

Tổng CT Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW)
MUA +29,5%

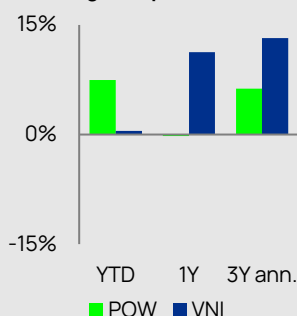
Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	17/08/2026
Giá hiện tại	13.750 VND
Giá mục tiêu	17.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	18.000 VND
TL tăng	+29,5%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+29,5%

GT vốn hóa	42,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	19,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	102,6 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	80%
SL cổ phiếu lưu hành	3.068 tr
Pha loãng	3.068 tr

	POW	VNI
P/E (trượt)	7,0x	13,4x
P/B (ht)	1,0x	2,0x
ROA	6,2%	2,4%
ROE	15,6%	16,2%

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, Đắkdrinh - 125 MW).

Diễn biến giá cổ phiếu


Phạm Phú Lộc
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu (tỷ đồng)	34.306	60.253	63.016	62.123
% YoY	13,2%	75,6%	4,6%	-1,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	2.427	5.365	4.198	4.743
% YoY	118,3%	121,1%	-21,8%	13,0%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (tỷ đồng)	2.637	3.581	4.099	4.743
Biên LN gộp	147%	36%	14%	16%
Biên LN ròng	13,1%	14,9%	11,6%	11,7%
Nợ vay ròng/VCSH	25,3%	18,1%	-5,3%	-19,2%
ROE	7,3%	14,0%	9,5%	9,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E cốt lõi	19,4x	14,0x	11,5x	9,9x
P/E báo cáo	21,2x	8,8x	11,2x	9,9x
P/B	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA	7,4	3,7	4,3	4,3

Tăng trưởng LNST cốt lõi mạnh mẽ nhờ sản lượng, Qc và giá CGM tích cực

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,1% giá mục tiêu dành cho Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) xuống mức 17.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu giảm nhẹ của chúng tôi do (1) việc nâng giá định lãi suất phi rủi ro thêm 1 điểm % từ 6,0% lên 7,0% và (2) số dư nợ vay ròng tăng 15% QoQ, dù các yếu tố này được bù đắp một phần bởi (3) việc chúng tôi điều chỉnh tăng 11,2% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 và mức tăng 8% dự báo tổng LNST cốt lõi.
- Các mức điều chỉnh lần lượt là +67%/-1%/+5%/+4%/+4% cho dự báo LNST sau lợi ích CĐTS các năm 2026/27/28/29/30, chủ yếu do dự phóng của chúng tôi về (1) tổng LNST từ Vũng Áng cao hơn 25% (nhờ khoản thanh toán lỗ tỷ giá trị giá 1,6 nghìn tỷ đồng từ EVN được ghi nhận trong giai đoạn 2026-27 và tổng sản lượng thương phẩm cao hơn 1%), (2) tổng LNST từ Cà Mau cao hơn 16% với 1,4 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường, (3) tổng LNST từ Nhơn Trạch 3&4 cao hơn 10%, (4) tổng LNST của NT2 cao hơn 7% (xem [Báo cáo cập nhật NT2 của chúng tôi ngày 10/08/2026](#)), và (5) lợi nhuận từ Nhà máy Thủy điện Hòa Na cao hơn 12% nhờ thu nhập tài chính cao hơn và chi phí SG&A thấp hơn.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 tăng 36% YoY lên 3,6 nghìn tỷ đồng, được thúc đẩy bởi (1) tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi 18% YoY từ Vũng Áng và NT2, (2) Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn, và (3) thu nhập ròng từ công ty mẹ ở mức tích cực, giúp bù đắp cho (4) lợi nhuận thấp hơn từ các nhà máy thủy điện so với cùng kỳ.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2027 tăng 14% YoY lên 4,1 nghìn tỷ đồng, chủ yếu nhờ (1) mức tăng trưởng đáng kể từ Nhơn Trạch 3&4 do sản lượng thương phẩm cao hơn trong điều kiện thời tiết El Nino và (2) giá thị trường điện toàn phần (CGM) toàn ngành tăng 18% YoY, qua đó bù đắp cho (3) sản lượng thương phẩm giảm thấp hơn so với cùng kỳ của Nhơn Trạch 1, Vũng Áng (do đại tu) và (4) lợi nhuận thủy điện giảm so với cùng kỳ do ảnh hưởng của hiện tượng El Nino.
- Định giá của POW được đánh giá ở mức hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2026 là 8,8 lần và P/E cốt lõi là 14,0 lần, tương đương với hệ số PEG cốt lõi là 0,7 dựa trên tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) của EPS cốt lõi giai đoạn 2026-30 là 20%. CAGR EPS cốt lõi mạnh mẽ chủ yếu đến từ Nhơn Trạch 3&4 với LNST cốt lõi ước tính đạt 1,7 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, so với mức hòa vốn trong năm 2026.
- Yếu tố hỗ trợ:** Đóng góp từ các dự án mới (trang 12). **Rủi ro:** Tỷ giá USD/VND tăng mạnh hơn dự kiến.

Triển vọng Qc (sản lượng theo hợp đồng) nửa cuối năm 2026 tích cực hỗ trợ tính chắc chắn của lợi nhuận: Theo các chuyên gia trong ngành, tổng Qc phân bổ cho các nhà máy điện khí/LNG của POW trong nửa cuối năm 2026 đạt 8,2 tỷ kWh (+5% so với nửa đầu năm 2026), với Qc cả năm của NT2 và Nhơn Trạch 3&4 lần lượt cao hơn 15% và 2% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Qc cao hơn giúp LNST cốt lõi của Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn trong năm 2026.

Giá CGM có thể duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm khi tăng trưởng nhu cầu vẫn tích cực: NSMO dự báo sản lượng điện sản xuất nửa cuối năm tăng 12,3% YoY, trong khi Bộ Công Thương định hướng tăng trưởng tiêu thụ điện đạt 6-11% YoY (so với 10% trong nửa đầu năm). Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng các nhà máy nhiệt điện của POW tiếp tục hưởng lợi từ sản lượng và giá CGM cao hơn. Giá CGM của ngành trong nửa đầu năm đạt 1.500 đồng/kWh (+31% YoY; quý 2: 1.711 đồng/kWh).

Thu nhập bất thường cao hơn dự kiến: POW đã ghi nhận khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường trong nửa đầu năm 2026, bao gồm (1) 1,1 nghìn tỷ đồng từ khoản thanh toán của EVN cho lỗ tỷ giá của Vũng Áng, (2) 991 tỷ đồng từ quyết toán giá điện/giá khí của Cà Mau 1&2, và (3) 381 tỷ đồng hoàn trả chi phí O&M của Cà Mau 1&2. Chúng tôi dự phóng khoản bồi thường còn lại khoảng 500 tỷ đồng cho lỗ tỷ giá của Vũng Áng 1 trong năm 2027 (trang **Error! Bookmark not defined.**).

Triển vọng LNST năm 2026: Sản lượng nhiệt điện mở rộng và Qc ở mức cao thúc đẩy LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi

Hình 1: Triển vọng năm 2026

Tỷ đồng	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Nhận định của Vietcap về: (a) Tăng trưởng YoY và (b) Dự báo năm 2026 mới so với cũ
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	17.365	25.650	48%	4%	(a) Được thúc đẩy bởi việc vận hành thương mại của Nhơn Trạch 3&4 và sản lượng cao hơn so với cùng kỳ tại các nhà máy điện khí/than khác. (b) Do sản lượng điện thương phẩm nửa cuối năm 2026 cao hơn từ Nhơn Trạch 1, NT2 và Vũng Áng. (b) Theo sau lượng Qc phân bổ cao trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng toàn bộ sản lượng điện thương phẩm nửa cuối năm sẽ dành cho Qc. Sản lượng điện thương phẩm nửa đầu năm 2026 tăng 48% YoY, hoàn thành 95% dự báo trước đây của chúng tôi. (a) Được thúc đẩy bởi tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm nửa đầu năm đạt 57% YoY và lượng Qc nửa cuối năm 2026 đạt 2,2 tỷ kWh (+16% YoY, +14% QoQ). (b) Theo sau sản lượng nửa đầu năm 2026 tích cực đạt 4.184 triệu kWh, hoàn thành 59% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (a) Được thúc đẩy bởi (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 48% YoY chủ yếu từ các nhà máy nhiệt điện, (2) 2,5 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường, (3) giá nhiên liệu cao hơn so với cùng kỳ, và (4) giá CGM cao hơn. (b) Chủ yếu do (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn từ Nhơn Trạch 1, NT2 và Vũng Áng, (2) giá khí/LNG cao hơn, và (3) việc phân bổ 2,5 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường vào doanh thu. (a) Do (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 5% YoY và (2) ghi nhận 1,4 nghìn tỷ đồng doanh thu bất thường, lần át (3) tỷ lệ Qc bình thường hóa từ 94% về 80%. (b) Chủ yếu do doanh thu bất thường và chi phí khí cao hơn. (b) Chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm cao hơn 74% và chi phí khí cao hơn 9%. (b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn khi lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn 2% so với dự báo trước đây của chúng tôi. (a & b) Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm cao hơn và khoản thanh toán 1,1 nghìn tỷ đồng của EVN cho bồi thường lỗi tỷ giá trong các năm trước. (a) Chủ yếu do 2,5 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường của Cà Mau và Vũng Áng, cùng tăng trưởng LNST cốt lõi đạt 36% YoY. (b) Do (1) LNST cốt lõi cao hơn 32%, (2) khoản thanh toán 991 tỷ đồng của EVN cho quyết toán tiền điện và chênh lệch giá khí của Cà Mau, và (3) khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn cho Vũng Áng. (b) Chủ yếu nhờ 991 tỷ đồng doanh thu bất thường bổ sung, lần át chi phí khí cao hơn. (b) Do LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi cao hơn 21% và khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn dự kiến. (b) Do việc phân bổ lại thu nhập bất thường, lần át thu nhập lãi cao hơn. (a) Lợi nhuận cao hơn từ phần lớn các nhà máy nhiệt điện và thu nhập ròng của công ty holdco ngành điện, lần át lợi nhuận thủy điện thấp hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (gấp 2,0 lần YoY), hoàn thành 101% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) Do (1) lợi nhuận cao hơn từ Vũng Áng, NT2, Nhơn Trạch 1, (2) Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn, (3) lợi nhuận cao hơn từ thủy điện Hòa Na, và (4) thu nhập lãi cao hơn. (b) Do lượng Qc phân bổ và sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh (-35 tỷ đồng theo dự báo trước đây). (b) Xem Báo cáo cập nhật NT2 của chúng tôi (liên kết tại trang 1). (a & b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn theo sau lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn (-37 tỷ đồng theo dự báo trước đây cho mỗi nhà máy). (b) Chủ yếu nhờ sản lượng điện thương phẩm cao hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm hoàn thành khoảng 70% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) LNST sau lợi ích CĐTTS nửa đầu năm 2026 đạt 169 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương khoảng 63% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (a & b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập lãi cao hơn.
Cà Mau	5.574	5.831	5%	0%	
Nhơn Trạch 1	1.032	1.281	24%	74%	
NT2	3.118	4.336	39%	8%	
Nhơn Trạch 3	0	2.692	N.M.	0%	
Nhơn Trạch 4	0	2.692	N.M.	0%	
Vũng Áng	5.973	7.269	22%	3%	
Hòa Na	966	946	-2%	0%	
Đắc đĩnh	702	602	-14%	0%	
Doanh thu	34.306	60.253	76%	16%	
Cà Mau	10.623	13.275	25%	22%	(a) Do (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 5% YoY và (2) ghi nhận 1,4 nghìn tỷ đồng doanh thu bất thường, lần át (3) tỷ lệ Qc bình thường hóa từ 94% về 80%. (b) Chủ yếu do doanh thu bất thường và chi phí khí cao hơn. (b) Chủ yếu do sản lượng điện thương phẩm cao hơn 74% và chi phí khí cao hơn 9%. (b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn khi lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn 2% so với dự báo trước đây của chúng tôi. (a & b) Được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm cao hơn và khoản thanh toán 1,1 nghìn tỷ đồng của EVN cho bồi thường lỗi tỷ giá trong các năm trước. (a) Chủ yếu do 2,5 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường của Cà Mau và Vũng Áng, cùng tăng trưởng LNST cốt lõi đạt 36% YoY. (b) Do (1) LNST cốt lõi cao hơn 32%, (2) khoản thanh toán 991 tỷ đồng của EVN cho quyết toán tiền điện và chênh lệch giá khí của Cà Mau, và (3) khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn cho Vũng Áng. (b) Chủ yếu nhờ 991 tỷ đồng doanh thu bất thường bổ sung, lần át chi phí khí cao hơn. (b) Do LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi cao hơn 21% và khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn dự kiến. (b) Do việc phân bổ lại thu nhập bất thường, lần át thu nhập lãi cao hơn. (a) Lợi nhuận cao hơn từ phần lớn các nhà máy nhiệt điện và thu nhập ròng của công ty holdco ngành điện, lần át lợi nhuận thủy điện thấp hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (gấp 2,0 lần YoY), hoàn thành 101% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) Do (1) lợi nhuận cao hơn từ Vũng Áng, NT2, Nhơn Trạch 1, (2) Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn, (3) lợi nhuận cao hơn từ thủy điện Hòa Na, và (4) thu nhập lãi cao hơn. (b) Do lượng Qc phân bổ và sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh (-35 tỷ đồng theo dự báo trước đây). (b) Xem Báo cáo cập nhật NT2 của chúng tôi (liên kết tại trang 1). (a & b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn theo sau lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn (-37 tỷ đồng theo dự báo trước đây cho mỗi nhà máy). (b) Chủ yếu nhờ sản lượng điện thương phẩm cao hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm hoàn thành khoảng 70% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) LNST sau lợi ích CĐTTS nửa đầu năm 2026 đạt 169 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương khoảng 63% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (a & b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập lãi cao hơn.
Nhơn Trạch 1	2.628	3.256	24%	83%	
NT2	7.958	9.745	22%	10%	
Nhơn Trạch 3	0	8.821	N.M.	11%	
Nhơn Trạch 4	0	8.821	N.M.	11%	
Vũng Áng	11.575	14.762	28%	12%	
Hòa Na	1.154	937	-19%	1%	
Đắc đĩnh	629	526	-16%	0%	
Khác	-261	110	N.M.	0%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	2.427	5.365	121%	67%	
Cà Mau	656	1.794	173%	78%	(b) Do LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi cao hơn 21% và khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn dự kiến. (b) Do việc phân bổ lại thu nhập bất thường, lần át thu nhập lãi cao hơn. (a) Lợi nhuận cao hơn từ phần lớn các nhà máy nhiệt điện và thu nhập ròng của công ty holdco ngành điện, lần át lợi nhuận thủy điện thấp hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (gấp 2,0 lần YoY), hoàn thành 101% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) Do (1) lợi nhuận cao hơn từ Vũng Áng, NT2, Nhơn Trạch 1, (2) Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn, (3) lợi nhuận cao hơn từ thủy điện Hòa Na, và (4) thu nhập lãi cao hơn. (b) Do lượng Qc phân bổ và sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh (-35 tỷ đồng theo dự báo trước đây). (b) Xem Báo cáo cập nhật NT2 của chúng tôi (liên kết tại trang 1). (a & b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn theo sau lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn (-37 tỷ đồng theo dự báo trước đây cho mỗi nhà máy). (b) Chủ yếu nhờ sản lượng điện thương phẩm cao hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm hoàn thành khoảng 70% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) LNST sau lợi ích CĐTTS nửa đầu năm 2026 đạt 169 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương khoảng 63% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (a & b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập lãi cao hơn.
Nhơn Trạch 1	76	68	-11%	N.M.	
NT2	671	632	-6%	23%	
Nhơn Trạch 3	-38	-111	191%	-27%	
Nhơn Trạch 4	-38	-111	191%	-27%	
Vũng Áng	1.143	2.485	117%	108%	
Hòa Na	399	301	-25%	13%	
Đắc đĩnh	224	201	-10%	0%	
Chi phí G&A của tập đoàn*	-666	106	N.M.	-71%	
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi	2.637	3.581	36%	32%	
Cà Mau	656	697	6%	-1%	(b) Do LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi cao hơn 21% và khoản bồi thường lỗi tỷ giá cao hơn dự kiến. (b) Do việc phân bổ lại thu nhập bất thường, lần át thu nhập lãi cao hơn. (a) Lợi nhuận cao hơn từ phần lớn các nhà máy nhiệt điện và thu nhập ròng của công ty holdco ngành điện, lần át lợi nhuận thủy điện thấp hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm đạt 2,7 nghìn tỷ đồng (gấp 2,0 lần YoY), hoàn thành 101% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) Do (1) lợi nhuận cao hơn từ Vũng Áng, NT2, Nhơn Trạch 1, (2) Nhơn Trạch 3&4 đạt điểm hòa vốn, (3) lợi nhuận cao hơn từ thủy điện Hòa Na, và (4) thu nhập lãi cao hơn. (b) Do lượng Qc phân bổ và sản lượng điện thương phẩm tăng mạnh (-35 tỷ đồng theo dự báo trước đây). (b) Xem Báo cáo cập nhật NT2 của chúng tôi (liên kết tại trang 1). (a & b) Chủ yếu do doanh thu công suất ngoài huy động cao hơn theo sau lượng Qc phân bổ năm 2026 cao hơn (-37 tỷ đồng theo dự báo trước đây cho mỗi nhà máy). (b) Chủ yếu nhờ sản lượng điện thương phẩm cao hơn. LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi nửa đầu năm hoàn thành khoảng 70% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (b) LNST sau lợi ích CĐTTS nửa đầu năm 2026 đạt 169 tỷ đồng (+57% YoY), tương đương khoảng 63% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi. (a & b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi thu nhập lãi cao hơn.
Nhơn Trạch 1	76	68	-11%	N.M.	
NT2	526	622	18%	24%	
Nhơn Trạch 3	-38	4	N.M.	N.M.	
Nhơn Trạch 4	-38	4	N.M.	N.M.	
Vũng Áng	1.186	1.394	18%	21%	
Hòa Na	399	301	-25%	13%	
Đắc đĩnh	224	201	-10%	0%	
Chi phí G&A của tập đoàn*	-353	291	N.M.	N.M.	

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 LNST năm 2027: Mức tăng mạnh của Nhơn Trạch 3&4 và giá CGM của ngành cao hơn dự kiến hỗ trợ LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi năm 2027

Hình 2: Triển vọng năm 2027

Tỷ đồng	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Nhận định của Vietcap về tăng trưởng YoY
Sản lượng điện thương phẩm (triệu kWh)	25.650	27.571	7%	Được thúc đẩy bởi việc gia tăng sản lượng điện thương phẩm của Nhơn Trạch 3&4, lần át sản lượng thấp hơn từ Vũng Áng, Nhơn Trạch 1 và các nhà máy thủy điện.
Cà Mau	5.831	5.961	2%	
Nhơn Trạch 1	1.281	1.126	-12%	Do kế hoạch đại tu của POW trong năm 2027.
NT2	4.336	4.401	1%	
Nhơn Trạch 3	2.692	4.004	49%	Do chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ huy động của Nhơn Trạch 3&4 sẽ tăng lên 58% từ mức 39% trong năm 2026.
Nhơn Trạch 4	2.692	4.004	49%	Do kế hoạch đại tu của POW trong năm 2027.
Vũng Áng	7.269	6.688	-8%	Do chúng tôi dự phóng sản lượng thủy điện thấp hơn trong điều kiện thời tiết El Nino.
Huà Na	946	841	-11%	
Đắc đĩnh	602	548	-9%	
Doanh thu	60.253	63.016	5%	Do doanh thu cao hơn từ NT2 và Nhơn Trạch 3&4, lần át doanh thu bất thường thấp hơn và sản lượng thủy điện thấp hơn.
Cà Mau	13.275	11.555	-13%	Theo sau (1) mức nền cao trong năm 2026 với 1,4 nghìn tỷ đồng doanh thu bất thường và (2) chi phí khí thấp hơn 9% YoY, lần át (3) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 2% YoY.
Nhơn Trạch 1	3.256	3.276	1%	
NT2	9.745	10.750	10%	Do (1) giá bán trung bình của NT2 cao hơn 9% YoY và (2) tăng trưởng sản lượng điện thương phẩm đạt 1% YoY.
Nhơn Trạch 3	8.821	11.376	29%	
Nhơn Trạch 4	8.821	11.376	29%	
Vũng Áng	14.762	13.229	-10%	Do chúng tôi dự phóng (1) Vũng Áng sẽ ghi nhận 493 tỷ đồng bồi thường lỗ tỷ giá còn lại trong năm 2027, so với 1.103 tỷ đồng trong năm 2026, (2) sản lượng điện thương phẩm thấp hơn YoY do các hoạt động đại tu, và (3) giá than thấp hơn 10% YoY.
Huà Na	937	849	-9%	
Đắc đĩnh	526	495	-6%	
Khác	110	110	0%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	5.365	4.198	-22%	Chủ yếu do (1) thu nhập bất thường thấp hơn YoY và (2) dự phóng lỗ tỷ giá cao hơn 28% YoY đối với các khoản nợ vay bằng USD của Nhơn Trạch 3&4, lần át (3) tăng trưởng LNST cốt lõi đạt 14% YoY.
Cà Mau	1.794	803	-55%	Theo sau mức nền cao trong năm 2026 với 1,4 nghìn tỷ đồng doanh thu bất thường, lần át tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi đạt 15% YoY.
Nhơn Trạch 1	68	31	-54%	
NT2	632	660	4%	
Nhơn Trạch 3	-111	9	N.M.	Chủ yếu được thúc đẩy bởi sản lượng điện thương phẩm cao hơn 49% YoY, lần át lỗ tỷ giá cao hơn 28% YoY từ các khoản nợ vay bằng USD.
Nhơn Trạch 4	-111	9	N.M.	
Vũng Áng	2.485	1.917	-23%	Do doanh thu bất thường thấp hơn 55% YoY, lần át tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi đạt 3% YoY.
Huà Na	301	254	-16%	
Đắc đĩnh	201	136	-33%	
Chi phí G&A của tập đoàn*	106	379	256%	
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi	3.581	4.099	14%	Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng mạnh từ Nhơn Trạch 3&4, (2) giá CGM của ngành cao hơn 18% YoY, và (3) giá than thấp hơn 10% YoY, lần át (4) giá khí cao hơn 2%, (5) sản lượng điện thương phẩm thấp hơn tại Nhơn Trạch 1 và Vũng Áng do đại tu, và (6) lợi nhuận thủy điện thấp hơn.
Cà Mau	697	803	15%	Được thúc đẩy bởi (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn 2% YoY và (2) chênh lệch giá rộng hơn (được hỗ trợ bởi giá CGM của ngành tăng 18% YoY).
Nhơn Trạch 1	68	31	-54%	Do sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 12% YoY.
NT2	622	660	6%	Xem Báo cáo cập nhật NT2 mới nhất của chúng tôi.
Nhơn Trạch 3	4	157	4044%	Tăng mạnh từ điểm hòa vốn trong năm 2026 (được hỗ trợ bởi sản lượng điện thương phẩm cao hơn 49% YoY).
Nhơn Trạch 4	4	157	4044%	
Vũng Áng	1.394	1.430	3%	Do (1) giá PPA cao hơn, (2) giá than thấp hơn 10% YoY, và (3) giá CGM cao hơn, bù đắp (4) sản lượng điện thương phẩm thấp hơn 8% YoY.
Huà Na	301	254	-16%	
Đắc đĩnh	201	136	-33%	
Chi phí G&A của tập đoàn*	291	471	62%	

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 giai đoạn 2026-2030

Chúng tôi điều chỉnh tăng 11% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2026-2030 (các mức điều chỉnh lần lượt là +67%/-1%/+5%/+4%/+4% cho các năm 2026/27/28/29/30) và tổng LNST cốt lõi tăng 8%, do dự phóng của chúng tôi về (1) tổng LNST từ Vũng Áng cao hơn 25% (từ khoản thanh toán 1,6 nghìn tỷ đồng của EVN cho lỗ tỷ giá được hạch toán trong giai đoạn 2026-2027 và tổng sản lượng điện thương phẩm cao hơn 1%), (2) tổng LNST từ Cà Mau cao hơn 16% với 1,4 nghìn tỷ đồng thu nhập bất thường, (3) tổng LNST từ Nhơn Trạch 3&4 cao hơn 10%, (4) tổng LNST từ NT2 cao hơn 7% (xem Báo cáo cập nhật NT2 mới nhất của chúng tôi), và (5) lợi nhuận cao hơn 12% từ thủy điện Hòa Na nhờ doanh thu tài chính cao hơn và chi phí SG&A thấp hơn.

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định giá LNG giai đoạn 2026-2030 thêm 4% trung bình, tăng giả định giá khí khu vực Đông Nam Bộ giai đoạn 2026-2030 thêm 6% trung bình và tăng giả định giá khí khu vực Tây Nam Bộ thêm 5% trung bình do dự báo giá Brent và giá FO cao hơn. Trong khi đó, chúng tôi duy trì dự báo giá than. Xem [Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng của chúng tôi ngày 24/07/2026](#). Ngoài ra, chúng tôi điều chỉnh tăng phần lớn giá bán trung bình và giá CGM của POW để bù đắp chi phí đầu vào cao hơn, do chúng tôi cho rằng nhu cầu mạnh trong nửa cuối năm 2026 và năm 2027 sẽ giúp POW chuyển 100% mức tăng chi phí sang EVN.

Hình 3: Tóm tắt dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2030 đối với POW

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Tổng dự báo 2026-2030
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo (mới)	2.427	5.365	4.198	4.743	6.449	7.416	28.171
Cà Mau	656	1.794	803	699	1.198	1.543	6.038
Nhơn Trạch 1	76	68	31	145	192	224	660
Nhơn Trạch 2	671	632	660	580	608	598	3.078
Nhơn Trạch 3	-38	-111	9	569	802	831	2.099
Nhơn Trạch 4	-38	-111	9	569	802	831	2.099
Vũng Áng 1	1.143	2.485	1.917	1.338	1.739	1.909	9.388
Hòa Na	399	301	254	265	235	262	1.317
Đắc đĩnh	224	201	136	135	161	199	832
Chi phí G&A và thu nhập tài chính của tập đoàn	-666	106	379	442	714	1.020	2.661
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo (trước đây)		3.215	4.249	4.502	6.223	7.150	25.340
Thay đổi %		67%	-1%	5%	4%	4%	11,2%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (mới)	2.637	3.581	4.099	4.743	6.449	7.416	26.288
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (trước đây)	2.637	2.723	3.649	4.502	6.223	7.150	24.247
Thay đổi %		32%	12%	5%	4%	4%	8,4%

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, nhằm phản ánh mức độ minh bạch thông tin còn hạn chế của ngành đối với các nhà đầu tư.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 1,1% giá mục tiêu dành cho POW xuống còn 17.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi chủ yếu đến từ (1) mức tăng 1 điểm phần trăm trong tỷ lệ phi rủi ro từ 6,0% lên 7,0% và (2) số dư nợ vay ròng cao hơn 15% QoQ, lẫn át (3) mức tăng 11,2% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026-2030.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp định giá	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng	Đồng/cổ phiếu
CKDT	20.899	100%	20.899
Giá trị hợp lý			20.899
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế của ngành %			15%
Giá mục tiêu			17.800
P/E dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu			11,4x

Nguồn: Vietcap

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 5: Giả định và định giá CKDT

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
LN từ HĐKD	3.231	7.684	5.959	5.854	7.546	8.229	7.994	7.295	7.989	8.290	8.166
+ Chiết khấu	2.859	4.460	4.508	4.561	4.614	4.668	4.556	4.609	4.663	4.716	4.763
- Thuế	-227	-958	-737	-712	-1.138	-1.341	-1.413	-1.442	-1.613	-1.360	-1.477
- Tăng vốn lưu động	-1.701	-6.183	2.010	-1.332	-2.424	-227	-9	334	1.479	-91	54
- Vốn XDCB	-5.180	-6.437	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800	-800
Dòng tiền tự do (DTTD)	-1.018	-1.434	10.940	7.570	7.799	10.529	10.328	9.996	11.717	10.756	10.707
Giá trị HT của DTTD		-1.347	9.073	5.542	5.040	6.007	5.201	4.444	4.598	3.726	3.274
Tổng giá trị HT của DTTD		-1.347	7.725	13.268	18.308	24.314	29.515	33.959	38.557	42.283	45.556

Chỉ 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	7,0
Chi phí VCSH %	14,0	15,0
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	13,3
Tăng trưởng cuối kỳ %	2,5%	2,5%

CKDT	Tỷ đồng
Giá trị HT của DTTD	45.556
Giá trị HT của giá trị cuối	33.365
Giá trị HT của DTTD và giá trị cuối	78.921
Thêm: Tiền mặt	26.574
Trừ: Nợ	-38.089
Trừ: Lợi ích CĐTTS	-3.290
Giá trị VCSH	64.116
CP pha loãng (triệu)	3.068
Giá trị CKDT trên mỗi CP (đồng)	20.899

Nguồn: Vietcap

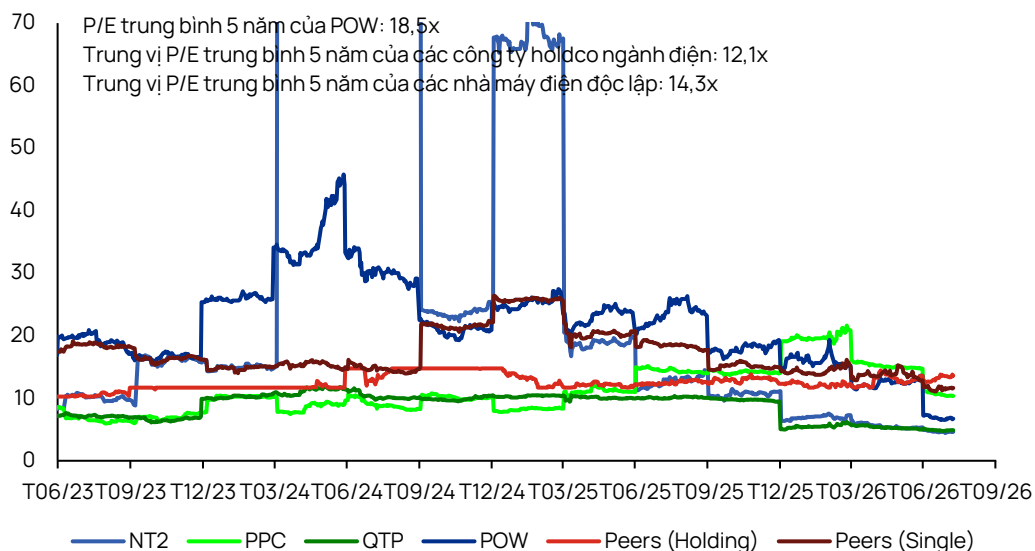
So sánh các công ty cùng ngành

Hình 6: So sánh các công ty cùng ngành

Tên viết tắt	Quốc gia	GTVH (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	9.141	8.724	4,8	892,5	10,3	54,0	6,6	33,4	5,7	10,8	3,4	13,5
First Philip Hld	Philippines	628	2.228	-49,3	334,9	27,7	29,1	3,3	10,3	2,4	5,2	0,2	9,3
Ratchaburi Elec	Thái Lan	2.550	1.005	11,7	193,0	7,2	24,7	2,8	6,3	3,7	13,5	0,8	23,7
Banpu Power Pcl	Thái Lan	1.107	800	-3,0	258,0	406,8	51,8	9,3	15,6	4,5	4,4	0,7	9,2
Global Power Syn	Thái Lan	4.223	2.469	-8,9	210,8	37,5	78,6	2,6	6,5	2,6	20,5	1,3	9,9
Nava Bharat Vent	Ấn Độ	N/A	486	7,7	89,1	-27,9	-11,5	6,1	9,6	N/A	N/A	N/A	9,2
Tata Power Co	Ấn Độ	12.784	7.070	-4,7	424,4	-5,6	128,6	2,3	9,9	0,7	32,5	3,1	14,3
Cikarang Listrin	Indonesia	661	557	1,4	69,5	-14,7	4,9	5,8	9,9	10,0	9,4	0,9	3,9
Ytl Power Intl	Malaysia	10.000	4.958	-5,7	500,0	-24,1	118,1	2,8	9,8	1,7	19,2	1,8	11,2
Malakoff Corp Bh	Malaysia	973	1.575	-24,8	19,8	N/A	99,0	0,4	1,6	2,9	94,8	0,8	6,2
Mmc Corp Bhd	Malaysia	N/A	1.141	6,6	130,5	99,7	90,2	2,1	5,7	N/A	N/A	N/A	8,6
K-Electric Ltd	Pakistan	722	2.179	18,5	15,0	N/A	220,0	0,5	2,3	N/A	47,6	1,8	3,7
Trung vị		1.828	1.877	-0,8	201,9	8,8	66,3	2,8	9,7	2,9	16,3	1,1	9,3
Nhà máy điện độc lập													
Sahacogen Chonbu	Thái Lan	97	93	-7,3	-5,5	20,7	121,8	-2,2	-5,5	N/A	N/A	1,0	16,9
Vivant Corp	Philippines	338	180	2,9	46,6	11,5	11,4	7,8	12,6	3,0	6,9	0,9	12,1
AC Energy	Philippines	2.001	602	0,6	82,3	-44,7	98,6	1,3	3,1	1,6	38,1	0,8	84,3
Guangzhou Heng-A	Trung Quốc	903	560	-5,5	56,1	71,3	111,2	2,1	5,8	1,7	15,1	0,9	N/A
Gepic Energy D-A	Trung Quốc	3.759	1.298	5,8	289,9	17,0	79,1	5,4	13,9	2,9	12,3	1,6	N/A
Yunnan Wenshan-A	Trung Quốc	5.986	1.080	19,7	249,0	45,5	79,7	3,1	7,9	1,3	22,9	1,8	N/A
Guizhou Qianyu-A	Trung Quốc	1.252	472	61,7	89,8	146,6	78,3	4,2	15,0	2,5	13,2	1,9	N/A
Quảng Ninh (QTP)	Việt Nam	194	415	-9,4	39,8	67,3	-25,9	13,6	18,9	17,7	4,9	0,9	2,1
Hải Phòng (HND)	Việt Nam	185	387	-2,3	16,9	88,0	-28,6	6,1	7,1	1,0	11,0	0,8	4,3
Phà Lại (PPC)	Việt Nam	108	295	15,8	10,4	16,4	-9,8	4,7	6,0	5,7	10,4	0,6	15,4
Nhơn Trạch 2 (NT2)	Việt Nam	235	359	34,9	51,4	180,1	-41,5	13,8	27,4	3,3	4,6	1,1	2,0
Trung vị		338	415	2,9	51,4	45,5	78,3	4,7	7,9	2,7	11,6	0,9	12,1
POW	Việt Nam	1.620	1.879	53,2	232,0	309,3	25,8	6,2	15,6	N/A	7,0	1,0	5,5

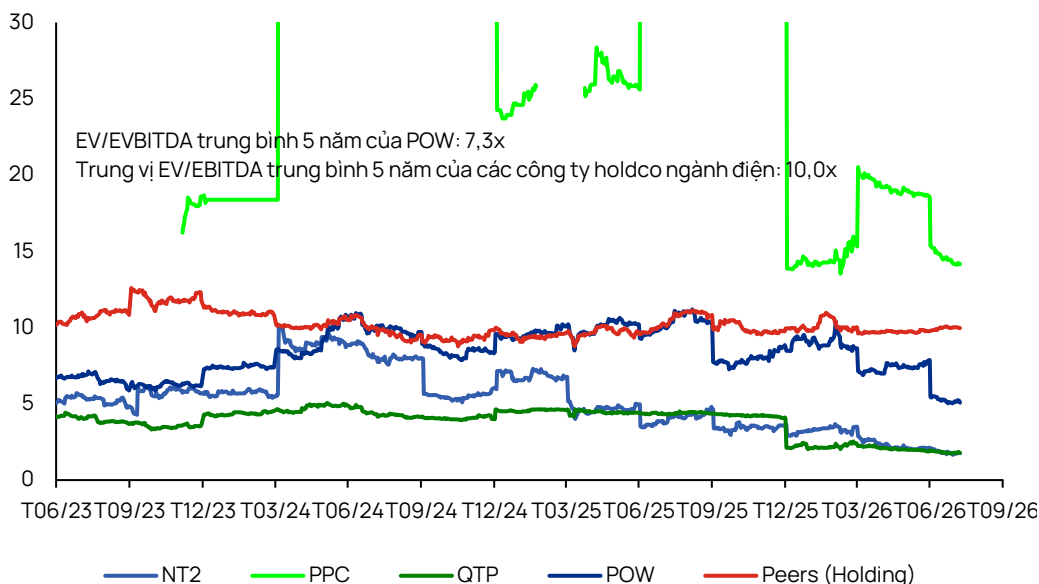
Nguồn: Doanh nghiệp niêm yết, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 12/08/2026)

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 12/08/2026) (*) P/E của NT2 vượt ngưỡng 100 lần vào quý 2 và quý 3/2024 do khoản lỗ ghi nhận trong quý 1/2024)

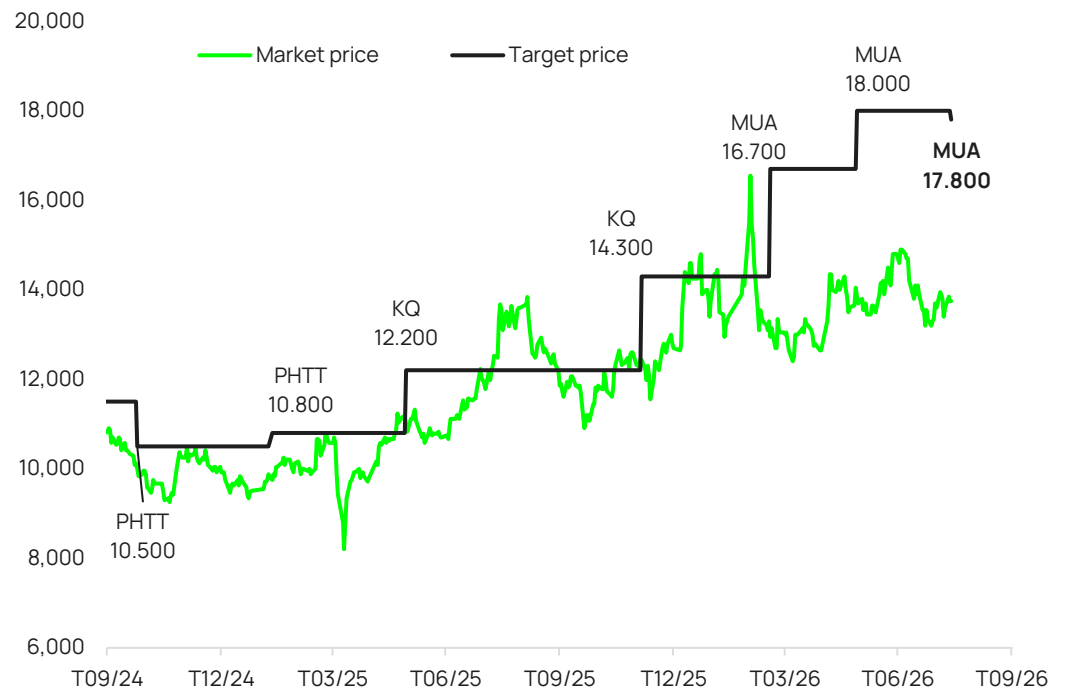
Hình 8: Trung vị EV/EBITDA trượt của POW so với các công ty cùng ngành (x) ()**



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (Dữ liệu tính đến ngày 12/08/2026; **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

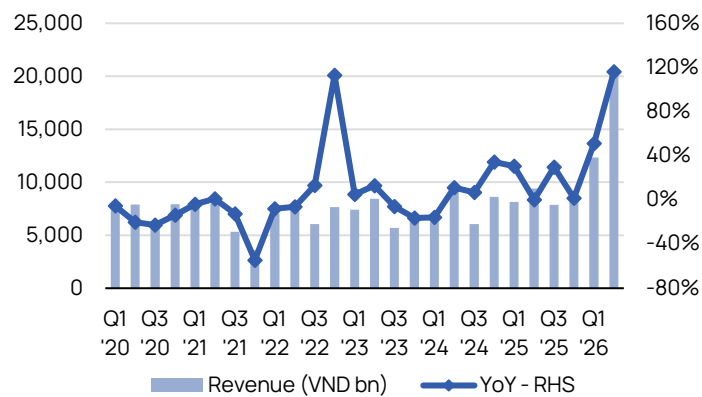
Hình 10: Diễn biến P/E trượt của POW(x)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

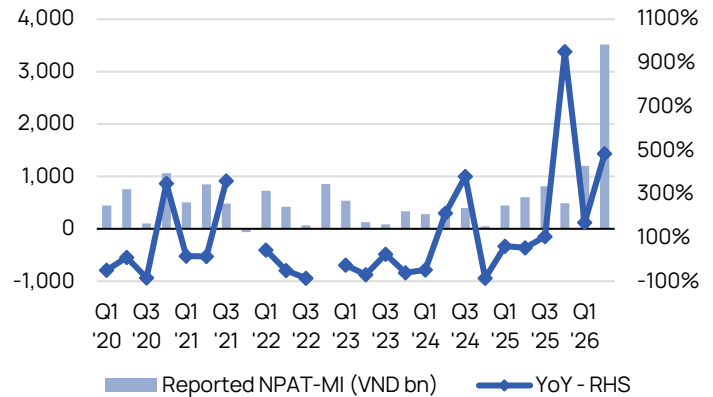
KQKD theo quý

Hình 11: Doanh thu hàng quý (tỷ đồng)



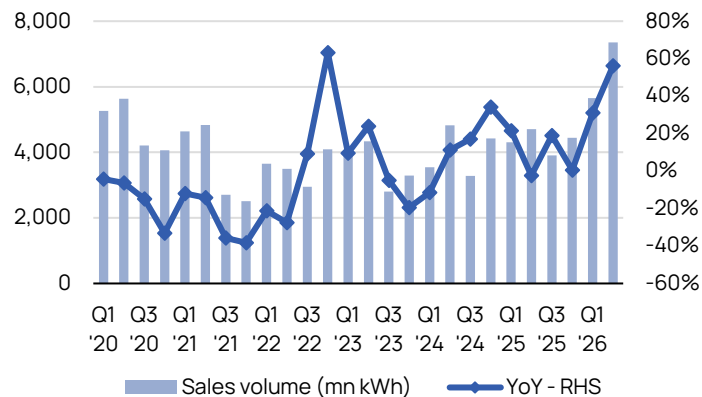
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 12: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo hàng quý (tỷ đồng)



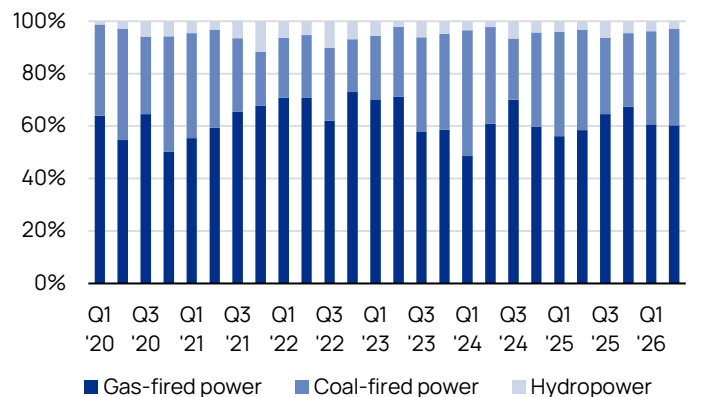
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 13: Sản lượng điện thương phẩm hàng quý (triệu kWh)



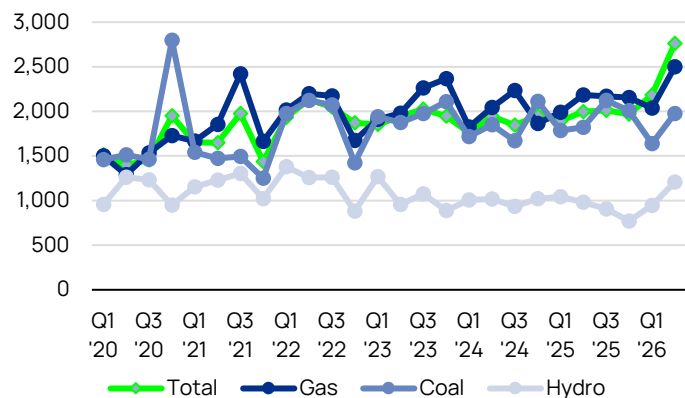
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 14: Cơ cấu doanh thu theo nguồn điện



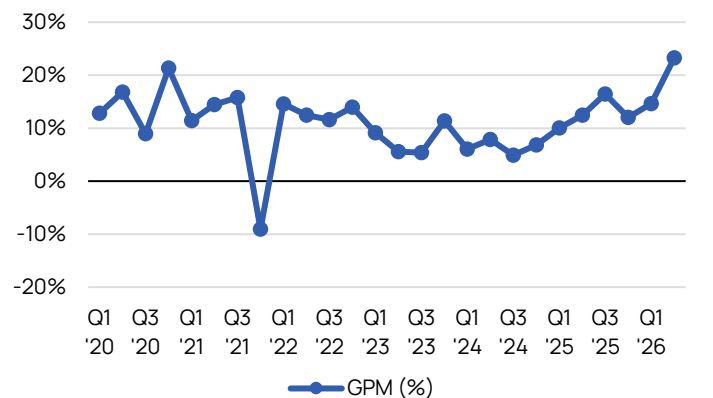
Nguồn: POW, Vietcap

Hình 15: Giá bán trung bình hàng quý (đồng/kWh)



Nguồn: POW, Vietcap

Hình 16: 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)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	34.306	60.253	63.016	62.123
Giá vốn hàng bán	-29.828	-51.305	-55.706	-54.873
Lợi nhuận gộp	4.479	8.948	7.310	7.249
Chi phí bán hàng	-2	-2	-2	-2
Chi phí quản lý DN	-1.246	-1.263	-1.350	-1.394
LN từ HĐKD	3.231	7.684	5.959	5.854
Doanh thu tài chính	1.032	1.724	1.643	1.777
Chi phí tài chính	-1.034	-2.562	-2.137	-1.698
Trong đó, chi phí lãi vay	-655	-2.065	-1.608	-1.544
Lợi nhuận từ công ty LDLK	5	0	0	0
Thu nhập/(Lỗ) ròng khác	0	0	0	0
LNTT	3.234	6.845	5.464	5.932
Thuế TNDN	-227	-958	-737	-712
LNST trước CĐTS	3.007	5.887	4.727	5.220
Lợi ích CĐ thiếu số	-580	-523	-529	-477
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	2.427	5.365	4.198	4.743
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi ⁽¹⁾	2.637	3.581	4.099	4.743
EBITDA	6.090	12.144	10.466	10.415
EPS báo cáo, VND	780	1.566	1.226	1.385
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	855	985	1.193	1.385
EPS pha loãng VND	780	1.566	1.226	1.385
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	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	13,2%	75,6%	4,6%	-1,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	188,5%	137,8%	-22,5%	-1,8%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	130,2%	100,8%	-21,8%	13,0%
Tăng trưởng EPS, cốt lõi	165,4%	15,2%	21,1%	16,0%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	13,1%	14,9%	11,6%	11,7%
Biên LN từ HĐKD %	9,4%	12,8%	9,5%	9,4%
Biên EBITDA	17,8%	20,2%	16,6%	16,8%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	7,1%	8,9%	6,7%	7,6%
ROE, cốt lõi	8,0%	9,4%	9,3%	9,8%
ROE, báo cáo	7,3%	14,0%	9,5%	9,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	27	23	23	23
Số ngày phải thu	153	130	115	110
Số ngày phải trả	182	120	115	100
TG luân chuyển tiền	-3	33	23	33
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,2	1,4	1,7	2,0
CS thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,6	1,9
CS thanh toán tiền mặt	0,2	0,3	0,4	0,6
Nợ/Tài sản	32,6%	35,8%	27,3%	25,4%
Nợ/Vốn sử dụng	43,7%	46,1%	36,0%	32,4%
Nợ vay ròng/Vốn CSH	25,3%	18,1%	-5,3%	-19,2%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,9	3,7	3,7	3,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	6.738	12.184	12.279	18.510
Đầu tư TC ngắn hạn	12.740	18.740	18.740	18.740
Các khoản phải thu	14.368	21.460	19.854	18.722
Hàng tồn kho	2.174	3.253	3.533	3.480
TS ngắn hạn khác	987	987	987	987
Tổng TS ngắn hạn	37.008	56.624	55.394	60.439
TS dài hạn (gộp)	94.961	102.307	103.107	103.907
- Khấu hao lũy kế	-49.172	-53.632	-58.140	-62.701
TS dài hạn (ròng)	45.789	48.675	44.967	41.206
Đầu tư TC dài hạn	848	848	848	848
CIP và TS dài hạn khác	4.968	3.358	2.658	2.158
Tổng TS dài hạn	51.604	52.881	48.473	44.212
Tổng Tài sản	88.612	109.505	103.867	104.651
Phải trả ngắn hạn	17.033	19.021	19.705	17.187
Nợ ngắn hạn	11.250	18.547	9.416	9.417
Nợ ngắn hạn khác	3.329	3.329	3.329	3.329
Tổng nợ ngắn hạn	31.612	40.897	32.450	29.933
Nợ dài hạn	17.637	20.665	18.922	17.179
Nợ dài hạn khác	2.147	2.147	2.147	2.147
Tổng nợ	51.396	63.709	53.519	49.259
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	27.868	30.678	30.678	30.678
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	6.347	11.595	15.617	20.185
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	3.001	3.523	4.053	4.530
Vốn chủ sở hữu	37.216	45.797	50.348	55.393
Tổng cộng nguồn vốn	88.612	109.505	103.867	104.651
CP lưu hành cuối năm, tr	2.787	3.068	3.068	3.068

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	11.564	6.738	12.184	12.279
Thu nhập ròng	2.427	5.365	4.198	4.743
Khấu hao	2.859	4.460	4.508	4.561
Thay đổi vốn lưu động	-1.701	-6.183	2.010	-1.332
Điều chỉnh khác	-1.490	523	529	477
Tiền từ hoạt động KD	2.094	4.164	11.245	8.449
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-5.180	-6.437	-800	-800
Đầu tư, ròng	-7.559	-5.300	700	500
Tiền từ HĐ đầu tư	-12.739	-11.737	-100	-300
Cổ tức đã trả	-230	-117	-175	-175
Tăng (giảm) vốn	0	2.810	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-2.258	7.297	-9.131	1
Tăng (giảm) nợ dài hạn	8.486	3.028	-1.743	-1.744
Tiền từ các hoạt động TC khác	-173	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	5.825	13.018	-11.049	-1.918
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-4.820	5.446	96	6.231
Tiền cuối năm	6.738	12.184	12.279	18.510

Nguồn: POW, Dự báo của Vietcap

Phụ lục

Cập nhật các giả định ngành

Trong Báo cáo Cập nhật này, chúng tôi áp dụng các giả định mới nhất từ [Báo cáo Cập nhật Ngành Nhiệt điện](#), công bố ngày 28/05/2026, và [Báo cáo Cập nhật Ngành Năng lượng](#), công bố ngày 24/07/2026.

Thu nhập bất thường từ Vũng Áng và Cà Mau 1&2

Trong nửa đầu năm 2026, POW đã ghi nhận tổng thu nhập bất thường khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng vào doanh thu nửa đầu năm, bao gồm:

- 1,1 nghìn tỷ đồng từ lỗ tỷ giá của Vũng Áng.
- 991 tỷ đồng từ quyết toán cuối cùng tiền điện và chênh lệch giá khí tại Cà Mau 1&2.
- 381 tỷ đồng từ hoàn trả chi phí O&M tại Cà Mau 1&2.

Khoản thanh toán hoàn trả chi phí O&M của Cà Mau phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi, trong khi 1,1 nghìn tỷ đồng từ lỗ tỷ giá của Vũng Áng cao hơn 2,3 lần so với dự báo trước đây của chúng tôi và khoản quyết toán 991 tỷ đồng vượt kỳ vọng của chúng tôi.

Chúng tôi cho rằng khoảng 493 tỷ đồng lỗ tỷ giá còn lại của Vũng Áng 1 vẫn đang trong quá trình xem xét, và chúng tôi kỳ vọng khoản này sẽ được giải quyết và hạch toán trong năm 2027.

Chi phí đầu tư của Nhơn Trạch 3 và 4 thấp hơn dự toán

Quyết toán chi phí đầu tư:

Tổng Giám đốc của POW nhấn mạnh rằng nhà máy này đã tiết kiệm được khoảng 700 tỷ đồng chi phí đầu tư nhờ khối lượng thử nghiệm thấp hơn dự kiến. POW kế hoạch giải ngân 5 nghìn tỷ đồng trong năm 2026 sau khi đã giải ngân 24 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2023-2025. Điều này cho thấy chi phí đầu tư XD CB tiềm năng ở mức khoảng 29,0 nghìn tỷ đồng, thấp hơn 10% so với dự toán.

Vào ngày 07/01/2026, GAS đã ký hợp đồng mua bán khí LNG dài hạn (GSA) với Shell, đảm bảo nguồn cung LNG cho Nhơn Trạch 3&4 với mức giá LNG thấp. Theo hợp đồng, Shell sẽ cung cấp 400.000 tấn mỗi năm trong giai đoạn 2027-31, tương đương khoảng 40% công suất của dự án Thị Vải Giai đoạn 1. Điều này đồng nghĩa với việc GAS đã đảm bảo sản lượng bán LNG tối thiểu khoảng 520 triệu m³ cho Nhơn Trạch 3&4, tương đương khoảng 35% nhu cầu đầu vào theo công suất thiết kế của Nhơn Trạch 3&4 và chiếm 39% dự phóng của chúng tôi về lượng đầu vào sử dụng cho hai nhà máy điện này trong giai đoạn 2027-29. Điều này đại diện cho mức cung tải nền (nghĩa là mức huy động tối thiểu).

Chúng tôi giả định cơ cấu nguồn cung hỗn hợp gồm 45% LNG theo hợp đồng định hạn và 55% LNG giao ngay. Chúng tôi lưu ý rằng giá LNG định hạn thường thấp hơn 20% so với giá LNG giao ngay.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng: Chúng tôi kỳ vọng giá PPA tăng từ cuối năm 2026

Tại ĐHCĐ năm 2026, POW đặt mục tiêu tăng giá PPA cho Vũng Áng thông qua thảo luận với EVN vào quý 4/2026. Cụ thể, 90% chi phí đầu tư thực tế hiện đã được quyết toán – cao hơn mức sử dụng trong các cuộc thảo luận PPA trước đây. POW sẽ đàm phán giá PPA dựa trên mức 90% đã quyết toán này, và 10% còn lại sẽ được giải quyết trong các cuộc đàm phán sau đó.

Chúng tôi dự báo cấu phần cố định trong PPA sẽ tăng 3,8% từ cuối năm 2026.

POW kỳ vọng sẽ mua than từ Lào làm nguồn cung bổ sung cho Vũng Áng bắt đầu từ năm 2026 với mức giá thấp hơn của Vinacomin, từ đó giúp giảm chi phí biến đổi và cải thiện biên lợi nhuận. Sản lượng mua sẽ phụ thuộc vào các cuộc đàm phán của chính phủ và các tuyến đường

vận tải. Các kế hoạch cho thấy sản lượng đạt 700–800 nghìn tấn mỗi năm, trong khi POW kỳ vọng sẽ đảm bảo được 400–500 nghìn tấn hàng năm (chiếm khoảng 15% nhu cầu của công ty).

Đối với năm 2026, POW lên kế hoạch sử dụng 3 triệu tấn than nguyên liệu (+7,7%), trong đó 1,5 triệu tấn từ Vinacomin (-23% YoY) và phần còn lại sẽ từ các nguồn khác có chi phí tiềm năng thấp hơn.

Cà Mau giải quyết vấn đề thiếu hụt nguồn khí

Giải pháp cung cấp khí cho Cà Mau: Tại [ĐHCD bất thường tháng 11/2025](#), POW thông báo công ty hiện đang tìm kiếm nhiều giải pháp thay thế để đảm bảo nguồn cung khí cho Cà Mau 1&2:

- Sử dụng khí từ các mỏ khí mới bao gồm Khánh Mỹ – Đầm Dơi và Thiên Nga – Hải Âu. Tại buổi gặp gỡ nhà đầu tư tháng 11/2025, POW chia sẻ đã ký hợp đồng với GAS để mua khí từ mỏ Nam Du – U Minh bắt đầu từ **quý 4/2028**, với sản lượng hàng năm đạt 0,7 tỷ m³. GAS cũng đang trong giai đoạn đàm phán cuối cùng cho mỏ Khánh Mỹ – Đầm Dơi – Hoa Mai, từ đó POW dự kiến sẽ mua khoảng 0,4 tỷ m³ mỗi năm cũng bắt đầu từ **quý 4/2028**.
- Sử dụng khí từ Lô B.
- Sử dụng nguồn cung LNG từ kho nổi chứa và tái hóa khí (FSRU) gần vị trí dự án để cung cấp nguồn dự phòng linh hoạt, giải pháp này có chi phí đắt hơn kênh cung cấp hiện tại. Ban lãnh đạo cho rằng việc bổ sung nhà máy Cà Mau 3 sẽ thúc đẩy đáng kể nhu cầu khí, qua đó cho phép nhiều nhà cung cấp chào bán LNG qua một tàu FSRU với mức giá cạnh tranh hơn.

Tại [ĐHCD tháng 5/2026](#), POW tái khẳng định kế hoạch này, đồng thời cho biết công ty đang chuẩn bị phương án dự phòng trong trường hợp sản lượng từ các mỏ Nam Du – U Minh và Khánh Mỹ – Đầm Dơi thấp hơn dự kiến.

Trong các tài liệu tăng vốn năm 2025, POW đặt kế hoạch sản lượng trung bình của các nhà máy Cà Mau đạt 5,4 tỷ kWh trong 5 năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo sản lượng điện thương phẩm trung bình đạt 6,6 tỷ kWh do (1) sản lượng điện thương phẩm cao hơn trong ngắn hạn nhờ hiện tượng El Nino quay trở lại từ tháng 8/2026, (2) kế hoạch định hướng trên, và (3) kỳ vọng nguồn khí từ Lô B và LNG sẽ giúp nâng cao sản lượng của nhà máy trong dài hạn.

Danh mục dự án mở rộng công suất lớn

POW đặt mục tiêu tăng trưởng công suất khoảng 30% lên 7.500 MW đến năm 2030 và gấp 4,4 lần lên 25.900 MW đến năm 2050, tập trung vào thể mạnh là các nhà máy điện khí/LNG. Toàn bộ bốn dự án LNG trong Hình 17 đều đã được phê duyệt trong Quy hoạch điện VIII sửa đổi. Trong ngắn hạn, POW tập trung vào **LNG Quỳnh Lập** và **LNG Vũng Áng III**; trong khi các dự án dài hạn bao gồm (1) LNG Quảng Ninh, (2) LNG Cà Mau 3, (3) Nhơn Trạch 5, và (4) nhà máy thủy điện tích năng Lâm Sơn.

LNG Quỳnh Lập (1.500 MW) dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2030.

Vào ngày 23/02/2026, UBND tỉnh Nghệ An đã chính thức phê duyệt giấy phép đầu tư và lựa chọn liên danh do POW đứng đầu làm nhà đầu tư cho Dự án Nhà máy Nhiệt điện LNG Quỳnh Lập. Dự án có tổng vốn đầu tư 59,4 nghìn tỷ đồng, công suất 1.500 MW (2×750 MW) với mục tiêu vận hành thương mại (COD) vào năm 2030.

Vào ngày 10/03/2026, POW đã ký hợp đồng với GE Vernova cho hai tuabin khí 9HA.02 và máy phát điện H78, dự kiến được vận chuyển về Việt Nam trong năm 2029.

Vào ngày 18/05/2026, tỉnh Nghệ An và liên danh POW, SK Innovation (Hàn Quốc) và NASU đã khởi công hạ tầng kỹ thuật của dự án.

LNG Vũng Áng III (1.500 MW) dự kiến đi vào hoạt động trong giai đoạn 2030-2031

Dự án LNG Vũng Áng III được đề xuất đặt tại tỉnh Hà Tĩnh với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 51,4 nghìn tỷ đồng (khoảng 2,0 tỷ USD). Nhà máy bao gồm hai tổ máy với tổng công suất 1.500 MW

(chiếm khoảng 25% công suất của POW) và hướng tới vận hành thương mại (COD) trong giai đoạn 2030–2031.

Cơ cấu liên danh: Liên danh nhà đầu tư của dự án bao gồm POW, LILAMA và B.Grimm Power. Trong mỗi quan hệ hợp tác này, POW sẽ duy trì cổ phần chi phối ở mức 51%, B.Grimm Power nắm giữ 34% và LILAMA nắm giữ 15% cổ phần.

LNG Quảng Ninh vẫn đang trong giai đoạn chuẩn bị

Báo cáo nghiên cứu khả thi (FS) của dự án đã được Bộ Công Thương phê duyệt vào tháng 12/2024, tuy nhiên dự án vẫn đang trong giai đoạn tiền xây dựng, với công tác giải phóng mặt bằng do chính quyền tỉnh Quảng Ninh thực hiện và hoạt động đấu thầu EPC cùng các cuộc đàm phán PPA/GSA vẫn đang được tiến hành. POW đã đầu tư 104 tỷ đồng tính đến cuối quý 3/2025.

Các dự án khác: POW cũng lên kế hoạch mở rộng đầu tư ra nước ngoài với các dự án thủy điện Nậm Sum 1 & 3 và dự án nhiệt điện than Xekong công suất 1.800 MW tại Lào thông qua CTCP Đầu tư Quốc tế PV Power.

Hình 17: Danh mục các dự án tiềm năng của POW

Lĩnh vực	Dự án	Công suất (MW)	Địa điểm	Ghi chú
LNG	LNG Quỳnh Lập	1.500	Nghệ An	POW nắm giữ 51% cổ phần, các đối tác bao gồm SK Innovation (Hàn Quốc) và NASU (Tập đoàn TH).
LNG	LNG Vũng Áng III	1.500	Hà Tĩnh	POW nắm giữ 51% cổ phần. Liên danh nhà đầu tư của dự án bao gồm POW, LILAMA và B.Grimm Power.
LNG	LNG Quảng Ninh	1.500	Quảng Ninh	30% cổ phần.
Gas/LNG	Cà Mau 3 và kho cảng LNG	1.500	Cà Mau	Đóng vai trò là phương án dự phòng cho các nhà máy điện khí LNG đã được phê duyệt trong Quy hoạch điện VIII sửa đổi, có khả năng lấy nguồn khí từ Lô B hoặc LNG.
Nguồn điện linh hoạt	Nhơn Trạch 5	N/A	Đồng Nai	Dự án sẽ do NT2 (công ty con POW nắm 59% cổ phần) phát triển.
	Thủy điện tích năng Lâm Sơn	1.440	Ninh Thuận	
EV	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 phát triển và chuyển giao cho VIC với kỳ vọng mang lại tỷ suất sinh lời tốt. Doanh thu và lợi nhuận tiềm năng hiện chưa được công bố.

Nguồn: POW, Vietcap

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Phạm Phú Lộc, 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.

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, Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Bùi Nguyên Cẩm Giang

Trưởng phòng cao cấp, ext 125

- 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 cao cấp, ext 135
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181
- 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, Phó Trưởng phòng, 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