Q2/2025      | +/- (QoQ)      | +/- (YoY)      | Giải định                                                                                                                                                                    |
|---------------------------------------|--------------|----------------|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>            | <b>2.124</b> | <b>49%</b>     | <b>-3%</b>     |                                                                                                                                                                              |
| Sản lượng (triệu kWh)                 | 875          | 47%            | -22%           | Sản lượng dự phóng giảm 22% YoY do mức huy động thủy điện và NLTT được kỳ vọng tăng cao, hạn chế nhu cầu huy động nhiệt điện khí                                             |
| Giá bán bình quân (VND/kWh)           | 2.427        | 7%             | 25%            | Giá bán bình quân tăng 25% YoY, so với mức giá thấp trong Q2/2024 khi tỷ lệ alpha chỉ đạt 70%.                                                                               |
| Giá mua khí bình quân (USD/triệu BTU) | 9,58         | 1%             | 1%             | Mức giá khí đi ngang trong Q2/2025 giá dầu MFO thị trường châu Á có xu hướng giảm.                                                                                           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                  | <b>212</b>   | <b>375%</b>    | <b>64%</b>     |                                                                                                                                                                              |
| <i>Biên lợi nhuận gộp</i>             | <i>10,0%</i> | <i>6,9 pps</i> | <i>4,1 pps</i> | Biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhờ sản lượng Qc được thanh toán tăng cao. Tuy nhiên do sản lượng thực phát đi ngang, chi phí phát điện không tăng đồng pha với doanh thu. |
| Thu nhập tài chính                    | 30           | -4%            | 56%            |                                                                                                                                                                              |
| Chi phí tài chính                     | 14           | 9%             | 56%            |                                                                                                                                                                              |
| Thu nhập ròng khác                    | 0            | -              | -              |                                                                                                                                                                              |
| <b>EBITDA</b>                         | <b>357</b>   | <b>82%</b>     | <b>26%</b>     |                                                                                                                                                                              |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>           | <b>201</b>   | <b>360%</b>    | <b>64%</b>     |                                                                                                                                                                              |
| <b>LNST-CĐM</b>                       | <b>170</b>   | <b>360%</b>    | <b>39%</b>     |                                                                                                                                                                              |

Nguồn: CTCK Rong Việt dự phóng

**Cho cả năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu cả năm 2025 của NT2 đạt 7.353 tỷ đồng (+23% YoY), LNST-CĐM đạt 329 tỷ đồng (+297% YoY).** LNST-CĐM được đóng góp từ (1) Sản lượng điện hợp đồng phân bổ năm 2025 cao hơn so với mức phân bổ năm 2024, (2) chi phí khấu hao trong Q4/2025 giảm còn 38 tỷ đồng (-78% YoY) sau khi hoàn tất trích khấu hao tài sản máy móc, và (3) hồi tố doanh thu bán điện do chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2019–2021 (177,5 tỷ đồng) và dịch vụ môi trường rừng 2019–2024 (90,8 tỷ đồng).

### Quan điểm & Định giá

Sau năm 2024 gặp nhiều thách thức khi mà (1) Tỷ lệ alpha cấp cho các nhà máy nhiệt điện xuống mức thấp nhất kể từ khi thị trường điện vào vận hành và (2) Thiếu hụt nhiên liệu khiến nhà máy không được huy động ở mức công suất cao, chúng tôi kỳ vọng 2025 sẽ là năm hồi phục của NT2. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng:

- (1) Sản lượng điện được huy động tăng 11% YoY, chủ yếu đóng góp từ sự phục hồi của quý đầu năm;
- (2) Biên lợi nhuận mở rộng khi (a) tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng trong tổng sản lượng điện phát của các nhà máy điện khí cải thiện từ mức thấp của năm 2024 và (b) chi phí khấu hao nhà máy bắt đầu giảm từ Q4/2025; và,
- (3) LNST được đóng góp đáng kể từ hồi tố doanh thu bán điện do chênh lệch tỷ giá giai đoạn 2019–2021 và thu nhập từ dịch vụ môi trường rừng giai đoạn 2019 – 2024.

Mặc dù vậy, trong dài hạn, chúng tôi cho rằng nhà máy điện khí sử dụng nguồn khí nội địa khó có khả năng được huy động ở mức công suất cao do nguồn cung khí nội địa vẫn đang giảm dần. NT2 có thể giải quyết khó khăn về thiếu hụt nguồn cung nhiên liệu bằng cách chuyển đổi sang sử dụng nguồn nhiên liệu LNG nhập khẩu. Tuy nhiên, Ban lãnh đạo Công ty chưa lập kế hoạch chuyển đổi nguồn nhiên liệu do thiếu khung cụ thể cho giá mua khí và các chi phí tái hóa, kho bãi. Do vậy, đây vẫn là vấn đề cần được NĐT theo dõi đối với cổ phiếu NT2.

Sử dụng kết hợp phương pháp FCFF và EV/EBITDA với tỷ trọng 60:40, mức giá hợp lý trong 12 tháng tới của cổ phiếu NT2 được xác định là 20.900 đồng/cổ phiếu. Kết hợp với mức cổ tức tiền dự kiến 12 tháng là 1.000 đồng/cổ phiếu, tổng mức sinh lời kỳ vọng của cổ phiếu là 6% so với giá đóng cửa ngày 08/07/2025.

**Bảng 3: Định giá dài hạn bằng phương pháp FCFF**

| Giả định DCF                  | Giá trị | Tóm tắt định giá                            | Đơn vị: Tỷ đồng |
|-------------------------------|---------|---------------------------------------------|-----------------|
| WACC 2025                     | 11,6%   | Thời gian dự phóng DCF                      | 5 năm           |
| Thuế suất hiệu quả            | 15,0%   | Dòng tiền tự do có thể chiết khấu           | 4.987           |
| Chi phí vốn chủ sở hữu        | 13,3%   | + Tiền mặt & tương đương tại ngày định giá  | 2.363           |
| Lãi suất phi rủi ro           | 5,0%    | - Nợ                                        | -1.052          |
| Phân bù rủi ro vốn chủ sở hữu | 9,0%    | Giá trị vốn chủ sở hữu                      | 6.298           |
| Beta                          | 0.9     | Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu CP)       | 288             |
| Exit EV/EBITDA                | 6,0x    | <b>Giá trị VCSH trên mỗi cổ phiếu (VND)</b> | <b>19.204</b>   |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 4: Bảng độ nhạy cho Giá trị Vốn chủ sở hữu của NT2 trên mỗi Cổ phiếu (VNĐ)**

| WACC  | Exit EV/EBITDA |        |        |               |        |        |
|-------|----------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
|       |                | 4,0    | 5,0    | 6,0           | 7,0    | 8,0    |
|       | 7,6%           | 20.325 | 18.301 | 18.301        | 20.325 | 24.375 |
|       | 9,6%           | 21.409 | 19.204 | 19.204        | 21.409 | 25.818 |
|       | 11,6%          | 21.409 | 19.204 | <b>19.204</b> | 21.409 | 25.818 |
|       | 13,6%          | 20.325 | 18.301 | 18.301        | 20.325 | 24.375 |
| 15,6% | 18.445         | 16.729 | 16.729 | 18.445        | 21.877 |        |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 5: Định giá ngắn hạn bằng phương pháp so sánh EV/EBITDA**

|                              |            | EV/EBITDA |        |               |        |        |
|------------------------------|------------|-----------|--------|---------------|--------|--------|
|                              |            | 5,00      | 5,50   | 6,00          | 6,50   | 7,00   |
| <b>EBITDA 2025 (tỷ đồng)</b> | <b>898</b> | 20.273    | 21.834 | <b>23.394</b> | 24.955 | 26.515 |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

**Bảng 6: Định giá tổng hợp của NT2 (VNĐ)**

| Phương pháp                              | Giá trị | Tỷ trọng    | Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu) |
|------------------------------------------|---------|-------------|------------------------------|
| DCF (5 năm, WACC: 11,6%, EVEBITDA: 6,0x) | 19.204  | 60%         | 11.540                       |
| EV/EBITDA (6,0x, EBITDA 2025F)           | 23.394  | 40%         | 9.360                        |
| <b>Tổng</b>                              |         | <b>100%</b> | <b>20.900</b>                |

Nguồn: CTCK Rồng Việt

## Phụ lục

Bảng 3: Kết quả kinh doanh Q1/2025

| Chỉ tiêu (tỷ đồng)            | Q1/2025 | Q4/2024 | +/- (qoq) | Q1/2024 | +/- (yoy) |
|-------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| Doanh thu                     | 1.427   | 1.784   | -20%      | 262     | 445%      |
| Lợi nhuận gộp                 | 45      | 88      | 51%       | (225)   | -         |
| Chi phí bán hàng và quản lý   | 19      | 23      | -14%      | 15      | 27%       |
| Thu nhập HĐKD                 | 26      | 65      | 228%      | (240)   | -         |
| EBITDA                        | 196     | 237     | 70%       | (71)    | -         |
| EBIT                          | 25      | 65      | -1011%    | (243)   | -         |
| Chi phí tài chính             | 12      | 10      | -4%       | 5       | 31%       |
| - Chi phí lãi vay             | 12      | 10      | 2%        | 5       | 48%       |
| Khấu hao                      | 172     | 172     | 0%        | 172     | 0%        |
| Khoản mục không thường xuyên  | -       | -       |           | -       |           |
| Khoản mục bất thường          | -       | -       |           | -       |           |
| Lợi nhuận trước thuế          | 44      | 90      | -37,9%    | (158)   | -         |
| Lợi nhuận sau thuế            | 37      | 75      | -16,5%    | (158)   | -         |
| LNST điều chỉnh các khoản mục | 37      | 75      | -16,5%    | (158)   | -         |

Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt,

Bảng 4: Phân tích HĐKD Q1/2025

| Chỉ tiêu                       | Q1/2025 | Q4/2024 | +/- (qoq) | Q1/2024 | +/- (yoy) |
|--------------------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| <b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>   |         |         |           |         |           |
| TS lợi nhuận gộp               | 3%      | 5%      | -2 pps    | -86%    | 84 pps    |
| EBITDA/Doanh thu               | 14%     | 13%     | 1 pps     | -27%    | 28 pps    |
| EBIT/Doanh thu                 | 2%      | 4%      | -2 pps    | -93%    | 91 pps    |
| TS lợi nhuận ròng              | 3%      | 4%      | -2 pps    | -60%    | 59 pps    |
| TS lợi nhuận ròng điều chỉnh   | 3%      | 4%      | -2 pps    | -60%    | 59 pps    |
| <b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b> |         |         |           |         |           |
| - Hàng tồn kho                 | 1,0     | 0,8     | 0,2       | 2,4     | -1,5      |
| - Khoản phải thu               | 8,2     | 7,0     | 1,2       | 31,2    | -23,1     |
| - Khoản phải trả               | 5,9     | 7,0     | -1,1      | 17,1    | -11,2     |
| <b>Đòn bẩy (%)</b>             |         |         |           |         |           |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH           | 85%     | 108%    | -23 pps   | 106%    | -129 pps  |

Nguồn: NT2, CTCK Rồng Việt (\*) thường niên hóa

| Tỷ đồng                       |              |              |              |              | Tỷ đồng                    |              |                    |                  |              |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------------------|--------------|--------------------|------------------|--------------|
| KQ HKKD                       | 2022A        | 2023A        | 2024A        | 2025F        | Bảng CĐKT                  | 2022A        | 2023A              | 2024A            | 2025F        |
| Doanh thu thuần               | 8.788        | 6.386        | 5.944        | 7.353        | Tiền                       | 384          | 1                  | 57               | 94           |
| Giá vốn                       | 7.706        | 5.876        | 5.892        | 6.929        | Đầu tư ngắn hạn            | 949          | 2.100              | 2.273            | 2.273        |
| <b>Lãi gộp</b>                | <b>1.082</b> | <b>510</b>   | <b>52</b>    | <b>424</b>   | Khoản phải thu             | 2.911        | 2.326              | 2.989            | 2.821        |
| Chi phí bán hàng              | 0            | 0            | 0            | 0            | Hàng tồn kho               | 307          | 260                | 333              | 372          |
| Chi phí quản lý               | 131          | 69           | 81           | 78           | Tài sản ngắn hạn khác      | 5            | 83                 | 122              | 64           |
| Thu nhập từ HĐTC              | 24           | 107          | 100          | 80           | Tài sản cố định hữu hình   | 2.809        | 2.125              | 1.442            | 945          |
| Chi phí tài chính             | 15           | 34           | 35           | 36           | Tài sản cố định vô hình    | 22           | 22                 | 22               | 22           |
| Lợi nhuận khác                | 14           | 0            | -72          | -1           | Đầu tư dài hạn             | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>   | <b>943</b>   | <b>514</b>   | <b>104</b>   | <b>387</b>   | Tài sản dài hạn khác       | 79           | 1.556              | 1.482            | 1834         |
| Thuế TNDN                     | 60           | 41           | 21           | 58           | <b>Tổng tài sản</b>        | <b>7.445</b> | <b>8.451</b>       | <b>8.698</b>     | <b>8.425</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số      | 0            | 0            | 0            | 0            | Khoản phải trả             | 770          | 1.680              | 2.253            | 1.898        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>     | <b>883</b>   | <b>473</b>   | <b>83</b>    | <b>329</b>   | Vay và nợ ngắn hạn         | 631          | 1.200              | 996              | 1.023        |
| EBIT                          | 948          | 441          | -33          | 342          | Vay và nợ dài hạn          | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| EBITDA                        | 1.637        | 1.127        | 654          | 898          | Vay và nợ khác             | 1.431        | 1.235              | 1.260            | 131          |
|                               |              |              |              | %            | Quỹ khen thưởng phúc lợi   | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| <b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>       | <b>2022A</b> | <b>2023A</b> | <b>2024A</b> | <b>2025F</b> | Quỹ khoa học công nghệ     | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| <b>Tăng trưởng (%)</b>        |              |              |              |              | <b>Tổng nợ</b>             | <b>2.831</b> | <b>4.115</b>       | <b>4.509</b>     | <b>4.252</b> |
| Doanh thu                     | 42,9         | -27,3        | -6,9         | 23,7         | Vốn đầu tư của CSH         | 2.879        | 2.879              | 2.879            | 2.879        |
| EBITDA                        | 30,7         | -31,1        | -42,0        | 37,4         | Cổ phiếu quỹ               | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| EBIT                          | 68,9         | -53,5        | -107,6       | -            | Lợi nhuận giữ lại          | 1.554        | 1.231              | 1.085            | 1.085        |
| Lợi nhuận sau thuế            | 65,5         | -46,4        | -82,5        | -            | Thu nhập khác              | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| Tổng tài sản                  | 12,4         | 13,5         | 2,9          | -3,1         | Quỹ đầu tư và phát triển   | 181          | 226                | 226              | 9            |
| Vốn chủ sở hữu                | 9,0          | -6,0         | -3,4         | -0,4         | <b>Tổng vốn</b>            | <b>4.614</b> | <b>4.336</b>       | <b>4.189</b>     | <b>4.173</b> |
|                               |              |              |              |              | Lợi ích cổ đông thiểu số   | 0            | 0                  | 0                | 0            |
| <b>Khả năng sinh lợi (%)</b>  |              |              |              |              | <b>Chỉ số định giá</b>     | <b>2022A</b> | <b>2023A</b>       | <b>2024A</b>     | <b>2025F</b> |
| LN gộp/Doanh thu              | 12,3         | 8,0          | 0,9          | 5,8          | EPS (đồng)                 | 3.069        | 1.643              | 288              | 1.143        |
| EBITDA/Doanh thu              | 18,6         | 17,7         | 11,0         | 12,2         | P/E (x)                    | 8,4          | 12,1               | 629              | 19,5         |
| EBIT/Doanh thu                | 10,8         | 6,9          | -0,6         | 4,6          | BV (đồng)                  | 16.027       | 15.062             | 14.552           | 14.495       |
| LNST/Doanh thu                | 10,1         | 7,4          | 1,4          | 4,5          | P/B (x)                    | 1,6          | 1,3                | 1,2              | 1,5          |
| ROA                           | 11,9         | 5,6          | 1,0          | 3,9          | DPS (đồng/cp)              | 2.500        | 1.500              | 700              | 1.000        |
| ROE                           | 19,1         | 10,9         | 2,0          | 7,9          | Tỷ suất cổ tức (%)         | 0            | 6,1%               | 3,8%             | 5,4%         |
| <b>Hiệu quả hoạt động</b>     |              |              |              | -lần         | <b>MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ</b>    | <b>Giá</b>   | <b>Tỷ trọng</b>    | <b>Bình quân</b> |              |
| Vòng quay kh. phải thu        | 3,0          | 2,7          | 2,0          | 2,6          | FCFF                       | 19.204       | 60%                | 11.540           |              |
| Vòng quay HTK                 | 25,1         | 22,6         | 17,7         | 18,6         | EV/EBITDA                  | 23.394       | 40%                | 9.360            |              |
| Vòng quay kh. phải thu        | 10,0         | 3,5          | 2,6          | 3,7          | <b>Giá mục tiêu (đồng)</b> |              |                    | <b>20.900</b>    |              |
| <b>Khả năng thanh toán</b>    |              |              |              | -lần         |                            |              |                    |                  |              |
| Hiện hành                     | 1,6          | 1,2          | 1,3          | 1,3          |                            |              |                    |                  |              |
| Nhanh                         | 1,5          | 1,1          | 1,2          | 1,2          |                            |              |                    |                  |              |
| <b>Cấu trúc tài chính (%)</b> |              |              |              |              |                            |              |                    |                  |              |
| Tổng Nợ / VCSH                | 13,7         | 27,7         | 23,8         | 24,5         |                            |              |                    |                  |              |
| Vay ngắn hạn/VCSH             | 13,7         | 27,7         | 23,8         | 24,5         |                            |              |                    |                  |              |
| Nợ dài hạn / VCSH             | 0            | 0            | 0            | 0            |                            |              |                    |                  |              |
|                               |              |              |              |              | <b>LỊCH SỬ ĐỊNH GIÁ</b>    | <b>GIÁ</b>   | <b>KHUYẾN NGHỊ</b> | <b>THỜI HẠN</b>  |              |
|                               |              |              |              |              | 06/2025                    | 20.900       | TÍCH LŨY           | 1 năm            |              |

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

| Khuyến Nghị                                     | MUA  | TÍCH LŨY   | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN   |
|-------------------------------------------------|------|------------|---------------|-------|
| Tổng mức sinh lời bao gồm cổ tức trong 12 tháng | >20% | 5% đến 20% | -20% đến -5%  | <-20% |

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2006, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

## TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

### Nguyễn Thị Phương Lam

#### Giám đốc Phân tích

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

### Đỗ Thanh Tùng

#### Phó phòng

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Ngân hàng

### Lê Tự Quốc Hưng

#### Phó phòng

hung.ltq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Chiến lược Thị trường
- Kinh tế vĩ mô

### Đỗ Thạch Lam

#### Trưởng bộ phận

lam.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- BĐS dân dụng
- Vật liệu xây dựng
- BĐS Khu công nghiệp

### Trần Thị Hà My

#### Cố vấn cấp cao

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

### Phạm Hữu Luân

#### Chuyên viên Phân tích

luan.ph@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ

### Cao Ngọc Quân

#### Chuyên viên Phân tích

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Cảng biển
- Hàng không
- Dệt may

### Lê Ngọc Hiến

#### Chuyên viên Phân tích

hien.ln@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Thủy sản
- Phân bón

### Nguyễn Bảo Hưng

#### Chuyên viên Phân tích

hung.nb@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

- Bán lẻ
- Ô tô & Phụ tùng
- Tiêu dùng

### Võ Nguyễn Vũ Toàn

#### Chuyên viên Phân tích

toan.vnv@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Kinh tế vĩ mô

### Trần Thái Dương

#### Chuyên viên Phân tích

duong.tt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Vật liệu xây dựng

### Nguyễn Thị Quỳnh Giao

#### Chuyên viên Phân tích

giao.ntq@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

(1530)

- BĐS dân dụng
- BĐS Khu công nghiệp

### Tô Hạng Trang

#### Chuyên viên Phân tích

trang.th@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Ngân hàng

### Lê Huỳnh Hương

#### Chuyên viên Phân tích

huong.lh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Dầu khí

### Nguyễn Đức Chính

#### Chuyên viên Phân tích

chinh1.nd@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Tiện ích công cộng

### Trần Ngọc Lan Anh

#### Chuyên viên Phân tích

anh.tnl@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Bán lẻ

### Trần Thị Ngọc Hà

#### Trợ lý Phân tích

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

### Phan Thị Phương Thảo

#### Trợ lý Phân tích

thao.ptp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

## MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

### CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT - HỘI SỞ

Tầng 1 đến tầng 8, tòa nhà Viet Dragon - 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Q.1, TP.HCM

T (+84) 28 6299 2006 E info@vdsc.com.vn  
W www.vdsc.com.vn MST 0304734965

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow  
02 Tôn Thất Tùng, P. Kim Liên, Q. Đống Đa, Hà Nội

T (+84) 24 6288 2006  
F (+84) 24 6288 2008

#### CHI NHÁNH NHA TRANG

Tầng 7, số 76 Quang Trung, P. Lộc Thọ,  
TP. Nha Trang, Khánh Hòa

T (+84) 25 8382 0006  
F (+84) 25 8382 0008

#### CHI NHÁNH CẦN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank  
95-97-99 Võ Văn Tần, P. Tân An, Q. Ninh Kiều, Cần Thơ

T (+84) 29 2381 7578  
F (+84) 29 2381 8387

#### CHI NHÁNH VŨNG TÀU

Tầng 2 VCCI Building, số 155 Nguyễn Thái Học,  
P.7, Thành phố Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu

T (+84) 25 4777 2006

#### CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương,  
P. Phú Hòa, TP. Thủ Dầu Một, tỉnh Bình Dương

T (+84) 27 4777 2006

#### CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, số 53-55 Võ Thị Sáu,  
P. Quyết Thắng, TP. Biên Hòa, Tỉnh Đồng Nai

T (+84) 25 1777 2006



Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. RongViet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được RongViet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của RongViet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của RongViet Securities đều trái luật, **Bản quyền thuộc RongViet Securities, 2025.**