

## Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

### Điểm tựa từ tăng trưởng sản lượng điện khí

- Sản lượng 2025-26 dự kiến tăng trưởng tích cực từ nền thấp 2024, hỗ trợ bởi huy động phục hồi nhóm nhiệt điện cùng sự bổ sung từ NT3&4.
- LN ròng 2025 dự kiến đi ngang svck do chi phí phát sinh từ NT3&4, sau đó tăng 48% svck trong 2026, hỗ trợ bởi KQKD nhóm điện khí cải thiện.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 14,900đ/cp.

### KQKD Q4/24: Biên LN giảm cùng lỗ tỷ giá đặt gánh nặng lên lợi nhuận

Trong Q4/24 sản lượng điện tăng trưởng 37% svck, hỗ trợ bởi sự phục hồi ấn tượng nhóm nhiệt điện than, khí, kéo doanh thu tăng 25% svck trong bối cảnh giá bán vẫn neo cao. Tuy nhiên, việc không ghi nhận doanh thu từ bù Qc cùng với giá thị trường điện thấp hơn giá biến đổi các nhà máy khiến biên LN gộp Q4/24 giảm mạnh 12 điểm%, kéo LN gộp giảm 57% svck. Đáng chú ý, doanh thu tài chính lỗ 264 triệu đồng, chủ yếu do lỗ tỷ giá đến từ các khoản vay gốc USD mới giải ngân cho NT3&4. Trong Q4/24, doanh nghiệp chính thức ghi nhận khoản bồi thường VA1 414 tỷ đồng. Theo đó, LN ròng Q4/24 giảm 37% svck, LN ròng 2024 tăng trưởng 21% svck từ nền thấp, hoàn thành 114% dự phóng MBS do ghi nhận khoản LN bất thường.

### Triển vọng 2025-26: Tiêu thụ điện tăng cao cùng cố triển vọng huy động

Trong 2025, triển vọng huy động sản lượng tích cực từ nền thấp 2024 đặc biệt đối với nhóm nhiệt điện do: 1) Tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 12% theo kế hoạch của Bộ Công Thương, hỗ trợ sản lượng các nhà máy dự kiến cải thiện mạnh; 2) Môi trường huy động tích cực hơn khi EVN phần nào giảm bớt áp lực tài chính sau những đợt tăng giá điện. Tuy nhiên, chúng tôi dự phóng LN ròng chỉ đi ngang (+0.7% svck), phần lớn do các gánh nặng chi phí mới từ Nhơn Trạch 3&4.

Nhìn sang 2026, khi NT3&4 vận hành đủ năm cùng với các nhà máy hiện hữu tiếp tục hưởng lợi từ nhu cầu điện dự kiến tăng trưởng hai con số giai đoạn 2026-30 theo QHĐ8 Điều chỉnh sẽ là động lực tăng trưởng chính cho POW. Do đó, chúng tôi kỳ vọng LN ròng 2026 sẽ tăng trưởng 44% svck với động lực chính đến từ nhóm điện khí.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 14,900đ/cp

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 14,900đ/cp do 1) Điều chỉnh giảm EPS 2025/26 8%/4% sv báo cáo trước; 2) Chuyển mô hình định giá DCF sang năm 2025. Với mức định giá P/B hiện tại đạt 0.9x, thấp hơn nhiều so với trung bình ngành (~1.5x), chúng tôi nhận thấy POW là lựa chọn đầu tư phù hợp nhờ định giá rẻ, hoạt động cốt lõi có bước ngoặt cải thiện trong 2025 cùng rủi ro giảm giá thấp khi những khó khăn đã được phản ánh vào giá cổ phiếu.

| Chỉ tiêu tài chính          | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu thuần             | 27,945 | 30,180 | 42,588 | 58,815 |
| Lợi nhuận ròng              | 1,075  | 1,252  | 1,261  | 1,820  |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | -1.0%  | 8.0%   | 41.1%  | 38.1%  |
| Tăng trưởng LN ròng         | -47.8% | 16.5%  | 0.7%   | 44.4%  |
| Biên LN gộp                 | 7.8%   | 6.5%   | 7.7%   | 8.4%   |
| Biên EBITDA                 | 15.1%  | 12.9%  | 13.4%  | 11.7%  |
| ROAE                        | 3.6%   | 4.2%   | 4.0%   | 5.4%   |
| ROAA                        | 1.7%   | 1.7%   | 1.4%   | 1.8%   |
| EPS (VND/cổ phiếu)          | 459    | 535    | 538    | 777    |
| BVPS (VND/cổ phiếu)         | 14,589 | 14,777 | 16,186 | 18,125 |

Nguồn: POW, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND14,900

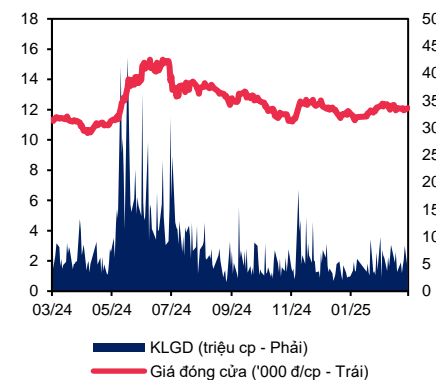
Tiềm năng tăng giá

16%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS 2025/26 lần lượt -8%/-4% sv dự báo trước

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FinPro, MBS Research

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)    | 12,900 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 15,300 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 10,450 |
| Vốn hóa (tỷ VND)        | 28,337 |
| P/E (TTM)               | 22.6   |
| P/B                     | 0.9    |
| Thị suất cổ tức (%)     | 0.0%   |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 2.9%   |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 79.9% |
| Khác                      | 20.1% |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

## Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

### Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

#### Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ chiến lược đầu tư dài hạn của Chính phủ, tập trung phát triển điện khí LNG từ nay đến 2035. POW có cơ hội thuận lợi để nâng cao vị thế nhờ kế hoạch đầu tư các dự án điện khí LNG quy mô lớn, được điểm tên trong danh sách các dự án trọng điểm quốc gia bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1,600MW – GD 2025-26) và LNG Quảng Ninh (1,500MW – GD 2029-30).
- Trong 2025, theo kịch bản tăng trưởng phụ tại 11.3%, Cục Điều tiết Điện lực (NSMO) đặt kế hoạch giao sản lượng các nhà máy của POW tích cực hơn trong bối cảnh Bộ Công Thương dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục áp lực ở mức cao khi Chính phủ thể hiện quan điểm quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ từ nay đến 2030. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực xuyên suốt, hỗ trợ tăng trưởng kép LN ròng đạt 20% giai đoạn 2025-26.
- Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành từ lần lượt Q3/25 và 2026 sẽ là động lực tăng trưởng trong trung hạn, đóng góp thêm 37% cho tổng sản lượng của POW từ 2026. Hiện tại, gói thầu EPC và đàm phán các hợp đồng quan trọng như PPA, GSA cơ bản được triển khai đúng tiến độ. Bên cạnh Nhơn Trạch 3&4, LNG Quảng Ninh (1,500MW) là số ít các nhà máy được giữ nguyên tiến độ trước 2030 theo QHĐ8 Điều chỉnh, củng cố triển vọng tăng trưởng công suất của doanh nghiệp.
- Vùng giá hiện tại tương đương mức P/B 0.89x, thấp hơn so với trung bình các doanh nghiệp phát điện (~1.5x). Chúng tôi cho rằng POW có định giá hấp dẫn, và là lựa chọn hợp lý cho quan điểm đầu tư dài hạn trong bối cảnh triển vọng kinh doanh cốt lõi dự kiến sẽ có sự phục hồi và tiềm năng tăng trưởng quy mô công suất mạnh mẽ trong 2025-30.

#### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu không đổi 14,900đ/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan POW với giá mục tiêu không đổi 14,900đ/cp. Chúng tôi tin rằng đây là thời điểm thích hợp để đánh giá lại triển vọng của POW sau khi giai đoạn khó khăn 2023-24. Mặc dù có những điều chỉnh về tiến độ trong QHĐ8 Điều chỉnh, câu chuyện LNG cho phát điện vẫn là trọng tâm trong quy hoạch và POW là một trong những doanh nghiệp điện khí nổi bật hưởng lợi lớn từ xu hướng này. Giá mục tiêu 14,900đ/cp, tương đương P/B mục tiêu 2025 ~1.1x, thấp hơn so với trung bình ngành theo quan điểm thận trọng. Chúng tôi nhận thấy KQKD kém khả quan giai đoạn trước của POW đã được phản ánh vào giá cổ phiếu, do đó, với rủi ro giảm giá thấp, đây là thời điểm thích hợp để tích lũy POW cùng kỳ vọng 2025 sẽ là bước ngoặt tăng trưởng. Định giá dựa trên hai phương pháp hệ số P/B và DCF với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp DCF-10 năm (WACC: 8.6%; COE: 12%; tăng trưởng dài hạn: 1%) phản ánh quan điểm thận trọng về tăng trưởng LN của POW.

- P/B mục tiêu 1.1x, phản ánh mức P/B thận trọng hơn so với mức trung bình ngành là 1.5x 2024-25.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

| Đơn vị: Tỷ đồng                   | 2025           | 2026         | 2027         | 2028 //      | 2035          |
|-----------------------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| EBITDA                            | 5,705          | 6,904        | 7,219        | 6,575        | 5,168         |
| (-) Chi phí khấu hao              | (3,681)        | (3,632)      | (3,632)      | (3,538)      | (1,936)       |
| EBIT                              | 2,024          | 3,272        | 3,587        | 3,037        | 3,232         |
| (-) Thuế                          | (225)          | (412)        | (407)        | (377)        | (646)         |
| Thuế (%)                          | 11%            | 13%          | 11%          | 12%          | 20%           |
| EBIAT                             | 1,799          | 2,860        | 3,180        | 2,660        | 2,586         |
| (+) Chi phí khấu hao              | 3,681          | 3,632        | 3,632        | 3,538        | 1,936         |
| (+) (Tăng)/giảm vốn lưu động      | 2,766          | (1,580)      | (763)        | (60)         | 25            |
| (-) Chi phí đầu tư TSCD           | (13,489)       | (588)        | (588)        | (620)        | (582)         |
| <b>FCFF</b>                       | <b>(5,243)</b> | <b>4,324</b> | <b>5,461</b> | <b>5,518</b> | <b>3,964</b>  |
| <b>Giá trị dòng tiền năm cuối</b> |                |              |              |              | <b>46,199</b> |

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

| Chi phí vốn         |       |
|---------------------|-------|
| Lãi suất phi rủi ro | 3.0%  |
| Beta                | 1.0   |
| Phần bù rủi ro      | 9.0%  |
| Chi phí vốn         | 12.0% |

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

| WACC & tăng trưởng dài hạn |          |
|----------------------------|----------|
| Giá trị doanh nghiệp       | 53,194   |
| Nợ                         | (28,719) |
| Chi phí nợ                 | 5.6%     |
| Thuế (%)                   | 20.0%    |
| WACC                       | 8.6%     |
| Tăng trưởng dài hạn        | 0.0%     |

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

| Phương pháp                    | Hệ số mục tiêu | Giá trị mỗi cổ phiếu | Tỷ trọng | Giá theo tỷ trọng |
|--------------------------------|----------------|----------------------|----------|-------------------|
|                                |                | đồng/cp              | %        | đồng/cp           |
| Trung bình P/B 2025-26         | 1.1x           | 14,948               | 50%      | 7,474             |
| DCF 10 năm                     |                | 14,843               | 50%      | 7,422             |
| <b>Giá hợp lý</b>              |                |                      |          | <b>14,896</b>     |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b> |                |                      |          | <b>14,900</b>     |

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

| Tên công ty                    | Mã cp         | Giá mục tiêu  | Khuyến nghị     | Vốn hóa        | P/E(x)      |             | P/BV(x)    |            | ROA(%)     |            | ROE (%)    |             | EV/EBITDA (x) |            |
|--------------------------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|---------------|------------|
|                                |               |               |                 |                | TTM         | 2025        | Hiện tại   | 2025       | TTM        | 2025       | TTM        | 2025        | TTM           | 2025       |
| <b>Doanh nghiệp nước ngoài</b> |               |               |                 |                |             |             |            |            |            |            |            |             |               |            |
| Tata Power Co Ltd/The          | TPWR IN       | NA            | KKN             | 13,377.8       | 52.0        | na          | 7.3        | na         | 4.5        | na         | 15.1       | na          | 29.8          | na         |
| Malakoff Corp Bhd              | MLK MK        | NA            | KKN             | 854.5          | 17.4        | 12.5        | 0.7        | 0.8        | 1.4        | 1.7        | 5.1        | 5.6         | 5.2           | 5.0        |
| Banpu power                    | BPP TB        | NA            | KKN             | 647.5          | 12.4        | 5.5         | 0.4        | 0.4        | 1.8        | 3.9        | 3.5        | 7.0         | 18.0          | 9.1        |
| Ratchaburi Elec                | RATCH TB      | NA            | KKN             | 1,680.5        | 9.2         | 7.2         | 0.6        | 0.5        | 2.9        | 3.7        | 6.3        | 7.3         | 12.3          | 8.6        |
| Manila Electric                | MER PM        | NA            | KKN             | 9,826.7        | 12.2        | 11.8        | 4.2        | 3.2        | 7.8        | 7.2        | 34.8       | 29.1        | 9.9           | 8.5        |
| <b>Doanh nghiệp trong nước</b> |               |               |                 |                |             |             |            |            |            |            |            |             |               |            |
| GENCO3                         | PGV VN        | NA            | KKN             | 880.0          | 24.4        | na          | 1.5        | 1.2        | -1.6       | na         | -6.1       | 5.6         | 7.5           | 6.3        |
| CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh     | QTP VN        | NA            | KKN             | 246.7          | 10.2        | 8.7         | 1.2        | 1.2        | 7.9        | 9.4        | 10.6       | 13.7        | 4.0           | 3.9        |
| CTCP Nhiệt điện Hải Phòng      | HND VN        | NA            | KKN             | 252.6          | 14.6        | 10.7        | 1.0        | 1.1        | 5.5        | 8.7        | 7.2        | 10.7        | 4.6           | 4.3        |
| Nhơn Trạch 2                   | NT2 VN        | 23,900        | Khả quan        | 226.1          | 79.6        | 24.9        | 1.4        | 1.4        | 0.8        | 3.3        | 1.7        | 6.4         | 6.8           | 5.3        |
| <b>Trung bình</b>              |               |               |                 |                | <b>15.1</b> | <b>14.7</b> | <b>1.7</b> | <b>1.6</b> | <b>4.3</b> | <b>5.9</b> | <b>8.8</b> | <b>11.3</b> | <b>10.9</b>   | <b>6.4</b> |
| <b>PVPower</b>                 | <b>POW VN</b> | <b>14,900</b> | <b>Khả quan</b> | <b>1,183.2</b> | <b>24.1</b> | <b>22.2</b> | <b>0.9</b> | <b>0.8</b> | <b>1.7</b> | <b>1.3</b> | <b>3.9</b> | <b>3.3</b>  | <b>10.2</b>   | <b>6.4</b> |

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

### Tiềm năng đánh giá lại:

- Nhu cầu điện tăng cao hơn dự kiến, hỗ trợ tỉ lệ huy động sản lượng nhóm điện khí.
- Nhơn Trạch 3&4 vận hành tốt và ghi nhận LN cao hơn dự kiến.

- Cơ chế dài hạn cấp LNG cho các nhà máy nội địa được ban hành.

**Rủi ro giảm giá:**

- Khó khăn tài chính của EVN vẫn là một rủi ro tiềm ẩn áp lực lên môi trường huy động các nhà máy.
- Rủi ro thiếu hụt khí từ các nguồn khí Đông Nam Bộ.
- Rủi ro liên quan đến Nhơn Trạch 3&4, bao gồm rủi ro chậm tiến độ, lỗi vận hành, lỗi tỉ giá các năm đầu từ khoản vay ngoại tệ lớn.

**Tổng hợp KQKD Q4/24**

Hình 6: Áp lực tỷ giá cùng biên LN thấp là gánh nặng lên tăng trưởng lợi nhuận

| Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)       | Q4/24        | svck (%)      | sv quý trước (%) | 2024          | svck (%)     | %sv dự phóng | Nhận xét  |
|-----------------------------------|--------------|---------------|------------------|---------------|--------------|--------------|---|
| <b>Tổng sản lượng (triệu kWh)</b> | <b>4,656</b> | <b>37%</b>    | <b>47%</b>       | <b>16,072</b> | <b>9%</b>    | <b>100%</b>  | <b>Sản lượng Q4/24 tăng 37% svck, hỗ trợ bởi sản lượng các nhà máy nhiệt điện than, khí cải thiện.</b>  |
| Điện khí                          | 2,588        | 43%           | 27%              | 9,024         | 0.3%         | 101%         | Sản lượng điện khí Q4/24 phục hồi 43% từ nền thấp 2023, đặc biệt NT2 và Cà Mau 1&2  |
| Điện than                         | 1,677        | 40%           | 177%             | 5,846         | 28%          | 101%         | Sản lượng điện than Q4/24 tăng 40% svck, hỗ trợ bởi nhu cầu cải thiện và tăng cường huy động từ EVN trong các tháng cuối năm.   |
| Thủy điện                         | 391          | 4%            | -2%              | 1,202         | -2%          | 100%         |   |
| <b>Giá bán bình quân (đ/kWh)</b>  | <b>1,780</b> | <b>-7.7%</b>  | <b>-6.8%</b>     | <b>1,878</b>  | <b>-1.9%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>Giá bán điện bình quân giảm 7.7% svck, chủ yếu do một số nhà máy không còn ghi nhận phần bù doanh thu lớn như Q4/23.</b>   |
| Điện khí                          | 1,917        | -8%           | -11%             | 2,001         | -6%          | 100%         | Giá bán điện khí Q4/24 giảm 8% svck, chủ yếu do trong Q4/23 một số nhà máy như NT1, NT2 ghi nhận bù doanh thu Qc kéo giá bán bình quân tăng. Hiện tại, giá khí bình quân vẫn neo cao đạt ~9.4USD/mmbtu.               |
| Điện than                         | 1,772        | -6%           | -26.5%           | 1,846         | -6%          | 102%         | Giá than có xu hướng giảm nhẹ trong các tháng cuối Q4/24, hỗ trợ giá điện than giảm 6% svck   |
| Thủy điện                         | 910          | -34%          | -9%              | 1,072         | -4%          | 97%          | Giá bán thủy điện giảm mạnh 34% svck trong Q4/24 chủ yếu do tỉ trọng huy động trên thị trường điện (Qm) giảm.   |
| <b>Doanh thu</b>                  | <b>8,493</b> | <b>25%</b>    | <b>40%</b>       | <b>30,180</b> | <b>7%</b>    | <b>101%</b>  | <b>Theo đó, doanh thu Q4/24 tăng 25% svck từ nền thấp Q4/23</b>   |
| LN gộp                            | 540          | -57%          | 82%              | 1,948         | -28%         | 93%          |   |
| <b>Biên LN gộp (%)</b>            | <b>6%</b>    | <b>-12 đ%</b> | <b>1 đ%</b>      | <b>6%</b>     | <b>-3 đ%</b> |              | Trong bối cảnh giá thị trường điện thấp hơn giá bán trung bình các nguồn nhiệt điện, cùng với việc EVN giao Qc theo tháng khiến cho phần doanh thu từ bù Qc không còn nhiều, kéo biên LN gộp giảm mạnh 12đ% svck.     |
| Chi phí bán hàng & QLDN           | 394          | -50%          | 133%             | 874           | -31.0%       | 103%         | Chi phí QLDN Q4/24 giảm 50% svck chủ yếu do không ghi nhận thêm chi phí các khoản dự phòng phải thu từ EVN.   |
| Doanh thu tài chính               | (0)          | -100%         | -100%            | 616           | 36%          | 108%         | Doanh thu tài chính Q4/24 ghi nhận lỗ 264 triệu đồng do ghi nhận khoản lỗ tỷ giá do đánh giá lại các khoản vay gốc USD cho Nhơn Trạch 3&4.  |
| Chi phí tài chính                 | 310          | 29%           | -9778%           | 667           | -9%          | 83%          | Chi phí tài chính Q4/24 tăng 29% svck, đến từ các khoản vay vốn lưu động bổ sung.   |
| Thu nhập ròng khác                | 414          | 1708%         | 224%             | 493           | 224%         | 410%         | Doanh nghiệp ghi nhận toàn bộ khoản bồi thường Vũng Áng 1 vào Q4/24 ~414 tỷ đồng, sớm hơn dự kiến của chúng tôi là Q1/25.   |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>       | <b>250</b>   | <b>-42%</b>   | <b>-54%</b>      | <b>1,516</b>  | <b>5%</b>    | <b>116%</b>  |   |
| Thuế                              | 15           | -86%          | na               | 167           | -29%         | 114%         |   |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>         | <b>235</b>   | <b>-41%</b>   | <b>9%</b>        | <b>1,346</b>  | <b>5%</b>    | <b>112%</b>  |   |
| Lợi ích cổ đông thiểu số          | 49           | na            | na               | 94            | -62%         | 107%         |   |
| <b>LN ròng</b>                    | <b>186</b>   | <b>-37%</b>   | <b>-53%</b>      | <b>1,252</b>  | <b>21%</b>   | <b>114%</b>  | <b>Theo đó, LN ròng Q4/24 giảm 37% svck, chủ yếu do biên LN gộp giảm mạnh cùng lỗ tỷ giá. LN ròng cả năm 2024 tăng 21% SVCK, cao hơn dự phóng MBS một phần do khoản thu nhập bất thường từ bồi thường Vũng Áng 1.</b> |

Nguồn: POW, MBS Research

## Triển vọng 2025-26: Tiêu thụ điện tăng trưởng cùng cố triển vọng huy động sản lượng các nhà máy

### Điện khí: Chính phủ đặt kế hoạch huy động cao cho các nhà máy điện khí

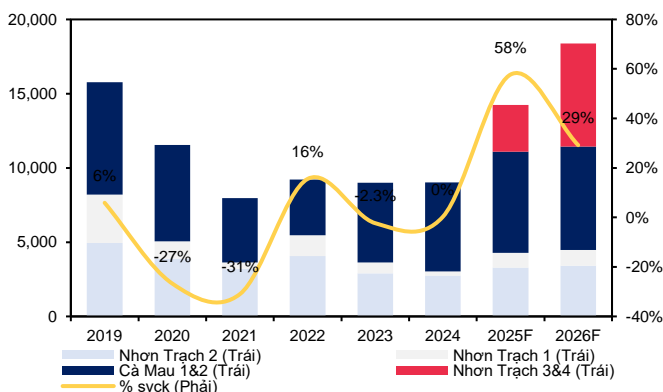
Trong 2 tháng đầu năm 2025, POW ghi nhận mức doanh thu tăng 52% svck năm ngoái, hỗ trợ bởi huy động tích cực hơn nhiều so với mức thấp đầu năm 2024 đối với các nhà máy nhiệt điện như Cà Mau 1&2, Nhơn Trạch 2 và Vũng Áng 1. Trong bối cảnh tăng trưởng điện toàn quốc tháng 2 ghi nhận mức tăng 12.6% svck, đây là một tín hiệu tốt để kỳ vọng mức tăng trưởng cao tiếp tục được duy trì trong các tháng mùa nóng tới đây.

Nhìn sang 2025-26, huy động sản lượng điện khí được kỳ vọng phục hồi từ nền thấp 2023-24, đến từ nhiều yếu tố hỗ trợ bao gồm:

- Tăng trưởng tiêu thụ điện 2025 dự kiến đạt 12% theo kế hoạch của BCT, gây áp lực lên huy động sản lượng các nhà máy nói chung. Triển vọng trung hạn về nhu cầu điện cũng được cập nhật lại trong QHĐ8 ĐC. Theo đó, với kỳ vọng tăng trưởng kinh tế giai đoạn 2025-30 mạnh mẽ ~8%, nhu cầu điện dự kiến tăng trưởng kép hai con số trên 10% so với mức 9% trong QHĐ8.
- Phụ Mỹ 3 hết hạn hợp đồng BOT trong 2024, và Phụ Mỹ 2-2 trong Q1/25, sẽ không còn được ưu tiên phân bổ khí nội địa và dự kiến chuyển sang chạy LNG, hỗ trợ trực tiếp cụm Nhơn Trạch, đặc biệt là NT2 khi nhà máy vẫn còn hợp đồng bao tiêu khí với GAS. Mặt khác, NT3&4 đi vào hoạt động từ 2025-26 sẽ bổ sung phần sản lượng đáng kể.
- Tình hình tài chính của EVN cải thiện là yếu tố quan trọng hỗ trợ triển vọng huy động các nhà máy theo quan điểm của chúng tôi. Do đó. Việc tiếp tục tăng giá điện trong 2024 là cơ sở để tăng dự địa huy động cho các nguồn điện giá cao.

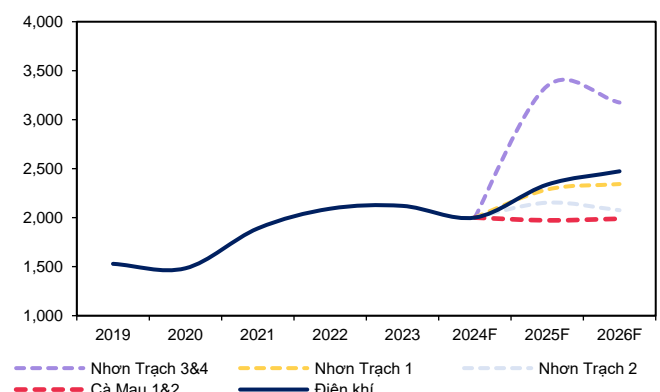
Do đó, sản lượng điện khí 2025-26 sẽ đạt lần lượt 13.1 tỷ kWh (+45% svck) và 18.3 tỷ kWh (+40% svck). Giá bán điện trung bình đạt 2,250 đồng/kWh (+12% svck) và 2,473 đồng/kWh (+10% svck) do các nhà máy mới sử dụng LNG nhập khẩu giá cao, hỗ trợ doanh thu tăng trưởng đạt 29,466 tỷ đồng (+63% svck) và 45,479 tỷ đồng (+53% svck).

Hình 7: Sản lượng điện khí dự kiến cải thiện mạnh từ nền thấp 2024, cùng cố thêm từ đóng góp bổ sung NT3&4 (Đơn vị: tỷ kWh)



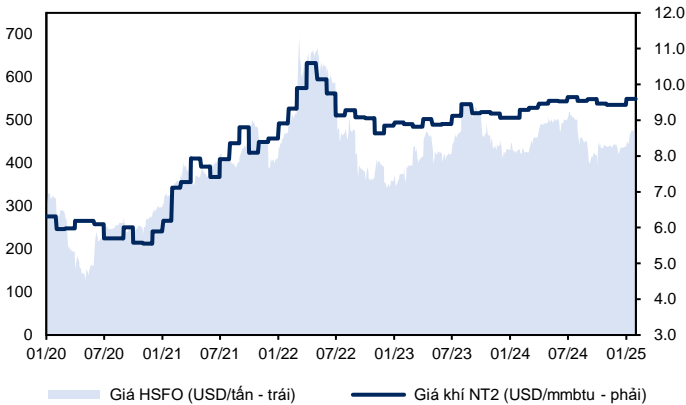
Nguồn: POW, MBS Research

Hình 8: Giá điện khí nội duy trì ở mức cao, trong khi giá bán trung bình các nhà máy sẽ tăng do NT3&4 chạy khí LNG có giá cao hơn (Đơn vị: VND/kWh)



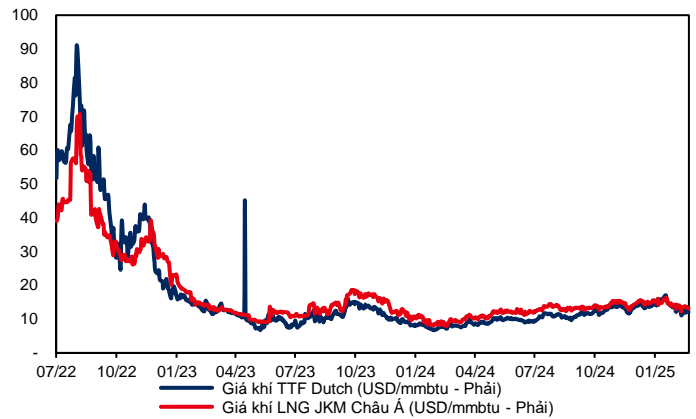
Nguồn: POW, MBS Research

**Hình 9: Giá khí nội địa duy trì ở nền cao trong bối cảnh các mỏ giá rẻ cạn kiệt và các mỏ mới có chi phí khai thác cao hơn.**



Nguồn: Bloomberg, NT2, MBS Research

**Hình 10: Giá khí 2025 có xu hướng tăng trở lại so với các lô khí GAS nhập về trong cuối 2024, gây áp lực lên giá bán điện**



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Nhơn Trạch 3&4: Hoàn thành đàm phán những hợp đồng quan trọng**

**Về tiến độ thi công:** Tính đến hết T2/25, tiến độ gói thầu EPC tổng thể đạt 96% dự kiến Nhơn Trạch 3 chính thức vận hành thương mại từ Q3/25 và Nhơn Trạch 4 từ cuối Q4/25

**Về đàm phán hợp đồng PPA:** Sau khi hoàn thành ký kết PPA trong T10/14, PVPower cùng với GAS mới đây tiếp tục thống nhất ký kết hợp đồng mua bán khí GSA cho giai đoạn vận hành thương mại của các nhà máy. Ngay sau đó, GAS cũng thông báo đã ký các Bản ghi nhớ hợp tác (MOU) với các Tập đoàn Conoco Phillips và Excelebrate về một số thỏa thuận mua bán dài hạn khí hóa lỏng LNG. Chúng tôi cho rằng đây là những tín hiệu tích cực cho chuỗi ngành phát điện khí trong thời gian tới. Mặc dù chưa có những thông tin chính thức về các điều khoản cụ thể liên quan đến sản lượng nhà máy, chúng tôi kỳ vọng mức bao tiêu Qc trung bình sẽ vẫn đạt 65% trong 10 năm theo đề xuất của Bộ Công Thương.

**Hình 11: Dự phóng kết quả kinh doanh Nhơn Trạch 3&4 2025-30**

| Tỷ đồng                 | 2025           | 2026            | 2027            | 2028            | 2029            | 2030            |
|-------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Sản lượng (triệu kWh)   | 1,991.7        | 6,942.4         | 7,397.6         | 7,397.6         | 7,966.7         | 7,966.7         |
| %sản lượng thiết kế     | 18%            | 61%             | 65%             | 65%             | 70%             | 70%             |
| Giá bán điện (đ/kWh)    | 3,344.2        | 3,174.9         | 3,013.8         | 3,015.2         | 3,016.8         | 2,979.5         |
| Giá khí LNG (USD/mmbtu) | 16.6           | 15.6            | 14.6            | 14.6            | 14.6            | 14.6            |
| <b>Doanh thu</b>        | <b>6,660.6</b> | <b>22,041.5</b> | <b>22,294.8</b> | <b>22,305.7</b> | <b>24,033.6</b> | <b>23,736.6</b> |
| %svck                   | -              | 0%              | 0%              | 0%              | 0%              | 0%              |
| Giá vốn hàng bán        | 6,294.9        | 20,322.3        | 20,270.4        | 20,272.2        | 21,589.5        | 21,597.6        |
| <b>LN gộp</b>           | <b>365.7</b>   | <b>1,719.2</b>  | <b>2,024.4</b>  | <b>2,033.4</b>  | <b>2,444.0</b>  | <b>2,139.0</b>  |
| % Biên LN gộp           | 5%             | 8%              | 9%              | 9%              | 10%             | 9%              |
| Chi phí bán hàng&QLDN   | 133.2          | 440.8           | 445.9           | 446.1           | 480.7           | 474.7           |
| <b>EBITDA</b>           | <b>1,869.9</b> | <b>2,496.3</b>  | <b>2,885.7</b>  | <b>3,085.5</b>  | <b>3,478.3</b>  | <b>3,293.6</b>  |
| % Biên EBITDA           | 28%            | 11%             | 13%             | 14%             | 14%             | 14%             |
| Chi phí lãi vay         | 624.4          | 1,373.7         | 1,248.8         | 1,123.9         | 999.0           | 874.2           |
| Thuế                    | -              | -               | -               | -               | 48.2            | 39.5            |
| % thuế                  | 0%             | 0%              | 0%              | 0%              | 10%             | 10%             |
| <b>LNST</b>             | <b>(391.9)</b> | <b>(95.3)</b>   | <b>329.7</b>    | <b>463.4</b>    | <b>916.1</b>    | <b>750.6</b>    |
| % Biên LNST             | -5.9%          | -0.4%           | 1.5%            | 2.1%            | 3.8%            | 3.2%            |

Nguồn: POW, MBS Research

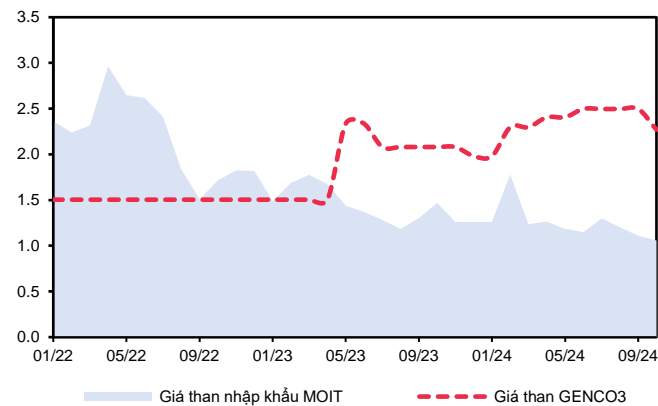
Chúng tôi giả định giá LNG cấp cho Nhơn Trạch 3&4 trong 2025 ~16.6USD/mmbtu và đưa ra ước tính giá bán ước tính ~3,344đ/kWh dựa theo văn bản đề xuất của EPTC. Ở mức giá này, áp lực huy động sẽ vẫn hiện hữu đối với EVN do giá bán lẻ trung bình hiện tại là 2,103 đ/kWh. Ước tính Nhơn



Trạch 3&4 sẽ ghi nhận lỗ ròng trong 2 năm đầu vận hành đến từ áp lực các chi phí khấu hao và chi phí tài chính, theo quan điểm thận trọng của MBS. Về mặt dòng tiền, dự kiến dòng tiền trả nợ sẽ không quá áp lực khi EBITDA vẫn đang đảm bảo được năng lực trả lãi vay, đồng thời POW cũng duy trì được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh đến từ các nhà máy hiện hữu khá dồi dào. Từ năm 2027, chúng tôi dự báo tăng trưởng tích cực khi hai nhà máy đóng góp dự kiến ~7.0 tỷ kWh mỗi năm. Chúng tôi cũng nhận thấy rủi ro tỷ giá phát sinh từ khoản nợ ~721 triệu USD cho Nhơn Trạch 3&4. Theo đó, cứ mỗi 1% tỷ giá hối đoái tăng, POW có thể phải chịu khoản lỗ tỷ giá khoảng 150-160 tỷ đồng trong những năm đầu hoạt động.

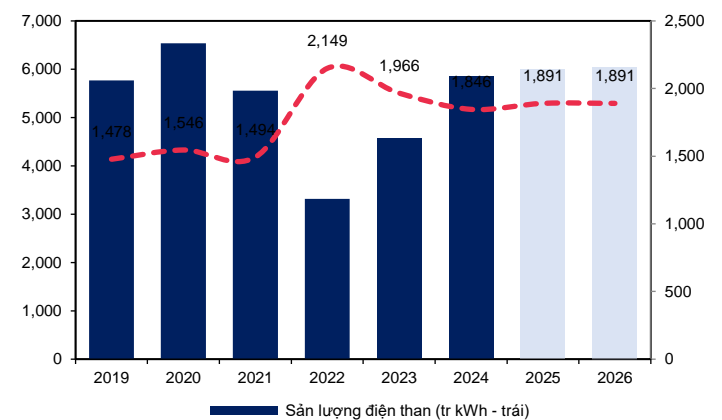
**Điện than: Triển vọng huy động duy trì trong 2025-26**

Hình 12: Giá than cho các nhà máy dự kiến tăng 13.5% trong 2025 theo kế hoạch cung cấp than của TKV...



Nguồn: GENCO3, MBS Research

Hình 13: ... Theo đó, giá bán điện bình quân sẽ vẫn neo cao, gây áp lực lên năng lực huy động trên thị trường điện.



Nguồn: POW, MBS Research

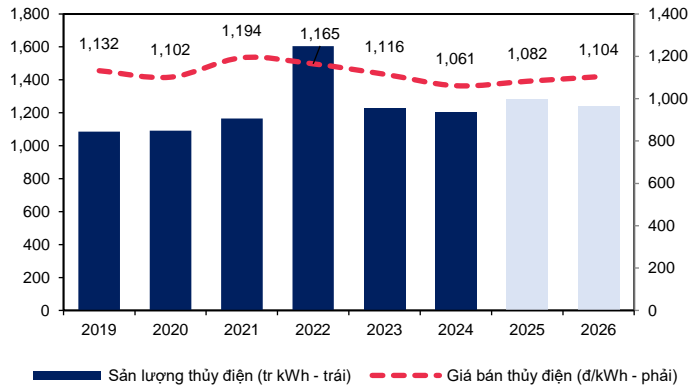
Nhìn sang 2025-26, chúng tôi kỳ vọng Vũng Áng 1 sẽ duy trì tỷ lệ huy động sản lượng tối ưu, hỗ trợ bởi dự tăng trưởng nhu cầu điện cao, đặc biệt khi khu vực phía Bắc liên tục có mức tăng trưởng phụ tải cao nhất cả nước (>10%), trong khi tốc độ đầu tư công suất mới tại khu vực này tương đối chậm. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của Vũng Áng 1 sẽ đạt lần lượt 5.9 tỷ kWh (+2.5% svck) và 6.0 tỷ kWh (+0.9% svck). Về giá bán, giá bán điện than tiếp tục neo cao đạt 1,890 đ/kWh và 1,891 đ/kWh trong 2025-26. Các nhà máy hiện phải sử dụng than trộn và dự kiến giá cấp cho các phát điện sẽ tăng tiếp tục tăng 13.5% svck. Theo đó, chúng tôi cho rằng dư địa huy động trên thị trường điện sẽ không cao trong bối cảnh giá thị trường điện toàn phần (FMP) dự kiến đi ngang svck.

**Thủy điện: Nửa đầu 2025 tiếp tục là điểm sáng huy động**

Mặc dù đã có những tín hiệu tích cực hơn về việc La Nina quay trở lại trong nửa cuối 2025, chúng tôi nhận thấy tín hiệu tương đối không rõ ràng. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện 2025-26 sẽ duy trì ở mức trung bình 3 năm theo quan điểm thận trọng đạt 1.28 tỷ kWh (+6.9% svck) và 1.23 tỷ kWh (-3.6% svck). Giá bán thủy điện sẽ chưa được cải thiện quá mạnh mẽ khi trong 2025, NSMO giữ nguyên tỉ lệ Qm là 2%, do đó, sẽ không có nhiều dư địa để các nhà máy thủy điện hưởng lợi từ nguồn giá cao. Chúng tôi dự phóng giá bán tăng trưởng

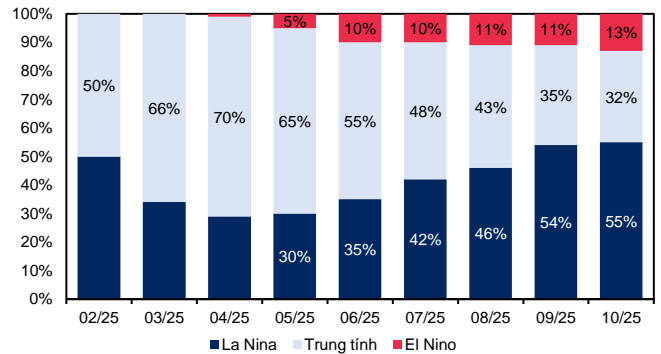
bên vững 2%/năm, hỗ trợ doanh thu 2025-26 đạt 1,407 tỷ đồng (+9% svck) và 1,375 tỷ đồng (-3% svck).

Hình 14: Chúng tôi kỳ vọng sản lượng sẽ tăng trưởng ổn định trong 2025-26 theo dự phóng trung bình 3 năm gần nhất



Nguồn: POW, MBS Research

Hình 15: Pha La Nina được kỳ vọng sẽ quay trở lại theo những cập nhật mới nhất từ IRI



Nguồn: IRI, MBS Research

### Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh POW giai đoạn 2025-26

Trong 2025, POW đặt kế hoạch doanh thu đạt 38,185 tỷ đồng, tăng 27% svck cùng dự báo mức LNST giảm mạnh 439 tỷ đồng (-67% svck). Chúng tôi cho rằng sự thận trọng này có thể dựa trên hai quan điểm rủi ro NT3&4 lỗ vận hành những năm đầu, cùng với các rủi ro tiềm ẩn về lỗ tỷ giá lớn. Tuy nhiên, theo đánh giá của MBS, với kế hoạch giao sản lượng tích cực từ NSMO cho hầu hết các nhà máy của POW từ nền thấp 2024, cùng với việc tỷ giá dự kiến sẽ ổn định hơn trong 2025, chúng tôi kỳ vọng mức LN dự kiến sẽ cao hơn kế hoạch doanh nghiệp. Trên thực tế, POW thường xuyên có KQKD thực tế vượt xa so với kế hoạch đầu năm trong giai đoạn 2019-24.

Hình 16: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2025-26

| Tỷ đồng                           | 2024   | % svck  | 2025   | % svck | Δ% sv dự báo cũ | 2026   | %svck  | Δ% sv dự báo cũ | Nhận xét   |
|-----------------------------------|--------|---------|--------|--------|-----------------|--------|--------|-----------------|--|
| <b>Tổng sản lượng (tr kWh)</b>    | 16,072 | 8.6%    | 20,372 | 26.8%  | -10.2%          | 25,670 | 26.0%  | 2.4%            | Điều chỉnh giảm sản lượng 2025 -10.2% chủ yếu do điều chỉnh giảm sản lượng điện khí phù hợp hơn với kế hoạch giao Qc của NSMO và lùi tiến độ Nhơn Trạch 4 từ Q4/25 sang 2026.    |
| Điện khí                          | 9,024  | 0.3%    | 13,095 | 45.1%  | -13.8%          | 18,387 | 40.4%  | 7.0%            |  |
| Thủy điện                         | 1,202  | -2.1%   | 1,285  | 6.9%   | -8.2%           | 1,238  | -3.6%  | -7.0%           |  |
| Điện than                         | 5,846  | 27.8%   | 5,992  | 2.5%   | 0.0%            | 6,044  | 0.9%   | -0.9%           |  |
| <b>Giá điện bình quân (đ/kWh)</b> |        |         |        |        |                 |        |        |                 |  |
| Điện khí                          | 2,001  | -5.6%   | 2,250  | 12.4%  | 0.1%            | 2,473  | 9.9%   | 8.7%            | Điều chỉnh tăng giá điện khí bình quân 2025/26 lên 0.1% và 9%, phản ánh giá khí cao hơn từ giá định 13.5USD/mmmbtu lên ~16.6USD/mmmbtu theo cập nhật mới của EPTC.               |
| Thủy điện                         | 1,061  | -4.9%   | 1,082  | 2.0%   | -4.3%           | 1,104  | 2.0%   | -4.3%           |  |
| Điện than                         | 1,846  | -6.1%   | 1,891  | 2.4%   | 3.0%            | 1,891  | 0.0%   | 1.8%            | Điều chỉnh tăng giá bán điện than phản ánh kế hoạch giá than cấp dự kiến tăng 13% trong 2025.  |
| <b>Tổng doanh thu</b>             | 30,039 | 7.8%    | 42,203 | 40.5%  | -9.7%           | 58,283 | 38.1%  | 12.1%           | Doanh thu 2025 điều chỉnh giảm 9.7% tương ứng theo sản lượng trong khi doanh thu 2026 điều chỉnh tăng 12% theo giá bán điện khí tăng.  |
| Điện khí                          | 18,058 | -5.4%   | 29,467 | 63.2%  | -13.7%          | 45,480 | 54.3%  | 16.3%           |  |
| Thủy điện                         | 1,288  | -5.7%   | 1,407  | 9.3%   | -11.1%          | 1,375  | -2.3%  | -10.5%          |  |
| Điện than                         | 10,794 | 20.0%   | 11,329 | 5.0%   | 3.0%            | 11,428 | 0.9%   | 0.9%            |  |
| <b>LN gộp</b>                     | 1,948  | -10.8%  | 3,268  | 67.8%  | -26.6%          | 4,959  | 51.8%  | -6.5%           | Điều chỉnh giảm LN gộp 2025/26 lần lượt 26%/6.6%, phản ánh mức biến LN thận trọng hơn trong bối cảnh giá bán nhiệt điện neo cao và giá thị trường điện dự kiến đi ngang sv 2024. |
| Biên LN gộp (%)                   | 6.5%   | -1.4 đ% | 7.7%   | 1.2 đ% | -1.8 đ%         | 8.4%   | 0.8 đ% | -1.7 đ%         |  |
| Chi phí bán hàng & QLDN           | 874    | 12.2%   | 1,244  | 42.2%  | -1.0%           | 1,687  | 35.7%  | 3.8%            |  |
| EBIT                              | 1,073  | -23.5%  | 2,024  | 88.6%  | -36.6%          | 3,272  | 61.7%  | -17.7%          |  |
| Doanh thu tài chính               | 616    | 12.2%   | 641    | 4.0%   | 9.3%            | 701    | 9.3%   | -2.2%           |  |
| Chi phí tài chính                 | 667    | -2.0%   | 1,053  | 58.0%  | -42.1%          | 1,570  | 49.1%  | -22.4%          | Điều chỉnh giảm chi phí tài chính do điều chỉnh khoản vay cho NT3&4 giảm 10% theo ước tính, cùng với giá định lãi vay trung bình giảm từ 8% xuống 6.8%.                          |
| Thu nhập ròng khác                | 493    | 235.0%  | 28     | -94.4% | -13.0%          | 38     | 37.1%  | 6.1%            |  |
| Lợi ích cho CDTS                  | 205    | -63.0%  | 321    | 118.2% | -5.5%           | 381    | 56.5%  | -5.3%           |  |
| <b>LN ròng</b>                    | 1,252  | 16.5%   | 1,261  | 0.7%   | -8.0%           | 1,820  | 44.4%  | -4.4%           | <b>Tổng hợp lại, điều chỉnh giảm LN ròng 2025/26 lần lượt 8%/4%</b>  |
| EPS (đ/cp)                        | 535    | 16.5%   | 538    | 0.7%   | -8.0%           | 777    | 44.4%  | -4.4%           |  |

Nguồn: POW, MBS Research





## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị đầu tư ngành

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

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng*

*Đinh Hà Anh*

*Nghiêm Phú Cường*

*Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Lý*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức*

*Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng*

*Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*