

Đón đầu làn sóng chuyển dịch năng lượng xanh; PC1 là lựa chọn hàng đầu

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

- Luật Điện lực mới (2024) và Quy hoạch điện VIII sửa đổi tạo thành một chiến lược đồng bộ nhằm đẩy nhanh quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam, với trọng tâm là năng lượng tái tạo và an ninh năng lượng. Những chính sách này là nền tảng quan trọng cho tăng trưởng dài hạn của ngành điện.
- Trong bối cảnh cải cách pháp lý và lộ trình phát triển điện đầy tham vọng, các doanh nghiệp như GEG, PC1 và REE có vị thế thuận lợi nhờ vào hoạt động trong lĩnh vực năng lượng sạch và tổng thầu EPC. POW và PGV cũng được hưởng lợi từ việc triển khai các nhà máy LNG và công suất cải thiện của mảng nhiệt điện.
- HSC nâng dự báo lợi nhuận cho GEG và PC1 nhờ khả năng triển khai dự án hiệu quả, giảm nhẹ dự báo cho POW do tiến độ nhà máy LNG chậm trễ, và giữ nguyên dự báo cho PGV và REE. PC1 là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ năng lực EPC vượt trội và mục tiêu mở rộng lưới điện theo định hướng từ Quy hoạch điện VIII.

Chiến lược năng lượng thống nhất: Luật Điện lực 2024 kết hợp với Quy hoạch điện VIII sửa đổi

Luật Điện lực 2024 vừa được thông qua cùng với Quy hoạch điện VIII sửa đổi tạo thành nền tảng cốt lõi cho chiến lược năng lượng dài hạn của Việt Nam, đồng thời củng cố cam kết đạt phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050. Các chính sách này ưu tiên thúc đẩy nhanh quá trình phát triển năng lượng tái tạo và năng lượng mới, đảm bảo an ninh năng lượng thông qua cơ cấu nhiên liệu đa dạng và khuyến khích các cơ chế thị trường, như giá điện cạnh tranh và cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA).

Ngành điện: Cơ hội nhiều hơn thách thức

Luật Điện lực mới và Quy hoạch điện VIII sửa đổi thúc đẩy phát triển điện mặt trời, điện gió ngoài khơi và mô hình tự tiêu thụ, đồng thời làm rõ các quy định liên quan đến điện khí LNG, điện hạt nhân và hạ tầng lưới điện. Những thay đổi này tạo ra các chính sách tích cực cho các lĩnh vực năng lượng tái tạo, điện khí LNG và xây lắp điện. Trong danh sách khuyến nghị của HSC, GEG thuận lợi hơn với các dự án điện mặt trời và điện gió sắp triển khai, PC1 được hưởng lợi từ nhu cầu EPC tập trung vào lưới điện, REE tiếp tục mở rộng danh mục năng lượng tái tạo với các dự án thủy điện và điện gió mới. Bên cạnh đó, POW sẽ hưởng lợi nhờ đưa vào vận hành thương mại các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4, PGV đang từng bước chuyển dịch sang năng lượng xanh với kế hoạch LNG dài hạn, điện gió ngoài khơi và thủy điện.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị, nhằm phản ánh các diễn biến quan trọng tại các dự án của mỗi doanh nghiệp. GEG và PC1 ghi nhận mức nâng dự báo đáng kể nhờ giá bán điện khả quan hơn kỳ vọng và các hợp đồng EPC chưa triển khai có giá trị lớn. Triển vọng của REE được giữ nguyên, được hỗ trợ nhờ công suất thủy điện mới đi vào hoạt động. Lợi nhuận ngắn hạn của POW được điều chỉnh giảm do tiến độ các dự án LNG bị chậm, dù dự kiến sẽ phục hồi từ năm 2026. Duy trì dự báo cho PGV được duy trì nhờ hiệu suất hoạt động của các nhà máy nhiệt điện tăng dần. Toàn ngành điện đang hưởng lợi từ chính sách hỗ trợ tích cực và câu chuyện chuyển dịch năng lượng mang tính cấu trúc.

Định giá và khuyến nghị

Trong 3 tháng qua, các cổ phiếu ngành điện trong danh sách khuyến nghị của HSC ghi nhận mức sinh lời bình quân 3,4%, thấp hơn nhẹ so với VN Index (4,1%), với diễn biến phân hóa giữa các mã cổ phiếu. Đáng chú ý, GEG và POW có diễn biến vượt trội, phản ánh sự phù hợp cao với xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh của Việt Nam, theo Luật Điện lực mới và Quy hoạch điện VIII sửa đổi. Mặc dù diễn biến giá còn kém tích cực, lựa chọn hàng đầu của HSC là PC1 nhờ năng lực tổng thầu EPC vượt trội và khả năng hưởng lợi đáng kể từ mục tiêu mở rộng lưới điện trong Quy hoạch điện VIII sửa đổi.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 27/5.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L. suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
GEG	15,500	Tăng tỷ trọng	Mua vào	18,800	5.62	21.3	8.38	12.2	5.89	6.23	0	0
PC1	22,150	Mua vào	-	30,000	7.14	35.4	10.1	9.42	6.39	5.40	0	0
PGV	19,100	Nắm giữ	Tăng tỷ trọng	19,500	(2.50)	2.09	19.2	8.32	5.88	4.97	0	2.60
POW	13,350	Tăng tỷ trọng	-	14,900	10.4	11.6	24.7	21.4	7.32	5.57	0	0
REE	70,400	Tăng tỷ trọng	-	79,500	-	12.9	12.5	13.0	8.85	8.89	2.13	2.13

Giá cổ phiếu tại ngày 23/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Một mục tiêu: Hệ thống điện xanh và an toàn

Luật Điện lực mới 2024 và Quy hoạch điện VIII sửa đổi đã đặt nền tảng vững chắc cho quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam, với trọng tâm là phát triển năng lượng tái tạo và đảm bảo an ninh năng lượng. GEG, PC1 và REE có vị thế thuận lợi nhờ vào hoạt động trong lĩnh vực năng lượng sạch và tổng thầu EPC; trong khi đó, POW và PGV sẽ hưởng lợi từ việc triển khai các dự án điện khí LNG và tăng công suất nhiệt điện. HSC tăng dự báo lợi nhuận cho GEG và PC1 nhờ khả năng triển khai dự án hiệu quả, giảm dự báo cho POW do tiến độ dự án bị chậm và giữ nguyên dự báo cho PGV và REE. PC1 tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của HSC nhờ năng lực EPC vượt trội và sự phù hợp cao với mục tiêu mở rộng lưới điện trong Quy hoạch điện VIII.

Luật Điện lực 2024 mới và Quy hoạch điện VIII sửa đổi giúp đồng bộ định hướng

Luật Điện lực 2024 vừa được Quốc hội thông qua và Quy hoạch điện VIII sửa đổi có sự đồng bộ chiến lược trong việc thúc đẩy quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam. Cùng với nhau, hai chính sách này củng cố cam kết đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 của Việt Nam đồng thời ưu tiên quy hoạch và đầu tư hạ tầng điện bền vững, hiệu quả nhằm đảm bảo nguồn cung điện đáng tin cậy, carbon thấp phục vụ phát triển kinh tế - xã hội dài hạn. Ba mục tiêu trọng tâm bao gồm:

- Đẩy nhanh phát triển các dự án điện tái tạo và năng lượng mới
- Đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia thông qua cơ cấu nhiên liệu đa dạng, gồm LNG, khí nội địa và điện hạt nhân, song song với việc duy trì hệ thống lưới điện ổn định, kết nối hiệu quả
- Thúc đẩy thị trường điện cạnh tranh, cơ chế giá điện theo thị trường và cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA).

Bảng 1: Sự đồng thuận trong định hướng phát triển của Luật Điện lực (2024) và Quy hoạch điện 8 (2025)

Ưu tiên năng lượng xanh và an ninh năng lượng

Chiến lược mục tiêu	Luật Điện lực mới 2024	Quy hoạch điện 8 điều chỉnh
Phát triển điện năng lượng tái tạo và điện năng lượng mới	Đưa ra khung pháp lý cho điện năng lượng mặt trời, điện gió, hydrogen xanh, amoniac xanh; cơ chế đối với điện gió ngoài khơi, điện tự sản xuất/tự tiêu thụ	Tỷ trọng điện NLTT năm 2023 là 47%, mục tiêu phát thải ròng 2025 = 0, tập trung chủ yếu vào điện gió ngoài khơi, điện sinh khối, và điện tích hợp năng lượng mới
An ninh năng lượng	Có cơ chế đối với LNG, điện khí từ nguồn khí trong nước, các dự án điện khẩn cấp, quản lý nhu cầu; phát triển hệ thống truyền tải	Đa dạng hóa cơ cấu điện, ổn định nguồn cung thông qua LNG, bổ dần điện than, cân bằng điện với khu vực thông qua việc mở rộng và nâng cấp lưới điện
Tự do hóa thị trường	Lựa chọn nhà đầu tư minh bạch; thị trường điện cạnh tranh; khung pháp lý cho HĐ mua bán điện trực tiếp, khung pháp lý cho giá điện theo thị trường	Khuyến khích phát triển điện khu vực tư nhân; khung pháp lý DPPA; chiến lược định giá phù hợp với thị trường
Tính bền vững & net zero	Khuyến khích sử dụng nhiên liệu phát thải thấp; lắp đặt hệ thống thu giữ carbon; hỗ trợ ngành công nghiệp năng lượng xanh	Lộ trình Net Zero; giảm dần điện than; tập trung vào các công nghệ phát thải ít carbon
Kế hoạch & hiệu quả đầu tư	Quy định minh bạch hơn về lập kế hoạch, cấp phép, đấu thầu và HĐ PPA	Đồng bộ hóa quy định về lưới điện và công suất; ưu tiên đầu tư cho một số lĩnh vực (điện gió ngoài khơi, LNG)

Nguồn: HSC

Luật Điện lực mới (2024): Khung pháp lý rõ ràng hơn, tạo nền tảng cho hành trình chuyển dịch năng lượng

Luật Điện lực 2024 đã bổ sung một chương hoàn toàn mới về phát triển các nguồn điện tái tạo và năng lượng mới (Bảng 2), qua đó thiết lập khung quy định chung cho các nguồn năng lượng này. Nội dung bao gồm điện gió ngoài khơi và cơ chế điện tự sản tự tiêu, nhằm thúc đẩy quá trình chuyển dịch năng lượng một cách bền vững và hiệu quả.

Bảng 2: Đưa các khái niệm năng lượng tái tạo và năng lượng mới vào các văn bản luật chính thức

Thuật ngữ	Luật Điện lực cũ (2012)	Luật Điện lực mới (2024)
Năng lượng tái tạo	Chưa có quy định	Điện LNTT là điện được tạo ra từ một hoặc nhiều nguồn năng lượng chính sau: a) Năng lượng mặt trời; b) Năng lượng gió; c) Năng lượng từ biển: bao gồm thủy triều, sóng và dòng hải lưu; d) Năng lượng địa nhiệt; e) Thủy điện, bao gồm tất cả các dạng năng lượng từ nước; f) Năng lượng sinh khối, bao gồm nhiên liệu sinh học và các dạng năng lượng khác có nguồn gốc từ nguồn thực vật; g) Năng lượng từ chất thải phát sinh trong quá trình sản xuất, kinh doanh và sinh hoạt hàng ngày, không bao gồm chất thải từ các quy trình liên quan đến nhiên liệu hóa thạch hoặc chất thải được phân loại là chất thải nguy hại theo luật bảo vệ môi trường; h) Các dạng NLTT khác theo quy định của pháp luật.
Năng lượng mới	Chưa có quy định	Điện năng lượng mới là điện được tạo ra từ một hoặc nhiều Nguồn sau đây: a) Hydro được sản xuất từ năng lượng mặt trời, gió, biển và địa nhiệt (được gọi là hydro xanh); b) Amoniac được sản xuất từ năng lượng mặt trời, gió, biển và địa nhiệt (được gọi là amoniac xanh); c) Các dạng năng lượng mới khác theo quy định của pháp luật.
Tự sản xuất và tự tiêu thụ	Chưa có quy định	Điện tự sản xuất, tự tiêu thụ là điện được sản xuất và tiêu thụ tại địa điểm sử dụng điện do tổ chức, cá nhân thực hiện để phục vụ chính cho nhu cầu của tổ chức, cá nhân đó
Điện gió	Chưa có quy định	Dự án điện gió trên biển gồm các 2 sau đây: a) Dự án điện gió gần bờ có toàn bộ tua bin được xây dựng trong vùng biển 06 hải lý tính từ đường mép nước biển thấp nhất trung bình trong nhiều năm của đất liền về phía biển; b) Dự án điện gió ngoài khơi có toàn bộ tua bin được xây dựng ngoài vùng biển 06 hải lý tính từ đường mép nước biển thấp nhất trung bình trong nhiều năm của đất liền về phía biển

Nguồn: HSC

Năng lượng tái tạo: Luật Điện lực mới nhấn mạnh phát triển điện mặt trời, tập trung vào việc mở rộng các dự án điện mặt trời áp mái và điện mặt trời nổi. Luật ưu tiên sử dụng hiệu quả đất đai, đặc biệt tại các khu vực như hồ thủy điện hiện hữu, và khuyến khích tích hợp điện mặt trời với hệ thống lưu trữ năng lượng. Bên cạnh đó, phát triển điện gió ngoài khơi được xác định là ưu tiên quốc gia theo Luật Điện lực mới, với quy trình phê duyệt và triển khai dự án được quy định rõ ràng. Việc khảo sát địa điểm phải tuân thủ các quy định về biển và môi trường, đồng thời ưu tiên cho các doanh nghiệp nhà nước thực hiện khảo sát sơ bộ và có thể trực tiếp đầu tư hoặc thu hồi chi phí khảo sát từ nhà đầu tư được lựa chọn. Việc phê duyệt đầu tư cần có ý kiến từ nhiều bộ ngành liên quan. Hình thức lựa chọn nhà đầu tư – bao gồm đấu thầu công khai, đối tác công tư PPP hoặc đầu tư tư nhân – sẽ tuân theo quy định pháp luật hiện hành. Phần lớn các dự án yêu cầu đấu thầu cạnh tranh với giá điện trần do Bộ Công thương quy định. Các dự án mang tính chiến lược quốc gia có thể được Thủ tướng Chính phủ xem xét phê duyệt trực tiếp.

Năng lượng mới: Việc phát triển các nguồn năng lượng mới, bao gồm hydro xanh và amoniac xanh, được khuyến khích thông qua các chính sách miễn thuế và ưu đãi đầu tư. Các dự án này được xem là thiết yếu để đảm bảo an ninh năng lượng dài hạn và hỗ trợ quá trình chuyển dịch sang hệ thống năng lượng phát thải carbon thấp.

Điện tự sản xuất, tự tiêu thụ: Luật khuyến khích các hộ gia đình và doanh nghiệp tự sản xuất điện để sử dụng, chủ yếu thông qua điện mặt trời và hệ thống lưu trữ năng lượng. Các chính sách bao gồm ưu đãi tài chính và hỗ trợ kỹ thuật cho việc lắp đặt điện mặt trời áp mái cùng với cơ chế bán phần điện dư thừa lên lưới điện. Điều này góp phần thúc đẩy tự chủ năng lượng và giảm áp lực cho hệ thống điện quốc gia.

Nhiệt điện: Nghị định 56 mới ban hành (tháng 3/2025) cung cấp hướng dẫn chi tiết về việc thực hiện Luật Điện lực mới, đặc biệt liên quan đến các dự án điện khí LNG. Một quy định quan trọng yêu cầu các dự án điện khí LNG phải đảm bảo tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng dài hạn (Qc) tối thiểu 65% so với sản lượng điện bình quân hàng năm của nhà máy trong thời gian trả nợ vay, tối đa 10 năm kể từ ngày vận hành thương mại (COD). Quy định này nhằm tăng cường khả năng tài chính của dự án bằng cách đảm bảo nguồn thu ổn định cho nhà đầu tư.

Năng lượng hạt nhân: Luật Điện lực mới đề cập đến điện hạt nhân dưới dạng các quy định chung về định hướng phát triển, trong khi các nội dung kỹ thuật và an toàn sẽ do Luật Năng lượng Nguyên tử điều chỉnh. Luật này hiện đang được rà soát và dự kiến sẽ được thay thế bằng một văn bản mới nhằm đáp ứng các yêu cầu phát sinh. Đáng chú ý, Luật Điện lực mới quy định Nhà nước giữ độc quyền trong đầu tư, xây dựng và vận hành các nhà máy điện hạt nhân, phù hợp với thông lệ quốc tế do tính chất phức tạp, rủi ro cao của công nghệ hạt nhân và sự cần thiết của việc giám sát quản lý chặt chẽ.

Phát triển lưới điện: Luật Điện lực mới tập trung quyền kiểm soát cơ sở hạ tầng lưới điện quan trọng và duy trì độc quyền Nhà nước trong vận hành lưới truyền tải và đầu tư vào các dự án từ 220 kV trở lên và các dự án được Thủ Tướng coi là chiến lược. Đối với các dự án truyền tải từ 220 kV trở xuống nhưng đi qua nhiều tỉnh, thẩm quyền phê duyệt đầu tư thuộc Ủy ban Nhân dân tỉnh nơi dự án bắt đầu, sau khi có ý kiến bất buộc từ các tỉnh bị ảnh hưởng khác. Các dự án lưới điện trung thế và hạ thế được quản lý theo quy hoạch cấp tỉnh, trong đó các cơ quan cấp tỉnh phê duyệt danh mục đầu tư, sau đó danh mục này sẽ là cơ sở pháp lý cho các thủ tục về đất đai.

Thị trường điện cạnh tranh: Luật Điện lực mới hướng đến phát triển một thị trường điện cạnh tranh thực sự thông qua việc tách bạch chức năng quản lý nhà nước khỏi hoạt động sản xuất kinh doanh, phân định rõ các hoạt động độc quyền và các hoạt động có thể cạnh tranh, đồng thời khuyến khích hình thành nhiều đơn vị phát điện và bán lẻ điện độc lập. Các doanh nghiệp nhà nước sẽ được tái cơ cấu để tập trung vào thế mạnh cốt lõi, đồng thời đảm bảo nhiệm vụ cung ứng điện cho các khu vực biên giới, hải đảo và vùng sâu vùng xa. Chính sách giá điện sẽ dần phản ánh đúng chi phí sản xuất kinh doanh thực tế, khuyến khích sử dụng hiệu quả và phát triển năng lượng tái tạo, hướng đến cơ chế giá theo thị trường nhưng có sự giám sát của Nhà nước. Việc bù chéo giữa các nhóm khách hàng và khu vực sẽ được từng bước loại bỏ, đảm bảo giá điện minh bạch, không phân biệt đối xử, đồng thời bảo vệ quyền lợi hợp pháp của cả nhà cung cấp lẫn người tiêu dùng. Nhà nước sẽ ưu tiên đảm bảo an ninh năng lượng thông qua việc duy trì nguồn cung điện ổn định, tin cậy và đa dạng, nâng cao khả năng chống chịu của hệ thống điện và đẩy mạnh hợp tác năng lượng khu vực và quốc tế.

Cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA): Luật Điện lực mới cho phép các doanh nghiệp tiêu thụ điện lớn được ký kết hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) với các đơn vị phát điện. Nghị định 57 mới ban hành đã cụ thể hóa quy định này với hai mô hình: (1) DPPA qua lưới điện kết nối riêng: cho phép bên mua và bên bán điện giao dịch thông qua đường dây truyền tải riêng, không qua hệ thống điện quốc gia và (2) DPPA qua lưới điện quốc gia: giao dịch được thực hiện thông qua hệ thống truyền tải điện của EVN. Phạm vi áp dụng cũng được mở rộng, bao gồm cả các nhà máy điện sinh khối có công suất từ 10 MW trở lên và các doanh nghiệp vận hành trạm sạc xe điện. Doanh nghiệp tiêu thụ điện lớn phải đạt ngưỡng tiêu thụ tối thiểu 200.000 kWh/tháng (mức này có thể được điều chỉnh bởi Bộ Công Thương). Với mô hình DPPA ngoài lưới, các hệ thống điện mặt trời áp mái được phép bán tối đa 20% sản lượng phát điện dư thừa cho EVN, với giá bán không vượt quá mức trần do Bộ Công Thương quy định. Những quy định mới này nhằm tăng cường an ninh năng lượng, thúc đẩy tích hợp năng lượng tái tạo vào hệ thống điện quốc gia, đồng thời mang lại hướng dẫn rõ ràng hơn cho các bên tham gia trong bối cảnh thị trường điện Việt Nam đang chuyển mình.

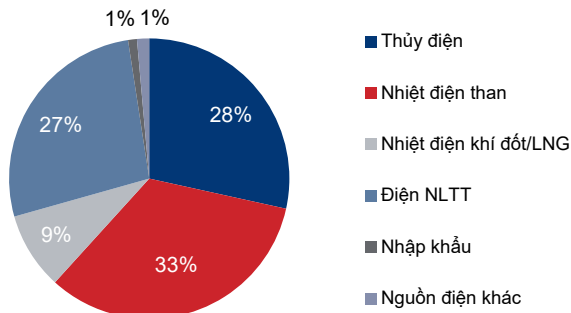
Quy hoạch điện VIII sửa đổi (2025): Lộ trình đầy tham vọng cho quá trình chuyển dịch năng lượng

Như đã đề cập trong báo cáo nhanh về ngành trước đó của HSC là [Triển vọng năm 2025: Tăng tốc mạnh mẽ](#) (ngày 9/4/2025), Quy hoạch điện VIII sửa đổi đang đẩy nhanh quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam. Quy hoạch mới ưu tiên phát triển các dự án năng lượng tái tạo quy mô lớn, đưa điện hạt nhân trở lại chiến lược

phát triển dài hạn, mở rộng hệ thống lưu trữ năng lượng, đồng thời giảm dần sự phụ thuộc vào than và điều chỉnh tỷ trọng sử dụng LNG. Những thay đổi chiến lược này không chỉ đưa Việt Nam vào vị thế dẫn đầu khu vực về năng lượng sạch mà còn thể hiện rõ cam kết mạnh mẽ của quốc gia trong việc đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050.

Biểu đồ 3: Cơ cấu nguồn điện tại Việt Nam, 2023

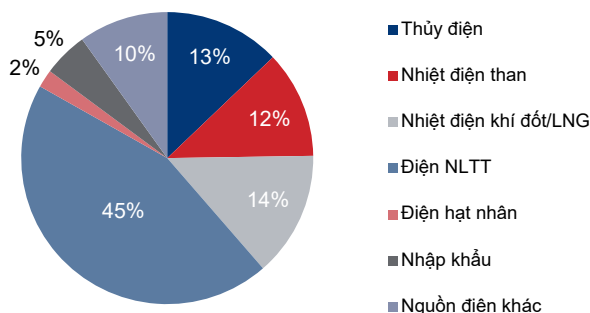
Thủy điện và nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Biểu đồ 4: Đa dạng hóa nguồn điện tại Việt Nam, tầm nhìn đến năm 2030

Hướng đến năng lượng xanh, năng lượng tái tạo chiếm 45%



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Năng lượng tái tạo: Quy hoạch điện VIII đã nâng đáng kể các mục tiêu phát triển năng lượng tái tạo của Việt Nam. Tổng công suất lắp đặt từ nguồn năng lượng tái tạo dự kiến đạt 75.000–116.000 MW vào năm 2030 và lên tới 534.000 MW vào năm 2050 – cao hơn lần lượt tới 166% và 75% so với kế hoạch ban đầu trong Quy hoạch điện VIII công bố tháng 5/2023. Trong đó, điện mặt trời ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất với mục tiêu công suất đến năm 2030 tăng tới 470%. Công suất điện gió ngoài khơi cũng được điều chỉnh tăng gần gấp đôi vào năm 2050. Nhằm thúc đẩy khả năng tích hợp các nguồn năng lượng tái tạo và giải quyết vấn đề gián đoạn nguồn điện, hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin (BESS) cũng được quy hoạch mở rộng hơn 200% vào năm 2050.

Nhiệt điện: Theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi, tổng công suất nhiệt điện than chỉ tăng nhẹ 3% vào năm 2030 nhưng đã được lên kế hoạch loại bỏ hoàn toàn vào năm 2050. Bên cạnh đó, vai trò của các nhà máy điện khí LNG cũng đang được điều chỉnh, phản ánh định hướng giảm dần sự phụ thuộc dài hạn vào nhiên liệu hóa thạch. Tuy nhiên, LNG vẫn sẽ đóng vai trò là nguồn năng lượng chuyển tiếp trong ngắn và trung hạn.

Năng lượng hạt nhân: Quy hoạch điện VIII sửa đổi đã chính thức đưa năng lượng hạt nhân trở lại trong chiến lược dài hạn về an ninh năng lượng của Việt Nam với mục tiêu đa dạng hóa nguồn điện và tăng cường độ ổn định cho hệ thống lưới điện. Trước những hạn chế của nhiệt điện truyền thống và tính gián đoạn của năng lượng tái tạo, điện hạt nhân được xem là giải pháp nền tảng ổn định, ít phát thải carbon. Theo lộ trình sửa đổi, Việt Nam đặt mục tiêu phát triển 6.000–6.400 MW công suất điện hạt nhân vào năm 2035 và bổ sung thêm 8.000 MW vào năm 2050. Để triển khai kế hoạch này, Chính phủ đã giao EVN và Petrovietnam làm chủ đầu tư hai dự án nhà máy đầu tiên tại Ninh Thuận, đồng thời quy hoạch thêm năm địa điểm ưu tiên khác để phát triển tiếp theo. Tuy nhiên, việc triển khai điện hạt nhân vẫn đối mặt với nhiều thách thức lớn như chi phí đầu tư cao, thời gian thực hiện kéo dài, thiếu khung pháp lý hoàn thiện và cần tái xây dựng đội ngũ chuyên gia hạt nhân trong nước.

Phát triển lưới điện: Quy hoạch điện VIII sửa đổi nhấn mạnh việc hiện đại hóa hệ thống truyền tải điện để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng và tích hợp hiệu quả các nguồn năng lượng tái tạo quy mô lớn. Kế hoạch đề xuất phát triển đồng bộ các tuyến lưới điện 220 kV và 500 kV song song với tiến độ triển khai các dự án nguồn điện, hướng đến đạt tiêu chuẩn quốc tế và ứng dụng công nghệ lưới điện thông minh. Giai đoạn 2025–2030, Việt Nam sẽ xây dựng mới và nâng cấp hơn 28.000 km đường dây 220–500 kV cùng với hơn 230.000 MVA công suất trạm biến áp. Sau năm 2030, lộ trình phát triển hệ thống truyền tải điện một chiều cao áp (HVDC) quy mô lớn sẽ được triển khai, với tổng công suất các trạm chuyển đổi đạt từ 26.000–36.000 MW và chiều

dài tuyến HVDC lên đến 6.700 km, phục vụ đặc biệt cho việc truyền tải điện gió ngoài khơi từ khu vực miền Trung. Lưới điện 500 kV tiếp tục đóng vai trò là trục xương sống trong kết nối liên vùng và xuyên biên giới, với các đường dây tăng cường kết nối với Lào, Trung Quốc và các quốc gia ASEAN.

Lợi thế rõ ràng với các động lực ngắn hạn để nhận điện

Triển vọng và dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027

Lựa chọn đầu tư của HSC

Luật Điện lực mới (2024) và Quy hoạch điện VIII sửa đổi tạo nên môi trường chính sách thuận lợi cho nhóm cổ phiếu ngành điện, nhờ dự báo nhu cầu tăng cao và sự hỗ trợ từ quy định đối với năng lượng tái tạo và hạ tầng. Trong danh sách khuyến nghị của HSC, **GEG** có vị thế tốt để hưởng lợi từ các chính sách ưu tiên năng lượng tái tạo, với các dự án sắp triển khai như điện mặt trời Đức Huệ 2 và điện gió VPL2. **PC1** đang mở rộng mảng EPC, đón đầu nhu cầu phát triển lưới điện được nhấn mạnh trong Quy hoạch điện VIII. **REE** tiếp tục mở rộng danh mục năng lượng tái tạo với các dự án thủy điện Trà Khúc 2 và điện gió Duyên Hải, đồng thời đang đề xuất thêm một số dự án điện gió quy mô lớn để đưa vào Quy hoạch điện VIII.

Trong khi đó, nhóm cổ phiếu nhiệt điện (như PGV và POW) hiện chưa được ưu ái bằng dù tỷ trọng đóng góp vào cơ cấu phát điện quốc gia đang dần tăng. **POW** được kỳ vọng sẽ có chuyển biến tích cực khi hai nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4 dự kiến đi vào vận hành thương mại vào cuối năm 2025, phù hợp với chiến lược chuyển dịch năng lượng của Việt Nam. **PGV** đang định hướng chuyển dịch sang năng lượng xanh với kế hoạch phát triển các dự án LNG, điện gió ngoài khơi, thủy điện và điện linh hoạt, tuy nhiên phần lớn các dự án này mang tính dài hạn.

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với **GEG**, HSC tăng 79% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhờ mức giá bán điện thực tế cao hơn kỳ vọng và khoản ghi nhận doanh thu tính từ khi vận hành cho dự án TPD1. Theo đó, chúng tôi tăng lần lượt 13% và 26% dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp cho năm 2025. Cho năm 2026, chúng tôi giảm 5% dự báo sản lượng điện do loại trừ dự án điện gió VPL2 (30MW). Cho năm 2027, lợi nhuận dự báo tăng trưởng 25% sau khi nhà máy điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp) đi vào vận hành. Các điều chỉnh này cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt mức rất cao 70,1% trong giai đoạn 2024-2027.

Đối với **PC1**, HSC tăng 20% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhờ doanh thu từ mảng EPC cao hơn kỳ vọng và tiến độ ghi nhận doanh thu BĐS được đẩy nhanh, đặc biệt là từ dự án Tháp Vàng. Mặc dù mảng khai khoáng sụt giảm do sản lượng và giá niken giảm nhưng chúng tôi tăng 22% dự báo tổng doanh thu vẫn được điều chỉnh, nhờ chi phí thi công EPC cao đã bù trừ cho ảnh hưởng nhẹ khi tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 1,4 điểm phần trăm. Trong giai đoạn 2024–2027, chúng tôi dự báo lợi nhuận của PC1 sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 22%, được hỗ trợ bởi động lực vững chắc từ mảng EPC và mảng BĐS.

Đối với **POW**, công suất vận hành trong giai đoạn đầu thấp hơn kỳ vọng tại hai nhà máy điện khí LNG (Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4) khiến HSC giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025, do sản lượng điện giảm xuống 2,5 tỷ kWh và tổng sản lượng tiêu thụ giảm 10%. Tỷ suất lợi nhuận tiếp tục chịu áp lực do các nhà máy LNG chưa được khai thác tối ưu và chi phí lãi vay gia tăng, khi tổng dư nợ dự kiến sẽ tăng gấp đôi trong năm. Tuy vậy, chúng tôi kỳ vọng POW sẽ phục hồi trong năm 2026-2027 khi cả hai nhà máy LNG bắt đầu đóng góp sản lượng cả năm, giúp doanh thu tăng trưởng lần lượt 27% và 3% và lợi nhuận thuần tăng trưởng 15% và 33%. Tính chung cho giai đoạn 2024-2027, doanh thu và lợi nhuận HĐKD cốt lõi của POW dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt lần lượt 17% và 29%.

Đối với **REE**, chúng tôi tăng nhẹ lần lượt 2,1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026, phản ánh tỷ giá USD/VND cao hơn và việc bổ sung nhà máy thủy điện Thác Bà 2, dự kiến đi vào vận hành từ tháng 4/2025. Theo đó, lợi nhuận thuần dự báo đạt 2,66 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và 2,54 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, tương ứng có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 10% trong giai đoạn 3 năm. Việc

USD tăng giá tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận từ danh mục năng lượng tái tạo của REE, do giá FIT cho các dự án này được tính bằng đồng USD.

Đối với **PGV**, HSC duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025–2027, được hỗ trợ bởi sản lượng huy động mạnh mẽ từ các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than của PGV, phù hợp với kế hoạch vận hành do Công ty Vận hành hệ thống điện và thị trường điện Quốc gia (NSMO) ước tính từ đầu năm. Các yếu tố thúc đẩy chính bao gồm công suất hoạt động cao hơn tại các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ – tăng từ khoảng 50% trong năm 2025 lên khoảng 86% trong năm 2027. Doanh thu được kỳ vọng sẽ tăng nhờ sản lượng cao hơn và giá bán bình quân tăng 5%, dù tỷ suất lợi nhuận gộp có thể thu hẹp nhẹ do chi phí đầu vào tăng và tỷ trọng lớn hơn đến từ mảng phát điện khí – vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Dự báo này cho thấy doanh thu thuần và lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt lần lượt 8,8% và 28% trong giai đoạn 2023-2027.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các doanh nghiệp trong ngành do tính chất dài hạn của các dự án CSHT cơ bản của các doanh nghiệp này. Các doanh nghiệp dẫn đầu xu hướng phát triển năng lượng xanh như GEG, REE và PC1 đang đẩy mạnh công tác chuẩn bị để triển khai các nhà máy điện tái tạo mới và dự án truyền tải điện. Trong khi đó, các doanh nghiệp tập trung vào nhiệt điện như POW và PGV đang từng bước gia tăng công suất thông qua phát điện LNG, phù hợp với lộ trình chuyển dịch năng lượng sạch theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi vừa được ban hành.

Chi tiết về các giả định của HSC:

- Lãi suất phi rủi ro được giữ nguyên ở mức 4%.
- Phần bù rủi ro vốn CSH được nâng lên 8,75% từ mức 7,5% trước đây cho các cổ phiếu GEG, PC1, REE, POW và PGV, theo tiêu chuẩn nội bộ mới của chúng tôi.
- Hệ số beta được điều chỉnh theo số liệu beta điều chỉnh 2 năm của Bloomberg, cụ thể: GEG: 0,9, REE: 0,8, POW: 0,9 nhưng giữ nguyên beta của PC1 (1,2) và PGV (0,9).
- Theo đó, giả định WACC mới đối với GEG, PC1, POW và PGV lần lượt là 9,7%, 10,3%, 9,3% và 10% (so với 10,2%, 9,6%, 10,6% và 9,2% trước đó).
- Thời gian mô hình DCF được mở rộng đến năm 2029.
- Chuyển thời điểm định giá cho mỗi công ty sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bối cảnh định giá

Nhóm cổ phiếu ngành điện ghi nhận mức sinh lời thấp hơn chỉ số VN30 trong cả 3 tháng và 12 tháng qua, với mức tăng bình quân lần lượt là 3,4% và 6%, so với 4,1% và 8% của VN30. Diễn biến giá cổ phiếu trong nhóm khá phân hóa: GEG và POW tăng mạnh, đặc biệt là GEG với mức tăng 23% trong 3 tháng và 25,7% trong 12 tháng qua, trong khi PC1 và PGV ghi nhận mức giảm đáng kể. Sự phân hóa này phản ánh tiến độ triển khai dự án và tâm lý nhà đầu tư khác nhau, dù vậy, động lực chính sách tiếp tục là yếu tố hỗ trợ triển vọng dài hạn của ngành.

Bảng 5: Diễn biến giá cổ phiếu gần đây của các doanh nghiệp ngành Điện HSC khuyến nghị

Giá cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành Điện kém tích cực hơn chỉ số VN30 trong 3 tháng và 12 tháng qua

	3 tháng	12 tháng
GEG	23.0%	25.7%
PC1	-7.2%	-9.3%
REE	-0.9%	16.0%
POW	10.0%	19.8%
PGV	-3.8%	-8.2%
Bình quân	3.4%	6.0%
VN30-Index	4.1%	8.0%

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

- Việc cắt giảm huy động đối với các dự án năng lượng tái tạo.
- Chậm trễ trong việc ban hành các nghị định hướng dẫn thực thi Luật Điện lực 2024.
- Nhu cầu tiêu thụ điện thấp hơn dự kiến, đặc biệt nếu hoạt động xuất khẩu suy yếu do các rủi ro liên quan đến thuế quan từ Mỹ.
- Một rủi ro đáng chú ý là tranh chấp liên quan đến giá FIT đang diễn ra (xem thêm báo cáo nhanh về ngành [Việc điều chỉnh giá FIT sẽ tác động không đáng kể đến GEG](#), ngày 26/3/2025), có thể dẫn đến việc điều chỉnh giảm giá bán điện và khả năng phải hoàn trả phần chênh lệch đối với các dự án nhận chậm trễ trong việc nhận được văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành xây dựng. Điều này có thể ảnh hưởng đến dòng tiền và lợi nhuận đầu tư, đặc biệt đối với các dự án trước đây được hưởng mức giá FIT1 hoặc FIT2. Mặc dù tác động tài chính đối với hầu hết các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC như GEG là không lớn, nhưng sự bất định kéo dài có thể ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư và làm chậm tiến độ huy động vốn cho lĩnh vực năng lượng tái tạo trong tương lai.

Tiềm năng tăng giá

- Nhu cầu tiêu thụ điện tăng mạnh hơn dự báo.
- Một yếu tố hỗ trợ đáng chú ý đối với các dự báo hiện tại là khả năng giá bán lẻ điện bình quân được điều chỉnh tăng, qua đó giúp bù đắp chi phí đầu vào gia tăng và cải thiện tỷ suất lợi nhuận cho các nhà sản xuất điện.
- Biến động tỷ giá giảm.

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

Giá mục tiêu: VNĐ18,800 (từ VNĐ17,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	15,500
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,650-16,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,760
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,554
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	214
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	176
Slg CP NN được mua (tr.đv)	18.9
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	43.7%
Tỷ lệ freefloat	41.8%
Cổ đông lớn	JERA (35.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	8.77	20.6	20.1
So với chỉ số	0.56	15.9	11.2
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,757	1,421	23.7
2026F	1,202	1,204	(0.1)
2027F	1,498	1,484	0.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GEG là một doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ở Việt Nam với 81 MW thủy điện, hơn 300 MWp điện mặt trời và 230 MW điện gió vào cuối năm 2024.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Thông tin tích cực đã phản ánh vào giá; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng

- HSC hạ khuyến nghị đối với GEG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây (tăng 21% trong 3 tháng qua) đồng thời tăng nhẹ 6% giá mục tiêu để phản ánh: 1) biểu giá chuyển tiếp cuối cùng cho dự án TPD1, 2) việc loại trừ một số dự án và 3) cập nhật giá định WACC.
- Chúng tôi tăng 79% dự báo lợi nhuận cho năm 2025 nhờ biểu giá chuyển tiếp cao hơn dự báo của dự án TPD1 và khoản thanh toán truy thu lớn hơn dự kiến từ EVN. Sau khi đánh giá lại tiến độ dự án, chúng tôi cũng tạm thời loại dự án điện gió VPL2 khỏi mô hình dự báo do chưa rõ thời điểm vận hành.
- GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 24,8 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng cho năm 2025 và 2026 lần lượt là 10,7 lần và 15,6 lần.

Sự kiện: Hoàn tất đàm phán giá cho dự án TPD1 và cập nhật tiến độ dự án VPL2

GEG đã hoàn tất ký kết với EVN cho dự án điện gió TPD1 (công suất 100MW), giúp TPD1 trở thành một trong những dự án chuyển tiếp đầu tiên đạt được cột mốc này. Mức giá bán điện được thống nhất là 1.813đ/kWh (chiết khấu khoảng 0,2% so với mức giá trần), cao hơn đáng kể so với mức chiết khấu kỳ vọng 5% của GEG và giá định trước đó của HSC mức 25%. Điều này giúp GEG nhận khoản thanh toán truy thu 443 tỷ đồng từ EVN, cao hơn gấp đôi so với dự báo trước đó của chúng tôi là 202 tỷ đồng.

Đối với dự án điện gió VPL2, GEG hiện đang đàm phán các điều khoản trong hợp đồng mua bán điện (PPA) và dự kiến sẽ hoàn tất và khởi công xây dựng trong Q3/2025. Tuy nhiên, do chưa rõ thời điểm hoàn tất PPA, chúng tôi tạm thời loại VPL2 khỏi mô hình dự báo cho đến khi dự án chính thức được chốt hợp đồng.

Tác động: Tăng mạnh dự báo năm 2025; giảm dự báo sản lượng điện gió năm 2026

HSC tăng 79% dự báo lợi nhuận năm 2025 đối với GEG nhờ mức giá chuyển tiếp được chốt cao hơn kỳ vọng và khoản thanh toán truy thu từ dự án TPD1. Trong khi đó, chúng tôi giảm nhẹ dự báo sản lượng cho năm 2026 do loại bỏ dự án VPL2 khỏi mô hình dự báo. Chúng tôi cũng đưa vào dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận tăng trưởng 25% dựa trên đóng góp dự kiến từ dự án điện mặt trời Đức Huệ 2. Tính chung giai đoạn 2024-2027, lợi nhuận thuần dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 70,1%, được thúc đẩy bởi yếu tố biểu giá thuận lợi và công suất bổ sung tăng.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 21% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn đáng kể so với VN Index, GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 24,8 lần.

HSC hạ khuyến nghị đối với GEG xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) nhưng tăng 6% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền lên 18.800đ, dựa trên (1) tăng phần bù rủi ro vốn CSH điều chỉnh lên 8,75% (từ 7,5%) và (2) chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 10,7 lần và 15,6 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,660	1,742	2,334 ▲	1,998	1,995
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	137	115	663 ▲	454	565
EPS ĐC (đồng)	367	304	1,757 ▲	1,202	1,498
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,141	12,350	13,910 ▲	15,089 ▲	16,654
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.29	8.37	5.89	6.23	5.62
P/E ĐC (lần)	42.2	50.9	8.82	12.9	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.28	1.26	1.11	1.03	0.93
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	477	(31.6)	24.5
ROAE (%)	3.18	2.62	14.1	8.73	9.93

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Động lực tăng giá đã phản ánh, giá điện vượt kỳ vọng

Sau khi GEG hoàn tất đàm phán biểu giá chuyển tiếp cho dự án TPD1, HSC điều chỉnh tăng 79% dự báo lợi nhuận cho năm 2025, phản ánh khoản thanh toán truy thu từ biểu giá TPD1 trong năm 2025. Đồng thời, chúng tôi loại bỏ dự án điện gió VPL2 khỏi mô hình dự báo do vẫn còn chưa chắc chắn về thời điểm ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA) cho dự án này. Việc hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào phản ánh quan điểm rằng phần lớn kỳ vọng tích cực từ TPD1 đã được phản ánh vào giá. GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ là 24,8 lần.

Sẵn sàng bứt phá trong lộ trình chuyển dịch năng lượng

GEG đang ở vị thế đặc biệt thuận lợi để hưởng lợi từ các cải cách mang tính cấu trúc của ngành điện Việt Nam theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi và Luật Điện lực mới. Trong bối cảnh chính sách dần chuyển hướng sang tự do hóa thị trường, áp dụng giá điện theo cơ chế thị trường và tăng cường vai trò khu vực tư nhân, sự phù hợp chiến lược của GEG ngày càng trở nên rõ nét. Danh mục điện tái tạo đa dạng, có khả năng mở rộng cùng với thành tích triển khai dự án hiệu quả giúp GEG chủ động thích ứng với các cơ chế mới như mua bán điện trực tiếp (DPPA) và đấu thầu cạnh tranh. Đáng chú ý, GEG là một trong những đơn vị phát điện đầu tiên hoàn tất đàm phán biểu giá chuyển tiếp với EVN, đạt được mức giá bán cao hơn nhiều so với kỳ vọng. Bên cạnh đó, công ty còn có hai dự án năng lượng tái tạo trong giai đoạn phát triển ngắn hạn.

Tóm tắt: Kết quả đàm phán giá chuyển tiếp vượt kỳ vọng

Vào tháng 1/2023, Bộ Công Thương đã ban hành khung giá điện cho 85 dự án năng lượng tái tạo (tổng công suất 4,7GW) không kịp hưởng mức FIT theo thời hạn ban đầu. Các dự án “chuyển tiếp” này buộc phải đàm phán giá bán điện với EVN dựa trên mức trần mới. Tuy nhiên, do quá trình đàm phán bị trì hoãn, đến cuối năm 2024, chỉ có 29 dự án (1,6GW) vận hành thương mại, và chỉ được bán điện với mức tạm tính bằng 50% giá trần. Dự án điện gió TPD1 của GEG (100MW) nằm trong số này với mức giá bán tạm tính là 908đ/kWh kể từ tháng 5/2023.

Vào tháng 3/2025, công ty đã chính thức hoàn tất Thỏa thuận Chung và các hợp đồng thành phần liên quan với EVN cho dự án chuyển tiếp TPD1. Các điều khoản được chốt bao gồm các thông số kỹ thuật và tài chính quan trọng như sản lượng điện cam kết, hệ số tổn thất cho phép, tính minh bạch của tổng mức đầu tư và các chỉ số tài chính được cải thiện. Đáng chú ý, GEG đã đạt được mức giá bán điện là 1.813đ/kWh, chỉ thấp hơn 0,2% so với trần giá chuyển tiếp – tốt hơn đáng kể so với kỳ vọng chiết khấu 5% của Công ty và vượt xa giả định trước đó của chúng tôi là 25%.

Cập nhật tiến độ các dự án: Đức Huệ 2 – đúng tiến độ, VPL2 – chưa rõ thời điểm triển khai

- **Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp, tỉnh Long An):**

Sau khi bị trì hoãn do các vấn đề pháp lý, dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 đã được đưa trở lại quy hoạch theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi và hiện đang trong quá trình xin gia hạn chấp thuận chủ trương đầu tư tại tỉnh Long An. GEG đang điều chỉnh tổng vốn đầu tư của dự án, dự kiến sẽ thấp hơn hơn 30% so với giả định ban đầu của HSC. Nguyên nhân chủ yếu đến từ xu hướng giá thiết bị đầu vào thuận lợi, đặc biệt là giá tấm pin năng lượng mặt trời hiện đang ổn định ở mức thấp kỷ lục, khoảng 0,12–0,14 USD/Wp cho giai đoạn 2024–2025. Đồng thời, GEG đang đàm phán hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) với mục tiêu đạt mức trần theo khung giá mới nhất của Bộ Công thương cho các dự án điện mặt trời. Cụ thể, với điện mặt trời trên mặt đất tại khu vực phía Nam, mức giá trần hiện tại là 1.012đ/kWh và có thể tăng lên khoảng 1.150đ/kWh nếu tích hợp hệ thống lưu trữ năng lượng.

- **Dự án điện gió VPL2 (30 MWp, tỉnh Bến Tre):**

Dự án điện gió VPL2 nằm gần nhà máy điện gió VPL1 hiện hữu của GEG, đã hoàn tất về hạ tầng và sẵn sàng triển khai về mặt kỹ thuật. Hiện tại, GEG đang trong giai đoạn đàm phán cuối cùng với EVN để xác định mức giá bán điện chính thức trong

hợp đồng mua bán điện (PPA). Ngay sau khi đàm phán hoàn tất, GEG dự kiến sẽ khởi công dự án vào cuối Q3/2025.

Tuy nhiên, do chưa chắc chắn về thời điểm ký kết PPA, chúng tôi đã loại dự án VPL2 khỏi các dự báo. Theo đó, sản lượng điện gió năm 2026 dự báo giảm 11%, kéo theo tổng sản lượng điện toàn công ty giảm 5%..

Bảng 6: Điều chỉnh sản lượng tiêu thụ, GEG

Điều chỉnh dự báo phản ánh việc loại trừ sản lượng điện gió VPL2 trong năm 2026

Triệu kWh	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Điều chỉnh	
	2025	2026	2025	2026		2025	2026
Thủy điện	320	345	320	345	345	0%	0%
NL mặt trời	386	451	393	462	461	2%	2%
Điện gió	641	714	641	633	625	0%	-11%
Tổng cộng	1,348	1,510	1,354	1,440	1,431	0%	-5%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo cũ và dự báo mới, GEG

Nâng 79% dự báo lợi nhuận năm 2025 do mức giá chuyển tiếp và khoản thanh toán hồi tố của dự án TPD1 cao hơn kỳ vọng

(tỷ đồng, %)	Dự báo cũ		Dự báo mới		Dự báo lần đầu 2027	Điều chỉnh	
	2025	2026	2025	2026		2025	2026
Doanh thu thuần	2,900	2,961	3,283	2,944	2,968	13%	-1%
<i>Doanh thu từ TPD1</i>	607	400	982	533	533	55%	33%
<i>Bao gồm: thanh toán hồi tố</i>	202	-	443	-	-	119%	nm
Lợi nhuận gộp	1,456	1,420	1,834	1,425	1,418	26%	0%
Thu nhập/chi phí lãi thuần	(762)	(645)	(723)	(626)	(483)	-5%	-3%
LNTT	497	583	887	607	756	79%	4%
Lợi nhuận thuần	371	435	663	454	565	79%	4%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	1,348	1,510	1,354	1,440	1,431	0%	-5%

Nguồn: GEG, HSC ước tính

Bảng 8: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, GEG

	2025	2026	2027	CAGR (24-27)
Doanh thu thuần	41%	-10%	1%	8.5%
Lợi nhuận gộp	71%	-22%	-1%	9.7%
Lợi nhuận thuần	477%	-32%	25%	70.1%

Nguồn: GEG, HSC ước tính

Tăng 79% dự báo năm 2025; giảm dự báo sản lượng điện gió năm 2026

HSC tăng 79% dự báo lợi nhuận năm 2025 đối với GEG chủ yếu nhờ mức giá chuyển tiếp chính thức và khoản thanh toán truy thu vượt kỳ vọng từ dự án điện gió TPD1. Doanh thu từ TPD1 được điều chỉnh tăng 55% lên 942 tỷ đồng, trong đó bao gồm 443 tỷ đồng khoản thanh toán truy thu – cao gấp hơn 2 lần so với ước tính trước đó của chúng tôi. Chúng tôi tăng 13% dự báo doanh thu cho năm 2025 và tăng 26% dự báo lợi nhuận gộp lên 1.834 tỷ đồng. Mặc dù tổng sản lượng giữ nguyên, điều khoản giá bán cải thiện đáng kể đã giúp nâng cao tỷ suất lợi nhuận. Cho năm 2026, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ giá định sản lượng điện do loại bỏ dự án điện gió VPL2 khỏi dự báo, khiến tổng sản lượng giảm 5% và doanh thu thuần giảm nhẹ 1%.

HSC cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với doanh thu thuần đạt 2.968 tỷ đồng (tăng trưởng 1%) và lợi nhuận thuần đạt 565 tỷ đồng (tăng trưởng 25%), phần nào nhờ vào việc đưa vào vận hành dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 có tỷ suất lợi nhuận cao. Các ước tính này phản ánh mức tăng trưởng lợi nhuận dần quay về bình thường sau sự tăng trưởng đột biến một lần vào năm 2025, cùng với đóng góp ổn định từ danh mục dự án hiện hữu.

Dựa trên các điều chỉnh trong dự báo, lợi nhuận GEG được kỳ vọng sẽ có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 70,1% giai đoạn 2024–2027, cho thấy tác động đáng kể từ việc chốt giá bán điện chuyển tiếp và tăng trưởng công suất bổ sung.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá GEG trong bối cảnh Công ty đang đẩy mạnh mở rộng danh mục các dự án điện gió và điện mặt trời.

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định so với trước đây như sau:

- Giữ nguyên giả định về lãi suất phi rủi ro ở mức 4%, nhưng (1) giảm hệ số beta xuống 0,9 (theo beta điều chỉnh 2 năm từ Bloomberg) và (2) tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 8,5%) nhằm phù hợp với quan điểm nội bộ mới của HSC. Theo đó, giả định WACC của GEG giảm xuống còn 9,7% (so với 10,2% trước đó).
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 9: Định giá DCF, GEG

Giá mục tiêu là 18.800đ

Tỷ đồng	Giữa năm 2026
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	5,891
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	10,457
Tổng giá trị hiện tại	16,348
Cộng: tiền	1,045
Trừ: tổng nợ	(9,243)
Giá trị vốn CSH	6,717
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	358
Giá trị hợp lý/cp (đồng)	18,800

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Tính toán WACC, GEG

WACC giảm xuống 9,7%, từ mức 10,2% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.6%
Lãi suất bình quân	9.7%
Thuế TNDN	10.0%
Chi phí nợ	8.7%
WACC	9.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, GEG

Giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

Đồng	Phần bù rủi ro vốn CSH	Lãi suất phi rủi ro				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
7.75%		21,800	20,900	20,100	19,300	18,600
8.25%		21,100	20,200	19,500	18,700	18,000
8.75%		20,300	19,600	18,800	18,100	17,400
9.25%		19,700	18,900	18,200	17,500	16,800
9.75%		19,000	18,300	17,500	16,900	16,200

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Diễn biến giá cổ phiếu, GEG và VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
GEG	8.8%	20.6%	20.1%
VN30 Index	8.2%	4.1%	8.0%

Nguồn: HSC ước tính

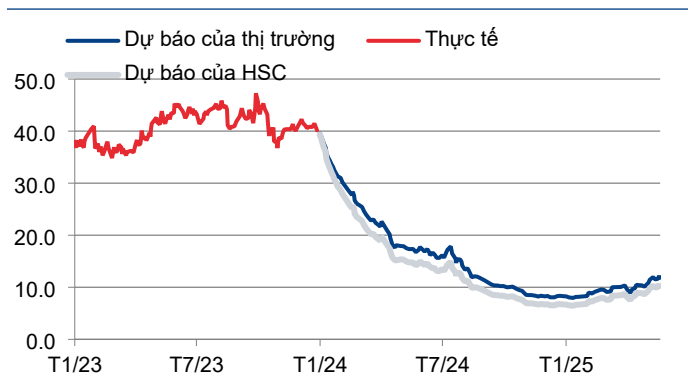
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu GEG đã tăng trong 1 tháng qua, nhiều khả năng được hỗ trợ bởi tâm lý tích cực xoay quanh các cải cách trong ngành điện, đặc biệt là các dự án phát triển đường dây truyền tải và hạ tầng điện đang được triển khai.

GEG đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,1 lần, thấp hơn 1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 24,8 lần. Trong khi đó, như thể hiện ở Bảng 15, GEG đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 50% so với bình quân của các công ty ngành Tiện ích – Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, GEG (từ 2023)

GEG hiện giao dịch tại /PE trượt dự phóng 1 năm là 10,2 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với bình quân, GEG

... và thấp hơn 1.0 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 24,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PGV, GEG

DN	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2025
REE	1,280.2	8.9	9.1	12.6	13.5	1.6	13%
POW	1,226.2	7.3	5.6	24.8	21.9	1.0	4%
PGV	828.3	5.8	5.0	22.5	8.9	1.4	8%
PC1	303.6	6.3	5.4	11.1	10.4	1.3	13%
Bình quân toàn ngành	909.6	7.1	6.3	17.7	13.7	1.3	10%
GEG	218.0	5.9	6.3	8.9	13.1	1.1	14%
Chênh lệch so với các công ty khác	-76%	-17%	0%	-50%	-4%	-13%	+4pts

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá:

- Như đã đề cập trong báo cáo [Việc điều chỉnh giá FIT sẽ tác động không đáng kể đến GEG](#) (ngày 26/3/2025), dự án điện mặt trời Trúc Sơn (35 MW), ban đầu thuộc diện được hưởng giá FIT1, có thể phải áp dụng mức giá FIT2 thấp hơn (7,09 so với 9,35 US cent/kWh) do chậm trễ trong việc nhận được văn bản chấp thuận kết quả nghiệm thu hoàn thành xây dựng. Điều này tương đương với mức giảm giá bán 24%, tuy nhiên mức giá này vẫn được neo theo USD. Mặc dù sự thay đổi này làm giảm nhẹ lợi nhuận của Trúc Sơn, nhưng tác động lên GEG là không đáng kể (khoảng 3% lợi nhuận thuần năm 2025 theo ước tính của chúng tôi) nhờ danh mục tài sản đa dạng của công ty. Tuy nhiên, quyết định cuối cùng của Chính phủ sẽ có ảnh hưởng lớn đến tâm lý nhà đầu tư và dòng vốn đầu tư vào ngành điện trong tương lai.
- Các dự án mới tiếp tục bị trì hoãn triển khai.

Tiềm năng tăng giá:

- GEG có thể ghi nhận tiềm năng tăng giá đáng kể sau thương vụ thoái vốn thành công CTCP Thủy điện Trường Phú (công ty liên kết mà GEG sở hữu 25% cổ phần) với mức giá tối thiểu kỳ vọng là 36 tỷ đồng/MW. Giao dịch này dự kiến mang về khoảng 200 tỷ đồng tiền mặt, hỗ trợ cho việc tái cấu trúc tài chính và triển khai các dự án mới trong tương lai.
- Ngoài ra, giá bán điện đang đàm phán cho cụm 5 nhà máy thủy điện nhỏ tại Chư Prông có thể cao hơn so với giá định hiện tại của HSC (ước tính hiện tại thấp hơn 50% so với giá bán điện theo PPA hiện tại).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	2,163	2,325	3,283	2,944	2,968
Lợi nhuận gộp	1,121	1,073	1,834	1,425	1,418
Chi phí BH&QL	(159)	(136)	(230)	(200)	(196)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	961	938	1,603	1,225	1,222
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(723)	(626)	(483)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	5.21	5.37	6.86	8.75	17.8
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	(1.53)	1.57	0	0	0
LNNT	195	182	887	607	756
Chi phí thuế TNDN	(51.7)	(89.5)	(88.7)	(60.7)	(75.6)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6.08)	22.7	(136)	(92.9)	(116)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	137	115	663	454	565
Lợi nhuận thuần ĐC	132	109	630	431	537
EBITDA ĐC	1,660	1,742	2,334	1,998	1,995
EPS (đồng)	383	320	1,850	1,266	1,576
EPS ĐC (đồng)	367	304	1,757	1,202	1,498
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	229	164	1,045	693	416
Đầu tư ngắn hạn	233	239	71.8	35.9	250
Phải thu khách hàng	829	823	938	891	908
Hàng tồn kho	127	119	112	160	155
Các tài sản ngắn hạn khác	40.3	36.5	65.0	68.1	69.6
Tổng tài sản ngắn hạn	1,458	1,382	2,233	1,849	1,798
TSCĐ hữu hình	14,378	13,477	13,288	12,520	11,753
TSCĐ vô hình	25.2	21.4	22.1	22.6	22.9
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	0	0	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	168	174	175	178	182
Tài sản dài hạn khác	102	120	137	129	112
Tổng tài sản dài hạn	14,674	13,792	13,622	12,851	12,069
Tổng cộng tài sản	16,132	15,174	15,855	14,699	13,868
Nợ ngắn hạn	1,415	597	1,313	1,178	1,187
Phả trả người bán	74.9	32.3	32.5	32.7	32.9
Nợ ngắn hạn khác	130	106	100	85.3	85.1
Tổng nợ ngắn hạn	1,679	785	1,506	1,347	1,366
Nợ dài hạn	8,682	8,596	7,930	6,412	4,893
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	25.6	0	0	0
Nợ dài hạn khác	1.82	0.29	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	8,686	8,624	7,931	6,412	4,894
Tổng nợ phải trả	10,365	9,409	9,438	7,759	6,259
Vốn chủ sở hữu	4,350	4,425	4,984	5,406	5,967
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,417	1,339	1,433	1,534	1,641
Tổng vốn chủ sở hữu	5,767	5,764	6,417	6,940	7,608
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,132	15,174	15,855	14,699	13,868
BVPS (đ)	12,141	12,350	13,910	15,089	16,654
Nợ thuần*/(tiền mặt)	9,867	9,029	8,198	6,896	5,664

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	961	938	1,603	1,225	1,222
Khấu hao	(697)	(804)	(730)	(773)	(774)
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(723)	(626)	(483)
Thuế TNDN đã nộp	(51.7)	(89.5)	(88.7)	(60.7)	(75.6)
Thay đổi vốn lưu động	307	24.4	(64.9)	(28.2)	(3.55)
Khác	(81.1)	(1.13)	458	27.7	57.5
LCT thuần từ HKKD	1,063	913	1,915	1,310	1,491
Đầu tư TS dài hạn	(1,580)	(102)	(541)	(4.33)	(4.77)
Góp vốn & đầu tư	(392)	(14.5)	168	35.9	(214)
Thanh lý	58.6	98.0	0	0	0
Khác	550	31.0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,363)	12.4	(373)	31.6	(219)
Cổ tức trả cho CSH	(84.3)	(76.2)	(38.5)	(38.5)	(38.5)
Thu từ phát hành CP	114	0.20	0	0	0
Tăng/giảm nợ	169	(906)	(621)	(1,654)	(1,509)
Khác	(4.10)	(8.46)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
LCT thuần từ HĐTC	195	(990)	(661)	(1,694)	(1,549)
Tiền & tương đương tiền đầu ki	334	229	164	1,045	693
LCT thuần trong kỳ	(105)	(65.4)	881	(352)	(277)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.16	0.05	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối ki	229	164	1,045	693	416
Dòng tiền tự do	(517)	811	1,375	1,306	1,486

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	51.8	46.2	55.9	48.4	47.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	76.7	74.9	71.1	67.9	67.2
Tỷ suất LNT (%)	6.34	4.94	20.2	15.4	19.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	26.5	49.3	10.0	10.00	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.35	7.48	41.2	(10.3)	0.81
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.51	4.93	34.0	(14.4)	(0.13)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	477	(31.6)	24.5
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	(16.3)	477	(31.6)	24.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	477	(31.6)	24.5
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.18	2.62	14.1	8.73	9.93
ROACE (%)	6.52	6.50	11.2	8.84	9.45
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.15	0.21	0.19	0.21
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.11	0.97	1.19	1.07	1.22
Số ngày tồn kho	44.3	34.6	28.3	38.5	36.6
Số ngày phải thu	290	240	236	214	214
Số ngày phải trả	26.2	9.41	8.19	7.86	7.76
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	227	204	165	128	95.0
Nợ/tài sản (%)	62.6	60.6	58.3	51.7	43.9
EBIT/lãi vay (lần)	1.25	1.23	2.22	1.96	2.53
Nợ/EBITDA (lần)	6.09	5.28	3.96	3.80	3.05
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.87	1.76	1.48	1.37	1.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	7.13	6.27	4.19	4.23	3.78
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.29	8.37	5.89	6.23	5.62
P/E (lần)	40.5	48.4	8.38	12.2	9.83
P/E ĐC (lần)	42.2	50.9	8.82	12.9	10.4
P/B (lần)	1.28	1.26	1.11	1.03	0.93
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

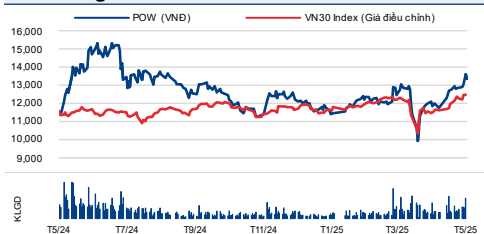
Giá mục tiêu: VNĐ14,900 (từ VNĐ13,500)

Tiềm năng tăng/giảm: 11.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	13,350
Mã Bloomberg	POW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,930-15,300
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	13,210
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	31,264
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,207
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,342
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,059
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.78%
Tỷ lệ freefloat	18.8%
Cổ đông lớn	PVN (79.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	11.7	8.10	15.6
So với chỉ số	3.28	3.83	7.00
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	542	536	1.0
2026F	622	802	(22.3)
2027F	829	1,398	(40.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

POW đang vận hành công suất phát điện 4.2GW, khoảng 6% tổng công suất đặt của VN, và sẽ có thêm 1.6 GW điện LNG vận hành cuối năm 2025.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Triển vọng tăng trưởng vẫn tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 14.900đ do tác động tích cực của việc giảm giả định WACC và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 đã bù đắp cho phần điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận năm 2025.
- Chúng tôi giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do hạ giả định sản lượng NT3 và NT4 trong giai đoạn vận hành thử, tăng giả định chi phí lãi vay mặc dù tăng giả định giá bán bình quân. Dự báo lần đầu cho năm 2026 cho thấy doanh thu phục hồi nhờ cả hai nhà máy vận hành toàn bộ công suất.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN Index, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 26,5 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 10%, tương ứng với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 27,5 lần và 23,9 lần.

Sự kiện: Cập nhật tiến độ dự án Nhơn Trạch 3 và 4

Hai dự án nhà máy điện khí LNG của POW – Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 (NT3 và NT4) – là những cột mốc quan trọng trong lộ trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam, với tổng công suất 1,6 GW và tổng mức đầu tư 1,4 tỷ USD. Mặc dù cả hai nhà máy đã bước vào giai đoạn chạy thử từ đầu năm 2025 nhưng việc chậm trễ trong xây dựng hạ tầng liên quan và tiến độ phê duyệt thủ tục pháp lý đã khiến thời điểm vận hành thương mại toàn phần bị lùi lại sang Q3-Q4/2025 (so với giả định Q1/2025 trong dự báo trước đó của HSC).

Tác động: Giảm 36% dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC điều chỉnh giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 của POW, chủ yếu do đóng góp thấp hơn kỳ vọng từ hai nhà máy NT3 và NT4 trong giai đoạn vận hành giai đoạn đầu, khiến sản lượng điện tổng thể của POW giảm xuống 2,5 tỷ kWh và sản lượng tiêu thụ điện giảm 10%. Tỷ suất lợi nhuận tiếp tục chịu áp lực do sản lượng hạn chế và chi phí lãi vay tăng trong bối cảnh dư nợ gốc tăng gấp đôi. Trong các dự báo lần đầu cho năm 2026-2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi nhờ NT3 và NT4 đóng góp toàn phần lần đầu tiên trong cả năm, với lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng lần lượt 15% và 33%.

Các dự báo mới cho giai đoạn 2025-2027 – nhìn chung thấp hơn bình quân dự báo thị trường do chúng tôi thận trọng hơn về triển vọng nhu cầu điện – cho thấy doanh thu và lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt lần lượt 17% và 29%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 25,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 14.900đ, nhờ tác động tích cực từ việc giảm giả định WACC (trên cơ sở giảm beta, tăng phần bù rủi ro vốn CSH theo tiêu chuẩn nội bộ mới của HSC lên 8,75% từ 7,5% trước đó) và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 đã bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 10%, tương ứng với P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 27,5 lần và 23,9 lần. Chúng tôi không kỳ vọng POW sẽ chi trả cổ tức tiền mặt trong giai đoạn 2025-2027 do Công ty cần tập trung trả nợ cho hai dự án điện khí NT3 và NT4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,878	2,503	8,210 ▲	9,071	9,223
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,038	1,112	1,268 ▼	1,458	1,941
EPS ĐC (đồng)	359	475	542 ▼	622	829
DPS (đồng)	300	0	0 ▼	0	0
BVPS (đồng)	13,414	13,668	14,042	14,625	15,397
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.3	16.9	7.32	5.57	4.83
P/E ĐC (lần)	37.2	28.1	24.7	21.4	16.1
Lợi suất cổ tức (%)	2.25	0	0	0	0
P/B (lần)	1.00	0.98	0.95	0.91	0.87
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	32.2	14.1	14.9	33.2
ROAE (%)	3.35	3.51	3.91	4.34	5.52

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Dự án sắp hoàn tất, triển vọng vẫn tích cực

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với POW và tăng 10% giá mục tiêu lên 14.900đ do việc giảm giá định WACC và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 đã bù đắp cho việc điều chỉnh giảm lợi nhuận (do sản lượng hợp đồng Qc thấp hơn và tiến độ chậm tại NT3 và NT4). Chúng tôi giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 do sản lượng hạn chế từ hai nhà máy LNG trong giai đoạn vận hành thử và chi phí lãi vay tăng. Tuy nhiên, dự báo lần đầu cho năm 2026 cho thấy lợi nhuận phục hồi nhờ cả hai nhà máy đi vào vận hành toàn bộ công suất. Dự báo mới của chúng tôi, bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 29% trong giai đoạn 3 năm. Sau khi giá cổ phiếu tăng 8% trong 3 tháng qua, POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,3 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Bức tranh tổng thể: Hòa mình vào xu hướng điện xanh

PV Power đang đóng vai trò then chốt trong quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam thông qua việc đa dạng hóa cơ cấu phát điện, không chỉ giới hạn các nhà máy khí đốt trong nước truyền thống. Công ty đang tích cực phát triển các nhà máy điện khí LNG và đầu tư vào năng lượng tái tạo, bao gồm thủy điện và điện mặt trời, nhằm phù hợp với mục tiêu phát triển ít phát thải carbon và tăng cường an ninh năng lượng dài hạn của quốc gia. Một bước tiến đáng chú ý là biên bản ghi nhớ được ký vào tháng 3/2025 giữa POW và GE Vernova, trong khuôn khổ chuyển thăm cấp cao của đoàn đại biểu Việt Nam đến Mỹ. Thỏa thuận này đảm bảo công nghệ tua-bin tiên tiến và dịch vụ kỹ thuật, góp phần đảm bảo nguồn cung thiết bị tin cậy cho các dự án điện khí sắp tới của POW, đồng thời tái khẳng định cam kết xây dựng cơ sở hạ tầng hiện đại, thân thiện hơn với môi trường.

Bên cạnh mảng phát điện, PV Power đang mở rộng sang các ứng dụng năng lượng sạch. Tại thời điểm cuối năm 2024, Công ty đã khai trương trạm sạc xe điện thử nghiệm đầu tiên tại Hà Nội, đánh dấu bước khởi đầu trong kế hoạch chiến lược xây dựng mạng lưới 1.000 trạm sạc trên toàn quốc vào năm 2035. Sáng kiến này được thực hiện hợp tác cùng V-Green – công ty con của Vingroup (VIC; Năm giữ, giá mục tiêu 55.400đ) – thể hiện tầm nhìn rộng hơn của PV Power trong việc đồng hành cùng quá trình chuyển đổi sang giao thông sạch và giải pháp năng lượng bền vững tích hợp tại Việt Nam.

Tiên phong trong lĩnh vực điện khí LNG với dự án NT3 và NT4

NT3 và NT4 đánh dấu các cột mốc quan trọng trong quá trình phát triển năng lượng của Việt Nam, là hai nhà máy điện khí LNG đầu tiên của cả nước với tổng vốn đầu tư xấp xỉ 1,4 tỷ USD. NT3 đã hòa lưới điện quốc gia vào tháng 2/2025 và bắt đầu vận hành thử với công suất 50 MW, dự kiến đi vào vận hành thương mại từ tháng 7/2025. NT4 bước vào giai đoạn thử nghiệm vào tháng 4/2025 và đạt mục tiêu vận hành thương mại vào tháng 10/2025. Cả hai nhà máy dự kiến sẽ đóng góp khoảng 9 tỷ kWh điện mỗi năm (tương đương tổng công suất 1,6 GW), chiếm gần 40% tổng công suất nhiệt điện truyền thống mới được bổ sung của Việt Nam trong năm 2025.

Để đảm bảo an ninh nhiên liệu và hiệu quả đầu tư cho dự án, POW đã ký hợp đồng cung cấp LNG kéo dài 25 năm với PVGas (GAS; Mua vào, giá mục tiêu 74.000đ) và huy động được 521,5 triệu USD vốn vay nước ngoài, được bảo lãnh bởi K-SURE (Tập đoàn Bảo hiểm Thương mại Hàn Quốc – cơ quan tín dụng xuất khẩu chính thức của Hàn Quốc) và SERV (Bảo hiểm rủi ro xuất khẩu Thụy Sĩ). Các hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN cũng đã được hoàn tất. Tính đến cuối năm 2024, tiến độ thiết kế, cung ứng vật tư và xây lắp (EPC) của NT3 và NT4 đã vượt 95%, trong đó cơ sở hạ tầng truyền tải điện quan trọng như đường dây NT3 – Long Thành dài 26,5 km đã hoàn thành. Tuy nhiên, việc chậm tiến độ thi công đường dây NT3 – Cát Lái (dự kiến hoàn tất trong Q3/2025) có thể khiến thời điểm vận hành thương mại của NT3 có thể bị lùi lại đến ba tháng.

Các dự án này có ý nghĩa chiến lược trong bối cảnh nhu cầu điện năm 2025 dự báo tăng 12,2% lên 347 tỷ kWh, trong đó mức tăng mạnh tập trung tại khu vực miền Nam (12,5%), miền Bắc (12,2%) và miền Trung (10,5%). Theo Công ty Vận hành Hệ thống điện và Thị trường điện Quốc gia (NSMO), LNG và dầu FO sẽ đóng vai trò thiết yếu trong việc đáp ứng nhu cầu cao điểm từ tháng 3 đến tháng 9. Lịch chạy thử của NT3

được lên kế hoạch từ tháng 1 đến tháng 6, còn NT4 từ tháng 3 đến tháng 9 nhằm đồng bộ với giai đoạn cao điểm tiêu thụ điện.

Theo Nghị định 56/2025/NĐ-CP, các nhà máy điện khí LNG sẽ được đảm bảo sản lượng hợp đồng tối thiểu (Qc) tương đương 65% sản lượng bình quân năm trong thời gian tối đa 10 năm, tương ứng với giai đoạn trả nợ vay, qua đó giúp tăng tính chắc chắn về tài chính cho dự án. Bên cạnh đó, giá trần cho điện khí LNG trong năm 2025 đã được ấn định ở mức 3.327,42đ/kWh, hỗ trợ khả năng sinh lời của dự án. POW kỳ vọng NT3 và NT4 sẽ đạt điểm hòa vốn sau hai năm đi vào vận hành thương mại.

POW tiếp tục đà tăng trưởng nhờ danh mục tài sản đa dạng

Chiến lược của POW tập trung vào việc củng cố vai trò của Công ty trong quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam thông qua việc mở rộng sang điện khí LNG, mua lại các tài sản thủy điện nhỏ thông qua M&A, đồng thời từng bước chuyển đổi các nhà máy điện khí truyền thống sử dụng khí nội địa sang sử dụng LNG nhằm ứng phó với xu hướng suy giảm nguồn cung khí trong nước.

Bên cạnh tiến độ của hai nhà máy điện NT3 và NT4 như đã đề cập, POW đã hoàn tất việc mua lại nhà máy thủy điện Nậm Nơn với giá trị chuyển nhượng trước thuế là 640 tỷ đồng. Nhà máy có công suất 20 MW, tọa lạc tại tỉnh Nghệ An, đã đi vào vận hành từ năm 2014 và sản xuất gần 90 triệu kWh điện mỗi năm, đánh dấu bước đi chiến lược nhằm mở rộng dấu ấn năng lượng tái tạo của POW. Nhờ danh mục tài sản được phân bổ chiến lược, POW đã sản xuất 16,075 tỷ kWh điện trong năm, chiếm khoảng 5,2% tổng sản lượng điện quốc gia.

Bảng 16: Các nhà máy điện, POW

Dự kiến Nhà máy điện Nhon Trạch 3 và 4 sẽ đi vào hoạt động trong quý 3-quý 4 năm 2025

Dự án	Vị trí	Công suất (MW)	Ngày đi vào HD
Nhà máy điện khí		4,324	
1 Nhon Trạch 3 và 4 (NT3 và NT4)	Đồng Nai	1,624	Đang triển khai
2 Cà Mau 1 & 2	Cà Mau	1,500	2008
3 Nhon Trạch 2 (NT2)	Đồng Nai	750	2011
4 Nhon Trạch 1 (NT1)	Đồng Nai	450	2009
Nhà máy điện than		1,200	
1 Vũng Áng 1	Ha Tinh	1,200	2015
Thủy điện		325	
1 Hua Na	Nghe An	180	2013
2 Dakdrinh	Quang Ngai	125	2014
3 Nam Non	Nghe An	20	2024
Tổng công suất thiết kế của POW		5,849	
Tổng công suất đang hoạt động của POW		4,225	

Nguồn: POW, HSC ước tính

Bảng 17: Sản lượng điện, POW

Tỷ trọng của điện khí đốt và điện than đốt

Nhà máy	2022	2023	2024	1Q25	svck
Nhà máy điện khí					
1 Cà Mau 1 & 2	3,800	5,277	5,996	1465	0%
2 Nhon Trạch 2 (NT2)	4,065	2,896	2,743	593	290%
3 Nhon Trạch 1 (NT1)	1,403	713	284	117	3,800%
Nhà máy nhiệt điện than					
Vũng Áng 1	3,318	4,336	5,846	1,759	3%
Thủy điện					
1 Hua Na	829	588	635	117	56%
2 Dakdrinh	776	627	566	193	43%
3 Nam Non	N/m	N/m	N/m	11	N/m
Điện mặt trời	6	5	4	1	0%
Tổng cộng	14,191	14,437	16,075	4,258	20%

Nguồn: POW, HSC ước tính

Nhằm hỗ trợ danh mục dự án điện ngày càng mở rộng, POW đã xây dựng lộ trình cụ thể để đảm bảo nguồn nhiên liệu ổn định và đa dạng. Than chủ yếu được cung ứng từ Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV) và nhập khẩu từ Lào – nơi có nguồn than phù hợp hơn với thiết kế nhà máy của POW, mang lại tiềm năng nâng cao hiệu suất, đặc biệt trong bối cảnh trữ lượng than trong nước có xu hướng giảm.

Về nguồn cung khí, POW vẫn duy trì cung cấp cho Nhơn Trạch 1 và 2 thông qua các hợp đồng hiện hữu với PVGas, dù nguồn khí từ các mỏ như Nam Côn Sơn đang suy giảm. Đồng thời, POW đang tìm kiếm nguồn khí mới từ mỏ Sư Tử Trắng cùng với Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), và lên kế hoạch chuyển dần sang sử dụng LNG nhập khẩu, phối hợp cùng EVN và Công ty Mua bán điện (EPTC). Đối với LNG, mặc dù việc giảm thuế nhập khẩu LNG từ Mỹ không ảnh hưởng trực tiếp đến tỷ suất lợi nhuận của POW do cơ chế chuyển giá đầu vào nhưng chi phí khí đầu vào giảm có thể giúp nâng cao tính cạnh tranh về giá của điện khí LNG – vốn có chi phí cao hơn so với các nguồn điện truyền thống trước đây.

KQKD Q1/2025: Sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ cho điện khí cải thiện

Trong Q1/2025, POW ghi nhận kết quả tích cực với doanh thu tăng 31% so với cùng kỳ đạt 8.150 tỷ đồng, đạt 19% dự báo trước đây của HSC cho cả năm và hoàn thành 61% kế hoạch HĐKD cả năm của Công ty (Bảng 18). Lợi nhuận gộp tăng hơn gấp đôi lên 816 tỷ đồng (tăng 117% so với cùng kỳ), giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện 4 điểm phần trăm lên 10%, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng mạnh 20% so với cùng kỳ và giá bán bình quân tăng 7% so với cùng kỳ. Chi phí bán hàng & quản lý tăng mạnh 190% so với cùng kỳ do trích lập dự phòng 136 tỷ đồng và chi phí lao động tăng, tuy nhiên vẫn được bù đắp bởi tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên như lỗ tỷ giá do VND suy yếu trong Q1, lợi nhuận HĐKD cốt lõi của POW tăng 80% so với cùng kỳ đạt 489 tỷ đồng.

Bảng 18: KQKD Q1/2025, POW

Lợi nhuận cải thiện nhờ sản lượng tiêu thụ tăng trưởng mạnh

Tỷ đồng	Q1/24	Q1/25	So với quý trước	So với cùng kỳ	% kế hoạch 2025
Doanh thu	6,243.1	8,150.3	-4%	31%	61%
Giá vốn hàng bán	-5,866.4	-7,334.3	-8%	25%	
Lợi nhuận gộp	376.7	816.0	51%	117%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6%	10%	+4%ppts	+4%ppts	
Chi phí BH&QL	-116.3	-337.7	-14%	190%	
Thu nhập tài chính	101.2	208.1	N/m	106%	
Chi phí tài chính thuần	-154.5	-175.5	-43%	14%	
Công ty liên kết	0.00	0.53	N/m	N/m	
Thu nhập thuần khác	70.9	-1.0	-100%	n/m	
LNTT	278.1	510.5	104%	84%	
LNST	216.3	472.2	101%	118%	56%
Lợi nhuận thuần	277.6	445.1	139%	60%	
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-54.3	-44.3			
Lợi nhuận 'cốt lõi'	331.9	489.4	7%	47%	

Nguồn: POW, HSC ước tính

Bảng 19: KQKD Q1/2025, POW

Lợi nhuận cải thiện nhờ sản lượng tiêu thụ tăng

Tỷ đồng	Q1/2024	Q1/2025	So với cùng kỳ	So với quý trước	% dự báo của HSC	% Kế hoạch công ty 2025
Doanh thu	6,243.1	8,150.3	31%	-4%	19%	61%
Giá vốn hàng bán	-5,866.4	-7,334.3	25%	-8%		
Lợi nhuận gộp	376.7	816.0	117%	51%		
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>6%</i>	<i>10%</i>	<i>+4 %ppts</i>	<i>+4 %ppts</i>		
Chi phí BH&QL	-116.3	-337.7	190%	-14%		
Thu nhập tài chính	101.2	208.1	106%	N/m		
Chi phí tài chính thuần	-154.5	-175.5	14%	-43%		
Công ty liên kết	0.00	0.53	N/m	N/m		
Thu nhập thuần khác	70.9	-1.0	N/m	-100%		
LNTT	278.1	510.5	84%	104%		
LNST	216.3	472.2	118%	101%		56%
Lợi nhuận thuần	277.6	445.1	60%	139%	24%	
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-54.3	-153.0	N/m	N/m		
Lợi nhuận 'cốt lõi'	331.9	598.1	80%	31%		

Nguồn: POW, HSC ước tính

Bảng 20: Sản lượng điện theo các loại hình điện, POW

Sản lượng điện khí đốt chiếm 51% tổng sản lượng, tăng 34% so với cùng kỳ

Tổng sản lượng	T1/25	T2/25	T3/25	Q1/25	So với cùng kỳ
Nhiệt điện khí đốt	578	655	942	2,175	34%
Nhiệt điện than	447	541	772	1,760	3%
Thủy điện	114	94	102	321	53%
Tổng cộng	1,139	1,290	1,816	4,256	20%

Nguồn: POW, HSC ước tính

Bảng 21: Phân bổ sản lượng mua bán điện theo hợp đồng PPA (Qc) theo các loại hình điện, POW

Sản lượng điện khí được phân bổ tăng 75%

(triệu kWh)	T1/25	T2/25	T3/25	Q1/25	So với cùng kỳ
Nhiệt điện khí đốt	525	607	920	2,052	75%
Nhiệt điện than	453	468	547	1,468	40%
Thủy điện	69	60	53	182	10%
Tổng cộng	1,047	1,135	1,520	3,702	55%

Nguồn: POW, HSC ước tính

Trong Q1/2025, tổng sản lượng điện của POW đạt 4,26 tỷ kWh, tăng 20% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ các nhà máy điện khí với sản lượng đạt 2,18 tỷ kWh (chiếm 51% tổng sản lượng và tăng 34% so với cùng kỳ). Mức tăng này phản ánh sát sự gia tăng mạnh mẽ của sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ cho điện khí, đạt 2,05 tỷ kWh trong Q1/2025, tăng 75% so với cùng kỳ. Việc được phân bổ Qc cao hơn không chỉ thúc đẩy tăng trưởng sản lượng mà còn giúp cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp, do POW có thể tối ưu hóa công suất hoạt động của nhà máy và đảm bảo nguồn doanh thu ổn định, theo giá hợp đồng thay vì phụ thuộc vào thị trường phát điện cạnh tranh có mức giá biến động.

Dự báo mới: Phản ánh tiến độ NT3 và NT4

HSC điều chỉnh lại dự báo để phản ánh việc lùi thời điểm vận hành thương mại của NT3 và NT4. Theo đó, chúng tôi giảm 36% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và đưa ra các dự báo mới cho giai đoạn 2026–2027, dựa trên các giả định chính như sau:

Bảng 22: Dự báo cũ và dự báo mới, POW

Tỷ đồng	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh
	2024A	2025F	2025F	2026F	2027F	2025F
Doanh thu thuần	30,306	42,375	43,286	55,902	57,427	2%
Lợi nhuận gộp	1,998	4,043	3,956	4,773	4,946	-2%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	6.6%	9.5%	9.1%	8.5%	8.6%	-0.4 ppts
Thu nhập/ (chi phí) lãi thuần	(279)	(273)	(1,501)	(1,832)	(1,353)	450%
Lợi nhuận thuần	1,112	1,991	1,268	1,458	1,941	-36%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	(146)	-	(153)	-	-	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	1,258	1,991	1,421	1,458	1,941	-29%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	16,077	22,856	20,526	25,326	26,326	-10%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	124	177	193	188	188	9%
Giá bán bình quân (đồng/kWh)	1,885	1,854	2,109	2,207	2,181	14%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 23: điều chỉnh sản lượng tiêu thụ, POW

Triệu kWh	Dự báo cũ		Dự báo mới			Điều chỉnh
	2024A	2025	2025F	2026F	2027F	2025F
Điện khí	9,023	15,500	13,500	18,500	19,500	-13%
Điện than	5,846	6,500	6,000	5,800	5,800	-8%
Thủy điện	1,201	850	1,020	1,020	1,020	20%
Điện mặt trời	4	6	6	6	6	0%
Tổng	16,074	22,856	20,526	25,326	26,326	-10%

Nguồn: HSC ước tính

- Tiến độ dự án mới: Trước đây, HSC giả định NT3 và NT4 sẽ đi vào vận hành trong Q1 và Q4/2025. Tuy nhiên, tiến độ của hai dự án này bị trì hoãn do các vướng mắc liên quan đến thủ tục pháp lý và hạ tầng, đặc biệt là việc chậm hoàn tất cơ chế xác định giá LNG và các điều khoản trong Hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN. Chúng tôi hiện giả định cả hai nhà máy sẽ đi vào vận hành trong khoảng Q3–Q4/2025. Điều này kéo giá định sản lượng từ NT3 và NT4 trong năm 2025 xuống còn 2,5 tỷ kWh, phù hợp với ước tính từ phía công ty. Tổng thể, chúng tôi điều chỉnh giảm 10% dự báo sản lượng tiêu thụ điện của POW trong năm 2025.
- Tăng giả định giá bán bình quân: HSC tăng 11% giả định giá bán bình quân để phản ánh (1) giá khi đầu vào tăng (khí trong nước tăng 5%, LNG tăng 3% so với giả định trước đó) và (2) giá bán đầu ra cao hơn cho sản lượng điện từ NT3 và NT4 lên khoảng 3.000 đồng/kWh (tăng 60% so với giả định trước đó), sau khi giá trần cho điện khí LNG được công bố gần đây ở mức 3.327,42 đồng/kWh.
- Hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp: Do sản lượng phát điện từ NT3 và NT4 thấp trong năm nay, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ chịu tác động tiêu cực bởi chi phí cố định cao của hai nhà máy điện khí LNG này.
- Tăng giả định phí lãi vay: Từ năm 2025, POW sẽ bắt đầu ghi nhận chi phí lãi vay cho các khoản vay đầu tư vào NT3 và NT4, khiến tổng dư nợ tăng lên 21.151 tỷ đồng, trong đó ước tính khoảng 12.000 tỷ đồng là vốn vay tài trợ cho hai dự án này.
- Tăng giả định sản lượng hợp đồng (Qc) trong các năm tới: Theo Nghị định 56 mới ban hành (tháng 3/2025), các dự án điện khí LNG sẽ được đảm bảo sản lượng điện hợp đồng (Qc) tối thiểu bằng 65% sản lượng điện bình quân hằng năm của nhà máy trong thời gian trả nợ, với thời hạn tối đa 10 năm kể từ ngày vận hành thương mại (COD). Dựa trên quy định này, HSC điều chỉnh tăng giả định Qc cho NT3 và NT4 lên 5–6 tỷ kWh/năm (so với 3–4 tỷ kWh/năm trong ước tính trước đó).

Về dự báo mới cho năm 2026–2027, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của POW sẽ cải thiện khi NT3 và NT4 đóng góp đầy đủ một năm vận hành thương mại. Doanh thu dự báo tăng trưởng 27% trong năm 2026 đạt 53,7 nghìn tỷ đồng, sau đó tăng trưởng 3% trong năm 2027 đạt 55,1 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi sản lượng điện khí tăng. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng nhẹ lên 930 tỷ đồng trong năm 2026 (đi ngang so với năm trước) trước khi tăng trưởng mạnh 44% đạt 1,34 nghìn tỷ đồng trong năm 2027. Tổng sản lượng điện dự báo tăng trưởng lần lượt 23% trong

năm 2026 và 4% trong năm 2027, được dẫn dắt bởi mảng điện khí với sản lượng dự kiến tăng trưởng 37% trong năm 2026 đạt 18,5 tỷ kWh và tiếp tục tăng lên 19,5 tỷ kWh trong năm 2027.

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng tăng 10% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

Bất chấp những trì hoãn trong ngắn hạn, HSC đánh giá POW đang ở vị thế thuận lợi để phục hồi mạnh mẽ khi hai nhà máy điện LNG là NT3 và NT4 đi vào vận hành toàn phần trong giai đoạn năm 2026-2027. Mặc dù các vướng mắc về pháp lý và hạ tầng đã đẩy lùi thời điểm vận hành thương mại sang cuối năm 2025, khiến chúng tôi điều chỉnh giảm 36% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhưng chúng tôi vẫn kỳ vọng vào sự phục hồi đáng kể nhờ công suất tăng mạnh và vai trò ngày càng lớn của LNG trong cơ cấu năng lượng Việt Nam. Lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng kép hàng năm đạt 29% trong giai đoạn 3 năm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng 10% giá mục tiêu để phản ánh triển vọng lợi nhuận trung hạn được cải thiện. Với năng lực phát điện được củng cố và định hướng chiến lược phù hợp với lộ trình chuyển dịch năng lượng quốc gia, POW xứng đáng được định giá lại ở mặt bằng cao hơn khi tiến độ thực hiện được cải thiện.

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá POW trong bối cảnh Công ty đang đẩy mạnh mở rộng danh mục dự án.

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định so với trước đây như sau:

- Giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro ở mức 4% nhưng nâng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ mức 8,5%) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ mới và giảm hệ số beta xuống 0,9 từ mức 1,2 (theo beta điều chỉnh trong 2 năm gần nhất của Bloomberg). Theo đó, giả định WACC giảm xuống 9,3% (từ 10,6% trước đó).
- Tăng dự báo vốn đầu tư trong năm cuối mô hình (2029) để tiệm cận hơn với tổng chi phí khấu hao, do kỳ vọng POW sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì; đồng thời, giảm giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn xuống 1% (từ 2%).
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 24: Định giá DCF, POW

Giá mục tiêu mới là 14.900đ

Tỷ đồng	Giá trị (Giữa năm 2026)
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	20,594
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	43,244
Tổng giá trị hiện tại	63,838
Cộng: tiền	6,823
Trừ: tổng nợ	(35,684)
Giá trị vốn CSH	34,978
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	2,342
Giá trị hợp lý/cp (đồng)	14,900

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 25: Tính toán WACC, POW

WACC giảm xuống 9,3%, từ mức 10,6% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.8%
Lãi suất bình quân	7.5%
Thuế TNDN	9.5%
Chi phí nợ	6.8%
WACC	9.3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 26: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, POW

Giá định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.75%	17,800	17,000	16,200	15,400	14,700
	8.25%	17,100	16,300	15,500	14,800	14,100
	8.75%	16,400	15,600	14,900	14,200	13,600
	9.25%	15,700	15,000	14,300	13,600	13,000
	9.75%	15,000	14,400	13,700	13,100	12,500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Diễn biến giá cổ phiếu, POW và VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
POW	11.7%	8.1%	15.6%
VN30 Index	8.2%	4.1%	8.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu POW đã diễn biến tích cực hơn so với thị trường trong những tháng gần đây, nhiều khả năng nhờ tâm lý lạc quan xoay quanh cải cách ngành điện và tiến độ triển khai các dự án trọng điểm. Trong 3 tháng qua, giá cổ phiếu POW đã tăng 8% và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN30.

POW đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 26,5 lần. Tuy nhiên, như thể hiện trong Bảng 29, xét theo P/E dự phóng năm 2025, POW đang giao dịch với mức định giá cao hơn 80% so với bình quân các cổ phiếu ngành điện trong danh sách khuyến nghị của HSC. Mức định giá cao này phần nào được lý giải bởi thanh khoản thị trường tốt hơn và sự quan tâm của nhà đầu tư đối với vai trò chiến lược của POW trong quá trình chuyển dịch năng lượng sang LNG tại Việt Nam.

Biểu đồ 28: P/E trượt dự phóng 1 năm, POW (2023 based)

POW hiện giao dịch tại P/E trượt dự phóng 1 năm là 23,4 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 29: Độ lệch chuẩn so với bình quân, POW

... thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 26,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: So sánh với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, POW

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2025
REE	1,280.2	8.9	9.1	12.6	13.5	1.6	13%
PGV	828.3	5.8	5.0	22.5	8.9	1.4	8%
PC1	303.6	6.3	5.4	11.1	10.4	1.3	13%
GEG	218.0	5.9	6.3	8.9	13.1	1.1	14%
Bình quân ngành	657.5	6.7	6.4	13.7	11.5	1.4	12%
POW	1,226.2	7.3	5.6	24.8	21.9	1.0	4%
Chênh lệch so với bình quân	86%	9%	-12%	80%	90%	-28%	-8ppts

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư
Rủi ro giảm giá:

- Nhu cầu điện giảm do hoạt động xuất khẩu ảm đạm
- Sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ thấp hơn cho các nhà máy điện của POW trong các đợt đàm phán sắp tới với EVN
- Lỗi tỷ giá lớn do biến động tiền tệ

Tiềm năng tăng giá:

- POW kỳ vọng sẽ nhận được khoản thanh toán truy thu khoảng 381,7 tỷ đồng từ EVN cho các khoản phải thu liên quan đến vận hành và bảo dưỡng (O&M) tại các dự án Cà Mau 1 & 2. Khoản thu nhập này hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	28,329	30,306	43,286	55,902	57,427
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	3,956	4,773	4,946
Chi phí BH&QL	(1,268)	(878)	(866)	(1,118)	(1,149)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,436	1,120	3,091	3,655	3,798
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,501)	(1,832)	(1,353)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	40.1	42.2	50.3	51.0	51.8
Lợi nhuận khác	152	500	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNNT	1,442	1,383	1,640	1,874	2,496
Chi phí thuế TNDN	(159)	(172)	(148)	(159)	(212)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(245)	(99.8)	(224)	(257)	(343)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,038	1,112	1,268	1,458	1,941
Lợi nhuận thuần ĐC	841	209	1,268	1,458	1,941
EBITDA ĐC	2,878	2,503	8,210	9,071	9,223
EPS (đồng)	443	475	542	622	829
EPS ĐC (đồng)	359	475	542	622	829
DPS (đồng)	300	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	8,440	11,564	6,823	15,132	16,029
Đầu tư ngắn hạn	2,391	4,112	4,112	4,112	4,112
Phải thu khách hàng	14,560	11,873	17,717	22,453	22,840
Hàng tồn kho	2,167	1,795	2,360	3,068	3,149
Các tài sản ngắn hạn khác	1,484	636	743	966	991
Tổng tài sản ngắn hạn	29,042	29,981	31,755	45,730	47,121
TSCĐ hữu hình	35,394	44,029	56,637	51,390	46,135
TSCĐ vô hình	39.3	51.4	44.6	37.1	28.9
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	375	678	360	342	325
Đầu tư vào Cty LD,LK	585	88.1	645	677	711
Tài sản dài hạn khác	4,927	5,088	4,000	4,000	4,000
Tổng tài sản dài hạn	41,320	49,934	61,687	56,447	51,201
Tổng cộng tài sản	70,362	79,915	93,442	102,177	98,322
Nợ ngắn hạn	5,507	13,508	14,532	18,209	18,131
Phả trả người bán	15.9	15.7	19.4	28.5	28.1
Nợ ngắn hạn khác	21,090	19,768	19,987	29,002	28,575
Tổng nợ ngắn hạn	26,785	33,457	34,728	47,477	47,028
Nợ dài hạn	7,172	9,151	21,151	16,151	11,151
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	121	119	120	126	132
Tổng nợ dài hạn	7,294	9,270	21,271	16,277	11,284
Tổng nợ phải trả	36,243	45,234	57,754	64,983	59,171
Vốn chủ sở hữu	31,415	32,009	32,884	34,249	36,059
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,705	2,671	2,805	2,945	3,093
Tổng vốn chủ sở hữu	34,119	34,681	35,689	37,194	39,151
Tổng nợ phải trả và VCSH	70,362	79,915	93,442	102,177	98,322
BVPS (đ)	13,414	13,668	14,042	14,625	15,397
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,239	11,095	28,860	19,229	13,254

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,436	1,120	3,091	3,655	3,798
Khấu hao	(1,442)	(1,383)	(5,119)	(5,416)	(5,425)
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,501)	(1,832)	(1,353)
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(172)	(148)	(159)	(212)
Thay đổi vốn lưu động	(1,249)	941	(1,674)	3,653	(862)
Khác	2,068	1,351	(321)	(4,760)	(3,202)
LCT thuần từ HKKD	3,352	4,344	4,566	5,973	3,594
Đầu tư TS dài hạn	(6,312)	(9,793)	(17,721)	(162)	(162)
Góp vốn & đầu tư	(3,071)	(6,452)	0	0	0
Thanh lý	2,455	4,730	0	0	0
Khác	443	542	611	630	651
LCT thuần từ HĐĐT	(6,485)	(10,973)	(17,110)	468	489
Cổ tức trả cho CSH	(365)	(132)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	81.9	21.0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	3,604	9,866	7,803	1,867	(3,185)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	3,321	9,754	7,803	1,867	(3,185)
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	8,252	8,440	11,564	6,823	15,132
LCT thuần trong kỳ	188	3,125	(4,741)	8,308	897
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.06	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	8,440	11,564	6,823	15,132	16,029
Dòng tiền tự do	(2,960)	(5,449)	(13,155)	5,811	3,431

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.55	6.59	9.14	8.54	8.61
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.2	8.26	19.0	16.2	16.1
Tỷ suất LNT (%)	3.67	3.67	2.93	2.61	3.38
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.0	12.4	9.00	8.50	8.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.37	6.98	42.8	29.1	2.73
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(49.2)	(13.0)	228	10.5	1.67
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.2)	(75.1)	506	14.9	33.2
Tăng trưởng EPS (%)	(49.6)	7.05	14.1	14.9	33.2
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	32.2	14.1	14.9	33.2
Tăng trưởng DPS (%)	nm	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	67.7	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	3.35	3.51	3.91	4.34	5.52
ROACE (%)	3.50	2.49	5.88	6.45	7.17
Vòng quay tài sản (lần)	0.45	0.40	0.50	0.57	0.57
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.33	3.88	1.48	1.63	0.95
Số ngày tồn kho	30.9	23.1	21.9	21.9	21.9
Số ngày phải thu	207	153	164	160	159
Số ngày phải trả	0.23	0.20	0.18	0.20	0.20
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	13.5	34.9	87.9	56.4	37.0
Nợ/tài sản (%)	18.0	28.5	38.2	33.7	29.9
EBIT/lãi vay (lần)	7.72	4.01	2.06	2.00	2.81
Nợ/EBITDA (lần)	4.41	9.09	4.35	3.80	3.19
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.08	0.90	0.91	0.96	1.00
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.25	1.40	1.39	0.90	0.78
EV/EBITDA ĐC (lần)	12.3	16.9	7.32	5.57	4.83
P/E (lần)	30.1	28.1	24.7	21.4	16.1
P/E ĐC (lần)	37.2	28.1	24.7	21.4	16.1
P/B (lần)	1.00	0.98	0.95	0.91	0.87
Lợi suất cổ tức (%)	2.25	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Mua vào (giữ nguyên)

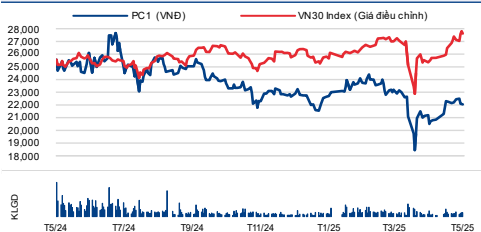
Giá mục tiêu: VNĐ30,000 (từ VNĐ28,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 35.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	22,150
Mã Bloomberg	PC1 VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	18,450-27,653
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,160
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	7,922
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	306
Slg CP lưu hành (tr.đv)	358
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	179
Slg CP NN được mua (tr.đv)	120
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	16.6%
Tỷ lệ freefloat	71.2%
Cổ đông lớn	Trịnh Văn Tuấn (21.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	7.00	(6.74)	(13.4)
So với chỉ số	(1.07)	(10.4)	(19.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,965	1,812	8.4
2026F	2,117	2,497	(15.2)
2027F	2,135	3,065	(30.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Từ một công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây dựng điện, PC1 đang dần mở rộng sang đầu tư vào các dự án phát điện tái tạo. Ngoài ra, PC1 cũng có một số dự án phát triển bất động sản.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Động lực tăng trưởng tích cực từ các mảng kinh doanh cốt lõi

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PC1 và tăng 7% giá mục tiêu lên 30.000đ (tiềm năng tăng giá 36%) nhờ tác động của việc tăng dự báo đã bù đắp cho việc tăng giá định WACC.
- Chúng tôi tăng 20% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 nhờ mảng EPC ghi nhận doanh thu mạnh và tiến độ bàn giao BĐS khả quan, bất chấp tỷ suất lợi nhuận bị thu hẹp do chi phí EPC tăng cao.
- Tại giá mục tiêu theo phương pháp DCF, P/E dự phóng năm 2024-2025 lần lượt là 13,7 lần và 12,8 lần. PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: Giá trị hợp đồng EPC chưa triển khai lớn và mảng BĐS ghi nhận doanh thu mạnh mẽ

Cho năm 2025, PC1 đang có vị thế chiến lược để hưởng lợi từ làn sóng đầu tư vào ngành điện tại Việt Nam, với giá trị hợp đồng EPC chưa triển khai vững chắc và nhiều dự án lưới điện trọng điểm sẽ được bàn giao. Bên cạnh đó, lợi nhuận từ mảng BĐS cũng được kỳ vọng sẽ tăng trưởng, với tốc độ bán hàng mạnh mẽ từ dự án Golden Tower – Gia Lâm, đóng góp đáng kể vào tăng trưởng lợi nhuận chung của Công ty.

Tác động: Tăng 20% dự báo lợi nhuận năm 2025

HSC điều chỉnh tăng 20% dự báo lợi nhuận năm 2025 cho PC1, phản ánh doanh thu mảng EPC cao hơn nhờ giá trị hợp đồng đạt 6.892 tỷ đồng, cùng với tiến độ ghi nhận doanh thu từ mảng BĐS khả quan, đặc biệt là 70% doanh thu từ dự án Golden Tower – Gia Lâm sẽ được ghi nhận trong năm. Trong khi đó, doanh thu từ mảng khai khoáng dự báo sẽ giảm do sản lượng và giá quặng niken giảm, tuy nhiên sự tăng trưởng mạnh từ các mảng kinh doanh cốt lõi đã giúp tổng doanh thu được điều chỉnh tăng 22%.

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo giảm 1,4 điểm phần trăm, chủ yếu do chi phí thi công cao ở các dự án EPC cần đẩy nhanh tiến độ. Trong giai đoạn 2024–2027, HSC dự báo lợi nhuận có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 22% nhờ đà tăng ổn định của mảng xây lắp EPC và BĐS dân dụng. Dự báo của chúng tôi có thể khác so với thị trường do sự khác biệt về thời điểm ghi nhận doanh thu của dự án Golden Tower.

Định giá và khuyến nghị

Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho PC1 là 30.000đ, tăng 7% so với giá mục tiêu cũ (28.000đ) với khuyến nghị Mua vào. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025-2026 của PC1 lần lượt là 13,7 lần và 12,8 lần. PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 22,9 lần.

PC1 là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành điện nhờ vị thế vững chắc trong lĩnh vực năng lượng với vai trò là nhà thầu EPC hàng đầu, cùng dòng tiền ổn định từ danh mục dự án năng lượng tái tạo có tỷ suất lợi nhuận cao. Giá cổ phiếu PC1 đã tăng trong 1 tháng qua, nhiều khả năng nhờ tâm lý thị trường được cải thiện xoay quanh các cải cách ngành điện và đà tăng tốc trong phát triển các dự án đường dây truyền tải và hạ tầng điện.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,811	2,414	2,551 ▲	2,615 ▲	2,644
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	36.3	468	781 ▲	841 ▲	848
EPS ĐC (đồng)	243	1,177	1,965 ▲	2,117 ▲	2,135
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	14,200	15,452	17,578	19,974	22,392
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.16	6.80	6.39	5.40	4.79
P/E ĐC (lần)	91.0	18.8	11.3	10.5	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.56	1.43	1.26	1.11	0.99
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	67.0	7.73	0.86
ROAE (%)	0.71	8.82	13.2	12.5	11.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Động lực tăng trưởng từ các mảng kinh doanh cốt lõi

PC1 đang có vị thế thuận lợi để ghi nhận tăng trưởng lợi nhuận, nhờ vào giá trị hợp đồng EPC chưa triển khai lớn và tiến độ bán hàng BĐS khả quan từ dự án Golden Tower. HSC điều chỉnh tăng lần lượt 20% và 22% dự báo lợi nhuận và doanh thu năm 2025 dù mảng khai khoáng sụt giảm sản lượng và tỷ suất lợi nhuận chịu áp lực do chi phí thi công EPC tăng cao. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 30.000đ (tăng 7% so với giá mục tiêu cũ), tương ứng với P/E dự phóng năm 2025–2026 lần lượt là 13,7 lần và 12,8 lần. Với mức P/E trượt dự phóng hiện tại khoảng 11 lần, PC1 tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng tổng thầu EPC.

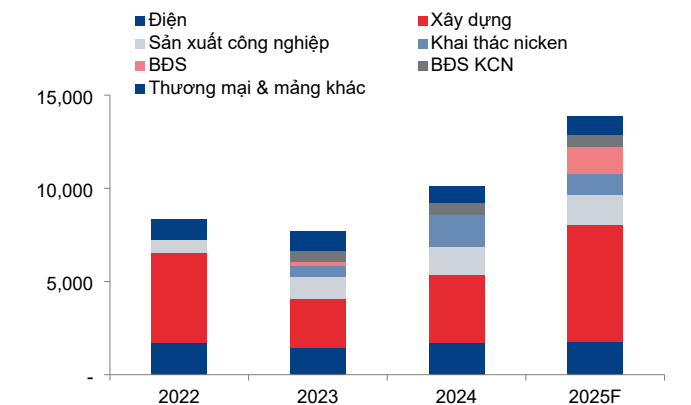
Tận dụng cơ hội từ cải cách ngành điện

PC1 hoạt động trong 5 mảng kinh doanh cốt lõi: xây lắp điện (chiếm 37% doanh thu năm 2024), phát điện (17%), sản xuất công nghiệp (14%), phát triển BĐS (6%) và thương mại (9%). Phần lớn doanh thu (khoảng 80%) đến từ nhu cầu điện ngày càng tăng tại Việt Nam, thông qua các hoạt động như xây dựng hạ tầng điện, bán điện và sản xuất cốt thép truyền tải. Được thành lập vào năm 1963 với tư cách là doanh nghiệp nhà nước, PC1 đã chuyển mình thành nhà thầu EPC tư nhân hàng đầu, có kinh nghiệm vững vàng trong các dự án lưới điện quốc gia và năng lượng tái tạo.

Công ty có định hướng phù hợp với Quy hoạch điện VIII sửa đổi và Luật Điện lực mới, cả hai đều nhấn mạnh mở rộng lưới điện, tích hợp năng lượng tái tạo và tăng cường sự tham gia của khu vực tư nhân. PC1 được kỳ vọng hưởng lợi từ làn sóng tăng đầu tư trong ngành điện, đặc biệt ở các lĩnh vực truyền tải và năng lượng tái tạo, trong khi khung pháp lý mới tạo điều kiện thuận lợi hơn cho tiếp cận thị trường và các điều khoản đầu tư của các nhà sản xuất điện độc lập. Với danh mục hoạt động đa dạng trong cả xây lắp và phát điện, PC1 được định vị là một trong những đơn vị chủ chốt trong quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam.

Biểu đồ 31: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), PC1

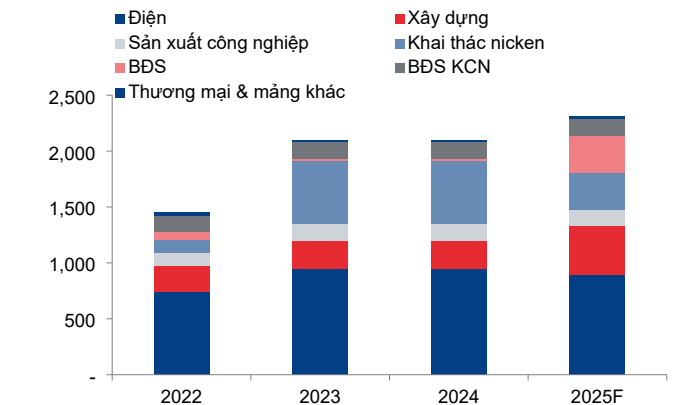
Mảng xây dựng duy trì là động lực thúc đẩy doanh thu



Nguồn: PC1, HSC ước tính

Biểu đồ 32: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (tỷ đồng), PC1

Mảng điện dẫn đầu khả năng tạo lợi nhuận cho PC1



Nguồn: PC1, HSC ước tính

Xây lắp EPC: Bước vào năm 2025 với danh mục hợp đồng vững chắc

Trong năm 2024, PC1 ghi nhận doanh thu đạt 3.687 tỷ đồng, tăng trưởng 41%, nhờ củng cố vị thế hàng đầu với EVN và nâng cao uy tín với các nhà đầu tư thông qua việc triển khai thành công nhiều dự án lớn, đặc biệt là hoàn thành tuyến đường dây truyền tải 500kV mạch 3 Quảng Trạch – Phố Nối nhanh hơn kỳ vọng. Đây là dự án cấp bách mang tầm quốc gia, được khánh thành vào tháng 8/2024, có chiều dài hơn 500 km và đóng vai trò quan trọng trong việc giảm thiểu tình trạng thiếu điện tại miền Bắc thông qua việc truyền tải điện từ miền Trung và miền Nam. PC1 là một trong những nhà thầu EPC chính, góp phần đảm bảo tiến độ bàn giao đúng hạn theo chỉ đạo khẩn cấp của Chính phủ. Để đáp ứng tiến độ gấp rút, Công ty đã huy động nguồn

lực thi công lớn, dẫn đến chi phí thực hiện cao và tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 7%. Trong năm 2024, giá trị hợp đồng ký mới đạt 6.710 tỷ đồng, đưa tổng giá trị hợp đồng chưa thực hiện lên 6.892 tỷ đồng.

Trong năm 2025, PC1 sẽ tiếp tục triển khai một số gói thầu lớn đã ký trong năm 2024, bao gồm dự án Nhà máy điện gió Camarines Sur công suất 58,5 MW tại Philippines (trị giá 1.200 tỷ đồng) và dự án cáp ngầm ra Côn Đảo (trị giá 1.800 tỷ đồng). HSC dự báo doanh thu mảng EPC của PC1 trong năm 2025 đạt 6.266 tỷ đồng (tăng trưởng 70%), sát với kế hoạch của Công ty là 6.500 tỷ đồng.

Mảng phát điện: Dòng tiền ổn định với tiềm năng mở rộng công suất

PC1 đang vận hành danh mục dự án điện đa dạng với tổng công suất lắp đặt đạt 313 MW, bao gồm 169 MW thủy điện nhỏ và 144 MW điện gió với cơ chế giá FIT cố định ở mức 8,5 US cent/kWh. Năm 2024, doanh thu mảng điện đạt 1.706 tỷ đồng, tăng trưởng 17% nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi khi lượng nước về hồ cao hơn 57% so với mức bình quá khứ, trong khi điều kiện gió duy trì ổn định, giúp các nhà máy vận hành hiệu quả với tỷ lệ sẵn sàng cao. HSC dự báo doanh thu mảng phát điện của PC1 năm 2025 đạt 1.783 tỷ đồng (tăng trưởng 3%), được hỗ trợ bởi dự báo thời tiết tích cực (xem chi tiết trong báo cáo nhanh về ngành [Triển vọng năm 2025: Tăng tốc mạnh mẽ](#), ngày 9/4/2025)

Hai dự án thủy điện nhỏ mới, Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW), hiện đang được thi công đúng tiến độ. Nhà máy thủy điện Bảo Lạc A (30 MW) tại tỉnh Cao Bằng có tổng vốn đầu tư 1.166 tỷ đồng, dự kiến sẽ phát khoảng 116,6 triệu kWh mỗi năm và bắt đầu vận hành thương mại vào Q4/2026. Nhà máy thủy điện Thượng Hà (13MW), cũng tại tỉnh Cao Bằng, có tổng vốn đầu tư 524 tỷ đồng và dự kiến sẽ phát khoảng 44,4 triệu kWh mỗi năm, với thời gian vận hành thương mại dự kiến vào Q3/2026. Cả hai dự án đều do CTCP Thủy điện Sông Gâm (công ty con do PC1 sở hữu 60% cổ phần) làm chủ đầu tư và sẽ đóng góp vào chiến lược mở rộng dài hạn của PC1 trong mảng phát điện.

Mảng khai khoáng: Chậm lại trong ngắn hạn nhưng có tiềm năng tăng trưởng dài hạn

Trong năm 2024, công ty đã xuất khẩu hơn 65.000 tấn quặng niken tinh luyện, ghi nhận doanh thu hơn 1.700 tỷ đồng từ hoạt động khai thác khoáng sản (tăng trưởng 174%) bất chấp diễn biến bất lợi của giá niken. Trong năm 2025, công ty đặt mục tiêu xuất khẩu 53.000 tấn quặng niken đã qua xử lý với doanh thu kỳ vọng hơn 1.000 tỷ đồng. Sản lượng dự kiến giảm chủ yếu do hàm lượng quặng thấp hơn khi hoạt động khai thác chuyển sang các khu vực có trữ lượng quặng tự nhiên thấp hơn trong mỏ. Sự biến động về hàm lượng này là hiện tượng phổ biến, do đặc điểm địa chất khác nhau về thành phần quặng, nồng độ khoáng chất và độ sâu tại từng khu vực của mỏ.

Ngoài ra, HSC dự báo giá bán niken bình quân sẽ giảm 15% so với cùng kỳ, phù hợp với triển vọng giá của Bloomberg (Bảng 33). Theo đó, chúng tôi kỳ vọng mảng khai khoáng sẽ ghi nhận doanh thu 1.180 tỷ đồng trong năm 2025, giảm 31%. Trong khi đó, các thủ tục pháp lý cho Giai đoạn 2 của dự án khai thác niken đang được triển khai với kế hoạch vận hành vào năm 2027–2028 và dự kiến sẽ ít nhất làm tăng gấp đôi công suất khai thác hiện tại. PC1 vẫn giữ quan điểm lạc quan về triển vọng dài hạn của niken khi nhu cầu toàn cầu được kỳ vọng sẽ tăng gấp ba lần trong 5–10 năm tới.

Figure 33: Dự báo giá niken, PC1

Giá niken dự báo giảm 15% trước khi tăng lại trong năm 2026-27

	2024	2025	2026	2027
Mức dự báo trung bình (Bloomberg)	18,699	15,822	16,421	17,372
So với cùng kỳ	-24%	-15%	4%	6%

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mảng BĐS: Dự án Golden Tower dự kiến ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2025–2026

Trong mảng BĐS nhà ở, PC1 đã chủ động vượt qua các khó khăn pháp lý và thủ tục đầu tư kéo dài bằng cách tập trung hoàn thiện hồ sơ pháp lý về quyền sử dụng đất,

chuẩn bị tài liệu cần thiết để phục vụ các thủ tục xin cấp phép trong tương lai, đồng thời tích cực tìm kiếm cơ hội phát triển dự án mới.

Dự án trọng điểm của công ty – Golden Tower tại Gia Lâm (quy mô 1,5 ha, 182 căn hộ) – đang trên lộ trình bàn giao vào Q4/2025, với tổng mức đầu tư 1,5 nghìn tỷ đồng và doanh thu kỳ vọng đạt 2 nghìn tỷ đồng. Trong năm 2025, HSC dự báo dự án sẽ ghi nhận khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng doanh thu (tương đương 70% tổng doanh thu dự kiến), mang lại hơn 200 tỷ đồng lợi nhuận, phần còn lại khoảng 700 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong năm 2026. Bên cạnh đó, PC1 còn sở hữu bốn dự án nhà ở khác tại Bắc Từ Liêm, Yên Thường và Gia Lâm, dự kiến mang lại tổng doanh thu khoảng 7 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn từ nay cho đến năm 2028.

Mảng BĐS KCN: Nâng cao hiệu quả hoạt động, chuẩn bị ra mắt giai đoạn mới

Trong mảng BĐS KCN, doanh thu từ hoạt động khai thác KCN Nomura–Hải Phòng (NHIZ) đạt 599 tỷ đồng trong năm 2024 (giảm 2%). PC1 đã hoàn tất và đang vận hành hiệu quả trung tâm điều hành tích hợp (IOC) đồng thời tiếp tục nâng cấp hệ thống hạ tầng thông minh, bao gồm an ninh, đo đếm từ xa, ứng dụng chăm sóc khách hàng và tích hợp cổng thông tin. Về kế hoạch phát triển trong tương lai, Giai đoạn 2 của KCN Nomura (quy mô 200 ha) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào tháng 12/2024, với 68% diện tích đã giải phóng mặt bằng và dự kiến hoàn tất toàn bộ công tác giải phóng mặt bằng vào tháng 9/2025. Dự kiến dự án sẽ khởi công trong Q3/2025 và bắt đầu mở bán vào cuối năm.

Ngoài ra, PC1 đang đẩy mạnh triển khai một dự án KCN mới tại Vũng Tàu, hiện đang trong giai đoạn xin phê duyệt quy hoạch với kế hoạch nộp hồ sơ dự kiến vào Q4/2025. Công ty liên kết do PC1 sở hữu 30% cổ phần – WPG – đã được chấp thuận đầu tư cho Giai đoạn 1 của KCN Yên Lữ (Bắc Giang) và KCN Đồng Văn V (Hà Nam) từ Q3/2024, với kế hoạch khởi công xây dựng trong nửa cuối năm 2025. WPG cũng tiếp tục bàn giao đất tại KCN Yên Phong 2A (Bắc Ninh). Cho năm 2025, HSC dự báo mảng BĐS KCN sẽ duy trì doanh thu ổn định ở mức 615 tỷ đồng (tăng trưởng 3%). Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi tiến độ dự án KCN Vũng Tàu và cập nhật vào mô hình khi có thêm thông tin cụ thể trong năm.

Ngược lại, mảng sản xuất công nghiệp và thương mại được dự báo sẽ tăng trưởng 10% trong năm 2025, được hỗ trợ bởi nhu cầu ngày càng tăng đối với thiết bị và vật tư trong bối cảnh ngành điện tại Việt Nam phát triển mạnh mẽ. Nói chung, doanh thu từ mảng BĐS và hoạt động xây lắp EPC được kỳ vọng sẽ đồng loạt ghi nhận trong năm nay, đặc biệt với tiến độ bàn giao dự án Golden Tower – Gia Lâm và việc triển khai các dự án hạ tầng trọng điểm. Đây sẽ là hai động lực chính đóng góp vào lợi nhuận của PC1 trong năm 2025, bù đắp cho sự sụt giảm dự kiến từ mảng khai khoáng.

Bảng 34: Dự báo lợi nhuận, PC1

Điều chỉnh nâng lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026 lên lần lượt 20% và 5% nhờ mảng xây dựng và BĐS

(Tỷ đồng, %)	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
	2024	2025	2026	2025	2026	2027	2025	2026
Doanh thu thuần	10,089	11,382	12,195	13,847	12,622	12,649	22%	4%
Điện	1,706	1,783	1,919	1,755	1,883	1,914	-2%	-2%
Xây dựng	3,686	4,320	4,752	6,266	5,013	5,514	45%	5%
Sản xuất công nghiệp	1,457	1,538	1,615	1,603	1,683	1,683	4%	4%
Khai thác nicken	1,711	1,723	1,765	1,180	1,502	1,589	-31%	-15%
BĐS	39	150	150	1,450	850	150	867%	467%
Quản lý BĐS KCN	599	615	615	615	615	615	0%	0%
Thương mại & mảng khác	889	1,253	1,378	978	1,076	1,183	-22%	-22%
Lợi nhuận gộp	2,092	2,066	2,260	2,314	2,367	2,387	12%	5%
Điện	946	898	997	892	982	1,014	-1%	-2%
Xây dựng	258	432	475	439	401	441	2%	-16%
Sản xuất công nghiệp	144	138	145	144	151	151	4%	4%
Khai thác nicken	565	364	407	332	462	549	-9%	14%
BĐS	21	54	54	334	196	54	518%	262%
Quản lý BĐS KCN	149	154	154	154	154	154	0%	0%
Thương mại & mảng khác	10	25	28	20	22	24	-22%	-22%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.7%	18.2%	18.5%	16.7%	18.8%	18.9%	-1.4ppts	+0.2ppts
Lợi nhuận thuần	468	652	799	781	841	848	20%	5%

Nguồn: PC1, HSC ước tính

Tăng 20% dự báo năm 2025 nhờ mảng EPC và BĐS ghi nhận doanh thu mạnh mẽ

HSC điều chỉnh dự báo chủ yếu để phản ánh 1) doanh thu EPC cải thiện nhờ giá trị hợp đồng PEC lớn (6.892 tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2024), 2) ghi nhận doanh thu từ dự án BĐS chủ lực Golden Tower – Gia Lâm và 3) giảm doanh thu quặng niken:

- **Doanh thu thuần:** Tăng 22% dự báo tổng doanh thu năm 2025 nhờ: 1) tăng dự báo doanh thu EPC lên 6.266 tỷ đồng (tăng 45% so với dự báo cũ) nhờ các dự án lớn sẽ được bàn giao như cáp ngầm Côn Đảo và nhà máy điện gió Camarines Sur tại Philippines; 2) ghi nhận 70% doanh thu từ dự án Golden Tower – Gia Lâm đạt khoảng 1,3 nghìn tỷ đồng; và 3) sản lượng quặng niken tinh chế giảm 18% do hàm lượng quặng thấp, cùng với giá bán bình quân giảm 15%.
- **Tỷ suất lợi nhuận gộp:** Tỷ suất lợi nhuận gộp của PC1 dự báo giảm 1,4 điểm phần trăm trong năm 2025 do tỷ suất lợi nhuận của mảng EPC có thể giảm xuống mức 7% (so với 10% trong dự báo trước đó) vì Công ty có thể tiếp tục ghi nhận chi phí thi công cao ở các dự án yêu cầu tiến độ gấp.

Dựa trên các giả định mới, lợi nhuận thuần dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 22% trong giai đoạn 2024-2027, chủ yếu nhờ tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của lợi nhuận gộp mảng xây lắp EPC đạt 19,6% và mảng BĐS đạt 37,3%.

Bảng 35: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, PC1

Chúng tôi dự báo mảng xây dựng sẽ là động lực tăng trưởng chính của PC1 trong 3 năm tới

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	CAGR (24-27)
Doanh thu thuần	37.3%	-8.8%	0.2%	7.8%
Lợi nhuận gộp	10.6%	2.3%	0.8%	4.5%
Điện	-5.7%	10.0%	3.3%	2.3%
Xây dựng	70.2%	-8.6%	10.0%	19.6%
Sản xuất công nghiệp	0.4%	5.0%	0.0%	1.8%
Khai thác nicken	-41.1%	39.1%	18.8%	-0.9%
BĐS	1,498.5%	-41.4%	-72.4%	37.3%
Quản lý BĐS KCN	3.3%	0.0%	0.0%	1.1%
Thương mại & mảng khác	94.5%	10.0%	10.0%	33.0%
Lợi nhuận thuần	67.0%	7.7%	0.9%	22.0%

Nguồn: HSC ước tính

Duy trì khuyến nghị Mua vào; tăng nhẹ 7% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PC1 khi Công ty tiếp tục củng cố danh mục dự án ở tất cả các mảng kinh doanh.

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định so với trước đây như sau:

- Giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 1,2, nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ mức 8,5%) để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ mới. Theo đó, giả định WACC của PC1 tăng lên mức 10,3% (so với 9,6% trước đây).
- Tăng dự báo vốn đầu tư trong năm cuối cùng (2029) để tiệm cận với tổng chi phí khấu hao, do kỳ vọng PC1 sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 36: Định giá DCF, PC1

Giá mục tiêu là 30.000đ

Tỷ đồng	Giữa năm 2026
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	5867
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	15432
Tổng giá trị hiện tại	21298
Cộng: tiền	2788
Trừ: tổng nợ	(11177)
Giá trị vốn CSH	10719
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	358
Giá trị hợp lý/cp (đồng)	30.000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: Tính toán WACC, PC1

WACC tăng lên 10,3%, từ mức 9,6% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8,75%
Beta	1,2
Chi phí vốn CSH	14,6%
Lãi suất bình quân	8,5%
Thuế TNDN	20,0%
Chi phí nợ	6,8%
WACC	10,3%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 38: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, PC1

Giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Phần bù rủi ro vốn CSH				
		7,75%	8,25%	8,75%	9,25%	9,75%
Phần bù rủi ro vốn CSH	3,0%	38.200	36.100	34.200	32.400	30.700
	3,5%	35.700	33.800	32.000	30.300	28.700
	4,0%	33.400	31.600	30.000	28.400	26.900
	4,5%	31.300	29.600	28.100	26.600	25.300
	5,0%	29.300	27.800	26.300	25.000	23.700
	5,5%					

Nguồn: HSC ước tính

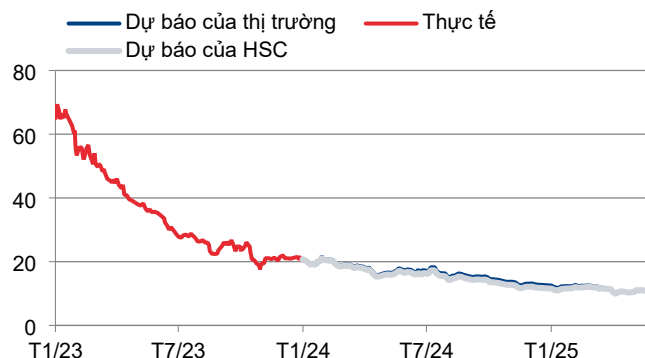
Bảng 39: Diễn biến giá cổ phiếu và VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PC1	7,0%	-6,7%	-13,4%
VN30 Index	8,2%	4,1%	8,0%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 40: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1 (2023 based)

PC1 hiện giao dịch tại /E trượt dự phóng 1 năm là 10,9 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 41: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PC1

và thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 22,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 42: So sánh với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PC1

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2025
REE	1280,2	8,9	9,1	12,6	13,5	1,6	13%
POW	1226,2	7,3	5,6	24,8	21,9	1,0	4%
PGV	828,3	5,8	5,0	22,5	8,9	1,4	8%
GEG	218,0	5,9	6,3	8,9	13,1	1,1	14%
Bình quân ngành	888,1	6,9	6,5	17,2	14,4	1,3	10%
PC1	303,6	6,3	5,4	11,1	10,4	1,3	13%
Chênh lệch so với bình quân	-66%	-9%	-17%	-36%	-27%	-2%	3% ppts

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PC1 đã cải thiện trong 1 tháng qua, nhiều khả năng nhờ tâm lý tích cực xoay quanh các cải cách ngành điện, đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu phát triển hàng loạt dự án đường dây truyền tải và hạ tầng điện trong thời gian tới.

PC1 đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 10,9 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 22,9 lần. Công ty cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 36% so với bình quân nhóm cổ phiếu ngành Điện trong danh sách khuyến nghị của HSC (Bảng 42).

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá:

- Sản lượng quặng niken giảm do gặp khó khăn trong quá trình khai thác
- Tiến độ hoàn thành dự án nhà ở Golden Tower - Gia Lâm bị trì hoãn
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá

Tiềm năng tăng giá:

- Giá bán quặng niken cao hơn kỳ vọng
- Tiến độ ghi nhận doanh thu từ dự án Golden Tower - Gia Lâm nhanh hơn dự kiến
- Tỷ suất lợi nhuận mảng EPC cao hơn kỳ vọng

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	7,694	10,089	13,847	12,622	12,649
Lợi nhuận gộp	1,448	2,092	2,314	2,367	2,387
Chi phí BH&QL	(391)	(566)	(674)	(682)	(697)
Thu nhập khác	10.8	19.3	0	0	0
Chi phí khác	(28.7)	(8.72)	0	0	0
EBIT	1,039	1,537	1,641	1,685	1,690
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(524)	(417)	(346)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.58	45.8	124	100	100
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	256	839	1,240	1,369	1,445
Chi phí thuế TNDN	(74.3)	(129)	(248)	(274)	(289)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(145)	(242)	(211)	(254)	(307)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	36.3	468	781	841	848
Lợi nhuận thuần ĐC	87.0	421	703	757	764
EBITDA ĐC	1,811	2,414	2,551	2,615	2,644
EPS (đồng)	101	1,307	2,183	2,352	2,372
EPS ĐC (đồng)	243	1,177	1,965	2,117	2,135
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	358	358	358	358	358

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,082	2,277	2,788	3,557	4,002
Đầu tư ngắn hạn	781	1,017	601	661	728
Phải thu khách hàng	2,771	3,112	4,235	3,843	4,015
Hàng tồn kho	958	1,588	1,710	1,494	1,508
Các tài sản ngắn hạn khác	92.0	92.3	239	243	228
Tổng tài sản ngắn hạn	6,684	8,086	9,573	9,799	10,481
TSCĐ hữu hình	9,752	9,343	9,798	9,079	8,375
TSCĐ vô hình	1,236	1,176	1,114	1,033	928
Bất động sản đầu tư	146	112	146	146	146
Đầu tư dài hạn	1.22	0.82	4.82	4.82	4.82
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,605	1,708	1,605	1,605	1,605
Tài sản dài hạn khác	751	561	570	597	627
Tổng tài sản dài hạn	13,492	12,902	13,238	12,465	11,685
Tổng cộng tài sản	20,175	20,988	22,811	22,264	22,166
Nợ ngắn hạn	2,838	2,950	4,847	4,418	4,427
Phả trả người bán	1,049	1,121	1,121	1,121	1,121
Nợ ngắn hạn khác	577	478	762	810	790
Tổng nợ ngắn hạn	4,778	5,078	7,667	7,272	7,316
Nợ dài hạn	7,902	7,831	6,331	5,331	4,331
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	305	305	305	305	305
Nợ dài hạn khác	11.8	12.5	0	0	0
Tổng nợ dài hạn	8,219	8,148	6,636	5,636	4,636
Tổng nợ phải trả	13,028	13,272	14,334	12,930	11,968
Vốn chủ sở hữu	5,078	5,526	6,287	7,144	8,008
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,069	2,190	2,190	2,190	2,190
Tổng vốn chủ sở hữu	7,148	7,716	8,477	9,333	10,198
Tổng nợ phải trả và VCSH	20,175	20,988	22,811	22,264	22,166
BVPS (đ)	14,200	15,452	17,578	19,974	22,392
Nợ thuần*/(tiền mặt)	8,658	8,504	8,389	6,192	4,756

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,039	1,537	1,641	1,685	1,690
Khấu hao	(772)	(878)	(911)	(929)	(954)
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(524)	(417)	(346)
Thuế TNDN đã nộp	(74.3)	(129)	(248)	(274)	(289)
Thay đổi vốn lưu động	264	(568)	(537)	639	(119)
Khác	(165)	117	(240)	(176)	(244)
LCT thuần từ HĐKD	1,051	1,090	1,002	2,387	1,646
Đầu tư TS dài hạn	(492)	(446)	(1,304)	(129)	(144)
Góp vốn & đầu tư	(1,116)	(1,685)	416	(60.1)	(66.1)
Thanh lý	197	49.1	0	0	0
Khác	1,339	1,436	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(72.3)	(646)	(888)	(189)	(210)
Cổ tức trả cho CSH	(124)	(203)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	3.21	44.2	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,369)	(109)	396	(1,429)	(991)
Khác	(1.58)	(1.45)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,492)	(268)	396	(1,429)	(991)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,581	2,082	2,277	2,788	3,557
LCT thuần trong kỳ	(513)	175	511	769	445
Ảnh hưởng của tỷ giá	13.6	19.6	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,082	2,277	2,788	3,557	4,002
Dòng tiền tự do	559	643	(301)	2,258	1,502

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.8	20.7	16.7	18.8	18.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.5	23.9	18.4	20.7	20.9
Tỷ suất LNT (%)	0.47	4.63	5.64	6.66	6.71
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.0	15.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(7.94)	31.1	37.3	(8.85)	0.21
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.84)	33.3	5.67	2.48	1.13
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(82.2)	383	67.0	7.73	0.86
Tăng trưởng EPS (%)	(92.1)	1,189	67.0	7.73	0.86
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	67.0	7.73	0.86
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	0.71	8.82	13.2	12.5	11.2
ROACE (%)	6.66	9.82	10.6	11.2	11.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.37	0.49	0.63	0.56	0.57
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.01	0.71	0.61	1.42	0.97
Số ngày tồn kho	56.0	72.5	54.1	53.2	53.7
Số ngày phải thu	162	142	134	137	143
Số ngày phải trả	61.3	51.2	35.5	39.9	39.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	174	159	139	91.7	63.7
Nợ/tài sản (%)	54.1	52.8	50.6	45.4	41.1
EBIT/lãi vay (lần)	1.32	2.07	3.13	4.04	4.89
Nợ/EBITDA (lần)	6.03	4.59	4.52	3.86	3.44
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.40	1.59	1.25	1.35	1.43
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.16	1.63	1.18	1.12	1.00
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.16	6.80	6.39	5.40	4.79
P/E (lần)	218	16.9	10.1	9.42	9.34
P/E ĐC (lần)	91.0	18.8	11.3	10.5	10.4
P/B (lần)	1.56	1.43	1.26	1.11	0.99
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

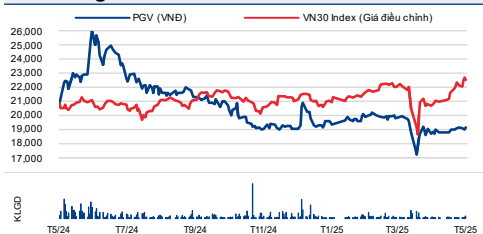
Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng)

Giá mục tiêu: VNĐ19,500 (từ VNĐ20,000)
 Tiềm năng tăng/giảm: 2.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	19,100
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,200-26,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,090
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,458
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	828
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,123
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	562
Slg CP NN được mua (tr.đv)	562
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.02%
Tỷ lệ freefloat	2.10%
Cổ đông lớn	EVN (97.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	1.33	(4.02)	(8.39)
So với chỉ số	(6.32)	(7.81)	(15.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	840	-	N/a
2026F	2,142	-	N/a
2027F	2,407	-	N/a

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tổng công ty phát điện lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất đạt 6,0 GW gồm cả thủy điện, điện khí, điện than, và điện mặt trời.

Chuyên viên phân tích

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
 natalie.nguyen@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 110

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
 nam.nhoang@hsc.com.vn
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

Giảm nhẹ giá mục tiêu, hạ khuyến nghị xuống Năm giữ

- HSC hạ khuyến nghị đối với PGV xuống Năm giữ (từ Tăng tỷ trọng) và giảm nhẹ 3% giá mục tiêu 19.500đ do chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 và điều chỉnh giá định WACC.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo cho giai đoạn 2025–2027, theo đó lợi nhuận có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 28,2% trong giai đoạn 2023–2027 từ mức nền thấp, chủ yếu nhờ sự phục hồi mạnh trong năm 2025 khi các nhà máy điện khí được huy động nhiều hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ đầu năm 2023 ở mức 1,6 lần. PGV cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần. Giá mục tiêu hiện tại tương ứng với P/E dự phóng năm 2025–2026 lần lượt là 23,2 lần và 9,1 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q1/2025

Trong Q1/2025, doanh thu của PGV đạt 10,6 nghìn tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ nhưng giảm 6% so với quý trước), đạt 21% dự báo cả năm của HSC. Lợi nhuận gộp tăng 47% so với cùng kỳ đạt 897 tỷ đồng, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên mức 8,5% (so với 6,3% trong Q1/2024), nhờ sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ cao hơn cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ. Chi phí bán hàng & quản lý giữ ổn định so với cùng kỳ, trong khi lỗ tài chính giảm 42% nhờ mức lỗ tỷ giá giảm xuống 214 tỷ đồng (so với 419 tỷ đồng trong Q1/2024). Nhờ đó, PGV ghi nhận lợi nhuận thuần đạt 96 tỷ đồng, đảo chiều so với khoản lỗ 655 tỷ đồng Q1/2024. Nếu không tính đến ảnh hưởng của tỷ giá, lợi nhuận thuần từ HĐKD cốt lõi đạt 310 tỷ đồng, cải thiện mạnh so với mức lỗ 163 tỷ đồng cùng kỳ, đạt 19% dự báo lợi nhuận năm 2025 của chúng tôi.

Tác động: Duy trì dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027, được hỗ trợ bởi kỳ vọng huy động nhiều từ các nhà máy nhiệt điện khí và than của PGV, sát với kế hoạch vận hành hàng năm của Công ty Vận hành Hệ thống điện và Thị trường điện Quốc gia (NSMO). Các giả định của chúng tôi chủ yếu phản ánh sản lượng điện tăng lên tại các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ nhờ công suất hoạt động cao hơn, dự kiến đạt khoảng 50% trong năm 2025, 80% năm 2026 và 86% năm 2027.

Dự báo doanh thu tiếp tục được hỗ trợ nhờ cả sản lượng tiêu thụ tăng và giá bán bình quân tăng 5% trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến sẽ thu hẹp nhẹ do chi phí đầu vào tăng và tỷ trọng đóng góp cao hơn từ mảng điện khí – vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Trên cơ sở này, chúng tôi dự báo doanh thu thuần giai đoạn 2023–2027 có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt 8,8%, trong khi lợi nhuận thuần đạt 28,2%.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với PGV do điều chỉnh giảm nhẹ 3% giá mục tiêu xuống 19.500đ, phản ánh việc chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 và điều chỉnh giá định WACC. Với giá mục tiêu mới, cổ phiếu PGV đang được định giá tương ứng với P/E dự phóng năm 2025–2026 lần lượt là 23,2 lần và 9,1 lần..

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ đầu năm 2023 ở mức 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,385	6,816	8,478	9,334	9,615
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,065	(878)	1,118	2,581	2,877
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	840	2,142	2,407
DPS (đồng)	2,110	666	0	497	1,149
BVPS (đồng)	13,719	12,683	13,523	15,715	18,235
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.79	7.74	5.88	4.97	4.28
P/E ĐC (lần)	23.9	N/a	22.7	8.92	7.94
Lợi suất cổ tức (%)	11.0	3.49	0	2.60	6.01
P/B (lần)	1.39	1.51	1.41	1.22	1.05
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
ROAE (%)	6.53	(5.92)	7.59	15.7	15.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ do định giá

Sau khi Công ty công bố KQKD Q1/2025, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027, không có thay đổi đáng kể nào trong các giả định cốt lõi so với báo cáo trước (ngày 15/4/2025). PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ đầu năm 2023 ở mức 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần.

Triển vọng năm 2025 không đổi sau khi xem xét lại KQKD Q1/2025

Sau khi xem xét lại KQKD Q1/2025, HSC duy trì dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025–2027 đối với PGV. Triển vọng vẫn tích cực nhờ công suất hoạt động của các nhà máy điện khí và điện than cao hơn kỳ vọng, đặc biệt là tại cụm nhà máy Phú Mỹ, nơi công suất hoạt động dự kiến tăng từ khoảng 50% trong năm 2025 lên 86% vào năm 2027. Doanh thu được hỗ trợ bởi sản lượng tăng và giá bán bình quân cao hơn, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp có thể giảm nhẹ do chi phí đầu vào tăng và tỷ trọng đóng góp lớn hơn từ mảng điện khí vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp hơn. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu thuần và lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm đạt lần lượt 9% và 28% trong giai đoạn 2023–2027.

Bảng 43: Dự kiến sản lượng của các nhà máy điện, PGV

Điện khí đốt dẫn dắt tăng trưởng nhờ nâng công suất giai đoạn 2025-2027

Triệu kWh	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Điện khí đốt	6,928	9,437	36%	13,890	47%	14,304	3%
Nhiệt điện Phú Mỹ	6,854	9,356	37%	13,800	48%	14,214	3%
Nhiệt điện Bà Rịa	74	81	10%	90	10%	90	0%
Điện than đốt	13,094	14,734	13%	15,019	2%	15,310	2%
Nhiệt điện Vĩnh Tân 2	6,870	7,712	12%	7,866	2%	8,024	2%
Nhiệt điện Mông Dương	5,743	6,541	14%	6,672	2%	6,805	2%
Nhiệt điện Ninh Bình	481	481	0%	481	0%	481	0%
Thủy điện	2,555	2,617	2%	2,669	2%	2,723	2%
Thủy điện Buôn Kuốp	2,555	2,617	2%	2,669	2%	2,723	2%
Điện năng lượng mặt trời	62	60	-3%	60	0%	60	0%
NLMT Vĩnh Tân 2	62	60	-3%	60	0%	60	0%
Tổng	22,639	26,848	19%	31,638	18%	32,396	2%

Nguồn: PGV, HSC ước tính

Bảng 44: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, PGV

Năm 2025 đánh dấu một năm chuyển mình tích cực của PGV nhờ vào sản lượng tiêu thụ tăng

(Tỷ đồng, %)	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	40,690	50,398	24%	61,572	22%	64,161	4.2%
Lợi nhuận gộp	2,980	4,837	62%	5,916	22%	5,928	0.2%
Lợi nhuận thuần	(876)	1,118	nm	2,581	131%	2,877	11.5%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	22,422	26,848	20%	31,638	18%	32,396	2.4%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	133	180	35%	187	4%	183	-2.1%
Giá bán bình quân (đồng/kWh)	1,815	1,877	3%	1,946	4%	1,981	2%

Nguồn: PGV, HSC ước tính

Bảng 45: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, PGV

	2025F	2026F	2027F	CAGR (2023-2027)
Doanh thu thuần	24%	22%	4%	9%
Lợi nhuận gộp	62%	22%	0%	7%
Lợi nhuận thuần	N/m	131%	11%	28%

Nguồn: HSC ước tính

Hạ khuyến nghị xuống Năm giữ, giảm nhẹ 3% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PGV trong bối cảnh Công ty đang tăng dần công suất hoạt động tại các nhà máy điện khí và theo đuổi kế hoạch phát triển các dự án trong tương lai.

Chúng tôi điều chỉnh một số giả định so với trước đây như sau:

- Giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4% và hệ số beta 0,9, nhưng tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ 7,5%) để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ. Theo đó, giả định WACC của PGV tăng lên mức 10% (so với mức 9,2% trước đó).
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Bảng 46: Định giá DCF, PGV

Giá mục tiêu mới là 19.500đ

Tỷ đồng	Giữa năm-2026
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2025-2029	22.051
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	28.531
Tổng giá trị hiện tại	50.583
Cộng: tiền	519
Trừ: tổng nợ	(28.895)
Giá trị vốn CSH	21.884
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1.123
Giá trị hợp lý/cp (đồng)	19.500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 47: Tính toán WACC, PGV

WACC tăng lên 10%, từ mức 9,2% trước đó

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8,75%
Beta	0,9
Chi phí vốn CSH	11,9%
Lãi suất bình quân	7,0%
Thuế TNDN	20,0%
Chi phí nợ	5,6%
WACC	10,0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 48: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với các giả định chính, PGV

Chúng tôi giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 8,75%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro	Lãi suất phi rủi ro				
		3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7,75%	24.700	23.100	21.700	20.400	19.200
	8,25%	23.300	21.900	20.600	19.400	18.200
	8,75%	22.000	20.700	19.500	18.300	17.300
	9,25%	20.800	19.600	18.500	17.400	16.400
	9,75%	19.700	18.600	17.500	16.500	15.600

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Giá cổ phiếu và chỉ số VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PGV	1,3%	-4,0%	-8,4%
VN30 Index	8,2%	4,1%	8,0%

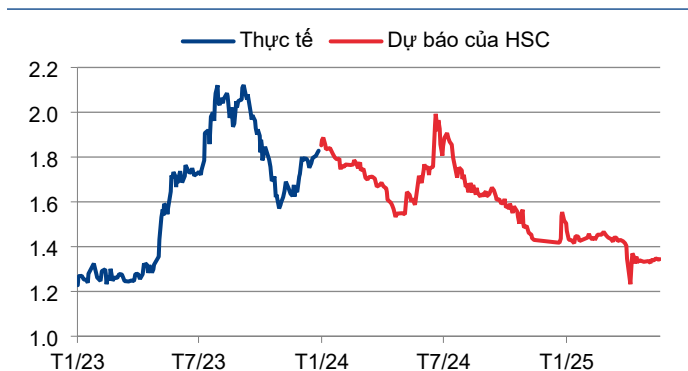
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 1,3% trong 1 tháng qua, PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần, thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân kể từ đầu năm 2023 ở mức 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,2 lần. PGV cũng đang có P/E dự phóng năm 2025 nhỏ hơn 57% so với bình quân các cổ phiếu ngành Tiện ích – Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC (Bảng 52).

Biểu đồ 50: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

PGV hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,3 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV

... thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân ở mức 1,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PGV

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2025
REE	1.280,2	8,9	9,1	12,6	13,5	1,6	13%
POW	1.226,2	7,3	5,6	24,8	21,9	1,0	4%
PC1	303,6	6,3	5,4	11,1	10,4	1,3	13%
GEG	218,0	5,9	6,3	8,9	13,1	1,1	14%
Bình quân	757,0	7,1	6,6	14,3	14,7	1,2	11%
PGV	828,3	5,8	5,0	22,5	8,9	1,4	8%
Chênh lệch so với bình quân các công ty khác	9%	-18%	-25%	57%	-39%	14%	-3% ppts

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá:

- Huy động điện khí thấp hơn kỳ vọng do nhu cầu điện yếu
- Giá đầu vào khí/LNG và than cao hơn dự kiến
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá

Tiềm năng tăng giá

- Các dự án mới đi vào vận hành sớm hơn dự kiến, bao gồm (1) dự án điện mặt trời nổi tại nhà máy thủy điện Buôn Kuốp (công suất 80 MW, tổng vốn đầu tư 1.935 tỷ đồng) và (2) nhà máy điện linh hoạt tại Ninh Bình (công suất 300 MW, tổng vốn đầu tư ước tính 6.758 tỷ đồng).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	45,862	40,690	50,398	61,572	64,161
Lợi nhuận gộp	4,518	2,980	4,837	5,916	5,928
Chi phí BH&QL	(652)	(672)	(1,008)	(1,231)	(962)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,867	2,308	3,829	4,685	4,966
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,660)	(1,590)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	376	208	218	240	264
Lợi nhuận khác	(8.75)	(24.7)	0	0	0
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	1,241	(871)	1,414	3,265	3,640
Chi phí thuế TNDN	(157)	(5.05)	(283)	(653)	(728)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(18.6)	(2.82)	(13.6)	(31.3)	(34.9)
LNST không thường xuyên	0	(5.05)	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,065	(878)	1,118	2,581	2,877
Lợi nhuận thuần ĐC	900	(1,034)	943	2,406	2,704
EBITDA ĐC	8,385	6,816	8,478	9,334	9,615
EPS (đồng)	948	(782)	995	2,297	2,561
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	840	2,142	2,407
DPS (đồng)	2,110	666	0	497	1,149
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,123	1,123	1,123	1,123	1,123

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	510	619	519	(1,038)	(824)
Đầu tư ngắn hạn	2,935	2,880	2,880	2,880	2,880
Phải thu khách hàng	9,977	10,331	11,088	13,546	14,115
Hàng tồn kho	3,095	2,454	3,186	3,892	4,072
Các tài sản ngắn hạn khác	460	537	348	425	445
Tổng tài sản ngắn hạn	16,977	16,821	18,021	19,705	20,688
TSCĐ hữu hình	36,546	33,037	28,888	25,453	22,021
TSCĐ vô hình	592	590	578	563	547
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	536	537	537	537	537
Đầu tư vào Cty LD,LK	1,985	2,010	2,402	2,642	2,906
Tài sản dài hạn khác	2,205	2,272	2,550	3,168	3,375
Tổng tài sản dài hạn	41,864	38,446	34,954	32,363	29,385
Tổng cộng tài sản	58,841	55,267	52,975	52,068	50,073
Nợ ngắn hạn	5,335	5,885	5,885	5,885	5,885
Phải trả người bán	4,101	5,610	4,556	5,566	5,823
Nợ ngắn hạn khác	1,958	2,218	3,064	3,590	3,483
Tổng nợ ngắn hạn	11,480	13,814	13,576	15,204	15,374
Nợ dài hạn	30,675	26,010	23,010	18,010	13,010
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	915	873	873	873	873
Tổng nợ dài hạn	31,590	26,883	23,883	18,883	13,883
Tổng nợ phải trả	43,070	40,697	37,459	34,087	29,257
Vốn chủ sở hữu	15,413	14,249	15,193	17,655	20,487
Lợi ích cổ đông thiểu số	359	320	324	327	330
Tổng vốn chủ sở hữu	15,771	14,570	15,516	17,982	20,817
Tổng nợ phải trả và VCSH	58,841	55,267	52,975	52,068	50,073
BVPS (đ)	13,719	12,683	13,523	15,715	18,235
Nợ thuần*/(tiền mặt)	35,500	31,276	28,375	24,933	19,719

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	3,867	2,308	3,829	4,685	4,966
Khấu hao	(4,519)	(4,509)	(4,649)	(4,649)	(4,649)
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,660)	(1,590)
Thuế TNDN đã nộp	(445)	(17.6)	(283)	(653)	(728)
Thay đổi vốn lưu động	(10,133)	(7,502)	(3,875)	(3,376)	(2,095)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HĐKD	(1,485)	351	4,911	5,305	7,169
Đầu tư TS dài hạn	(372)	(422)	(487)	(1,200)	(1,200)
Góp vốn & đầu tư	(2,884)	(3,465)	(1,733)	(866)	(866)
Thanh lý	3,755	3,520	0	0	0
Khác	523	602	210	204	111
LCT thuần từ HĐĐT	1,022	236	(2,010)	(1,862)	(1,956)
Cổ tức trả cho CSH	(40.1)	(50.7)	0	(55.9)	(129)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(1,139)	(2,616)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
Khác	424	2,189	2,000	55.9	129
LCT thuần từ HĐTC	(755)	(478)	(3,000)	(5,000)	(5,000)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,728	510	619	519	(1,038)
LCT thuần trong kỳ	(1,218)	109	(99.5)	(1,557)	214
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	510	619	519	(1,038)	(824)
Dòng tiền tự do	(1,857)	(71.0)	4,423	4,105	5,969

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.85	7.32	9.60	9.61	9.24
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.3	16.8	16.8	15.2	15.0
Tỷ suất LNT (%)	2.32	(2.16)	2.22	4.19	4.48
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	(0.58)	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.81)	(11.3)	23.9	22.2	4.20
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.62)	(18.7)	24.4	10.1	3.01
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
Tăng trưởng EPS (%)	(57.3)	(182)	227	131	11.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	14.1	(68.4)	(100)	nm	131
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	223	(85.2)	0	21.7	44.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.53	(5.92)	7.59	15.7	15.1
ROACE (%)	7.70	5.20	9.47	12.3	13.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.73	0.71	0.93	1.17	1.26
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.38)	0.15	1.28	1.13	1.44
Số ngày tồn kho	27.3	23.8	25.5	25.5	25.5
Số ngày phải thu	88.1	100.0	88.8	88.8	88.5
Số ngày phải trả	36.2	54.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	230	219	187	141	96.3
Nợ/tài sản (%)	61.2	57.7	54.5	45.9	37.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.29	0.69	1.45	2.82	3.12
Nợ/EBITDA (lần)	4.29	4.68	3.41	2.56	1.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.48	1.22	1.33	1.30	1.35
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.24	1.30	0.99	0.75	0.64
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.79	7.74	5.88	4.97	4.28
P/E (lần)	20.1	N/a	19.2	8.32	7.46
P/E ĐC (lần)	23.9	N/a	22.7	8.92	7.94
P/B (lần)	1.39	1.51	1.41	1.22	1.05
Lợi suất cổ tức (%)	11.0	3.49	0	2.60	6.01

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

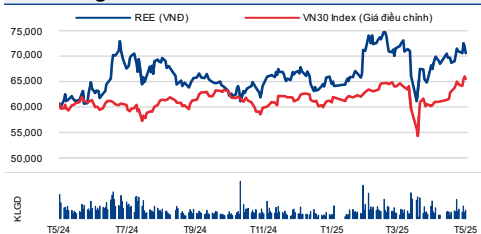
Giá mục tiêu: VNĐ79,500 (từ VNĐ77,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 12.9%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	70,400
Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	59,973-75,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	71,180
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	33,159
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,280
Slg CP lưu hành (tr.đv)	471
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	231
Slg CP NN được mua (tr.đv)	0
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	49.0%
Tỷ lệ freefloat	35.6%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.77	(0.87)	16.0
So với chỉ số	(4.98)	(4.79)	7.43
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,651	5,522	2.3
2026F	5,396	6,132	(12.0)
2027F	5,627	6,499	(13.4)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

REE là tập đoàn đa ngành đầu tư chuyên về các ngành dịch vụ tiện ích. Công ty đang dần mở rộng sang phát triển năng lượng tái tạo bên cạnh các mảng kinh doanh khác như cho thuê văn phòng, bất động sản và xây lắp điện.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam

Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Natalie Nguyễn

Trưởng Phòng, Ngành Năng Lượng
natalie.nguyen@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 110

Điều chỉnh định giá; tăng nhẹ giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị đối với REE nhưng tăng nhẹ 3,2% giá mục tiêu lên 79.500đ sau khi phân tích KQKD năm 2024 của Công ty.
- Chúng tôi tăng lần lượt 2,1% và 3% dự báo EPS cho năm 2025 và 2026 để phản ánh tác động tích cực từ tỷ giá USD/VND tăng và đóng góp từ nhà máy thủy điện Thác Bà 2, đã bắt đầu vận hành từ tháng 4/2025.
- Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp tổng hợp từng phần (SoTP), P/E dự phóng năm của REE cho năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,1 lần và 14,7 lần. REE đang giao dịch với P/E trượt 1 năm là 13 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ.

Sự kiện: Điều chỉnh định giá sau KQKD Q1/2025

Quy hoạch điện VIII sửa đổi vừa được phê duyệt đã mở ra tiềm năng lớn cho phát triển năng lượng tái tạo tại Việt Nam. Theo quy hoạch mới, công suất điện tái tạo dự kiến sẽ chiếm 45% tổng hệ thống điện quốc gia vào năm 2030, tăng mạnh so với mức 27% vào năm 2023. HSC nhận thấy REE đang nắm bắt xu hướng này thông qua việc mở rộng danh mục dự án điện tái tạo mới.

Sau KQKD Q1/2025, chúng tôi đã điều chỉnh dự báo đối với REE. Chúng tôi đưa nhà máy thủy điện Thác Bà 2 – công suất 19 MW – vào mô hình dự báo, do dự án dự kiến sẽ đi vào hoạt động từ tháng 4/2025. Trong khi đó, hai dự án thủy điện Trà Khúc (30 MW) và điện gió Duyên Hải 2 (48 MW) vẫn đang trong quá trình xây dựng và dự kiến sẽ vận hành thương mại trong Q4/2025, do đó chưa được đưa vào dự báo tại thời điểm này.

Tác động: Tăng nhẹ dự báo

Cho năm 2025-2026, HSC điều chỉnh tăng nhẹ lần lượt 2,1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần để phản ánh tác động từ việc điều chỉnh tỷ giá USD/VND lên lần lượt 26.600 (tăng 2,3% so với dự báo cũ) và 26.800 (tăng 3,1%), cũng như việc bổ sung đóng góp từ nhà máy Thủy điện Thác Bà 2, đã bắt đầu vận hành từ tháng 4/2025. Theo đó, lợi nhuận thuần được điều chỉnh lên 2,66 nghìn tỷ đồng cho năm 2025 và 2,54 nghìn tỷ đồng cho năm 2026 (từ mức 2,6 nghìn tỷ và 2,46 nghìn tỷ trước đó). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ kép hằng năm đạt 10% trong 3 năm. Tỷ giá USD tăng hỗ trợ lợi nhuận từ mảng điện tái tạo của REE do các mức giá FIT được cố định bằng USD.

Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ mức 7,5% để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ mới và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 0,9% trong 3 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn VN30, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023. Trong dài hạn, HSC tin rằng REE có tiềm năng tăng giá nhờ vào các nhà máy điện mới, các dự án BĐS nhà ở và tòa nhà văn phòng cho thuê – những yếu tố hiện chưa được phản ánh đầy đủ vào giá cổ phiếu.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,218	3,727	4,308	4,131	4,252
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,188	1,994	2,662	2,542	2,650
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,651	5,396	5,627
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500
BVPS (đồng)	42,372	40,126	44,191	48,090	52,210
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.65	10.2	8.85	8.89	8.30
P/E ĐC (lần)	13.1	15.5	12.5	13.0	12.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.42	1.42	2.13	2.13	2.13
P/B (lần)	1.66	1.75	1.59	1.46	1.35
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	24.6	(4.51)	4.28
ROAE (%)	13.3	11.0	13.4	11.7	11.2

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Diễn biến thuận lợi từ Quy hoạch điện VIII sửa đổi

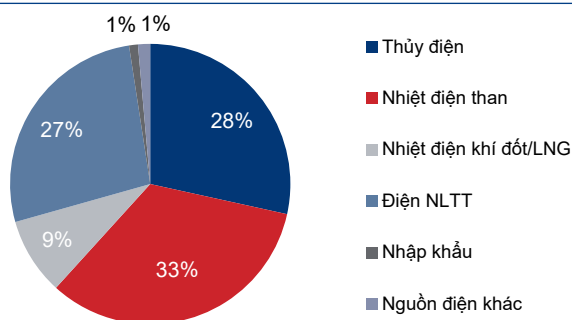
Những sửa đổi gần đây trong Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia VIII (Quy hoạch điện VIII) đã tạo điều kiện thuận lợi cho tăng trưởng công suất điện tái tạo tại Việt Nam trong trung hạn. REE đang nắm bắt xu hướng này thông qua việc mở rộng danh mục dự án điện tái tạo mới. HSC điều chỉnh tăng nhẹ giá mục tiêu lên 79.500đ nhằm phản ánh tác động tích cực từ việc bổ sung công suất mới và đồng USD tăng giá. Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Tận dụng cơ hội từ thay đổi chính sách

Quy hoạch điện VIII sửa đổi đang đẩy nhanh quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam với các trọng tâm gồm: ưu tiên phát triển các dự án năng lượng tái tạo quy mô lớn, tái khởi động điện hạt nhân, mở rộng hệ thống lưu trữ năng lượng, đồng thời giảm dần sự phụ thuộc vào nhiệt điện than và điều chỉnh mức độ phụ thuộc vào LNG. Theo Quy hoạch điện VIII sửa đổi, mục tiêu công suất điện tái tạo của Việt Nam được nâng lên đáng kể. Tổng công suất lắp đặt từ nguồn năng lượng tái tạo dự kiến đạt 75.000–116.000 MW vào năm 2030 và lên tới 534.000 MW vào năm 2050 – lần lượt cao hơn tới 166% và 75% so với kế hoạch ban đầu trong Quy hoạch điện VIII công bố tháng 5/2023. Trong đó, điện mặt trời ghi nhận mức tăng trưởng mạnh nhất với mục tiêu công suất đến năm 2030 tăng tới 470%. Công suất điện gió ngoài khơi cũng được điều chỉnh tăng gần gấp đôi vào năm 2050.

Biểu đồ 53: Cơ cấu nguồn điện tại Việt Nam, 2023

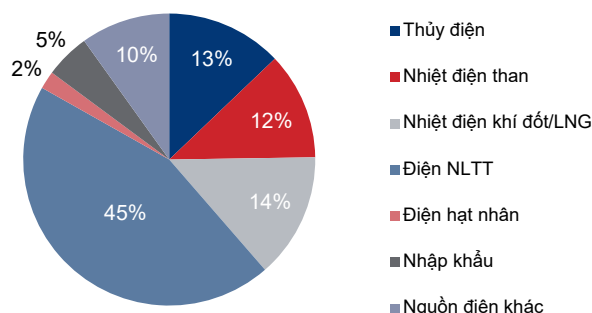
Thủy điện và nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Biểu đồ 54: Đa dạng hóa nguồn điện tại Việt Nam, tầm nhìn đến năm 2030

Hướng đến năng lượng tái tạo chiếm 45%



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Dựa trên những diễn biến tích cực từ chính sách hỗ trợ năng lượng tái tạo, REE đang mở rộng danh mục đầu tư với việc bổ sung công suất điện tái tạo. Hiện tại, Công ty sở hữu tổng công suất phát điện thực tế là 1.049 MW, bao gồm thủy điện, điện mặt trời, điện gió và nhiệt điện. Nhà máy thủy điện Thác Bà 2 với công suất 19 MW và tổng vốn đầu tư 700 tỷ đồng đã chính thức đi vào vận hành từ tháng 4/2025, dự kiến cho ra sản lượng hằng năm khoảng 70 triệu kWh, tương đương khoảng 3% sản lượng thủy điện của REE. Bên cạnh đó, REE đang triển khai hai dự án mới: nhà máy thủy điện Trà Khúc (30 MW) và nhà máy điện gió Duyên Hải 2 (48 MW), với kế hoạch vận hành thương mại trong Q4/2025.

Dự báo lợi nhuận mới

Dự báo cũ và mới

HSC điều chỉnh tăng 2,1% và 3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 2026 do cập nhật tỷ giá USD/VND lên 26.600 cho năm 2025 và 26.800 cho năm 2026 (từ mức 25.990 trước đó cho cả hai năm). Tỷ giá USD/VND tăng được kỳ vọng tác động tích cực đến lợi nhuận mảng điện, do các mức giá FIT được cố định bằng USD. Chúng tôi cũng đã bổ sung doanh thu và lợi nhuận của nhà máy Thủy điện Thác Bà 2 vào mô hình dự báo, với đóng góp khoảng 20 tỷ đồng vào LNTT. Dự báo mới cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới của doanh thu và lợi nhuận thuần

lần lượt ở mức 6,2% và 9,9%. Trong khi đó, hai nhà máy điện mới vẫn chưa được đưa vào mô hình dự báo.

Bảng 55: Dự báo cũ và dự báo mới, REE

Dự báo lợi nhuận thuần năm 3 năm tăng trưởng với CAGR là 9,9%

(Tỷ đồng, %)	Thực tế			Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh			CAGR 3 năm 2024-27
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027			
Doanh thu thuần	8.384	9.692	9.750	10.043	9.484	9.502	9.790	2,2%	2,6%	2,6%	6,2%		
Thu nhập từ công ty liên kết	717	814	849	882	814	849	882	0,0%	0,0%	0,0%	7,1%		
Lợi nhuận thuần	1.994	2.662	2.542	2.650	2.608	2.468	2.576	2,1%	3,0%	2,9%	9,9%		
Tăng trưởng													
Doanh thu thuần	-2%	16%	-5%	4%	13%	-5%	4%						
Thu nhập từ công ty liên kết	-18%	14%	4%	4%	14%	4%	4%						
Lợi nhuận thuần	-9%	33%	-5%	4%	31%	-5%	4%						

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 56: Cơ cấu EBIT theo mảng kinh doanh, REE

Mảng điện đóng góp chính vào EBIT

Tỷ đồng	2024A	Dự báo mới				Dự báo cũ		
		2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	
Doanh thu	8.384	9.692	9.750	10.043	9.484	9.502	9.790	
Điện	4.240	4.789	4.988	5.199	4.607	4.776	4.985	
Cơ điện	2.880	3.123	3.152	3.152	3.123	3.152	3.152	
Cho thuê văn phòng	1.068	1.128	1.202	1.276	1.102	1.166	1.238	
BDS nhà ở	80	532	283	283	532	283	283	
Nước & môi trường	114	120	126	132	120	126	132	
EBIT	2.429	3.015	2.866	2.957	2.957	2.787	2.877	
Điện	1.603	1.676	1.707	1.728	1.643	1.661	1.682	
Cơ điện	228	267	267	267	267	267	267	
Cho thuê văn phòng	609	664	732	801	640	699	765	
BDS nhà ở	43	376	127	127	376	127	127	
Nước & môi trường	30	31	33	34	31	33	34	
Mảng khác	-86							
Lãi/lỗ HĐ tài chính	-470	-471	-428	-387	-475	-433	-392	
Công ty liên kết	717	814	849	882	814	849	882	
Thu nhập khác	15	0	0	0	0	0	0	
LNTT	2.690	3.359	3.287	3.452	3.297	3.203	3.366	
Thuế thu nhập	-294	-336	-329	-345	-330	-320	-337	
Lợi ích cổ đông thiểu số	-402	-361	-417	-457	-359	-414	-454	
Lợi nhuận thuần	1.994	2.662	2.542	2.650	2.608	2.468	2.576	

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng và tăng 3,2% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 79.500đ (từ 77.000đ trong dự báo trước đó) do điều chỉnh dự báo và các giả định định giá. Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025. Giá mục tiêu mới phản ánh sự cải thiện nhẹ trong lợi nhuận năm 2025 nhờ đóng góp từ nhà máy thủy điện Thác Bà 2 và lãi suất vay giảm còn 7% (so với mức 8,3% trước đó). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 12,9%, tương đương P/E điều chỉnh dự phóng cho năm 2025-2026 lần lượt là 14,1 lần và 14,7 lần.

Những giả định chính như sau:

Trong mô hình DCF, chúng tôi sử dụng lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó), beta 0,8 (dữ liệu 2 năm giảm từ 1 trước đó) và thuế TNDN 20% (không đổi). Tổng hợp các giả định trên, chúng tôi tính toán được giả định WACC là 10% (giảm từ mức 12,8% trước đó).

HSC cũng giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1% nhưng lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang giữa năm 2026. Đáng chú ý, giá trị vốn CSH mới của REE đạt 37,4 nghìn tỷ đồng, tăng 3,2% so với giá trị mà chúng tôi công bố gần nhất (36,2 nghìn tỷ đồng). Giá trị này được cấu thành bởi mảng điện (18,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 49% tổng giá trị), mảng cho thuê văn phòng (10,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 28%), mảng đầu tư tài chính (5,9 nghìn tỷ đồng, chiếm 16%), mảng cơ điện lạnh (1,4 nghìn tỷ đồng, chiếm 4%) và mảng BĐS nhà ở (1 nghìn tỷ đồng, chiếm 3%).

Bảng 57: Định giá từng mảng kinh doanh, REE

Điện, cho thuê văn phòng và đầu tư đóng góp hơn 90% vào tổng giá trị doanh nghiệp

SOTP	Phương pháp	Tổng giá trị doanh nghiệp	Lợi ích của REE	Giá trị vốn CSH – tương ứng với REE
Điện				18.455
TBC	DCF	1.438	60.4%	869
VSH	DCF	14.416	52.6%	7.580
Thủy điện Mường Hum	DCF	1.195	79.8%	954
Thủy điện Nậm Ban 2	DCF	400	100%	400
Điện gió Thuận Bình	DCF	5.905	50%	2.952
Điện gió Trà Vinh số 3	DCF	3.001	100%	3.001
Điện mặt trời áp mái	DCF	2.043	100%	2.043
DTV	DCF	990	66.3%	656
Cho thuê văn phòng	Cap rate	10.372	100%	10.372
Đầu tư	Equity value	5.932	100%	5.932
Cơ điện	DCF	1.405	100%	1.405
BĐS nhà ở	Book value	1.000	100.0%	1.000
Nước & môi trường	DCF	368	65.0%	239
Định giá lại				37.403
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				471
Giá mục tiêu (đồng/cp)				79.500

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 58: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với các giả định định giá chủ chốt, REE

Giá mục tiêu là 79.500đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và phần bù rủi ro vốn CSH là 8,75%

Đồng	Lãi suất phi rủi ro					
	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%	
Phần bù rủi ro vốn CSH	7,75%	86.300	84.200	82.300	80.500	78.800
	8,25%	84.600	82.600	80.800	79.100	77.600
	8,75%	83.000	81.200	79.500	77.900	76.400
	9,25%	81.500	79.800	78.200	76.600	75.200
	9,75%	80.100	78.500	76.900	75.500	74.100

Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,8% trong 1 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13 lần, cao hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. Tuy nhiên, REE có P/E điều chỉnh dự phóng năm 2025 ở mức 12,6 lần, thấp hơn 25% so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC – theo quan điểm của chúng tôi, đây vẫn là mức định giá hấp dẫn.

Biểu đồ 59: P/E trượt dự phóng 1 năm

REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,1 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 60: Độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân

... cao hơn 1 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 61: So sánh với các công ty cùng ngành trong nước, REE

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	Lợi nhuận/vốn CSH trung bình 2025
POW	1.226,2	7,3	5,6	24,8	21,9	1,0	4%
PGV	828,3	5,8	5,0	22,5	8,9	1,4	8%
PC1	303,6	6,3	5,4	11,1	10,4	1,3	13%
GEG	218,0	5,9	6,3	8,9	13,1	1,1	14%
Bình quân ngành	644,0	6,3	5,6	16,8	13,6	1,2	10%
REE	1.280,2	8,9	9,1	12,6	13,5	1,6	13%
Chênh lệch so với bình quân	99%	40%	63%	-25%	-1%	34%	+3 ppts

Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

Việc mở bán dự án căn hộ Light Square bị trì hoãn vì bất kỳ lý do nào sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến dự báo lợi nhuận của chúng tôi cho REE. Bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc triển khai cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) cũng có thể làm chậm tiến độ phát triển các dự án điện gió mới của REE tại Trà Vinh. Tình trạng suy yếu của mảng cho thuê văn phòng có thể kéo dài lâu hơn so với kỳ vọng.

Tiềm năng tăng giá

REE là một công ty đầu tư đang tích cực tìm kiếm cơ hội mua lại các tài sản mới. Nếu REE có thể thực hiện các thương vụ M&A với mức định giá hấp dẫn, cả lợi nhuận và định giá doanh nghiệp đều có thể được cải thiện. Ngoài ra, nhờ bảng CĐKT lành mạnh, REE có khả năng phát triển thêm các dự án mới trong lĩnh vực năng lượng và cho thuê văn phòng.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	8,570	8,384	9,692	9,750	10,043
Lợi nhuận gộp	3,710	3,124	3,690	3,567	3,684
Chi phí BH&QL	(756)	(696)	(675)	(701)	(726)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	2,954	2,429	3,015	2,866	2,957
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(471)	(428)	(387)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	877	717	814	849	882
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	14.0	15.3	0	0	0
LNNT	3,056	2,690	3,359	3,287	3,452
Chi phí thuế TNDN	(269)	(294)	(336)	(329)	(345)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(598)	(402)	(361)	(417)	(457)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,188	1,994	2,662	2,542	2,650
Lợi nhuận thuần ĐC	2,188	1,994	2,662	2,542	2,650
EBITDA ĐC	4,218	3,727	4,308	4,131	4,252
EPS (đồng)	5,354	4,534	5,651	5,396	5,627
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,651	5,396	5,627
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,500	1,500	1,500
Slg CP bình quân (triệu đv)	409	440	471	471	471
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	409	471	471	471	471
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	409	471	471	471	471

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	3,023	5,636	4,938	5,845	6,770
Đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,060	1,060	1,060
Phải thu khách hàng	3,780	3,129	4,116	4,141	4,267
Hàng tồn kho	1,354	1,277	1,578	1,629	1,678
Các tài sản ngắn hạn khác	235	184	287	295	304
Tổng tài sản ngắn hạn	9,524	11,286	11,978	12,970	14,079
TSCĐ hữu hình	14,845	13,890	15,558	15,803	16,020
TSCĐ vô hình	71.3	71.0	64.4	55.5	43.6
Bất động sản đầu tư	1,345	2,542	2,447	2,352	2,257
Đầu tư dài hạn	287	266	316	332	348
Đầu tư vào Cty LD,LK	6,274	5,933	6,170	6,417	6,673
Tài sản dài hạn khác	2,566	2,373	1,006	1,011	1,041
Tổng tài sản dài hạn	25,388	25,075	25,561	25,970	26,384
Tổng cộng tài sản	34,912	36,361	37,539	38,940	40,463
Nợ ngắn hạn	1,238	1,244	1,244	1,244	1,244
Phả trả người bán	619	724	780	804	827
Nợ ngắn hạn khác	1,177	914	1,060	1,100	1,139
Tổng nợ ngắn hạn	3,945	4,052	3,830	3,904	3,992
Nợ dài hạn	9,505	9,153	8,653	8,153	7,653
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	189	189	189	189	189
Nợ dài hạn khác	451	466	466	466	466
Tổng nợ dài hạn	10,145	9,808	9,308	8,808	8,308
Tổng nợ phải trả	14,142	13,906	13,170	12,734	12,316
Vốn chủ sở hữu	17,318	18,900	20,814	22,651	24,591
Lợi ích cổ đông thiểu số	3,452	3,555	3,555	3,555	3,555
Tổng vốn chủ sở hữu	20,770	22,455	24,370	26,206	28,147
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,912	36,361	37,539	38,940	40,463
BVPS (đ)	42,372	40,126	44,191	48,090	52,210
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,720	4,761	4,959	3,552	2,127

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,954	2,429	3,015	2,866	2,957
Khấu hao	(1,264)	(1,299)	(1,293)	(1,265)	(1,295)
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(471)	(428)	(387)
Thuế TNDN đã nộp	(269)	(294)	(336)	(329)	(345)
Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	232	(1,842)	(861)	(913)
Khác	950	584	1,255	1,253	1,245
LCT thuần từ HKKD	2,817	3,779	2,915	3,767	3,852
Đầu tư TS dài hạn	(873)	(1,045)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Góp vốn & đầu tư	(977)	(710)	0	0	0
Thanh lý	1,418	653	(590)	162	89.5
Khác	1,075	1,320	183	185	190
LCT thuần từ HĐĐT	642	218	(1,906)	(1,154)	(1,220)
Cổ tức trả cho CSH	(886)	(1,029)	(707)	(707)	(707)
Thu từ phát hành CP	0	27.7	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(701)	(383)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,588)	(1,384)	(1,707)	(1,707)	(1,707)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,151	3,023	5,636	4,938	5,845
LCT thuần trong kỳ	1,872	2,613	(698)	907	925
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,023	5,636	4,938	5,845	6,770
Dòng tiền tự do	1,944	2,734	1,415	2,267	2,352

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	43.3	37.3	38.1	36.6	36.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	49.2	44.5	44.4	42.4	42.3
Tỷ suất LNT (%)	25.5	23.8	27.5	26.1	26.4
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.82	10.9	10.00	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.56)	(2.17)	15.6	0.61	3.00
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(13.7)	(11.6)	15.6	(4.10)	2.93
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.7)	(8.86)	33.5	(4.51)	4.28
Tăng trưởng EPS (%)	(18.7)	(15.3)	24.6	(4.51)	4.28
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	24.6	(4.51)	4.28
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.7	22.1	26.5	27.8	26.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.3	11.0	13.4	11.7	11.2
ROACE (%)	9.72	7.68	9.13	8.34	8.27
Vòng quay tài sản (lần)	0.25	0.24	0.26	0.25	0.25
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.95	1.56	0.97	1.31	1.30
Số ngày tồn kho	102	88.6	96.0	96.2	96.3
Số ngày phải thu	284	217	250	244	245
Số ngày phải trả	46.5	50.2	47.5	47.4	47.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.7	30.5	26.3	18.0	10.8
Nợ/tài sản (%)	32.8	31.3	27.7	25.5	23.3
EBIT/lãi vay (lần)	3.74	5.16	6.41	6.70	7.64
Nợ/EBITDA (lần)	2.71	3.06	2.42	2.40	2.22
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.79	3.13	3.32	3.53
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.26	4.52	3.93	3.77	3.51
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.65	10.2	8.85	8.89	8.30
P/E (lần)	13.1	15.5	12.5	13.0	12.5
P/E ĐC (lần)	13.1	15.5	12.5	13.0	12.5
P/B (lần)	1.66	1.75	1.59	1.46	1.35
Lợi suất cổ tức (%)	1.42	1.42	2.13	2.13	2.13

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn