

CTCP TƯ VẤN XÂY DỰNG ĐIỆN 2 (TV2)

KHẢ QUAN

(+37,6%)

ĐIỂN

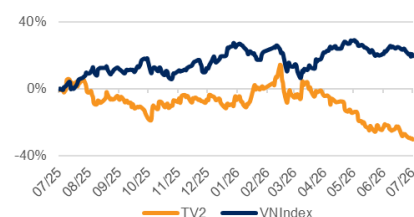
Giá hiện tại	VND25.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52T	VND43.050/VND26.250
Giá mục tiêu	VND35.100
Giá mục tiêu trước	n/a
Consensus	-17,2%
Tiềm năng tăng giá	37,6%
Tỷ suất cổ tức	3,5%
Tổng mức sinh lời	41,1%
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	67,4
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	0,3
Sở hữu NN (tr USD)	5,4
SLCP lưu hành (tr)	67,5
SLCP pha loãng (tr)	67,5

	TV2	Ngành	VNI
P/E trượt 12T	13,3	10,6	13,5x
P/B hiện tại	1,3	1,2	2,0x
ROA	3,1%	8,6%	7,3%
ROE	10,0%	12,5%	14,8%

*dữ liệu ngày 20/07/2026

Diễn biến giá cổ phiếu



Giá cổ phiếu (%)	1M	3M	12M
TV2	-13,1%	-29,5%	-31,7%
VNI	-4,4%	-5,1%	15,5%

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Điện lực Việt Nam	51,3%
Quỹ PYN Elite Fund	6,6%
Khác	42,1%

Tổng quan doanh nghiệp

Được thành lập vào năm 1985 - là một trong bốn Công ty tư vấn điện hàng đầu của Việt Nam, chuyên khảo sát thiết kế lập dự án đầu tư xây dựng phát triển điện. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, TV2 đã tham gia tư vấn cho hơn 100 công trình nguồn điện quy mô lớn và hàng trăm công trình lưới điện trên khắp cả nước

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Phạm Anh Tuấn

Tuan.nguyenganh11@vndirect.com.vn

Hưởng lợi rõ nét từ chu kỳ đầu tư ngành điện

- Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu với TV2 và khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu là 35.100 đồng, tương đương tiềm năng tăng giá 37,6%
- P/B hiện tại của TV2 là 1,3x, thấp hơn so với P/B trung bình 5 năm (1,6x), phản ánh định giá ở vùng hấp dẫn khi xét về triển vọng tích cực trong giai đoạn tới khi các mảng kinh doanh đều hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư ngành điện.

Tiêu điểm tài chính

- Doanh thu 2025 đi ngang ở mức 1.335 tỷ đồng, trong khi Q1/26 tăng 13% svck lên 244 tỷ đồng, phản ánh giai đoạn bản lề trước chu kỳ EPC mới.
- LN ròng 2025 đạt 96 tỷ đồng; Q1/26 PBT tăng mạnh 231% svck lên 59 tỷ đồng, chủ yếu nhờ thu nhập tài chính cải thiện.
- Chúng tôi dự phóng DT và LN 2026 tăng mạnh 99% và 57% svck, khi các dự án EPC lớn bước vào thi công, mở đầu chu kỳ tăng trưởng 2026-27.

Luận điểm đầu tư

Chiết khấu định giá do biến động nhân sự mở ra cơ hội tích lũy cổ phiếu

Giá cổ phiếu TV2 đã điều chỉnh mạnh sau biến động nhân sự cấp cao, đưa định giá về vùng hấp dẫn so với lịch sử. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sự kiện này không làm suy yếu nền tảng kinh doanh cốt lõi – đã được xây dựng trên hơn 40 năm hoạt động. Sau khi bộ máy quản trị được kiện toàn và hoạt động kinh doanh không ghi nhận gián đoạn đáng kể, chúng tôi kỳ vọng cổ phiếu có dư địa tăng giá để phản ánh giá trị nội tại.

Backlog EPC hiện tại mở ra chu kỳ tăng trưởng LN trong 2026–27

Sau gần 3 năm vắng bóng EPC quy mô lớn, TV2 bước vào 2026 với backlog đã ký và đang triển khai – Ô Môn IV, Biomass, Điện gió Tân Thuận Đ3 – mức độ chắc chắn cao hơn hẳn so với giai đoạn kỳ vọng dự án Sông Hậu 2 trước đây. Dù biên EPC thấp hơn tư vấn, quy mô doanh thu ghi nhận đủ lớn để trở thành động lực chính thúc đẩy tăng trưởng LN. Chúng tôi dự phóng doanh thu và LN ròng 2026 tăng lần lượt 99% và 57% svck.

Mảng tư vấn và O&M hưởng lợi rõ nét từ ưu tiên đầu tư hệ thống điện

QHĐ8 điều chỉnh mở ra dư địa đầu tư lớn cho lưới truyền tải, hạ tầng đấu nối và nguồn điện mới, trong bối cảnh an ninh năng lượng ngày càng được ưu tiên. Tư vấn hưởng lợi sớm từ nhu cầu khảo sát, tư vấn, thiết kế dự án mới, trong khi mảng O&M hưởng lợi từ khả năng trúng thêm các hợp đồng mới. Chúng tôi dự phóng doanh thu O&M tăng đều 7-9%/năm trong giai đoạn 2026-30, và cùng với tư vấn đóng góp 30-40% tổng doanh thu giai đoạn tới – tạo nền doanh thu ổn định.

Bảng cân đối mạnh hỗ trợ triển khai backlog và tạo thu nhập tài chính

TV2 duy trì nền tảng tài chính lành mạnh với đòn bẩy thấp, lượng tiền mặt tăng mạnh ~1.000 tỷ nhờ các khoản tạm ứng các gói EPC mới trúng thầu, giúp giảm áp lực vốn lưu động trong giai đoạn triển khai dự án lớn. Nhờ đó, TV2 có thể hạn chế vay ngắn hạn, duy trì chi phí lãi vay thấp và tiếp tục ghi nhận thu nhập tài chính tích cực trong 2026-27.

Chỉ số chính	2024	2025	2026F	2027F
Tăng trưởng doanh thu (%)	26%	0%	99%	48%
Tăng trưởng LN ròng (%)	22%	46%	57%	52%
Biên LN gộp (%)	14%	15%	11%	10%
Biên LN ròng (%)	5%	7%	6%	6%
P/E (x)	34,9	24,3	15,8	10,4
P/B (x)	1,7	1,8	1,7	1,6
ROE (%)	5%	7%	11%	16%
D/E (x)	11%	6%	8%	6%

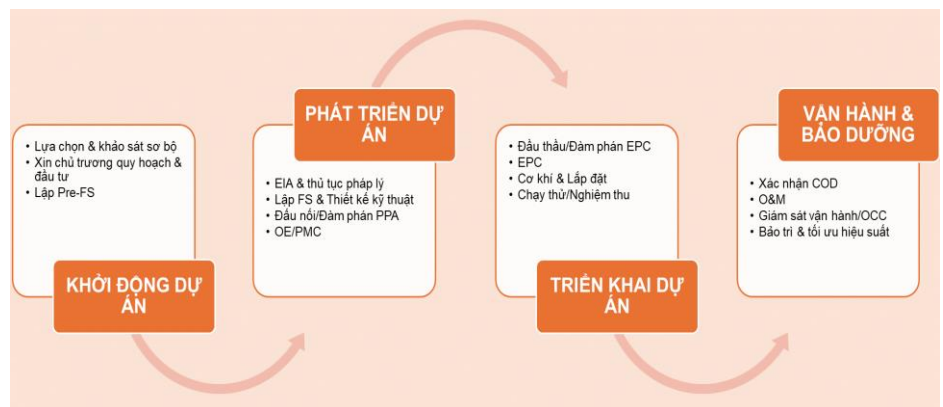
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực tư vấn điện tại Việt Nam

CTCP Tư vấn Xây dựng Điện 2 (PECC2, mã TV2 - HOSE) được thành lập vào năm 1985 - là một trong bốn Công ty tư vấn điện hàng đầu của Việt Nam, chuyên khảo sát thiết kế lập dự án đầu tư xây dựng phát triển điện. Vị thế và uy tín của Công ty trong ngành được thể hiện qua những dự án lớn mà Công ty đã được Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) giao làm đơn vị tư vấn chính. Với hơn 40 năm kinh nghiệm, TV2 đã tham gia tư vấn cho hơn 100 công trình nguồn điện quy mô lớn và hàng trăm công trình lưới điện trên khắp cả nước.

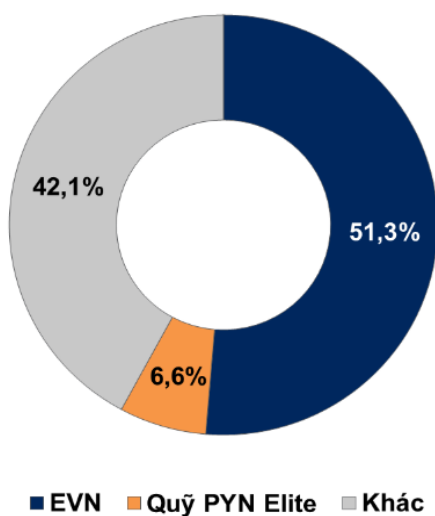
Hình 1: TV2 có thể tham gia xuyên suốt vòng đời một dự án điện dưới nhiều vai trò, từ tư vấn thiết kế sang EPC và O&M



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

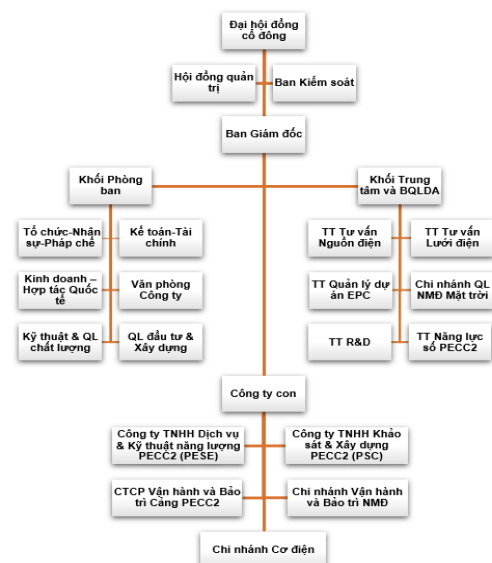
Hiện tại, trụ sở của Công ty đặt tại TPHCM với hơn 1.300 nhân sự, cổ đông lớn là EVN nắm giữ 51,26% và đã công bố duy trì cổ phần kiểm soát.

Hình 2: Tập đoàn Điện lực Việt Nam là cổ đông lớn nhất của TV2



Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

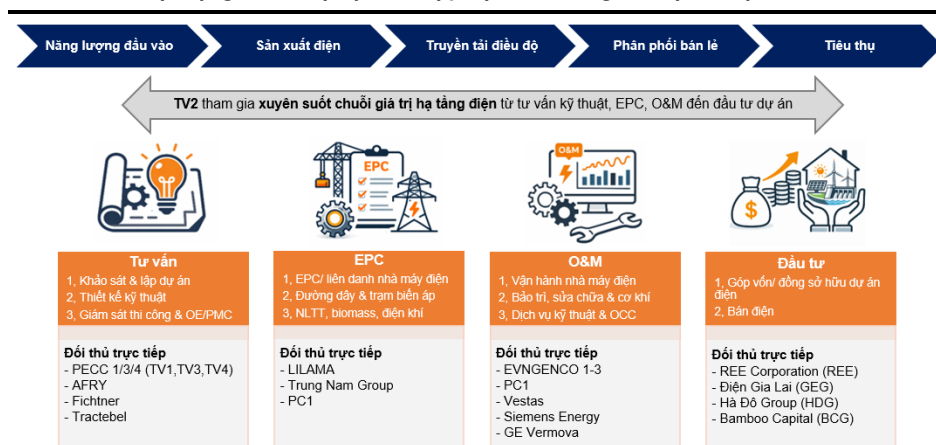
Hình 3: Sơ đồ tổ chức của TV2



Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Mô hình kinh doanh và chuỗi giá trị ngành: hệ sinh thái 4 trụ cột

Hình 4: TV2 hoạt động trên 4 trụ cột tích hợp dọc theo vòng đời dự án điện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tư vấn điện - Bề dày kinh nghiệm và độ phủ kỹ thuật đa dạng phân khúc

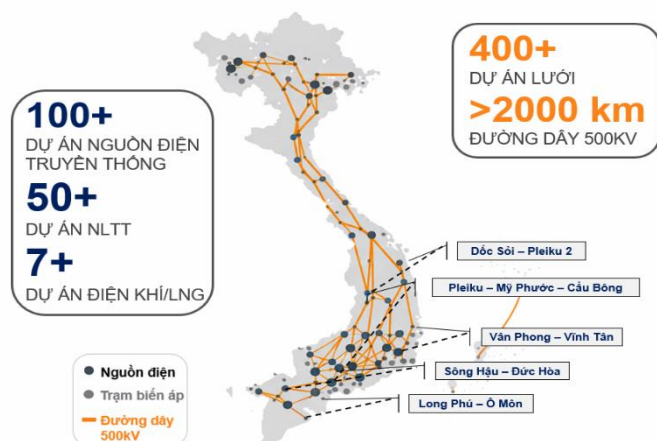
Mảng tư vấn của TV2 bao phủ toàn bộ vòng đời dự án điện, từ khảo sát, lập báo cáo tiền khả thi/khả thi, thiết kế kỹ thuật đến giám sát và quản lý dự án. TV2 không chỉ tập trung vào một phân khúc hẹp mà tham gia đồng thời cả nguồn điện và lưới điện. Theo công bố của doanh nghiệp, công ty đã tham gia hơn 200 dự án nguồn điện với tổng quy mô trên 62.000 MW, hơn 460 dự án đường dây với tổng chiều dài trên 6.600 km, cùng hơn 160 trạm biến áp với tổng dung lượng trên 30.000 MVA. Bộ số liệu này cho thấy TV2 không chỉ có bề dày kinh nghiệm mà còn có khả năng triển khai các dự án quy mô lớn, đa dạng loại hình.

Hình 5: TV2 sở hữu độ phủ kỹ thuật rộng, không chỉ tập trung vào một phân khúc hẹp mà tham gia tư vấn cả nguồn điện và lưới điện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: TV2 có chiều sâu đáng kể trong mảng tư vấn lưới điện, tham gia nhiều tuyến/công trình truyền tải điện áp cao của quốc gia



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

TV2 có chiều sâu đáng kể trong mảng tư vấn lưới điện, đặc biệt là các công trình truyền tải điện áp cao - phân khúc được kỳ vọng sẽ tăng tốc mạnh trong chu kỳ đầu tư mới. Công ty đã tham gia hơn 400 dự án đường dây 500/220/110kV, trong đó riêng các tuyến 500kV đạt trên 2.000 km, bao gồm nhiều tuyến xương sống của hệ thống điện quốc gia như Pleiku - Mỹ Phước - Cầu Bông, Quảng Trạch - Vũng Áng hay Văn Phong - Vĩnh Tân. Ở mảng trạm biến áp, TV2 cũng có kinh nghiệm triển khai các trạm 500kV và 220kV quy mô

lớn, cùng năng lực thiết kế các hệ thống kỹ thuật phức tạp như GIS, SVC hay FACTS.

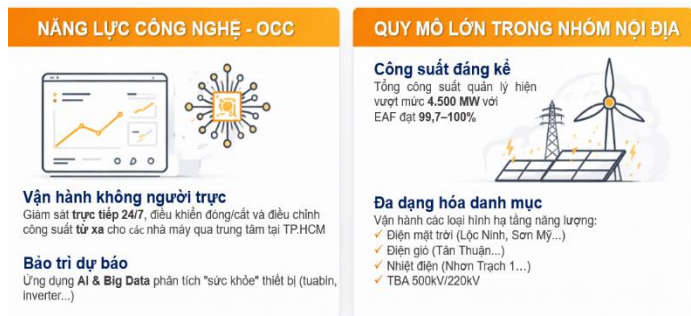
Đặc biệt, mảng tư vấn đóng vai trò “cửa ngõ” tạo pipeline cho các hoạt động khác như EPC chọn lọc, giám sát và O&M, nhờ lợi thế tham gia dự án từ giai đoạn sớm. Chúng tôi đánh giá định hướng này hỗ trợ cải thiện chất lượng backlog và triển vọng tăng trưởng trung-dài hạn của TV2, thay vì chỉ đóng góp ở mức doanh thu tư vấn thuần.

O&M - Trụ cột tăng trưởng bền vững

Sau tái cấu trúc, mảng O&M/dịch vụ kỹ thuật được vận hành thông qua PESE, kế thừa nền tảng POM và mở rộng sang các dịch vụ vận hành, bảo trì, giám sát vận hành từ xa và cơ khí. PESE hiện quản lý 48 nhà máy điện, với tổng công suất trên 4.500MW và EAF đạt 99,7-100%, cho thấy năng lực duy trì độ khả dụng kỹ thuật cao cho danh mục nhà máy đang vận hành.

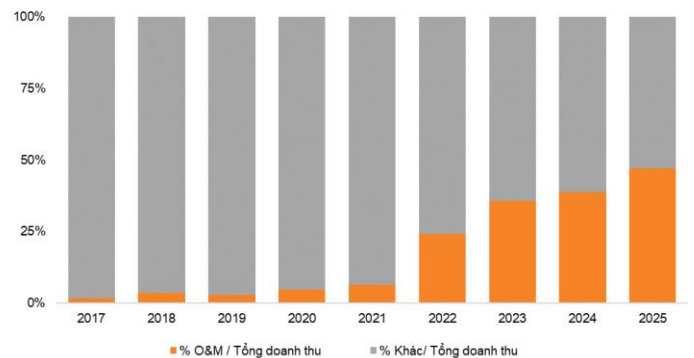
Mảng O&M ngày càng khẳng định vai trò trụ cột khi tỷ trọng doanh thu tăng lên vùng 30-40% giai đoạn gần đây, đồng thời đóng góp ổn định hơn vào lợi nhuận nhờ đặc thù hợp đồng dài hạn. Trong bối cảnh mảng EPC mang tính chu kỳ, O&M giúp ổn định hóa dòng tiền và giảm biến động lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 7: PESE mở rộng nền tảng O&M/dịch vụ kỹ thuật với danh mục đa dạng



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tỷ trọng doanh thu mảng O&M ngày càng gia tăng, đặc biệt là từ sau giai đoạn năm 2020-21



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

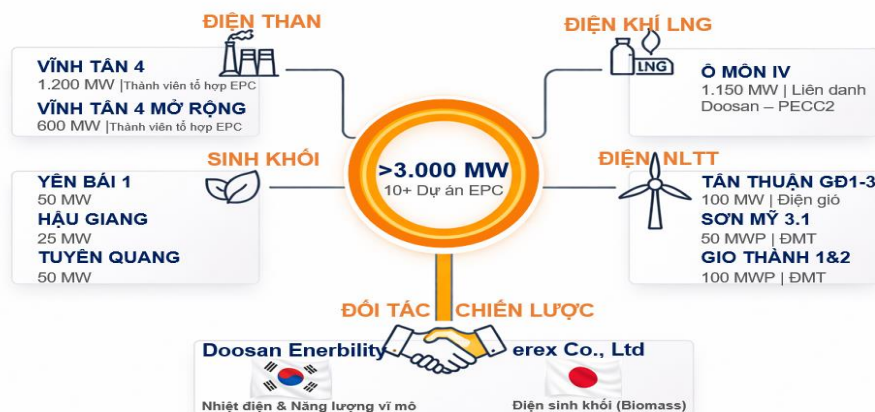
Một điểm đáng chú ý là TV2 là một trong những đơn vị tiên phong triển khai trung tâm điều khiển vận hành từ xa (OCC) từ năm 2019, cho phép quản lý nhiều nhà máy tập trung, qua đó tối ưu chi phí nhân sự và nâng cao hiệu suất vận hành. Nhờ mô hình này, biên LN O&M có thể duy trì ở mức ổn định (~16-17%) và có khả năng mở rộng theo quy mô công suất quản lý.

Mảng này còn duy trì tỷ lệ chuyển đổi cao từ EPC sang O&M, với nhiều dự án tiêu biểu như điện gió Tân Thuận - Cà Mau, điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và Biomass Hậu Giang.

Nhà thầu EPC - Động lực mở rộng quy mô doanh thu

Bên cạnh mảng tư vấn cốt lõi, TV2 từng bước mở rộng sang vai trò nhà thầu EPC/đối tác EPC, qua đó tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị dự án điện. Trong mô hình này, TV2 đảm nhận vai trò từ thiết kế kỹ thuật, quản lý mua sắm thiết bị đến tổ chức thi công, qua đó chuyển từ nhà cung cấp dịch vụ tư vấn sang đơn vị triển khai dự án trọn gói. Điều này giúp gia tăng đáng kể quy mô doanh thu so với mảng tư vấn truyền thống.

Hình 9: TV2 đang từng bước mở rộng sang vai trò nhà thầu/đối tác EPC thông qua các dự án điện quy mô lớn và đa dạng, qua đó thúc đẩy tăng trưởng và mở rộng quy mô doanh thu



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

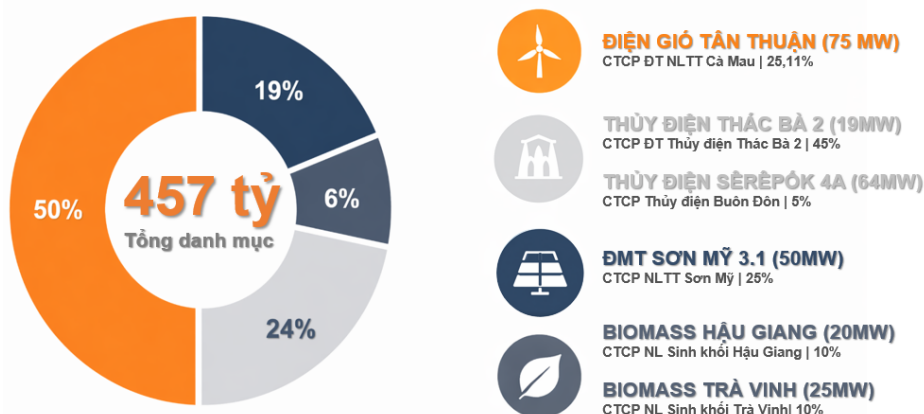
Hoạt động EPC của TV2 tập trung chủ yếu vào các dự án nhà máy điện và các hạng mục lưới điện. Công ty thường tham gia theo hình thức liên danh với các nhà thầu trong và ngoài nước đối với các dự án quy mô lớn, trong đó TV2 đảm nhận các phần việc có thể mạnh như thiết kế, kỹ thuật và quản lý dự án.

Thực tế, EPC từng đóng góp đáng kể vào tăng trưởng của TV2 trong các chu kỳ đầu tư trước. Giai đoạn 2019-2021, công ty hưởng lợi mạnh từ làn sóng NLTT dưới cơ chế FIT, với nhiều dự án tiêu biểu như điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1, điện mặt trời Gio Thành 1&2 và điện gió Tân Thuận - Cà Mau (giai đoạn 1&2), qua đó đưa tỷ trọng EPC lên mức cao trong cơ cấu doanh thu (khoảng 70-80%). Trước đó, việc tham gia liên danh tổng thầu dự án Vĩnh Tân 4 (~1,36 tỷ USD) giúp TV2 tích lũy kinh nghiệm triển khai dự án quy mô lớn và từng bước nâng cao năng lực EPC.

Trong giai đoạn tới, việc các dự án lớn bắt đầu tái khởi động từ 2025 được kỳ vọng sẽ giúp mảng EPC dần phục hồi và quay lại vai trò động lực tăng trưởng doanh thu.

Đầu tư nguồn điện - Dòng tiền hỗ trợ HĐKD trung và dài hạn

Hình 10: Danh mục đầu tư chiến lược TV2 - hơn 75% tập trung vào nguồn điện NLTT, còn lại là Thủy điện - toàn bộ đã COD



Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Bên cạnh các hoạt động kể trên, TV2 tham gia đầu tư trực tiếp vào các dự án điện thông qua hình thức góp vốn vào các công ty dự án. Danh mục đầu tư tập trung vào các tài sản phát điện như thủy điện, năng lượng tái tạo và một số dự án điện mới, với mục tiêu mang lại nguồn thu ổn định dưới dạng cổ tức và lợi nhuận từ công ty liên kết. Các dự án đầu tư lớn tiêu biểu như Thủy điện Thác Bà 2, điện mặt trời Sơn Mỹ và điện gió Tân Thuận, phản ánh chiến lược tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị ngành điện.

TV2 nằm trong nhóm dẫn đầu thị trường dịch vụ kỹ thuật điện nhờ sở hữu tổ hợp lợi thế cạnh tranh khác biệt

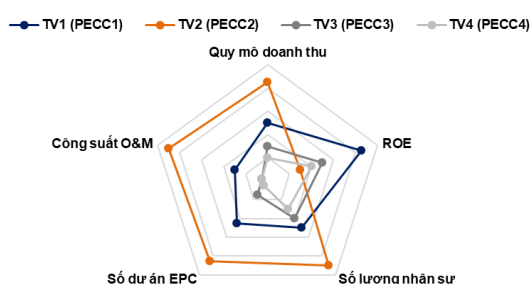
Thị trường dịch vụ kỹ thuật điện tại Việt Nam có đặc thù phân tầng rõ rệt

Nhóm PECC: Bốn công ty tư vấn xây dựng điện thuộc hệ thống EVN - chiếm thị phần chi phối tại phân khúc dự án lớn. Cạnh tranh trong nhóm này chủ yếu dựa trên năng lực hồ sơ, kinh nghiệm dự án tương tự, nhân sự chủ chốt, và khả năng huy động đội ngũ nhanh chóng.

Nhóm vừa và nhỏ: Chào giá thấp cho dự án nhỏ/vừa, tạo áp lực biên cho mảng tư vấn ở phân khúc dưới, nhưng chưa đủ năng lực cho dự án lớn/phức tạp.

Đối thủ nước ngoài: Xuất hiện tại các dự án phức tạp yêu cầu tiêu chuẩn quốc tế (LNG, điện khí chu trình hỗn hợp, điện hạt nhân), bao gồm các tập đoàn tư vấn như Black & Veatch, Fichtner, Tractebel, nhưng yêu cầu nội địa hóa và am hiểu quy định tại Việt Nam thường thúc đẩy họ liên danh với nhóm PECC.

Hình 11: TV2 dẫn đầu về quy mô và sự đa năng trong nhóm PECC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Đánh giá vị thế của TV2 trong từng phân khúc khách hàng

Phân khúc khách hàng	Mức độ cạnh tranh	Yếu tố quyết định	Vị thế TV2
Dự án lớn của EVN (nhiệt điện, lưới 500kV)	Cao nhưng tập trung (4 PECC)	Năng lực, track record	★★★★★
Dự án phức tạp (LNG, điện khí, điện hạt nhân, tiêu chuẩn quốc tế)	Cao, cạnh tranh với nước ngoài	Công nghệ, kinh nghiệm quốc tế	★★★★☆
O&M	Trung bình, đang mở rộng chuyên	Uy tín, năng lực vận hành	★★★★☆
NLTT (ĐMT, điện gió)	Cao, phân mảnh	Giá, tiến độ	★★★★☆
IPP tư nhân – DA vừa/nhỏ	Rất cao, phân mảnh	Giá	★★★★☆

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Nếu xét theo giá trị hợp đồng, phân khúc các dự án lớn của EVN có mức độ tập trung cao và TV2 nằm trong nhóm doanh nghiệp dẫn đầu. Ngược lại, nếu xét theo số lượng hợp đồng, đặc biệt ở phân khúc IPP tư nhân quy mô vừa và nhỏ, thị trường mang tính phân mảnh cao và TV2 chịu áp lực cạnh tranh về giá. Tuy nhiên, TV2 có lợi thế khác biệt: năng lực đa trụ cột giúp bám sát khách hàng trong thời gian dài hơn trong chuỗi giá trị.

TV2 sở hữu tổ hợp năng lực cạnh tranh khác biệt trong nhóm PECC

TV2 nổi bật trong nhóm PECC nhờ mô hình kinh doanh đa mảng và nền tảng kỹ thuật quy mô lớn, cho phép công ty tham gia xuyên suốt vòng đời dự án điện.

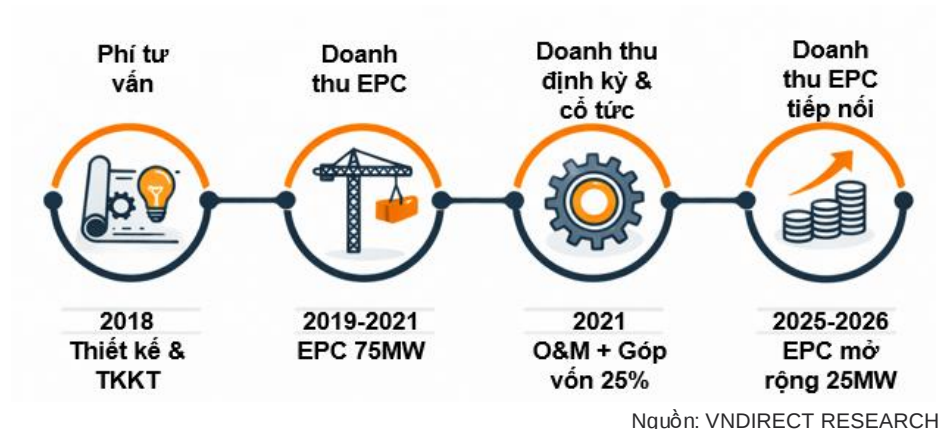
Hình 13: Cấu trúc lợi thế cạnh tranh toàn diện của TV2



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

- **Hệ sinh thái tích hợp dọc vòng đời dự án:** TV2 có khả năng tham gia xuyên suốt vòng đời dự án điện, từ tư vấn, OE/PMC, EPC đến O&M/dịch vụ kỹ thuật, giúp kéo dài quan hệ khách hàng và mở rộng giá trị hợp đồng trên mỗi dự án.
- **Tiếp cận dự án từ giai đoạn sớm:** Nền tảng tư vấn, khảo sát, Pre-FS/FS và thiết kế kỹ thuật giúp TV2 tham gia từ bước chuẩn bị đầu tư, tạo lợi thế khi dự án chuyển sang giai đoạn triển khai

Hình 14: Mô hình tích hợp theo vòng đời dự án - Ví dụ dự án Điện gió Tân Thuận



- **Năng lực triển khai dự án:** Vai trò trong các gói thầu EPC, năng lực cơ khí và kinh nghiệm công trường giúp TV2 chủ động hơn ở một số hạng mục thi công, lắp đặt và quản lý kỹ thuật.
- **Dịch vụ kỹ thuật dài hạn:** Nền tảng PESE/O&M giúp TV2 duy trì hiện diện sau khi COD các dự án thông qua vận hành, bảo trì và tối ưu hiệu suất, qua đó tạo nguồn doanh thu ổn định hơn.
- **Nền tảng kỹ sư và quan hệ đối tác:** Đội ngũ kỹ sư quy mô lớn (~1300 nhân sự), track record hơn 40 năm, quan hệ với EVN/chủ đầu tư lớn và đối tác quốc tế là các yếu tố hỗ trợ TV2 tiếp cận các dự án điện quy mô lớn và phức tạp hơn. Đáng chú ý, TV2 có đội ngũ 50 kỹ sư điện hạt nhân được đào tạo tại Nga và Nhật Bản tạo lợi thế dài hạn trong bối cảnh chương trình Điện hạt nhân có khả năng được tái khởi động.

KQKD 2025-Q1/26: Thu nhập tài chính dẫn dắt phục hồi lợi nhuận

Hình 15: Tóm tắt KQKD 2025 và Q1/2026

Tỷ đồng	Q1/26	Q1/25	% svck	2025	2024	% svck
Doanh thu	244	216	13%	1.335	1.336	0%
LN gộp	36	43	-15%	199	192	4%
Chi phí bán hàng & QLDN	26	25	3%	147	118	25%
Thu nhập tài chính ròng	19	1	2393%	60	6	903%
LN trước thuế	59	18	231%	111	80	39%
LN ròng	53	15	265%	83	65	48%
Biên LN gộp	15,0%	19,8%	-4,9 đ %	14,9 đ %	14%	1%
Biên LN ròng	21,7%	6,7%	15,0 đ %	7,2 đ %	5%	2%

Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Doanh thu đi ngang trong 2025 nhưng bắt đầu phục hồi từ Q1/26

Doanh thu năm 2025 đạt 1.335 tỷ đồng, gần như đi ngang svck, phản ánh giai đoạn bản lề khi mảng tư vấn và O&M duy trì ổn định nhưng doanh thu EPC chưa ghi nhận đáng kể do Ô Môn IV mới ký giữa năm 2025 và bắt đầu thi công từ đầu năm 2026. Tuy nhiên, khoản mục người mua trả tiền trước trên bảng cân đối cuối 2025 đạt gần 1.000 tỷ đồng, chủ yếu từ tạm ứng cho các dự án EPC mới, cho thấy doanh thu có cơ sở tăng mạnh từ 2026. Trong Q1/26, doanh thu đã tăng 13% svck lên 244 tỷ đồng, bước đầu phản ánh sự phục hồi khi backlog mới dần đi vào triển khai.

Biên LN gộp phục hồi nhẹ trong 2025 nhưng giảm trong Q1/26 do cơ cấu doanh thu

Biên LN gộp năm 2025 đạt 14,9%, cải thiện 0,5 điểm % svck, phản ánh cơ cấu doanh thu ổn định hơn sau giai đoạn thấp điểm của EPC. Sang Q1/26, biên lợi nhuận gộp giảm xuống 15,0% từ 19,8% cùng kỳ, nhiều khả năng do tỷ trọng ghi nhận cao hơn từ các hạng mục EPC/O&M có biên thấp hơn so với mảng tư vấn. Dù vậy, mức biên Q1/26 vẫn tương đối ổn định so với cả năm 2025, cho thấy biên lợi nhuận cốt lõi đã qua giai đoạn suy giảm mạnh.

Thu nhập tài chính là động lực chính giúp LN bút phá

Thu nhập tài chính ròng tăng mạnh trong năm 2025, trở thành động lực chính giúp lợi nhuận cải thiện dù doanh thu đi ngang. Nguồn tăng đến từ lãi tiền gửi cao hơn nhờ vị thế tiền mặt dồi dào, trong khi thu nhập từ công ty liên kết cũng cải thiện khi một số dự án năng lượng bắt đầu vận hành hiệu quả hơn. Xu hướng này tiếp tục thể hiện rõ trong Q1/26, khi LNTT tăng 231% svck lên 59 tỷ đồng, bất chấp doanh thu chỉ tăng 13% svck và biên gộp giảm. Điều này cho thấy lợi nhuận của TV2 đang được hỗ trợ đáng kể bởi nền tiền mặt cao và đóng góp ngoài hoạt động EPC cốt lõi.

LN ròng phục hồi rõ nét, tạo nền cho chu kỳ tăng trưởng mới

LN năm 2025 phục hồi rõ nét từ nền thấp, với biên LN ròng cải thiện lên 7,2% từ 4,8% trong năm 2024. Sang Q1/26, biên LN ròng tiếp tục mở rộng mạnh lên 21,7%, so với 6,7% cùng kỳ, phản ánh đóng góp vượt trội từ thu nhập tài chính và các khoản LN ngoài hoạt động kinh doanh chính. Nhìn chung, kết quả 2025 và Q1/26 cho thấy TV2 đã đi qua đáy LN, tạo nền tảng cho chu kỳ tăng trưởng mới khi các dự án EPC lớn bắt đầu ghi nhận rõ hơn từ 2026 trở đi.

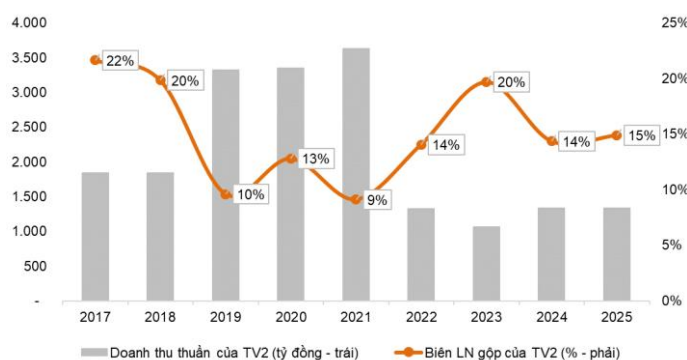
Phân tích tài chính: Biến động theo chu kỳ dự án EPC, nền tảng vững chắc

Biến động doanh thu gắn chặt với chu kỳ EPC và cơ cấu dự án

Doanh thu của TV2 mang tính chu kỳ cao, phụ thuộc vào tiến độ triển khai và ghi nhận của các dự án EPC quy mô lớn. Giai đoạn 2019-2021, doanh thu đạt mức đỉnh nhờ các dự án lớn như nhiệt điện Vĩnh Tân 4/4MR và điện gió Tân Thuận - Cà Mau (Giai đoạn 1&2). Tuy nhiên, từ năm 2022-2023, số lượng dự án EPC mới suy giảm đáng kể do các vướng mắc về cơ chế và quá trình chuyển tiếp sang Quy hoạch điện VIII, cùng với sự chững lại của thị trường năng lượng tái tạo sau giai đoạn FIT, khiến cho TV2 rơi vào giai đoạn trũng với doanh thu giảm về mức 1.060-1.340 tỷ trong ba năm 2022-2024.

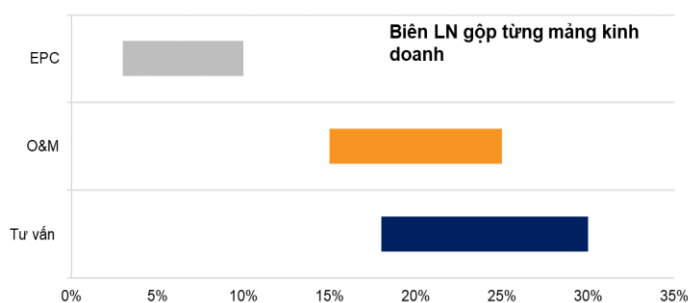
Trong bối cảnh đó, doanh thu của TV2 thu hẹp và cơ cấu chuyển dịch sang các mảng có tính ổn định cao hơn như tư vấn và O&M. Năm 2025, doanh thu đạt 1.335 tỷ đồng, đi ngang svck, phản ánh giai đoạn bản lề khi chưa ghi nhận đóng góp đáng kể từ các dự án EPC quy mô lớn. Tuy nhiên, tỉ trọng này sẽ thay đổi đáng kể trong 2026-28 khi EPC sẽ chiếm trên 50% tổng doanh thu.

Hình 16: Giai đoạn sau 2021 chứng kiến sự thu hẹp quy mô doanh thu tổng của TV2 do thiếu vắng các đại dự án EPC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Mảng tư vấn và O&M duy trì biên lợi nhuận cao mang tính cấu trúc, trong khi EPC có biên thấp hơn đáng kể do đặc thù chi phí cao

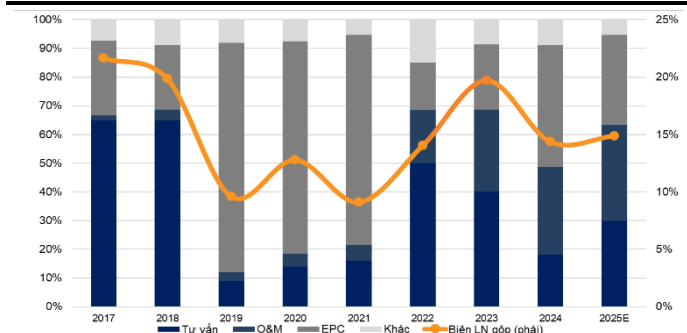


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Biên LN góp co dần theo cơ cấu doanh thu

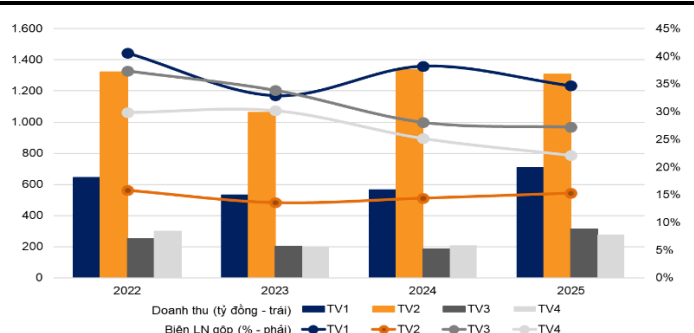
Biên LN của TV2 chịu ảnh hưởng trực tiếp từ cơ cấu doanh thu giữa các mảng. Cụ thể, mảng EPC có biên LN góp thấp hơn đáng kể do phụ thuộc vào chi phí vật tư, thầu phụ và mức độ cạnh tranh cao, trong khi mảng tư vấn và O&M duy trì biên hai chữ số cao mang tính cấu trúc.

Hình 18: Cơ cấu doanh thu ước tính theo từng mảng kinh doanh của TV2 từ 2017-25, phản ánh rõ các chu kỳ hoạt động và tác động trực tiếp lên biên LN góp



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: TV2 có quy mô doanh thu thuộc nhóm dẫn đầu cùng TV1, nhưng biên lợi nhuận góp thấp hơn do cơ cấu doanh thu nghiêng về EPC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trên thực tế, biên LN gộp TV2 có xu hướng giảm dần từ ~20% giai đoạn 2023 xuống ~15% năm 2024-2025. Nguyên nhân chính do cơ cấu doanh thu dịch chuyển từ mảng tư vấn thuần có biên cao sang mảng EPC có biên thấp hơn nhiều. Trong các năm đỉnh dự án EPC (2019-2021), tỷ trọng EPC cao kéo biên bình quân xuống, nhưng bù lại LN gộp tăng mạnh nhờ quy mô doanh thu lớn. Xu hướng này sẽ lặp lại trong 2026-28 khi Ô Môn IV và các dự án khác đi vào cao điểm: biên gộp dự kiến nén về khoảng 10%-11% nhưng LN gộp 2026-27 có thể tăng hơn 50% svck.

Biên LN gộp của TV2 nhìn chung thấp hơn so với cả TV1, TV3 và TV4, chủ yếu do sự khác biệt trong cơ cấu hoạt động. Trong khi các đơn vị còn lại tập trung nhiều vào mảng tư vấn thuần - vốn có biên lợi nhuận cao và ít rủi ro thi công - TV2 chủ động mở rộng sang EPC, chấp nhận biên gộp thấp hơn để đổi lấy quy mô doanh thu và giá trị hợp đồng lớn hơn. Tuy vậy, nhờ cơ cấu dự án đa dạng, năng lực cơ khí và kinh nghiệm quản lý dự án, biên LN của TV2 vẫn duy trì tương đối ổn định, phản ánh khả năng kiểm soát chi phí trong các dự án EPC phức tạp.

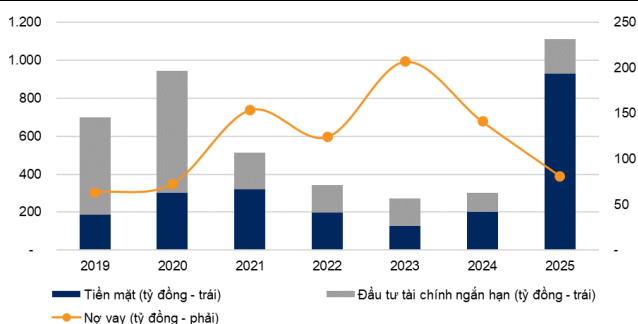
Bảng cân đối lành mạnh hỗ trợ chu kỳ EPC mới và thu nhập tài chính

Chúng tôi cho rằng bảng cân đối là trụ cột trong mô hình kinh doanh của TV2, vừa hỗ trợ triển khai chu kỳ EPC mới, vừa giúp giảm biến động lợi nhuận trong các giai đoạn chuyển tiếp.

Vị thế tiền mặt cao hỗ trợ chu kỳ EPC mới và LN tài chính

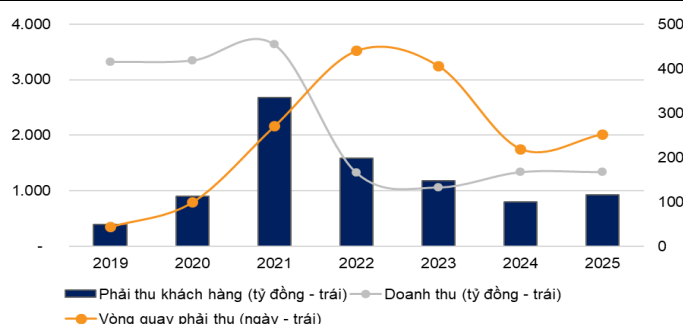
Vị thế tiền mặt cao và đòn bẩy thấp giúp TV2 có dư địa tự tài trợ vốn lưu động khi bước vào các dự án EPC quy mô lớn, giảm phụ thuộc vào nợ vay trong giai đoạn triển khai ban đầu. Đồng thời, số dư tiền cao cũng tạo nguồn thu nhập lãi tiền gửi ổn định, trong khi chi phí lãi vay duy trì ở mức thấp. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN tài chính tiếp tục đóng góp tích cực trong giai đoạn 2026-27, đặc biệt khi các khoản tiền ứng trước từ các dự án EPC mới được ghi nhận

Hình 20: Nền tảng tiền mặt dồi dào và đòn bẩy thấp tạo dư địa tài trợ chu kỳ EPC mới



Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Khoản phải thu dự kiến gia tăng trở lại cùng chu kỳ EPC mới, trong khi DSO duy trì ở mức cao do đặc thù thanh toán theo tiến độ



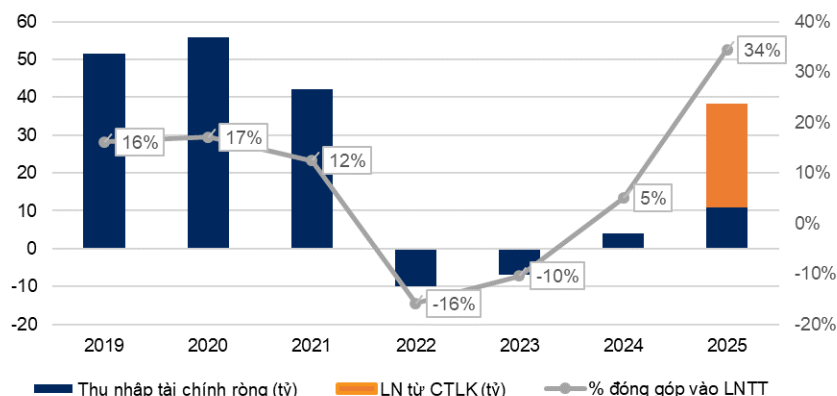
Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Thu nhập từ các liên doanh nhà máy điện bắt đầu ghi nhận đóng góp đáng kể từ năm 2025 trở đi

Sau giai đoạn đóng góp hạn chế trong 2022-2024 do một số dự án năng lượng tái tạo vận hành dưới kỳ vọng, khoản mục này đã cải thiện rõ rệt trong năm 2025, chủ yếu nhờ thủy điện Thác Bà 2 đi vào vận hành và KQKD của các dự án điện mặt trời Sơn Mỹ, điện gió Tân Thuận - Cà Mau dần hồi phục. Chúng tôi

kỳ vọng thu nhập từ CTLK tiếp tục là yếu tố hỗ trợ lợi nhuận trong giai đoạn tới khi các dự án liên kết cải thiện hiệu quả vận hành.

Hình 22: Thu nhập từ CTLK gia tăng vai trò đóng góp vào LN từ năm 2025



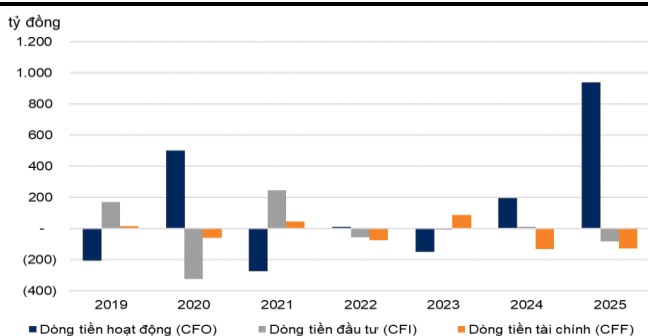
Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

Dòng tiền mang tính chu kỳ, chính sách cổ tức ổn định

Nhìn lại giai đoạn 2019-2025, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của TV2 có xu hướng tăng mạnh trong các năm công ty triển khai dự án EPC lớn, như 2020 và 2025, nhờ đặc thù được nhận tiền ứng trước từ chủ đầu tư để tài trợ cho giai đoạn mua sắm thiết bị và thi công ban đầu. Ngược lại, CFO có thể âm khi tiến độ nghiệm thu/thu hồi công nợ chậm hoặc khi công ty phải ứng vốn trước cho dự án mới, như giai đoạn 2021-2023. Do đó, biến động của CFO chủ yếu phản ánh sự lệch pha giữa thời điểm thu-chi tiền trong hoạt động EPC, thay vì suy giảm chất lượng hoạt động cốt lõi.

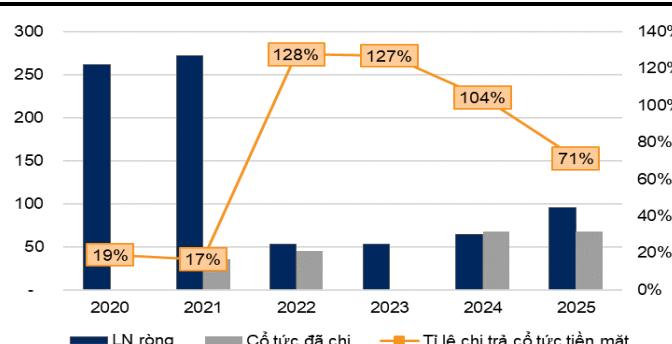
CFO phục hồi từ 2024 và tăng mạnh trong 2025, với khoản 900 tỷ đồng tiền ứng trước từ 3 dự án EPC mới tại thời điểm cuối năm 2025, sau đó số dư đã lên tới hơn 2.000 tỷ trong Q1/2026, giúp củng cố nền tảng tiền mặt của TV2. Đây là cơ sở hỗ trợ thu nhập tài chính, qua đó dự báo sẽ đóng góp tích cực vào 2026.

Hình 23: Dòng tiền biến động theo chu kỳ thu tiền và ứng vốn của mảng EPC



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Lợi nhuận ròng, cổ tức tiền mặt đã chi và tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt của TV2 giai đoạn 2020-25 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Về cổ tức, TV2 duy trì cổ tức tiền mặt 1.000 VND/cp xuyên suốt giai đoạn LN biến động theo chu kỳ EPC, phản ánh kỷ luật phân bổ tiền mặt và ưu tiên ổn định chính sách cổ tức.

Triển vọng 2026-27: Backlog đã khóa, lưới điện đi trước - nền tảng cho đà tăng trưởng bền vững

Hình 25: Dự phóng KQKD 2026-27

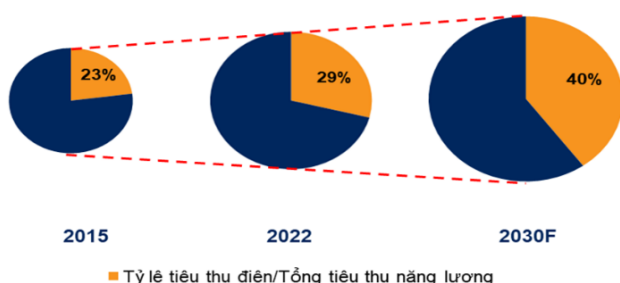
Tỷ VND	Thực tế			Dự phóng		% svck		Nhận xét
	2024	2025	% svck	2026	2027	2026	2027	
Doanh thu	1.336	1.335	0%	2.650	3.918	99%	48%	
Bán hàng & CCDV	1.217	1.265	4%	2.551	3.799	102%	49%	Chúng tôi dự phóng doanh thu BH&CCDV trong 2026/27 tăng trưởng 102%/49% svck, chủ yếu đến từ doanh thu EPC khi các đại dự án (Ô Môn IV, Điện sinh khối và Điện gió) đưa vào triển khai từ năm 2026, trong khi doanh thu mảng tư vấn và O&M vẫn duy trì tích cực nhờ hưởng lợi từ nhu cầu cấp thiết về đầu tư vào ngành điện
Gia công cơ khí	100	49	-51%	80	100	62%	25%	Mảng gia công cơ khí tăng 62% tương ứng nhằm phục vụ triển khai EPC các dự án
Bán điện	19	21	7%	19	19	-7%	0%	
LN gộp	192	199	4%	299	408	50%	36%	
Bán hàng & CCDV	181	192	6%	282	387	47%	37%	
Gia công cơ khí	11	7	-31%	9	12	28%	32%	
Bán điện	8	8	-3%	7	8	-7%	4%	
Biên LN gộp	14,4%	14,9%	0,5 đ %	11,3%	10,4%	-3,6 đ %	-0,9 đ %	Biên LN năm 2026/27 dự kiến giảm 3,6/0,9 đ % svck chủ yếu do dịch chuyển cơ cấu tỷ trọng DT/LN sang mảng EPC có biên thấp hơn đáng kể so với Tư vấn và O&M
Chi phí BH và QLDN	147	151	3%	155	159	2%	2%	
EBIT	52	148	187%	253	224	71%	-11%	
Chi phí tài chính	16	6	-59%	8	16	30%	94%	
Thu nhập tài chính	22	39	79%	18	25	-55%	42%	
LN ròng	65	95	46%	148	226	57%	52%	
EPS (VND/cp)	958	1.401	46%	2183	3327	56%	52%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chu kỳ đầu tư mới của ngành điện Việt Nam mở ra nhiều không gian phát triển cho TV2

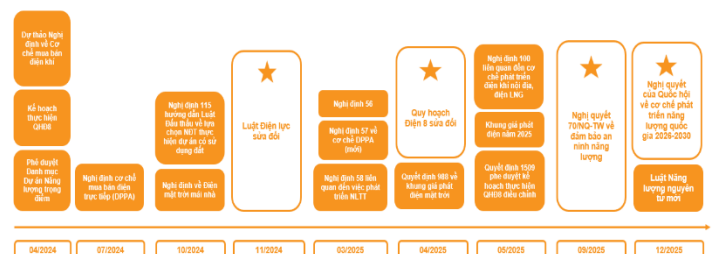
Nhu cầu đầu tư vào nguồn và lưới điện tại Việt Nam hiện mang tính cấp thiết, không chỉ để đáp ứng tăng trưởng phụ tải trong các năm tới mà còn nhằm hạn chế rủi ro thiếu điện cục bộ, xử lý tình trạng lệch pha giữa phát triển nguồn và lưới, cũng như tạo dư địa giải tỏa công suất cho các dự án mới. Sau nhiều năm chậm triển khai, yêu cầu đảm bảo an ninh năng lượng đang khiến đầu tư điện trở thành nhu cầu cấp thiết hơn là định hướng dài hạn đơn thuần.

Hình 26: Nhu cầu tiêu thụ điện ngày càng gia tăng nhằm đáp ứng yêu cầu cấp thiết về an ninh năng lượng



Nguồn: QHĐ8, EVN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Khung chính sách từng bước mở đường cho triển khai QHĐ8 điều chỉnh



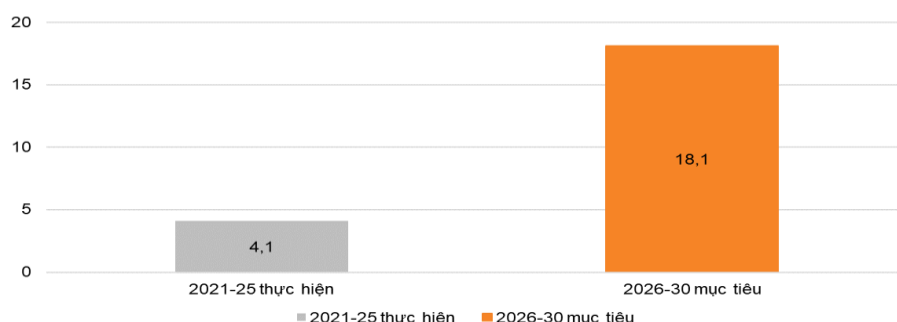
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

QHĐ8 điều chỉnh và việc tiếp tục cải thiện khung pháp lý trong ngành điện kỳ vọng có thể mở ra dư địa tăng trưởng công suất và hệ thống hạ tầng ngành điện rất lớn trong thời gian tới. Với TV2, điều này mở ra nhiều cơ hội tham gia sâu hơn ở các mảng kinh doanh: Tư vấn (thiết kế/giám sát/PMC) ở giai đoạn chuẩn

bị và triển khai dự án; EPC chọn lọc đối với các gói thầu phù hợp năng lực; O&M khi các dự án lần lượt đi vào vận hành thương mại và đầu tư dự án điện nhằm tạo nguồn lợi nhuận dài hạn từ các tài sản phát điện. Nói cách khác, mỗi đồng vốn giải ngân vào ngành điện đều có thể tạo ra doanh thu cho hệ sinh thái của TV2.

Mảng Tư vấn điện: Phân khúc hưởng lợi trực tiếp và rõ nét nhất từ QHĐ8

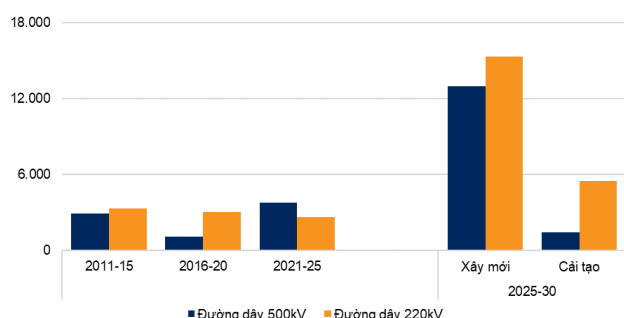
Hình 28: QHĐ8 đề ra nhu cầu đầu tư rất lớn vào hệ thống truyền tải điện, mở dư địa cho mảng tư vấn hệ thống truyền tải trong giai đoạn 5 năm tới (tỷ USD)



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

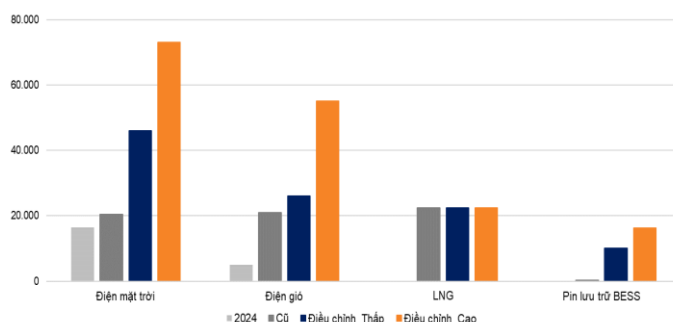
Thứ nhất, nhu cầu đầu tư lưới truyền tải 220–500kV tạo dư địa tăng trưởng trực tiếp cho mảng tư vấn. Theo QHĐ8 điều chỉnh, giai đoạn 2025–2030 cần xây mới khối lượng lớn đường dây 500kV và 220kV, đi kèm nhu cầu đầu tư đáng kể vào hệ thống truyền tải. Đây là nhóm công việc có khả năng triển khai sớm hơn nguồn điện, do lưới truyền tải cần đi trước để kết nối và giải tỏa công suất cho các dự án mới. Với kinh nghiệm trong khảo sát, thiết kế kỹ thuật, thẩm tra và giám sát thi công các công trình lưới điện quy mô lớn, TV2 có vị thế tốt để hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư này.

Hình 29: Nhu cầu đầu tư đường dây truyền tải (km)



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Cơ cấu nguồn điện hiện tại (2024) và nguồn mới theo QHĐ8 điều chỉnh đến năm 2030 (MW)



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Thứ hai, cơ cấu nguồn bổ sung mới theo QHĐ8 làm nhu cầu tư vấn kỹ thuật trở nên chuyên sâu hơn. Tỷ trọng lớn của NLTT và BESS trong phần công suất nguồn mới đến năm 2030 khiến yêu cầu đầu nối, giải tỏa công suất và vận hành hệ thống phức tạp hơn so với các nguồn điện truyền thống. Điều này mở rộng nhu cầu cho các dịch vụ như mô phỏng dòng công suất, đánh giá ổn định hệ thống và tư vấn tích hợp nguồn. Đây là tăng công việc có hàm lượng kỹ thuật cao hơn, phù hợp với lợi thế của TV2 trong tư vấn nguồn và hệ thống điện.

Chúng tôi cho rằng, ngay cả khi chỉ đạt 20-30% kế hoạch QHĐ8, TV2 vẫn hưởng lợi tương đối tích cực. Thực tế triển khai QHĐ tại Việt Nam cho thấy tỷ lệ hoàn

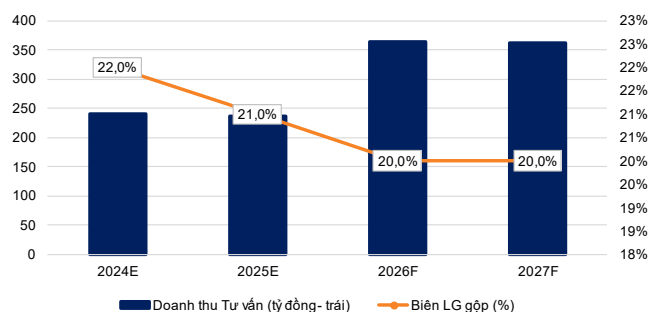
thành so với quy hoạch thường chỉ đạt 20-30%, tương đương khoảng 27-41 tỷ USD vốn thực thi trong 2026-2030. Tuy nhiên, ở mức này, phần lưới truyền tải và đấu nối vẫn nằm trong nhóm được ưu tiên triển khai trước - bởi đây là điều kiện tiên quyết để bất kỳ nguồn phát nào hòa lưới. Do đó, chúng tôi dự kiến doanh thu mảng tư vấn sẽ đạt hơn 360 tỷ/năm trong giai đoạn 2026-28 với mức biên LN gộp trung bình ~20%.

Hình 31: Ước tính quy mô cơ hội mảng tư vấn tăng thêm từ QHĐ8 theo các kịch bản thực hiện (tỷ VND/năm)

	Kịch bản thực hiện 20% kế hoạch	Kịch bản thực hiện 30% kế hoạch
Vốn đầu tư thực thi/năm	~139 nghìn tỷ	~208 nghìn tỷ
Trong đó: Lưới	~36 nghìn tỷ	~55 nghìn tỷ
Trong đó: Nguồn	~103 nghìn tỷ	~153 nghìn tỷ
Giá trị phí tư vấn lưới (2,2% VĐT)	~792 tỷ	~1.210 tỷ
Giá trị phí tư vấn nguồn (0,8% vốn ĐT)	~824 tỷ	~1.224 tỷ
Tổng quy mô phí tư vấn tăng thêm	~1.616 tỷ	~2.434 tỷ
Doanh thu tư vấn tăng thêm của TV2:		
Thị phần 10%	161 tỷ	243 tỷ
Thị phần 15%	242 tỷ	365 tỷ
Thị phần 20%	323 tỷ	486 tỷ

Nguồn: QHĐ8, Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Dù trong kịch bản thận trọng, DT mảng tư vấn vẫn kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng nhờ đẩy mạnh đầu tư hạ tầng điện



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Theo thông tin công bố từ EVNNPT, riêng năm 2025 đã khởi công 42 dự án, đóng điện 49 dự án, giá trị đầu tư xây dựng đạt hơn 29.000 tỷ VND (~140% kế hoạch EVN giao). Tháng 11/2025, EVNNPT ký thỏa thuận hợp tác tài trợ vốn tín dụng đầu tư với Ngân hàng Phát triển Việt Nam bao phủ gần 80 dự án truyền tải trị giá khoảng 105 nghìn tỷ VND (~4,2 tỷ USD). Động thái này cho thấy khả năng tiếp cận nguồn vốn dài hạn cho các dự án lưới điện đã được cải thiện đáng kể, qua đó đảm bảo dư địa tăng trưởng cho các hoạt động tư vấn kỹ thuật, EPC chọn lọc và O&M liên quan đến lưới điện so với nền doanh thu năm 2025 của TV2.

Mảng O&M: Tăng trưởng ổn định nhờ mở rộng công suất vận hành

Đối với TV2, mảng O&M tập trung vào các nhà máy nhiệt điện và năng lượng tái tạo, với đặc điểm hợp đồng dài hạn và dòng tiền ổn định. Trong bối cảnh làn sóng đầu tư mới bắt đầu đưa các dự án vào vận hành từ sau 2026, doanh thu O&M dự kiến tăng trưởng đều đặn, đóng vai trò ổn định hóa dòng tiền và biên lợi nhuận cho toàn doanh nghiệp.

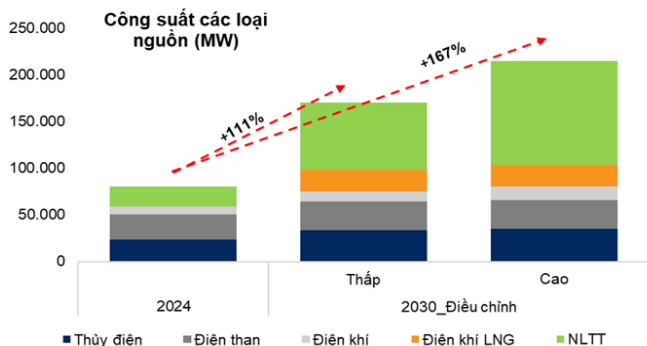
Hình 33: Một vài dự án tiêu biểu trong danh mục mà TV2 đang thực hiện triển khai O&M

Tên dự án	Loại hình	Vị trí	Năm hợp đồng	Công suất (MW)
Duyên Hải 2	Nhiệt điện	Trà Vinh/Vĩnh Long	2021	1320
Houay Langhe	Thủy điện	Lào	2025	60
Monsoon	Điện gió	Lào	2024	600
Savan 1	Điện gió	Lào	2025	300
Ia Pết – Đak Đoa 1&2	Điện gió	Gia Lai	2022	200
Tân Thuận - Cà Mau 1&2	Điện gió	Cà Mau	2021	75
Ninh Phước 6.1 & 6.2	Điện mặt trời	Ninh Thuận	2019	58
Trí Việt 1	Điện mặt trời	Tây Ninh	2024	30
Tân Châu 1	Điện mặt trời	Tây Ninh	2024	50
Bách Khoa Á Châu 1	Điện mặt trời	Tây Ninh	2024	30

Nguồn: TV2, VNDIRECT RESEARCH

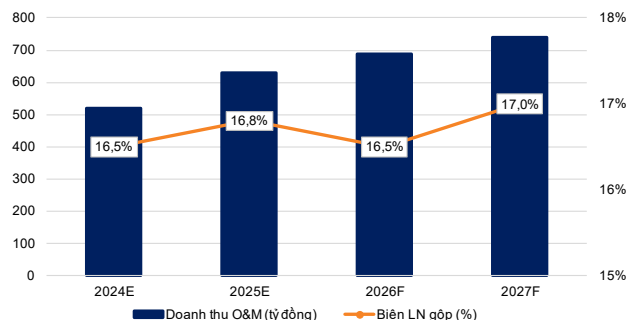
Bước vào 2026-28, mảng O&M được kỳ vọng có thêm dư địa tăng trưởng từ chính backlog EPC hiện tại. Với các dự án Biomass Yên Bái, Tuyên Quang và điện gió Tân Thuận mở rộng GĐ3 dự kiến vận hành trong năm 2027-28, chúng tôi kỳ vọng TV2 có thể mở rộng danh mục O&M thêm khoảng 100-200 MW, qua đó hình thành nguồn doanh thu định kỳ (ARR) kéo dài 10-20 năm kể từ thời điểm vận hành thương mại (COD).

Hình 34: Công suất các nguồn điện dự kiến bổ sung thêm khoảng 80-90 GW đến năm 2030, mở rộng dư địa cho mảng O&M trong dài hạn



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: Dự phóng doanh thu mảng O&M từ 2026 sẽ duy trì tăng trưởng với biên LN gộp quanh mức 16,5-17%



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

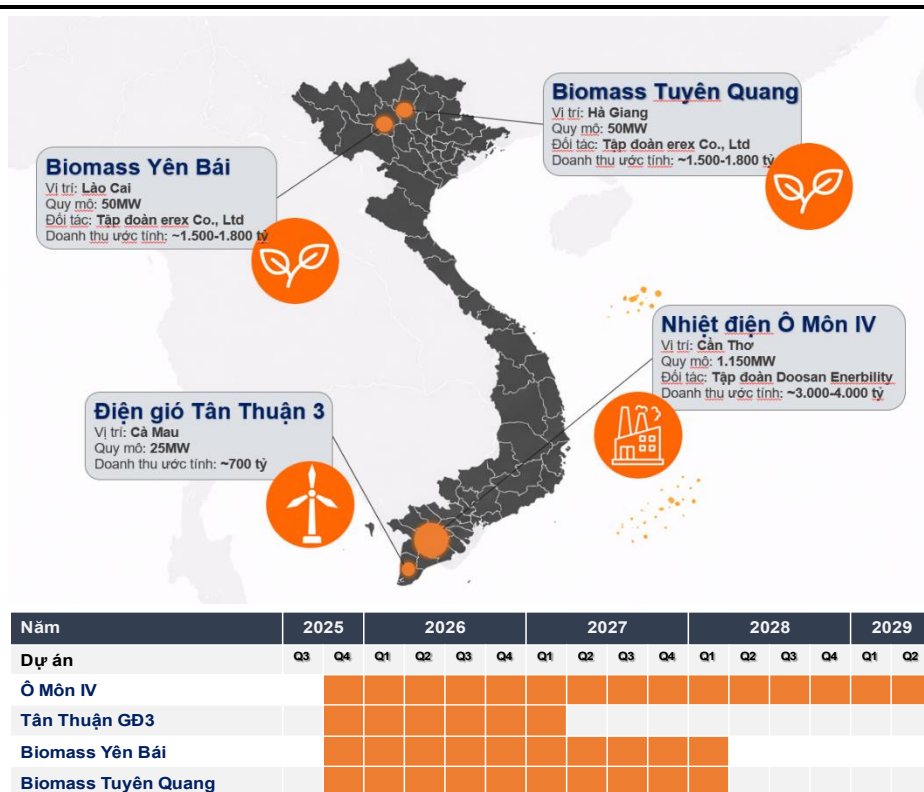
Ngoài thị trường trong nước, TV2 đang từng bước xây dựng hiện diện O&M quốc tế tại Lào - thị trường tiềm năng gắn trực tiếp với xu hướng nhập khẩu điện theo QHĐ8 điều chỉnh. Hợp đồng O&M trạm biến áp Monsoon 600MW (ký 07/2025) và thủy điện Houay LaNge 60MW (ký 04/2024) là bước đầu xây dựng track record và mạng lưới quan hệ tại thị trường này.

Mảng EPC: Kỳ vọng dự án gói đầu liên tục đem lại LN lớn trong giai đoạn sắp tới

Điểm rơi ghi nhận doanh thu và LN từ các đại dự án EPC đã ký kết

Sau gần 3 năm thiếu vắng dự án EPC lớn kể từ sau khi dự án Sông Hậu 2 bị hủy, TV2 bước vào năm 2025 với một loạt hợp đồng EPC mới được ký kết dồn dập chỉ trong vòng nửa cuối năm. Mảng EPC được kỳ vọng sẽ quay lại vai trò động lực tăng trưởng chính, dẫn dắt sự phục hồi cả về doanh thu và LN của TV2 trong ngắn - trung hạn.

Hình 36: Dự án EPC trọng điểm của TV2 đang thực hiện trong giai đoạn 2026-29



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

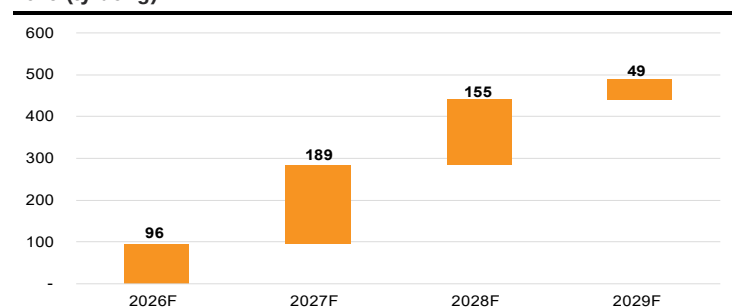
- **Nhiệt điện Ô Môn IV:** TV2 tham gia trong liên danh Doosan Enerbility - PECC2 ký hợp đồng có tổng giá trị hợp đồng EPC khoảng 22.200 tỷ VND, trong đó phần việc của TV2 ước chiếm ~10-15%. Dự án dự kiến khởi công tháng 8/2026 và dự kiến COD đầu năm 2029, với doanh thu tập trung ghi nhận cao điểm trong giai đoạn 2027-28. Đây là dự án đóng góp lớn nhất trong backlog hiện tại, đồng thời củng cố vị thế của TV2 trong chuỗi dự án nhiệt điện khí quy mô lớn.
- **Biomass Yên Bái & Tuyên Quang:** TV2 đóng vai trò tổng thầu EPC 100%. Các hợp đồng được ký cuối 2025, dự kiến COD vào đầu 2028, qua đó đóng góp doanh thu EPC tương đối đều trong giai đoạn 2026-28. Các dự án này đồng thời đặt nền tảng cho pipeline EPC sinh khối dài hạn, trong bối cảnh đối tác erex có kế hoạch mở rộng công suất sinh khối tại Việt Nam.
- **Điện gió Tân Thuận - Cà Mau GĐ3:** TV2 ký hợp đồng EPC 08/2025, khởi công 10/2025 và dự kiến COD đầu 2027. Tiến độ hiện tại của dự án được đẩy nhanh khi đang chuẩn bị đi vào giai đoạn lắp đặt. Như vậy dự kiến toàn bộ khối lượng chính sẽ thực hiện trong năm 2026.

Hình 37: Dự phóng doanh thu 4 dự án EPC trọng điểm (tỷ đồng)

	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng
Ô Môn IV	-	330	1.320	1.320	330	3.300
Biomass Yên Bái 1	-	325	569	569	-	1.463
Biomass Tuyên Quang	-	325	569	569	-	1.463
Điện gió Tân Thuận - Cà Mau GĐ3	140	420	140	-	-	700
TỔNG CỘNG	140	1.400	2.598	2.458	330	6.925

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

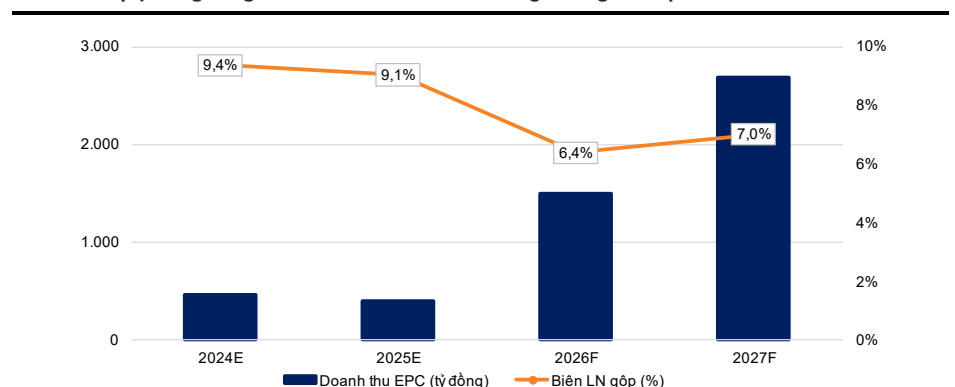
Hình 38: Dự phóng LN gộp các dự án EPC trọng điểm giai đoạn 2026-2029 (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu EPC tăng lên ~1.500 tỷ đồng trong 2026, khi các dự án Ô Môn IV, Biomass Yên Bái, Biomass Tuyên Quang và Tân Thuận GĐ3 bắt đầu ghi nhận. Tuy nhiên, biên LN gộp EPC dự kiến chỉ đạt khoảng 6,4%, thấp hơn vùng ~9% trong 2024-25, do cơ cấu doanh thu chuyển từ các hạng mục EPC nhỏ/phần còn lại của dự án cũ sang các dự án quy mô lớn có tỷ trọng thiết bị, thầu phụ và chi phí công trường cao hơn. Chúng tôi giả định biên LN gộp trung bình của nhóm dự án Biomass ~7,4% và Tân Thuận mở rộng GĐ3 ~7,0%, trong khi Ô Môn IV có biên chỉ ~5,5%.

Hình 39: Dự phóng tổng doanh thu và biên LN mảng EPC giai đoạn 2026-27



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sang 2027, doanh thu EPC dự kiến tăng lên ~2.700 tỷ đồng, chủ yếu nhờ Ô Môn IV bước vào cao điểm ghi nhận và hai dự án Biomass đóng góp hơn 1.100 tỷ đồng. Biên LN gộp EPC được dự phóng cải thiện lên ~7,0% năm 2027, khi các dự án đã qua giai đoạn khởi động, tiến độ thi công rõ hơn và TV2 có cơ sở kiểm soát chi phí thiết bị, thầu phụ và công trường tốt hơn.

Trung hạn có pipeline dự án tiềm năng - mở rộng backlog theo cụm dự án năng lượng

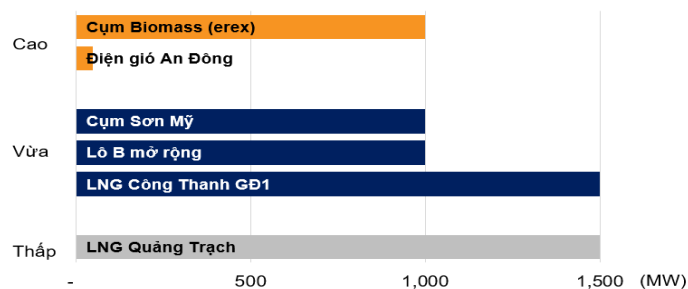
Bên cạnh các hợp đồng EPC đã ký, TV2 đang xây dựng pipeline dự án tiềm năng với mức độ hiện thực hóa khác nhau, xoay quanh các cụm dự án năng lượng lớn. Trong ngắn hạn, dự án điện gió An Đông (50 MW) được kỳ vọng sớm ký kết EPC, trong khi dự án LNG Công Thanh (giai đoạn 1: 1.500 MW) - nơi TV2 đã tham gia ký thỏa thuận nguyên tắc cùng đối tác Doosan Enerbility - tạo nền tảng để tiếp cận các gói EPC khi dự án bước vào giai đoạn triển khai. Đồng thời, hai dự án sinh khối Yên Bái và Tuyên Quang không chỉ đóng góp backlog hiện tại mà còn mở ra cơ hội hình thành pipeline dài hạn, khi đối tác erex có kế hoạch phát triển hơn 1.000 MW sinh khối tại Việt Nam.

Hình 40: TV2 đang xây dựng pipeline dự án tiềm năng theo cụm...

Tên dự án	Vai trò của TV2	Trạng thái
Điện gió An Đông	Tổng thầu EPC	Ký vọng sớm ký kết
Biomass - hợp tác với erex	Tổng thầu EPC	Ghi nhận backlog trước mắt
Lưới điện	Tư vấn & EPC đầu nối	Hưởng lợi gián tiếp
LNG Công Thanh GD1	Liên danh EPC / Tư vấn	Đã ký MoU với Doosan
Ô Môn, Sơn Mỹ, Quảng Trạch	Tư vấn / Phụ trợ / EPC	Đang theo dõi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 41: ...với công suất và mức độ thực hiện hóa khác nhau



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Trong trung hạn, TV2 có thể mở rộng hiện diện trong các cụm dự án điện khí LNG như Lô B - Ô Môn (ngoài Ô Môn IV) và Sơn Mỹ, nơi công ty đã có lợi thế kinh nghiệm triển khai. Đối với các dự án LNG tại Quảng Trạch, dù chưa có xác nhận về vai trò tổng thầu EPC, TV2 nhiều khả năng tham gia các gói tư vấn hoặc hạng mục phụ trợ, phù hợp với vị thế là đơn vị tư vấn đầu ngành.

Bên cạnh các dự án nguồn, TV2 cũng hưởng lợi gián tiếp từ nhu cầu phát triển lưới điện và hạ tầng đầu nối đi kèm các dự án LNG và NLTT, qua đó tạo ra nguồn công việc ổn định trong mảng tư vấn và EPC trạm/đường dây. Nhìn chung, pipeline của TV2 không chỉ đến từ các dự án đơn lẻ mà còn gắn với các cụm phát triển năng lượng, giúp duy trì tính liên tục của backlog và mở rộng dự địa tăng trưởng trong trung hạn.

Đầu tư nguồn điện: LN cải thiện, kỳ vọng chuyển thành cổ tức tiền mặt

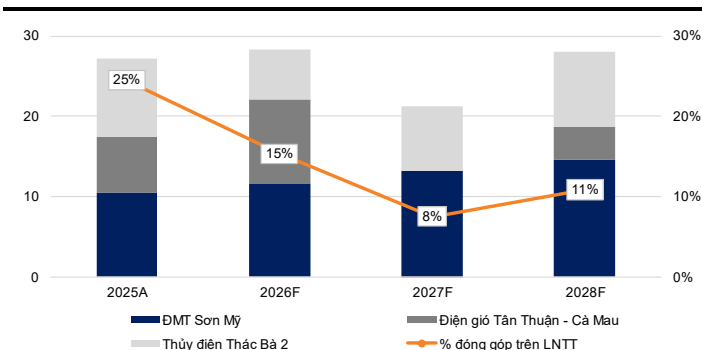
Danh mục đầu tư nguồn điện của TV2 chủ yếu gồm các dự án đang vận hành, trong đó TV2 nắm tỷ lệ chi phối tại dự án điện mặt trời TTĐL Vĩnh Tân (6,2 MW) và tham gia góp vào các công ty liên doanh là chủ đầu tư các dự như thủy điện Thác Bà 2, điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và điện gió Tân Thuận - Cà Mau, với tổng công suất là 144 MW. Ngoài ra, hiện công ty cũng đang tham gia góp vốn vào dự án điện sinh khối Trà Vinh và Hậu Giang (tỷ lệ sở hữu 10%).

Hình 42: Các dự án năng lượng TV2 tham gia đầu tư/góp vốn

Công ty	Tài sản / dự án nguồn điện	COD	Công suất (MW)	Tỷ lệ sở hữu TV2
Công ty CP Thủy điện Thác Bà 2	Nhà máy Thủy điện Thác Bà 2	2025	19	45%
Công ty CP Đầu tư NLTT Cà Mau	Nhà máy điện gió Tân Thuận	2021	75	25%
Công ty CP NLTT Sơn Mỹ	Nhà máy điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1	2021	50	25%
Công ty CP Thủy điện Buôn Đôn	Nhà máy Thủy điện Srépôk 4A	2014	64	5%
Công ty CP Năng lượng Sinh khối Hậu Giang	Nhà máy Điện sinh khối Hậu Giang	2025	20	10%
Công ty CP Năng lượng Sinh khối Trà Vinh	Nhà máy Điện sinh khối Trà Vinh	Chưa vận hành	25	10%
Dự án nhà máy điện mặt trời tại TTĐL Vĩnh Tân	Nhà máy điện mặt trời tại TTĐL Vĩnh Tân	2019	6,2	100%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 43: Dự phóng thu nhập từ CTLK từ các dự án đầu tư (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

LN từ mảng đầu tư nguồn điện sẽ đến chủ yếu từ các công ty LDLK. Chúng tôi dự phóng thu nhập từ CTLK sẽ hỗ trợ LN trong giai đoạn 2026-28, đạt ~20-30 tỷ đồng mỗi năm (đóng góp ~8-15% vào LNTT của TV2), chủ yếu từ Điện mặt trời Sơn Mỹ 3.1 và Thủy điện Thác Bà 2. Riêng dự án với Điện gió Cà Mau, 2026 được kỳ vọng cải thiện rõ từ nền thấp của giai đoạn lỗ lũy kế trước đó. Nhưng năm 2027, đóng góp có thể tạm thời chững lại ở năm đầu mở rộng giai đoạn 3, trước khi cải thiện rõ hơn từ 2028 khi phần công suất mới vận hành ổn định. Dù quy mô chưa lớn so với LN hợp nhất, khoản mục này giúp bổ sung nguồn thu và tạo tiền đề chuyển hóa thành cổ tức tiền mặt khi các dự án vận hành ổn định hơn.

Bên cạnh danh mục hiện hữu, TV2 có thể tiếp tục đầu tư chọn lọc vào các dự án nguồn điện mới nhằm mở rộng hệ sinh thái dịch vụ trong ngành điện. Tuy nhiên, do yêu cầu vốn lớn và thời gian hoàn vốn dài, mảng này nhiều khả năng vẫn được triển khai thận trọng, tập trung vào các dự án có tính cộng hưởng với năng lực cốt lõi như tư vấn, EPC và O&M.

Câu chuyện dài hạn từ các dự án nhà máy Điện hạt nhân

Việc Quốc hội tái khởi động chương trình điện hạt nhân cuối năm 2024 đã mở ra một chu kỳ đầu tư hoàn toàn mới, với hai dự án Ninh Thuận 1 và 2 có tổng công suất 4.000-6.400 MW và vốn đầu tư ước tính khoảng 22 tỷ USD - lớn nhất trong lịch sử ngành năng lượng Việt Nam. Khung pháp lý cũng đang được hoàn thiện thông qua Luật Năng lượng nguyên tử mới (hiệu lực từ 2026), tạo nền tảng cho các bước chuẩn bị đầu tư.

TV2 tham gia rất sớm vào chuỗi giá trị điện hạt nhân khi trúng gói tư vấn điều chỉnh Pre-FS cho Ninh Thuận 1. Dù giá trị ban đầu nhỏ (hơn 8 tỷ đồng), việc tham gia Pre-FS mang ý nghĩa chiến lược, giúp TV2 xây dựng vị thế kỹ thuật và lợi thế thực chất khi cạnh tranh các gói tư vấn có giá trị lớn hơn ở giai đoạn FS, thiết kế kỹ thuật và giám sát. MOU với REIN JSC (thuộc Rosatom) càng củng cố khả năng này, trong khi đội ngũ kỹ sư hạt nhân được đào tạo tại Nga và Nhật Bản tạo ra rào cản gia nhập trên thị trường tư vấn trong nước.

Chúng tôi cho rằng mục tiêu khởi công Ninh Thuận 1 vào khoảng 2029 là tham vọng và có thể bị điều chỉnh. Tuy nhiên, với TV2, yếu tố then chốt là doanh thu tư vấn được ghi nhận theo tiến độ công việc, không phụ thuộc trực tiếp vào thời điểm khởi công. Do đó, điện hạt nhân nên được xem là động lực tăng trưởng dài hạn khi dự án cho LN trong trung-dài hạn rất đáng kể nếu dự án được triển khai.

Định giá: Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu là **35.100 đồng/cp**

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan ở mức giá mục tiêu là 35.100 đồng, dựa trên phương pháp tổng hợp từng phần (SOTP) cho các mảng kinh doanh của TV2.

Chúng tôi định giá TV2 theo phương pháp SOTP:

- Mảng tư vấn: P/E 9.0x – phản ánh biên LN cao, ổn định đi cùng vị thế dẫn đầu trong nhóm PECC. Dù mức này cao hơn P/E hiện tại của nhóm PECC nhưng hợp lý do định giá nhóm so sánh đang bị chiết khấu bởi sự kiện tiêu cực ngắn hạn liên quan tới nhân sự cấp cao;
- Mảng EPC: EV/EBIT 5,5x – phản ánh tính chu kỳ và kỳ vọng phục hồi từ backlog hiện hữu;
- Mảng O&M và đầu tư năng lượng: định giá theo phương pháp DCF nhằm phản ánh đặc tính dòng tiền ổn định và dài hạn của các hoạt động này.

Hình 44: Phương pháp SOTP

Bảng tổng hợp định giá			
	Giá trị tỷ đồng	Phương pháp	Giá trị đ/cp
Định giá từng phần:			
EPC	527	EV/EBIT 5.5x	
Tư vấn	238	P/E 9.0x	
O&M	346	DCF	
Đầu tư năng lượng	658	DCF	
Điện mặt trời Vĩnh Tân	86		
Điện mặt trời Sơn Mỹ	114		
Điện gió Tân Thuận - Cà Mau	254		
Thủy điện Thác Bà 2	181		
Thủy điện Buôn Đôn	22		
(+) Tiền và tương đương tiền	785		
(-) Vay nợ	(190)		
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số			
Giá trị VCSH	2.364		
SLCP lưu hành (triệu)	67,5		
Giá trị mỗi cổ phiếu			35.016
Giá trị mỗi cổ phiếu làm tròn			35.100

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 45: Giả định

Tính toán WACC	O&M	Đầu tư năng lượng
Lãi suất phi rủi ro	4,3%	4,3%
Beta	0,9	0,9
Phân bù thị trường	9,2%	9,2%
Chi phí vốn chủ	12,9%	12,9%
Chi phí nợ vay	7,2%	7,2%
Nợ vay/Tổng vốn	10,0%	30,0%
Thuế suất khả dụng	20,0%	20,0%
WACC	12,3%	11,2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2,5%	2,5%

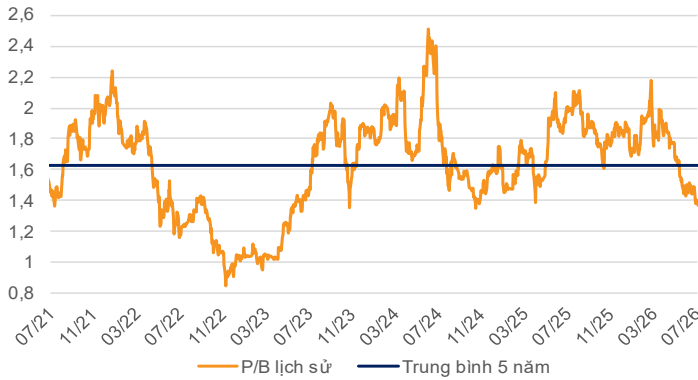
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 46: Định giá O&M theo DCF

FCFF (tỷ đồng)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBITDA	41	48	50	54	60
(-) Chi phí khấu hao	(3)	(4)	(4)	(4)	(5)
EBIT hoạt động	38	44	46	50	56
(-) Thuế	(8)	(9)	(9)	(10)	(11)
EBIAT	30	35	37	40	44
(+) Khấu hao	3	4	4	4	5
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	(5)	(4)	(5)	(6)	(7)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
Dòng tiền tự do	19	24	24	26	28
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do					179
Giá trị dòng tiền năm cuối					167
Giá trị doanh nghiệp - O&M					346

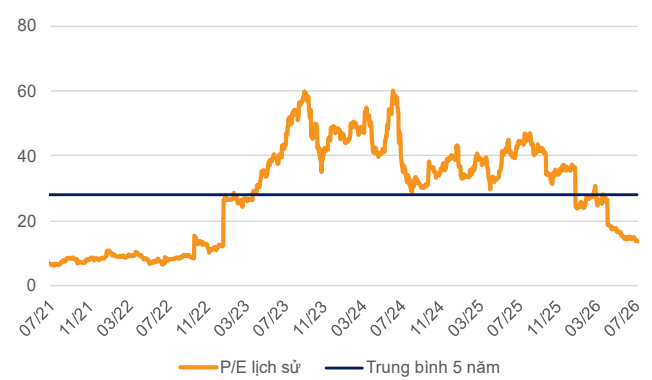
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 47: P/B lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 48: P/E lịch sử



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

Động lực tăng giá:

- Đầu tư lưới điện theo QHĐ8 tăng tốc vượt dự kiến
- Ký thêm hợp đồng EPC mới (như Điện gió An Đông hay LNG Công Thanh) bổ sung thêm khối lượng backlog sau 2028
- Biên LN mảng EPC cao hơn kỳ vọng

Rủi ro giảm giá:

- QHĐ8 triển khai chậm hơn kế hoạch, thu hẹp pipeline tư vấn trong ngắn hạn
- Ô Môn IV chậm tiến độ thi công, vận hành thương mại so với kế hoạch
- Biên EPC thấp hơn kỳ vọng do chi phí phát sinh vượt dự toán

Hình 49: So sánh doanh nghiệp cùng ngành (dữ liệu ngày 17/07/2026)

Tên công ty	Vốn hoá (Tỷ VND)	EV (Tỷ VND)	EV/EBITDA (TTM)	EPS (TTM)	P/E	P/S (TTM)	BVPS	P/B	ROE
Mảng Tư vấn									
Tư vấn XD Điện 1	560	677	2,8	5.689	3,7	0,8	20.364	1,0	31,4%
Tư vấn XD Điện 3	147	136	10,7	1.743	8,8	0,5	17.784	0,9	8,3%
Tư vấn XD Điện 4	263	215	12,5	2.204	6,0	0,9	14.395	0,9	13,7%
Trung bình	323	343	8,7	3.212	6,2	0,7	17.514	0,9	17,8%
Mảng EPC									
Tập đoàn PC1	9.151	20.652	7,1	2.838	7,8	0,7	16.261	1,4	13,9%
Mảng đầu tư năng lượng									
Cơ Điện Lạnh REE	28.560	39.176	8,8	4.224	10,9	2,7	33.889	1,35	10,9%
Tập đoàn Hà Đô	7.447	13.319	7,3	1.635	11,2	2,6	16.529	1,11	7,6%
Điện Gia Lai	4.853	14.514	7,3	1.225	10,5	2,1	12.243	1,05	8,1%
Trung bình	13.620	22.336	7,8	2.362	10,9	2,5	20.887	1,2	8,9%
Doanh nghiệp nước ngoài									
Worley Limited (Australia)	109.470	126.300	7,1		17,6	0,6		3,9%	7,5%
Power Mech Projects Ltd (India)	29.504	30.390	11,7		22,0	1,1		3,2	16%
SS Engineers Bhd (Malaysia)	1.325	1.669	8,3		13,2	0,9		0,7	5%
Trung bình	46.766	52.786	9,0		17,6	0,9		1,3	9,4%
TV2	1.796	1.675	16,4		13,6	1,9		10,0%	3,1%

Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Phụ lục: Các dự phóng tài chính trọng yếu

BÁO CÁO KẾT QUẢ HĐKD

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Doanh thu thuần	3.629	1.322	1.061	1.336	1.335	2.650	3.918
Giá vốn hàng bán	(3.298)	(1.136)	(852)	(1.144)	(1.136)	(2.352)	(3.510)
Lợi nhuận gộp	331	186	209	192	199	299	408
Chi phí quản lý DN	(50)	(129)	(138)	(118)	(147)	(151)	(155)
EBITDA thuần	323	101	118	122	97	197	303
Chi phí khấu hao	42	45	47	48	46	49	50
LN HĐ trước thuế & lãi vay	365	146	166	170	143	246	353
Thu nhập tài chính	52	32	26	20	17	18	25
Chi phí tài chính	(10)	(42)	(33)	(16)	(6)	(8)	(16)
Thu nhập ròng khác	15	17	1	2	21	0	0
Thu nhập từ các công ty LDLC	0	0	0	0	27	28	21
Lợi nhuận trước thuế	338	63	66	80	111	166	283
Chi phí thuế	(66)	(10)	(12)	(15)	(16)	(37)	(57)
Lợi nhuận ròng	272	53	53	65	96	148	226

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Tiền & Tương đương tiền	320	198	127	200	928	500	392
Đầu tư tài chính ngắn hạn	194	146	145	103	183	694	494
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.683	1.591	1.179	800	920	1.246	2.101
Hàng tồn kho	300	84	72	156	57	168	289
Tài sản ngắn hạn khác	118	78	87	73	23	96	386
Tổng tài sản ngắn hạn	3.614	2.098	1.610	1.332	2.110	2.704	3.662
Tài sản cố định	486	481	459	434	402	366	334
Tổng tài sản đầu tư	336	394	394	412	402	430	449
Tài sản dài hạn khác	29	16	(2)	(4)	66	66	66
Tổng tài sản	4.466	2.989	2.461	2.173	2.980	3.567	4.511
Nợ vay ngắn hạn	136	124	207	141	81	105	85
Phải trả người bán ngắn hạn	2.367	1.105	476	363	197	1.418	2.020
Người mua trả tiền trước	69	45	50	21	984	100	100
Phải trả ngắn hạn khác	466	322	354	310	355	585	857
Tổng nợ ngắn hạn	3.039	1.596	1.087	836	1.618	2.208	3.062
Nợ vay dài hạn	17	-	-	-	-	0	0
Phải trả dài hạn khác	33	36	41	27	25	23	23
Vốn góp của chủ sở hữu	450	675	675	675	675	675	675
Lợi nhuận giữ lại	926	681	658	634	601	660	750
Vốn chủ sở hữu	1.376	1.356	1.334	1.309	1.276	1.335	1.426
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1	2	3	4	5	6
Tổng nợ và VCSH	4.466	2.989	2.461	2.173	2.919	3.567	4.511

BÁO CÁO LCTT							
(Tỷ VND)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
Lợi nhuận trước thuế	338	63	66	80	111	186	283
Khấu hao	42	45	47	48	46	49	50
Thuế đã nộp	(69)	(25)	(12)	(18)	(7)	(37)	(57)
Các khoản điều chỉnh khác	(3.987)	2.471	807	462	1.891	558	(770)
Thay đổi vốn lưu động	3.403	(2.545)	(1.058)	(380)	(1.108)	(293)	375
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	(273)	8	(150)	193	933	462	(120)
Đầu tư TSCĐ	(80)	(43)	(21)	(21)	(14)	(19)	(18)
Thu từ thanh lý, nhượng bán TSCĐ	0	0	0	0	0	0	0
Các khoản khác	296	(28)	(3)	19	(80)	(511)	200
Thay đổi tài sản dài hạn khác	29	14	14	13	12	0	2
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	245	(57)	(10)	11	(81)	(530)	184
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0	0	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ							
Tiền vay ròng nhận được	81	(30)	87	(66)	(60)	23	(19)
Dòng tiền từ HĐ tài chính khác						(295)	(18)
Cổ tức	(35)	(45)	(0)	(68)	(68)	(89)	(136)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	46	(74)	87	(133)	(127)	(360)	(173)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	302	320	198	127	200	928	500
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	18	(121)	(71)	73	728	(428)	(108)
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	320	198	127	200	928	500	392

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ số định giá	2021A	2022A	2023A	2024A	2025	2026F	2027F
EPS (VND)	6.037	783	787	958	1.416	2.183	3.327
P/E	12,0	28,5	48,0	34,9	24,3	15,8	10,4
PEG 1 năm	-0,1	51,3	2,2	0,7	0,4	0,3	-1,2
P/S	1,3	1,1	2,4	1,7	1,7	0,9	0,6
P/B	2,4	1,1	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6
Tỷ suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	13%	85%	0%	105%	71%	60%	60%

Chỉ số tăng trưởng

Tăng trưởng doanh thu	8,4%	-63,6%	-19,7%	25,9%	-0,1%	98,6%	47,8%
Tăng trưởng LN gộp	-22,8%	-43,8%	12,5%	-8,2%	3,6%	50,3%	36,4%
Tăng trưởng LN ròng	3,6%	-80,5%	0,5%	21,7%	47,8%	55,2%	52,4%
Tăng trưởng EPS	15,2%	-87,0%	0,6%	21,7%	47,8%	54,1%	52,4%

Chỉ số hiệu quả sinh lời

Biên LN gộp	9,1%	14,1%	19,7%	14,4%	14,9%	11,3%	10,4%
Biên EBITDA	8,9%	7,7%	11,1%	9,1%	7,3%	7,4%	7,7%
Biên LN hoạt động	7,7%	4,3%	6,7%	5,5%	3,9%	5,6%	6,5%
Biên LN ròng	7,5%	4,0%	5,0%	4,8%	7,1%	5,6%	5,8%
ROAA	7,0%	1,4%	2,0%	2,8%	3,7%	4,5%	5,6%
ROAE	21,4%	3,9%	4,0%	4,9%	7,3%	11,4%	16,4%

Chỉ số đòn bẩy

Khả năng trả lãi vay (EBIT/Lãi vay)	27,9	1,3	2,1	4,7	8,0	17,7	n/a
EBITDA/(Lãi vay + CAPEX)	2,9	1,7	4,4	4,1	3,3	6,8	10,1
Nợ vay/ Vốn	0,03	0,04	0,08	0,06	0,03	0,03	0,02
Nợ vay/ VCSH	0,11	0,09	0,16	0,11	0,06	0,08	0,06
Nợ vay ròng/ VCSH	0,26	0,16	0,05	0,12	0,81	0,82	0,56

Chỉ số thanh khoản

Vòng quay tổng tài sản	0,9	0,4	0,4	0,6	0,5	0,8	1,0
Vòng quay khoản phải thu	2,0	0,6	0,7	1,2	1,4	2,2	2,2
Số ngày phải thu	186,2	615,9	517,3	300,7	261,4	162,5	165,0
Vòng quay khoản phải trả	1,4	1,0	1,8	3,1	5,8	1,7	1,7
Số ngày phải trả	261,9	355,0	204,1	115,9	63,4	220,0	210,0
Vòng quay hàng tồn kho	11,0	13,5	11,8	7,3	20,0	10,7	14,0
Số ngày tồn kho	33,2	27,0	31,0	49,8	18,2	34,0	26,1
Hệ số thanh toán hiện hành	1,2	1,3	1,5	1,6	1,3	1,2	1,2
Hệ số thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,4	1,4	1,3	1,1	1,1

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Phạm Anh Tuấn – Chuyên viên phân tích

Email: tuan.nguyennanh11@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>