

Cải cách đang được triển khai; GEG, PC1 và POW là các 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

- Ngành điện Việt Nam đang thúc đẩy các cải cách cơ cấu nhằm thu hút đầu tư tư nhân và đẩy nhanh tiến độ triển khai QHĐ8, với các cơ chế then chốt bao gồm biểu giá điện hai thành phần và cơ chế DPPA. Các cơ chế này hướng đến việc đảm bảo giá điện phản ánh đúng chi phí, ổn định lợi nhuận cho các nhà phát điện và cải thiện khả năng vay vốn cho các dự án.
- Ngành điện Việt Nam đang được định hình lại bởi ba xu hướng chủ chốt trong trung hạn: Mở rộng công suất điện khí LNG, đẩy nhanh phát triển lưới điện truyền tải và xây dựng điện gió ngoài khơi trong dài hạn. Các doanh nghiệp như POW, REE, PC1, PGV và GEG có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội nhờ năng lực phù hợp và định vị chiến lược.
- Các lựa chọn hàng đầu của HSC trong ngành điện gồm GEG, PC1, và POW.

Các cải cách cơ cấu đang được triển khai trong ngành điện

Ngành điện Việt Nam đang triển khai các cải cách cơ cấu nhằm thu hút tư nhân và đẩy nhanh tiến độ thực hiện Quy hoạch Điện VIII (QHĐ8) của Chính phủ. Các nỗ lực cải cách trọng tâm bao gồm biểu giá điện hai thành phần và cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Biểu giá điện hai thành phần nhằm phản ánh đúng chi phí hệ thống bằng cách bổ sung giá công suất cố định bên cạnh giá điện năng biến đổi, từ đó khuyến khích quản lý nhu cầu hiệu quả và giúp các doanh nghiệp phát điện có lợi nhuận ổn định hơn, như đã đề cập trong báo cáo gần đây của HSC ([Bước ngoặt tăng trưởng của ngành điện Việt Nam](#), ngày 21/10/2025). Trong khi đó, cơ chế DPPA cho phép các khách hàng tiêu thụ lớn ký hợp đồng mua điện tái tạo trực tiếp mà không phải thông qua EVN, qua đó cải thiện khả năng vay vốn cho dự án.

Các xu hướng trung hạn sẽ định hình lại ngành điện

Ngành điện Việt Nam đang bước vào giai đoạn then chốt với ba xu hướng cơ cấu chủ đạo: đẩy mạnh phát triển nhiệt điện khí LNG để bù đắp khoảng trống của năng lượng tái tạo, mở rộng mạng lưới truyền tải nhằm giảm tỷ lệ cắt giảm công suất và giải phóng dòng điện liên vùng, và phát triển điện gió ngoài khơi trong dài hạn. Các doanh nghiệp như POW, REE, PC1, PGV và GEG đều có vị thế tốt để hưởng lợi từ các xu thế này thông qua tận dụng thế mạnh trong việc triển khai dự án LNG, tổng thầu EPC, vận hành các nhà máy nhiệt điện khí và nền tảng năng lượng tái tạo sẵn sàng cho cơ chế DPPA.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho một số doanh nghiệp điện khí đã cải thiện của ngành ngày càng rõ nét. PC1 hưởng lợi từ danh mục hợp đồng tổng thầu EPC dồi dào và tỷ suất lợi nhuận cải thiện, trong khi POW có vị thế tốt để nắm bắt cơ hội từ các cải cách chính sách thuận lợi đối với điện khí LNG. GEG được hưởng lợi từ việc bổ sung công suất mới và quản lý chi phí hiệu quả, còn PGV tiếp tục được hỗ trợ nhờ sản lượng hợp đồng phân bổ ổn định và tỷ suất lợi nhuận duy trì vững vàng, có tiềm năng tăng giá khi các chính sách mới được triển khai.

Định giá và khuyến nghị

Trong 3 tháng qua, giá của các cổ phiếu ngành Tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị của HSC đã giảm bình quân 6,1%, kém hơn so với mức tăng 3,4% của chỉ số VN30, với PC1 giảm mạnh nhất (0,6%) và REE/GEG tụt lại phía sau. Các lựa chọn hàng đầu của chúng tôi gồm GEG, PC1 và POW – tất cả đều khuyến nghị Mua vào – với tiềm năng tăng giá lần lượt là 34,3%, 29,0% và 21,3%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/11.

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	14,300	Mua vào	Tăng tỷ trọng	19,200	2.13	34.3	5.48	10.7	5.60	7.33	0	0
PC1	21,700	Mua vào	-	28,000	7.33	29.0	10.2	10.3	6.48	6.17	0	0
PGV	19,500	Tăng tỷ trọng	-	23,400	3.08	20.0	9.99	7.91	5.00	4.75	0	5.00
POW	15,250	Mua vào	-	18,500	10.1	21.3	16.6	21.2	7.07	5.86	0	0
REE	65,200	Tăng tỷ trọng	Nắm giữ	74,300	7.48	14.0	12.8	12.9	8.88	8.70	1.53	1.53

Giá cổ phiếu tại ngày 28/11/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Các cải cách đang được triển khai để hiện thực hóa mục tiêu của QHĐ8	3
Các giải pháp cấp bách nhằm tháo gỡ các nút thắt	3
Các xu hướng ngành đáng chú ý trong trung hạn	4
Dự báo lợi nhuận	7
Định giá và khuyến nghị	8
Tiềm năng và rủi ro đầu tư	9
Báo cáo thành phần	
CTCP Điện Gia Lai (GEG)	11
CTCP Xây lắp điện 1 (PC1)	19
TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)	28
Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV)	36
CTCP Cơ điện lạnh (REE)	41

Các cải cách đang được triển khai để hiện thực hóa mục tiêu của QHĐ8

Ngành điện Việt Nam đang triển khai nhiều cải cách quan trọng, với các chính sách cơ cấu như biểu giá điện hai thành phần và cơ chế DPPA được kỳ vọng sẽ thu hút đầu tư tư nhân và đẩy nhanh tiến độ thực hiện QHĐ8. Các xu hướng trung hạn, bao gồm sự gia tăng của nhiệt điện khí LNG, mở rộng mạnh lưới điện truyền tải và phát triển điện gió ngoài khơi, đang định hình lại ngành và tạo ra động lực thuận lợi cho các doanh nghiệp có vị thế tốt như PC1, POW, PGV và GEG. Bất chấp diễn biến giá cổ phiếu kém tích cực gần đây, định giá toàn ngành vẫn hấp dẫn; HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PC1, GEG và POW.

Các giải pháp cấp bách nhằm tháo gỡ các nút thắt

Quy hoạch Điện VIII (QHĐ8) đặt ra mục tiêu đầy tham vọng về mở rộng mạnh năng lượng tái tạo và phát triển hệ thống điện phi tập trung. Tuy nhiên, để hiện thực hóa tầm nhìn này, Việt Nam cần giải quyết các nút thắt cơ cấu tồn tại lâu nay, đặc biệt là liên quan đến cơ chế giá điện, khả năng vay vốn của dự án và khả năng tiếp cận thị trường. Hai giải pháp trọng tâm đang được ưu tiên gồm biểu giá điện hai thành phần và cơ chế DPPA, cả hai đều nhận được động lực mới từ Nghị quyết 70-NQ/TW (tập trung thúc đẩy ngành điện vận hành theo cơ chế thị trường cạnh tranh), Nghị quyết 328/NQ-CP (tập trung triển khai Nghị quyết 70/NQ/TW) và các đề xuất pháp lý liên quan như Tờ trình 1043 của Chính phủ gửi Quốc hội (đề xuất các cơ chế, chính sách đặc thù nhằm tháo gỡ khó khăn trong phát triển năng lượng quốc gia giai đoạn 2026–2030).

Cả biểu giá điện hai thành phần lẫn cơ chế DPPA đều là các công cụ chính sách then chốt để thúc đẩy chuyển đổi ngành điện. Biểu giá điện hai thành phần giúp giá điện phản ánh đúng chi phí hệ thống, qua đó ổn định doanh thu cho các nhà phát điện và là thông điệp hữu hiệu cho khách hàng sử dụng điện. Trong khi đó, cơ chế DPPA mở ra kênh thu hút vốn tư nhân vào các dự án năng lượng tái tạo mà không phải phụ thuộc hoàn toàn vào khả năng mua điện của EVN.

Nếu được triển khai hiệu quả, các cải cách này sẽ đẩy nhanh tiến độ thực hiện QHĐ8, giảm phụ thuộc vào vốn Nhà nước và củng cố niềm tin của nhà đầu tư. Tuy nhiên, mức độ thành công phụ thuộc vào việc triển khai minh bạch, hạ tầng kỹ thuật đủ mạnh và sự phối hợp chặt chẽ giữa các bên liên quan. Do đó, các chính sách này không chỉ là những cải cách mang tính kỹ thuật mà còn là những thay đổi có tính nền tảng giúp định hình bức tranh năng lượng của Việt Nam trong nhiều năm tới.

Biểu giá điện hai thành phần nhằm phản ánh đúng chi phí hệ thống

Việt Nam hiện đang áp dụng cơ cấu giá điện một thành phần, trong đó khách hàng chỉ trả tiền dựa trên sản lượng điện tiêu thụ (kWh). Cơ chế này không phản ánh đúng chi phí hệ thống để duy trì công suất đáp ứng nhu cầu phụ tải cực đại, đặc biệt khi năng lượng tái tạo (vốn mang tính gián đoạn) ngày càng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu phát điện. Cụ thể, sự gia tăng nhanh của các nguồn năng lượng tái tạo gián đoạn (điện mặt trời và điện gió) làm trầm trọng thêm vấn đề thu hồi chi phí trong cơ chế giá điện một thành phần. Đơn vị vận hành hệ thống phải gánh chi phí kép để duy trì hạ tầng cố định cho cả nguồn điện gián đoạn (mặt trời, gió) và công suất dự phòng tương ứng từ các nguồn điện truyền thống (than, khí tự nhiên, LNG) – vốn phải sẵn sàng phát ngay khi sản lượng từ điện tái tạo sụt giảm. Do cơ chế một thành phần chỉ thu tiền điện năng tiêu thụ, đơn vị vận hành không thể thu hồi đầy đủ chi phí cố định lớn của phần công suất dư thừa này, dẫn đến tình trạng thâm hụt tài chính cho đơn vị vận hành.

Biểu giá điện hai thành phần sẽ giải quyết vấn đề này bằng cách bổ sung giá cố định (dựa trên công suất đăng ký tối đa theo kW) bên cạnh giá biến đổi (dựa trên sản lượng tiêu thụ thực tế), tương tự như cách các ngành hạ tầng khác như cấp nước hoặc viễn thông đang áp dụng.

Giá cố định phản ánh các chi phí liên quan đến công suất như đầu tư vào nhà máy điện và hệ thống truyền tải, trong khi giá biến đổi ghi nhận các chi phí vận hành và nhiên liệu. Cơ cấu giá điện hai thành phần này khuyến khích các khách hàng tiêu thụ điện lớn, đặc biệt là khối công nghiệp và thương mại, làm phẳng biểu đồ phụ tải, giảm

nhu cầu giờ cao điểm và đầu tư vào các giải pháp tiết kiệm điện hoặc các hệ thống điện sau công tơ như điện mặt trời áp mái và hệ thống lưu trữ năng lượng bằng pin (BESS).

Theo dự thảo lộ trình của Bộ Công Thương, biểu giá điện hai thành phần sẽ được triển khai theo bốn giai đoạn trong 2025-2027. Các giai đoạn đầu bao gồm thu thập số liệu và thử nghiệm tính toán trên giấy giấy với số liệu thực tế, sau đó là giai đoạn thí điểm chính thức và có thể được triển khai trên phạm vi toàn quốc từ tháng 8/2027. Dù giai đoạn thí điểm tập trung vào khách hàng công nghiệp, cấu trúc này phản ánh đề xuất từ phía các nhà phát điện, đặc biệt là các nhà phát triển dự án điện khí LNG, về việc áp dụng các cơ chế tương tự ở phía nhà cung cấp, do họ cần dòng doanh thu ổn định ngay cả khi sản lượng huy động thực tế biến động.

Cải cách này được kỳ vọng sẽ cải thiện tính minh bạch về chi phí, giảm nhu cầu đầu tư liên quan đến phụ tải cao điểm và nâng cao hiệu quả vận hành của hệ thống. Tuy nhiên, việc triển khai sẽ đòi hỏi phổ cập công tơ điện tử, xây dựng mẫu hợp đồng rõ ràng, và truyền thông đầy đủ để tránh gây hiểu nhầm cho người dùng, đặc biệt là nhóm hộ gia đình – những đối tượng có thể thấy mình phải trả phí cho công suất mà họ hiếm khi sử dụng. Về dài hạn, cơ chế này phù hợp với mục tiêu hình thành thị trường bán lẻ điện cạnh tranh vào năm 2030 và được kỳ vọng sẽ giúp giảm tới 10% phụ tải cực đại toàn hệ thống, tiết kiệm hàng chục nghìn tỷ đồng chi phí đầu tư hạ tầng.

Cơ chế DPPA hướng đến mục tiêu mở khóa quyền tiếp cận trực tiếp nguồn điện xanh

Cơ chế DPPA, ban hành lần đầu vào tháng 7/2024 và sửa đổi vào tháng 3/2025, được xây dựng nhằm cho phép các khách hàng sử dụng điện lớn mua điện trực tiếp từ các đơn vị phát điện năng lượng tái tạo. Tuy nhiên, mức độ áp dụng còn hạn chế do các điều khoản hợp đồng còn bó hẹp và hạ tầng hỗ trợ chưa đầy đủ. Hiện nay, Nghị quyết 70 và Nghị quyết 328 đã nâng DPPA lên thành một trụ cột của thị trường bán buôn điện cạnh tranh tại Việt Nam. Hai nghị quyết này yêu cầu triển khai đầy đủ DPPA trước tháng 7/2026 song song với lộ trình tự do hóa thị trường bán lẻ điện.

Dự thảo nghị định mới nhất (tháng 10/2025) đề xuất một số thay đổi quan trọng đối với Nghị định 57/2025 (về DPPA) và Nghị định 58/2025 (về cơ chế tự tiêu thụ điện năng lượng tái tạo và bán phần điện dư). Khung DPPA sửa đổi mở rộng phạm vi áp dụng để bao gồm các trung tâm dữ liệu, đơn vị vận hành trạm sạc xe điện và các nhà bán lẻ điện trong khu công nghiệp. Cơ chế DPPA quy định hai mô hình truyền tải: thông qua lưới điện quốc gia (theo hợp đồng chênh lệch giá và qua lưới điện kết nối với EVN) và thông qua đường dây riêng (ví dụ: điện mặt trời áp mái), trong đó phần điện dư mà dự án được phép bán ngược lên hệ thống điện quốc gia bị giới hạn ở mức 20% và được định giá theo mức giá điện giao ngay bình quân của các năm trước. Thủ tục hành chính được đơn giản hóa tùy theo quy mô hệ thống và loại hình đấu nối, từ việc chỉ cần thông báo đối với các hệ thống nhỏ đến yêu cầu đăng ký chính thức đối với các dự án đấu nối ở cấp điện áp “trung áp”.

Nhìn chung, các thay đổi này giúp làm rõ những điểm trước đây còn mơ hồ, qua đó có thể mở khóa công suất điện mặt trời và điện gió đang bị trì hoãn. Dù quy định giới hạn giá bán phần điện dư có thể làm hạn chế tỷ suất lợi nhuận nhưng chính sách mới vẫn giúp các dự án điện tái tạo này có khả năng vay vốn cao hơn so với các phiên bản trước. Chính sách này cũng phù hợp với mục tiêu giảm phát thải của Việt Nam và hỗ trợ các ngành thâm dụng năng lượng đang tìm cách “xanh hóa” cơ cấu điện của mình thông qua cơ chế mua điện trực tiếp.

Các xu hướng ngành đáng chú ý trong trung hạn

HSC ghi nhận ba xu hướng quan trọng cần theo dõi khi các cải cách ngành được triển khai, bao gồm:

- Tập trung phát triển nhiệt điện khí LNG như một nguồn năng lượng chuyển tiếp trong ngắn và trung hạn, nhằm giảm phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch trong dài hạn.
- Nhu cầu cấp thiết phải đẩy nhanh đầu tư hạ tầng truyền tải để đáp ứng tốc độ tăng trưởng nhanh của công suất điện.

- Bắt đầu triển khai các dự án điện gió ngoài khơi.

LNG ngày càng giữ vai trò lớn hơn trong chiến lược chuyển dịch năng lượng của Việt Nam

QHĐ8 đặt mục tiêu mở rộng mạnh mẽ công suất điện khí. Công suất điện khí trong nước dự kiến tăng từ 7 GW lên 15 GW vào năm 2030, trong khi công suất điện khí LNG được đặt mục tiêu tăng lên 22,5 GW. Tuy nhiên, đến cuối năm 2025, chỉ các dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 là đang bám sát tiến độ, trong khi phần lớn các dự án khác như Ô Môn 4 vẫn đang ở giai đoạn đầu.

Sự chậm trễ này gây rủi ro cho các mục tiêu tổng thể của QHĐ8. Khi nhiệt điện than dự kiến sẽ được loại bỏ dần sau năm 2030 và thủy điện hầu như không còn dư địa phát triển, nguồn cung điện tương lai của Việt Nam sẽ phải dựa vào năng lượng tái tạo và các nhà máy điện khí. Tuy nhiên, các nguồn năng lượng tái tạo như điện mặt trời và điện gió có tính gián đoạn, trong đó điện mặt trời chỉ vận hành 5-6 giờ mỗi ngày. Do đó, điện khí đóng vai trò thiết yếu trong việc cung cấp công suất nền linh hoạt để bổ trợ cho năng lượng tái tạo.

Nếu các nhà máy điện khí LNG không được triển khai đúng tiến độ, hoạt động đầu tư vào năng lượng tái tạo có thể bị đình trệ do thiếu công suất cân bằng hệ thống. Mối quan hệ phụ thuộc lẫn nhau này cho thấy sự cần thiết phải đồng bộ hóa chính sách và quy định nhằm bảo đảm công suất điện khí LNG được triển khai song hành với năng lượng tái tạo.

Một số biện pháp đã được đề xuất nhằm giải quyết các lo ngại của nhà đầu tư và đẩy nhanh tiến độ triển khai điện khí, bao gồm:

- **Sản lượng hợp đồng phân bổ tối thiểu (Qc):** Với tỷ trọng năng lượng tái tạo lớn trong QHĐ8, mức Qc tối thiểu 65-70% có thể không thực tế đối với nhà đầu tư LNG. Mức Qc cao hơn phù hợp hơn cho các nhà máy vận hành nền, với đề xuất nâng lên khoảng 90%. Hiện đề xuất quy định mức Qc tối thiểu cho các dự án LNG không thấp hơn 75% sản lượng bình quân nhiều năm (nếu dự án đi vào vận hành thương mại trước ngày 1/1/2031), qua đó thể hiện tín hiệu hỗ trợ tích cực đối với kỳ vọng của nhà đầu tư.
- **Chi phí công suất:** Luật Điện lực 2024 (Điều 51) đã đưa ra khái niệm chi phí công suất (bao gồm chi phí cố định và chi phí vận hành & bảo dưỡng). Dù các dự án của PVN (doanh nghiệp Nhà nước) không yêu cầu cơ chế này nhưng các nhà đầu tư tư nhân lại cần thanh toán công suất để bảo đảm sự ổn định doanh thu. Dù Việt Nam chưa triển khai chính thức thị trường công suất, hệ thống hiện tại có áp dụng giá “công suất phát tăng thêm” trong thị trường điện giao ngay, chủ yếu nhằm bù đắp trong ngắn hạn. Một cơ chế giá điện hai thành phần đầy đủ, bao gồm cả phần điện năng và phần công suất, vẫn chưa được áp dụng cho cả bên mua lẫn bên bán điện.
- **Cam kết cung cấp khí:** Công ty TNHH MTV Vận hành Hệ thống điện và Thị trường điện Quốc gia (NSMO) – đơn vị được chuyển về trực thuộc Bộ Công Thương từ tháng 8/2024, với các chức năng chính gồm bảo đảm an toàn và ổn định cho hệ thống điện quốc gia, vận hành thị trường điện và duy trì hạ tầng CNTT/viễn thông cho hoạt động tối ưu – được kỳ vọng sẽ huy động đủ sản lượng điện để đáp ứng các nghĩa vụ bao tiêu khí trong hợp đồng mua bán khí (GSA). Đối với các dự án khí trong nước như dự án Lô B – Ô Môn, việc huy động sẽ được điều chỉnh phù hợp với nguồn nhiên liệu sẵn có và nhu cầu của hệ thống. Tuy nhiên, hiện chưa có cam kết tương tự đối với các dự án LNG, tạo ra rủi ro đối với khả năng vay vốn của dự án.

HSC kỳ vọng rằng nhu cầu cấp thiết ngày càng tăng cùng sự rõ ràng về pháp lý sẽ thúc đẩy sự hỗ trợ mạnh mẽ hơn đối với nhiệt điện khí LNG trong các năm tới.

Hạ tầng truyền tải: Xương sống của quá trình chuyển dịch năng lượng

Để đồng hành với việc mở rộng công suất nguồn điện, Việt Nam cần đầu tư 18,1 tỷ USD vào hạ tầng truyền tải trong giai đoạn 2026-2030. Ưu tiên trọng tâm là phát triển các đường dây 500 kV và 220 kV nhằm hỗ trợ truyền tải liên vùng, đặc biệt từ các khu vực giàu tiềm năng năng lượng tái tạo ở miền Trung và Tây Nguyên đến các trung tâm phụ tải lớn ở miền Bắc và miền Nam.

Một mạng lưới truyền tải vững mạnh là yếu tố then chốt để hấp thụ biến động của các nguồn năng lượng tái tạo và giảm rủi ro cắt giảm công suất. QHĐ8 đặt mục tiêu phát triển trục đường dây 500 kV tăng cường, kết nối tất cả các vùng và liên kết với các nước láng giềng, đi kèm với việc ứng dụng các công nghệ lưới điện thông minh.

Tuy nhiên, thách thức trong triển khai là vô cùng lớn: Việt Nam cần xây dựng 12.300 km đường dây 500 kV mới chỉ trong vòng năm năm – gấp 24 lần chiều dài tuyến Quảng Trạch-Phổ Nổi, là tuyến truyền tải lập kỷ lục và đã hoàn thành vào năm 2024 ([nguồn](#)). Dự án này mất bảy tháng để hoàn thành và đòi hỏi sự phối hợp chưa từng có giữa tất cả các cấp chính quyền.

Để đạt được các mục tiêu này, Việt Nam cần thực hiện cải cách pháp lý toàn diện nhằm đơn giản hóa quy trình cấp phép, đẩy nhanh tiến độ phê duyệt và có thể cho phép khu vực tư nhân tham gia thông qua mô hình đối tác công tư (PPP) hoặc các hình thức đầu tư khác.

Điện gió ngoài khơi: Mở khóa tiềm năng chưa được khai thác

Dù mang tính dài hạn hơn nhưng điện gió ngoài khơi vẫn là một cơ hội tăng trưởng lớn cho Việt Nam, với tiềm năng lên tới 600 GW (gấp khoảng 7 lần công suất phát hiện tại của cả nước). QHĐ8 đặt mục tiêu hoàn thành 6 GW vào năm 2030 và 17 GW vào năm 2035. Tuy nhiên, các dự án điện gió ngoài khơi đang đối mặt với nhiều rào cản pháp lý phức tạp do sự chồng lấn thẩm quyền giữa các bộ ngành – từ quản lý tài nguyên biển cho đến quốc phòng.

Điện gió ngoài khơi đang nhanh chóng nổi lên như một trụ cột chiến lược trong quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam nhờ ưu thế kỹ thuật vượt trội và sự phù hợp với các mục tiêu chính sách quốc gia. Các dự án điện gió ngoài khơi được hưởng lợi từ tốc độ gió cao hơn và ổn định hơn so với điện gió trên bờ, nhờ điều kiện ngoài biển thoáng mở, không bị cản trở bởi địa hình hay công trình. Điều này giúp hệ số công suất (tỷ lệ giữa sản lượng điện thực tế và sản lượng tối đa có thể đạt được) của điện gió ngoài khơi cao hơn nhiều, dao động 40-60% hoặc hơn, so với mức 25-40% của điện gió trên bờ; từ đó giúp các tua-bin ngoài khơi tạo ra sản lượng lớn hơn đáng kể trên mỗi MW lắp đặt (theo Bộ Công Thương).

Ngoài ra, điện gió ngoài khơi cho phép phát triển ở quy mô lớn, cung cấp nguồn điện nên có thể thay thế nhiệt điện than trong cơ cấu năng lượng quốc gia. Các dự án ngoài khơi cũng tránh được những vấn đề phức tạp về giải phóng mặt bằng và tái định cư như dự án trên bờ, đồng thời giảm thiểu tác động về tiếng ồn và cảnh quan. Quan trọng hơn, phát triển điện gió ngoài khơi góp phần thực hiện cam kết phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 của Việt Nam (tại COP26), bảo đảm an ninh năng lượng và mở rộng năng lượng tái tạo theo định hướng của QHĐ8 sửa đổi, hướng tới đạt 6 GW điện gió ngoài khơi vào năm 2030 và lên tới 139 GW vào năm 2050.

Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là hai doanh nghiệp Nhà nước giữ vai trò then chốt trong hệ sinh thái điện gió ngoài khơi. EVN đảm nhiệm đồng thời hai vai trò: vận hành lưới điện và mua điện thông qua các hợp đồng PPA dài hạn, qua đó giữ vai trò thiết yếu trong việc tích hợp nguồn vào lưới và cân bằng các nguồn điện gián đoạn. PVN đang tận dụng kinh nghiệm trong lĩnh vực dầu khí ngoài khơi để chuyển mình thành một đơn vị dẫn đầu trong năng lượng tái tạo. Các công ty con của PVN tham gia vào toàn chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi, từ khảo sát biển và lắp đặt móng (PVS; Mua vào, giá mục tiêu 48.000đ), logistics (PVT; chưa khuyến nghị), cung ứng hóa chất (PVC; chưa khuyến nghị) đến tích hợp và phát điện (POW; Mua vào, giá mục tiêu 18.500đ). Sự chuyển hướng chiến lược của PVN góp phần đa dạng hóa cơ cấu năng lượng quốc gia và thúc đẩy phát triển công nghiệp xanh tại các tỉnh ven biển.

Các doanh nghiệp trong danh sách khuyến nghị của HSC được hưởng lợi

Bối cảnh ngành điện Việt Nam đang thay đổi với trọng tâm đặt vào phát triển điện khí LNG, mở rộng mạng lưới truyền tải và thúc đẩy điện gió ngoài khơi, mang lại nhiều cơ hội tăng trưởng cho các doanh nghiệp có vị thế tốt. HSC đánh giá như sau đối với các doanh nghiệp ngành điện trong danh sách khuyến nghị của HSC:

- **PC1** sẽ hưởng lợi từ kế hoạch đầu tư 18,1 tỷ USD cho mạng lưới truyền tải theo QHĐ8, nhờ năng lực triển khai tổng thầu EPC mạnh mẽ ở các dự án truyền tải 500 kV và tham vọng mở rộng sang điện gió ngoài khơi, qua đó đóng vai trò vừa là đơn

vị triển khai chủ chốt vừa là bên hưởng lợi trong quá trình nâng cấp lưới điện quốc gia và tích hợp năng lượng tái tạo.

- **POW** nổi bật với vai trò doanh nghiệp dẫn đầu trong mảng điện khí LNG, với hai dự án Nhơn Trạch 3 & 4 sắp hoàn thành và sẽ hưởng lợi từ các chính sách bảo đảm đang được đề xuất (ví dụ: chúng tôi kỳ vọng mức Qc tối thiểu 75% trong 15 năm), qua đó cải thiện sự ổn định lợi nhuận và tăng khả năng vay vốn của dự án.
- **PGV**, với cụm nhà máy khí Phú Mỹ, được kỳ vọng hưởng lợi từ mức phân bổ Qc cao hơn và sự hỗ trợ đầu tư từ khu vực Nhà nước theo Nghị quyết 70.
- Trong khi đó, **GEG** có định hướng chiến lược phù hợp với xu hướng tự do hóa thị trường điện. GEG đang tận dụng nền tảng năng lượng tái tạo có khả năng mở rộng cùng năng lực triển khai đã được chứng minh để dẫn đầu trong các cơ chế như DPPA, nơi Công ty nhiều khả năng trở thành nhà phát triển điện mặt trời đầu tiên tại Việt Nam ký được hợp đồng theo cơ chế này, qua đó tạo lợi thế vượt trội so với các doanh nghiệp cùng ngành khi mức độ tham gia của khu vực tư nhân gia tăng.
- **REE** đặt mục tiêu mở rộng danh mục nguồn điện lên 5.000 MW từ mức 1.080 MW hiện tại vào năm 2035. Nhìn chung, các xu hướng ngành này đã thể hiện triển vọng rõ ràng hơn cho nhà đầu tư, lực hỗ trợ mạnh hơn từ chính sách và lộ trình tăng trưởng khác biệt cho các doanh nghiệp năng lượng có năng lực vượt trội tại Việt Nam.

Dự báo lợi nhuận

Sau các diễn biến pháp lý gần đây, những thông tin cập nhật về tiến độ dự án và mức độ rõ ràng hơn về các động lực lợi nhuận, HSC điều chỉnh dự báo đối với một số doanh nghiệp ngành Tiện ích – Điện trong danh sách khuyến nghị. Đáng chú ý, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận cho POW nhờ mức phân bổ Qc cao hơn và triển vọng rõ rệt hơn đối với các dự án điện khí LNG; cho PC1 nhờ hoạt động EPC vững chắc và ghi nhận doanh thu BDS; và cho GEG nhờ bổ sung công suất điện tái tạo mới và lợi nhuận từ thoái vốn. Chúng tôi giữ nguyên dự báo đối với PGV, dù triển vọng lợi nhuận của công ty vẫn được hỗ trợ nhờ xu hướng phân bổ khí thuận lợi và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Đối với REE, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 nhờ KQKD khả quan hơn kỳ vọng từ mảng điện và mảng nước & môi trường. Những điều chỉnh này nâng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của lợi nhuận thuần toàn ngành giai đoạn 2024-2027 lên 52%, dẫn dắt bởi tốc độ tăng trưởng nhanh của GEG và sự cải thiện lợi nhuận của mảng điện khí LNG tại POW.

Cụ thể với các công ty trong danh sách khuyến nghị:

- Đối với **PC1**, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 11%, 3%, 12%, chủ yếu phản ánh danh mục hợp đồng EPC dồi dào hơn kỳ vọng và tỷ suất lợi nhuận cải thiện. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC được điều chỉnh tăng từ 7% lên 8,5%, được hỗ trợ bởi sự dịch chuyển sang các dự án phức tạp và có rào cản gia nhập cao như các đường dây truyền tải 500 kV. Lợi nhuận từ BDS cũng được ghi nhận sớm hơn, do dự án Golden Tower–Gia Lâm hiện được kỳ vọng sẽ ghi nhận toàn bộ trong năm 2025, loại bỏ phần đóng góp mà trước đó chúng tôi giả định cho năm 2026. Trong khi đó, việc giảm giả định giá niken gây ảnh hưởng nhẹ đến mảng khai khoáng. Các điều chỉnh này hàm ý lợi nhuận thuần tăng trưởng với CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 27%, được hỗ trợ bởi CAGR 42% của mảng EPC và 37% của mảng BDS.
- Đối với **POW**, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 28%, 8%, 24% sau khi cập nhật bối cảnh chính sách thuận lợi hơn cho hai dự án nhiệt điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4. Đề xuất nâng mức Qc tối thiểu cho các nhà máy LNG từ 65% trong 10 năm lên 75% trong 15 năm giúp cải thiện mức độ ổn định doanh thu cho Nhơn Trạch 3 & 4, hai dự án vẫn đang bám sát tiến độ vận hành thương mại vào Q4/2025. Bên cạnh đó, mức phân bổ Qc cao hơn kỳ vọng tại Nhơn Trạch 1 và việc điều chỉnh tăng 20% sản lượng tại Cà Mau 1 & 2 đã giúp chúng tôi nâng dự báo sản lượng điện năm 2025 thêm 12%. Kết hợp với mức tăng 2% của giá bán điện bình quân và tỷ lệ Qc/sản lượng được cải thiện, lợi nhuận gộp/kWh của POW hiện được dự báo tăng bình quân 16%, qua đó nâng chất lượng lợi nhuận và hỗ trợ CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 32%.

- Đối với **GEG**, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 41%, 5%, 4%, phản ánh đóng góp từ công suất mới và hiệu quả chi phí được cải thiện. Các động lực chính bao gồm khoản lợi nhuận không thường xuyên 112 tỷ đồng từ việc thoái 25% cổ phần tại CTCP Thủy điện Trường Phú, việc kiểm soát chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp tốt hơn kỳ vọng và việc dự kiến đưa vào vận hành dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp) và điện gió ven bờ VPL2 (30 MW) trong các năm 2025-2026. Đáng chú ý, GEG có khả năng trở thành doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam ký hợp đồng DPPA với một khách hàng FDI trong khuôn khổ dự án Đức Huệ 2. Nhờ những yếu tố này, lợi nhuận thuần dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2024-2027 đạt 72,5%.
- Đối với **PGV**, chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 khi mức phân bổ Qc tiếp tục duy trì tích cực, đặc biệt đối với cụm nhà máy khí Phú Mỹ, vốn có thể hưởng lợi thêm nếu các sửa đổi đối với Nghị định 56/2025/NĐ-CP được thông qua. Dù kết quả nửa cuối năm 2025 sẽ phụ thuộc vào sản lượng huy động thực tế gắn với nhu cầu theo mùa nhưng mặt bằng chi phí đầu vào thuận lợi và sản lượng hợp đồng ổn định sẽ tiếp tục hỗ trợ tỷ suất lợi nhuận. Dự báo không đổi của chúng tôi hàm ý CAGR doanh thu thuần giai đoạn 2023-2027 đạt 8,0% và CAGR lợi nhuận thuần đạt 30,5%, với tiềm năng tăng thêm phụ thuộc vào tiến độ thực thi chính sách và huy động vốn theo Nghị quyết 70.
- Đối với **REE**, chúng tôi nâng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 chủ yếu để phản ánh triển vọng tích cực của mảng điện và mảng nước & môi trường sau KQKD khả quan 9 tháng đầu năm 2025. Các động lực chính trong thời gian tới bao gồm điều kiện thời tiết thuận lợi hỗ trợ hoạt động thủy điện và việc tích hợp bốn nhà máy điện tái tạo mới, giúp nâng công suất thực tế thêm 18% so với mức 1.057 MW hiện tại. Theo các dự báo cập nhật này, CAGR lợi nhuận thuần 3 năm đạt 12,3%, trong bối cảnh định giá trở nên hấp dẫn hơn khi Công ty đẩy nhanh chu kỳ đầu tư.

Bảng 1: Dự báo lợi nhuận thuần, các công ty ngành Điện HSC khuyến nghị

Tỷ đồng	2024A	2025F	2026F	2027F	3Y CAGR
POW	1,112	2,146	1,684	2,558	32%
PC1	468	872	869	951	27%
PGV	-878	2,192	2,768	3,093	N/m
GEG	115	935	477	589	73%
REE	1,994	2,763	2,730	2,825	12%
Tổng	2,810	8,806	8,340	9,842	52%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá hầu hết các công ty Tiện ích - Điện trong danh sách khuyến nghị do đặc thù các dự án hạ tầng là có tính dài hạn và mô hình kinh doanh thâm dụng hạ tầng mang lại khả năng ghi nhận dòng tiền dài hạn. Những tiến triển về mặt chính sách trong thời gian gần đây đã hỗ trợ khung định giá với các giả định về dòng tiền trong tương lai ổn định hơn, về mở rộng công suất và tiến độ đầu tư. Với cơ cấu đa ngành của REE, chúng tôi sử dụng phương pháp SoTP để định giá và sử dụng phương pháp DCF để định giá phần lớn các dự án cơ sở.

Trong các mô hình DCF, chúng tôi giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta lấy từ Bloomberg cho từng công ty (PC1 - 1,2 lần; POW - 0,9 lần; PGV - 0,9 lần; REE - 0,8 lần; và GEG - 0,9 lần). Theo đó, giả định WACC của PC1, POW, PGV, REE và GEG tiếp tục được giữ ở mức lần lượt 10,3%, 9,3%, 10%, 7,9-10,7% và 10,2%. Chúng tôi mở rộng thời kỳ tính toán trong mô hình DCF đến năm 2030 (từ 2029) và điều chỉnh thời điểm định giá cho từng công ty sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bối cảnh định giá

Trong ba tháng qua, diễn biến giá cổ phiếu của các doanh nghiệp ngành điện trong danh sách khuyến nghị của HSC biến động trái chiều, với giá cổ phiếu giảm bình quân 6,1%, kém hơn mức tăng 3,4% của chỉ số VN30. GEG là cổ phiếu giảm mạnh nhất

với mức giảm 9,5%, tiếp theo là PC1 và POW, lần lượt giảm 7,4% và 7,3%. Chỉ có REE ghi nhận mức giảm nhẹ 0,6%, trong khi PGV giảm 5,8%.

Tuy nhiên, xét trong 12 tháng qua, nhóm cổ phiếu này ghi nhận mức sinh lời bình quân 14,7%, dẫn đầu bởi GEG (tăng 28,8%), POW (tăng 22,5%) và REE (tăng 13,4%). Tuy vậy, mức tăng này vẫn thấp hơn đáng kể so với chỉ số VN30, vốn tăng 47,8% trong cùng kỳ, cho thấy dư địa thu hẹp khoảng cách khi các yếu tố hỗ trợ từ chính sách và tiến độ triển khai dự án dần phản ánh vào triển vọng rõ ràng hơn của lợi nhuận.

Bảng 2: Diễn biến giá cổ phiếu, ngành Dịch vụ tiện ích

	3 tháng	12 tháng
REE	-0.6%	13.4%
PGV	-5.8%	0.5%
GEG	-9.5%	28.8%
POW	-7.3%	22.5%
PC1	-7.4%	8.5%
Trung bình	-6.1%	14.7%
VN30 Index	3.4%	47.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: So sánh định giá các 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 trên vốn CSH 2025
Refrigeration Electrical Eng. (REE)	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	13.8%
PetroVietnam Power (POW)	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	6.5%
Power Generation JSC 3 (PGV)	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.4	14.3%
Power Construction JSC (PC1)	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	14.6%
Gialai Electricity JSC (GEG)	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19.3%
Bình quân ngành	811.8	6.5	6.6	10.9	12.6	1.3	13.7%

Nguồn: HSC ước tính

Chúng tôi trình bày định giá tại thời điểm cuối năm 2025 và cuối năm 2026 của các công ty điện trong danh sách khuyến nghị của HSC trong Bảng 3. Trong khi đó, xét đến mức định giá trượt dự phóng 1 năm và định giá của các công ty cùng ngành:

- **REE** đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, cao hơn bình quân quá khứ ở mức 11,7 lần; và P/E năm 2025 ở mức 12,6 lần, cao hơn 20% so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 10,5 lần.
- **POW** đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,6 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 38,8 lần, nhưng cổ phiếu đang có P/E năm 2025 cao hơn 72% so với bình quân của các công ty cùng ngành.
- **PGV** dường như đang bị định giá thấp nhất, với P/B trượt dự phóng 1 năm ở mức 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2025 thấp hơn 10% so với bình quân của các công ty cùng ngành.
- Ngược lại, **PC1** đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn hơn, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,7 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 23,3 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E năm 2025 thấp hơn 8% so với bình quân của các công ty cùng ngành.
- Định giá của **GEG** khá hấp dẫn, với P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 22,4 lần. GEG đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 56% so với bình quân của các công ty khác cùng ngành Tiện ích – Điện trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Những đề xuất sửa đổi trong các nghị định chính không được phê duyệt.
- Nhu cầu điện thấp hơn kỳ vọng do các hoạt động xuất khẩu chậm lại.

- Sự chậm trễ trong việc ban hành hướng dẫn chi tiết có thể cản trở việc triển khai thực hiện Quy hoạch Điện 8 đầy tham vọng.
- Giá đầu vào biến động mạnh hơn dự kiến.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Nhu cầu điện tăng mạnh hơn kỳ vọng.
- Giá bán lẻ điện bình quân được điều chỉnh tăng để tăng giá bán bình quân của các đơn vị phát điện và cải thiện khả năng sinh lời của các công ty này.
- Tỷ giá biến động ít hơn (chủ yếu là USD và EUR).

Mua vào (từ Tăng tỷ trọng)

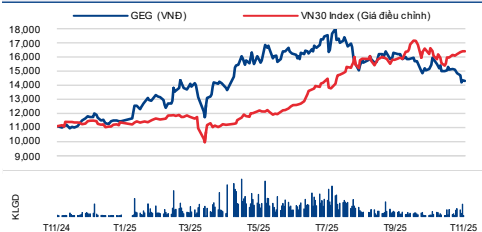
Giá mục tiêu: VNĐ19,200 (từ VNĐ18,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 34.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	14,300
Mã Bloomberg	GEG VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	10,950-18,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	14,380
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	5,124
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	194
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	(6.23)	(9.49)	28.8
So với chỉ số	(4.99)	(12.4)	(12.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,478	1,994	24.3
2026F	1,265	1,271	(0.5)
2027F	1,563	1,537	1.7

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

Danh mục điện tái tạo vững chắc; nâng khuyến nghị lên Mua vào

- HSC nâng khuyến nghị đối với GEG lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 2% giá mục tiêu lên 19.200đ (tiềm năng tăng giá 26%) để phản ánh công suất bổ sung và các giả định định giá mới.
- Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 thêm 41%, chủ yếu do khoản lợi nhuận từ thoái vốn ghi nhận trong Q2/2025 và chi phí bán hàng và quản lý giảm đã bù đắp cho việc sản lượng của Đức Huệ 2 bị chậm nhẹ. Lợi nhuận các năm 2026-2027 cũng được điều chỉnh tăng 5% và 4% nhờ việc bổ sung nhà máy điện gió VPL2 và sự đóng góp trọn năm từ cả VPL2 và Đức Huệ 2 vào năm 2027.
- GEG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 20,7 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 34%, tương đương P/E năm 2025-2026 lần lượt là 7,7 lần và 15,2 lần.

Sự kiện: Cập nhật tiến độ các dự án mới

Danh mục dự án của GEG tiếp tục ghi nhận tiến triển, dẫn đầu là dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp), đây có thể trở thành dự án điện mặt trời đầu tiên tại Việt Nam ký hợp đồng DPPA với một doanh nghiệp FDI. Dự án điện gió ven bờ VPL2 (30 MW) đã sẵn sàng khởi công, đang chờ hoàn tất PPA với EVN, với mục tiêu động thổ trong Q1/2026. Trong khi đó, dự án thủy điện Ea Tih (9 MW) tại Đắk Lắk đã khởi công vào tháng 9/2025 và dự kiến vận hành thương mại trong năm 2027, dù hiện vẫn chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi.

Tác động: Lợi nhuận cải thiện nhờ bổ sung công suất mới

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần của GEG giai đoạn 2025-2027, nâng dự báo năm 2025 thêm 41% nhờ chi phí bán hàng & quản lý được kiểm soát tốt hơn dự kiến và việc sản lượng của dự án Đức Huệ 2 bị chậm nhẹ (được hỗ trợ bởi khoản lợi nhuận không thường xuyên 112 tỷ đồng từ thoái vốn). Lợi nhuận các năm 2026-2027 cũng được điều chỉnh tăng 5% và 4% nhờ đóng góp mới từ dự án điện gió VPL2 và việc cả VPL2 và Đức Huệ 2 hoạt động trọn năm vào năm 2027.

Nhìn chung, các điều chỉnh này củng cố quan điểm tích cực của chúng tôi về triển vọng lợi nhuận của GEG. Công ty có vị thế tốt để hưởng lợi từ các cải cách ngành điện đang diễn ra và khai thác giá trị từ danh mục dự án năng lượng tái tạo sắp triển khai. Với dự báo cập nhật này, CAGR lợi nhuận thuần 2024-2027 của GEG dự báo đạt 72,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 9,5% trong 3 tháng qua và kém hơn chỉ số VN30, GEG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,7 lần.

HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) và tăng 2% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 19.200đ, chủ yếu nhờ (1) bổ sung công suất mới trong ngắn hạn và (2) chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 7,7 lần và 15,2 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,660	1,742	2,392	1,992	2,075
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	137	115	935 ▲	477 ▲	589
EPS ĐC (đồng)	367	304	2,478 ▲	1,265 ▲	1,563
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,141	12,350	14,622 ▲	15,892 ▲	17,418
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.03	8.12	5.60	7.33	7.12
P/E ĐC (lần)	38.9	47.0	5.77	11.3	9.15
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.18	1.16	0.98	0.90	0.82
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	714	(49.0)	23.6
ROAE (%)	3.18	2.62	19.3	8.73	9.88

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

Triển vọng tích cực phía trước nhờ bổ sung công suất mới

Danh mục dự án của GEG tiếp tục ghi nhận tiến triển với các điểm nhấn gồm: (1) dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 (49 MWp) có thể trở thành dự án điện mặt trời đầu tiên tại Việt Nam ký hợp đồng DPPA với một doanh nghiệp FDI; và (2) dự án điện gió ven bờ VPL2 (30 MW) sắp được triển khai xây dựng. Những cập nhật này đã khiến chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 41%, 5%, 4%, phản ánh khoản lợi nhuận không thường xuyên từ thoái vốn, việc kiểm soát chi phí tốt hơn và đóng góp từ công suất mới. Với CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 dự báo đạt 72,5%, HSC nâng khuyến nghị đối với GEG lên Mua vào, nâng giá mục tiêu lên 19.200đ và cho rằng cổ phiếu có tiềm năng tăng giá hấp dẫn khi GEG tận dụng các cải cách chính sách và mở rộng danh mục điện tái tạo.

Sẵn sàng hưởng lợi từ các cải cách đang triển khai

Khi khung pháp lý dần chuyển dịch sang tự do hóa thị trường, cơ chế giá cạnh tranh và gia tăng sự tham gia của khu vực tư nhân, định hướng chiến lược của GEG hoàn toàn phù hợp với các cải cách này. Danh mục điện tái tạo đa dạng cùng năng lực triển khai mạnh của GEG giúp công ty có vị thế thuận lợi để tận dụng các cơ chế mới, đặc biệt là cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA). Đáng chú ý, GEG là một trong những nhà phát triển đầu tiên thành công trong việc đạt được biểu giá bán điện chuyển tiếp với EVN; do đó, chúng tôi kỳ vọng GEG có thể trở thành công ty đầu tiên ký hợp đồng DPPA cho dự án điện mặt trời sắp triển khai của mình.

Tóm tắt: Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

GEG ghi nhận lợi nhuận thuần 75 tỷ đồng trong Q3/2025, đảo chiều từ mức lỗ 27 tỷ đồng cùng kỳ, trên doanh thu 671 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ. Kết quả cải thiện chủ yếu nhờ hai yếu tố: (1) sản lượng tiêu thụ tăng khoảng 9% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng mảng điện gió tăng khoảng 16% so với cùng kỳ và chiếm khoảng 39% tổng sản lượng; và (2) giá bán bình quân tăng 13% so với cùng kỳ, trong đó giá bán bình quân điện gió tăng khoảng 30% nhờ biểu giá chuyển tiếp mới được áp dụng cho dự án TPĐ1 từ Q1/2025.

Bảng 4: KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, GEG

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	671	24%	8%	1,770	2,408	36%	73%
Giá vốn hàng bán	-349	14%	-1%	-903	-987	9%	
Lợi nhuận gộp	323	36%	18%	867	1,422	64%	78%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	48%	+4ppts	+0ppts	49%	59%	+10ppts	
Chi phí BH&QL	-38	15%	2%	-106	-120	14%	52%
Thu nhập tài chính	7	-28%	-94%	29	135	369%	78%
Chi phí tài chính	-194	-16%	13%	-645	-554	-14%	62%
Thu nhập từ công ty liên kết	1	N/m	-12%	-7	5	-165%	
Thu nhập thuần khác	0	-62%	-35%	0	1	N/m	
Lợi nhuận thuần	75	N/m	-55%	84	619	638%	93%
Lợi nhuận cốt lõi	75	N/m	-7%	84	212	153%	77%

Nguồn: HSC

Bảng 5: Cơ cấu sản lượng tiêu thụ Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, GEG

Triệu kWh	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Điện gió	152	16%	482	-7%	75%
Thủy điện	145	10%	222	19%	69%
Điện mặt trời	86	-1%	262	-5%	75%
Điện mặt trời áp mái	10	-3%	32	-1%	71%
Tổng	393	9%	998	-1%	74%

Nguồn: HSC

Trong 9 tháng đầu năm 2025, GEG ghi nhận lợi nhuận thuần 619 tỷ đồng, tăng 638% so với cùng kỳ, trên doanh thu 2.408 tỷ đồng (tăng 36% so với cùng kỳ). Tuy nhiên,

mức tăng mạnh này có sự đóng góp của các khoản mục không thường xuyên, bao gồm việc ghi nhận khoản thanh toán truy thu từ dự án TPĐ1 (ghi nhận trong Q1/2025) và khoản lợi nhuận từ thoái vốn nhà máy thủy điện Trường Phú (ghi nhận trong Q2/2025). Nếu không tính đến các khoản mục không thường xuyên này, lợi nhuận HĐKD cốt lõi của GEG tăng 153% so với cùng kỳ, đạt 77% dự báo lợi nhuận cả năm 2025 trước kỳ công bố KQKD của chúng tôi, cho thấy động lực tăng trưởng nền tảng rất mạnh ngay cả khi loại bỏ các yếu tố bất thường.

Trong Q3/2025, GEG ghi nhận tổng sản lượng điện là 393 triệu kWh, tăng 9% so với cùng kỳ. Mức tăng này chủ yếu đến từ mảng điện gió, tăng 16% so với cùng kỳ và đóng góp 152 triệu kWh, chiếm khoảng 39% tổng sản lượng. Sản lượng thủy điện cũng tăng 10% so với cùng kỳ, trong khi điện mặt trời và điện mặt trời áp mái giảm nhẹ lần lượt 1% và 3%.

Trong 9 tháng đầu năm 2025, tổng sản lượng điện đạt 998 triệu kWh, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ. Mức giảm nhẹ này chủ yếu do sản lượng điện gió và điện mặt trời suy giảm, giảm lần lượt 7% và 5% so với cùng kỳ, trong khi thủy điện tăng 19% nhờ điều kiện thời tiết thuận lợi trong năm 2025. Sản lượng lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 tương đương 74% dự báo cả năm của chúng tôi, cho thấy công ty nhìn chung vẫn bám sát kế hoạch.

Bảng 6: Cơ cấu doanh thu Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, GEG

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Điện gió	319	51%	1,420	69%	79%
Thủy điện	104	10%	232	17%	68%
Điện mặt trời	202	3%	613	-2%	78%
Điện mặt trời áp mái	20	-1%	65	0%	50%
Tổng	645	24%	2,330	35%	76%

Nguồn: HSC

Tăng trưởng doanh thu trong Q3/2025 mạnh hơn đáng kể so với tăng trưởng sản lượng, với doanh thu điện đạt 645 tỷ đồng, tăng 24% so với cùng kỳ. Điện gió là mảng nổi bật nhất khi doanh thu tăng 51% so với cùng kỳ, nhờ sản lượng tăng và mức giá bán thuận lợi theo biểu giá chuyển tiếp áp dụng cho dự án TPĐ1. Doanh thu thủy điện và điện mặt trời tăng lần lượt 10% và 3% so với cùng kỳ, trong khi điện mặt trời áp mái đi ngang.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, doanh thu điện đạt 2.330 tỷ đồng, tăng 35% so với cùng kỳ. Điện gió tiếp tục là động lực chính, đóng góp 1.420 tỷ đồng (tăng 69% so với cùng kỳ), tương đương 79% dự báo cho cả năm của HSC. Đà tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ này vượt xa mức giảm 1% của sản lượng, qua đó cho thấy tác động tích cực từ giá bán cải thiện và khoản thanh toán truy thu sau khi biểu giá chuyển tiếp được thống nhất. Mảng điện mặt trời và điện mặt trời áp mái nhìn chung đi ngang hoặc giảm nhẹ, trong khi thủy điện tiếp tục đóng góp ổn định.

Nhìn chung, mức giá bán tốt hơn kỳ vọng, đặc biệt ở mảng điện gió, đã bù đắp cho tăng trưởng sản lượng yếu hơn, giúp GEG duy trì vị thế thuận lợi để đạt dự báo cả năm của chúng tôi.

Cập nhật tiến độ các dự án: Đức Huệ 2 đúng tiến độ, VPL2 chờ hoàn tất PPA

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

Dự án điện mặt trời Đức Huệ 2, do CTCP TTC Đức Huệ Long An (công ty con của GEG) phát triển, đã được tái khởi động trong Q3/2025 và hiện đang đẩy nhanh tiến độ thi công. Dự án dự kiến hoàn tất toàn bộ phần xây lắp vào cuối năm 2025 và khi đi vào vận hành thương mại, sẽ tạo ra khoảng 70 triệu kWh/năm, tương đương doanh thu khoảng 100 tỷ đồng mỗi năm.

Đáng chú ý, GEG nhiều khả năng sẽ trở thành doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam ký hợp đồng DPPA với một doanh nghiệp FDI trong khuôn khổ dự án này. Chúng tôi kỳ vọng mức giá bán dự kiến khoảng 0,04 USD/kWh (chưa bao gồm phí truyền tải), tương đối tiệm cận mức giá trần của nhà máy điện mặt trời trên mặt đất tích hợp

BESS là 0,046 USD/kWh. Thời điểm vận hành thương mại hiện được kỳ vọng vào cuối Q2/2026, so với dự kiến ban đầu của chúng tôi là Q4/2025.

Dự án điện gió ven bờ VPL2 (30 MW, tỉnh Bến Tre)

Nằm gần nhà máy điện gió VPL1 đang vận hành của GEG, dự án điện gió VPL2 đã sẵn sàng về mặt kỹ thuật và hạ tầng. Tuy nhiên, dự án vẫn đang trong quá trình đàm phán giá bán điện cuối cùng với EVN trước khi ký kết hợp đồng PPA. Chúng tôi kỳ vọng GEG sẽ bắt đầu thi công ngay sau khi hoàn tất thỏa thuận giá bán, với mục tiêu động thổ trong Q1/2026.

Dự án thủy điện Ea Tih (9 MW, tỉnh Đắk Lắk)

Vào ngày 30/9, GEG đã chính thức khởi công nhà máy thủy điện Ea Tih nằm trên sông Kropng H'ngang tại tỉnh Đắk Lắk. Dự án do CTCP Năng lượng Tây Nguyên (công ty con của GEG) làm chủ đầu tư với tổng mức đầu tư trước thuế khoảng 300 tỷ đồng. Khi đi vào vận hành, Ea Tih dự kiến cung cấp khoảng 32 triệu kWh mỗi năm, đóng góp vào danh mục năng lượng tái tạo của GEG. Tuy nhiên, do dự án đang ở giai đoạn đầu, chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình dự báo. Dự án dự kiến vận hành thương mại vào năm 2027.

Bảng 7: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, GEG

(Tỷ đồng, %)	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	3,283	2,944	2,968	3,270	2,945	3,152	-0.4%	0.0%	6%
Lợi nhuận gộp	1,834	1,425	1,418	1,826	1,429	1,519	-0.4%	0.3%	7%
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>55.9%</i>	<i>48.4%</i>	<i>47.8%</i>	<i>55.8%</i>	<i>48.5%</i>	<i>48.2%</i>	<i>-0.1pppts</i>	<i>+0.1pppts</i>	<i>+0.4pppts</i>
Chi phí BH&QL	(230)	(200)	(196)	(164)	(201)	(209)	-29%	0%	6%
Thu nhập/(chi phí) tài chính	(723)	(626)	(483)	(480)	(598)	(539)	-34%	-4%	12%
Thu lãi tiền gửi	172	134	133	283	134	142	65%	0%	7%
Chi phí lãi vay	(895)	(760)	(616)	(763)	(732)	(682)	-15%	-4%	11%
Lợi nhuận thuần	663	454	565	935	477	589	41%	5%	4%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	663	454	565	838	477	589	26%	5%	4%
<i>Tổng sản lượng điện (triệu kWh)</i>	<i>1,354</i>	<i>1,440</i>	<i>1,431</i>	<i>1,348</i>	<i>1,424</i>	<i>1,530</i>	<i>-0.5%</i>	<i>-1%</i>	<i>7%</i>

Nguồn: HSC

Bảng 8: Cơ cấu sản lượng điện đầu ra, GEG

	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Thủy điện	320	345	345	320	340	340	0%	-1%	-1%
Điện NL mặt trời	393	462	461	386	424	462	-2%	-8%	0%
Điện gió	641	633	625	641	659	727	0%	4%	16%
Tổng cộng	1,354	1,440	1,431	1,348	1,424	1,530	-0.5%	-1%	7%

Nguồn: HSC

Bảng 9: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, GEG, GEG

	2025	2026	2027	CAGR (24-27)
Doanh thu thuần	41%	-10%	7%	10.7%
Lợi nhuận gộp	70%	-22%	6%	12.3%
Lợi nhuận thuần	714%	-49%	24%	72.5%
<i>Lợi nhuận 'cốt lõi'</i>	<i>612%</i>	<i>-43%</i>	<i>24%</i>	<i>51.5%</i>

Nguồn: HSC

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Dự án chậm tiến độ + bổ sung công suất mới

Dù giữ quan điểm tích cực đối với triển vọng ổn định của mảng phát điện cốt lõi của GEG, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 thêm 41%. Việc điều chỉnh tăng này phản ánh ba yếu tố chính: (1) Chi phí bán hàng & quản lý trong 9 tháng đầu năm 2025 thấp hơn dự kiến, khiến chúng tôi điều chỉnh giảm 29% ước tính cả năm cho mục chi phí này; (2) thời điểm vận hành thương mại của dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 bị lùi từ Q4/2025 sang cuối Q2/2026, dẫn đến doanh thu giảm nhẹ 0,4% và sản lượng giảm chỉ 0,5% trong năm 2025; và (3) khoản lợi nhuận không thường xuyên

112 tỷ đồng từ việc thoái 25% cổ phần tại CTCP Thủy điện Trường Phú, được ghi nhận vào khoản thu nhập lãi thuần trong Q2/2025.

Cho các năm 2026-2027, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần thêm lần lượt 5% và 4%. Trong năm 2026, dù dự án Đức Huệ 2 chỉ đóng góp trong nửa cuối năm nhưng yếu tố này đã được bù đắp đáng kể nhờ việc dự kiến đưa vào vận hành dự án điện gió ven bờ VPL2 vào cuối Q3/2026. Do đó, dù sản lượng được điều chỉnh giảm nhẹ 1%, dự báo doanh thu vẫn giữ nguyên và dự báo lợi nhuận thuần tăng thêm 5%. Chúng tôi giả định giá bán điện cho dự án VPL2 ở mức 0,075 USD/kWh, tiệm cận mức giá trần 0,079 USD/kWh mà EVN áp dụng cho các dự án điện gió ven bờ.

Đến năm 2027, cả Đức Huệ 2 và VPL2 dự kiến sẽ đóng góp trọn năm, qua đó giúp sản lượng của GEG tăng trưởng 7%, cùng với mức tăng trưởng tương ứng 6% về doanh thu và 4% về lợi nhuận thuần. Những điều chỉnh này giúp CAGR lợi nhuận thuần của GEG giai đoạn 2024-2027 đạt mức 72,5%, được hỗ trợ bởi lợi thế từ biểu giá chuyển tiếp và việc bổ sung công suất mới.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho GEG là 19.200đ, tăng 2% so với giá mục tiêu cũ (18.800đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 34%, tương ứng P/E năm 2025-2026 lần lượt là 7,7 lần và 15,2 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Tăng tỷ trọng) trong bối cảnh các cải cách chính sách đang diễn ra theo hướng tích cực.

Chúng tôi 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:

- GEG được kỳ vọng đạt CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 ở mức 72,5%, phản ánh tác động tích cực từ việc hoàn tất biểu giá và tăng trưởng công suất nhờ các dự án mới như điện mặt trời Đức Huệ 2 và điện gió ven bờ VPL2.
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,0%.
- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 9,7%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bảng 10: Định giá DCF, GEG

Giá mục tiêu là 19.200đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm-2026)
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2026-2030	4,127
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	13,665
Tổng giá trị hiện tại	17,792
Cộng: tiền	755
Trừ: tổng nợ	(10,238)
Giá trị vốn CSH	6,730
Giá mục tiêu (đồng /cp)	19,200

Nguồn: HSC

Bảng 11: Tính toán WACC, GEG

WACC duy trì ở mức 9,7%

	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%
Chi phí nợ	8.7%
WACC	9.7%

Nguồn: HSC

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

	3 tháng	12 tháng
GEG	-9.5%	28.8%
VN30 Index	3.4%	47.8%

Nguồn: HSC

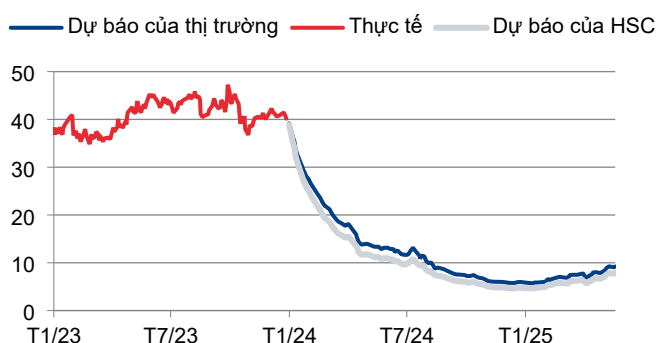
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu GEG đã giảm trong những tháng gần đây, theo HSC phần lớn xuất phát từ tâm lý thị trường chung hơn là do các yếu tố cơ bản của cổ phiếu. Chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng GEG có vị thế tốt để tăng trưởng trong bối cảnh các cải cách ngành điện đang được triển khai, nhờ kinh nghiệm trong phát triển và vận hành các dự án năng lượng tái tạo.

GEG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,7 lần (Biểu đồ 13-14). Trong khi đó, như thể hiện ở Bảng 15, GEG đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 56% 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)

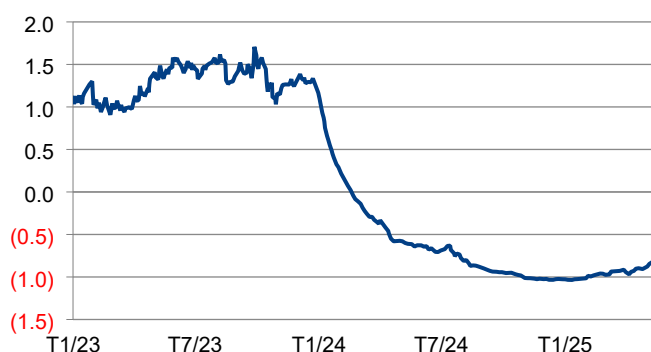
GEG đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 10,4 lần ...



Nguồn: HSC

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

... thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 20,7 lần



Nguồn: HSC

Bảng 15: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, 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	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	14%
POW	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	7%
PGV	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.3	14%
PC1	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	15%
Bình quân toàn ngành	966.1	6.8	6.4	12.2	13.1	1.4	12%
GEG	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19%
<i>Chênh lệch so với các công ty khác</i>	<i>-80%</i>	<i>-18%</i>	<i>15%</i>	<i>-56%</i>	<i>-18%</i>	<i>-29%</i>	<i>+7pts</i>

Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- 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 bao gồm:

- Giá điện đàm phán sắp tới cho dự án điện mặt trời Đức Huệ 2 và dự án điện gió ven bờ VPL2 cao hơn so với ước tính 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	2,163	2,325	3,270	2,945	3,152
Lợi nhuận gộp	1,121	1,073	1,826	1,429	1,519
Chi phí BH&QL	(159)	(136)	(164)	(201)	(209)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	961	938	1,662	1,228	1,310
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(480)	(598)	(539)
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
LNTT	195	182	1,189	639	789
Chi phí thuế TNDN	(51.7)	(89.5)	(63.0)	(63.9)	(78.9)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(6.08)	22.7	(191)	(97.7)	(121)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	137	115	935	477	589
Lợi nhuận thuần ĐC	132	109	888	453	560
EBITDA ĐC	1,660	1,742	2,392	1,992	2,075
EPS (đồng)	383	320	2,608	1,331	1,645
EPS ĐC (đồng)	367	304	2,478	1,265	1,563
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	693	755	417
Đầu tư ngắn hạn	233	239	263	290	319
Phải thu khách hàng	829	823	939	890	940
Hàng tồn kho	127	119	112	160	164
Các tài sản ngắn hạn khác	40.3	36.5	64.8	68.0	73.3
Tổng tài sản ngắn hạn	1,458	1,382	2,072	2,163	1,912
TSCĐ hữu hình	14,378	13,477	13,402	15,143	15,885
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	136
Tổng tài sản dài hạn	14,674	13,792	13,736	15,474	16,226
Tổng cộng tài sản	16,132	15,174	15,808	17,637	18,138
Nợ ngắn hạn	1,415	597	1,308	1,178	1,261
Phả trả người bán	74.9	32.3	32.5	33.1	33.3
Nợ ngắn hạn khác	130	106	72.9	85.6	90.2
Tổng nợ ngắn hạn	1,679	785	1,474	1,348	1,445
Nợ dài hạn	8,682	8,596	7,660	9,060	8,810
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	7,661	9,061	8,811
Tổng nợ phải trả	10,365	9,409	9,135	10,409	10,256
Vốn chủ sở hữu	4,350	4,425	5,239	5,694	6,241
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	6,672	7,228	7,882
Tổng nợ phải trả và VCSH	16,132	15,174	15,808	17,637	18,138
BVPS (đ)	12,141	12,350	14,622	15,892	17,418
Nợ thuần*/(tiền mặt)	9,867	9,029	8,275	9,483	9,654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	961	938	1,662	1,228	1,310
Khấu hao	(697)	(804)	(730)	(764)	(765)
Lãi vay thuần	(770)	(763)	(480)	(598)	(539)
Thuế TNDN đã nộp	(51.7)	(89.5)	(63.0)	(63.9)	(78.9)
Thay đổi vốn lưu động	307	24.4	(92.3)	1.11	(44.0)
Khác	(81.1)	(1.13)	386	31.6	(10.3)
LCT thuần từ HĐKD	1,063	913	2,144	1,363	1,403
Đầu tư TS dài hạn	(1,580)	(102)	(655)	(2,504)	(1,505)
Góp vốn & đầu tư	(392)	(14.5)	(23.9)	(26.3)	(29.0)
Thanh lý	58.6	98.0	0	0	0
Khác	550	31.0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,363)	12.4	(678)	(2,531)	(1,534)
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)	(896)	1,270	(167)
Khác	(4.10)	(8.46)	(1.58)	(1.58)	(1.58)
LCT thuần từ HĐTC	195	(990)	(936)	1,230	(207)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	334	229	164	693	755
LCT thuần trong kỳ	(105)	(65.4)	529	61.7	(338)
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.16	0.05	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	229	164	693	755	417
Dòng tiền tự do	(517)	811	1,489	(1,142)	(102)

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	55.8	48.5	48.2
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	76.7	74.9	73.1	67.7	65.8
Tỷ suất LNT (%)	6.34	4.94	28.6	16.2	18.7
Thuế TNDN hiện hành (%)	26.5	49.3	5.30	10.0	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	3.35	7.48	40.6	(9.95)	7.04
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	9.51	4.93	37.3	(16.7)	4.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	714	(49.0)	23.6
Tăng trưởng EPS (%)	(56.5)	(16.3)	714	(49.0)	23.6
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.7)	(17.1)	714	(49.0)	23.6
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	19.3	8.73	9.88
ROACE (%)	6.52	6.50	11.6	8.02	7.95
Vòng quay tài sản (lần)	0.13	0.15	0.21	0.18	0.18
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.11	0.97	1.29	1.11	1.07
Số ngày tồn kho	44.3	34.6	28.3	38.5	36.6
Số ngày phải thu	290	240	237	214	210
Số ngày phải trả	26.2	9.41	8.21	7.96	7.44
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	227	204	158	167	155
Nợ/tài sản (%)	62.6	60.6	56.8	58.1	55.5
EBIT/lãi vay (lần)	1.25	1.23	3.46	2.05	2.43
Nợ/EBITDA (lần)	6.09	5.28	3.75	5.14	4.86
Chỉ số TT hiện thời (lần)	0.87	1.76	1.41	1.60	1.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	6.93	6.09	4.10	4.96	4.69
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.03	8.12	5.60	7.33	7.12
P/E (lần)	37.3	44.6	5.48	10.7	8.69
P/E ĐC (lần)	38.9	47.0	5.77	11.3	9.15
P/B (lần)	1.18	1.16	0.98	0.90	0.82
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

Mua vào (giữ nguyên)

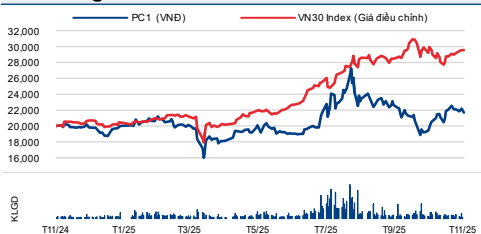
Giá mục tiêu: VNĐ28,000 (từ VNĐ26,087)

Tiềm năng tăng/giảm: 29.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	21,700
Mã Bloomberg	PC1 VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,044-27,218
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	21,890
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	8,925
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	339
Slg CP lưu hành (tr.đv)	411
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	179
Slg CP NN được mua (tr.đv)	134
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.8%
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	11.4	(7.41)	8.50
So với chỉ số	12.9	(10.4)	(26.6)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,907	1,772	7.6
2026F	1,902	2,161	(12.0)
2027F	2,082	2,989	(30.4)

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

Triển vọng tích cực trên mọi mặt

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PC1 và tăng 7,3% giá mục tiêu lên 28.000đ (tiềm năng tăng giá: 29%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận (nhờ danh mục hợp đồng EPC dồi dào hơn) và lùi thời điểm định giá thêm 6 tháng sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 11%, 3%, 12%, chủ yếu nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng EPC cải thiện và danh mục hợp đồng lớn hơn. Dự án Golden Tower hiện được kỳ vọng sẽ ghi nhận toàn bộ trong năm 2025, không còn phần chuyển sang năm 2026. Các điều chỉnh này cho thấy CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 đạt 27%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 11,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn VN30, PC1 đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,3 lần.

Sự kiện: Đánh giá lại các mảng kinh doanh cốt lõi của PC1

PC1 được kỳ vọng hưởng lợi từ chiến lược tăng trưởng đa dạng, với ba trụ cột chính gồm EPC, sản xuất điện và BĐS. Mảng EPC ghi nhận danh mục hợp đồng đạt mức kỷ lục 8.000 tỷ đồng, được thúc đẩy bởi nhu cầu mở rộng lưới điện theo QHĐ8. Mảng phát điện tiếp tục là nguồn dòng tiền ổn định, với các dự án điện mặt trời nổi và thủy điện mới dự kiến triển khai trong các năm 2026-2027. Mảng BĐS sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025 của PC1 thông qua dự án Golden Tower, cùng với bốn dự án khác dự kiến được phát triển từ năm 2027 trở đi.

Tác động: Lợi nhuận cải thiện nhờ giá trị hợp đồng EPC gia tăng

HSC điều chỉnh tăng dự báo giai đoạn 2025-2027, chủ yếu nhờ giá trị hợp đồng EPC cao hơn kỳ vọng và việc điều chỉnh tiến độ ghi nhận doanh thu BĐS. Lợi nhuận thuần hiện được dự báo tăng lần lượt 11%, 3%, 12% trong các năm 2025, 2026, 2027, phản ánh tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC cải thiện (lên 8,5% từ mức 7% trước đó) và tỷ trọng doanh thu cao hơn từ các dự án phức tạp, có tỷ suất lợi nhuận cao. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh giảm đóng góp BĐS năm 2026 do dự án Golden Tower dự kiến sẽ ghi nhận toàn bộ doanh thu trong năm 2025 (1,4 nghìn tỷ đồng), không còn phần chuyển sang năm 2026. Ngoài ra, việc giảm giá định giá niken gây ảnh hưởng nhẹ đến mảng khai khoáng.

Nhìn chung, các điều chỉnh này nâng CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 lên 27%, được hỗ trợ bởi tăng trưởng tích cực của mảng EPC và BĐS.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 11,4% trong 1 tháng qua và diễn biến tích cực hơn chỉ số VN30, PC1 đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,3 lần. HSC tăng 7,3% giá mục tiêu lên 28.000đ – tương đương tiềm năng tăng giá 29% và P/E năm 2025-2026 lần lượt ở mức 13,2 lần và 13,3 lần – đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

Chúng tôi ưa thích PC1 nhờ vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình chuyển dịch năng lượng đang tăng tốc tại Việt Nam, đặc biệt với năng lực vượt trội trong phát triển hạ tầng truyền tải và khả năng thực thi ngày càng mạnh ở các dự án EPC phức tạp.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 30/11.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,811	2,414	2,651	2,625	2,767
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	36.3	468	872 ▲	869	951 ▲
EPS ĐC (đồng)	212	1,023	1,907 ▲	1,902	2,082 ▲
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	12,348	13,436	15,506	17,657	20,010
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.71	7.22	6.48	6.17	5.39
P/E ĐC (lần)	103	21.2	11.4	11.4	10.4
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	1.76	1.62	1.40	1.23	1.08
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	86.4	(0.29)	9.46
ROAE (%)	0.71	8.82	14.6	12.7	12.3

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

Triển vọng giữ vững nhờ mô hình tăng trưởng đa dạng

HSC tiếp tục duy trì quan điểm tích cực đối với PC1, đồng thời điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 11%, 3%, 12% nhờ khả năng thực thi các hợp đồng EPC mạnh hơn và triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện, với danh mục hợp đồng EPC đạt mức kỷ lục 8 nghìn tỷ đồng gắn với nhu cầu mở rộng lưới điện theo QHĐ8. Dù đóng góp của mảng BĐS năm 2026 được điều chỉnh giảm khi doanh thu Golden Tower được ghi nhận toàn bộ trong năm 2025 nhưng các dự án điện và điện mặt trời mới sẽ là động lực tạo dòng tiền trong các năm tới. Chúng tôi tăng 7,3% giá mục tiêu lên 28.000đ nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào (tiềm năng tăng giá: 29%). PC1 tiếp tục có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình chuyển dịch năng lượng tại Việt Nam và nhu cầu hạ tầng ngày càng tăng.

Tận dụng lợi thế EPC để hưởng lợi từ tiến độ triển khai QHĐ8 sửa đổi

PC1 có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ quá trình chuyển dịch năng lượng đang tăng tốc tại Việt Nam, đặc biệt với năng lực vượt trội trong phát triển hạ tầng truyền tải và khả năng thực thi ngày càng mạnh ở các dự án EPC phức tạp. Với kế hoạch đầu tư 18,1 tỷ USD vào các tuyến truyền tải giai đoạn 2026-2030, đặc biệt là xây dựng 12.300 km đường dây 500 kV mới để kết nối các khu vực có tỷ trọng điện tải tạo cao với các trung tâm phụ tải lớn, kinh nghiệm triển khai các dự án truyền tải của PC1 (như đường dây Lào Cai-Vĩnh Yên và cáp ngầm Côn Đảo) giúp doanh nghiệp có lợi thế riêng biệt để vừa đóng góp vừa hưởng lợi từ làn sóng đầu tư hạ tầng quy mô lớn này.

Khi các cải cách pháp lý được triển khai nhằm đơn giản hóa thủ tục cấp phép và khuyến khích khu vực tư nhân tham gia, PC1 có thể hưởng lợi hơn nữa với vai trò vừa là nhà thầu vừa là nhà đầu tư tiềm năng trong các dự án truyền tải. Song song đó, khi tiến độ phát triển điện gió ngoài khơi tiếp tục được thúc đẩy bởi các chính sách nhà nước và sự quan tâm ngày càng tăng của các nhà đầu tư quốc tế, PC1 có thể tận dụng năng lực kỹ thuật, kinh nghiệm triển khai dự án và thế mạnh EPC của mình để tham gia các dự án điện gió ngoài khơi với vai trò nhà đầu tư hoặc tổng thầu. Việc đồng thời hiện diện ở quá trình mở rộng lưới điện quốc gia và phát triển điện gió ngoài khơi giúp PC1 trở thành một trong những doanh nghiệp then chốt, vừa thúc đẩy vừa hưởng lợi từ định hướng phát triển năng lượng sạch của Việt Nam.

Tóm tắt: KQKD Q3/2025

PC1 ghi nhận KQKD tích cực trong Q3/2025 với doanh thu đạt 3.278 tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 301 tỷ đồng (tăng 89% so với cùng kỳ). Động lực chính đến từ doanh thu mảng EPC tăng mạnh 146%, bù đắp hoàn toàn cho mức giảm 21% của mảng khai khoáng. Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể – tỷ suất lợi nhuận mảng EPC tăng 4,8 điểm phần trăm trong khi tỷ suất lợi nhuận mảng khai khoáng tăng 15 điểm phần trăm – qua đó giúp lợi nhuận HĐKD cốt lõi tăng 235% so với cùng kỳ (sau khi loại trừ khoản lợi nhuận không thường xuyên 69 tỷ đồng trong Q3/2024 và khoản lỗ không đáng kể trong quý này).

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, PC1 ghi nhận lợi nhuận thuần 498 tỷ đồng (tăng 25% so với cùng kỳ) và lợi nhuận HĐKD cốt lõi (loại trừ ảnh hưởng tỷ giá) 561 tỷ đồng, tăng 34% so với cùng kỳ và đạt 72% dự báo lợi nhuận cho cả năm của HSC trước kỳ công bố KQKD – điều này cho thấy PC1 nhìn chung vẫn bám sát dự báo. Tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 0,7 điểm phần trăm, được dẫn dắt bởi mức cải thiện 10,2 điểm phần trăm của mảng khai khoáng.

Bảng 16: KQKD Q3 và 9 tháng đầu năm 2025, PC1

Tỷ đồng	Q3/24	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T24	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	2,232	3,278	47%	12%	7,538	8,073	7%	58%
Giá vốn hàng bán	-1,750	-2,597	48%	7%	-6,048	-6,423	6%	
Lợi nhuận gộp	482	682	41%	34%	1,490	1,650	11%	
Chi phí BH&QL	-108	-137	27%	-3%	-356	-386	8%	
Thu nhập tài chính	29	53	85%	23%	123	153	25%	
Chi phí tài chính	-98	-202	106%	-11%	-635	-637	0%	
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-13	51	N/m	323%	51	37	-26%	
Thu nhập thuần khác	-2	-1	-47%	-68%	-5	-7	40%	
Lợi nhuận thuần	160	301	89%	118%	399	498	25%	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	91	303	235%	73%	421	561	34%	72%

Nguồn: PC1, HSC

Bảng 17: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh, PC1

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Xây dựng	1,738	146%	4,034	64%	64%
Điện	478	7%	1,266	6%	72%
Sản xuất công nghiệp	337	109%	1,050	-15%	66%
Khai khoáng	444	-21%	903	-37%	77%
Khu công nghiệp	183	8%	483	9%	78%
BĐS	4	-3%	12	-53%	1%
Thương mại & mảng khác	94	-48%	326	-57%	33%
Tổng cộng	3,278	47%	8,073	7%	58%

Nguồn: HSC

Bảng 18: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp, PC1

	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ
Xây dựng	9.2%	+4.8ppts	8.5%	+1.5ppts
Điện	55.1%	+3.1ppts	55.7%	+2.9ppts
Sản xuất công nghiệp	8.3%	-2.4ppts	11.6%	+2.5ppts
Khai khoáng	43.6%	+15ppts	40.6%	+10.2ppts
Khu công nghiệp	14.1%	-7.4ppts	18.6%	-8.0ppts
BĐS	62.1%	-15.6ppts	50.3%	-4.6ppts
Thương mại & mảng khác	8.6%	+8.6ppts	6.0%	+4.9ppts
Tổng cộng	20.8%	-0.8ppts	20.4%	+0.7ppts

Nguồn: HSC

Sang Q4/2025, HSC kỳ vọng một số động lực sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng. Đường dây truyền tải 500 kV Lào Cai – Vĩnh Yên đã hoàn thành toàn bộ và dự kiến đóng góp 1.000 tỷ đồng doanh thu và 70 tỷ đồng lợi nhuận gộp. Dự án Golden Tower - Gia Lâm, dự án BĐS nhà ở trọng điểm của PC1, dự kiến ghi nhận doanh thu trong Q4/2025 và được kỳ vọng đóng góp 1,4 nghìn tỷ đồng doanh thu và khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2025. Bên cạnh đó, khoảng 1.200 tỷ đồng doanh thu từ dự án cấp ngầm Côn Đảo đã được ghi nhận một phần trong Q3/2025, tương đương 67% giá trị dự án.

Đánh giá từng mảng: Triển vọng duy trì tích cực ở các mảng cốt lõi

EPC: Danh mục hợp đồng mở rộng và năng lực kỹ thuật vượt trội

Tại thời điểm cuối Q3/2025, mảng tổng thầu EPC (thiết kế, cung ứng vật tư, thi công xây lắp) của PC1 ghi nhận giá trị hợp đồng đạt mức kỷ lục 8.000 tỷ đồng. Danh mục này chủ yếu được thúc đẩy từ các cơ hội theo QHĐ8 sửa đổi và sẽ được triển khai

dẫn trong các năm 2027-2028. PC1 đã có bước chuyển dịch chiến lược sang các dự án truyền tải quy mô lớn và phức tạp hơn, bao gồm nhiều đường dây 500 kV như đường dây Lào Cai - Vĩnh Yên và cáp ngầm Côn Đảo, qua đó đánh dấu sự tập trung vào các dự án có tỷ suất lợi nhuận cao và rào cản gia nhập lớn.

Công ty cũng mở rộng mảng EPC sang các dự án điện gió. PC1 hiện đang đảm nhiệm vai trò tổng thầu cho dự án điện gió trên bờ Camarine Sur tại Philippines. Dự án có tổng giá trị 1.100 tỷ đồng, gồm gói cung cấp thiết bị trị giá 800 tỷ đồng và gói xây lắp trị giá 300 tỷ đồng. Dự án vẫn đang ở giai đoạn đầu và dự kiến bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026, với tỷ suất lợi nhuận gộp dự kiến từ 7-9%. Ngoài ra, công ty cũng đặt mục tiêu tham gia các dự án điện gió ngoài khơi – một trong ba xu hướng của ngành như đã đề cập ở trên – với vai trò nhà đầu tư và tổng thầu EPC trong giai đoạn 2027-2030.

Trong Q3/2025, doanh thu EPC tăng mạnh 146% so với cùng kỳ, được hỗ trợ bởi năng lực thực thi cải thiện và chiến lược đấu thầu có chọn lọc của PC1. Công ty tập trung nhiều hơn vào các hoạt động thiết kế và xây lắp (E&C), vốn có tỷ suất lợi nhuận tốt hơn thay vì các gói mua sắm thiết bị có tỷ suất lợi nhuận thấp. Nhờ đó, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC tăng 4,8 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chi phí đầu vào gia tăng – nhất là đồng, cát và đá – vẫn là yếu tố gây lo ngại. PC1 tiếp tục giảm thiểu tác động bằng cách tăng cường tích hợp theo chiều dọc, tự chủ một phần nguyên vật liệu đầu vào và đàm phán với nhà cung cấp nhằm neo giữ giá. Trong dài hạn, công ty có kế hoạch xây dựng nguồn dự trữ nguyên vật liệu riêng nhằm giảm thiểu biến động chi phí.

Mảng phát điện: Dòng tiền ổn định với danh mục điện tái tạo mở rộng

Mảng phát điện của PC1 tiếp tục mang lại dòng tiền ổn định, được hỗ trợ bởi danh mục tài sản đa dạng. Công ty đang tích cực mở rộng công suất điện tái tạo. Hai dự án thủy điện mới, Bảo Lạc A (30 MW) và Thượng Hà (13 MW), đang trong quá trình xây dựng và dự kiến vận hành thương mại vào nửa cuối năm 2026. Các dự án này được kỳ vọng sẽ mang lại nguồn thu ổn định và góp phần đa dạng hóa cơ cấu năng lượng của công ty.

Ngoài ra, PC1 đang phát triển dự án điện mặt trời nổi Trung Thu, hiện đang trong giai đoạn nghiên cứu khả thi. Dự án dự kiến khởi công trong năm 2026 và hoàn tất vào cuối năm 2026 hoặc đầu năm 2027. Đáng chú ý, dự án sẽ tích hợp hệ thống pin lưu trữ (BESS), giúp tăng khả năng điều tiết công suất.

Dù các dự án nêu trên đang được triển khai nhưng HSC chưa đưa vào dự báo lợi nhuận do chưa có đủ cơ sở về thời điểm vận hành thương mại và giá bán điện. Bên cạnh đó, PC1 đang xem xét tham gia chương trình thí điểm DPPA tại Việt Nam, qua đó cho phép Công ty bán điện trực tiếp cho các khách hàng lớn theo mức giá đàm phán, giúp cải thiện khả năng sinh lợi và tính ổn định của dòng tiền. Tuy nhiên, công ty có kế hoạch chờ khung pháp lý DPPA hoàn thiện trước khi triển khai dự án theo cơ chế này.

Mảng BĐS: Danh mục dự án rõ nét hơn trong vài năm tới

Mặc dù mảng BĐS chưa đóng góp vào KQKD Q3/2025 nhưng dự kiến sẽ tạo chuyển biến lớn về doanh thu trong Q4/2025 từ dự án nhà ở Golden Tower – Gia Lâm. Dự án dự báo sẽ mang lại khoảng 1.400 tỷ đồng doanh thu và khoảng 200 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2025. Khoản đóng góp này sẽ hỗ trợ đáng kể cho lợi nhuận cả năm và là động lực tăng trưởng chính trong Q4/2025.

Ngoài dự án Golden Tower, PC1 còn bốn dự án nhà ở khác trong danh mục chuẩn bị triển khai: Gia Lâm, Vĩnh Hưng (gồm cả nhà cao tầng và thấp tầng), Định Công (nhà thấp tầng) và Bắc Từ Liêm (gồm nhà ở xã hội và căn hộ chung cư). Các dự án này đã hoàn tất quy hoạch; phê duyệt chủ trương đầu tư cho Gia Lâm và Vĩnh Hưng dự kiến sẽ được ban hành sớm, trong khi Định Công và Bắc Từ Liêm có khả năng được phê duyệt trong năm 2026. Tổng thể, các dự án này được kỳ vọng sẽ đóng góp khoảng 7.000 tỷ đồng doanh thu trong giai đoạn từ 2027-2028 trở đi.

Mảng BĐS KCN: Tiếp tục mở rộng với triển vọng trung hạn tích cực hơn

Ở mảng BĐS KCN, PC1 đang triển khai dự án KCN Nomura 2, hiện đã hoàn thành khoảng 30% công tác giải phóng mặt bằng. Dự án dự kiến khởi công trong năm 2025 và bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2026.

PC1 cũng đang lên kế hoạch phát triển thêm hai dự án KCN khác, một tại Hải Phòng và một tại Vũng Tàu. Dù thị trường BĐS KCN trong ngắn hạn đang phục hồi chậm nhưng triển vọng trung hạn vẫn tích cực nhờ nhu cầu đối với đất công nghiệp tiếp tục gia tăng.

PC1 nắm giữ cổ phần chiến lược tại công ty liên kết Western Pacific (WP), đơn vị đang phát triển KCN Yên Phong II-A tại Bắc Ninh. Dự án hiện đang trong quá trình bàn giao, mặc dù tiến độ chậm hơn so với kỳ vọng. WP đặt mục tiêu bán hết các lô thương mại còn lại vào năm 2026. Trong khi đó, KCN Đồng Văn tại Hà Nam vẫn ghi nhận kết quả khả quan, thu hút cả các doanh nghiệp FDI và các nhà sản xuất trong nước quy mô trung bình.

Trong thời gian tới, một số dự án mới gồm Đồng Văn 5, Đồng Văn 6 và Yên Lư (tại Bắc Ninh) sẽ bắt đầu khởi công và ghi nhận doanh thu từ năm 2027. Các dự án này tiếp tục củng cố chiến lược của PC1 trong việc đa dạng hóa nguồn doanh thu thông qua BĐS KCN.

Dự báo mới: Hoạt động EPC mạnh hơn nhưng doanh thu ghi nhận từ mảng BĐS giảm

HSC điều chỉnh dự báo chủ yếu để phản ánh triển vọng tích cực hơn kỳ vọng của mảng EPC về cả giá trị hợp đồng và tỷ suất lợi nhuận gộp, đồng thời điều chỉnh giảm phần ghi nhận từ mảng BĐS trong năm 2026. Theo đó, chúng tôi tăng lần lượt 11%, 3%, 12% dự báo lợi nhuận thuần cho các năm 2025, 2026, 2027 dựa trên các giả định chính sau:

- Triển vọng mảng EPC tích cực hơn kỳ vọng:** Cho năm 2025, HSC điều chỉnh tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng EPC từ 7,0% lên 8,5%. Điều chỉnh này phản ánh sự thay đổi trong đánh giá của chúng tôi: chúng tôi không còn giả định rằng PC1 phải giảm lợi nhuận để đáp ứng tiến độ các dự án EPC. Thay vào đó, chúng tôi cho rằng Công ty đang dịch chuyển chiến lược sang các công việc thiết kế và xây lắp (E&C), vốn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn và chủ động hướng tới các dự án phức tạp, có rào cản gia nhập lớn và mang lại hiệu quả tốt hơn. Các dự án này bao gồm đường dây truyền tải 500 kV và các gói thầu EPC chuyên biệt. Cho các năm 2026-2027, chúng tôi cũng tăng dự báo doanh thu EPC bình quân 56%, đồng thời giữ nguyên giả định tỷ suất lợi nhuận gộp ở mức 8,5%, để phản ánh danh mục hợp đồng dồi dào và cơ cấu dự án thuận lợi.

Bảng 19: Điều chỉnh giá bán Niken giai đoạn 2025-2027, PC1

USD/tấn	2024A	2025F	2026F	2027F
Dự báo trung vị theo Bloomberg	18,699	15,398	15,750	16,491
Điều chỉnh	0%	-3%	-4%	-5%
Tăng trưởng	-24%	-18%	2%	5%

Nguồn: Bloomberg, HSC

Bảng 20: Dự báo doanh thu và lợi nhuận các mảng kinh doanh, PC1

Tỷ đồng	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	13,861	12,635	12,662	13,929	14,694	15,671	0%	16%	24%
Điện	1,768	1,896	1,927	1,768	1,896	1,914	0%	0%	-1%
EPC	6,266	5,013	5,514	6,266	7,833	8,616	0%	56%	56%
Sản xuất công nghiệp	1,603	1,683	1,683	1,603	1,683	1,683	0%	0%	0%
Khai thác nicken	1,180	1,502	1,589	1,149	1,441	1,509	-3%	-4%	-5%
BDS	1,450	850	150	1,550	150	150	7%	-82%	0%
KCN	615	615	615	615	615	615	0%	0%	0%
Thương mại & mảng khác	978	1,076	1,183	978	1,076	1,183	0%	0%	0%
Lợi nhuận gộp	2,326	2,379	2,399	2,411	2,441	2,603	4%	3%	8%
Điện	904	993	1,025	904	993	1,019	0%	0%	-1%
EPC	439	401	441	533	666	732	21%	66%	66%
Sản xuất công nghiệp	144	151	151	144	151	151	0%	0%	0%
Khai thác nicken	332	462	549	301	401	469	-10%	-13%	-15%
BDS	334	196	54	357	54	54	7%	-72%	0%
KCN	154	154	154	154	154	154	0%	0%	0%
Thương mại & mảng khác	20	22	24	20	22	24	0%	0%	0%
Lợi nhuận thuần	785	845	853	872	869	951	11%	3%	12%

Nguồn: HSC

- Ghi nhận từ mảng BDS thấp hơn kỳ vọng:** Ban đầu, HSC kỳ vọng doanh thu dự án nhà ở Golden Tower-Gia Lâm sẽ được ghi nhận trong hai năm, đóng góp 1,3 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và thêm 700 tỷ đồng trong năm 2026. Tuy nhiên, dựa trên các cập nhật mới nhất, chúng tôi hiện kỳ vọng toàn bộ doanh thu dự án sẽ được ghi nhận trong năm 2025, nâng dự báo doanh thu lên 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 8%), trong khi lợi nhuận giữ nguyên ở mức khoảng 200 tỷ đồng. Theo đó, chúng tôi loại bỏ phần đóng góp năm 2026 ra khỏi dự báo. Ở thời điểm hiện tại, HSC chưa đưa các dự án BDS khác trong danh mục của PC1 vào dự báo, do vẫn đang chờ phê duyệt chủ trương đầu tư và cần làm rõ tiến độ triển khai.
- Mảng khai khoáng đối mặt với giá bán giảm:** Giá niken duy trì quanh mức 15.000-15.500 USD/tấn trong Q3/2025 bất chấp nhu cầu tăng, do tình trạng dư cung kéo dài – đặc biệt từ Indonesia – cùng với nhu cầu giảm đối với các loại pin có hàm lượng niken cao. Trong bối cảnh tồn kho gia tăng và chưa có động thái chính sách đủ mạnh để hạn chế nguồn cung, dư địa tăng giá của niken vẫn bị hạn chế. Theo đó, HSC điều chỉnh giảm dự báo giá niken cho các năm tới (Bảng 20) nhằm phản ánh các yếu tố cơ bản suy yếu và thiếu vắng động lực phục hồi giá trong ngắn hạn.

Bảng 21: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, PC1

Tỷ đồng	Old				New			Revision		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	10,089	13,861	12,635	12,662	13,929	14,694	15,671	0%	16%	24%
Lợi nhuận gộp	2,092	2,326	2,379	2,399	2,411	2,441	2,603	4%	3%	8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	20.7%	16.8%	18.8%	18.9%	17.3%	16.6%	16.6%	+0.5ppts	-2.2ppts	-2.3ppts
Lợi nhuận thuần	468	785	845	853	872	869	951	11%	3%	12%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	553	846	845	853	935	869	951	11%	3%	12%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Dự báo tốc độ tăng trưởng giai đoạn 2025-2027, PC1

	2025	2026	2027	CAGR (24-27)
Doanh thu thuần	38%	5%	7%	15.8%
Lợi nhuận gộp	15%	1%	7%	7.5%
Lợi nhuận thuần	86%	0%	9%	26.7%

Nguồn: HSC

Theo đó, trong năm 2025, chúng tôi nâng dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp thêm 0,4 điểm phần trăm nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC cải thiện; điều này dẫn đến việc tăng

9% dự báo lợi nhuận thuần. Cho năm 2026, chúng tôi tăng 56% dự báo doanh thu mảng EPC, qua đó bù đắp hoàn toàn phần doanh thu BDS bị loại khỏi dự báo; tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp giảm 2,5 điểm phần trăm do tỷ trọng đóng góp lớn hơn từ mảng EPC vốn có tỷ suất lợi nhuận thấp. Trong năm 2027, doanh thu và lợi nhuận được điều chỉnh tăng chủ yếu nhờ việc nâng dự báo để phản ánh hoạt động EPC mạnh hơn.

Dựa trên các giả định cập nhật, CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 dự báo đạt 26,7%, chủ yếu được dẫn dắt bởi CAGR lợi nhuận gộp của mảng EPC (42%) và mảng BDS (37%).

Duy trì khuyến nghị Mua vào; tăng 8% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới cho PC1 là 28.000đ, tăng 7,3% so với giá mục tiêu cũ (26.087đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 29%, tương ứng P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 13,2 lần và 13,3 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PC1 trong bối cảnh các cải cách pháp lý đang diễn ra theo hướng tích cực.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PC1 trong bối cảnh Công ty đang đẩy mạnh mở rộng danh mục dự án trên tất cả các mảng hoạt động.

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

- Doanh thu EPC được điều chỉnh tăng nhờ danh mục hợp đồng dồi dào của PC1 (8.000 tỷ đồng tính đến Q3/2025).
- CAGR lợi nhuận thuần giai đoạn 2024-2027 dự báo đạt 27%, chủ yếu được dẫn dắt bởi CAGR lợi nhuận gộp 3 năm của mảng EPC (42%) và mảng BDS (37%).
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3,0%.
- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,2 lần. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10,3%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bảng 23: Định giá DCF, PC1

Giá mục tiêu mới là 28.000đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm-2026)
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2026-2030	6,453
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	14,681
Tổng giá trị hiện tại	21,134
Cộng: tiền	2,452
Trừ: tổng nợ	(9,739)
Giá trị vốn CSH	11,658
Giá mục tiêu (đồng /cp)	28,000

Nguồn: HSC

Bảng 24: Tính toán WACC, PC1

WACC duy trì ở mức 10,3%

	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%
Chi phí nợ	6.8%
WACC	10.3%

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu của PC1 đã cải thiện trong 1 tháng qua (Bảng 25), có thể nhờ tâm lý tích cực liên quan đến chủ trương cải cách ngành điện, đặc biệt là với nhiều dự án đường dây truyền tải và phát triển hạ tầng điện.

PC1 đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,3 lần (Biểu đồ 26-27). Trong khi đó, như thể hiện ở Bảng 28, PC1 đang có P/E dự phóng năm 2025 thấp hơn 9% so với bình quân của các công ty ngành Tiện ích-Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC.

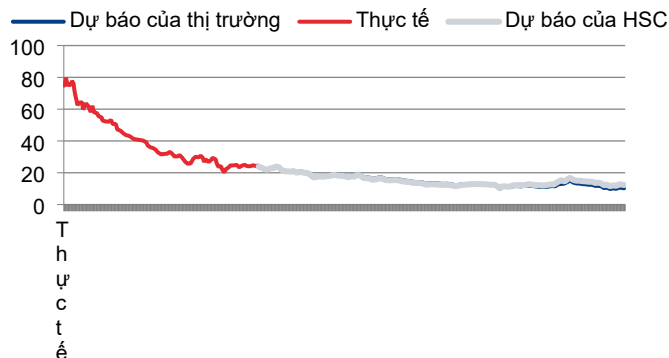
Bảng 25: Diễn biến giá cổ phiếu, PC1 và VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PC1	11.4%	7.4%	11.5%
VN30 Index	-1.3%	3.4%	47.8%

Nguồn: HSC

Bảng 26: P/E trượt dự phóng 1 năm, PC1

PC1 đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,4 lần, ...



Nguồn: HSC

Bảng 27: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PC1

... thấp hơn 0,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 23,3 lần



Nguồn: HSC

Bảng 28: So sánh định giá 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	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	14%
POW	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	7%
PGV	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.3	14%
GEG	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19%
Bình quân toàn ngành	930.1	6.5	6.7	11.1	13.2	1.3	13%
PC1	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	15%
<i>Chênh lệch so với các công ty khác</i>	-64%	-2%	-7%	-9%	-22%	11%	+2ppts

Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Sản lượng quặng niken thấp hơn dự kiến do khó khăn trong khai thác.
- Chậm trong việc ghi nhận doanh thu từ dự án BĐS nhà ở Golden Tower-Gia Lâm.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Giá bán quặng niken cao hơn kỳ vọng.
- Tiến độ ghi nhận doanh thu từ các dự án BĐS nhà ở PC1 Gia Lâm và PCC1 Thăng Long nhanh hơn kỳ vọng.
- 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	13,929	14,694	15,671
Lợi nhuận gộp	1,448	2,092	2,411	2,441	2,603
Chi phí BH&QL	(391)	(566)	(671)	(745)	(790)
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	1,740	1,696	1,813
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(519)	(415)	(372)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	1.58	45.8	124	100	100
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	256	839	1,345	1,381	1,541
Chi phí thuế TNDN	(74.3)	(129)	(269)	(276)	(308)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(145)	(242)	(204)	(235)	(282)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	36.3	468	872	869	951
Lợi nhuận thuần ĐC	87.0	421	784	782	856
EBITDA ĐC	1,811	2,414	2,651	2,625	2,767
EPS (đồng)	88.2	1,137	2,119	2,113	2,313
EPS ĐC (đồng)	212	1,023	1,907	1,902	2,082
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	411	411	411	411	411
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	411	411	411	411	411
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	411	411	411	411	411

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	2,958	2,452	3,840
Đầu tư ngắn hạn	781	1,017	601	661	728
Phải thu khách hàng	2,771	3,112	4,235	4,854	5,210
Hàng tồn kho	958	1,588	1,708	1,785	1,921
Các tài sản ngắn hạn khác	92.0	92.3	239	291	291
Tổng tài sản ngắn hạn	6,684	8,086	9,741	10,043	11,989
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	22,978	22,508	23,674
Nợ ngắn hạn	2,838	2,950	4,875	4,408	5,485
Phả trả người bán	1,049	1,121	1,121	1,121	1,121
Nợ ngắn hạn khác	577	478	760	882	894
Tổng nợ ngắn hạn	4,778	5,078	7,744	7,398	8,603
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	14,411	13,056	13,254
Vốn chủ sở hữu	5,078	5,526	6,378	7,262	8,230
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	8,567	9,452	10,420
Tổng nợ phải trả và VCSH	20,175	20,988	22,978	22,508	23,674
BVPS (đ)	12,348	13,436	15,506	17,657	20,010
Nợ thuần*/(tiền mặt)	8,658	8,504	8,248	7,287	5,975

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,039	1,537	1,740	1,696	1,813
Khấu hao	(772)	(878)	(911)	(929)	(954)
Lãi vay thuần	(785)	(743)	(519)	(415)	(372)
Thuế TNDN đã nộp	(74.3)	(129)	(269)	(276)	(308)
Thay đổi vốn lưu động	264	(568)	(487)	(625)	(346)
Khác	(165)	117	(233)	(158)	(219)
LCT thuần từ HĐKD	1,051	1,090	1,144	1,151	1,522
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)	425	(1,467)	76.5
Khác	(1.58)	(1.45)	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	(1,492)	(268)	425	(1,467)	76.5
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,581	2,082	2,277	2,958	2,452
LCT thuần trong kỳ	(513)	175	680	(506)	1,388
Ảnh hưởng của tỷ giá	13.6	19.6	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,082	2,277	2,958	2,452	3,840
Dòng tiền tự do	559	643	(160)	1,022	1,378

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	17.3	16.6	16.6
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	23.5	23.9	19.0	17.9	17.7
Tỷ suất LNT (%)	0.47	4.63	6.26	5.91	6.07
Thuế TNDN hiện hành (%)	29.0	15.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(7.94)	31.1	38.1	5.49	6.65
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(4.84)	33.3	9.79	(0.96)	5.38
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(82.2)	383	86.4	(0.29)	9.46
Tăng trưởng EPS (%)	(92.1)	1,189	86.4	(0.29)	9.46
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(82.2)	383	86.4	(0.29)	9.46
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	14.6	12.7	12.3
ROACE (%)	6.66	9.82	11.2	11.2	12.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.37	0.49	0.63	0.65	0.68
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.01	0.71	0.66	0.68	0.84
Số ngày tồn kho	56.0	72.5	54.1	53.2	53.7
Số ngày phải thu	162	142	134	145	146
Số ngày phải trả	61.3	51.2	35.5	33.4	31.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	174	159	135	106	77.8
Nợ/tài sản (%)	54.1	52.8	50.4	45.1	43.3
EBIT/lãi vay (lần)	1.32	2.07	3.35	4.08	4.88
Nợ/EBITDA (lần)	6.03	4.59	4.36	3.87	3.70
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.40	1.59	1.26	1.36	1.39
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.29	1.73	1.23	1.10	0.95
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.71	7.22	6.48	6.17	5.39
P/E (lần)	246	19.1	10.2	10.3	9.38
P/E ĐC (lần)	103	21.2	11.4	11.4	10.4
P/B (lần)	1.76	1.62	1.40	1.23	1.08
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

Mua vào (giữ nguyên)

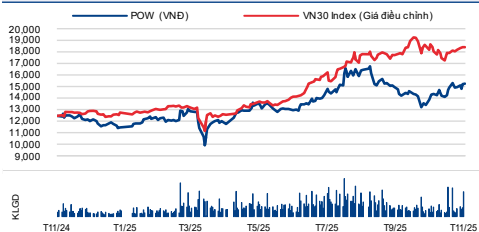
Giá mục tiêu: VNĐ18,500 (từ VNĐ16,800)

Tiềm năng tăng/giảm: 21.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	15,250
Mã Bloomberg	POW VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,930-16,750
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	15,120
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,714
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,355
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	10.1	(7.29)	22.5
So với chỉ số	11.6	(10.3)	(17.1)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	916	529	73.3
2026F	719	726	(0.9)
2027F	1,092	1,050	4.0

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

Tăng tốc mạnh; duy trì khuyến nghị Mua vào

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với POW và nâng 10% giá mục tiêu lên 18.500đ (tiềm năng tăng giá: 21%) sau khi điều chỉnh tăng dự báo dựa trên mức sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ cao hơn.
- POW được kỳ vọng hưởng lợi từ môi trường chính sách hỗ trợ hơn và động lực HĐKD cải thiện. Nhờ mức phân bổ Qc cao hơn kỳ vọng, chúng tôi tăng bình quân 20% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Lợi nhuận gộp trên mỗi kWh hiện được dự báo tăng 16%, nhờ tỷ lệ Qc cải thiện và giá bán bình quân tích cực hơn.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 10,1% trong 1 tháng qua và vượt trội hơn so với chỉ số VN30, POW hiện đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ năm 2023 ở mức 38,8 lần.

Sự kiện: Đề xuất nâng mức Qc tối thiểu cho NT3 & NT4

Hai nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 của POW được kỳ vọng hưởng lợi đáng kể từ đề xuất nâng mức sản lượng hợp đồng (Qc) tối thiểu lên 75% trong 15 năm, từ mức 65% trong 10 năm theo chính sách trước đây, qua đó cải thiện khả năng vay vốn và tăng độ ổn định cho dòng lợi nhuận. Khi cả hai nhà máy đều đang bám sát tiến độ vận hành thương mại vào Q1/2026, việc hoàn thành sớm cùng với sự hỗ trợ chính sách tích cực giúp POW có khả năng duy trì tỷ suất lợi nhuận ổn định và trở thành một trong những trụ cột của nguồn điện khí nền tại Việt Nam.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 bình quân 20%

HSC nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 thêm lần lượt 28%, 8%, 24%, chủ yếu nhờ (1) tỷ lệ Qc/sản lượng huy động cao hơn tại Nhơn Trạch 1 trong năm 2025; (2) sản lượng tăng tại các nhà máy điện khí Cà Mau 1 & 2; và (3) việc điều chỉnh tăng mức Qc tối thiểu cho các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 (từ 65% lên 75%) trên cơ sở chính sách hỗ trợ. Tổng sản lượng điện năm 2025 của POW ước tính tăng 12%, dẫn dắt bởi mức tăng 20% sản lượng phát điện tại Cà Mau 1 & 2. Dù sản lượng các năm 2026-2027 được điều chỉnh giảm nhẹ do tiến trình tăng công suất NT3 & NT4 dự kiến thận trọng hơn, lợi nhuận gộp trên mỗi kWh của POW hiện được kỳ vọng tăng 16% đạt trên 200đ, nhờ giá bán bình quân tăng và tỷ lệ Qc/sản lượng tốt hơn trên toàn danh mục nhà máy.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 10,1% trong 1 tháng qua và vượt trội hơn so với chỉ số VN30, POW đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 38,8 lần.

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 10,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 18.500đ, chủ yếu nhờ (1) bổ sung công suất mới trong ngắn hạn và (2) chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%, tương đương P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 17,9 lần và 15,5 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,878	2,503	9,000 ▲	9,267	9,979 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,038	1,112	2,146 ▲	1,684 ▲	2,558 ▲
EPS ĐC (đồng)	359	89.4	916 ▲	719 ▲	1,092 ▲
DPS (đồng)	300	0	0	0	0
BVPS (đồng)	13,414	13,668	14,381	15,065	16,080
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.9	18.7	7.07	5.86	4.78
P/E ĐC (lần)	42.5	171	16.6	21.2	14.0
Lợi suất cổ tức (%)	1.97	0	0	0	0
P/B (lần)	1.14	1.12	1.06	1.01	0.95
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	(75.1)	925	(21.5)	51.9
ROAE (%)	3.35	3.51	6.53	4.88	7.02

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

Động lực tích cực được hỗ trợ bởi các cải cách chính sách

POW được kỳ vọng hưởng lợi từ đề xuất nâng mức Qc tối thiểu cho các nhà máy điện khí LNG từ 65% trong 10 năm lên 75% trong 15 năm, qua đó cải thiện mức độ ổn định doanh thu cho Nhơn Trạch 3 & 4, hai dự án vẫn đang tiến gần đến thời điểm vận hành thương mại trong Q1/2026. Cùng với sản lượng tốt hơn kỳ vọng tại Cà Mau 1 & 2 và mức phân bổ Qc tích cực tại Nhơn Trạch 1, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của POW lần lượt 28%, 8%, 24%, với sản lượng năm 2025 ước tính tăng 7% và lợi nhuận gộp trên mỗi kWh tăng 11%. HSC duy trì tri khuyến nghị Mua vào nhưng tăng 10% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 18.500đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 21%.

Vị thế dẫn dắt mảng điện khí LNG tại Việt Nam

Khi Việt Nam đẩy nhanh quá trình chuyển dịch năng lượng, điện khí LNG đang trở thành trụ cột quan trọng, và POW có vị thế thuận lợi để dẫn dắt lĩnh vực này. Với mục tiêu theo QHĐ8 là nâng công suất điện khí LNG lên 22,5 GW vào năm 2030, việc hết các dự án bị chậm tiến độ càng làm nổi bật vai trò của hai nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 của POW, hiện là các dự án LNG duy nhất bám sát kế hoạch. Các nhà máy này không chỉ bổ sung công suất trong ngắn hạn mà còn được hưởng lợi lớn từ các chính sách hỗ trợ: theo đề xuất mới, mức sản lượng hợp đồng (Qc) tối thiểu cho các nhà máy LNG sẽ được nâng lên 75% trong 15 năm, từ mức 65% trong 10 năm trước đây, qua đó cải thiện đáng kể khả năng vay vốn và ổn định doanh thu. Thay đổi này mang lại lợi ích trực tiếp cho POW khi hai dự án LNG của công ty đang dần hoàn thiện: Nhơn Trạch 3 đã chạy thử và Nhơn Trạch 4 cũng sẽ sớm chạy thử trong thời gian tới.

Trong bối cảnh Việt Nam nỗ lực cân bằng giữa các nguồn điện tái tạo gián đoạn và nhu cầu duy trì công suất nền ổn định thì lợi thế tiên phong, năng lực triển khai vượt trội cùng sự phù hợp với các khung chính sách đang hoàn thiện giúp POW trở thành một trong những doanh nghiệp dẫn đầu trong quá trình phát triển điện khí LNG của đất nước.

Đánh giá chi tiết KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, POW ghi nhận kết quả tài chính tích cực với lợi nhuận thuần đạt 809 tỷ đồng, tăng 104% so với cùng kỳ. Mức cải thiện mạnh mẽ này được thúc đẩy nhờ lợi nhuận gộp tăng 336% đạt 1,3 nghìn tỷ đồng, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp tăng 11 điểm phần trăm đạt 16%. Tỷ suất lợi nhuận cải thiện chủ yếu nhờ mức phân bổ sản lượng hợp đồng (Qc) tăng. Đáng chú ý, nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 ghi nhận mức Qc tăng 12% so với cùng kỳ, chiếm 20% tổng Qc toàn hệ thống, trong khi Nhơn Trạch 1 tăng mạnh 69% so với cùng kỳ.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, POW ghi nhận doanh thu 25.404 tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần 1.857 tỷ đồng (tăng 74% so với cùng kỳ). Mặc dù chi phí bán hàng & quản lý tăng 49% so với cùng kỳ – chủ yếu do trích lập dự phòng 136 tỷ đồng và chi phí nhân công tăng trong Q2 – nhưng tác động này đã được bù đắp bởi tỷ suất lợi nhuận cải thiện (tăng 7 điểm phần trăm so với cùng kỳ). Lợi nhuận HĐKD cốt lõi (không tính đến tác động tỷ giá và trích lập dự phòng) tăng mạnh 148% so với cùng kỳ đạt 1.380 tỷ đồng, vượt 8% dự báo cho cả năm của HSC. Mức vượt kỳ vọng này chủ yếu đến từ hai yếu tố: tỷ lệ Qc/sản lượng tại Nhơn Trạch 1 cao hơn dự báo (115% so với 100% dự phóng) và chi phí lãi vay giảm nhờ tiến độ giải ngân nợ dài hạn chậm hơn (17,7 nghìn tỷ đồng cuối Q3/2025 so với 21 nghìn tỷ đồng dự báo).

Bảng 29: KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, POW

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	7,855	29.6%	-17%	25,404	17%	83%
Lợi nhuận gộp	1,291	336%	7%	3,275	133%	
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>16%</i>	<i>+11ppts</i>	<i>+3ppts</i>	<i>13%</i>	<i>+7ppts</i>	
Chi phí BH&QL	-212	26%	-7%	-716	49%	
Thu nhập tài chính	223	-46%	9%	637	3%	
Chi phí tài chính	-295	N/m	-26%	-869	144%	53%
Lợi nhuận thuần	809	104%	41%	1,857	74%	87%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-113	N/m	N/m	-221	N/m	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	922	639%	18%	2,078	121%	88%

Nguồn: HSC

Trong Q3/2025, POW ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể tại hầu hết các mảng phát điện, được thúc đẩy chủ yếu bởi mức phân bổ sản lượng hợp đồng (Qc) cao hơn và sản lượng điện tăng. Tổng phân bổ Qc tăng 44% so với cùng kỳ đạt 4.090 triệu kWh, với đóng góp nổi bật từ nhiệt điện than (tăng 82% so với cùng kỳ), nhiệt điện khí (tăng 25% so với cùng kỳ) và thủy điện (tăng 76% so với cùng kỳ). Riêng nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 – tài sản nhiệt điện than chủ lực của POW – được phân bổ 1.248 triệu kWh Qc, trong khi Nhơn Trạch 1 ghi nhận mức tăng 69% so với cùng kỳ. Các nhà máy thủy điện như Hủa Na và Đakrinh cũng ghi nhận tăng Qc ở mức hai chữ số cao, phản ánh điều kiện thủy văn thuận lợi.

Sản lượng điện cũng phản ánh bối cảnh vận hành tích cực này. Trong Q3/2025, tổng sản lượng điện tăng 33% so với cùng kỳ đạt 4.041 triệu kWh, với đóng góp đột biến từ Nhơn Trạch 1 (tăng 157% so với cùng kỳ), Vũng Áng 1 (tăng 75% so với cùng kỳ) và các nhà máy thủy điện (tăng 42% so với cùng kỳ). Riêng sản lượng thủy điện đạt 566 triệu kWh, gần như tăng gấp đôi so với quý trước nhờ lưu lượng nước mùa vụ dồi dào.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, POW ghi nhận tổng phân bổ Qc đạt 12.458 triệu kWh (tăng 43% so với cùng kỳ), phân bổ cho các nhà máy nhiệt điện khí (57%), nhiệt điện than (35%) và thủy điện (7%). Nhơn Trạch 1 nổi bật với mức tăng Qc 527% so với cùng kỳ, khẳng định độ tin cậy và khả năng huy động của nhà máy được cải thiện đáng kể. Sản lượng điện trong 9 tháng đầu năm 2025 đạt 13.479 triệu kWh (tăng 18% so với cùng kỳ) trong đó sản lượng thủy điện tăng 50% so với cùng kỳ.

Bảng 30: Phân bổ Qc theo loại hình điện trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, POW

triệu kWh	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ
Nhiệt điện khí	2,341	25%	7,109	42%
Cà Mau 1 & 2	1,241	29%	3,788	15%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	865	12%	2,449	57%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	235	69%	872	527%
Nhiệt điện than	1,248	82%	4,424	44%
Vũng Áng 1	1,248	82%	4,424	44%
Thủy điện	501	76%	925	50%
Hủa Na	300	85%	479	67%
Dak drink	201	65%	446	35%
Tổng cộng	4,090	44%	12,458	43%

Nguồn: HSC

Bảng 31: Sản lượng điện theo loại hình trong Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, POW

triệu kWh	Q3/25	So với cùng kỳ	9T25	So với cùng kỳ
Nhiệt điện khí	2,307	13%	7,010	9%
Cà Mau 1 & 2	1,235	4%	4,097	-5%
Nhơn Trạch 2 (NT2)	787	6%	2,156	12%
Nhơn Trạch 1 (NT1)	285	157%	757	249%
Nhiệt điện than	1,063	75%	4,759	14%
Vũng Áng 1	1,063	75%	4,759	14%
Thủy điện	566	42%	1,217	50%
Hua Na	373	40%	665	57%
Dak drink	162	22%	487	26%
Nậm Nơn	31	N/m	65	N/m
Nhiệt điện khí LNG	105	0	493	N/m
Nhơn Trạch 3&4	105	0	493	N/m
Tổng cộng	4,041	33%	13,479	18%

Nguồn: HSC

POW có vị thế thuận lợi để duy trì đà tăng trưởng lợi nhuận trong Q4/2025, được hỗ trợ bởi phân bổ Qc tiếp tục ở mức cao, đặc biệt đối với các nhà máy nhiệt điện khí, trong bối cảnh các chính sách hỗ trợ vẫn được duy trì trước khi các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4 đi vào vận hành. Dù nhu cầu điện toàn hệ thống chưa thực sự mạnh nhưng việc duy trì ổn định sản lượng hợp đồng nhiều khả năng sẽ giúp giữ tỷ suất lợi nhuận gộp trên 10%, qua đó hỗ trợ lợi nhuận tăng trưởng ổn định đến cuối năm.

Sản lượng thủy điện có thể giảm nhẹ sau giai đoạn cao điểm mùa vụ trong Q3/2025, nhưng mùa mưa đến sớm và diễn biến tích cực nhiều khả năng vẫn sẽ duy trì mức huy động thuận lợi. Trong khi đó, hoạt động của các nhà máy nhiệt điện than – đặc biệt là Vũng Áng 1 – tiếp tục ghi nhận kết quả khả quan nhờ sản lượng ổn định và công tác vận hành hiệu quả, bất chấp các thách thức kỹ thuật cổ hữu liên quan đến sự không tương thích của thông số than đầu vào.

Nhơn Trạch 3 & 4 được kỳ vọng sẽ hưởng lợi lớn từ các chính sách mới

Chính phủ đã đề xuất nâng mức sản lượng hợp đồng (Qc) tối thiểu dành cho các nhà máy điện LNG nhập khẩu. Cụ thể:

- Theo một dự thảo nghị quyết, các dự án sử dụng LNG nhập khẩu sẽ được áp dụng cơ chế trong đó EVN phải mua tối thiểu 75% sản lượng điện bình quân dài hạn của dự án, trong thời hạn lên tới 15 năm kể từ khi vận hành thương mại. Đây là bước điều chỉnh đáng kể so với quy định trước đây (theo Nghị định 100), vốn chỉ yêu cầu mức Qc tối thiểu 65% trong tối đa 10 năm.
- Mục tiêu của chính sách là cải thiện khả năng vay vốn của các dự án điện khí LNG (vốn có chi phí nhiên liệu và đầu tư cao) bằng cách tăng mức độ đảm bảo doanh thu cho nhà đầu tư, qua đó thu hút thêm vốn vào điện LNG như một nguồn công suất nền nhằm hỗ trợ tích hợp năng lượng tái tạo.

Dù các vướng mắc về hạ tầng, lưới điện và khung pháp lý đối với các dự án LNG vẫn còn hiện hữu nhưng việc nâng mức Qc tối thiểu lên 75% là một tín hiệu chính sách thuận lợi hơn rõ rệt cho các nhà phát triển.

Trước những diễn biến chính sách tích cực nêu trên, HSC cho rằng hai nhà máy điện khí LNG sắp vận hành của POW là Nhơn Trạch 3 & 4 hiện có thể giả định mức Qc tối thiểu hợp lý là 75%, thay vì 65% như giả định trước đây của chúng tôi. Mức đảm bảo cao hơn này phù hợp với khung chính sách đang được hoàn thiện của Chính phủ và giúp cải thiện đáng kể triển vọng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận của các nhà máy.

Tính đến cuối tháng 7/2025, POW đã đạt tiến độ thi công rất ấn tượng: Tổng thể EPC hoàn thành 98,2% với các hạng mục chính gồm: thiết kế chi tiết 99%, xây dựng dân dụng/kết cấu 99,97% và chạy thử nghiệm 66,6%. Nhơn Trạch 3 đã hoàn tất mốc đốt lửa lần đầu (ngày 11/1) và hòa lưới điện (ngày 5/2), hiện đang chạy thử chu trình kết hợp với khoảng 195 triệu kWh đã được huy động; COD dự kiến vào đầu Q1/2026 (sát

với dự báo của HSC). Trong khi đó, GT2 của Nhơn Trạch 4 đã hoàn tất hòa lưới vào ngày 27/6 và hiện đang trong giai đoạn hiệu chỉnh thông số. Nhơn Trạch 3 & 4 được kỳ vọng sẽ COD trong Q4/2025 nhưng sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu từ Q1/2026 (sát với dự báo của chúng tôi). Tiến độ triển khai dự án tích cực cùng với mức Qc tối thiểu được nâng lên giúp củng cố niềm tin của HSC vào sự ổn định tỷ suất lợi nhuận và đóng góp lợi nhuận từ các nhà máy LNG này sớm hơn so với kỳ vọng trước đây.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận: Qc cao hơn + điều chỉnh sản lượng

HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận của POW lần lượt 28%, 8%, 24% cho các năm 2025, 2026, 2027, phản ánh nền tảng hoạt động cải thiện trên nhiều mảng. Các điều chỉnh này chủ yếu được thúc đẩy bởi: (1) sản lượng điện cao hơn tại Cà Mau 1 & 2 trong 2025, (2) mức phân bổ Qc cho Nhơn Trạch 1 cao hơn kỳ vọng trong 2025, và (3) tăng giá định mức Qc tối thiểu đối với hai dự án điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4 trong các năm 2026-2027.

Về sản lượng, HSC hiện dự báo sản lượng điện của POW trong năm 2025 sẽ tăng 7%, chủ yếu nhờ việc điều chỉnh tăng 20% sản lượng của Cà Mau 1 & 2, chiếm khoảng 60% tổng sản lượng nhiệt điện khí của Công ty; điều này dẫn đến sản lượng nhiệt điện khí tăng 12% và tổng sản lượng điện tăng 7% trong năm 2025. Tuy nhiên, cho các năm 2026-2027, chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ dự báo sản lượng lần lượt 2% và 7%, do điều chỉnh giảm 10% và 19% dự báo sản lượng của Nhơn Trạch 3 & 4. Giả định này phản ánh quan điểm thận trọng hơn về thời gian tăng công suất, khi các nhà máy mới có thể cần thời gian dài hơn trước khi vận hành tối đa.

Chúng tôi cũng điều chỉnh giá định tỷ lệ Qc/sản lượng của Nhơn Trạch 1 từ 100% lên 109% trong năm 2025, kỳ vọng xu hướng phân bổ Qc thuận lợi sẽ tiếp diễn nhờ chính sách hỗ trợ rộng hơn dành cho các nhà máy nhiệt điện khí trong nước. Điều chỉnh này phù hợp với các đề xuất sửa đổi Nghị định 56, trong đó đưa ra cơ chế Qc tối thiểu nhằm bảo đảm mức huy động và hiệu quả đầu tư cho các nhà máy nhiệt điện khí trong nước, bao gồm cả các nhà máy có thể sử dụng LNG làm nhiên liệu đầu vào.

Ngược lại, đối với Nhơn Trạch 3 & 4, chúng tôi nâng giá định mức Qc tối thiểu từ 65% lên 75%, phù hợp với khung chính sách mới được đề xuất dành cho các nhà máy điện khí LNG (như đã đề cập ở trên). Chúng tôi cũng kỳ vọng Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ chủ yếu bán điện theo sản lượng hợp đồng (Qc) cho EVN và có thể sẽ không tham gia chào giá trên thị trường phát điện cạnh tranh do giá thành điện khí LNG tương đối cao hơn so với các nguồn điện khác. Điều chỉnh này đồng thời kéo theo việc chúng tôi nâng giá định giá bán bình quân của POW thêm 2% mỗi năm. Kết quả là tỷ suất lợi nhuận gộp trên mỗi kWh của POW dự kiến sẽ tăng bình quân 16% trong giai đoạn 2025-2027 đạt hơn 200đ/kWh.

Bảng 32: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận, POW

Tỷ đồng	2024	2025F	Cũ		Mới			Điều chỉnh		
			2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	30,306	30,648	56,471	57,144	34,314	47,054	54,336	12%	-17%	-5%
Lợi nhuận gộp	1,998	3,860	4,915	5,090	4,567	4,792	5,641	18%	-2%	11%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6.6%	12.6%	8.7%	8.9%	13.3%	10.2%	10.4%	+0.7ppts	+1.5ppts	+1.5ppts
Thu nhập/ (chi phí) lãi thuần	(279)	(1,138)	(1,837)	(1,349)	(1,157)	(1,737)	(1,316)	2%	-5%	-2%
Lợi nhuận thuần	1,112	1,670	1,555	2,061	2,146	1,684	2,558	28%	8%	24%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	174	(252)	0	-	(221)	-	-	-12%	N/m	N/m
Lợi nhuận 'cốt lõi'	938	1,922	1,555	2,061	2,367	1,684	2,558	23%	8%	24%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	16,077	15,226	25,076	25,576	16,226	20,576	23,884	7%	-18%	-7%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	124	253	196	199	281	233	236	11%	19%	19%
Giá bán bình quân (đồng/kWh)	1,885	2,013	2,252	2,234	2,115	2,287	2,275	5%	2%	2%

Nguồn: HSC

Bảng 33: Dự báo sản lượng điện, POW

triệu kWh	Cũ			Mới			Điều chỉnh		
	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Nhiệt điện khí	8,200	14,250	18,750	9,200	13,750	17,058	12%	-4%	-9%
Nhiệt điện than	6,000	5,800	5,800	6,000	5,800	5,800	0%	0%	0%
Thủy điện	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	0%	0%	0%
Điện mặt trời	6	6	6	6	6	6	0%	0%	0%
Tổng cộng	15,226	21,076	25,576	16,226	20,576	23,884	7%	-2%	-7%

Nguồn: HSC

Bảng 34: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, POW

	2025	2026	2027	CAGR (24-27)
Doanh thu thuần	13%	37%	15%	21.5%
Lợi nhuận gộp	129%	5%	18%	41.3%
Lợi nhuận thuần	93%	-22%	52%	32.0%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	233%	-29%	52%	53.2%

Nguồn: HSC

Chúng tôi hiện kỳ vọng doanh thu thuần và lợi nhuận HĐKD cốt lõi sẽ tăng trưởng với CAGR đạt lần lượt 21,5% và 53,2% trong giai đoạn 2024-2027. Triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ này phản ánh vị thế chiến lược vững chắc của POW, được hỗ trợ bởi môi trường chính sách thuận lợi hơn, mức phân bổ sản lượng hợp đồng (Qc) duy trì cao, cùng hiệu quả vận hành cải thiện khi Công ty dần chuyển sang cơ cấu điện khí LNG và điện khí trong nước tối ưu hơn.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới của chúng tôi cho POW là 18.500đ, tăng 10% so với mức cũ (16.800đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 21%, tương ứng P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 20,2 lần và 25,7 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với POW trong bối cảnh các cải cách chính sách tiếp tục diễn biến tích cực. Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá POW vì Công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng, đặc biệt là với cụm nhà máy điện Nhơn Trạch đang được phân bổ Qc ổn định. Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 9,3%.

Theo đó, giá trị hiện tại của định giá cuối kỳ đóng góp 51% (so với 67% trước đó) tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền tương lai của POW (và con số này chưa bao gồm phần nợ thuần của công ty).

Bảng 35: Định giá DCF, POW

Giá mục tiêu mới là 18.500

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm 2026)
Giá trị hiện tại của UFCF giai đoạn 2026-2030	29,873
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	32,241
Tổng giá trị hiện tại	62,114
Cộng: tiền	12,919
Trừ: tổng nợ	(31,478)
Giá trị vốn CSH	43,554
Giá mục tiêu (đồng /cp)	18,500

Nguồn: HSC

Bảng 36: Tính toán WACC, POW

WACC duy trì ở mức 9,3%

	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%
Chi phí nợ	6.8%
WACC	9.3%

Nguồn: HSC

Bảng 37: Diễn biến giá cổ phiếu, PO và VN30 Index

	3 tháng	12 tháng
POW	-7.3%	22.5%
VN30 Index	3.4%	47.8%

Nguồn: HSC

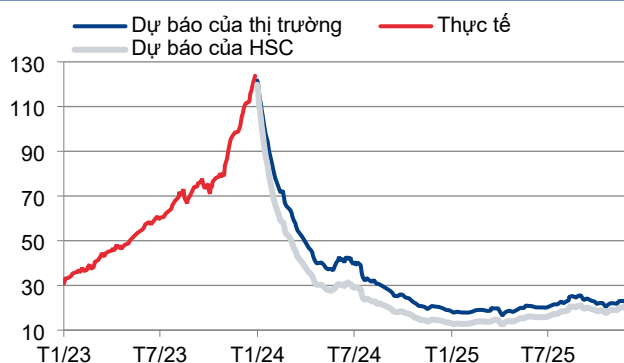
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu POW đã tăng 10% trong 1 tháng qua (nhưng vẫn giảm 7% trong 3 tháng qua (Bảng 37)), nhiều khả năng được hỗ trợ bởi tâm lý tích cực xoay quanh các cải cách ngành điện và tiến độ triển khai khả quan của các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 & 4.

POW đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần, thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 38,8 lần (Biểu đồ 38-39). Trong khi đó, như thể hiện trong Bảng 40, cổ phiếu có P/E năm 2025 cao hơn 73% so với bình quân của các công ty Tiện ích - Điện khác trong danh sách khuyến nghị.

Bảng 38: P/E trượt dự phóng 1 năm, POW

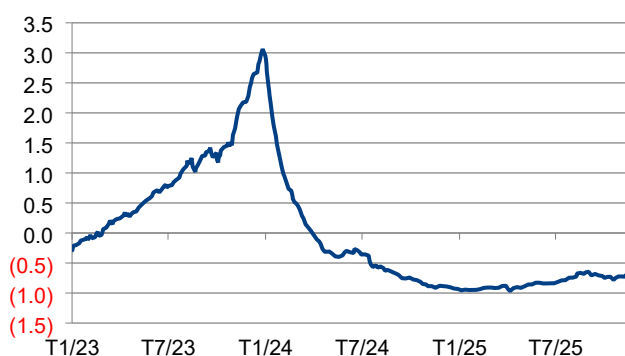
POW đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 20,7 lần ...



Nguồn: HSC

Bảng 39: Độ lệch chuẩn so với bình quân, POW

... thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 38,8 lần



Nguồn: HSC

Bảng 40: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, POW

	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	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	14%
PGV	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.3	14%
PC1	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	15%
GEG	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19%
Bình quân toàn ngành	676.0	6.4	6.7	9.5	10.5	1.3	16%
POW	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	7%
<i>Chênh lệch so với các công ty khác</i>	100%	9%	-13%	73%	103%	-21%	-9ppts

Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí thấp hơn kỳ vọng.
- Giá khí đốt/than đầu vào cao hơn dự kiến
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tỷ giá
- Tiếp tục lùi thời gian vận hành thương mại nhà máy điện khí LNG NT3&4.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Qc phân bổ cho các nhà máy điện khí năm 2026-2027 cao hơn kỳ vọng.
- Qc tối thiểu cho nhà máy NT3&4 trong năm 2026-2027 cao hơn dự báo, đặc biệt nếu đề xuất nâng mức Qc tối thiểu cho các nhà máy điện khí LNG lên trên 75% được thông qua.

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	34,314	47,054	54,336
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	4,567	4,792	5,641
Chi phí BH&QL	(1,268)	(878)	(686)	(941)	(1,087)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,436	1,120	3,881	3,851	4,554
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,157)	(1,737)	(1,316)
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	-	-	-	-	-
LNTT	1,442	1,383	2,774	2,165	3,289
Chi phí thuế TNDN	(159)	(172)	(250)	(184)	(280)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(245)	(99.8)	(379)	(297)	(451)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,038	1,112	2,146	1,684	2,558
Lợi nhuận thuần ĐC	841	209	2,146	1,684	2,558
EBITDA ĐC	2,878	2,503	9,000	9,267	9,979
EPS (đồng)	443	475	916	719	1,092
EPS ĐC (đồng)	359	89.4	916	719	1,092
DPS (đồng)	300	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,342	2,342	2,342	2,342	2,342
Slg 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	4,791	12,919	16,310
Đầu tư ngắn hạn	2,391	4,112	4,112	4,112	4,112
Phải thu khách hàng	14,560	11,873	13,942	18,821	21,584
Hàng tồn kho	2,167	1,795	1,785	2,536	2,922
Các tài sản ngắn hạn khác	1,484	636	562	798	920
Tổng tài sản ngắn hạn	29,042	29,981	25,192	39,186	45,848
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	86,879	95,633	97,048
Nợ ngắn hạn	5,507	13,508	11,520	15,327	17,156
Phả trả người bán	15.9	15.7	14.7	23.5	26.1
Nợ ngắn hạn khác	21,090	19,768	15,556	24,300	26,626
Tổng nợ ngắn hạn	26,785	33,457	27,370	39,902	44,156
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	50,396	57,407	56,299
Vốn chủ sở hữu	31,415	32,009	33,679	35,280	37,657
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	36,484	38,225	40,749
Tổng nợ phải trả và VCSH	70,362	79,915	86,879	95,633	97,048
BVPS (đ)	13,414	13,668	14,381	15,065	16,080
Nợ thuần*/(tiền mặt)	4,239	11,095	27,880	18,559	11,997

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	1,436	1,120	3,881	3,851	4,554
Khấu hao	(1,442)	(1,383)	(5,119)	(5,416)	(5,425)
Lãi vay thuần	(186)	(279)	(1,157)	(1,737)	(1,316)
Thuế TNDN đã nộp	(159)	(172)	(250)	(184)	(280)
Thay đổi vốn lưu động	(1,249)	941	(2,044)	3,250	(631)
Khác	2,068	1,351	(2,907)	(4,718)	(1,635)
LCT thuần từ HĐKD	3,352	4,344	2,643	5,879	6,117
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	502	544	621
LCT thuần từ HĐĐT	(6,485)	(10,973)	(17,219)	382	459
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 kì	8,252	8,440	11,564	4,791	12,919
LCT thuần trong kỳ	188	3,125	(6,773)	8,128	3,391
Ảnh hưởng của tỷ giá	0.37	0.06	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,440	11,564	4,791	12,919	16,310
Dòng tiền tự do	(2,960)	(5,449)	(15,078)	5,717	5,955

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	13.3	10.2	10.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	10.2	8.26	26.2	19.7	18.4
Tỷ suất LNT (%)	3.67	3.67	6.25	3.58	4.71
Thuế TNDN hiện hành (%)	11.0	12.4	9.00	8.50	8.50
Tăng trưởng doanh thu (%)	0.37	6.98	13.2	37.1	15.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(49.2)	(13.0)	260	2.97	7.68
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(57.2)	(75.1)	925	(21.5)	51.9
Tăng trưởng EPS (%)	(49.6)	7.05	93.1	(21.5)	51.9
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(57.2)	(75.1)	925	(21.5)	51.9
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	6.53	4.88	7.02
ROACE (%)	3.50	2.49	7.32	6.68	8.39
Vòng quay tài sản (lần)	0.45	0.40	0.41	0.52	0.56
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	2.33	3.88	0.68	1.53	1.34
Số ngày tồn kho	30.9	23.1	21.9	21.9	21.9
Số ngày phải thu	207	153	171	163	162
Số ngày phải trả	0.23	0.20	0.18	0.20	0.20
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	13.5	34.9	82.9	52.8	32.1
Nợ/tài sản (%)	18.0	28.5	37.6	33.0	29.3
EBIT/lãi vay (lần)	7.72	4.01	3.35	2.22	3.46
Nợ/EBITDA (lần)	4.41	9.09	3.63	3.40	2.85
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.08	0.90	0.92	0.98	1.04
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.41	1.54	1.85	1.15	0.88
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.9	18.7	7.07	5.86	4.78
P/E (lần)	34.4	32.1	16.6	21.2	14.0
P/E ĐC (lần)	42.5	171	16.6	21.2	14.0
P/B (lần)	1.14	1.12	1.06	1.01	0.95
Lợi suất cổ tức (%)	1.97	0	0	0	0

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

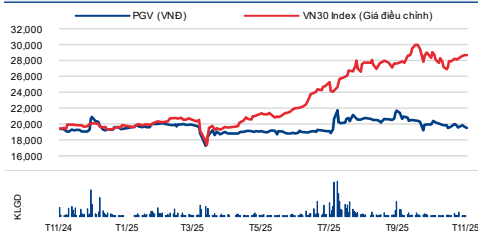
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ23,400 (từ VNĐ22,700)

Tiềm năng tăng/giảm: 20.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	19,500
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,200-21,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	19,650
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	21,908
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	831
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	0.81%
Cổ đông lớn	EVN (99.2%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá


Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.26)	(5.80)	0.52
So với chỉ số	(0.97)	(8.87)	(32.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,796	1,796	0.0
2026F	2,309	2,309	0.0
2027F	2,598	2,598	0.0

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

Tăng nhẹ giá mục tiêu; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với PGV nhưng nâng nhẹ 3,1% giá mục tiêu lên 23.400đ nhờ chuyển thời điểm định giá từ giữa năm sang cuối năm 2026.
- Chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, với CAGR 4 năm đạt 30,5%, chủ yếu nhờ mức phục hồi mạnh trong năm 2025 (trong bối cảnh sản lượng hợp đồng (Qc) cho các nhà máy điện khí được phân bổ cao hơn) và nền lợi nhuận thấp của năm 2024.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,3% trong 1 tháng qua, PGV đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần. Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 13,0 lần và 10,1 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, doanh thu của PGV tăng 17% so với cùng kỳ đạt 8,3 nghìn tỷ đồng, trong khi lợi nhuận gộp tăng 77% so với cùng kỳ đạt 732 tỷ đồng, nhờ mức phân bổ Qc cao hơn, đặc biệt tại các nhà máy nhiệt điện khí Phú Mỹ. Bất chấp việc bảo trì định kỳ tại nhà máy nhiệt điện than Mông Dương 1, lợi nhuận HĐKD cốt lõi đã chuyển từ mức lỗ 58 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái sang lãi 245 tỷ đồng. Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, PGV ghi nhận 30,9 nghìn tỷ đồng doanh thu và 1,94 nghìn tỷ đồng lợi nhuận HĐKD cốt lõi, đảo ngược từ mức lỗ của năm trước và hoàn thành 67% dự báo cho cả năm 2025 của chúng tôi.

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

Trong dài hạn, với việc giữ sản lượng hợp đồng (Qc) phân bổ ở mức cao, cùng với nguồn cung khí ổn định và ít chịu ảnh hưởng từ biến động giá LNG, PGV có vị thế thuận lợi trong Q4/2025. Tuy nhiên, đà tăng trưởng lợi nhuận vẫn sẽ phụ thuộc vào sản lượng huy động thực tế, vốn có mối liên hệ mật thiết với nhu cầu điện toàn quốc trong các tháng cao điểm. HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, chủ yếu được hỗ trợ bởi mức phân bổ Qc cao hơn kỳ vọng và triển vọng tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ mặt bằng chi phí đầu vào thuận lợi hơn. Các dự báo này hàm ý CAGR 4 năm (giai đoạn 2024-2027) của doanh thu thuần đạt 8,0% và của lợi nhuận thuần đạt 30,5%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,3% trong 1 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN Index, PGV đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần. Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần. Chúng tôi tăng nhẹ 2% giá mục tiêu lên 23.400đ – tương ứng tiềm năng tăng giá 20% và P/E năm 2025-2026 lần lượt là 23,6 lần và 25,3 lần – đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng.

PGV đang trở thành đơn vị hưởng lợi chính từ việc sửa đổi các chính sách quan trọng, với việc tăng và giữ ổn định sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ và khả năng nhận được hỗ trợ vốn tích cực hơn như được đề cập trong Nghị quyết 70, cùng với tiềm năng lợi nhuận của các nhà máy điện than và thủy điện cao hơn kỳ vọng khi chính phủ đẩy nhanh tiến độ triển khai Quy hoạch Điện 8.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,385	6,816	9,837	9,506	9,784
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,065	(878)	2,192	2,768	3,093
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	1,796	2,309	2,598
DPS (đồng)	2,110	666	0	976	1,232
BVPS (đồng)	13,719	12,683	14,479	16,886	19,606
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.85	7.80	5.00	4.75	4.04
P/E ĐC (lần)	24.4	N/a	10.9	8.45	7.51
Lợi suất cổ tức (%)	10.8	3.42	0	5.00	6.32
P/B (lần)	1.42	1.54	1.35	1.15	0.99
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
ROAE (%)	6.53	(5.92)	14.4	15.7	15.1

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

Nền tảng cơ bản nhìn chung vẫn vững chắc

Sau khi cập nhật KQKD Q3/2025, HSC giữ nguyên dự báo giai đoạn 2025-2027, không có thay đổi đáng kể nào đối với các giả định cốt lõi trong [báo cáo trước của chúng tôi](#). PGV đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023 là 1,6 lần, và ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần.

Triển vọng 2025-2027 không thay đổi sau khi xem xét lại KQKD Q3/2025

Trong Q3/2025, PGV ghi nhận sự phục hồi mạnh về khả năng sinh lời với doanh thu tăng 17% so với cùng kỳ đạt 8,3 nghìn tỷ đồng, được hỗ trợ bởi mức tăng 16% của sản lượng điện và lợi nhuận gộp tăng 77% đạt 732 tỷ đồng, kéo theo tỷ suất lợi nhuận gộp tăng lên 9% từ mức 6% trong Q3/2024. Động lực chính đến từ mức phân bổ Qc cao hơn tại cụm nhà máy khí Phú Mỹ (tăng 78% so với cùng kỳ), mặc dù tỷ suất lợi nhuận giảm nhẹ so với quý trước do nhà máy nhiệt điện than Mông Dương 1 (1.080 MW) thực hiện bảo trì định kỳ trong 60 ngày. Lợi nhuận HĐKD cốt lõi (loại trừ chênh lệch tỷ giá) đạt 245 tỷ đồng, đảo chiều từ mức lỗ 58 tỷ đồng trong Q3/2024.

Trong 9 tháng đầu năm 2025, PGV ghi nhận 30,9 nghìn tỷ đồng doanh thu (tăng 5% so với cùng kỳ) và 3,5 nghìn tỷ đồng lợi nhuận gộp (tăng 78% so với cùng kỳ), nhờ Qc tăng 45% so với cùng kỳ, giúp Công ty được ghi nhận phần doanh thu bảo đảm cao hơn sản lượng phát thực tế. Lợi nhuận HĐKD cốt lõi đạt 1,94 nghìn tỷ đồng, đảo chiều từ mức lỗ 45 tỷ đồng của cùng kỳ năm trước và hoàn thành 67% dự báo cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD.

Bảng 41: KQKD Q3/2025 và 9 tháng đầu năm 2025, PGV

Tỷ đồng	Q3/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	9T25	So với cùng kỳ	% dự báo cũ của HSC
Doanh thu	8,346	17%	-30%	30,884	5%	61%
Giá vốn hàng bán	-7,614	14%	-24%	-27,337	0%	
Lợi nhuận gộp	732	77%	-62%	3,548	78%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9%	+3ppts	-7ppts	11%	+4ppts	
Chi phí BH&QL	-175	22%	3%	-466	19%	
Thu nhập tài chính	121	63%	288%	202	5%	
Chi phí tài chính	-508	N/m	-52%	-2,295	0%	
Lợi nhuận từ CT liên kết	0	N/m	N/m	165	279%	
Thu nhập thuần khác	-1	N/m	-59%	-6	N/m	
Lợi nhuận thuần	165	-66%	-81%	1,137	N/m	
Lợi nhuận 'cốt lõi'	245	N/m	-82%	1,940	N/m	67%
Các khoản mục ròng không thường xuyên	-80	N/m	N/m	-803	N/m	

Nguồn: HSC

Bảng 42: Ước tính lợi nhuận giai đoạn 2025-2027, PGV

Năm 2025 đánh dấu một năm chuyển mình của PGV nhờ phân bổ Qc

Tỷ đồng	2024A	2025F	Tăng trưởng	2026F	Tăng trưởng	2027F	Tăng trưởng
Doanh thu thuần	40,690	50,271	24%	59,829	19%	62,339	4.2%
Lợi nhuận gộp	2,980	6,194	108%	6,054	-2%	6,070	0.3%
Lợi nhuận thuần	(876)	2,192	N/m	2,768	26%	3,093	11.7%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	22,422	26,848	20%	31,638	18%	32,396	2.4%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	133	231	73%	191	-17%	187	-2.1%
Giá bán bình quân (đồng/kWh)	1,815	1,872	3%	1,891	1%	1,924	2%

Nguồn: PGV, HSC

Sau khi xem xét KQKD Q3/2025, HSC giữ nguyên dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027. Triển vọng của PGV tiếp tục được hỗ trợ nhờ phân bổ Qc duy trì ở mức cao và mặt bằng chi phí đầu vào thuận lợi hơn. PGV đang trở thành đơn vị hưởng lợi chính từ việc sửa đổi các chính sách quan trọng, với việc tăng và giữ ổn định sản lượng hợp đồng phân bổ cho các nhà máy điện khí Phú Mỹ và khả năng nhận được hỗ trợ vốn tích cực hơn như được đề cập trong Nghị quyết 70, cùng với tiềm năng lợi nhuận

của các nhà máy điện than và thủy điện cao hơn kỳ vọng khi chính phủ đẩy nhanh tiến độ triển khai Quy hoạch Điện 8. Các dự báo này hàm ý CAGR 4 năm (giai đoạn 2024-2027) của doanh thu thuần đạt 8% và của lợi nhuận thuần đạt 30,5%.

Bảng 43: Dự báo tăng trưởng, PGV

	2025F	2026F	2027F	CAGR (2023A-27F)
Doanh thu thuần	24%	19%	4%	8.0%
Lợi nhuận gộp	108%	-2%	0%	7.7%
Lợi nhuận thuần	N/m	26%	12%	30.5%

Nguồn: HSC

Bảng 44: Định giá DCF, PGV

Giá mục tiêu là 23.400đ

Tỷ đồng	Giá trị (cuối năm- 2026)
Giá trị hiện tại của UFCF	28,109
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	21,699
Tổng giá trị hiện tại	49,808
Cộng: tiền	686
Trừ: tổng nợ	(23,895)
Giá trị vốn CSH	26,272
Giá mục tiêu (đồng)	23,400

Nguồn: HSC

Bảng 45: Tính toán WACC, PGV

WACC duy trì ở mức 10%

	Value
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	11.9%
Chi phí nợ	5.6%
WACC	10.0%

Nguồn: HSC

Bảng 46: Giá cổ phiếu và chỉ số VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PGV	-2.3%	-5.8%	0.5%
VN30 Index	-1.3%	3.4%	47.8%

Nguồn: HSC

Duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng; tăng nhẹ 3% giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 3,1% giá mục tiêu đối với PGV lên 23.400đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 20% và P/E năm 2025 và 2026 lần lượt là 13,0 lần và 10,1 lần. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhờ môi trường chính sách đang trở nên thuận lợi hơn.

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PGV, dựa trên giả định rằng Công ty sẽ tiếp tục cải thiện công suất hoạt động của các nhà máy điện khí và thực thi các dự án trong danh mục phát triển tương lai.

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

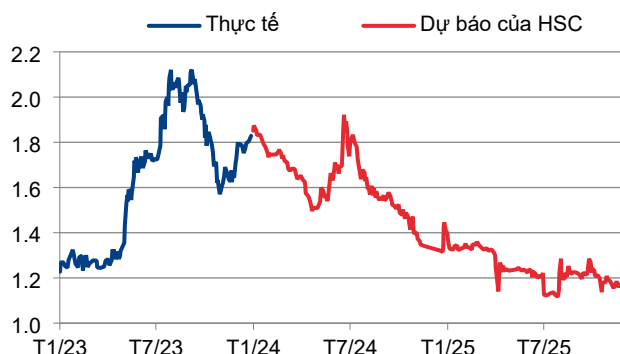
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 1%.
- Giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần. Theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 10%.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026).

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 2,3% trong 1 tháng qua (Bảng 46), PGV đang giao dịch ở mức P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 1,6 lần (Biểu đồ 47-48). Cổ phiếu cũng đang có P/E trượt dự phóng 1 năm là 8,6 lần. Trong khi đó, như thể hiện ở Bảng 49, PGV đang có P/E năm 2025 thấp hơn 11% so với bình quân của các công ty ngành Tiện ích-Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Biểu đồ 47: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

PGV hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 48: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

... thấp hơn 1,9 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân ở mức 1,6 lần



Nguồn: HSC

Bảng 49: 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 trên vốn CHS bình quần năm 2025
REE	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	14%
POW	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	7%
PC1	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	15%
GEG	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19%
Bình quân ngành	806.9	6.9	7.0	11.1	13.8	1.3	14%
PGV	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.3	14%
Chênh lệch so với bình quân các công ty khác	3%	-29%	-32%	-11%	-43%	5%	0ppts

Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

- Sản lượng huy động của các nhà máy điện khí thấp hơn dự kiến do nhu cầu điện suy yếu.
- Giá đầu vào của khí/LNG và than cao hơn dự kiến.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tiền tệ.

Tiềm năng tăng giá bao gồm:

- Các dự án sắp triển khai bao gồm: (1) dự án điện mặt trời nổi tại **nhà máy thủy điện Buôn Kuốp** (công suất 80 MW) với tổng chi phí đầu tư 1.935 tỷ đồng và (2) **nhà máy điện linh hoạt** tại Ninh Bình (công suất 300 MW) với tổng chi phí đầu tư dự kiến 6.758 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng các dự án này sẽ vận hành thương mại trong năm 2026-2027, nhưng theo phía PGV, tiến độ có thể được đẩy nhanh hơn nếu sớm hoàn tất các thủ tục và thỏa thuận cần thiết, chẳng hạn như hợp đồng mua bán điện trực tiếp (DPPA) cho dự án điện mặt trời nổi.
- EVN có thể sẽ sớm thanh toán cho PGV khoản lỗ tỷ giá lũy kế khoảng 5 nghìn tỷ đồng phát sinh trong giai đoạn 2019-2023. HSC hiện chưa đưa khoản thanh toán này vào dự báo nhưng khi EVN bắt đầu có lãi trở lại, chúng tôi cho rằng PGV sẽ sớm nhận được khoản tiền này.

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	50,271	59,829	62,339
Lợi nhuận gộp	4,518	2,980	6,194	6,054	6,070
Chi phí BH&QL	(652)	(672)	(1,005)	(1,197)	(935)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	3,867	2,308	5,188	4,857	5,135
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,595)	(1,487)
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)	2,773	3,502	3,913
Chi phí thuế TNDN	(157)	(5.05)	(555)	(700)	(783)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(18.6)	(2.82)	(26.6)	(33.6)	(37.6)
LNST không thường xuyên	0	(5.05)	0	0	0
Lợi nhuận thuần	1,065	(878)	2,192	2,768	3,093
Lợi nhuận thuần ĐC	900	(1,034)	2,018	2,594	2,918
EBITDA ĐC	8,385	6,816	9,837	9,506	9,784
EPS (đồng)	948	(782)	1,951	2,464	2,753
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	1,796	2,309	2,598
DPS (đồng)	2,110	666	0	976	1,232
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	1,594	686	1,240
Đầu tư ngắn hạn	2,935	2,880	2,880	2,880	2,880
Phải thu khách hàng	9,977	10,331	11,060	13,162	13,715
Hàng tồn kho	3,095	2,454	3,082	3,760	3,935
Các tài sản ngắn hạn khác	460	537	337	411	430
Tổng tài sản ngắn hạn	16,977	16,821	18,952	20,899	22,200
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	2,544	3,078	3,279
Tổng tài sản dài hạn	41,864	38,446	34,948	32,273	29,289
Tổng cộng tài sản	58,841	55,267	53,900	53,173	51,489
Nợ ngắn hạn	5,335	5,885	5,885	5,885	5,885
Phả trả người bán	4,101	5,610	4,408	5,377	5,627
Nợ ngắn hạn khác	1,958	2,218	2,996	3,555	3,541
Tổng nợ ngắn hạn	11,480	13,814	13,427	14,992	15,248
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	37,310	33,875	29,131
Vốn chủ sở hữu	15,413	14,249	16,267	18,970	22,027
Lợi ích cổ đông thiểu số	359	320	324	327	330
Tổng vốn chủ sở hữu	15,771	14,570	16,591	19,297	22,357
Tổng nợ phải trả và VCSH	58,841	55,267	53,900	53,173	51,489
BVPS (đ)	13,719	12,683	14,479	16,886	19,606
Nợ thuần*/(tiền mặt)	35,500	31,276	27,301	23,209	17,654

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	3,867	2,308	5,188	4,857	5,135
Khấu hao	(4,519)	(4,509)	(4,649)	(4,649)	(4,649)
Lãi vay thuần	(2,993)	(3,361)	(2,634)	(1,595)	(1,487)
Thuế TNDN đã nộp	(445)	(17.6)	(555)	(700)	(783)
Thay đổi vốn lưu động	(10,133)	(7,502)	(3,887)	(2,916)	(1,972)
Khác	-	-	-	-	-
LCT thuần từ HKKD	(1,485)	351	5,985	5,890	7,407
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	268	214
LCT thuần từ HĐĐT	1,022	236	(2,010)	(1,798)	(1,852)
Cổ tức trả cho CSH	(40.1)	(50.7)	0	(110)	(138)
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	110	138
LCT thuần từ HĐTC	(755)	(478)	(3,000)	(5,000)	(5,000)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,728	510	619	1,594	686
LCT thuần trong kỳ	(1,218)	109	975	(908)	555
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	0	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	510	619	1,594	686	1,240
Dòng tiền tự do	(1,857)	(71.0)	5,498	4,690	6,207

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	12.3	10.1	9.74
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.3	16.8	19.6	15.9	15.7
Tỷ suất LNT (%)	2.32	(2.16)	4.36	4.63	4.96
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	(0.58)	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.81)	(11.3)	23.5	19.0	4.20
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.62)	(18.7)	44.3	(3.36)	2.92
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
Tăng trưởng EPS (%)	(57.3)	(182)	350	26.3	11.7
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	295	28.6	12.5
Tăng trưởng DPS (%)	14.1	(68.4)	(100)	nm	26.3
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	223	(85.2)	0	39.6	44.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.53	(5.92)	14.4	15.7	15.1
ROACE (%)	7.70	5.20	12.7	12.4	13.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.73	0.71	0.92	1.12	1.19
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.38)	0.15	1.15	1.21	1.44
Số ngày tồn kho	27.3	23.8	25.5	25.5	25.5
Số ngày phải thu	88.1	100.0	91.6	89.3	89.0
Số ngày phải trả	36.2	54.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	230	219	168	122	80.1
Nợ/tài sản (%)	61.2	57.7	53.6	44.9	36.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.29	0.69	1.97	3.04	3.45
Nợ/EBITDA (lần)	4.29	4.68	2.94	2.51	1.93
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.48	1.22	1.41	1.39	1.46
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.25	1.31	0.98	0.75	0.63
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.85	7.80	5.00	4.75	4.04
P/E (lần)	20.6	N/a	9.99	7.91	7.08
P/E ĐC (lần)	24.4	N/a	10.9	8.45	7.51
P/B (lần)	1.42	1.54	1.35	1.15	0.99
Lợi suất cổ tức (%)	10.8	3.42	0	5.00	6.32

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

Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

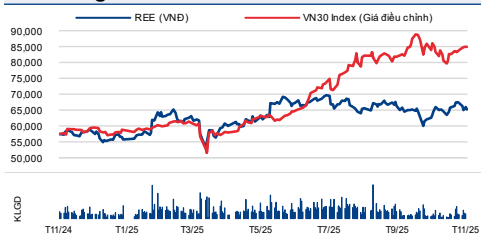
Giá mục tiêu: VNĐ74,300 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 14.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/11/2025)	65,200
Mã Bloomberg	REE VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	53,046-69,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	65,500
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	35,316
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	1,340
Slg CP lưu hành (tr.đv)	542
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	265
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	34.8%
Cổ đông lớn	Platinum Victory (41.6%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.68	(0.61)	13.4
So với chỉ số	4.03	(3.85)	(23.3)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,102	4,532	12.6
2026F	5,040	5,089	(1.0)
2027F	5,216	5,696	(8.4)

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

Bổ sung bốn nhà máy điện mới trong năm 2026

- Bốn nhà máy điện mới với tổng công suất 192 MW dự kiến sẽ đi vào vận hành trong năm 2026; qua đó mở rộng danh mục điện tái tạo của REE hơn so với mảng nhiệt điện, phù hợp với chiến lược đã đề ra. Về tác động, HSC nâng khuyến nghị đối với REE lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ), đồng thời tăng nhẹ giá mục tiêu lên 74.300đ.
- Dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm 2025 tích cực và triển vọng nhu cầu năm 2026 vững mạnh hơn, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027.
- REE đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 11,7 lần. Giá mục tiêu mới theo phương pháp SoTP cho thấy tiềm năng tăng giá 14% và tương ứng P/E năm 2025 và 2026 lần lượt ở mức 14,5 lần và 14,7 lần.

Sự kiện: KQKD 9 tháng đầu năm 2025 tích cực; bổ sung các nhà máy điện mới

Lợi nhuận thuần 9 tháng đầu năm 2025 đạt 1,9 nghìn tỷ đồng, tăng 45% so với cùng kỳ và bằng 73% dự báo lợi nhuận thuần cho cả năm 2025 của HSC trước kỳ công bố KQKD – sát với dự báo. Động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng điện, với lợi nhuận thuần tăng 40% so với cùng kỳ đạt 361 tỷ đồng, nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 18% được hỗ trợ bởi điều kiện thủy văn thuận lợi giúp các nhà máy thủy điện vận hành hiệu quả hơn. Mảng BĐS và mảng cơ điện lạnh cũng ghi nhận lợi nhuận cải thiện, đóng góp tích cực vào kết quả chung.

Theo chiến lược gia tăng đầu tư vào các nhà máy điện tái tạo, REE tiếp tục bổ sung thêm công suất mới vào danh mục, qua đó tổng công suất thực tế theo tỉ lệ sở hữu tăng 18% so với mức 1.057 MW trước đó. Song song đó, trong Q3/2025, Công ty đã thoái 29,5% cổ phần tại Nhiệt điện Ninh Bình.

Tác động: Điều chỉnh tăng nhẹ dự báo

HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm bình quân 5,9% để phản ánh đóng góp tích cực hơn kỳ vọng từ mảng điện và mảng nước & môi trường. Trong khi đó, chúng tôi giảm nhẹ dự báo lợi nhuận từ mảng BĐS nhà ở do tiến độ bán hàng của dự án Light Square chậm hơn kỳ vọng. Các dự báo mới của chúng tôi – nhìn chung cao hơn bình quân dự báo thị trường – cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) trong 3 năm của doanh thu và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 7,9% và 12,3%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,7% trong 1 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. REE có P/E điều chỉnh năm 2026 ở mức 12,9 lần, cao hơn 3% 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 tốt. 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. Công ty có lợi suất cổ tức thấp ở mức 1,5% do vẫn đang trong chu kỳ đầu tư.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	4,218	3,727	4,514	4,417 ▲	4,525 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	2,188	1,994	2,763	2,730 ▲	2,825 ▲
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,102	5,040 ▲	5,216 ▲
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000 ▼	1,000 ▼	1,000 ▼
BVPS (đồng)	42,372	40,126	38,977	43,016	47,227
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.15	9.52	8.88	8.70	8.10
P/E ĐC (lần)	12.2	14.4	12.8	12.9	12.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53
P/B (lần)	1.54	1.62	1.67	1.52	1.38
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	12.5	(1.22)	3.50
ROAE (%)	13.3	11.0	13.8	12.3	11.6

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

Bổ sung các nhà máy điện mới vào danh mục

Bốn nhà máy điện mới sẽ được bổ sung vào danh mục của REE trong năm 2026, theo đó công suất thực tế theo tỉ lệ sở hữu của REE tăng 18% so với mức 1.057 MW hiện tại. Dựa trên các ước tính cập nhật liên quan đến những bổ sung này, HSC nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027 thêm bình quân 5,9%, nhờ đóng góp cao hơn từ mảng điện. Giá mục tiêu mới của chúng tôi là 74.300đ – tăng nhẹ để phản ánh dự báo mới và việc chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 – tương ứng với tiềm năng tăng giá 14%. HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ).

Các nhà máy điện mới sắp đi vào hoạt động

REE dự kiến bổ sung bốn nhà máy điện tái tạo mới vào danh mục trong năm 2026. Cụ thể:

- V1-5 và V1-6 giai đoạn 2 có tổng công suất 128 MW và đang trong quá trình xây dựng. Công ty kỳ vọng hoàn thành hai nhà máy này vào Q4/2026.
- Nhà máy thủy điện Trà Khúc 2 có công suất 30 MW, tổng vốn đầu tư 1,2 nghìn tỷ đồng, sản lượng thiết kế 120 triệu kWh/năm, đã khởi công tháng 6/2024. Thời điểm vận hành thương mại dự kiến là Q3/2026.
- Nhà máy điện gió Duyên Hải (V1-4) có công suất 48 MW, tổng vốn đầu tư 2,2 nghìn tỷ đồng, đang trong quá trình thi công và dự kiến vận hành từ Q1/2026.

Bảng 50: Tổng hợp các dự án điện mới, REE

Bổ sung tổng cộng 192 MW công suất phát điện hiệu dụng trong năm 2026

Loại hình	Loại hình	Công suất (MW)	Vốn đầu tư	Ngày đi vào HĐ dự kiến	Tỷ lệ sở hữu của REE
V1-5 & V1-6 gđ 2	Điện gió	80	3,864	4Q26	100%
Duyên Hải	Điện gió	48	2,200	1Q26	70%
Giai đoạn 2 V1-3	Điện gió	48	2,257	4Q26	100%
Trà Khúc	Thủy điện	30	1,200	3Q26	100%
Tổng cộng		206	9,521		
Tổng công suất hiệu dụng		192			

Nguồn: HSC

Bảng 51: Dự báo mới và dự báo cũ, REE

Tăng trưởng mạnh trong năm 2025 nhờ mảng điện

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	8,384	9,901	10,253	10,536	9,692	9,750	10,043	2.2%	5.2%	4.9%
Thu nhập từ công ty liên kết	717	817	851	884	814	849	882	0.3%	0.3%	0.3%
Lợi nhuận thuần	1,994	2,763	2,730	2,825	2,662	2,542	2,650	3.8%	7.4%	6.6%
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	-2%	18%	-1%	3%	16%	-5%	4%			
Thu nhập từ công ty liên kết	-18%	14%	4%	4%	14%	4%	4%			
Lợi nhuận thuần	-9%	39%	-1%	3%	33%	-5%	4%			

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận mới

HSC điều chỉnh tăng bình quân 5,9% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027, đồng thời tăng dự báo doanh thu bình quân 4,1% cho mảng điện và mảng nước & môi trường, dựa trên KQKD tích cực của ngành điện trong năm 2025 và mức giá bán nước bình quân của Nước Sông Đà (VCW; chưa khuyến nghị) tăng 53% từ tháng 3/2025. Dự báo mới cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (CAGR) trong 3 năm của doanh thu và lợi nhuận thuần ần lượt là 7,9% và 12,3%. Chúng tôi chưa đưa doanh thu và lợi nhuận thuần từ các nhà máy điện mới vào dự báo.

Bảng 52: Doanh thu, EBIT và lợi nhuận thuần, REE

Mạng điện đóng góp 49% vào lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-27

	Dự báo mới				Dự báo cũ		
	2024A	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	8,384	9,901	10,253	10,536	9,692	9,750	10,043
Điện	4,240	5,257	5,465	5,686	4,789	4,988	5,199
M&E	2,880	3,123	3,152	3,152	3,123	3,152	3,152
Cho thuê văn phòng	1,068	1,134	1,209	1,263	1,128	1,202	1,276
BDS	80	249	283	283	532	283	283
Nước & Môi trường	114	137	144	151	120	126	132
EBIT	2,429	3,221	3,152	3,231	3,015	2,866	2,957
Điện	1,603	1,999	1,981	2,008	1,676	1,707	1,728
M&E	228	267	267	267	267	267	267
Cho thuê văn phòng	609	670	738	789	664	732	801
BDS	43	249	127	127	376	127	127
Nước & Môi trường	30	36	37	39	31	33	34
Khác	-86						
Lợi nhuận tài chính	-470	-467	-418	-377	-471	-428	-387
Lợi nhuận thuần từ công ty liên kết	717	817	851	884	814	849	882
Thu nhập khác	15	0	0	0	0	0	0
LNTT	2,690	3,571	3,585	3,738	3,359	3,287	3,452
Thuế	-294	-357	-359	-374	-336	-329	-345
Lợi ích cổ đông thiểu số	-402	-451	-497	-539	-361	-417	-457
Lợi nhuận thuần	1,994	2,763	2,730	2,825	2,662	2,542	2,650
Điện	123	176	176	176	176	176	176
M&E	476	525	580	620	520	575	629
Cho thuê văn phòng	33	199	95	95	493	95	95
BDS	1,007	1,289	1,351	1,420	1,039	1,125	1,191
Nước & Môi trường	267	352	354	355	269	270	272
Lợi nhuận thuần khác	62	222	174	159	165	301	287

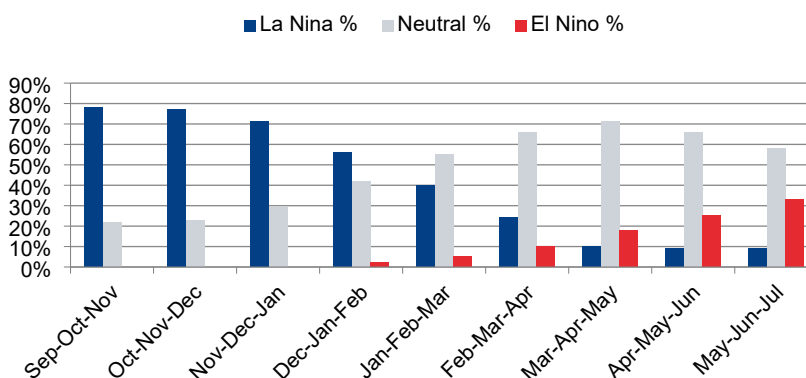
Nguồn: HSC

Mạng điện

Nhờ mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 được nâng lên 10% (nguồn) và khả năng hiện tượng El Niño chuyển sang pha trung tính từ La Niña (nguồn), chúng tôi nâng dự báo đối với doanh thu và lợi nhuận thuần của mạng điện. Lịch sử cho thấy tăng trưởng nhu cầu điện của Việt Nam luôn cao gấp 1,4 lần tăng trưởng GDP trong 10 năm qua. Trong khi đó, chúng tôi chưa đưa vào dự báo bốn dự án điện mới mà REE dự kiến hoàn thành trong năm 2026.

Bđ 53: Dự báo El Nino Southern Oscillation (ENSO) T11-25

ENSO trung tính có khả năng xảy ra vào tháng 1-3 năm 2026 (xác suất 55%)



Nguồn: National Oceanic and Atmospheric Administration

Bảng 54: Tổng hợp mảng cho thuê văn phòng (tại HCMC), REE

 Tổng diện tích cho thuê là 185k m²

Dự án	Vị trí	Tổng diện tích (m ²)	Diện tích cho thuê (m ²)
IDC building	Quận 3	2,101	1,681
Maison Pasteur building	Quận 1	1,681	1,345
Etown 1	Quận Tân Bình	44,388	29,480
Etown 2	Quận Tân Bình	36,136	26,633
Etown EW	Quận Tân Bình	5,291	4,233
Etown 3	Quận Tân Bình	16,330	12,097
Etown 4	Quận Tân Bình	18,888	2,283
Reecorp building - Nguyễn Trãi	Quận 5	4,211	3,369
Ree Tower	Quận 4	31,640	18,190
Ree office building - Bà Hom	Quận 6	3,218	2,574
Etown 5	Quận Tân Bình	24,286	17,000
Etown Central	District 4	66,000	34,000
Etown 6	Quận Tân Bình	78,000	36,798
Phú Hữu	Quận 9		33,000
Tổng cộng		326,879	185,450

Nguồn: HSC

Mảng cho thuê văn phòng

HSC giữ nguyên dự báo đối với mảng cho thuê văn phòng, với doanh thu bình quân khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần bình quân khoảng 575 tỷ đồng. Chúng tôi cũng chưa đưa tòa nhà văn phòng Phú Hữu vào dự báo, do HSC cho rằng REE cần cải thiện tỷ lệ lấp đầy của tòa Etown 6 trước khi mở rộng thêm. Hiện tỷ lệ lấp đầy của Etown 6 mới đạt gần 50%, thấp hơn đáng kể so với mức 95% của các tòa văn phòng còn lại trong hệ thống.

Mảng BĐS nhà ở

HSC dự báo REE sẽ ghi nhận 249 tỷ đồng lợi nhuận trong năm 2025 từ việc chuyển nhượng dự án chung cư Light Square (3.500 m²) theo hợp đồng ký với Handico 6. Đối với phần nhà thấp tầng trong dự án này, chúng tôi điều chỉnh giảm đóng góp lợi nhuận thuần từ 95 tỷ đồng xuống 0 đồng, do cạnh tranh gia tăng từ các dự án mới mở bán tại khu vực miền Bắc.

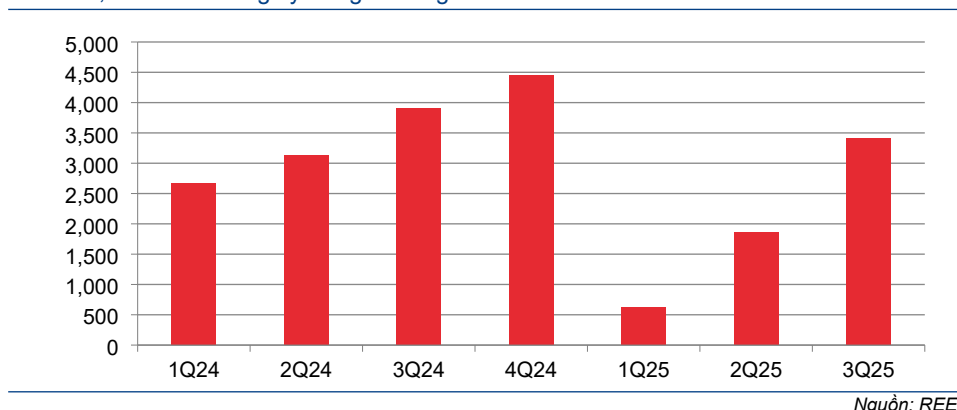
Mảng cơ điện lạnh

Trong 9 tháng đầu năm, REE đã ký mới 3.407 tỷ đồng hợp đồng cơ điện lạnh, giảm 12,7% so với cùng kỳ, chủ yếu do không có hợp đồng quy mô lớn như dự án Cảng hàng không quốc tế Long Thành mà REE đã ký trong năm 2024. Dự án cảng hàng không này dự kiến hoàn thành vào tháng 12/2025.

HSC giữ nguyên dự báo đối với mảng cơ điện lạnh. Nguồn doanh thu mới của mảng dự kiến đến từ các hợp đồng cơ điện lạnh tại nhiều cảng hàng không mới và các dự án mở rộng cảng hàng không hiện hữu (mở rộng cảng hàng không Phú Quốc, Gia Bình, Chu Lai), qua đó hỗ trợ doanh thu mảng trong ngắn hạn.

Bảng 55: Doanh thu từ dự án M&E mới từ đầu năm (Tỷ đồng), REE

Giảm 12,7% so với cùng kỳ trong 9 tháng đầu năm 2025



Nguồn: REE

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tôi nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Nắm giữ) đồng thời điều chỉnh tăng 7,4% giá mục tiêu theo phương pháp SoTP lên 74.300đ (từ 69.130đ) sau khi điều chỉnh dự báo và chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2026 (từ giữa năm 2026). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 14%, tương đương P/E điều chỉnh năm 2025-2026 lần lượt là 14,5 lần và 14,7 lần.

Dự báo lợi nhuận của chúng tôi được điều chỉnh tăng như đã đề cập ở trên. Trong khi đó, chúng tôi điều chỉnh dự báo cổ tức tiền mặt giai đoạn 2025-2027 của REE xuống 1.000đ/cp từ mức 1.304đ/cp, theo kế hoạch phân phối lợi nhuận năm 2024 của Công ty.

Trong mô hình DCF, chúng tôi giữ nguyên các giả định gồm lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75%, beta 0,8 và thuế TNDN 20% (không đổi).

Bảng 56: Định giá từng phần, REE

Điện, cho thuê văn phòng và đầu tư đóng góp hơn 81% 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				21,826
TBC	DCF	2,879	60.4%	1,740
VSH	DCF	17,915	52.6%	9,419
Thủy điện Mường Hum	DCF	1,275	79.8%	1,018
Thủy điện Nậm Ban 2	DCF	432	100%	432
Điện gió Thuận Bình	DCF	6,175	50%	3,088
Điện gió Trà Vinh số 3	DCF	3,200	100%	3,200
Điện mặt trời áp mái	DCF	2,214	100%	2,214
DTV	DCF	1,078	66.3%	715
Cho thuê văn phòng	Tỷ lệ vốn hóa	10,723	100%	10,723
Đầu tư	Giá trị vốn CSH	6,044	100%	6,044
Cơ điện	DCF	628	100%	628
BDS nhà ở	Giá trị sổ sách	710	100.0%	710
Nước & môi trường	DCF	440	65.0%	286
RNAV				40,217
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)				542
Giá mục tiêu (đồng/cp)				74,300

Nguồn: HSC

Bảng 57: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, REE

Giá mục tiêu là 74.300 dựa trên 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%		80,900	78,900	77,000	75,300	73,700
8.25%		79,200	77,400	75,600	74,000	72,500
8.75%		77,700	75,900	74,300	72,800	71,300
9.25%		76,300	74,600	73,000	71,600	70,200
9.75%		74,900	73,300	71,900	70,500	69,200

Nguồn: HSC

Bối cảnh định giá

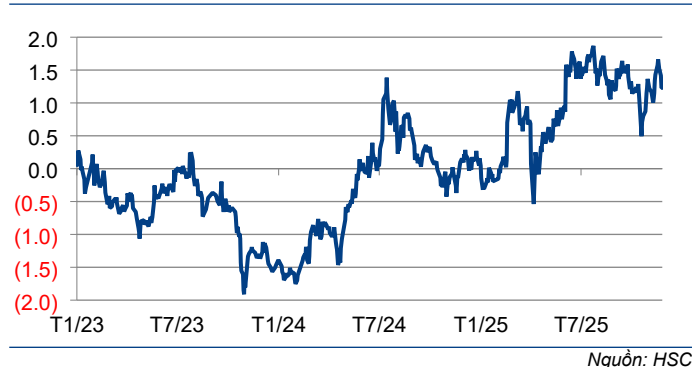
Sau khi giá cổ phiếu tăng 2,7% trong 1 tháng qua, REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 11,7 lần. REE có P/E điều chỉnh năm 2026 ở mức 12,9 lần, cao hơn 3% so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Bảng 58: P/E trượt dự phóng 1 năm, REE

REE đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần


Bảng 59: Độ lệch chuẩn so với bình quân, REE

... .. cao hơn 1,2 độ lệch chuẩn so với bình quân


Bảng 60: So sánh với các công ty cùng ngành, REE

REE hiện giao dịch ở mức giá cao hơn 3% so với các công ty cùng ngành theo P/E bình quân 2026

	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 năm 2025
POW	1,354.9	7.0	5.9	16.4	21.2	1.1	6.5%
PGV	831.1	4.9	4.7	9.9	7.9	1.4	14.3%
PC1	338.6	6.4	6.2	10.1	10.3	1.4	14.6%
GEG	194.4	5.5	7.3	5.4	10.7	1.0	19.3%
Bình quân ngành	679.8	6.0	6.0	10.5	12.5	1.2	13.7%
REE	1,339.8	8.8	8.7	12.6	12.9	1.7	13.8%
<i>Chênh lệch so với bình quân</i>	97%	47%	44%	21%	3%	40%	+1% ppts

Nguồn: HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Các rủi ro giảm giá bao gồm:

Việc chuyển nhượng 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 bao gồm:

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 bằng ĐDKT 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	9,901	10,253	10,536
Lợi nhuận gộp	3,710	3,124	3,898	3,884	3,987
Chi phí BH&QL	(756)	(696)	(678)	(732)	(757)
Thu nhập khác	0	0	0	0	0
Chi phí khác	0	0	0	0	0
EBIT	2,954	2,429	3,221	3,152	3,231
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(467)	(418)	(377)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	877	717	817	851	884
Lợi nhuận khác	0	0	0	0	0
LN không thường xuyên	14.0	15.3	0	0	0
LNTT	3,056	2,690	3,571	3,585	3,738
Chi phí thuế TNDN	(269)	(294)	(357)	(359)	(374)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(598)	(402)	(451)	(497)	(539)
LNST không thường xuyên	0	0	0	0	0
Lợi nhuận thuần	2,188	1,994	2,763	2,730	2,825
Lợi nhuận thuần ĐC	2,188	1,994	2,763	2,730	2,825
EBITDA ĐC	4,218	3,727	4,514	4,417	4,525
EPS (đồng)	5,354	4,534	5,102	5,040	5,216
EPS ĐC (đồng)	5,354	4,534	5,102	5,040	5,216
DPS (đồng)	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	409	440	542	542	542
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	409	471	542	542	542
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	409	471	542	542	542

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	5,143	6,276	7,544
Đầu tư ngắn hạn	1,132	1,060	1,060	1,060	1,060
Phải thu khách hàng	3,780	3,129	4,205	4,357	4,478
Hàng tồn kho	1,354	1,277	1,578	1,681	1,731
Các tài sản ngắn hạn khác	235	184	287	304	313
Tổng tài sản ngắn hạn	9,524	11,286	12,274	13,678	15,127
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	1,026	1,062	1,090
Tổng tài sản dài hạn	25,388	25,075	25,582	26,021	26,433
Tổng cộng tài sản	34,912	36,361	37,856	39,699	41,560
Nợ ngắn hạn	1,238	1,244	1,244	1,244	1,244
Phải trả người bán	619	724	780	828	851
Nợ ngắn hạn khác	1,177	914	1,064	1,149	1,186
Tổng nợ ngắn hạn	3,945	4,052	3,848	4,013	4,100
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	13,188	12,843	12,424
Vốn chủ sở hữu	17,318	18,900	21,112	23,300	25,581
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	24,668	26,856	29,136
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,912	36,361	37,856	39,699	41,560
BVPS (đ)	42,372	40,126	38,977	43,016	47,227
Nợ thuần*/(tiền mặt)	7,720	4,761	4,754	3,121	1,353

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	2,954	2,429	3,221	3,152	3,231
Khấu hao	(1,264)	(1,299)	(1,293)	(1,265)	(1,295)
Lãi vay thuần	(789)	(470)	(467)	(418)	(377)
Thuế TNDN đã nộp	(269)	(294)	(357)	(359)	(374)
Thay đổi vốn lưu động	(1,293)	232	(1,950)	(1,138)	(909)
Khác	950	584	1,254	1,246	1,238
LCT thuần từ HĐKD	2,817	3,779	2,994	3,749	4,104
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	(667)	232	6.36
Khác	1,075	1,320	187	194	199
LCT thuần từ HĐĐT	642	218	(1,980)	(1,074)	(1,294)
Cổ tức trả cho CSH	(886)	(1,029)	(506)	(542)	(542)
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)	(1,506)	(1,542)	(1,542)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,151	3,023	5,636	5,143	6,276
LCT thuần trong kỳ	1,872	2,613	(492)	1,133	1,268
Ảnh hưởng của tỷ giá	(0.00)	0.02	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	3,023	5,636	5,143	6,276	7,544
Dòng tiền tự do	1,944	2,734	1,494	2,249	2,604

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	39.4	37.9	37.8
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	49.2	44.5	45.6	43.1	43.0
Tỷ suất LNT (%)	25.5	23.8	27.9	26.6	26.8
Thuế TNDN hiện hành (%)	8.82	10.9	10.00	10.00	10.00
Tăng trưởng doanh thu (%)	(8.56)	(2.17)	18.1	3.56	2.76
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(13.7)	(11.6)	21.1	(2.14)	2.45
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(18.7)	(8.86)	38.6	(1.22)	3.50
Tăng trưởng EPS (%)	(18.7)	(15.3)	12.5	(1.22)	3.50
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(18.7)	(15.3)	12.5	(1.22)	3.50
Tăng trưởng DPS (%)	0	0	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	18.7	22.1	19.6	19.8	19.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	13.3	11.0	13.8	12.3	11.6
ROACE (%)	9.72	7.68	9.71	9.05	8.83
Vòng quay tài sản (lần)	0.25	0.24	0.27	0.26	0.26
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.95	1.56	0.93	1.19	1.27
Số ngày tồn kho	102	88.6	96.0	96.3	96.5
Số ngày phải thu	284	217	256	250	250
Số ngày phải trả	46.5	50.2	47.5	47.5	47.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	48.7	30.5	24.9	15.7	7.46
Nợ/tài sản (%)	32.8	31.3	27.5	25.0	22.7
EBIT/lãi vay (lần)	3.74	5.16	6.90	7.54	8.56
Nợ/EBITDA (lần)	2.71	3.06	2.31	2.25	2.09
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.79	3.19	3.41	3.69
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	4.01	4.23	4.05	3.75	3.48
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.15	9.52	8.88	8.70	8.10
P/E (lần)	12.2	14.4	12.8	12.9	12.5
P/E ĐC (lần)	12.2	14.4	12.8	12.9	12.5
P/B (lần)	1.54	1.62	1.67	1.52	1.38
Lợi suất cổ tức (%)	1.53	1.53	1.53	1.53	1.53

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) 2025.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
 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