

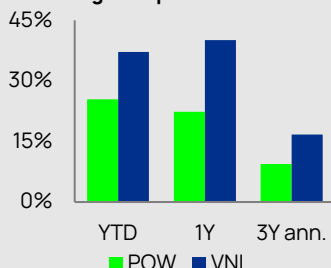
Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)
KHẢ QUAN +15,3%

Ngành	Tiền ích
Ngày báo cáo	10/12/2025
Giá hiện tại	12.400 VND
Giá mục tiêu	14.300 VND
GMT gần nhất	12.200 VND
TL tăng	+15,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+15,3%
(*) Điều chỉnh theo cổ tức bằng cổ phiếu 19% và phát hành quyền mua 12% với giá 10.000 đồng	
GT vốn hóa	34,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	15,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	211 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	80%
SL cổ phiếu lưu hành	2.342 tr
Pha loãng	3.068 tr

	POW	VNI
P/E (trung)	18,6x	16,8x
P/B (ht)	1,0x	2,1x
ROA	2,5%	2,0%
ROE	6,2%	13,5%

Tổng quan công ty

PV Power là nhà sản xuất điện lớn thứ ba tại Việt Nam. Doanh nghiệp sở hữu danh mục nguồn điện với tổng công suất 5.800 MW, tương đương khoảng 7% tổng công suất điện quốc gia. Thế mạnh của PV Power tập trung vào các nhà máy điện khí, bao gồm Cà Mau (1.500 MW), Nhơn Trạch 1 (450 MW) và NT2 (750 MW), cùng với các nhà máy điện LNG (NT3 & NT4 - 1.600 MW), chiếm 74% tổng công suất. Phần công suất còn lại bao gồm nhiệt điện than (Vũng Áng - 1.200 MW) và thủy điện (Hòa Na - 200 MW, Đăkdrinh - 125 MW).

Diễn biến giá cổ phiếu


Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó giám đốc

	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ đồng)	30.306	34.581	52.930	57.816
Doanh thu % YoY	7,0%	14,1%	53,1%	9,2%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	1.112	2.140	2.007	2.909
LNST sau lợi ích CĐTS % YoY	7,0%	92,5%	-6,2%	45,0%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (tỷ đồng)	881	2.456	1.900	3.147
Biên LN gộp	6,6%	12,5%	9,4%	10,2%
Biên LN ròng	3,7%	6,2%	3,8%	5,0%
Nợ vay ròng/VCSH	32,0%	51,4%	43,4%	28,2%
ROE	3,5%	6,5%	5,5%	7,3%
Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E cốt lõi	42,8x	15,0x	21,2x	12,7x
P/E báo cáo	33,4x	17,4x	20,0x	13,8x
P/B	0,9x	0,9x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA	11,4	7,4	5,3	4,8

Nhơn Trạch 3&4 dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 17,2% giá mục tiêu lên 14.300 đồng/cổ phiếu, đồng thời duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN**.
- Nguyên nhân cho mức tăng đối với giá mục tiêu bao gồm (1) tác động tích cực từ việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2026, và (2) dự báo nợ ròng thấp hơn (dòng tiền hoạt động (CFO) trong 9T tăng gấp 4 lần YoY khi EVN đẩy nhanh tiến độ thanh toán); trong khi đó, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 không đổi.
- Chúng tôi duy trì dự báo LNST sau lợi ích CĐTS hợp nhất do (1) tổng LNST từ Nhơn Trạch 2 (NT2) tăng 32% (tham khảo Báo cáo Cập nhật của NT2 vào ngày [18/07/2025](#), [21/10/2025](#), và [10/12/2025](#)), (2) dự báo LNST hợp nhất của Hòa Na tăng 80% (nhờ sản lượng dự phóng tăng), và (3) LNST hợp nhất từ Vũng Áng tăng 5% (do tỷ suất hao nhiệt giảm 3% và mức trích lập bồi thường bảo hiểm từ PVI thấp hơn).
- Các yếu tố (1), (2) và (3) nêu trên bù đắp cho (4) mức giảm 8% trong dự báo LNST của nhà máy Cà Mau (do sản lượng thương phẩm giảm 12% và giá CGM toàn ngành giảm 6%) và (5) mức giảm 16% trong LNST của NT 3&4 (do quyết toán vốn XD/CB cuối cùng ở mức cao hơn, dự phòng lỗ tỷ giá tăng và giá khí LNG nhập khẩu tăng 6%, lần át tác động tích cực từ tỷ lệ sản lượng điện hợp đồng (Qc) đạt 75% và công suất cao hơn).
- Chúng tôi dự báo LNST báo cáo năm 2025 gần như tăng gấp đôi YoY, trong khi LNST năm 2026 gần như đi ngang, do lợi nhuận tăng từ nhà máy Cà Mau và NT2, bù đắp cho khoản lỗ 1 nghìn tỷ đồng từ NT3&4.
- POW hiện có định giá khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 20,0x, tương ứng với PEG là 0,6 tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2026-28 là 36%. Đà tăng trưởng của EPS chủ yếu đến từ NT3&4, với LNST dự phóng đạt 424 tỷ đồng trong năm 2028, so với khoản lỗ 1 nghìn tỷ đồng trong năm 2026.
- Yếu tố hỗ trợ:** Tỷ lệ Qc cao hơn dự kiến; chênh lệch giá tăng.
- Rủi ro:** Lỗ tỷ giá cao hơn dự kiến; sản lượng thương phẩm thấp hơn dự kiến.

Lợi nhuận từ thủy điện Hòa Na cải thiện mạnh mẽ: Trong giai đoạn 9 tháng đầu năm (9T), sản lượng phát điện của Hòa Na đã đạt 665 triệu kWh, hoàn thành 98% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi. Kết quả này một phần đến từ việc ghi nhận sản lượng thực tế cao hơn kỳ vọng và thương vụ mua lại Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn, qua đó giúp nâng công suất từ mức 180 MW lên 200 MW. Do đó, chúng tôi quyết định điều chỉnh tăng 32% dự báo sản lượng gộp của chúng tôi (trang 11).

Nhà máy Vũng Áng dự kiến ghi nhận mức lợi nhuận tăng: Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm chi phí trích lập dự phòng cho khoản bồi thường bảo hiểm tại Vũng Áng từ 400 tỷ đồng xuống còn 100 tỷ đồng cho năm 2025, sau khi cập nhật kết quả 9T, và kỳ vọng công ty sẽ ghi nhận khoản hoàn nhập 100 tỷ đồng trong năm 2026. Bên cạnh đó, chúng tôi ước

tính tỷ suất hao nhiệt sẽ giảm 2–3% so với dự báo trước đây, qua đó làm giảm tác động của việc lùi thời điểm áp dụng thành phần giá cố định cao hơn trong hợp đồng mua bán điện (PPA) thêm 6 tháng (trang 10).

NT3 & NT4 sẵn sàng đóng góp vào đà tăng trưởng lợi nhuận dài hạn: Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi nâng giả định tỷ lệ Qc của NT3 & NT4 từ 65% lên 75% kể từ năm 2027 trở đi, dựa theo dự thảo nghị quyết gần đây của Bộ Công Thương về cơ chế, chính sách tháo gỡ các vướng mắc và thúc đẩy phát triển năng lượng quốc gia. POW cũng tự tin cho rằng sản lượng hợp đồng Qc của Nhơn Trạch 3 & 4 sẽ đạt 6,05 tỷ kWh trong năm 2026, nhìn chung tương ứng với mức tỷ lệ Qc 92% dựa trên dự báo sản lượng của chúng tôi (trang 10).

Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi tăng mạnh nhờ mức tăng của sản lượng, sự cải thiện của tỷ lệ Qc và triển vọng khả quan của mảng thủy điện

Hình 1: Triển vọng năm 2025

Tỷ đồng	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới s/v cũ	Nhận định của Vietcap
					(a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2025 mới so với cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	16.058	18.147	13%	-16%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng YoY của sản lượng từ các nhà máy điện của POW, ngoại trừ các nhà máy điện Cà Mau. (b) Chủ yếu do đóng góp của NT3 & NT4 đến muộn hơn dự kiến, cùng với việc chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng tại nhà máy Cà Mau và Vũng Áng, từ đó làm giảm thiểu tác động tích cực của mức điều chỉnh tăng của chúng tôi đối với dự báo sản lượng cho NT1 và Hòa Na. (a & b) Do sản lượng thương phẩm 10T 2025 thấp hơn dự kiến. (a & b) Do sản lượng thương phẩm 10T 2025 cao hơn dự kiến Sản lượng thương phẩm 10T 2025 đạt 856 triệu kWh (tăng 6,4 lần YoY), cao hơn 70% so với dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
Cà Mau	5.997	5.702	-5%	-10%	(b) Do tiến độ đưa vào vận hành thương mại (CoD - dự kiến trong năm 2025) chậm hơn dự kiến
Nhơn Trạch 1	284	1.087	283%	115%	(b) Do tiến độ đưa vào vận hành thương mại (CoD - dự kiến trong năm 2025) chậm hơn dự kiến (b) Do sản lượng thương phẩm 10T 2025 thấp hơn dự kiến. (a & b) Chủ yếu nhờ sự gia tăng của sản lượng trong 10T 2025 do điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và việc chúng tôi đưa Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn mới mua lại vào mô hình dự báo của chúng tôi.
NT2	2.729	3.236	19%	0%	
Nhơn Trạch 3	0	0	N.M.	-100%	(b) Do tiến độ đưa vào vận hành thương mại (CoD - dự kiến trong năm 2025) chậm hơn dự kiến
Nhơn Trạch 4	0	0	N.M.	-100%	(b) Do tiến độ đưa vào vận hành thương mại (CoD - dự kiến trong năm 2025) chậm hơn dự kiến
Vũng Áng	5.846	6.397	9%	-10%	(b) Do sản lượng thương phẩm 10T 2025 thấp hơn dự kiến.
Hòa Na	636	1.069	68%	58%	(a & b) Chủ yếu nhờ sự gia tăng của sản lượng trong 10T 2025 do điều kiện thời tiết thuận lợi hơn và việc chúng tôi đưa Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn mới mua lại vào mô hình dự báo của chúng tôi.
Đắc đrinh	566	657	16%	0%	
Doanh thu	30.306	34.581	14%	-18%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng YoY của doanh thu tại tất cả các nhà máy điện, ngoại trừ Cà Mau. (b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm 16% dự báo tổng sản lượng thương phẩm. (b) Chủ yếu do mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo sản lượng thương phẩm dự kiến sẽ làm giảm thiểu tác động của mức tăng 2% đối với chi phí khí và tỷ lệ Qc cao hơn, ở mức 93% (so với 80% trong dự báo trước). (a & b) Chủ yếu do (1) mức tăng gấp 2,2 lần đối với dự báo sản lượng thương phẩm của chúng tôi và (2) mức tăng của tỷ lệ Qc (đạt 100%), bù đắp cho (3) mức giảm 19% của chi phí khí. (b) Chủ yếu do sản lượng Qc cao bất ngờ, dẫn đến việc ghi nhận 282 tỷ đồng doanh thu Qc không huy động.
Cà Mau	11.502	10.775	-6%	-5%	(b) Chủ yếu do mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo sản lượng thương phẩm dự kiến sẽ làm giảm thiểu tác động từ mức tăng của tỷ lệ Qc (đạt 95%). (a & b) Chủ yếu nhờ sự gia tăng mạnh của sản lượng thương phẩm
Nhơn Trạch 1	689	2.747	299%	92%	
NT2	5.944	7.691	29%	7%	
Nhơn Trạch 3	0	0	N.M.	-100%	
Nhơn Trạch 4	0	0	N.M.	-100%	
Vũng Áng	10.815	11.679	8%	-8%	(b) Chủ yếu do mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo sản lượng thương phẩm dự kiến sẽ làm giảm thiểu tác động từ mức tăng của tỷ lệ Qc (đạt 95%). (a & b) Chủ yếu nhờ sự gia tăng mạnh của sản lượng thương phẩm
Hòa Na	684	1.053	54%	58%	
Đắc đrinh	501	583	16%	2%	
Khác	171	54	-68%	623%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	1.112	2.140	93%	62%	(a) Do LNST cốt lõi từ tất cả các nhà máy điện khí, nhiệt điện than và thủy điện đều ghi nhận mức tăng trưởng YoY. (b) Chủ yếu do mức tăng 84% đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi và mức giảm của chi phí trích lập dự phòng cho Vũng Áng, làm giảm thiểu tác động của việc chậm ghi nhận khoản thu O&M tại nhà máy điện Cà Mau. LNST sau lợi ích CĐTTS 9T 2025 đạt 1,9 nghìn tỷ đồng (+74% YoY), tương đương khoảng 141% dự báo trước đó của chúng tôi. (b) Chúng tôi lùi thời điểm ghi nhận khoản thu 381 tỷ đồng từ chi phí O&M sang năm 2026 (trang 11).
Cà Mau	551	652	18%	-32%	(b) Do đà tăng trưởng mạnh của LNST cốt lõi và khoản thu 91 tỷ đồng từ phí dịch vụ môi trường rừng.
Nhơn Trạch 1	-99	74	N.M.	N.M.	
NT2	49	529	976%	284%	(b) Do mức tăng của LNST cốt lõi và mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo chi phí trích lập dự phòng (từ 400 tỷ đồng xuống 100 tỷ đồng) cho phần bồi thường bảo hiểm còn lại từ PVI.
Nhơn Trạch 3	0	-153	N.M.	-58%	
Nhơn Trạch 4	0	-153	N.M.	-65%	
Vũng Áng	1.136	1.258	11%	40%	(b) Sự gia tăng của khoản lỗ tỷ giá và các chi phí tài chính khác. (a) LNST cốt lõi 9T 2025 đạt 2,2 nghìn tỷ đồng, tăng 2,5 lần YoY và tương đương 166% dự báo năm 2025 trước đó của chúng tôi. (b) LNST cốt lõi tăng tại hầu hết các nhà máy điện của POW nhờ tỷ lệ Qc cao. (a) Tỷ lệ Qc cao, đạt 93%. (a & b) Chủ yếu nhờ sự gia tăng của sản lượng thương phẩm, tỷ lệ Qc cao và mức chi phí khí thấp hơn. (b) Chủ yếu do tỷ lệ Qc cao bất ngờ và chi phí khí giảm 2%.
Hòa Na	168	364	117%	148%	
Đắc đrinh	131	185	41%	4%	(a) Sản lượng cao hơn cùng với tỷ lệ Qc cao; (b) Do tỷ lệ Qc đạt 95%, tỷ suất hao nhiệt giảm 3% và giá than giảm 1%, qua đó làm giảm tác động từ mức giảm 10% của sản lượng.
Chi phí G&A của tập đoàn*	-825	-616	-25%	1177%	(a & b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi việc sự gia tăng của sản lượng thương phẩm sẽ bù đắp cho sự gia tăng của chi phí lãi vay sau thương vụ M&A Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn.
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi	881	2.456	179%	84%	
Cà Mau	551	652	18%	-1%	
Nhơn Trạch 1	-99	74	N.M.	NM	
NT2	15	486	3171%	253%	
Nhơn Trạch 3	0	-101	N.M.	-72%	
Nhơn Trạch 4	0	-101	N.M.	-77%	
Vũng Áng	837	1.353	62%	6%	
Hòa Na	168	364	117%	148%	
Đắc đrinh	131	185	41%	4%	
Chi phí G&A của tập đoàn*	-721	-456	-37%	321%	

Nguồn: POW, Vietcap. (*) Bao gồm thu nhập tài chính và đóng góp lợi nhuận không đáng kể từ các mảng kinh doanh nhỏ hơn khác.

Triển vọng năm 2026: Sự gia tăng của lợi nhuận tại Cà Mau và NT2 dự kiến sẽ bù đắp cho khoản lỗ 1 nghìn tỷ đồng từ Nhơn Trạch 3 & 4

Hình 2: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới s/v cũ	Nhận định của Vietcap (a) Tăng trưởng YoY (b) Dự báo năm 2026 mới so với cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	18.147	26.127	44%	-1%	(a) Được thúc đẩy bởi việc NT 3&4 đi vào vận hành thương mại, cùng với mức tăng YoY của sản lượng thương phẩm tại NT2 và Vũng Áng. (b) Chủ yếu do mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với sản lượng tại Cà Mau và NT1 dự kiến sẽ lấn át mức tăng của sản lượng thương phẩm tại nhà máy NT2 và thủy điện Hòa Na.
Cà Mau	5.702	5.831	2%	-15%	(a) Dựa trên phần sản lượng được huy động của NMSO, bất chấp việc nhà máy thực hiện đợt bảo dưỡng lớn; (b) Dựa theo dự kiến của POW rằng sản lượng sẽ giảm, với một phần nguyên nhân là do tình trạng thiếu hụt khí.
Nhơn Trạch 1	1.087	742	-32%	-36%	(a & b) Dựa theo kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành, sản lượng thương phẩm năm 2026 dự kiến sẽ ghi nhận ở mức thấp hơn.
NT2	3.236	4.562	41%	22%	
Nhơn Trạch 3	0	3.244	N.M.	0%	
Nhơn Trạch 4	0	3.244	N.M.	0%	
Vũng Áng	6.397	6.784	6%	0%	
Hòa Na	1.069	1.051	-2%	48%	
Đắc đĩnh	657	668	2%	0%	
Doanh thu	34.581	52.930	53%	-3%	(a) Được thúc đẩy bởi việc NT 3&4 đi vào vận hành thương mại và mức tăng của sản lượng thương phẩm tại NT2. (b) Chủ yếu do sản lượng thương phẩm giảm 1% và việc chúng tôi hạ 3% dự báo giá CGM.
Cà Mau	10.775	9.493	-12%	-20%	(a) Do chi phí khí giảm 9% YoY và tỷ lệ Qc bình thường hóa về mức 80% (từ mức 93% trong năm 2025). (b) Chủ yếu do (1) mức giảm 15% của sản lượng và (2) mức giảm 3% của chi phí khí.
Nhơn Trạch 1	2.747	1.781	-35%	-46%	(b) Chủ yếu do sản lượng thương phẩm giảm 36% và chi phí khí giảm 17%.
NT2	7.691	10.379	35%	16%	(b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo sản lượng của chúng tôi.
Nhơn Trạch 3	0	8.858	N.M.	4%	(b) Được thúc đẩy bởi dự báo tỷ lệ Qc cao hơn, ở mức 92% trong năm vận hành đầu tiên, cùng với dự báo chi phí LNG sẽ tăng 1,1%.
Nhơn Trạch 4	0	8.858	N.M.	4%	
Vũng Áng	11.679	11.892	2%	-4%	
Hòa Na	1.053	1.030	-2%	46%	(b) Do sản lượng thương phẩm 10T 2025 cao hơn kỳ vọng và đóng góp từ công ty con thủy điện mới (Nậm Nơn).
Đắc đĩnh	583	585	0%	-2%	
Khác	54	54	0%	623%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	2.140	2.007	-6%	2%	(a) Khoản lỗ từ NT 3&4 dự kiến sẽ lấn át nhẹ các đóng góp từ: mức tăng +47% YoY của lợi nhuận từ nhà máy Cà Mau (nhờ ghi nhận 381 tỷ đồng từ chi phí O&M), mức tăng +11% YoY của lợi nhuận từ NT2, và mức giảm YoY của chi phí Holdco. (b) Chủ yếu do việc ghi nhận 381 tỷ đồng chi phí O&M và hoàn nhập 100 tỷ đồng dự phòng tại nhà máy Vũng Áng sẽ bù đắp cho mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo LNST cốt lõi. (a & b) Do chúng tôi dời thời điểm ghi nhận khoản thu 381 tỷ đồng từ chi phí O&M sang năm 2026.
Cà Mau	652	958	47%	22%	
Nhơn Trạch 1	74	-34	N.M.	-43%	
NT2	529	587	11%	34%	
Nhơn Trạch 3	-153	-519	239%	49%	(b) Nguyên nhân chủ yếu xuất phát từ mức tăng 14% của chi phí khấu hao và chi phí lãi vay do sự gia tăng của vốn đầu tư XD/CB cuối kỳ và mức điều chỉnh tăng đối với dự báo lỗ tỷ giá.
Nhơn Trạch 4	-153	-519	239%	49%	(b) Chủ yếu do mức giảm của LNST cốt lõi làm lấn át khoản hoàn nhập dự phòng 100 tỷ đồng từ bồi thường bảo hiểm.
Vũng Áng	1.258	969	-23%	-20%	
Hòa Na	364	330	-9%	104%	
Đắc đĩnh	185	241	31%	-4%	
G&A của tập đoàn*	-616	-7	-99%	-94%	
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	2.456	1.900	-23%	-4%	(a) Chủ yếu do khoản lỗ từ NT 3&4. (b) Chủ yếu do mức điều chỉnh giảm đối với dự báo lợi nhuận của các nhà máy Cà Mau và Vũng Áng làm giảm thiểu tác động từ mức điều chỉnh tăng đối với dự báo lợi nhuận của NT2 và Hòa Na.
Cà Mau	652	653	0%	-17%	(a) Mức giảm YoY của giá khí và mức tỷ suất hao nhiệt thấp hơn dự kiến sẽ bù đắp cho mức giảm YoY của giá CGM và Qc. (b) Chủ yếu do mức giảm 15% của chúng tôi đối với dự báo sản lượng làm giảm thiểu tác động từ việc chúng tôi điều chỉnh giảm 3% dự báo giá khí.
Nhơn Trạch 1	74	-34	N.M.	-43%	(b) Chủ yếu do sự sụt giảm của sản lượng thương phẩm.
NT2	486	503	4%	62%	Xem Báo cáo Cập nhật NT2 tháng 12.
Nhơn Trạch 3	-101	-391	288%	12%	(a) Chủ yếu do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng.
Nhơn Trạch 4	-101	-391	288%	12%	(a) Chủ yếu do chi phí khấu hao và chi phí lãi vay tăng.
Vũng Áng	1.353	874	-35%	-28%	(a) Do Qc giảm xuống mức 80% trong năm 2026 (so với 95% trong năm 2025), qua đó lấn át tác động từ mức tăng trưởng nhẹ của sản lượng. (b) Do chúng tôi lùi thời điểm áp dụng mức thành phần cố định cao hơn (4%) của PPA thêm sáu tháng, cùng với việc POW dự kiến rằng giá than sẽ đạt mức cao hơn dự kiến (theo nội dung cuộc họp gặp gỡ NĐT gần đây của công ty). (b) Sản lượng tăng.
Hòa Na	364	330	-9%	104%	
Đắc đĩnh	185	241	31%	-4%	
G&A của tập đoàn*	-456	115	N.M.	N.M	(a) Ước tính thu nhập tài chính của công ty mẹ tăng khoảng 300 tỷ đồng YoY, chủ yếu nhờ mức tăng mạnh của dòng tiền từ HĐKD trong năm 2025 (CFO 9T tăng gấp 4 lần YoY do EVN đẩy nhanh tiến độ thanh toán).

Nguồn: POW, Vietcap. (*) Bao gồm thu nhập tài chính và đóng góp lợi nhuận không đáng kể từ các mảng kinh doanh nhỏ hơn khác.

Tóm tắt dự báo cho giai đoạn 2026-2030F

Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giai đoạn 2026-30 của chúng tôi (với các mức điều chỉnh lần lượt là +2%/-11%/-20%/+8%/+16% cho các năm 2026/27/28/29/30F), với nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) mức tăng 32% đối với tổng LNST từ NT2 (xem các Báo cáo Cập nhật NT2 tháng 7, tháng 10 và tháng 12/2025), (2) mức tăng 80% đối với dự báo tổng LNST từ nhà máy Hòa Na (chủ yếu nhờ mức dự báo sản lượng cao hơn), và (3) mức tăng 5% đối với tổng LNST từ nhà máy Vũng Áng (nhờ mức giảm 3% của tỷ suất hao nhiệt và mức trích lập dự phòng thấp hơn cho khoản bồi thường bảo hiểm từ PVI).

Các yếu tố trên cùng nhau bù đắp cho (1) mức giảm 8% đối với dự báo LNST của nhà máy Cà Mau (do tổng sản lượng thương phẩm giảm 12% và giá CGM toàn ngành giảm 6%) và (2) mức giảm 16% đối với LNST từ NT3 và NT4 (do vốn đầu tư XDCB cuối kỳ cao hơn, mức tăng đối với dự báo lỗ tỷ giá và mức tăng 6% đối với giá LNG nhập khẩu dự kiến sẽ làm giảm thiểu tác động tích cực từ mức công suất cao hơn và việc tỷ lệ Qc tăng lên mức 75%).

Hình 3: Tóm tắt dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2030 đối với POW

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Trung bình 2026-2030F
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo (mới)	2.140	2.007	2.909	3.702	5.314	6.008	19.941
Cà Mau	652	958	581	660	1.504	1.488	5.192
Nhơn Trạch 1	74	-34	-47	49	147	194	309
Nhơn Trạch 2	529	587	427	637	675	688	3.014
Nhơn Trạch 3	-153	-519	191	206	382	534	794
Nhơn Trạch 4	-153	-519	191	217	382	534	805
Vũng Áng 1	1.258	969	983	1.496	1.690	1.686	6.824
Hòa Na	364	330	338	203	125	144	1.139
Đắc đĩnh	185	241	262	96	74	143	817
Chi phí G&A và thu nhập tài chính của tập đoàn	-616	-7	-16	138	335	597	1.047
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo (trước đây)	1.318	1.970	3.275	4.655	4.921	5.181	20.002
Thay đổi %	62%	2%	-11%	-20%	8%	16%	-0,3%

Nguồn: POW, Vietcap

Định giá

Chúng tôi tiếp tục áp dụng 100% phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) và duy trì mức chiết khấu định giá 15% đối với giá mục tiêu (TP), nhằm phản ánh mức độ minh bạch thông tin còn hạn chế của ngành đối với các nhà đầu tư.

Chúng tôi điều chỉnh tăng 17,2% giá mục tiêu lên mức 14.300 đồng/cp và giữ khuyến nghị KHẢ QUAN đối với POW. Nguyên nhân chủ yếu đến từ (1) tác động tích cực của việc chúng tôi dời mô hình định giá sang cuối năm 2026 và (2) mức điều chỉnh giảm của chúng tôi đối với dự báo nợ vay ròng (CFO 9T tăng gấp 4 lần YoY nhờ EVN đẩy nhanh thanh toán), trong khi dự báo tổng LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2026–2030 vẫn được giữ nguyên.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/CP
CKDT	16.835	100%	16.835
Giá trị hợp lý			16.835
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15%
Giá mục tiêu			14.300
P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			23,1x

Nguồn: Vietcap

Định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 5: Giá định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
LN từ HĐKD	3.245	3.932	4.712	5.217	6.881	7.252	7.237	6.568	7.199	7.486	7.511
+ Chiết khấu	2.861	4.629	4.682	4.736	4.789	4.842	4.689	4.743	4.796	4.849	4.897
- Thuế	-243	-605	-442	-627	-1.050	-1.165	-1.252	-1.273	-1.427	-1.157	-1.268
- Tăng vốn lưu động	529	-3.457	-2.144	-2.247	-2.288	-3	-24	267	-319	-87	-25
- Vốn XDCB	-7.547	-6.347	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800
Dòng tiền tự do (DTTD)	-1.155	-1.848	6.008	6.279	7.531	10.126	9.850	9.505	9.449	10.291	10.315
Giá trị HT của DTTD		-1.643	4.747	4.409	4.701	5.618	4.858	4.166	3.682	3.564	3.175
Tổng giá trị HT của DTTD		-1.643	3.104	7.514	12.215	17.833	22.690	26.857	30.538	34.102	37.278

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Hiệu số BETA	1,0	1,0
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	14,0	14,0
Chi phí nợ vay %	8,0	8,0
Mức thuế doanh nghiệp %	10,0	10,0
Tỷ lệ nợ vay trên vốn %	22,0	22,0
WACC %	12,5	12,5
Tăng trưởng cuối kỳ %	2,0%	2,0%

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị HT của DTTD	37.278
Giá trị HT của giá trị cuối	21.231
Giá trị HT của DTTD và giá trị cuối	58.508
Thêm: Tiền mặt	23.608
Trừ: Nợ	-27.734
Trừ: Lợi ích CBTS	-2.734
Giá trị VCSH	51.648
CP pha loãng (triệu)	3.068
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	16.835

Nguồn: Vietcap

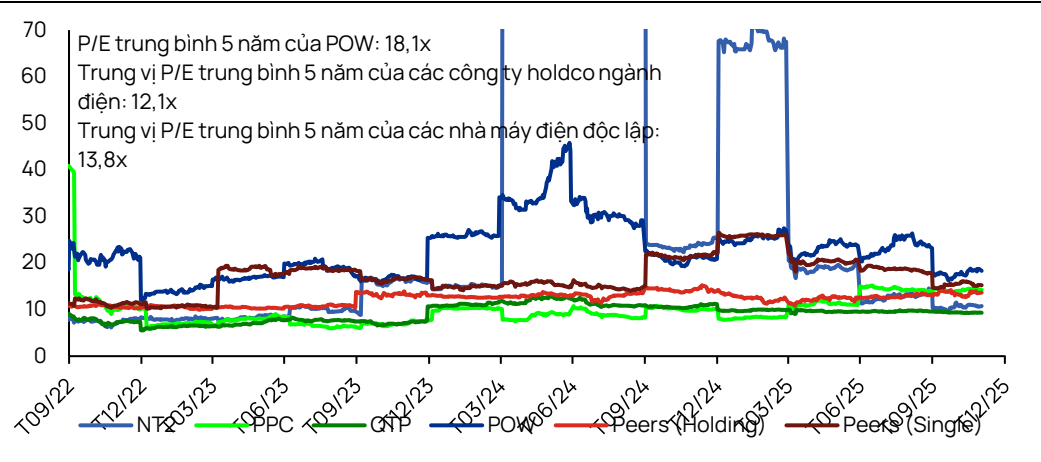
So sánh với các công ty cùng ngành

Hình 6: Các công ty cùng ngành được so sánh

Tên viết tắt	Quốc gia	VHTT (tr USD)	DT thuần trượt (tr USD)	YoY (%)	LNST trượt (triệu USD)	YoY (%)	Nợ vay ròng/ CSH (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E trượt (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITD A (x)
Công ty holdco ngành điện													
Manila Electric	Philippines	11.417	8.486	4,9	853	12,8	0,9	7,1	32,8	4,2	13,6	4,0	12,0
First Philip Hld	Philippines	523	2.911	1,0	270	12,6	44,2	2,9	9,2	3,1	2,1	0,2	4,7
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.023	706	-32,1	183	3,2	28,6	2,9	6,5	4,8	10,6	0,7	21,0
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.229	802	-6,5	59	-23,5	41,5	2,0	4,0	3,8	20,1	0,8	23,6
Global Power Syn	Thái Lan	3.107	2.630	-0,7	177	66,7	90,2	2,1	5,5	2,4	16,8	0,9	10,2
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	471	4,3	129	15,7	-6,3	10,4	15,0	N/A	N/A	N/A	8,7
Tata Power Co	Ấn Độ	13.758	7.746	6,6	470	7,4	115,9	2,7	11,7	0,6	31,1	3,5	12,5
Cikarang Listrin	Indonesia	682	550	0,5	60	-17,5	7,9	4,7	8,3	9,9	11,1	0,9	4,2
Ytl Power Intl	Malaysia	6.870	4.804	-4,5	593	-15,0	118,1	3,7	12,7	2,4	10,6	1,3	11,8
Malakoff Corp Bh	Malaysia	1.017	1.819	-12,9	35	N/A	100,3	0,8	2,8	4,3	44	0,8	6,3
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	131	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	553	1.612	-20,4	40	N/A	125,3	N/A	N/A	N/A	14	1,4	N/A
Trung vị		1.626	1.716	-0,1	154	10,0	67,2	2,9	8,3	3,8	13,7	0,9	10,2
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	79	95	-19,5	-9	N/A	122,5	-3,3	-8,5	2,3	N/A	0,8	24,3
Vivant Corp	Philippines	324	203	29,1	50	48,1	9,9	8,8	13,9	3,1	6,0	0,9	13,4
AC Energy	Philippines	1.653	547	-12,2	52	-66,5	78,0	0,9	2,0	2,1	59,8	0,7	356,1
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	972	574	-10,7	59	128	124,6	2,2	6,2	1,2	16	1,0	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.031	1.820	13,8	361	30,4	89,0	8,8	22,0	2,7	7,3	1,5	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.629	967	14,7	210	22,2	69,5	2,9	6,9	1,0	26,1	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.108	365	38,5	62	75,4	113,3	2,9	10,7	0,9	17,6	1,8	N/A
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	220	475	-1,2	25	1,2	-7,2	8,4	12,0	9,3	9,4	1,2	4,6
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	203	393	-10,0	9	-30,5	-0,6	3,3	3,8	3,7	23,3	0,9	6,7
Phả Lại (PPC)	Việt Nam	122	261	-12,7	9	-33,9	-0,6	4,3	4,9	10,5	14,2	0,7	40,0
Nhơn Trạch 2 (NT2)	Việt Nam	256	281	34,6	25	187,1	-31,9	7,0	14,6	6,4	10,7	1,5	3,4
Trung vị		324	434	-5,6	51	22,2	73,8	3,1	6,5	2,5	16,2	0,9	18,8
POW	Việt Nam	1.339	1.322	19,5	74	39,7	20,6	2,5	6,2	N/A	18,6	1,0	7,7

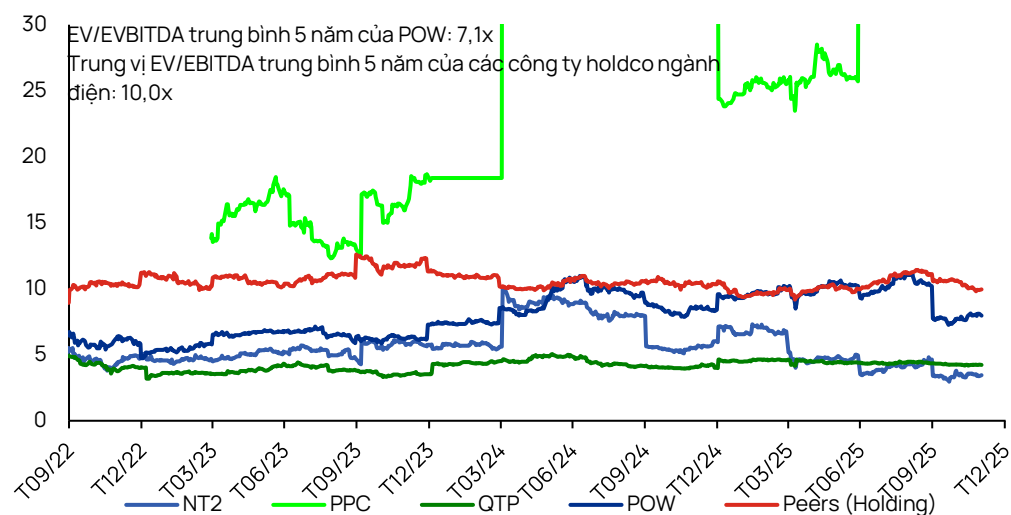
Nguồn: Doanh nghiệp niêm yết, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 02/12/2025)

Hình 7: Trung vị P/E trượt trên lợi nhuận báo cáo của POW so với các công ty cùng ngành (x) (*)



Nguồn: Doanh nghiệp niêm yết, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 02/12/2025) (*) P/E của NT2 vượt ngưỡng 100 lần vào quý 2 và quý 3/2024 do khoản lỗ ghi nhận trong quý 1/2024)

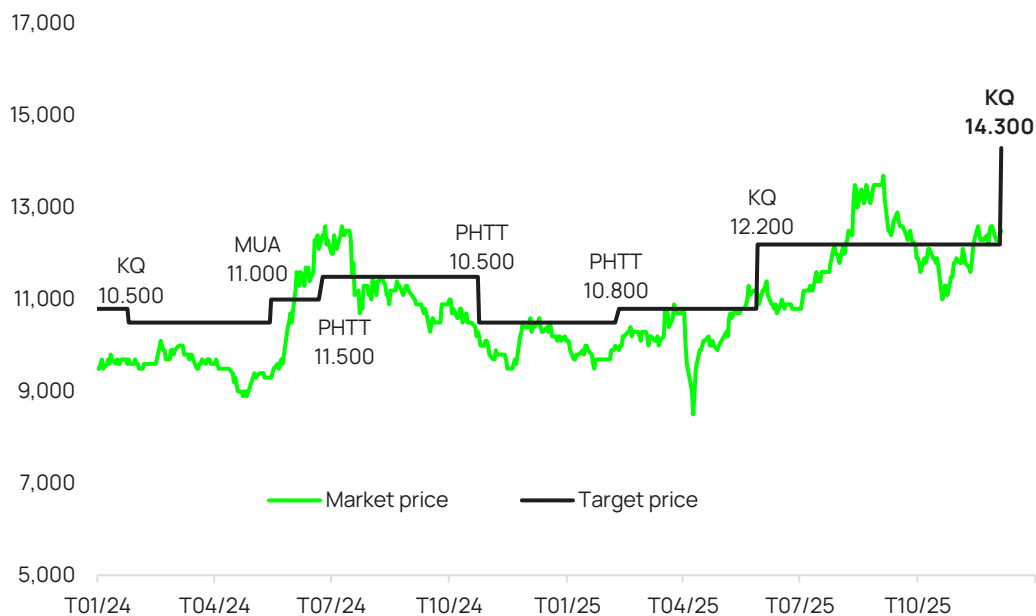
Hình 8: Trung vị EV/EBITDA trượt của POW so với các công ty cùng ngành (x) ()**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 02/12/2025; ** EBITDA năm 2022 của PPC có giá trị âm; EBITDA quý 1/2024 tương đối thấp, dẫn đến việc EV/EBITDA đạt đến mức 110 lần trong quý 2/2024)

Diễn biến khuyến nghị

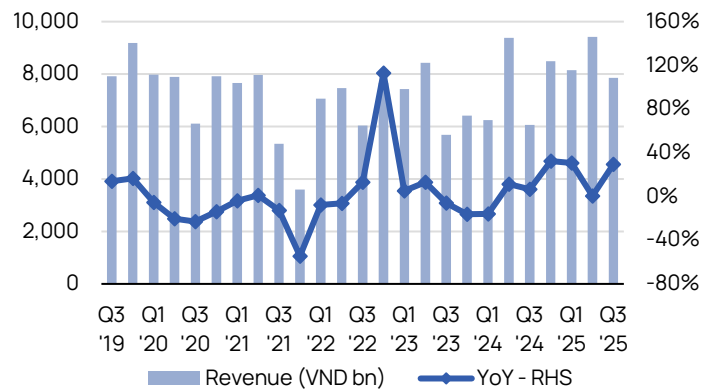
Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

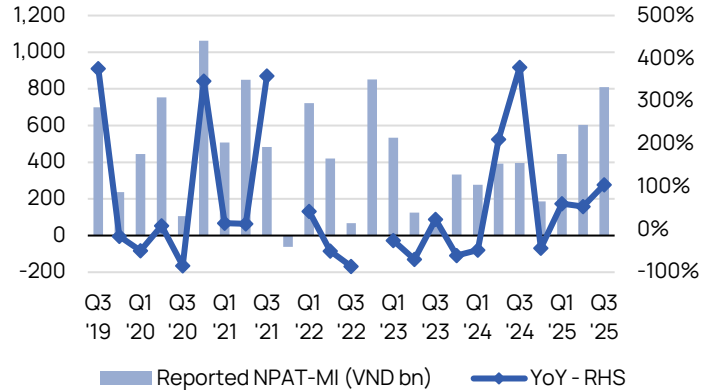
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



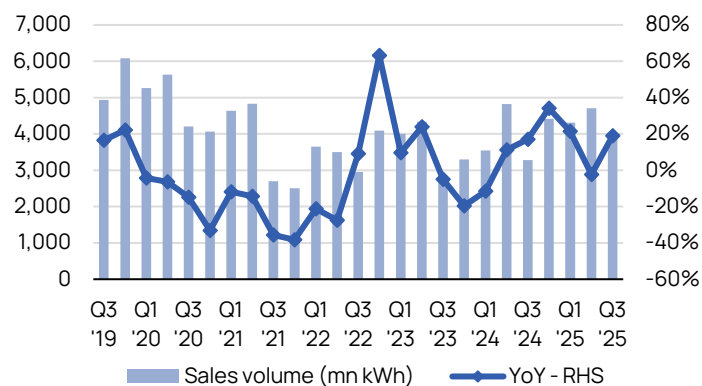
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng)



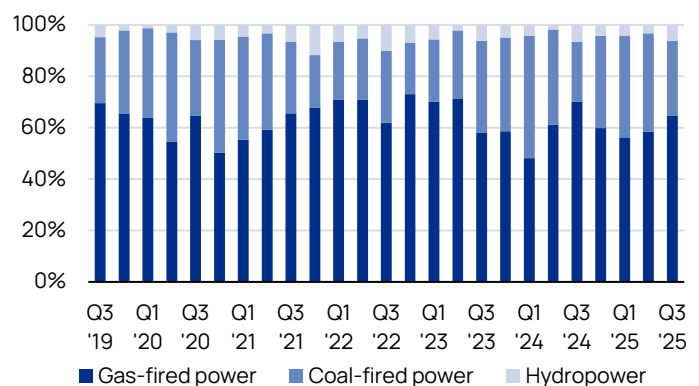
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 12: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



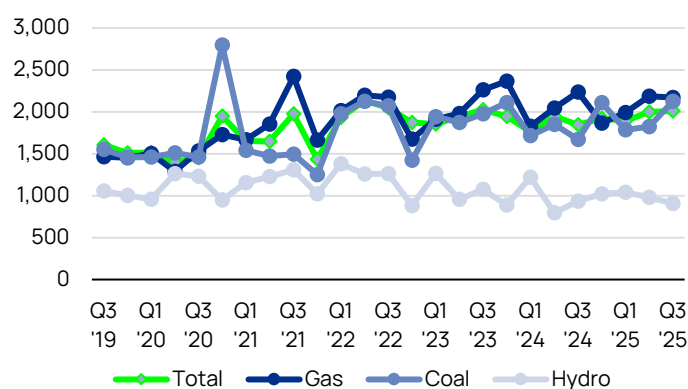
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 13: Cơ cấu doanh thu theo nguồn điện



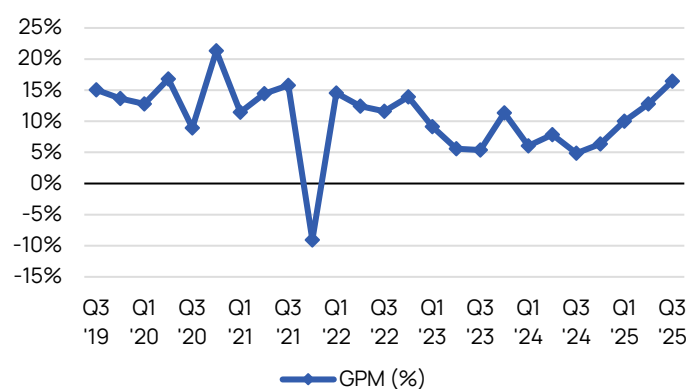
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 14: Giá bán trung bình hàng quý (đồng/kWh)



Nguồn: POW, Vietcap

Hình 15: Biên lợi nhuận gộp hàng quý *



Nguồn: POW, Vietcap (*Biên LN gộp giảm trong quý 4/2021 do (1) sự cố kỹ thuật với tổ máy số 1 của Vũng Áng, chi phí nhiên liệu cao cho Nhơn Trạch 1 & 2, và (3) Cà Mau hoàn một phần lợi nhuận cho Tập đoàn Điện lực Việt Nam)

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	30.306	34.581	52.930	57.816
Giá vốn hàng bán	-28.308	-30.270	-47.957	-51.928
Lợi nhuận gộp	1.998	4.311	4.973	5.889
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí quản lí DN	-878	-1.065	-1.041	-1.177
LN từ HĐKD	1.120	3.245	3.932	4.712
Doanh thu tài chính	566	796	1.189	984
Chi phí tài chính	-845	-1.195	-2.391	-1.952
Trong đó, chi phí lãi vay	-382	-735	-1.761	-1.504
Lợi nhuận từ công ty LDLK	42	0	0	0
Thu nhập/(Lỗ) ròng khác	500	0	381	0
LNTT	1.383	2.847	3.112	3.744
Thuế TNDN	-172	-243	-605	-442
LNST trước CĐTS	1.211	2.604	2.507	3.302
Lợi ích CĐ thiếu số	-100	-464	-500	-392
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	1.112	2.140	2.007	2.909
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi ⁽¹⁾	881	2.456	1.900	3.147
EBITDA	3.938	6.106	8.561	9.394
EPS báo cáo, VND	378	728	620	899
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	295	842	585	977
EPS pha loãng VND	378	728	620	899
DPS báo cáo, VND	0	0	0	0
DPS/EPS báo cáo(%)	0%	0%	0%	0%

(1) Không bao gồm lỗ tỷ giá, dự phòng nợ xấu và các khoản thanh toán tỷ giá trễ

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	7,0%	14,1%	53,1%	9,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	-22,0%	189,8%	21,2%	19,8%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	7,0%	92,5%	-14,8%	45,0%
Tăng trưởng EPS, cốt lõi	-33,0%	184,9%	-30,4%	66,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	6,6%	12,5%	9,4%	10,2%
Biên LN từ HĐKD %	3,7%	9,4%	7,4%	8,1%
Biên EBITDA	13,0%	17,7%	16,2%	16,2%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	3,7%	6,2%	3,8%	5,0%
ROE, cốt lõi	2,8%	7,5%	5,2%	7,9%
ROE, báo cáo	3,5%	6,5%	5,5%	7,3%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	23	23	23	23
Số ngày phải thu	143	110	130	115
Số ngày phải trả	203	180	160	130
TG luân chuyển tiền	(37)	(47)	(7)	8
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	0,9	1,2	1,3	1,5
CS thanh toán nhanh	0,8	1,1	1,2	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,2	0,3
Nợ/Tài sản	28,4%	34,3%	25,5%	24,0%
Nợ/Vốn sử dụng	39,5%	45,3%	36,2%	33,0%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	32,0%	51,4%	43,4%	28,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	2,9	4,4	2,2	3,1

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	11.564	11.716	5.656	9.587
Đầu tư TC ngắn hạn	4.112	11.116	11.116	11.116
Các khoản phải thu	11.873	10.422	18.852	18.216
Hàng tồn kho	1.795	1.920	3.041	3.293
TS ngắn hạn khác	636	636	636	636
Tổng TS ngắn hạn	29.981	35.810	39.302	42.848
TS dài hạn (gộp)	70.655	85.507	104.307	105.107
- Khấu hao lũy kế	-46.333	-49.194	-53.823	-58.505
TS dài hạn (ròng)	24.321	36.313	50.484	46.602
Đầu tư TC dài hạn	766	844	844	844
CIP và TS dài hạn khác	24.847	16.841	3.688	2.988
Tổng TS dài hạn	49.934	53.999	55.017	50.435
Tổng Tài sản	79.915	89.809	94.319	93.283
Phải trả ngắn hạn	17.261	16.462	22.557	20.029
Nợ ngắn hạn	13.508	11.017	5.652	5.321
Nợ ngắn hạn khác	2.688	2.688	2.688	2.688
Tổng nợ ngắn hạn	33.457	30.168	30.898	28.039
Nợ dài hạn	9.151	19.812	18.392	17.089
Nợ dài hạn khác	2.626	2.626	2.626	2.626
Tổng nợ	45.234	52.606	51.916	47.754
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	23.419	23.419	30.679	30.679
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	8.482	10.540	7.981	10.715
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2.780	3.244	3.743	4.136
Vốn chủ sở hữu	34.681	37.203	42.403	45.529
Tổng cộng nguồn vốn	79.915	89.809	94.319	93.283
CP lưu hành cuối năm, tr	2.342	2.342	3.068	3.068

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	8.440	11.564	11.716	5.656
Thu nhập ròng	1.112	2.140	2.007	2.909
Khấu hao	2.818	2.861	4.629	4.682
Thay đổi vốn lưu động	2.103	529	-3.457	-2.144
Điều chỉnh khác	-1.689	464	500	392
Tiền từ hoạt động KD	4.344	5.993	3.678	5.840
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-9.793	-7.547	-6.347	-800
Đầu tư, ròng	-1.180	-6.383	700	700
Tiền từ HĐ đầu tư	-10.973	-13.929	-5.647	-100
Cổ tức đã trả	-132	-82	-117	-175
Tăng (giảm) vốn	21	0	2.810	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	8.002	-2.491	-5.365	-331
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.979	10.660	-1.419	-1.303
Tiến từ các hoạt động TC khác	-115	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	9.754	8.088	-4.091	-1.810
Tổng lưu chuyển tiền tệ	3.125	152	-6.060	3.931
Tiền cuối năm	11.564	11.716	5.656	9.587

Nguồn: POW, dự báo của Vietcap

Phụ lục

Cập nhật các giả định ngành

Vui lòng xem thêm [Báo cáo Ngành Nhiệt điện ngày 10/12/2025](#) của chúng tôi.

Nhơn Trạch 3 được đưa vào vận hành thương mại (COD) vào tháng 11/2025; Nhơn Trạch 4 đang đi đúng tiến độ để được đưa vào vận hành thương mại (COD) trong tháng 12.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng: Lùi thời điểm tái đàm phán PPA thêm sáu tháng

Tại ĐĐCĐ năm 2025, POW cho biết công ty đã đặt mục tiêu đàm phán điều chỉnh tăng Hợp đồng mua bán điện (PPA) của nhà máy Vũng Áng với EVN vào tháng 5/2025. Cụ thể, 90% vốn đầu tư XDCB thực tế đã được thống nhất, cao hơn mức được sử dụng trong các cuộc thảo luận PPA trước đó. POW sẽ đàm phán PPA dựa trên 90% vốn đầu tư XDCB đã thống nhất này, trong khi 10% còn lại sẽ được đề cập trong các vòng đàm phán tiếp theo.

Trong [Báo cáo cập nhật tháng 6/2025](#) trước đây, chúng tôi điều chỉnh tăng thành phần cố định của PPA Vũng Áng lên thêm 3,8%, áp dụng từ năm 2026, dựa trên giả định vốn đầu tư XDCB mới là 27,5 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, trong bản cập nhật lần này, chúng tôi quyết định lùi thời điểm áp dụng mức tăng 3,8% này thêm sáu tháng, sang giữa năm 2026.

Tỷ suất hao nhiệt thấp hơn. POW cho biết kết quả lợi nhuận 9T 2025 đạt mức tích cực một phần nhờ mức giảm 3% của tỷ suất hao nhiệt (qua đó đóng góp thêm khoảng 100 tỷ đồng vào kết quả lợi nhuận).

POW kỳ vọng sẽ mua than từ Lào làm nguồn cung bổ sung cho nhà máy Vũng Áng kể từ năm 2026, với mức giá thấp hơn so với Vinacomin, qua đó giúp giảm chi phí biến đổi và cải thiện biên lợi nhuận. Sản lượng mua dự kiến sẽ phụ thuộc vào các cuộc đàm phán của Chính phủ và các tuyến vận chuyển. Theo kế hoạch, sản lượng có thể đạt 700–800 nghìn tấn/năm, trong khi POW kỳ vọng sẽ đảm bảo được mức sản lượng khoảng 400–500 nghìn tấn/năm (tương đương khoảng 15% nhu cầu của công ty).

Nhà máy Cà Mau dự kiến sẽ ghi nhận mức sản lượng thấp hơn kỳ vọng trong thời gian chờ giải quyết vấn đề thiếu khí

Giải pháp nguồn cung khí cho nhà máy Cà Mau: Tại [ĐHCD bất thường tháng 9/2025](#), POW cho biết công ty đang theo đuổi nhiều phương án nhằm đảm bảo có đủ nguồn cung khí cho nhà máy Cà Mau 1 & 2, bao gồm:

- Sử dụng khí từ các mỏ khí mới, bao gồm Khánh Mỹ – Đầm Dơi và Thiên Nga – Hải Âu. Tại cuộc họp gặp gỡ HĐQT tháng 11/2025, POW cho biết đã ký hợp đồng với GAS để mua khí từ mỏ Nam Du – U Minh kể từ quý 4/2028, với sản lượng hàng năm là: 0,7 tỷ m³/năm. GAS cũng đang ở giai đoạn đàm phán cuối đối với mỏ Khánh Mỹ – Đầm Dơi – Hoa Mai, trong đó, POW dự kiến sẽ mua khoảng 0,4 tỷ m³/năm (cũng bắt đầu từ quý 4/2028).
- Sử dụng khí từ mỏ Lô B.
- Giải pháp cung cấp LNG thông qua tàu nổi lưu trữ và tái hóa khí LNG (FSRU) đặt gần nhà máy, nhằm cung cấp nguồn cung dự phòng linh hoạt, dù chi phí cao hơn so với kênh cung hiện tại. Ban lãnh đạo cho rằng việc bổ sung nhà máy Cà Mau 3 sẽ làm nhu cầu khí tăng mạnh, từ đó tạo điều kiện để nhiều nhà cung cấp chào bán LNG thông qua FSRU với mức giá cạnh tranh hơn.

Trong các tài liệu huy động vốn gần đây, POW đặt kế hoạch sản lượng trung bình của các nhà máy Cà Mau sẽ đạt mức 5,3 tỷ kWh trong vòng 5 năm tới (thấp hơn 25% so với dự báo trước đây của chúng tôi). Chúng tôi quyết định điều chỉnh giảm dự báo sản lượng trong ngắn hạn, nhưng vẫn giữ nguyên dự báo dài hạn, dựa trên kế hoạch nêu trên và kỳ vọng của công ty rằng nguồn khí từ Lô B và LNG sẽ giúp cải thiện sản lượng trong dài hạn.

Khoản thanh toán của EVN cho chi phí vận hành và bảo trì (O&M) trong quá khứ:

Tại ĐHCĐ năm 2025, POW cho biết công ty kỳ vọng sẽ nhận được 381 tỷ đồng cho chi phí O&M liên quan đến nhà máy Cà Mau trong quý 2/2025. Do thời điểm nhận tiền chậm hơn dự kiến, trong bản cập nhật này, chúng tôi quyết định lùi thời điểm ghi nhận khoản thu 381 tỷ đồng này thêm một năm, sang năm 2026. Để biết thêm thông tin chi tiết, vui lòng tham khảo [Báo cáo Cập nhật POW – tháng 2/2025](#) của chúng tôi.

Hòa Na đã mua lại Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn

Trong năm 2024, CTCP Thủy điện Hòa Na, công ty con do POW sở hữu 81% cổ phần, đã hoàn tất việc mua lại 100% vốn tại Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn, qua đó nâng công suất của công ty từ mức 180 MW lên 200 MW. Để thực hiện thương vụ này, Thủy điện Hòa Na sẽ phân bổ 209 tỷ đồng từ nguồn vốn tự có và các nguồn nội bộ khác, trong khi 488 tỷ đồng còn lại sẽ được tài trợ bằng vốn vay ngân hàng. Chúng tôi đánh giá thương vụ này là hợp lý, với vốn đầu tư XDCB tương ứng là khoảng 35 tỷ đồng/MW.

Nhà máy Thủy điện Nậm Nơn đã vận hành từ năm 2014, gồm hai tổ máy với công suất thiết kế là 20 MW; nhà máy hiện sản xuất trung bình khoảng 89,74 triệu kWh/năm. Trong năm 2023, nhà máy đã sản xuất được 56,69 triệu kWh điện (tương ứng với mức doanh thu là 65 tỷ đồng).

Danh mục dự án mở rộng công suất lớn

Tại ĐHCĐ năm 2025, POW đã chia sẻ một danh mục bao gồm các dự án mở rộng công suất với quy mô lớn, chủ yếu tập trung vào lợi thế cốt lõi của POW là các nhà máy điện khí/LNG. Chi tiết về tỷ lệ sở hữu hiện chưa được công bố. Trong đó, cả 4 dự án được nêu bên dưới đây đều đã được phê duyệt trong QHĐ VIII sửa đổi.

Hình 16: Danh mục các dự án tiềm năng của POW

Lĩnh vực	Dự án	Công suất (MW)	Địa điểm	Lưu ý
Điện khí/LNG	Cà Mau 3 và kho cảng LNG	1.500	Cà Mau	Đóng vai trò là phương án dự phòng cho các dự án điện LNG đã được phê duyệt trong QHĐ VIII sửa đổi, với khả năng sẽ sử dụng LNG, hoặc khí từ Lô B.
LNG	LNG Quảng Ninh	1.500	Quảng Ninh	Nắm giữ 30% vốn; Bộ Công Thương đã phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi vào tháng 12/2024; chính quyền tỉnh Quảng Ninh đang triển khai công tác giải phóng mặt bằng (tính đến tháng 4/2025); tính đến cuối quý 3/2025, POW đã đầu tư 104 tỷ đồng.
LNG	LNG Vũng Áng III	1.500	Hà Tĩnh	POW đang triển khai nghiên cứu tiền khả thi.
LNG	LNG Quỳnh Lập	1.500	Nghệ An	POW kỳ vọng sẽ nắm quyền điều hành. POW hợp tác với SK E&S (Hàn Quốc) và NASU (TH Group); và đã nộp đề xuất đầu tư vào tháng 9/2024.
Xe điện	Trạm sạc xe điện	N/A	Toàn quốc	POW đang đàm phán với VIC để sản xuất thiết bị cho các trạm sạc xe điện. POW sẽ tiến hành phát triển và chuyển giao cho VIC với kỳ vọng dự án sẽ mang lại mức lợi nhuận tốt. Doanh thu và lợi nhuận tiềm năng hiện chưa được công bố.

Nguồn: POW, Vietcap

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Anthony Le
Giám đốc
Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 525
anthony.le@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.