

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

Gia tăng biên lợi nhuận nhờ môi trường huy động tốt

- Doanh thu Q2/25 đi ngang svck tuy LN nhiên rỗng tăng 47% svck do biên LN cải thiện nhờ huy động Qc thuận lợi. LN rỗng 6T25 tăng 52% svck, cao hơn kỳ vọng và hoàn thành 81% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- LN rỗng 2025 tăng 17% svck do kỳ vọng sản lượng giao Qc cuối năm tiếp tục được duy trì ở mức cao, hỗ trợ biên LN gộp cải thiện. Tăng trưởng chậm lại từ 2026 đạt 16% svck do áp lực lỗ từ Nhơn Trạch 3&4.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.400đ/cp.

KQKD Q2/25: Biên LN gộp cải thiện bù đắp cho lỗ tỷ giá

Trong Q2/25, sản lượng tăng nhẹ 4% svck khi Nhơn Trạch 1 được huy động, bù đắp cho đà giảm điện khí, sản lượng thủy điện tăng mạnh nhờ thủy văn thuận lợi trong khi điện than duy trì ổn định. Trong 6T25, môi trường huy động thuận lợi hơn, các nhà máy huy động với Qc cao, giúp mặc dù doanh thu tăng nhẹ nhưng LN gộp tăng đáng kể 64% svck với biên LN gộp tăng 5 điểm%. Doanh thu tài chính ghi nhận tăng 96% svck, chủ yếu do lãi tiền gửi, trong khi chi phí tài chính tăng 94% svck, chủ yếu do khoản vay USD bổ sung cho NT3&4 kéo chi phí lãi vay tăng 57% svck cùng khoản lỗ tỷ giá ~259 tỷ đồng. Theo đó, LN rỗng Q2/25 tăng 47% svck, hỗ trợ LN rỗng 6T25 tăng 52% svck đạt 1.029 tỷ đồng, hoàn thành 81% dự phóng MBS.

Triển vọng 2025-26: Môi trường huy động thuận lợi với Qc cải thiện

Chúng tôi kỳ vọng 6 tháng cuối năm các nhà máy tiếp tục chạy với tỷ trọng Qc cao, hỗ trợ cải thiện đáng kể biên LN từ mức nền thấp năm ngoái. Dự kiến tổng sản lượng đạt 19.7 tỷ kWh (+22% svck), thấp hơn 3.2% sv dự phóng trước do lùi tiến độ NT3&4 một tháng theo cập nhật của doanh nghiệp. Tuy nhiên, điều này phần nào giảm bớt áp lực lỗ cho 2025 và chúng tôi điều chỉnh tăng 16% dự phóng LN rỗng đạt 1.459 tỷ đồng, tương đương mức tăng trưởng 17% svck.

Trong 2026, không có sự thay đổi lớn về dự phóng LN rỗng, dự kiến tăng trưởng 16% svck. Các nhà máy duy trì mức sản lượng huy động tốt từ kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ điện tăng trưởng trở lại. Mặc dù NT3&4 dự kiến sẽ ghi nhận lỗ rỗng ~391 tỷ trong 2026, việc các nhà máy cũ tiếp tục được huy động ổn định cùng với NT2 ghi nhận hết khấu hao thiết bị trong năm sẽ bù đắp được áp lực này.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.400đ/cp

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.400đ/cp (+16% sv báo cáo trước) do 1) Điều chỉnh tăng EPS 2025/26 16%/0.9% sv dự phóng trước; 2) Nâng hệ số P/B mục tiêu lên 1.15x với kỳ vọng lớn hơn về tiềm năng chung của thị trường. Hiện tại POW đang giao dịch ở mức P/B 1.1x, thấp hơn trung bình ngành là ~1.5x, chúng tôi tin rằng POW xứng đáng với một mức nền định giá cao hơn, đặc biệt với vị thế là doanh nghiệp điện khí hàng đầu, sở hữu nhiều kế hoạch phát triển dài hạn quy mô lớn.

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	30,180	39,664	57,583	58,440
Lợi nhuận rỗng	1,252	1,459	1,685	2,329
Tăng trưởng doanh thu thuần	8.0%	31.4%	45.2%	1.5%
Tăng trưởng LN rỗng	16.5%	16.5%	15.5%	38.2%
Biên LN gộp	6.5%	9.6%	8.7%	9.2%
Biên EBITDA	12.9%	15.9%	12.1%	12.6%
ROAE	4.2%	4.6%	5.0%	6.3%
ROAA	1.7%	1.7%	1.7%	2.1%
EPS (VND/cổ phiếu)	535	623	720	994
BVPS (VND/cổ phiếu)	14,777	16,135	18,166	19,418

Nguồn: POW, MBS Research

Khả quan

Giá mục tiêu

VND17.400

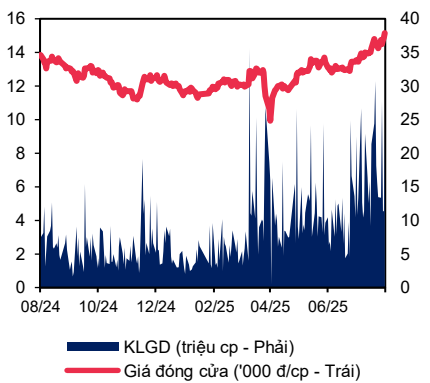
Tiềm năng tăng giá

15%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh EPS 2025/26 lần lượt +16%/+0.9% sv dự báo trước

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	15,150
Cao nhất 52 tuần (VND)	15,150
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9,930
Vốn hóa (tỷ VND)	35,479
P/E (TTM)	24.3
P/B	1.1
Thị suất cổ tức (%)	0.5%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.9%

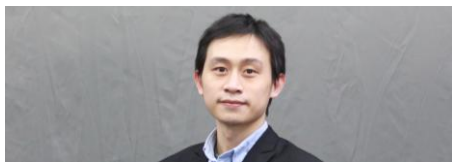
Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	79.9%
Khác	20.1%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Nguyễn Hà Đức Tùng

Tung.nguyenhaduc@mbs.com.vn

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (HSX: POW)

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Doanh nghiệp điện khí hàng đầu, hưởng lợi từ chiến lược đầu tư dài hạn của Chính phủ, tập trung phát triển điện khí LNG từ nay đến 2035. POW có cơ hội thuận lợi để nâng cao vị thế nhờ kế hoạch đầu tư các dự án điện khí LNG quy mô lớn, được điểm tên trong danh sách các dự án trọng điểm quốc gia bao gồm LNG Nhơn Trạch 3&4 (1.600MW – GĐ 2025-26); LNG Quảng Ninh (1.500MW – GĐ 2029-30). Hơn nữa, doanh nghiệp đang theo đuổi thêm nhiều dự án như LNG Quỳnh Lập (1.500MW – liên danh với SK & NASU Hàn quốc); LNG Vũng Áng III (1.500MW – liên danh với Bgrimm); Cà Mau 1&2 MR (1.500MW) mặc dù các dự án hiện vừa mới bước vào giai đoạn lập báo cáo nghiên cứu khả thi, điều này đều thể hiện quyết tâm của doanh nghiệp trong việc đẩy mạnh nguồn điện khí từ nay đến 2035. Dự kiến trong T9/2025, doanh nghiệp sẽ tổ chức đại hội cổ đông bất thường nhằm thông qua kế hoạch tăng vốn, mục tiêu chính để thực hiện hóa tham vọng mở rộng công suất của doanh nghiệp trong thời gian tới.
- Bộ Công Thương dự kiến tăng trưởng tiêu thụ điện sẽ tiếp tục ở mức cao trên 10% từ nay đến 2030 khi Chính phủ thể hiện quan điểm quyết tâm thúc đẩy tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là động lực xuyên suốt cho triển vọng huy động sản lượng các nhà máy, hỗ trợ tăng trưởng kép LN ròng đạt 22% giai đoạn 2025-27.
- POW hưởng lợi kép trong xu hướng đẩy mạnh chuyển đổi xe xăng sang xe điện tại các đô thị lớn từ 2026. Bên cạnh thúc đẩy tăng trưởng tiêu thụ điện, hỗ trợ sản lượng huy động các nhà máy, POW hiện đang đang đàm phán với V-Green về việc cung cấp thiết bị trạm sạc xe điện. Hiện tại doanh nghiệp đang thí điểm một trạm sạc tại Huỳnh Thúc Kháng với tổng mức đầu tư 1.8 tỷ đồng, doanh nghiệp chia sẻ sẽ dành 2 năm để đánh giá tính khả thi kinh tế sau đó kế hoạch mở rộng thêm 1.000 trạm đến 2035. Mặc dù còn khá sớm để đánh giá đóng góp của mảng lên LN doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng đây là xu hướng lớn cần chú ý và POW có nhiều cơ hội phát triển khi nằm trong số những doanh nghiệp tiên phong tại thị trường này.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 17.400đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan POW với giá mục tiêu cao hơn, đạt 17.400đ/cp (+16% svck báo cáo trước) do 1) Điều chỉnh tăng EPS 2025/26 lên 16%/0.9% sv dự phóng trước chủ yếu do kỳ vọng biên LN tốt hơn; 2) Nâng nền định giá P/B từ 1.0x lên 1.15x do kỳ vọng lớn hơn về tiềm năng chung của thị trường. Mặc dù không có nhiều câu chuyện mới trong ngắn hạn, POW sở hữu tiềm năng phát triển dài hạn khổng lồ nhờ lượng dự án gối đầu lớn cũng như câu chuyện mới gần đây về xu hướng chuyển đổi phương tiện xanh. Với vị thế doanh nghiệp hàng đầu, chúng tôi cho rằng mức P/B hiện tại 1.1x (thấp hơn TB ngành là 1.5x) cho thấy POW vẫn còn dư địa tăng giá. Định giá dựa trên hai phương pháp hệ số P/B và DCF với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp DCF-10 năm (WACC: 8.8%; COE: 12%; tăng trưởng dài hạn: 1%) phản ánh quan điểm thận trọng về tăng trưởng LN của POW.
- P/B mục tiêu 1.15x, phản ánh mức P/B thận trọng hơn so với mức trung bình ngành là 1.5x 2025-26.

Hình 1: Định giá DCF – Tổng hợp dự phóng dòng tiền

Đơn vị: Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	//	2035
EBITDA	6,321	6,968	7,344	6,785		5,380
(-) Chi phí khấu hao	(3,681)	(3,632)	(3,632)	(3,538)		(1,936)
EBIT	2,641	3,336	3,712	3,247		3,445
(-) Thuế	(293)	(420)	(421)	(403)		(689)
Thuế (%)	11%	13%	11%	12%		20%
EBIAT	2,347	2,916	3,290	2,844		2,756
(+) Chi phí khấu hao	3,681	3,632	3,632	3,538		1,936
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	2,307	(3,175)	437	1,256		(42)
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(13,460)	(576)	(584)	(625)		(587)
FCFF	(5,124)	2,797	6,775	7,013		4,062
Giá trị dòng tiền năm cuối						52,600

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	12.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	58,973
Nợ	(29,482)
Chi phí nợ	5.6%
Thuế (%)	20.0%
WACC	8.7%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Nguồn: MBS Research

Hình 4: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Hệ số mục tiêu	Giá trị mỗi cổ phiếu	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
		đồng/cp	%	đồng/cp
Trung bình P/B 2025-26	1.1x	17,268	50%	8,634
DCF 10 năm		17,512	50%	8,756

Giá hợp lý	17,390
Giá mục tiêu (làm tròn)	17,400

Nguồn: MBS Research

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Tên công ty	Mã cp	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Vốn hóa	P/E(x)		P/BV(x)		ROA(%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
	Bloomberg	Nội tệ		tr USD	TTM	2025	Hiện tại	2025	TTM	2025	TTM	2025	TTM	2025
Doanh nghiệp nước ngoài														
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN	NA	KKN	14,014.0	39.2	38.1	6.6	6.5	6.1	na	18.3	na	25.3	24.8
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	NA	KKN	1,091.0	24.9	18.5	0.9	1.0	1.2	1.5	4.5	5.3	6.0	5.8
Banpu power	BPP TB	NA	KKN	772.0	15.2	7.5	0.5	0.5	1.6	3.4	3.2	5.8	22.1	7.4
Ratchaburi Elec	RATCH TB	NA	KKN	1,797.2	10.0	8.2	0.6	0.6	2.6	3.8	5.7	7.0	18.7	13.9
Manila Electric	MER PM	NA	KKN	10671,5	13,03	12,3	4.3	3.7	6,9	7,3	35,7	29.1	11.7	9.6
Doanh nghiệp trong nước														
GENCO3	PGV VN	NA	KKN	865.4	21.6	na	1.5	na	1.9	na	7.1	7.5	6.3	na
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	NA	KKN	224.8	9.5	11.8	1.2	1.2	8.4	7.7	11.9	10.4	4.3	4.5
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	NA	KKN	228.8	25.4	na	1.0	na	3.2	3.3	3.9	4.1	7.9	na
Nhơn Trạch 2	NT2 VN	23,900	Khả quan	242.1	13.6	13.0	1.5	1.4	5.1	6.7	11.1	11.7	4.2	5.0
Trung bình					17.2	11.8	1.4	1.4	3.4	4.4	6.8	10.1	10.1	7.7
PVPower	POW VN	17,400	Khả quan	1,348.5	27.6	24.0	1.1	0.9	1.7	1.7	4.0	4.6	11.4	7.5

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiềm năng đánh giá lại:

- Nhu cầu điện tăng cao hơn dự kiến, hỗ trợ tỉ lệ huy động sản lượng nhóm điện khí.

- Nhơn Trạch 3&4 vận hành tốt và ghi nhận LN cao hơn dự kiến.
- Cơ chế dài hạn cấp LNG cho các nhà máy nội địa được ban hành.

Rủi ro giảm giá:

- Khó khăn tài chính của EVN vẫn là một rủi ro tiềm ẩn áp lực lên môi trường huy động các nhà máy.
- Rủi ro thiếu hụt khí từ các nguồn khí Đông Nam Bộ.
- Rủi ro liên quan đến Nhơn Trạch 3&4, bao gồm rủi ro chậm tiến độ, lỗi vận hành, lỗi τι giá các năm đầu từ khoản vay ngoại tệ lớn.

Tổng hợp KQKD Q2/25

Hình 6: Biên LN góp cải thiện bù đắp cho lỗ tỷ giá

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q2/25	svck (%)	sv quý trước (%)	6T25	svck (%)	%sv dự phóng	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	4,862	1%	31%	9,157	9%	45%	Sản lượng điện Q2/25 đi ngang svck chủ yếu do sản lượng điện khí giảm bù đắp bởi sản lượng điện than và thủy điện
Điện khí	2,623	-5%	39%	4,703	7%	36%	Sản lượng điện khí Q2/25 giảm 5% svck, trong đó NT2 và Cà Mau 1&2 ghi nhận giảm chủ yếu do nhu cầu điện 6T25 thấp, và giá thị trường thấp, các nhà máy không có dư địa tăng trưởng huy động. Tuy nhiên, sản lượng được bù đắp một phần bởi NT1, nhà máy được phân bổ Qc và bắt đầu được huy động đáng kể lại trong quý 2.
Điện than	1,919	3%	26%	3,696	4%	53%	Sản lượng điện than duy trì ở mức cao, Vũng Áng 1 đảm bảo nguồn than và giá bán cạnh tranh, việc đường dây 500kV Quảng Trạch - Phố Nối đi vào hoạt động cũng giải tỏa truyền tải điện tại khu vực.
Thủy điện	319	58%	3%	617	62%	51%	Sản lượng thủy điện Q2/25 tăng mạnh 58% svck từ nền thấp, chủ yếu nhờ thủy văn thuận lợi
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1,973	2.7%	5.8%	1,918	2.8%	95%	
Điện khí	2,196	7%	9%	2,100	7%	95%	Giá bán điện khí Q2/25 tăng 7% svck mặc dù giá khí cơ bản đi ngang. Điều này chủ yếu do việc được giao Qc từ đầu năm khá cao, các nhà máy được doanh thu từ bù Qc nhiều trong T6 và không ghi nhận huy động trên thị trường cạnh tranh với giá thấp hơn.
Điện than	1,797	-3%	-1%	1,805	1%	95%	
Thủy điện	1,190	49%	1%	1,011	-7%	93%	Giá bán thủy điện Q2/25 tăng mạnh 49% svck từ nền thấp năm ngoái giai đoạn hầu như các nhà máy không được huy động. Trong năm nay, cả Hòa Nà và Dakrinh ghi nhận sản lượng tổng vượt nhiều so với Qc, các nhà máy chạy trên thị trường điện với tỷ trọng cao hỗ trợ cải thiện giá bán bình quân.
Doanh thu	9,415	0%	16%	17,565	12%	42%	
Điện khí	5,759	1%	51%	9,875	14%	34%	
Điện than	3,449	1%	25%	6,671	5%	52%	
Thủy điện	380	136%	4%	624	50%	45%	Doanh thu thủy điện tăng hỗ trợ bởi cả sản lượng và giá bán
LN góp	1,205	64%	48%	2,021	82%	62%	Trong 2025, môi trường huy động cải thiện, các nhà máy nhiệt điện được giao Qc cao hơn và cơ chế giao theo quý (điện than) và nửa năm (điện khí) thay vì giao theo từng tháng, hỗ trợ lớn cho biên LN các nhà máy từ mức huy động khó khăn năm ngoái. Hầu hết các nhà máy nhiệt điện khí trong 6T25 chạy với tỷ lệ Qc cao ~95%, có lợi trong bối cảnh giá thị trường điện thấp.
Biên LN góp (%)	13%	5 đ%	3 đ%	12%	4 đ%		Theo đó, LN góp Q2/25 tăng 64% svck, với biên LN góp tăng 5 điểm%.
Chi phí bán hàng &QLDN	227	16%	-33%	565	81%	45%	Chi phí QLDN tăng 16% svck chủ yếu do tăng mạnh chi phí quản lý khác, chúng tôi cho rằng đây là những chi phí liên quan đến dự án Nhơn Trạch 3&4.
Doanh thu tài chính	207	98%	-1%	413	101%	60%	Doanh thu tài chính Q2/25 tăng 98% svck, hỗ trợ bởi lãi tiền gửi tăng mạnh
Chi phí tài chính	399	94%	127%	574	59%	55%	Chi phí tài chính tăng mạnh 94% svck, chủ yếu do 1) chi phí lãi vay tăng 57% svck đến từ các khoản vay bổ sung; 2) Khoảng lỗ tỷ giá ~250 tỷ trong Q2/25 đến từ dự nợ vay gốc USD cũng từ các khoản vay tài trợ vốn cho Nhơn Trạch 3&4.
Chi phí lãi vay	138	57%	15%	257	53%		
Thu nhập ròng khác	1	-80%	-170%	(0)	-100%	80%	
Lợi nhuận trước thuế	784	77%	54%	1,295	80%	79%	
Chi phí thuế TNDN	52	7257%	35%	90	44%	50%	
Lợi nhuận sau thuế	733	66%	55%	1,205	83%	81%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	158	219%	483%	185	-1697%	77%	Lợi ích cổ đông thiểu số tăng mạnh hơn dự phóng chủ yếu do KQKD tích cực từ Nhơn Trạch 2 và Hòa Nà.
LN ròng	575	47%	29%	1,020	52%	81%	Theo đó, LN ròng Q2/25 tăng 47% svck, hỗ trợ LN ròng 6T25 tăng 52% svck và hoàn thành 81% dự phóng MBS. Chúng tôi giữ nguyên quan điểm kỳ vọng 6 tháng cuối năm KQKD của POW sẽ không cao được như đầu năm do 1) Q3 thường là quý thấp điểm huy động các nhà máy; 2) Kỳ vọng Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động sẽ ghi nhận lỗ ròng. Tuy nhiên, trong bối cảnh giao Qc cho 6 tháng cuối năm được kỳ vọng sẽ tích cực, biên LN góp đang tốt hơn dự kiến cùng với việc Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động chậm hơn tính toán ban đầu từ 1-2 tháng, chúng tôi sẽ có sự điều chỉnh tăng dự phóng 2025.

Nguồn: POW, MBS Research

Triển vọng 2025-26: Cơ chế giao Qc cho các nhà máy được cải thiện, hỗ trợ lớn cho huy động và biên LN gộp

Hình 7: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2025-26

Tỷ đồng	2024	% svck	2025	% svck	Δ% sv dự báo cũ	2026	%svck	Δ% sv dự báo cũ	Nhận xét
Tổng sản lượng (tr kWh)	16,072	8.6%	19,724	22.7%	-3.2%	25,238	28.0%	-1.7%	
Điện khí	9,024	0.3%	12,180	35.0%	-7.0%	17,866	46.7%	-2.8%	
Thủy điện	1,202	-2.1%	1,552	29.1%	20.8%	1,327	-14.5%	7.2%	Điều chỉnh tăng mạnh sản lượng thủy điện, phản ánh thủy văn thuận lợi hơn
Điện than	5,846	27.8%	5,992	2.5%	0.0%	6,044	0.9%	0.0%	
Giá điện bình quân (đ/kWh)									
Điện khí	2,001	-5.6%	2,193	9.6%	-2.5%	2,497	13.8%	0.9%	
Thủy điện	1,061	-4.9%	1,082	2.0%	0.0%	1,104	2.0%	0.0%	
Điện than	1,846	-6.1%	1,817	-1.6%	-3.9%	1,817	0.0%	-3.9%	Điều chỉnh giảm giá bán điện than trong bối cảnh giá thị trường thấp và giá than đầu vào hạ nhiệt nhẹ
Tổng doanh thu	30,039	7.8%	39,305	30.8%	-6.9%	57,062	45.2%	-2.1%	Doanh thu 2025 điều chỉnh giảm nhẹ chủ yếu do điều chỉnh giảm giá bán
Điện khí	18,058	-5.4%	26,714	47.9%	-9.3%	44,604	67.0%	-1.9%	
Thủy điện	1,288	-5.7%	1,705	32.4%	21.1%	1,476	-13.4%	7.3%	
Điện than	10,794	20.0%	10,886	0.9%	-3.9%	10,982	0.9%	-3.9%	
LN gộp	1,948	-10.8%	3,799	95.0%	16.3%	4,988	31.3%	0.6%	Điều chỉnh tăng mạnh LN gộp 2025 mặc dù doanh thu giữ nguyên, chủ yếu do môi trường huy động cải thiện rõ rệt, chúng tôi điều chỉnh tăng tỷ lệ huy động theo Qc lên mức ~95% so với 80% dự phóng trước đó, hỗ trợ điều chỉnh tăng biên LN gộp thêm 2đ%.
Biên LN gộp (%)	6.5%	-1.4 đ%	9.6%	3.1 đ%	1.9 đ%	8.7%	-0.9 đ%	0.2 đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	874	12.2%	1,158	32.5%	-6.9%	1,652	42.6%	-2.1%	
EBIT	1,073	-23.5%	2,641	146.0%	30.5%	3,336	26.4%	2.0%	
Doanh thu tài chính	616	12.2%	667	8.2%	4.1%	789	18.3%	-1.4%	
Chi phí tài chính	667	-2.0%	1,342	101.3%	27.4%	1,763	31.3%	-0.4%	Điều chỉnh tăng chi phí tài chính chủ yếu do tăng mạnh khoản lỗ từ giá dự kiến trong 2025. Các giả định về chi phí lãi vay giữ nguyên.
Thu nhập ròng khác	493	235.0%	26	-94.7%	-18.9%	37	44.2%	3.9%	
Lợi ích cho CĐTS	320	-63.0%	421	240.4%	23.9%	442	31.6%	-6.3%	
LN ròng	1,252	16.5%	1,459	16.5%	15.7%	1,685	15.5%	0.9%	Tổng hợp lại, điều chỉnh giảm LN ròng 2025/26 lần lượt 16%/0.9%
EPS (đ/cp)	535	16.5%	623	16.5%	15.7%	720	15.5%	0.9%	

Nguồn: POW, MBS Research

Hình 8: Dự phóng kết quả kinh doanh riêng của Nhơn Trạch 3&4 GD2025-30

Tỷ đồng	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Sản lượng (triệu kWh)	1,138.1	3,414.9	3,585.6	3,699.5	3,699.5	3,699.5
%sản lượng thiết kế	20%	60%	63%	65%	65%	65%
Giá bán điện (đ/kWh)	3,317.7	3,176.2	3,043.0	3,074.8	3,107.0	3,139.7
Giá khí LNG (USD/mmbtu)	16.6	15.6	14.6	14.6	14.6	14.6
Doanh thu	3,964.6	21,688.7	21,818.3	22,746.3	22,984.7	23,226.0
%svck	-	447%	1%	4%	1%	1%
Giá vốn hàng bán	3,623.6	20,272.3	20,146.6	20,866.4	21,051.3	21,238.2
LN gộp	341.1	1,416.4	1,671.7	1,879.9	1,933.4	1,987.9
% Biên LN gộp	8.6%	6.5%	7.7%	8.3%	8.4%	8.6%
Chi phí bán hàng&QLDN	79.3	433.8	436.4	454.9	459.7	464.5
EBITDA	1,869.9	2,496.3	2,885.7	3,085.5	3,478.3	3,293.6
% Biên EBITDA	47.2%	11.5%	13.2%	13.6%	15.1%	14.2%
Chi phí tài chính	437.1	1,373.7	1,248.8	1,123.9	999.0	874.2
Chi phí thuế	-	-	-	-	23.7	32.5
% thuế	0%	0%	0%	0%	10%	10%
LNST	(175.3)	(391.1)	(13.5)	301.1	450.9	616.7
% Biên LNST	-4.4%	-1.8%	-0.1%	1.3%	2.0%	2.7%

Nguồn: POW, MBS Research

- **Điện khí:** Trong 2025, cơ chế huy động cải thiện khi Qc giao cho điện khí quy định 6 tháng 1 lần và điện than hàng quý thay vì theo từng tháng giai đoạn 2024. Hơn nữa, các nhà máy cũng được giao Qc cao hơn, đảm bảo bởi mức Qc tối thiểu 65% hỗ trợ huy động sản lượng đồng thời cải thiện biên

LN nhờ giá bán cao hơn. Nhìn sang nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng xu hướng này vẫn tiếp tục, một phần nhờ việc EVN đã ghi nhận lãi ròng, giảm đáng kể các áp lực về tài chính. Về Nhơn Trạch 3&4, dự kiến nhà máy sẽ đi vào vận hành từ T9/25 và T11/25 theo cập nhật mới nhất, chậm 1 tháng so với kế hoạch cũ. Hiện tại, chúng tôi sử dụng mức Qc tối thiểu 65% mức sản lượng trung bình nhiều năm làm cơ sở dự phóng. Theo đó, dự kiến sản lượng điện khí 2025 đạt 12.1 tỷ kWh, (+35% svck) và tăng lên 17.8 tỷ kWh (+46% svck) trong 2026, mức này thấp hơn 7% sv dự phóng trước đây chủ yếu do lùi tiến độ NT3&4. Về giá bán, giá khí nội địa tiếp tục neo cao trong 2025, trung bình đạt 9.4 USD/mmbtu, khiến giá bán các nhà máy ở mức cao. Khi NT3&4 đi vào hoạt động, kỳ vọng giá bán trung bình nhóm tiếp tục tăng khi đầu vào của nhà máy là LNG với giao động giá từ 15-16 USD/mmbtu. Theo đó, dự kiến doanh thu điện khí 2025-26 lần lượt đạt 26.714 tỷ đồng (+47% svck) và 44.604 tỷ đồng (+67% svck).

- **Điện than:** Trong 2025, với việc có chi phí biến đổi khá thấp, cùng với dự án đường dây 500kV Quảng Trạch – Phố Nối giải tỏa đáng kể công suất khu vực này, nhà máy nhìn chung vẫn sẽ được giao huy động cao. Chúng tôi kỳ vọng sản lượng nhà máy trong 2025-26 đạt 5.992 tỷ kWh (+2.5% svck) và 6.044 tỷ kWh (+0.9% svck). Giá bán có xu hướng giảm nhẹ 2% svck và 0% svck trong 2025-26 nhờ xu hướng giá than nhập khẩu hạ nhiệt. Theo đó doanh thu dự kiến đạt 10.886 tỷ đồng (+0.9% svck) và 10.982 tỷ đồng (+0.9% svck), không có sự thay đổi sv dự phóng trước đó.
- **Thủy điện:** Sản lượng thủy điện 2025 dự kiến tăng 30% svck từ nền thấp năm ngoái, hỗ trợ bởi thủy văn thuận lợi và đóng góp bổ sung từ thủy điện Nậm Đơn 20MW. Tuy nhiên, giá bán kỳ vọng đi ngang khi giá thị trường điện thấp, cùng với việc tỷ lệ Qm giữ nguyên ở mức chỉ 2% tương tự 2024. Theo đó, kỳ vọng doanh thu đạt 1.705 tỷ đồng (+32% svck) sau đó quay về mức 1.476 tỷ đồng (-13% svck), tương ứng với mức sản lượng trung bình 3 năm và giả định giá bán tăng 2%/năm, mức sản lượng mới tăng 21%/7.3% sv dự phóng trước đó chủ yếu do KQKD 6T25 tích cực hơn dự kiến.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Doanh thu thuần	27,945	30,180	39,664	57,583	LN trước thuế	1,459	1,517	1,992	2,401
Giá vốn hàng bán	(25,761)	(28,232)	(35,865)	(52,595)	Khấu hao	2,809	2,818	3,681	3,632
Lợi nhuận gộp	2,183	1,948	3,799	4,988	Thuế đã nộp	(219)	(261)	(213)	(295)
Chi phí quản lý DN	(779)	(874)	(1,158)	(1,652)	Các khoản điều chỉnh khác	-	-	(268)	(135)
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	Thay đổi VLD	(1,103)	876	(2,307)	3,175
LN từ HĐKD	1,404	1,073	2,641	3,336	LCTT từ HĐKD	3,257	4,398	3,428	7,197
EBITDA thuần	4,213	3,891	6,321	6,968	Đầu tư TSCĐ	(6,179)	(9,819)	(13,460)	(576)
LN trước thuế & lãi vay	1,404	1,073	2,641	3,336	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	125	3	-	-
Thu nhập lãi	550	616	667	789	LCTT từ đầu tư	(6,258)	(10,867)	(14,616)	(2,981)
Chi phí tài chính	(680)	(667)	(1,342)	(1,763)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	82	21	-	-
Thu nhập ròng khác	147	493	26	37	Tiền vay ròng nhận được	3,604	9,865	6,822	(2,592)
TN từ các Cty LK & LD	38	1	1	1	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	1,402	2,648
LN trước thuế	1,459	1,517	1,992	2,401	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(365)	(137)	-	-
Thuế TNDN	(129)	(171)	(213)	(295)	LCTT từ hoạt động TC	3,321	9,749	8,224	57
Lợi nhuận sau thuế	1,329	1,346	1,779	2,107	Tiền & tương đương tiền đầu kì	8,252	8,440	11,720	8,756
Lợi ích cổ đông thiểu số	(254)	(94)	(320)	(421)	LC tiền thuần trong năm	319	3,281	(2,964)	4,272
Lợi nhuận ròng	1,075	1,252	1,459	1,685	Tiền & tương đương tiền cuối kì	8,592	11,720	8,756	13,029
Chi trả cổ tức	(365)	(137)	-	-					
Lợi nhuận giữ lại	710	1,115	1,459	1,685					

Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26
Tiền và tương đương tiền	8,592	11,720	8,756	13,029	Tăng trưởng doanh thu thuần	-1.0%	8.0%	31.4%	45.2%
Đầu tư ngắn hạn	2,239	3,956	5,779	8,974	Tăng trưởng EBITDA	-25.7%	-7.6%	62.4%	10.2%
Phải thu khách hàng	14,642	11,941	14,149	21,569	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-50.9%	-23.5%	146.0%	26.4%
Hàng tồn kho	2,168	1,795	2,517	3,691	Tăng trưởng LN trước thuế	-48.1%	4.0%	31.3%	20.5%
Các tài sản ngắn hạn khác	1,513	760	1,219	2,097	Tăng trưởng LN ròng	-47.8%	16.5%	16.5%	15.5%
Tổng tài sản ngắn hạn	29,152	30,171	32,419	49,359	Tăng trưởng EPS	-47.8%	16.5%	16.5%	15.5%
Tài sản cố định	26,362	24,270	52,446	50,275					
Tài sản vô hình	39	51	51	51	Biên LN gộp	7.8%	6.5%	9.6%	8.7%
Xây dựng cơ bản dở dang	8,983	19,743	1,346	461	Biên EBITDA	15.1%	12.9%	15.9%	12.1%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	3.8%	4.1%	3.7%	2.9%
Đầu tư vào công ty LDLK	958	766	767	767	ROAE	3.6%	4.2%	4.6%	5.0%
Khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROAA	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Tài sản dài hạn khác	4,852	6,280	5,553	8,062	ROIC	2.3%	2.2%	2.2%	0.0%
Tổng tài sản dài hạn	41,195	51,110	60,164	59,617					
Tổng tài sản	70,347	81,281	92,583	108,975	Vòng quay tài sản	43.9%	39.8%	45.6%	57.1%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	33.9%	10.9%	0.0%	0.0%
Vay & nợ ngắn hạn	5,500	13,508	6,925	6,034	Tổng nợ vay/VCSH	37.1%	65.5%	78.0%	63.2%
Phải trả người bán	15,950	17,159	15,975	26,016	Nợ vay ròng/VCSH	12.0%	31.6%	54.8%	32.6%
Phải trả ngắn hạn khác	4,811	4,467	6,732	9,339	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	5.8%	13.5%	22.4%	12.7%
Tổng nợ ngắn hạn	26,261	35,134	29,632	41,390	Khả năng thanh toán lãi vay	2.8	2.8	2.5	2.1
Vay & nợ dài hạn	7,179	9,151	22,557	20,856					
Các khoản phải trả khác	2,741	2,389	2,607	4,188	Số ngày phải thu	177	161	130	137
Tổng nợ dài hạn	9,920	11,540	25,164	25,044	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	30	26	26	26
Tổng nợ	36,181	46,675	54,796	66,434	Số ngày phải trả tiền bán	165	214	163	181
Vốn điều lệ	23,419	23,419	23,419	23,419	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.1	0.9	1.1	1.2
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.0	0.8	1.0	1.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	0.4	0.4	0.5	0.5
LN giữ lại	3,959	4,032	5,491	7,176					
Các quỹ thuộc VCSH	4,073	4,460	5,862	8,510	Định giá				
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	459	535	623	720
Vốn chủ sở hữu	30,092	30,146	31,925	34,032	BVPS (đồng/cp)	14,589	14,777	16,135	18,166
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,714	2,696	3,016	3,437	P/E (lần)	32.7	28.1	24.1	20.8
Tổng vốn chủ sở hữu	34,166	34,607	37,787	42,542	P/B (lần)	1.1	1.1	1.0	0.9
Tổng nợ và VCSH	70,347	81,281	92,583	108,975					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601
Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu <i>Trần Thị Khánh Hiền</i>	Trưởng phòng <i>Nguyễn Tiến Dũng</i>	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường <i>Ngô Quốc Hưng</i> <i>Đinh Hà Anh</i> <i>Nghiêm Phú Cường</i> <i>Võ Đức Anh</i>	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính <i>Đinh Công Luyến</i> <i>Phạm Thị Thanh Hoàng</i>	Bất động sản <i>Nguyễn Minh Đức</i> <i>Lê Hải Thành</i> <i>Phạm Thị Thanh Huyền</i>
	Công nghiệp – Năng lượng <i>Nguyễn Hà Đức Tùng</i> <i>Mai Duy Anh</i>	Dịch vụ - Tiêu dùng <i>Nguyễn Quỳnh Ly</i>