

PV POWER (POW)

Biên LNG mở rộng, lợi nhuận khởi sắc

- Lợi nhuận mở rộng nhờ biên LNG cải thiện
- 4Q25F – Lợi nhuận bức tốc
- Duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ**

Thực tế: Lợi nhuận bứt phá đến 336% n/n

Trong 3Q25, doanh thu ghi nhận đạt 7,855 tỷ đồng (+29% n/n và -16% q/q) với tổng sản lượng tăng trưởng 30% n/n (biểu đồ 1). Cụ thể:

- **Thủy điện:** Sản lượng đạt 569 triệu kWh (+38% n/n, biểu đồ 1) nhờ tác động tích cực từ pha trung tính (biểu đồ 5, 6), dẫn đến tổng doanh thu đạt 643 tỷ đồng (+51% n/n) dù giá bán điện FMP giảm 54% n/n (chiếm 2% doanh thu, biểu đồ 7).
- **Điện than Vũng Áng:** Doanh thu đạt 2,258 tỷ đồng (+55% n/n, biểu đồ 1) với sản lượng đạt 1,063 triệu kWh (+75% n/n, biểu đồ 2) trong bối cảnh tiêu thụ điện cả nước trong 3Q25 đạt 7% n/n và mức nền thấp do cùng kỳ thực hiện đại tu.
- **Điện khí:** Doanh thu đạt 4,929 tỷ đồng (+12% n/n, biểu đồ 1). Động lực dẫn dắt từ hai nhà máy NT1 & 2 với tổng sản lượng đạt 2,307 triệu kWh (+13% n/n, biểu đồ 2) nhờ (1) A0 gia tăng huy động các nhà máy điện khí để bù đắp công suất thiếu hụt từ 2 nhà máy BOT; (2) Phú Mỹ 1 thực hiện đại tu; (3) EVN điều chỉnh hệ số alpha (Qc) lên 80%.

Do đó dẫn đến LNG đạt 1,290 tỷ đồng (+336% n/n), tương ứng với biên LNG tăng lên mức 16.4% (+11.5 đpt n/n) nhờ những yếu tố tích cực ở trên. Kết quả, LNST đạt 943 tỷ đồng (+109% n/n) bất chấp (i) chi phí QLDN tăng 25% n/n đạt 212 tỷ đồng; (ii) thu nhập tài chính giảm về mức 223 tỷ đồng (-46% n/n) và (iii) CPTC tăng lên mức 295 tỷ đồng (3Q24: -3 tỷ đồng).

Bảng 1. Báo cáo KQKD của POW trong 3Q25

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	q/q	n/n
Doanh thu	6,061	8,493	8,150	9,399	7,855	(16)	30
LNHD	542	(164)	511	809	1,006	24	86
Biên LNHD (%)	8.9	(1.9)	6.3	8.6	12.8	4.2	3.9
LNST	547	250	510	810	1,012	25	85
LNST	453	235	472	761	948	25	109

Nguồn: Dữ liệu Công ty, KIS Research

Ưu và nhược điểm: 4Q25F – Lợi nhuận duy trì tích cực

Trong 4Q25F, chúng tôi kỳ vọng POW sẽ tiếp tục ghi nhận triển vọng tích cực. Động lực chủ yếu từ đến từ nhóm điện khí và thủy điện. Cụ thể các mảng hoạt động:

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

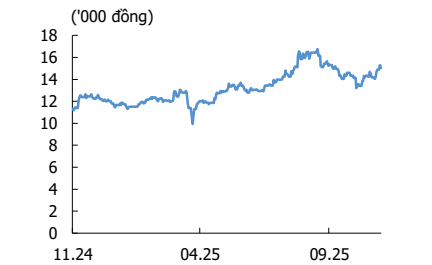
Thông kê

VNIndex (18/11, điểm)	1,656
Giá cp (18/11, đồng)	15,050
Vốn hóa (tỷ đồng)	35,245
SLCP lưu hành (triệu)	2,342
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	16,750/9,930
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	170
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	20.1/2.7
Cổ đông lớn (%)	
PVN	79.74
Norges Bank	1.27

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	6.4	16.7	33.2
Tương đối với VNI (%p)	10.6	(12.2)	(5.4)

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

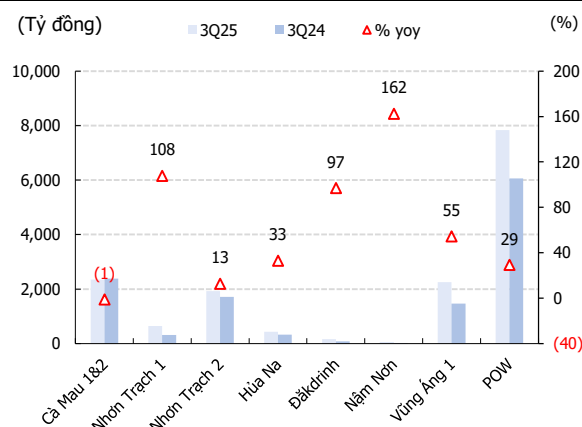
researchdept@kisvn.vn

- **Nhóm thủy điện:** Chúng tôi kỳ vọng sản lượng thủy điện của POW sẽ tiếp tục cải thiện nhờ pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến T9/2026 trong bối cảnh lưu lượng nước về hồ (tính đến tháng 11) duy trì mức tăng trưởng 10% n/n. Bên cạnh đó, chúng tôi tin rằng mức tăng sản lượng này có thể bù đắp cho mức giảm của FMP (-30% n/n, biểu đồ 7). Do đó, chúng tôi dự báo biên LNG và lợi nhuận của nhóm thủy điện sẽ tăng trưởng trong 4Q25F.
- **Nhóm nhiệt điện khí:** Dựa trên dữ liệu huy động của EVN, để đảm bảo nhu cầu tiêu thụ điện, chúng tôi dự phóng sản lượng nhiệt điện khí của POW có thể tăng mạnh. Trong đó, động lực dẫn dắt từ 2 nhà máy NT1 & NT2. Ngoài ra, hỗ trợ tích cực từ (i) hiệu suất nhà máy cải thiện; (ii) giá bán ghi nhận tăng tốt hơn so với giá khí và (iii) trong 4Q25F NT2 có thể ghi nhận hoàn tất phần khấu hao từ máy móc thiết bị. Do đó, chúng tôi đánh giá biên LNG và lợi nhuận của nhóm này có thể ghi nhận kết quả tích cực.
- **Nhiệt điện than Vũng Áng:** Chúng tôi đánh giá triển vọng tích cực trong 4Q25F nhờ sản lượng Vũng Áng 1 dự kiến tăng 17% n/n, được hỗ trợ bởi: (a) bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện vẫn duy trì mức cao; (b) hệ số alpha Qc tăng từ 70% lên 80% trong năm 2025 và (c) mức nền thấp do cùng kỳ thực hiện đại tu. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng giá bán có thể tăng nhanh hơn giá than đầu vào (biểu đồ 8), qua đó cải thiện biên LNG của nhà máy trong 4Q25F.

Hành động: Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

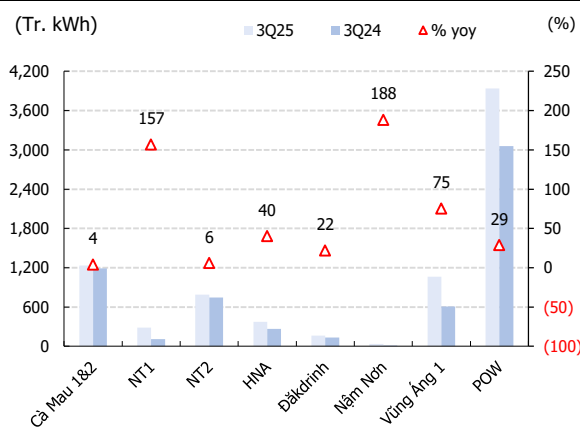
Chúng tôi tin tưởng rằng POW sẽ có nhiều chuyển biến tích cực trong trung và dài hạn, khi các nhà máy đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định hệ thống điện. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi cho rằng giá thị trường hiện tại của cổ phiếu có thể đã phản ánh gần như giá trị nội tại của doanh nghiệp. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với POW trong năm 2025F.

Biểu đồ 1. Doanh thu ghi nhận đạt 7,831 tỷ đồng, tăng 29% n/n trong 3Q25

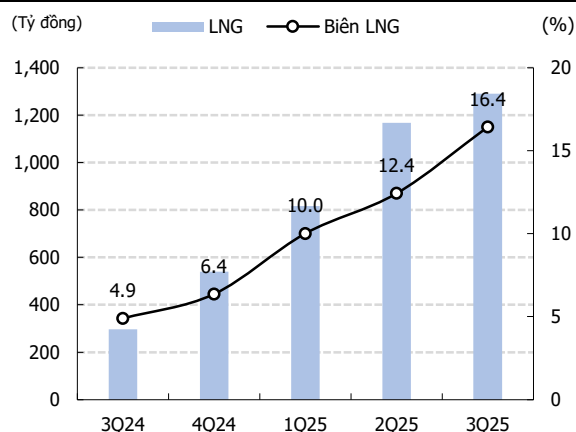


Nguồn: POW, KIS Research

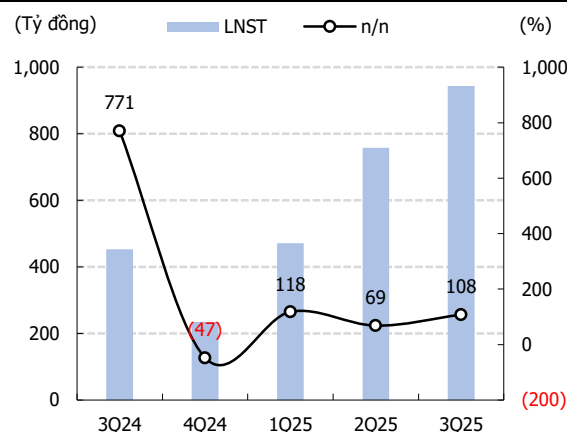
Biểu đồ 2. Sản lượng điện tăng trưởng mức 29% n/n, dẫn dắt bởi nhóm thủy điện và điện khí



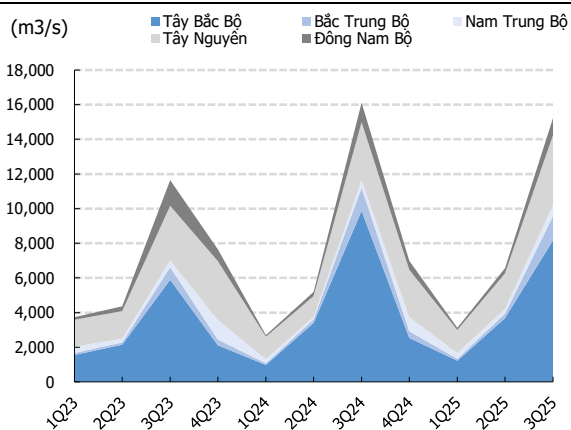
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 3. Biên LNG tăng lên mức 16.4%, tăng 11.5 đpt n/n trong 3Q25

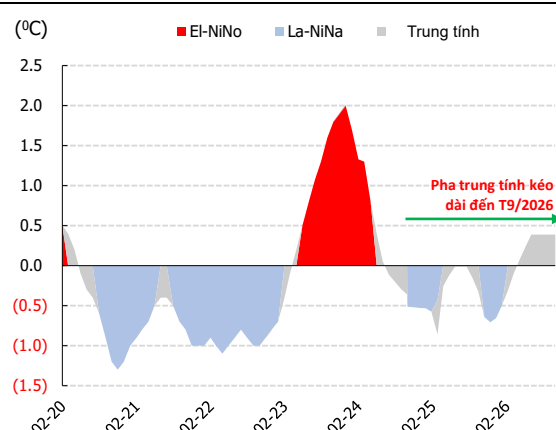
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 4. LNST tăng trưởng đạt mức 108% n/n, nhờ cải thiện biên LNG trong 3Q25

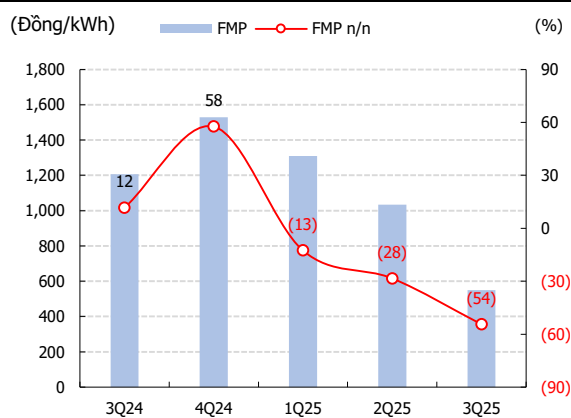
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 5. Lưu lượng nước về hồ cho thấy xu hướng tích cực nhờ hỗ trợ từ pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến T9/2026

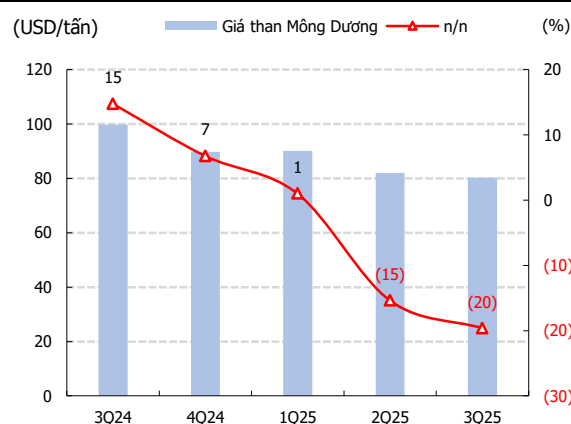
Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 6. Theo dữ liệu từ NOAA, pha trung tính kỳ vọng kéo dài đến T9/2026

Nguồn: EVN, KIS Research

Biểu đồ 7. Giá bán điện FMP (chiếm 2% doanh thu) ghi nhận sụt giảm mạnh trong 3Q25, khả năng tiếp tục giảm mạnh trong 4Q25F

Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 8. Giá than cho thấy xu hướng sụt giảm trong 3Q25, và có thể tiếp tục giảm trong các quý tiếp theo

Nguồn: POW, KIS Research

Tổng quan doanh nghiệp

Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (POW) được thành lập năm 2007. Năm 2019, cổ phiếu POW giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE). POW đang quản lý vận hành 07 Nhà máy điện với tổng công suất lắp đặt là 4,205 MW, gồm điện khí, than và thủy điện. Tất cả các nhà máy điện của POW đều sử dụng công nghệ tiên tiến và máy móc thiết bị từ các nh cung cấp hàng đầu thế giới như Siemens, ...

CDKT

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	30,171	44,873	57,631	56,732	59,507
Tiền và tương đương tiền	11,720	25,944	32,237	31,452	33,042
Tài sản dài hạn (đ/c)	11,941	12,349	17,425	17,264	18,229
Tài sản cố định	1,795	1,786	2,830	2,888	3,043
Đầu tư tài chính	18,451	18,929	25,394	25,280	26,466
Khác	24,321	54,403	50,187	45,969	41,751
Tổng tài sản	766	766	766	766	766
Người mua trả trước	26,023	889	3,752	3,663	4,208
Doanh thu chưa thực hiện	81,281	100,930	112,336	107,130	106,232
Phải trả người bán	3	3	5	5	5
Khác	-	-	-	-	-
Nợ vay ngắn hạn	17,159	18,942	26,728	26,481	27,962
Nợ vay dài hạn	4,464	4,928	6,953	6,889	7,274
Tổng nợ và phải trả	13,508	12,496	15,566	14,054	13,484
VCSH	9,151	24,048	20,628	17,209	14,465
Vốn điều lệ	46,675	63,055	73,601	68,324	67,083
Thặng dư	31,911	35,180	36,039	36,110	36,452
Quỹ khác	23,419	23,419	23,419	23,419	23,419
LN giữ lại	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Tổng VCSH	4,460	4,460	4,460	4,460	4,460
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	4,032	7,301	8,160	8,231	8,574
Tiền và tương đương tiền	2,696	2,696	2,696	2,696	2,696
Tài sản dài hạn (đ/c)	34,607	37,875	38,735	38,806	39,148

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền hoạt động	4,398	7,304	5,157	2,527	3,267
LN ròng	1,517	3,976	1,147	95	457
KH và dự phòng	2,818	4,218	4,218	4,218	4,218
Tăng VLD ròng	4,231	8,492	5,770	4,430	4,550
Dòng tiền đầu tư	(22,280)	(6,966)	1,487	1,619	1,635
Tài sản cố định	(20,685)	(8,514)	(16)	(2)	(3)
Đầu tư tài chính	(1,594)	1,547	1,503	1,621	1,639
Dòng tiền tài chính	19,635	13,885	(350)	(4,931)	(3,313)
Tăng vốn chủ	9,770	-	-	-	-
Tăng nợ	27,050	(1,012)	3,069	(1,511)	(570)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Dòng tiền khác	0	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	1,754	14,223	6,294	(785)	1,589

KQKD

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	30,180	33,316	47,009	46,575	49,179
Giá vốn hàng bán	28,232	28,090	44,518	45,432	47,865
Lợi nhuận gộp	1,948	5,226	2,491	1,143	1,314
Chi phí BH & QLDN	874	666	940	931	984
LN hoạt động	1,073	3,976	1,551	211	331
Doanh thu tài chính	616	906	1,503	1,621	1,639
Thu nhập lãi	460	979	1,419	1,538	1,555
Chi phí tài chính	667	1,203	1,907	1,738	1,512
Chi phí lãi vay	382	1,845	1,907	1,738	1,512
LN khác	1,684	-	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	1	1	1	1	1
LNTT	1,517	3,976	1,147	95	457
Thuế TNDN	171	484	229	19	91
LNST	1,346	3,492	918	76	366
EBITDA	4,734	10,039	7,273	6,051	6,188

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
EPS	500	1,396	367	30	146
BPS	13,626	15,022	15,389	15,419	15,566
DPS	-	-	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	8.0	10.4	41.1	(0.9)	5.6
LN hoạt động	(23.5)	324.8	(66.0)	(86.4)	56.6
LN ròng	1.2	159.5	(73.7)	(91.7)	380.9
EPS	16.5	178.9	(73.7)	(91.7)	380.9
EBITDA	(23.5)	324.8	(66.0)	(86.4)	56.6
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	3.6	13.7	3.3	0.5	0.7
Biên LN ròng	4.5	10.5	2.0	0.2	0.7
Biên EBITDA	3.6	13.7	3.3	0.5	0.7
ROA	1.8	3.8	0.9	0.1	0.3
ROE	4.0	10.4	2.6	0.2	1.0
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	10,939	10,601	3,957	(190)	(5,092)
Nợ ròng/ VCSH (%)	32	28	10	(0)	(13)
Định giá (x)					
PE	26.2	10.1	32.7	394.1	81.9
PB	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	41.8	9.9	29.0	212.8	135.9

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam với ngành trong 12 tháng tới**

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không ký vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam hoặc các bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 18/11/2025.

CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 18/11/2025.

Người thực hiện: Phòng Phân tích

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.