

Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng)

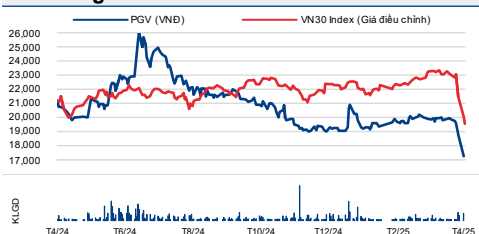
Giá mục tiêu: VNĐ20,000 (từ VNĐ17,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 16.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (9/4/2025)	17,200
Mã Bloomberg	PGV VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	17,200-26,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,225
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,324
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	741
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,123
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	562
Slg CP NN được mua (tr.đv)	562
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	50.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.02%
Tỷ lệ freefloat	2.10%
Cổ đông lớn	EVN (97.9%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(13.6)	(10.6)	(18.9)
So với chỉ số	2.78	0.22	(12.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	840	718	17.0
2026F	2,142	1,449	47.8
2027F	2,407	1,426	68.8

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Tổng công ty phát điện lớn thứ 2 Việt Nam với tổng công suất đặt 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

Cơ hội phục hồi rõ nét; nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng

- HSC nâng khuyến nghị đối với PGV lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng), đồng thời tăng 18% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 20.000đ. Chúng tôi điều chỉnh để ghi nhận mức huy động tăng tại các nhà máy điện khí của PGV; bên cạnh đó, chúng tôi cũng điều chỉnh giả định về chi phí đầu tư và hệ số beta trong mô hình định giá.
- HSC tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần của cho năm 2025 và tăng 43% cho năm 2026, chủ yếu nhờ tăng giả định sản lượng từ công suất hoạt động cao hơn tại các nhà máy nhiệt điện khí và than, phù hợp với kỳ vọng của Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia (NSMO) cho năm nay.
- Giá cổ phiếu đã giảm 14% trong 1 tháng vừa qua trong bối cảnh lo ngại xoay quanh thuế đối ứng từ chính quyền Trump. PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023 là 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2026 chỉ là 9,3 lần.

Sự kiện: Đánh giá lại triển vọng; nhu cầu điện tăng sẽ thúc đẩy huy động từ các nhà máy điện khí

Khi nhu cầu điện tại Việt Nam được dự báo tăng trưởng 12,2% trong năm 2025 (theo Trung tâm Điều độ Hệ thống điện Quốc gia – NSMO), mức huy động từ các nhà máy nhiệt điện khí được kỳ vọng sẽ tăng mạnh nhằm đáp ứng nhu cầu này. Trong bối cảnh nguồn cung khí tự nhiên trong nước đang suy giảm, LNG sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ HĐKD. Trên cơ sở đó, HSC hiện dự báo các nhà máy điện khí Phú Mỹ của PGV sẽ hoạt động ở mức công suất khoảng 56% trong năm 2025, so với dự báo trước đó là 40% và tăng mạnh từ mức chỉ 20% trong năm 2024. Sự gia tăng huy động này sẽ giúp PGV đáp ứng nhu cầu cao điểm, đồng thời đảm bảo nguồn cung nhiên liệu ổn định thông qua các thỏa thuận với PV GAS (GAS; Mua vào, giá mục tiêu 85.000đ).

Tác động: Tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 nhờ sản lượng tăng

Dựa trên các yếu tố nêu trên, HSC điều chỉnh tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và 43% cho năm 2026. Việc tăng giả định sản lượng phù hợp với các giả định lạc quan hơn về công suất hoạt động của nhà máy, được hỗ trợ bởi nhu cầu điện gia tăng và nguồn cung nhiên liệu đầu vào ổn định, đặc biệt là LNG và than. Những điều chỉnh này phản ánh tiềm năng lợi nhuận được cải thiện và sự đồng bộ tốt hơn với tốc độ tăng trưởng ngành năng lượng do NSMO dự báo.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu đã giảm lần lượt 11% và 18% trong 3 tháng & 12 tháng qua và diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN30. HSC cho rằng điều này là do khoản lỗ ghi nhận trong năm ngoái, làm suy giảm tâm lý nhà đầu tư. PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023 là 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần.

Chúng tôi đánh giá năm nay là năm chuyển mình của PGV với hệ số huy động cao hơn và lợi nhuận cải thiện. Giá mục tiêu mới là 20.000đ, tăng 18% so với ước tính trước đó (17.000đ), cho thấy tiềm năng tăng giá 16%, tương ứng với P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 21,6 lần và 9,3 lần. HSC nâng khuyến nghị đối với PGV lên Tăng tỷ trọng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 10/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	8,385	6,816	8,478	9,334 ▲	9,615
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,065	(878)	1,118 ▲	2,581 ▲	2,877
EPS ĐC (đồng)	801	(920)	840 ▲	2,142 ▲	2,407
DPS (đồng)	2,110	666	0	497 ▼	1,149
BVPS (đồng)	13,719	12,683	13,523 ▼	15,715 ▼	18,235
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.54	7.42	5.63	4.74	4.06
P/E ĐC (lần)	21.5	N/a	20.5	8.03	7.15
Lợi suất cổ tức (%)	12.3	3.87	0	2.89	6.68
P/B (lần)	1.25	1.36	1.27	1.09	0.94
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
ROAE (%)	6.53	(5.92)	7.59	15.7	15.1

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

Nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng và tăng 18% giá mục tiêu

PGV được kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025, được hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng (theo dự báo của NSMO là tăng trưởng 12,2%) và hệ số huy động cao hơn tại các nhà máy nhiệt điện khí và than, đặc biệt trong mùa khô, với cụm Phú Mỹ của PGV hiện được dự báo sẽ vận hành ở mức khoảng 56% công suất (tăng từ khoảng 20% trong năm 2024). Nguồn cung LNG và than đã được đảm bảo nhằm hỗ trợ vận hành ổn định trong mùa cao điểm. Theo đó, chúng tôi tăng lần lượt 14% và 43% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 và 2026, đồng thời nâng giá mục tiêu lên 20.000đ (tăng 18% so với ước tính cũ), tương ứng với tiềm năng tăng giá 16% và P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 21,6 lần và 9,3 lần HSC nâng khuyến nghị đối với PGV lên Tăng tỷ trọng.

Tóm tắt KQKD năm 2024: Mức huy động tại nhà máy điện khí thấp + lỗ tỷ giá

PGV đạt sản lượng điện 26.437 triệu kWh trong năm qua, giảm 11% so với cùng kỳ và đạt 92% kế hoạch. Mức giảm này chủ yếu là do sản lượng từ các nhà máy điện khí Phú Mỹ và nhà máy điện than Mông Dương giảm 19%. Với giá đầu vào của than và khí tăng lần lượt 11% và 6-7% (theo ước tính bình quân cả năm của HSC), sản lượng điện của PGV trở nên kém hấp dẫn trong thị trường phát điện cạnh tranh (CGM), dẫn đến tỷ lệ huy động giảm.

Bảng 1: Sản lượng đầu ra của PGV đã giảm 11% trong năm 2024

			Sản lượng năm 2024 (triệu kWh)	% kế hoạch	Tăng trưởng	
Loại hình	Tỷ lệ sở hữu (%)	Công suất (MW)				
Công ty mẹ		5,492	23,358	92%	-10%	
Phú Mỹ	Nhiệt điện khí	100	2,540	7,104	84%	-19%
Buôn Kuốp	Thủy điện	100	586	2,568	96%	-13%
Vĩnh Tân 2	Nhiệt điện than	100	1,244	7,383	104%	4%
Mông Dương	Nhiệt điện than	100	1,080	6,331	88%	-11%
Vĩnh Tân 2	NLMT	100	35	62	103%	27%
Công ty con		489	556	109%	-37%	
Bà Rịa	Nhiệt điện khí	79.6	389	74	87%	-57%
Ninh Bình	Nhiệt điện than	54.8	100	481	114%	19%
Công ty liên kết (VSH, TBC, S3A)		Nhiều mức	584	2,523	87%	-6%
Tổng cộng			6,565	26,437	92%	-11%

Ghi chú: Điện Phú Mỹ gồm PM1, PM4, PM2.1 và PM2.1 mở rộng.
Nguồn: PGV, HSC ước tính

Bảng 2: Doanh thu của PGV cũng giảm 11% so với cùng kỳ

Doanh thu của PGV phụ thuộc phần lớn vào nhiệt điện khí và nhiệt điện than (93%)

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng	Tỷ trọng
Nhà máy Phú Mỹ	17,059	13,574	-20%	35%
Nhà máy Vĩnh Tân 2	12,049	12,218	1%	31%
Nhà máy Mông Dương	12,041	10,700	-11%	27%
Thủy điện Buôn Kuốp	1,785	1,523	-15%	4%
Tổng cộng	44,142	39,172	-11%	100%

Nguồn: PGV, HSC

Bảng 3: Số dư nợ bằng USD của PGV

... dẫn đến biến động theo tỷ giá

Tỷ đồng	Năm đáo hạn	DƯ nợ cuối kỳ (tính đến cuối năm 2024)
Kexim bank	2025	1,562
China Eximbank	2027	2,300
China Eximbank	2028	6,477
ACB	2032	346
ACB	2034	16,649
Tổng cộng		27,334

Nguồn: PGV, HSC

Do đó, PGV ghi nhận lỗ 875,6 tỷ đồng trong năm 2024 (so với lợi nhuận thuần 1.065 tỷ đồng trong năm 2023), chủ yếu do lỗ tỷ giá lên tới 1.293 tỷ đồng phát sinh từ khoản nợ bằng USD còn lại trị giá 27,3 nghìn tỷ đồng (tại thời điểm cuối năm 2024). Nếu loại trừ tác động từ tỷ giá, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi của PGV giảm mạnh 90% xuống 159 tỷ đồng trong năm 2024 từ mức 1.723 tỷ đồng trong năm 2023. Nguyên nhân chủ yếu

do doanh thu giảm lần lượt 20% và 11% tại các nhà máy nhiệt điện khí (Phú Mỹ) và nhà máy nhiệt điện than (Mông Dương).

Triển vọng năm 2025: Kỳ vọng vào sự phục hồi của nhiệt điện

Tăng trưởng nhu cầu cao sẽ mang lại lợi ích cho các nhà sản xuất điện than và khí

Như đã đề cập trong báo cáo nhanh về ngành trước đó của chúng tôi là [Triển vọng năm 2025: Tăng tốc mạnh mẽ](#), nhu cầu điện tại Việt Nam được NSMO dự báo tăng trưởng 12,2%, với sản lượng điện từ nhiệt điện khí và nhiệt điện than dự kiến tăng trưởng lần lượt 34% và 16%.

Trong ba tháng đầu năm, sản lượng điện của Việt Nam tăng 4% so với cùng kỳ đạt 72,2 tỷ kWh, trong đó điện khí giảm 24% trong khi điện than tăng 2,2% so với cùng kỳ. Mặc dù xu hướng tiêu thụ yếu trong quý đầu tiên, HSC kỳ vọng sản lượng nhiệt điện sẽ phục hồi trong mùa khô (từ tháng 3 đến tháng 7) để hỗ trợ duy động sản lượng của PGV trong năm 2025, với các nhà máy điện khí Phú Mỹ hoạt động ở mức công suất khoảng 56% (tăng từ khoảng 20% trong năm 2024). Đồng thời, chúng tôi kỳ vọng các nhà máy điện khí LNG Nhơn Trạch 3 và 4 sẽ bắt đầu hoạt động lần lượt từ tháng 7/2025 và tháng 10/2025. Ngày vận hành thương mại (COD) của Nhơn Trạch 3 có thể bị trì hoãn do đường dây truyền tải 220kV đang được xây dựng, dự kiến hoàn thành vào tháng 6/2025, tùy thuộc vào tiến độ giải phóng mặt bằng và những khó khăn trong xây dựng.

Bất kỳ sự chậm trễ nào trong thời điểm vận hành thương mại của hai nhà máy điện khí LNG có khả năng dẫn đến tốc độ tăng trưởng sản lượng cao hơn cho các nhà máy Phú Mỹ của PGV trong năm nay.

Bảng 4: Cơ cấu phát điện, theo NSMO

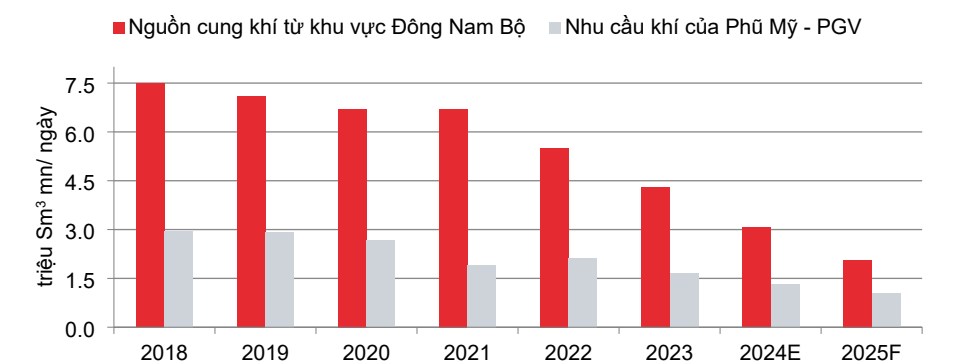
Dự báo năm 2025 sẽ tăng trưởng 12,2%

triệu kWh	2023	2024	2025F	Growth y/y
Điện than	129,764	152,775	176,685	15.7%
Thủy điện	80,621	88,723	82,240	-7.3%
Điện tái tạo	38,145	39,641	42,963	8.4%
Điện khí	26,362	21,827	29,332	34.4%
Điện dầu	1,250	175	8,061	4,506.3%
Nhập khẩu	4,220	5,144	7,674	49.2%
Khác	452	446	552	23.8%
Tổng cộng	280,814	308,731	347,507	12.2%

Nguồn: NSMO, HSC

Biểu đồ 5: Nguồn cung khí trong nước (khu vực Đông Nam Bộ) so với nhu cầu sử dụng của PGV

Nguồn cung khí trong nước giảm mạnh trong những năm gần đây



Nguồn: PGV, HSC

Tăng cường sử dụng LNG để đảm bảo nguồn cung bền vững

Một trong những thách thức của các nhà máy nhiệt điện trong những năm gần đây là thiếu hụt nguyên liệu đầu vào như than và khí đốt. Như thể hiện ở Biểu đồ 5, nguồn cung khí trong nước từ khu vực Đông Nam Bộ đã giảm hơn một nửa từ 6,7 triệu Sm³/ngày trong năm 2020 xuống chỉ còn khoảng 3 triệu Sm³/ngày trong năm 2024.

Nhìn chung, nguồn khí trong nước đã đáp ứng phần lớn nhu cầu sản xuất điện theo điều độ của hệ thống điện.

Tuy nhiên, trong các giai đoạn cao điểm mùa khô, nguồn cung không đáp ứng đủ nhu cầu tăng cao, buộc các nhà máy điện Phú Mỹ phải vận hành bằng khí LNG tái hóa khí. Trong năm 2024, các nhà máy điện Phú Mỹ thuộc PGV đã tiêu thụ khoảng 73,4 triệu Sm³ LNG tái hóa khí, qua đó sản xuất khoảng 370 triệu kWh điện (tương đương 5% tổng sản lượng điện của Phú Mỹ trong năm).

Với việc điện khí dự kiến sẽ đóng vai trò lớn hơn trong năm 2025, PV GAS (GAS, Mua vào), EVN và PGV đã ký hợp đồng cung cấp LNG tái hóa khí cho các nhà máy Phú Mỹ 3 và Phú Mỹ 2.2 của EVN (hiện do PGV quản lý thay mặt EVN nhưng không hợp nhất doanh thu) cũng như các nhà máy Phú Mỹ của PGV, với sản lượng cam kết cho mùa khô là 14.200.000 MMBTU (tương đương khoảng 380 triệu Sm³).

GAS cũng có thể cung cấp bổ sung LNG theo nhu cầu của PGV, đảm bảo tính linh hoạt về nguồn cung. Theo GAS, để giải quyết vấn đề nguồn khí trong nước suy giảm, Công ty đã nâng công suất tái hóa khí của Kho cảng LNG Thị Vải từ 5,7 triệu Sm³/ngày lên 7,7 triệu Sm³/ngày kể từ tháng 3/2025, qua đó đảm bảo nguồn cung khí ổn định cho các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ trong mùa khô 2025 và các năm tiếp theo.

Đối với mảng nhiệt điện than, trong mùa khô cao điểm (tháng 3–tháng 7/2025), PGV dự kiến sản xuất 13,84 tỷ kWh, tương ứng với nhu cầu khoảng 1,75 triệu tấn than. Để đảm bảo hoạt động ổn định, nguồn cung than đã được bảo đảm thông qua các thỏa thuận với TKV, Tổng công ty Đông Bắc và dự trữ hiện có tại các nhà máy điện Vĩnh Tân 2 và Mông Dương 1.

Dự báo mới: Tăng 14% dự báo lợi nhuận năm 2025 nhờ tăng giá định sản lượng tiêu thụ

Dự báo của HSC được điều chỉnh chủ yếu để phản ánh việc huy động tốt hơn từ các nhà máy nhiệt điện khí và nhiệt điện than của PGV, phù hợp hơn với kế hoạch do NSMO ước tính từ đầu năm. Theo đó, chúng tôi tăng 14% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025 và tăng 43% cho năm 2026, dựa trên các giả định cơ bản sau:

Bảng 6: Sản lượng tiêu thụ điều chỉnh, PGV

Triệu kWh	2024A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F
Nhiệt điện khí	6,928	6,950	6,950	6,950	9,437	13,890	14,304	36%	100%
Nhiệt điện Phú Mỹ	6,854	6,850	6,850	6,850	9,356	13,800	14,214	37%	101%
Nhiệt điện Bà Rịa	74	100	100	100	81	90	90	-19%	-10%
Nhiệt điện than	13,094	13,300	13,300	13,300	14,734	15,019	15,310	11%	13%
Nhiệt điện Vĩnh Tân 2	6,870	7,000	7,000	7,000	7,712	7,866	8,024	10%	12%
Nhiệt điện Mông Dương	5,743	6,000	6,000	6,000	6,541	6,672	6,805	9%	11%
Nhiệt điện Ninh Bình	481	300	300	300	481	481	481	60%	60%
Thủy điện	2,555	2,200	2,200	2,400	2,617	2,669	2,723	19%	11%
Thủy điện Buôn Kuốp	2,555	2,200	2,200	2,400	2,617	2,669	2,723	19%	11%
Điện mặt trời	61.7	50	50	49	60	60	60	20%	21%
Vĩnh Tân 2	61.7	50	50	49	60	60	60	20%	21%
Tổng cộng	22,639	22,500	22,500	22,699	26,848	31,638	32,396	19%	39%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Dự báo cũ và dự báo mới, PGV

Tỷ đồng	2024A	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh	
		2024F	2025F	2026F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	40,690	40,691	40,952	41,161	50,398	61,572	64,161	23%	50%
Lợi nhuận gộp	2,980	3,925	4,126	4,178	4,837	5,916	5,928	17%	42%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.30%	9.60%	10.10%	10.10%	9.60%	9.60%	9.20%	-0.5ppts	-0.5ppts
Lợi nhuận thuần	-876	-211	981	1,802	1,118	2,581	2,910	14%	43%
Lợi nhuận cốt lõi	159	978	1,403	1,802	1,590	2,581	3,213	13%	43%
Tổng sản lượng (triệu kWh)	22,422	22,500	22,500	22,699	26,848	31,638	32,396	19%	39%
Lợi nhuận gộp (đồng/kWh)	133	174	174	182	180	187	183	3%	3%

Nguồn: HSC ước tính

- Sản lượng tiêu thụ:** HSC điều chỉnh tăng 37% dự báo sản lượng điện của các nhà máy nhiệt điện Phú Mỹ trong năm 2025 lên 9.356 triệu kWh và tăng gấp đôi dự báo cho năm 2026 lên 13.800 triệu kWh, tương ứng với công suất hoạt động khoảng 50% trong năm 2025 và 80% trong năm 2026. Tương tự, chúng tôi điều chỉnh tăng 11% dự báo sản lượng của các nhà máy điện than lên 14.734 triệu kWh cho năm 2025 và tăng 13% dự báo cho năm 2026 lên 15.019 triệu kWh. Với điện khí và điện than chiếm khoảng 90% tổng sản lượng điện của PGV, việc điều chỉnh tăng này dẫn đến việc tăng lần lượt 19% và 39% dự báo sản lượng của PGV cho năm 2025 và 2026.

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

	2025F	2026F	2027F	CAGR (2023A-27F)
Doanh thu thuần	24%	22%	4%	8.8%
Lợi nhuận gộp	62%	22%	0%	7.0%
Lợi nhuận thuần	N/m	131%	13%	28.2%

Nguồn: HSC ước tính

- Doanh thu:** HSC cũng điều chỉnh tăng 23% và 50% dự báo doanh thu cho năm 2025 và 2026 do 1) tăng giá định sản lượng tiêu thụ và 2) tăng khoảng 5% giá định giá bán bình quân do giá đầu vào của khí và than tăng.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp:** Tỷ suất lợi nhuận gộp ước tính của PGV giảm 0,5 điểm phần trăm do 1) tăng giá định đóng góp lớn hơn từ mảng điện khí có tỷ suất lợi nhuận thấp (7-8% so với mảng thủy điện trên 50%) và 2) tăng giá định chi phí đầu vào (HSC ước tính giá khí và than tăng bình quân 2-5%).

Đối với dự báo lần đầu cho năm 2027, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 64,2 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 2,9 nghìn tỷ đồng, nhờ tăng giá định sản lượng tiêu thụ – đặc biệt từ các nhà máy điện khí – với sản lượng của Phú Mỹ dự kiến đạt 14.304 triệu kWh, tương đương công suất hoạt động khoảng 86%.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

Giá mục tiêu mới cho PGV là 20.000đ, tăng 18% so với giá mục tiêu cũ (17.000đ). Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 16%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 21,6 lần và 9,3 lần. HSC nâng khuyến nghị lên Tăng tỷ trọng (từ Giảm tỷ trọng).

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá PGV vì Công ty tiếp tục tạo ra dòng tiền bền vững từ danh mục các nhà máy điện đa dạng của mình. Chúng tôi cũng điều chỉnh một số giả định như sau:

- Giảm beta xuống 0,9 từ 1,1 (beta điều chỉnh theo dữ liệu 2 năm của Bloomberg).
- Theo đó, giả định WACC giảm xuống 9,2% (từ 10,3% trước đó).
- Chúng tôi cũng tăng giả định chi phí đầu tư trong năm cuối (năm 2029) để phù hợp hơn với tổng chi phí khấu hao, do kỳ vọng PGV sẽ cần đầu tư vào chi phí bảo trì.
- Chuyển thời điểm định giá sang cuối năm 2025 (từ cuối năm 2024).

Theo đó, giá trị hiện tại của phần giá trị dài hạn chiếm 47% tổng giá trị của PGV (so với mức 64% trước đó), chưa điều chỉnh cho nợ thuần của công ty.

Bảng 9: Định giá DCF, PGV

Giá mục tiêu mới là 22.000đ

Tỷ đồng	
Tổng giá trị hiện tại	29,704
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
Giá trị dài hạn	31,708
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	24,347
Tổng giá trị dài hạn	54,051
Cộng: tiền	619
Trừ: tổng nợ	(31,895)
Trừ: lợi ích cổ đông thiểu số	(320)
Giá trị vốn CSH	22,454
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	1,123
Giá trị hợp lý/cp (đồng)	20,000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: Tính toán WACC, PGV

Beta giảm từ 1,1 xuống 0,9

Tính toán WACC	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Beta	0.9
Chi phí vốn CSH	10.8%
Lãi suất	7.0%
Thuế TNDN	20.0%
Chi phí nợ	5.6%
Tỷ trọng vốn CSH	70.0%
Tỷ trọng nợ	30.0%
WACC	9.2%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Giá cổ phiếu và chỉ số VN30 Index

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
PGV	-14%	-11%	-19%
VN30 Index	-15%	-9%	-10%

Nguồn: HSC ước tính

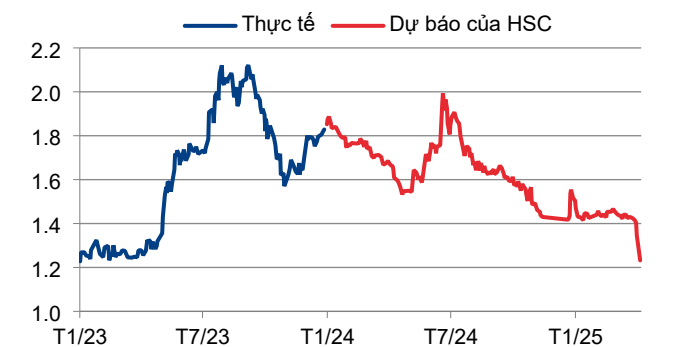
Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PGV đã giảm lần lượt 11% và 18% trong 3 tháng & 12 tháng vừa qua, diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN30. Diễn biến giá cổ phiếu PGV trong thời gian qua khá kém tích cực chủ yếu do khoản lỗ ghi nhận trong năm ngoái, ảnh hưởng tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư (xem Bảng 11). Ngoài ra, tỷ lệ cổ phiếu đang giao dịch trên sàn chỉ khoảng 2% tổng số cổ phiếu đang lưu hành, cũng làm giảm thanh khoản thị trường và niềm tin của nhà đầu tư.

PGV đang giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần, thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với bình quân từ đầu năm 2023 là 1,6 lần, và P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,4 lần (Biểu đồ 12-13). Trong khi đó, như thể hiện ở Bảng 14, PGV đang có P/E dự phóng năm 2025 cao hơn 71% so với bình quân của các công ty ngành Tiện ích – Điện khác trong danh sách khuyến nghị của HSC.

Biểu đồ 12: P/B trượt dự phóng 1 năm, PGV

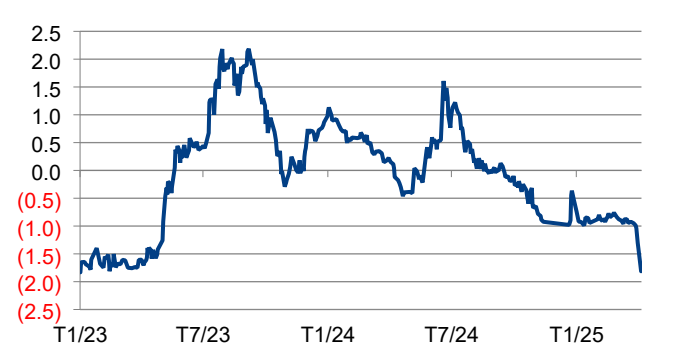
PGV hiện giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1,2 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 13: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PGV

... thấp hơn 1,8 độ lệch chuẩn so với P/B bình quân ở mức 1,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: So sánh định giá với các công ty cùng ngành HSC khuyến nghị, PGV

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2025	P/B 2025	Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu bình quân năm 2025
Refrigeration Electrical Eng (REE)	1,117.3	7.8	10.9	1.4	13.3%
PetroVietnam Power (POW)	966.7	6.8	12.4	0.8	6.2%
Power Construction (PC1)	273.8	6.6	11.9	1.1	10.5%
Gialai Electricity (GEG)	168.7	6.2	12.2	0.9	8.2%
Bình quân	631.6	6.9	11.8	1.0	9.5%
Tổng Công ty Phát điện 3 - CTCP (PGV)	751.2	5.6	20.3	1.3	7.7%
Chênh lệch so với bình quân các công ty khác	19%	-19%	71%	24%	-1.9ppts

Nguồn: HSC ước tính

Rủi ro

Rủi ro giảm giá

- Nhu cầu điện giảm do hoạt động xuất khẩu ảm đạm.
- Giá đầu vào của khí/than cao hơn dự kiến.
- Lỗ tỷ giá lớn do biến động tiền tệ.

Tiềm năng tăng giá

- 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.
- HSC dự kiến các dự án này sẽ đi vào vận hành thương mại trong năm 2026-2027, nhưng theo PGV, các dự án có thể đi vào vận hành thương mại sớm hơn sau khi hoàn tất các phê duyệt 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 thanh toán sớm cho PGV liên quan đến khoản lỗ tỷ giá lũy kế 3,8 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2019-2023. HSC hiện chưa đưa khoản thanh toán này vào dự báo nhưng khi EVN bắt đầu có lợi nhuận trở lại, khoản thanh toán cho PGV này có thể được thực hiện trong tương lai gần.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

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

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

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

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	9.85	7.32	9.60	9.61	9.24
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	18.3	16.8	16.8	15.2	15.0
Tỷ suất LNT (%)	2.32	(2.16)	2.22	4.19	4.48
Thuế TNDN hiện hành (%)	12.7	(0.58)	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(2.81)	(11.3)	23.9	22.2	4.20
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.62)	(18.7)	24.4	10.1	3.01
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
Tăng trưởng EPS (%)	(57.3)	(182)	227	131	11.5
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(60.7)	(215)	191	155	12.4
Tăng trưởng DPS (%)	14.1	(68.4)	(100)	nm	131
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	223	(85.2)	0	21.7	44.8
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	6.53	(5.92)	7.59	15.7	15.1
ROACE (%)	7.70	5.20	9.47	12.3	13.9
Vòng quay tài sản (lần)	0.73	0.71	0.93	1.17	1.26
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(0.38)	0.15	1.28	1.13	1.44
Số ngày tồn kho	27.3	23.8	25.5	25.5	25.5
Số ngày phải thu	88.1	100.0	88.8	88.8	88.5
Số ngày phải trả	36.2	54.3	36.5	36.5	36.5
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	230	219	187	141	96.3
Nợ/tài sản (%)	61.2	57.7	54.5	45.9	37.7
EBIT/lãi vay (lần)	1.29	0.69	1.45	2.82	3.12
Nợ/EBITDA (lần)	4.29	4.68	3.41	2.56	1.97
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.48	1.22	1.33	1.30	1.35
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.20	1.24	0.95	0.72	0.61
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.54	7.42	5.63	4.74	4.06
P/E (lần)	18.1	N/a	17.3	7.49	6.72
P/E ĐC (lần)	21.5	N/a	20.5	8.03	7.15
P/B (lần)	1.25	1.36	1.27	1.09	0.94
Lợi suất cổ tức (%)	12.3	3.87	0	2.89	6.68

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

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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