

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

Nhơn Trạch 3&4 kỳ vọng dẫn dắt tăng trưởng

- Doanh thu và LN ròng tăng trưởng lần lượt 52% svck và 170% svck. Trong đó, Hơn Trạch 3&4 đi vào vận hành, huy động thực tế chỉ đạt 61% Qc được giao, do đó được bù doanh thu và giúp cải thiện biên LN gộp của công ty.
- Trong khi nhóm nhà máy cũ vận hành ổn định, kỳ vọng yếu tố sản lượng Qc cao của Hơn Trạch 3&4 sẽ hỗ trợ POW duy trì tăng trưởng LN ròng 2026 tăng 5% svck, và 21% svck trong 2027.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,700đ/cp.

Khả quan

Giá mục tiêu

VND16,700

Tiềm năng tăng giá

23%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

Điều chỉnh tăng EPS 2026-27 lần lượt 26%/21% sv dự báo trước

KQKD Q1/26: Cụm nhà máy Hơn Trạch đóng góp chính cho tăng trưởng

Doanh thu Q1/26 tăng 52% svck, trong đó, sản lượng tăng 31% svck đóng góp chính từ cụm Hơn Trạch. Nhóm nhà máy cũ cơ bản bám sát Qc được giao, riêng Hơn Trạch 3&4 ghi nhận huy động thấp hơn kế hoạch, chỉ đạt 61% Qc, dẫn đến được bù doanh thu, làm tăng mạnh biên LN và là yếu tố chính giúp cho LN gộp Q1/26 tăng 121% svck. Chi phí tài chính tăng 161% svck, đến từ các khoản vay bổ sung cho Hơn Trạch 3&4, trong khi doanh thu tài chính tăng 44% svck nhờ lãi vay tăng. Theo đó, LN ròng Q1/26 đạt 1,199 tỷ đồng, tăng 170% svck, và cao hơn dự phóng của MBS chủ yếu do KQKD tốt hơn dự kiến từ Hơn Trạch 3&4.

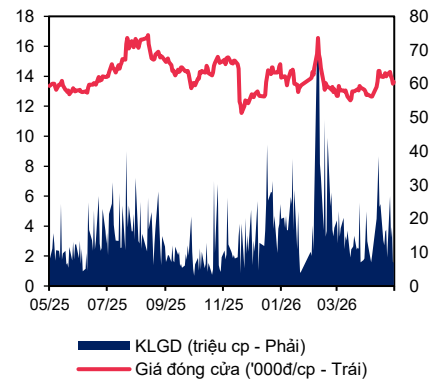
Triển vọng 2026-27: Hơn Trạch 3&4 là đầu tàu dẫn dắt tăng trưởng

Trong 2026, doanh thu tăng 53% svck chủ yếu do đóng góp từ Hơn Trạch 3&4 trong khi các nhà máy còn lại cơ bản vận hành ổn định. Giao Qc cao là một yếu tố thuận lợi trong bối cảnh huy động thực tế thấp, giúp LN gộp NT3&4 ước đạt ~1,671 tỷ đồng, đóng góp 31% cho tổng LN gộp của POW, và hỗ trợ LN ròng duy trì tăng trưởng 5% svck. Nhìn sang 2027, ước tính NT3&4 tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng với dự báo sản lượng nhà máy tăng 25% svck, chúng tôi lưu ý đây vẫn là mức thấp hơn tiềm năng khi xem xét đến khả năng cạnh tranh thấp của NT3&4 trong hệ thống. Ước tính kế hoạch giao Qc nhìn chung cũng sẽ phù hợp hơn, sát với tăng trưởng nhu cầu thực tế và tình trạng bù Qc giảm. Theo đó, tăng trưởng LN ròng 2027 đạt 21% svck, chủ yếu đến từ yếu tố tăng sản lượng và chi phí lãi vay giảm dần. Tổng hợp, mức dự phóng mới cho LN ròng 2026-27 điều chỉnh tăng lần lượt 26%/21% sv báo cáo trước, phản ánh KQKD tốt hơn dự kiến của Hơn Trạch 3&4.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,700đ/cp

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,700đ/cp (+11% sv báo cáo ngành điện 09/04/2026) do điều chỉnh tăng EPS 2026/27 26%/21% sv dự phóng trước, chủ yếu đến từ điều chỉnh tăng dự phóng KQKD của Hơn Trạch 3&4. Hiện tại POW đang giao dịch ở mức EV/EBITDA 7.4x, thấp hơn trung bình ngành là 9.7x, 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.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	13,600
Cao nhất 52 tuần (VND)	16,550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	10,580
Vốn hóa (tỷ VND)	37,901
P/E (TTM)	11.9
P/B	1.0
Thị suất cổ tức (%)	0.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	4.4%

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/>

Chỉ tiêu tài chính	2024	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	30,180	34,151	52,733	55,378
Lợi nhuận ròng	1,252	2,341	2,458	2,984
Tăng trưởng doanh thu thuần	8.0%	13.2%	54.4%	5.0%
Tăng trưởng LN ròng	16.5%	87.0%	5.0%	21.4%
Biên LN gộp	6.5%	12.7%	10.0%	10.4%
Biên EBITDA	12.9%	17.4%	13.8%	13.8%
ROAE	4.2%	6.5%	6.4%	7.1%
ROAA	1.7%	2.8%	2.7%	3.1%
EPS (VND/cổ phiếu)	408	763	801	973
BVPS (VND/cổ phiếu)	10,402	11,196	12,234	13,240

Nguồn: POW, MBS Research

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

Luận điểm đầu tư và Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- POW tiên phong trong chiến lược phát triển nguồn điện khí LNG thay thế nhiên liệu than trong dài hạn. Triển vọng ngành đang trở nên tích cực hơn trong bối cảnh Bộ Công Thương đang hoàn thiện cơ chế tháo gỡ vướng mắc phát triển nguồn điện khí, trong đó nổi bật đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc điện khí LNG từ 65% lên 75% trong vòng 10 năm đầu. Sau Nhơn Trạch 3&4 vừa đi vào vận hành trong 2026, POW hiện theo đuổi nhiều dự án điện khí LNG khác thông qua các liên danh đầu tư, bao gồm LNG Quảng Ninh (1,500MW); LNG Quỳnh Lập (1,500MW) kỳ vọng đi vào vận hành trước 2031; đồng thời nghiên cứu đầu tư thêm LNG Cà Mau 3 (1,200MW), Nhơn Trạch 5 (600MW) cho thấy vị thế lớn của doanh nghiệp trong nhóm ngành này.
- Môi trường huy động có sự cải thiện rõ rệt trong 2 năm trở lại đây, các nhà máy đang được phân bổ Qc theo chu kỳ 6 tháng 1 lần, ở mức tối thiểu 48% cho điện khí nội và 65% cho điện khí LNG, đặc biệt quan trọng bối cảnh huy động thực tế của nhóm ngày càng suy giảm do các yếu tố về thiếu hụt nguồn khí, kéo theo gián đoạn nguồn cung cũng như đẩy giá bán cao hơn, giảm tính cạnh tranh trên thị trường điện. Trong 2024-25, tình hình tài chính của EVN có sự cải thiện rõ nét nhờ các đợt tăng giá điện, chúng tôi cho rằng môi trường huy động thời gian tới sẽ tiếp tục ổn định và thuận lợi.
- Tăng trưởng kép doanh thu ước đạt 27% CAGR và LN ròng ước đạt 15% CAGR GD 2026-27. Trong đó, nhu cầu tiêu thụ điện kỳ vọng tăng trưởng bền vững trên 10% từ nay đến 2030 trong kỷ nguyên phát triển của quốc gia là yếu tố bán lẻ. Bên cạnh các động lực tăng trưởng truyền thống từ dân dụng, công nghiệp, chúng tôi nhận thấy một số yếu tố về chuyển đổi phương tiện xanh cũng như mở rộng thị trường Trung tâm Dữ liệu (DC) ở Việt Nam sẽ là các chất xúc tác mới cho tăng trưởng nhu cầu điện trong dài hạn.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu 16,700đ/cp

Chúng tôi khuyến nghị Khả quan cho POW với giá mục tiêu 16,700đ/cp (+11% sv báo cáo ngành điện ngày 09/04/2026) do 1) Điều chỉnh tăng EPS 2026/27 lên 26%/21% sv dự phóng trước chủ yếu do kỳ vọng KQKD tốt hơn dự kiến của Nhơn Trạch 3&4. Chúng tôi cho rằng với nhiều cơ chế đang được hoàn thiện để tháo gỡ vướng mắc cho điện khí LNG, cùng với năng lực triển khai đầu ngành, POW xứng đáng được trả một mức nền định giá cao hơn, điều này cũng đã được phản ánh qua sự cải thiện trong hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp trong thời gian gần đây. Hiện tại, POW đang giao dịch quanh mức EV/EBITDA 7.4x, thấp hơn so với trung bình ngành là 9.7x, cho thấy dư địa tăng giá lớn. Định giá dựa trên hai phương pháp EV/EBITDA và chiết khấu dòng tiền (DCF) với tỉ trọng tương đương:

- Phương pháp DCF-10 năm (WACC: 9.6%; COE: 14%; tăng trưởng dài hạn: 1%) phản ánh quan điểm thận trọng về tăng trưởng LN của POW.
- EV/EBITDA với hệ số nhân 8.5x, tương đương mức trung bình ngành 2026. Chúng tôi lựa chọn EV/EBITDA thay thế cho phương pháp P/B vì

cho rằng đây là phương pháp phù hợp hơn để đánh giá hiệu quả hoạt động của Nhon Trạch 3&4 sau khi vừa đi vào hoạt động trong 2026.

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

Đơn vị: Tỷ đồng	2026	2027	2028	2029 //	2036
EBITDA	7,468	7,809	7,796	7,404	6,845
(-) Chi phí khấu hao	(3,632)	(3,632)	(3,538)	(3,538)	(1,936)
EBIT	3,836	4,177	4,258	3,866	4,910
(-) Thuế	(330)	(307)	(358)	(450)	(786)
Thuế (%)	9%	7%	8%	12%	16%
EBIAT	3,507	3,870	3,900	3,416	4,124
(+) Chi phí khấu hao	3,632	3,632	3,538	3,538	1,936
(+) (Tăng)/giảm vốn lưu động	2,880	(3,210)	(158)	(999)	127
(-) Chi phí đầu tư TSCĐ	(529)	(555)	(568)	(564)	(580)
FCFF	9,490	3,737	6,712	5,390	5,607
Giá trị dòng tiền năm cuối					65,706

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Chi phí vốn

Chi phí vốn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí vốn	13.8%

Nguồn: MBS Research

Hình 3: WACC & tăng trưởng dài hạn

WACC & tăng trưởng dài hạn	
Giá trị doanh nghiệp	67,206
Nợ	(25,605)
Chi phí nợ	5.6%
Thuế (%)	20.0%
WACC	9.6%
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 EV/EBITDA 2026-27	8.5x	16,081	50%	8,041
DCF 10 năm		17,260	50%	8,630
Giá hợp lý				16,671
Giá mục tiêu (làm tròn)				16,700

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)	
					TTM	2026	Hiện tại	2026	2025	2026	2025	2026	TTM	2026
Doanh nghiệp nước ngoài														
Tata Power Co Ltd/The	TPWR IN	NA	KKN	13,862.0	117.4	na	7.2	na	2.0	na	6.1	na	24.8	22.1
Malakoff Corp Bhd	MLK MK	NA	KKN	1,115.8	106.4	18.8	0.8	0.9	0.5	1.3	1.8	4.4	6.4	5.9
Banpu power	BPP TB	NA	KKN	1,122.9	4.4	na	0.6	na	9.3	na	15.6	na	9.0	na
Ratchaburi Elec	RATCH TB	NA	KKN	2,053.7	10.7	9.8	0.6	0.7	2.7	4.0	6.3	7.2	23.9	16.6
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	997.5	6.0	17.3	1.4	1.4	8.1	3.2	26.6	11.9	4.4	4.0
CTCP Nhiệt điện Quảng Ninh	QTP VN	NA	KKN	206.6	5.2	8.7	0.9	1.0	13.6	8.2	18.8	11.4	2.0	3.2
CTCP Nhiệt điện Hải Phòng	HND VN	NA	KKN	199.0	13.3	na	0.9	na	5.3	ba	6.5	na	4.9	na
Nhon Trạch 2	NT2 VN	26,900	Trung lập	250.1	5.3	7.2	1.3	1.3	15.0	9.9	27.5	18.1	2.1	3.1
Trung bình					31.2	12.4	1.9	1.4	6.7	5.0	13.1	13.0	9.7	8.9
PVPower	POW VN	16,700	Khả quan	1,589.0	12.5	12.3	1.1	1.0	3.6	3.5	9.0	8.9	7.4	6.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Tiềm năng đánh giá lại:

- Chúng tôi cho rằng một yếu tố đang khó đoán định và cần được liên tục quan sát, cập nhật, đó là tình hình giao Qc so với huy động thực tế hiện tại đang có sự lệch pha lớn, dẫn đến việc biên LN gộp có mức tăng trưởng đột biến trong một số thời điểm. Trong bối cảnh giao Qc cao như 2025-26, chúng tôi cho rằng yếu tố này có thể sẽ tiếp tục xảy ra.

- Nghị định 56 về cơ chế cho điện khí LNG có thể được ban hành sớm. Trong đó, trọng tâm là cơ chế bao tiêu Qc đang đề xuất được nâng từ tối thiểu 65% lên 75%.
- Khoản chênh lệch tỷ giá của Vũng Áng 1 ~1,600 tỷ đồng có thể được EVN thanh toán trong 2026.

Rủi ro giảm giá:

- Rủi ro giao Qc thấp hơn dự kiến trong 6 tháng cuối năm 2026. Ảnh hưởng đến doanh thu và biên LN gộp.
- Rủi ro thiếu hụt khí từ các nguồn khí nội địa cũng như rủi ro gián đoạn nguồn cung và tăng mạnh giá đầu vào khí LNG nếu chiến tranh Mỹ - Iran kéo dài.

Tổng hợp KQKD Q1/26

Hình 6: KQKD tốt của các nhà máy Nhơn Trạch dẫn dắt tăng trưởng LN quý 1

Các tiêu chí KQKD (Tỷ đồng)	Q1/25	Q1/26	svck (%)	%sv dự phóng	Nhận xét
Tổng sản lượng (triệu kWh)	3,724	5,649	52%	24%	
Điện khí	1,887	3,441	82%	21%	Cụm Nhơn Trạch 1&2 ghi nhận tăng trưởng sản lượng khá cao từ nền thấp Q1 năm ngoái, bù đắp cho sản lượng sụt giảm của Cà Mau 1&2 (-10% svck). Hơn nữa, đóng góp bổ sung từ Nhơn Trạch 3&4 ~874tr kWh cũng hỗ trợ tăng trưởng sản lượng. Mức huy động Q1/26 của NT3&4 ước tính chỉ đạt ~32% hệ số sự dụng tiềm năng của nhà máy, điều này xuất phát từ giá bán điện cao, nhà máy không được ưu tiên huy động trong bối cảnh nhu cầu phụ tải chỉ tăng 6.6%.
Điện than	1,760	1,866	6%	31%	Huy động điện than cơ bản ổn định, sản lượng tăng nhẹ 6% svck.
Thủy điện	309	342	11%	23%	Huy động thủy điện ghi nhận tăng trưởng từ Hòa Na (+43% svck) trong khi Dakdrinh ghi nhận giảm 9% svck.
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1,864	2,108	13.1%	87%	Giá bán bình quân tăng 13.1% svck, chủ yếu do Nhơn Trạch 3&4
Điện khí	2,018	2,478	23%	90%	Giá bán điện khí bình quân tăng 23% svck, chủ yếu do Nhơn Trạch 3&4 đi vào vận hành với giá bán bình quân Q1/26 đạt ~3,776đ/kWh. Trong kỳ, giá khí nội địa cơ bản đi ngang đạt ~9.2USD/mmbtu, theo đó giá bán các nhà máy nội không thay đổi nhiều, hiệu ứng giá khí tăng sẽ rõ ràng hơn trong Q2/26 do chiến tranh Mỹ - Iran.
Điện than	1,574	1,640	4%	95%	Giá bán ổn định do giá than ổn định, tương tự giá khí, các tác động rõ rệt hơn từ Q2 trở đi.
Thủy điện	1,063	947	-11%	93%	
Doanh thu	8,150	12,327	51%	21%	
Điện khí	3,809	8,526	124%	19%	
Điện than	2,770	3,060	10%	28%	
Thủy điện	365	324	-11%	20%	
LN gộp	816	1,804	121%	36%	Tăng trưởng LN đột biến, chủ yếu đến từ Nhơn Trạch 3&4. Trong khi các nhà máy nội địa cơ bản huy động bám sát Qc được giao, Nhơn Trạch 3&4 được giao Qc cao trong 6 tháng đầu năm trong khi huy động thực tế chỉ hoàn thành 61%, điều này dẫn đến việc được bù phần doanh thu Qc chưa huy động, giúp tăng mạnh biên LN gộp.
Biên LN gộp (%)	10%	15%	5 đ%	6 đ%	
Chi phí bán hàng & QLDN	337	236	-30%	13%	Chi QLDN giảm 30% svck chủ yếu do giảm mạnh chi phí dự phòng. Hơn nữa, Nhơn Trạch 3&4 tận dụng hệ thống quản lý và đội ngũ chung với Nhơn Trạch 1, giúp tối ưu chi phí.
Doanh thu tài chính	208	299	44%	26%	Doanh thu tài chính tăng mạnh chủ yếu đến từ lãi vay, hiện tại doanh nghiệp đang có nguồn tiền chờ quyết toán nốt cho nhà thầu của Nhơn Trạch 3&4.
Chi phí tài chính	176	458	161%	26%	Chi phí tài chính tăng mạnh 161% svck chủ yếu do lãi vay từ khoản vay bổ sung NT3&4.
<i>Chi phí lãi vay</i>	119	414	247%	25%	
Thu nhập ròng khác	(1)	(2)	67%	-263%	
Lợi nhuận trước thuế	510	1,408	176%	56%	
Chi phí thuế TNDN	38	107	181%	42%	
Lợi nhuận sau thuế	472	1,300	175%	58%	
Lợi ích cổ đông thiểu số	27	101	271%	35%	
LN ròng	445	1,200	170%	60%	Tổng hợp lại, LNST đạt 1,200 tỷ đồng, tăng mạnh 170% svck, hoàn thành 60% dự phóng MBS và hoàn thành 104% KH đặt ra. Điều này chủ yếu đến từ mức biên LN gộp cao hơn so với dự kiến do KQKD tích cực của Nhơn Trạch 3&4.

Nguồn: POW, MBS Research

Triển vọng 2026-27: Nhon Trạch 3&4 dẫn dắt tăng trưởng

Hình 7: Tổng hợp điều chỉnh dự phóng KQKD POW 2026-27 (Cơ sở điều chỉnh từ báo cáo ngành Điện tháng 4/2026)

Đơn vị: tỷ đồng	2025	%svck	2026	%svck	Δ%	2027	%svck	Δ%	Đánh giá
Ước tính giá đầu vào									
Khí nội địa (USD/mmbtu)	8.8	-4.0%	9.5	8.0%	2.5%	9.1	3.9%	0.3%	Điều chỉnh tăng giá định giá khí nội địa và LNG sau xung đột Mỹ - Iran. Giá than cũng ước tính tăng nhẹ do chi phí logistic tăng lên.
Khí LNG (USD/mmbtu)	17	na	20	18.1%	5.4%	18	-10.2%	6.0%	
Than (triệu đồng/tấn)	2,400	0.0%	2,500	4.2%	4.2%	2,525	1.0%	5.2%	
Sản lượng (triệu kWh)	17,425	8.4%	21,435	23.0%	-10.8%	23,104	7.8%	-6.5%	
Cà Mau 1&2	5,574	-7.1%	5,256	-5.7%	-7.0%	5,650	7.5%	-4.4%	Điều chỉnh sản lượng giảm chủ yếu do điều chỉnh giảm mạnh dự phóng huy động của Nhon Trạch 3&4 do mức huy động thực tế thấp hơn nhiều so với kế hoạch được giao. Các nhà máy còn lại về cơ bản không có điều chỉnh quá đáng kể so với dự phóng trước.
Nhon Trạch 1	1,032	263.4%	1,380	33.7%	0.0%	1,380	0.0%	0.0%	
Nhon Trạch 2	3,118	13.7%	3,482	11.7%	0.0%	3,614	3.8%	0.0%	
Nhon Trạch 3&4	-	na	3,840	na	-36.3%	4,800	25.0%	-20.4%	
Hòa Na	966	51.9%	883	-8.6%	1.7%	941	6.5%	3.8%	
Dakrinh	702	24.0%	602	-14.2%	-4.7%	623	3.5%	-1.5%	
Vũng Áng 1	5,973	2.2%	5,992	0.3%	0.0%	6,097	1.8%	0.9%	
Giá bán bình quân (đ/kWh)	1,949	4.3%	2,438	25.1%	0.4%	2,375	-2.6%	1.1%	
Cà Mau 1&2	1,853	-2.8%	2,046	10.4%	-1.1%	2,041	-0.2%	5.0%	Giá bán bình quân các nhà máy điện khí được điều chỉnh tăng so với dự phóng trước, phản ánh mức giá đầu vào tăng.
Nhon Trạch 1	2,547	6.4%	2,424	-4.8%	11.6%	2,332	-3.8%	8.0%	
Nhon Trạch 2	2,552	17.6%	2,397	-6.1%	11.6%	2,274	-5.1%	6.4%	Giá bán Vũng Áng kỳ vọng có thể giảm nhẹ đôi chút mặc dù giá than tăng, chủ yếu do năm ngoài ghi nhận một số tháng có doanh thu bù Qc lớn, trong khi năm nay chúng tôi tăng tỷ trọng giá định huy động trên thị trường điện (Qm).
Nhon Trạch 3&4	-	na	4,317	na	12.6%	3,791	-12.2%	7.0%	
Hòa Na	1,195	-3.5%	1,240	3.8%	1.9%	1,247	0.6%	0.5%	
Dakrinh	865	-2.3%	910	5.2%	0.0%	955	4.9%	0.0%	
Vũng Áng 1	1,903	3.1%	1,880	-1.2%	-0.6%	1,904	1.3%	0.7%	
Doanh thu	33,968	13.1%	52,255	53.8%	-11.3%	54,877	5.0%	-6.4%	
Cà Mau 1&2	10,327	36.7%	10,752	4.1%	-8.0%	11,532	7.3%	0.4%	Theo đó, doanh thu điều chỉnh giảm 11% và 6.1% sv dự phóng trước đó, chủ yếu do điều chỉnh giảm sản lượng của nhóm điện khí.
Nhon Trạch 1	2,628	5.3%	3,344	27.3%	11.6%	3,218	-3.8%	8.0%	
Nhon Trạch 2	7,958	122.1%	8,347	4.9%	11.6%	8,218	-1.5%	6.4%	
Nhon Trạch 3&4	-	na	16,903	na	-28.0%	18,532	9.6%	-20.6%	
Hòa Na	1,154	186.9%	1,095	-5.1%	3.6%	1,173	7.1%	4.3%	
Dakrinh	607	68.8%	548	-9.7%	-4.7%	595	8.6%	-1.5%	
Vũng Áng 1	11,368	5.3%	11,266	-0.9%	1.5%	11,610	3.0%	7.2%	
LN gộp	4,327	122.1%	5,262	21.6%	6.6%	5,757	9.4%	4.9%	LN gộp 2026 điều chỉnh tăng, phản ánh sản lượng Qc được giao cho Nhon Trạch 3&4 tích cực, trong khi huy động thực tế thấp hơn dẫn đến tình trạng bù doanh thu Qc như Q1/26, giúp biên LN gộp cải thiện mạnh. Với chu kỳ giao 6 tháng, chúng tôi cho rằng xu hướng này khả năng cao duy trì trong Q2, và giảm nhẹ trong 6 tháng cuối. Trong 2027, huy động thực tế NT3&4 sẽ vẫn phần nào thấp hơn Qc được giao do các cam kết về mức Qc tối thiểu, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng yếu tố bù Qc sẽ không nhiều như 2026 và sản lượng thực tế sẽ bám sát kế hoạch hơn.
% biên LN gộp	12.7%	6 đ%	10.0%	-3 đ%	1 đ%	10.4%	0 đ%	11 đ%	
Chi phí bán hàng &QLDN	1,247	42.6%	1,637	31.3%	-10.7%	1,723	5.3%	-8.7%	Điều chỉnh giảm chi phí bán hàng và QLDN trong 2026-27, chủ yếu do doanh nghiệp giảm mạnh chi phí dự phòng trong Q1/26, hơn nữa, chúng tôi nhận thấy việc quản lý chung Nhon Trạch 1 và Nhon Trạch 3&4 đang giúp tối ưu chi phí nhiều hơn dự kiến.
EBIT	3,080	186.9%	3,625	17.7%	13.3%	4,033	11.3%	12.0%	
Doanh thu tài chính	1,040	68.8%	1,068	2.6%	2.7%	1,099	2.9%	-5.3%	
Chi phí tài chính	1,042	56.3%	1,609	54.4%	-9.8%	1,500	-6.7%	-11.6%	Điều chỉnh giảm chi phí tài chính phản ánh dư nợ vay thấp hơn dự kiến trong Q1/26.
Thu nhập ròng khác	1	-99.8%	38	3022.8%	37.3%	38	0.0%	0.1%	
LNTT	3,080	103.0%	3,119	1.3%	25.0%	3,651	17.1%	18.4%	
Chi phí thuế	210	23.0%	260	23.8%	1.5%	261	0.2%	-23.8%	
LNST	2,869	113.2%	2,859	-0.4%	27.7%	3,391	18.6%	23.7%	
Lợi ích CDTS	291	461.9%	323	-44.9%	11.1%	387	19.8%	41.3%	
LN ròng	2,341	87.0%	2,458	5.0%	26.2%	2,984	21.4%	20.9%	Theo đó, LN ròng 2026/27 điều chỉnh +26%/21% sv dự phóng trước.

Nguồn: POW, MBS Research

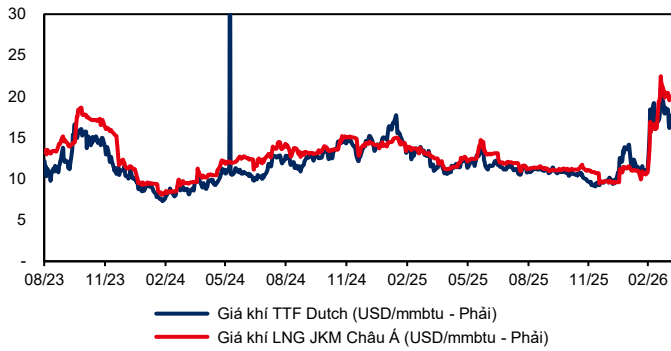
Kế hoạch kinh doanh 2026: POW đặt kế hoạch 2026 với sản lượng đạt 21.6 tỷ kWh, (+25% svck), doanh thu đạt 49,887 tỷ đồng (+46% svck) và LNTT đạt 1,328 tỷ đồng (-57% svck). Trong đó, ở các đợt gặp gỡ trước, doanh nghiệp chia sẻ kế hoạch LN giảm mạnh chủ yếu do kỳ vọng áp lực chi phí từ Nhon Trạch 3&4 trong năm đầu vận hành và nền cao 2025. Trên thực tế chỉ tính riêng LNTT Q1/26 đã đạt 1.408 tỷ đồng, vượt kế hoạch cả năm. Trong lịch sử, POW thường có xu hướng đặt kế hoạch thận trọng hơn nhiều so với thực hiện, điều này xuất phát từ một số các lý do khách quan 1) Kế hoạch giao sản lượng của

NSMO so với huy động thực tế có sự lệch pha khá lớn trong những năm gần đây, chủ yếu do nhu cầu tiêu thụ điện thực tế đang thấp hơn khá nhiều so với dự báo; 2) Chu kỳ giao sản lượng cũng bị rút ngắn hơn, hiện tại đang là 6 tháng cho điện khí, 3 tháng cho điện than và 1 tháng cho thủy điện, khiến cho tình hình dự báo và lập kế hoạch cũng gặp nhiều khó khăn; 3) Các khoản lợi nhuận bất thường được EVN thanh toán.

Điện khí: Kỳ vọng tăng trưởng sản lượng tích cực từ cụm Nhơn Trạch

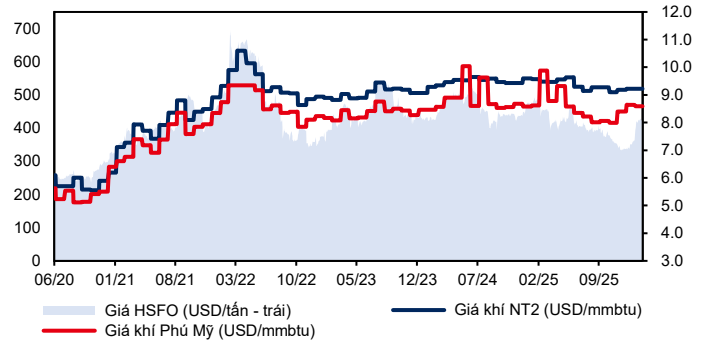
- Tăng trưởng sản lượng 2026 đạt 42% svck, chủ yếu đến từ Nhơn Trạch 3&4. Trong 2026, các nhà máy điện khí nội cơ bản huy động bám sát Qc, Cà Mau 1&2 ghi mức huy động trên thị trường điện khá cao mặc dù giá thị trường điện hiện đang thấp hơn giá biến đổi, nhìn chung làm giảm biên LN các nhà máy so với mức nền cao của 2025. Ngược lại Nhơn Trạch 3&4 được giao Qc cao ở mức khoảng 65% theo quy định, tương đương ~3.1 tỷ kWh trong khi huy động thực tế thấp dẫn đến tình trạng một số tháng được bù doanh thu Qc, kéo tăng mạnh biên LN. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng NT3&4 sẽ đạt 3.8 tỷ kWh, tương đương tỷ lệ sử dụng chỉ đạt 34%. Tuy nhiên, đóng góp cho LN gộp sẽ khá tích cực đạt 1,671 tỷ đồng (đóng góp 31% cho LN gộp trong 2026). Theo doanh nghiệp chia sẻ, giao Qc 6 tháng đầu năm cho các nhà máy đạt 11 tỷ kWh, đồng nghĩa khả năng cao triển vọng huy động trong Q2/26 cơ bản vẫn được đảm bảo. Nhìn sang nửa cuối năm, thông thường Qc được giao sẽ thấp hơn do đây là giai đoạn miền Nam bước vào mùa mưa, hỗ trợ thủy điện, và các nhà máy của POW có hoạt động sửa chữa lớn, cụ thể trong 2026 bao gồm trung tu NT2 và đại tu Cà Mau 1. Theo đó, triển vọng nửa cuối 2026 nhiều khả năng sẽ giảm so với nửa đầu.
- Nhìn sang 2027, chúng tôi kỳ vọng NT3&4 tiếp tục đóng góp chính cho tăng trưởng, sản lượng nhà máy ước tăng 25% svck đạt 4.8 tỷ kWh, hỗ trợ sản lượng điện khí tăng 11% svck, trong bối cảnh huy động các nhà máy khí nội ổn định. Trên quan điểm thân trọng, chúng tôi cho rằng giao Qc sẽ bám sát thực tế hơn, và tình trạng bù Qc sẽ giảm. Theo đó, ước tính LN gộp của NT3&4 đạt 1,690 tỷ đồng, tăng nhẹ svck, chủ yếu do biên LN gộp giảm được bù đắp từ quy mô doanh thu tăng lên, đóng góp 29% cho tổng LN gộp.
- Về giá bán điện khí, 2026 ghi nhận mức tăng mạnh của giá nhiên liệu đầu vào do mức tăng vọt của dầu Brent, và giá khí LNG nhập khẩu, bắt nguồn từ xung đột Mỹ - Iran cuối tháng 2. Hiện tại giá dầu Brent đã tăng 63% sv đầu năm, kéo giá khí nội địa tăng lại mức ~10USD/mmbtu. Giá khí LNG Châu Á cũng tăng lên mức quanh 18-19USD/mmbtu (+80% sv đầu năm). Nhờ cơ chế chuyển ngang giá khí sang giá điện, cơ bản tác động sẽ không quá lớn lên LN của các nhà máy, triển vọng kinh doanh giai đoạn hiện tại phụ thuộc nhiều hơn vào năng lực huy động thực tế và tình hình giao Qc của NSMO.

Hình 8: Giá khí LNG quốc tế tăng vọt từ khi xung đột Mỹ - Iran diễn ra trong Q1/2026, hiện tại ghi nhận tăng ~90% từ đầu năm



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 9: Giá khí trong nước neo cao, và đang có xu hướng tăng trở lại trong Q2/26 trong bối cảnh chiến tranh chưa hạ nhiệt

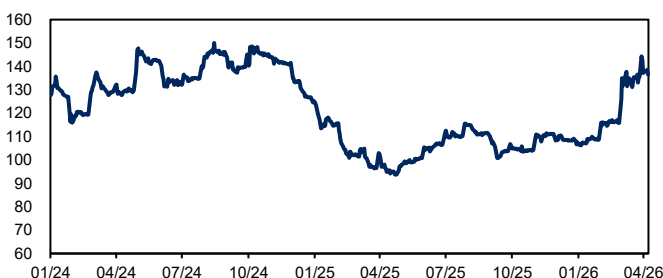


Nguồn: Bloomberg, GENCO3, NT2, MBS Research

Điện than: Đảm bảo vận hành ổn định

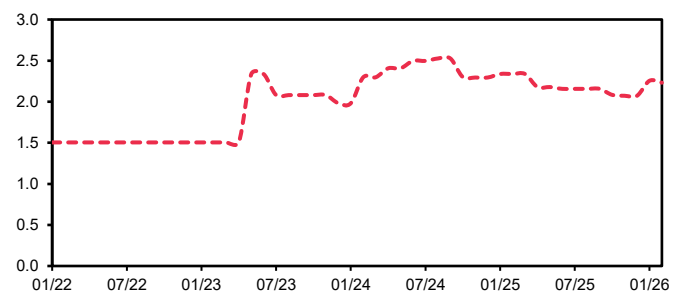
- Trong 2026 quy định tỷ lệ alpha (tỷ lệ sản lượng Qc) cho các nhà máy nhiệt điện là 80%, giá biên thị trường điện (SMP) trong 1-2 tháng gần đây liên tục được chào ở mức giá trần (~1,725đ/kWh) tại các giờ cao điều chiều, tạo điều kiện cho các nhà máy điện than với chi phí biến đổi thấp hơn các nhà máy điện khí tận dụng để gia tăng sản lượng, theo đó sản lượng nhiều khả năng sẽ vẫn duy trì ở mức huy động cao trong 2026, +0.3% svck và duy trì ổn định trong 2027.
- Về nguồn đầu vào, theo chia sẻ từ doanh nghiệp, từ đầu năm đến nay công tác thu xếp nguồn than được đảm bảo, lượng tồn kho luôn duy trì ở mức trên 300 nghìn tấn mỗi tháng, cơ bản phục vụ tốt cho nhu cầu cao điểm mùa khô sắp tới. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng đang đàm phán để mua than bổ sung từ 1-2 triệu tấn từ các đối tác Lào, nhằm đa dạng hóa nguồn cung trong dài hạn, giảm phụ thuộc TKV. Theo đánh giá các năm trước, việc phải sử dụng than 5a.14 phối trộn phần nào làm giảm hiệu suất vận hành của nhà máy, doanh nghiệp trong năm nay cố gắng thu xếp bổ sung nguồn than 5a.10 vốn tối ưu hiệu suất hơn cho Vũng Áng 1. Về giá bán, doanh nghiệp chia sẻ giá than có xu hướng nhích nhẹ 6% sv đầu năm, điều này chủ yếu đến từ chi phí logistic gia tăng sau giai đoạn chiến tranh Mỹ - Iran xảy ra. Do tỷ trọng huy động trên thị trường điện khá lớn, thực tế quý 1 rơi vào ~34% Qm, việc giá than tăng nhìn chung cũng sẽ phần nào gây áp lực lên dư địa huy động trên thị trường điện cũng như biên LN. Chúng tôi ước tính giá bán điện bình quân Vũng Áng 1 đạt 1,880đ/kWh và 1,904đ/kWh trong 2026-27.

Hình 10: Giá than Newcastle Úc bắt đầu tăng trở lại, tuy nhiên, mức tăng chậm hơn giá khí, ~30% từ đầu năm (Đơn vị: USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 11: Giá than GENCO3 cập nhật tăng nhẹ. Từ 2024, các nhà máy đều phải sử dụng than phối trộn (Đơn vị: Triệu đồng/tấn)

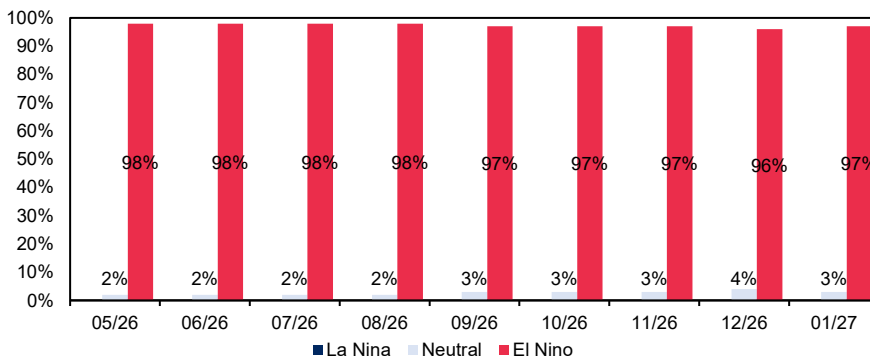


Nguồn: GENCO3, MBS Research

Thủy điện: Xác suất xảy ra El Nino rất cao từ nay đến cuối năm

Chúng tôi kỳ vọng huy động thủy điện giảm sút, đặc biệt trong nửa cuối 2026 khi theo dự báo của IRI cũng như Trung tâm Khí tượng Thủy văn Quốc gia, xác suất xảy ra El Nino rất cao từ giờ đến cuối năm, trong khi nhìn lại 2025, các nhà máy được huy động tốt nhờ thời tiết khá thuận lợi tạo mức nền cao cho tăng trưởng 2026. Theo đó, ước tính sản lượng giảm 11% svck trong 2026 và ổn định lại ở mức +5% svck trong 2027. Trong 2026, cơ chế tỷ lệ alpha giữ nguyên là 2% cho thủy điện, theo đó, về cơ bản dự địa huy động trên thị trường điện của các nhà máy sẽ không quá cao, giá bán kỳ vọng ổn định.

Hình 12: IRI dự báo xác suất xảy ra El Nino gần như chắc chắn từ nay đến cuối năm



Nguồn: MBS Research

Tập trung tối đa nguồn lực để tăng trưởng đang là mục tiêu chính của tập đoàn trong dài hạn:

Trong đợt Đại hội cổ đông mới đây, doanh nghiệp chia sẻ rõ ràng về quan điểm phân bổ dòng tiền trong thời gian tới, ưu tiên nguồn vốn để đẩy mạnh tăng trưởng ở mức tối đa, theo đó dự kiến trong thời gian tới POW không có kế hoạch để chia cổ tức tiền mặt. Chúng tôi cho rằng đây là các chiến lược phù hợp, trong bối cảnh Nghị định 56 và Nghị định 100 sửa đổi đang đưa ra được nhiều cơ chế khuyến khích để phát triển điện khí, nổi bật bao gồm đảm bảo các nhà máy được tận dụng tối đa nguồn khí cũng như đề xuất nâng tỷ lệ bao tiêu Qc từ 65% lên 75%. Đánh giá thực tế, doanh nghiệp đang cho thấy nhiều bước đi mạnh mẽ, khẳng định vị thế doanh nghiệp điện khí số một cả nước khi liên tục có các dự án gói đầu đang được triển khai sau Nhơn Trạch 3&4:

- **LNG Quảng Ninh (1,500MW):** Liên danh PVPower – Colavi – Tokyo Gas – Marubeni làm chủ đầu tư, tổng mức đầu tư gần 47,500 tỷ đồng, bao gồm cả nhà máy điện và hệ thống kho cảng LNG. Hiện tại dự án đang ở bước đầu GPMB, trong tháng 3 vừa khởi công dự án đường dây 500kV giải tỏa công suất cho nhà máy, dự kiến đi vào vận hành GD 2029-30.
- **LNG Quỳnh Lập (1,500MW):** Liên danh PVPower – Tập đoàn SK (Hàn Quốc) – Công ty TNHH Mía đường Nghệ An (Tập đoàn TH) làm chủ đầu tư, tổng mức đầu tư 59,372 tỷ đồng bao gồm cả nhà máy và hệ thống kho cảng LNG. Dự án vừa khởi công trong T5 và kỳ vọng đi vào vận hành trước 2031.
- **LNG Vũng Áng 3 (1,500MW):** Đang nghiên cứu đầu tư, dự kiến chỉ đầu tư nhà máy điện riêng, không đầu tư kho cảng.

- **Dự án nhà máy điện linh hoạt Nhon Trạch 5 (600MW):** đang nghiên cứu đầu tư, dự kiến sẽ để Nhon Trạch 2 đầu tư và quản lý.
- Ngoài ra, doanh nghiệp còn có kế hoạch M&A và mở rộng thêm các dự án thủy điện, bao gồm cả các dự án ở Lào cũng như nghiên cứu đầu tư thủy điện tích năng miền Trung.

Các dự án bên trên hiện tại vẫn đang trong những bước đầu triển khai, chưa có thông tin rõ ràng về tiến độ đàm phán PPA, GSA và các hợp đồng quan trọng, chúng tôi sẽ cập nhật thêm trong định giá nếu có thông tin cụ thể.

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
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng