

PV POWER (POW)

Biên LNG mở rộng, lợi nhuận bùng nổ

- Tăng trưởng lợi nhuận phản ánh hiệu ứng nền thấp
- 1Q26 – Lợi nhuận kém khả quan
- Duy trì khuyến nghị **NĂM GIỮ**

Thực tế: Lợi nhuận tăng trưởng từ mức nền thấp

Trong 4Q25, doanh thu đạt 8,747 tỷ đồng (+1% n/n, tương đương 95% dự phóng của KIS, hình 1), được hỗ trợ bởi mức tăng 25% n/n của tổng sản lượng điện (Qc). Tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng thủy điện và nhiệt điện khí. Cụ thể:

- **Thủy điện:** Sản lượng đạt 516 triệu kWh (+32% n/n, hình 2), nhờ lưu lượng nước về các hồ trên cả nước tăng mạnh (+100% n/n, hình 5), bù đắp cho mức giảm của FMP (chiếm 2% doanh thu; -72% n/n). Nhờ đó, doanh thu thủy điện tăng lên 463 tỷ đồng (+15% n/n, hình 1).
- **Nhiệt điện khí:** Doanh thu ghi nhận mức 5,892 tỷ đồng (+17% n/n, hình 1), chủ yếu nhờ Nhơn Trạch 1 & 2, với sản lượng hợp nhất tăng 39% n/n (hình 2) do (1) A0 huy động nhằm bù đắp thiếu hụt công suất từ hai nhà máy BOT Phú Mỹ, và (2) mức nền thấp của NT1 & NT2 trong 4Q24.
- **Nhiệt điện than Vũng Áng:** Doanh thu ghi nhận 2,439 tỷ đồng (-18% n/n, hình 1) khi sản lượng giảm còn 1,214 triệu kWh (-23% n/n, hình 2), trong bối cảnh tiêu thụ điện cả nước tăng 5.7% n/n trong 4Q25 và lưu lượng nước về hồ vẫn duy trì ở mức cao.

Kết quả, lợi nhuận gộp đạt 1,053 tỷ đồng (+79% n/n, hình 3), với biên LNG cải thiện lên 12% (+6.0 đpt n/n, hình 3), nhờ các yếu tố tích cực nêu trên. Do đó, LNST đạt 688 tỷ đồng (+585% n/n, tương đương 110% dự phóng của KIS; hình 4), được thúc đẩy bởi (1) cải thiện biên LNG, (2) mức nền thấp trong 4Q24, và (3) thu nhập tài chính đạt 403 tỷ đồng (4Q24: giảm 51 tỷ đồng), chủ yếu từ thu lãi và cổ tức, bất chấp chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 34% n/n lên 530 tỷ đồng.

Bảng 1. Báo cáo KQKD của POW trong 4Q25

(Tỷ đồng, %, %p)

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	q/q	n/n
Doanh thu	8,619	8,150	9,399	7,855	8,747	11	1
LNHD	(305)	511	809	1,006	752	(25)	-
Biên LNHD (%)	(3.5)	6.3	8.6	12.8	8.6	(4.2)	-
LNTT	116	510	810	1,012	748	25	85
LNST	100	472	761	948	688	(28)	585

Nguồn: Dữ liệu Công ty, KIS Research

Khuyến nghị **NĂM GIỮ** (Duy trì)

Giá mục tiêu

Lợi nhuận

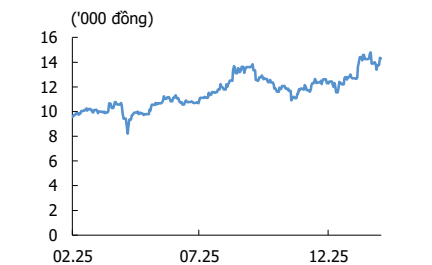
Thông kê

VNIIndex (03/02, điểm)	1,813
Giá cp (03/02, đồng)	14,300
Vốn hóa (tỷ đồng)	43,870
SLCP lưu hành (triệu)	3,068
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	14,800/8,208
GTGDTB 6T (tỷ đồng)	179
Tỷ lệ CP tự do/ Sở hữu NN (%)	27.4/5.1
Cổ đông lớn (%)	
PVN	79.74
Norges Bank	1.27

Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	12.6	21.4	49.8
Tương đối với VNI (%p)	10.9	(0.8)	2.6

Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

Phòng Phân tích

researchdept@kisvn.vn

Ưu và nhược điểm: 1Q26F – lợi nhuận chịu áp lực khi NT3 & 4 bắt đầu vận hành

Trong 1Q26, chúng tôi kỳ vọng sản lượng của POW tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng mạnh, tăng 20% n/n, được thúc đẩy bởi (i) NT3 & 4 chính thức COD trong 1Q26F và (ii) tăng trưởng sản lượng phù hợp với kế hoạch vận hành năm 2026 của EVN.

Tuy nhiên, LNST có thể ghi nhận mức giảm nhẹ. Dù chúng tôi dự báo lợi nhuận từ các nhà máy nhiệt điện khí dùng khí nội địa (Nhơn Trạch 1 & 2) và nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng có thể cải thiện svck, nhưng diễn biến kém tích cực của mảng thủy điện và dự án NT3 & 4 là yếu tố chính gây áp lực lên triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của POW trong 1Q26F. Chi tiết như sau:

- **Thủy điện:** Dựa trên dữ liệu lịch sử của NOAA, chúng tôi kỳ vọng trong các năm chuyển pha từ La Niña sang trung tính (hình 6), hệ số công suất có thể giảm 4%-6% n/n. Do đó, sản lượng của các nhà máy nhiều khả năng bị ảnh hưởng tiêu cực, dù FMP bình quân (chiếm khoảng 2% doanh thu) có thể cải thiện 40%-50% n/n. Vì vậy, chúng tôi dự báo cả biên LNG và lợi nhuận của mảng thủy điện sẽ giảm trong 1Q26F.
- **Nhiệt điện khí:** Trong 1Q26, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này tiếp tục tăng trưởng, với tổng sản lượng tăng 53% n/n, chủ yếu nhờ Nhơn Trạch 3 & 4 chính thức đi vào vận hành trong 1Q26.

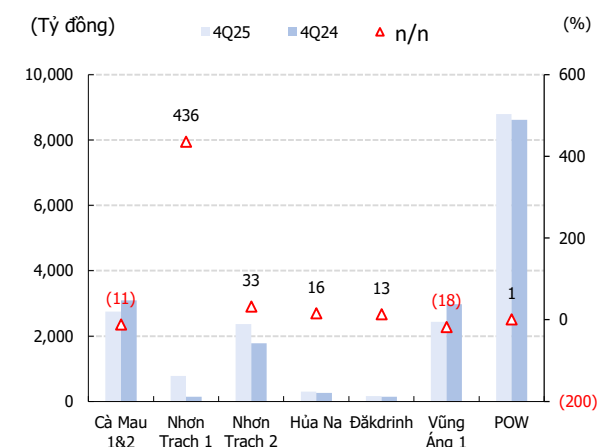
Về khả năng sinh lời của các nhà máy nhiệt điện khí trong nước (NT1 & 2; Cà Mau 1 & 2), chúng tôi kỳ vọng biên LNG và lợi nhuận cải thiện nhờ (1) mức nền thấp trong 1Q24 (NT2), (2) giá bán tăng nhanh hơn giá khí đầu vào (NT2; Cà Mau 1 & 2), và (3) dự kiến ghi nhận khoản lãi chênh lệch tỷ giá khoảng 177 tỷ đồng (NT2).

Ngược lại, đối với dự án Nhơn Trạch 3 & 4, dựa trên dữ liệu của EVN, chúng tôi tính toán với mức cam kết sản lượng hợp đồng đạt 65% Qc, dự án có thể ghi nhận khoản lỗ khoảng 100 tỷ đồng khi đi vào hoạt động trong 1Q26F.

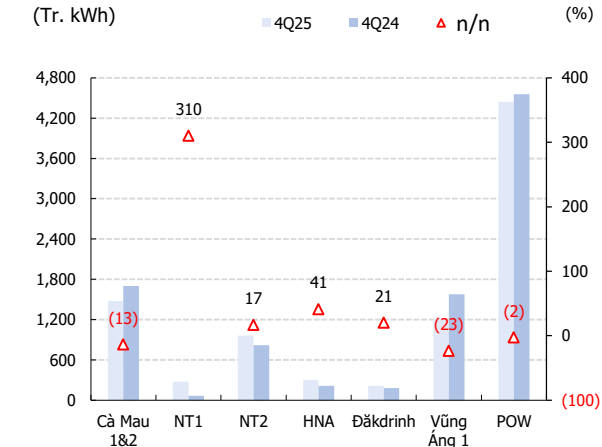
- **Nhiệt điện than Vũng Áng:** Chúng tôi kỳ vọng triển vọng của nhà máy có thể ghi nhận tích cực với sản lượng dự kiến tăng 18% n/n, hỗ trợ bởi nhu cầu tiêu thụ điện cả nước duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng giá bán tăng nhanh hơn chi phí than đầu vào sẽ giúp biên LNG của nhà máy này mở rộng trong 1Q26F.

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

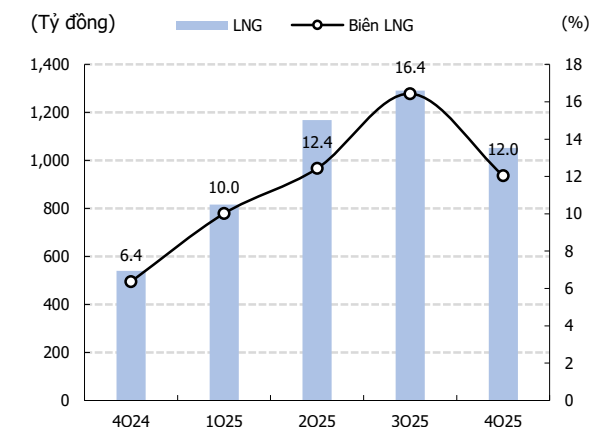
Chúng tôi cho rằng POW sẽ ghi nhận những diễn biến tích cực hơn trong trung và dài hạn, đặc biệt khi dự án LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đóng vai trò quan trọng trong việc ổn định hệ thống điện sau khi đi vào vận hành. Tuy nhiên, trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá thị giá hiện tại đã phản ánh phần lớn giá trị nội tại của POW. Đồng thời, chúng tôi vẫn thận trọng trước rủi ro lợi nhuận suy yếu trong năm 2026 có thể gây áp lực lên giá cổ phiếu. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị **HOLD** đối với POW cho năm 2026.

Biểu đồ 1. Doanh thu ghi nhận 8,747 tỷ đồng, tăng nhẹ 1% n/n

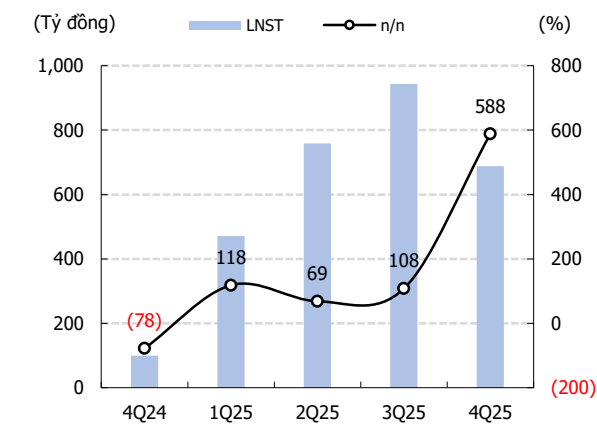
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 2. Đóng góp tăng trưởng sản lượng của POW, chủ yếu đến từ dự án NT2 và nhóm thủy điện

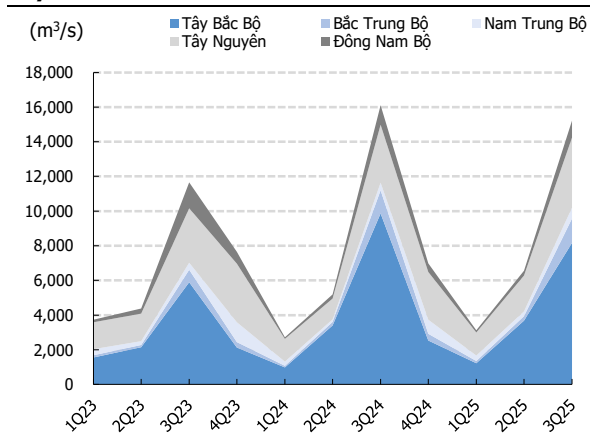
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 3. Biên LNG cải thiện lên mức 12%, tăng 5.6%p trong 4Q25

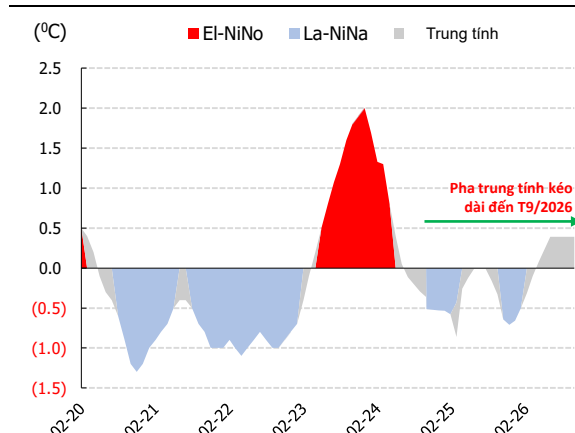
Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 4. LNST cải thiện từ nền thấp, tăng 588% n/n trong 4Q25

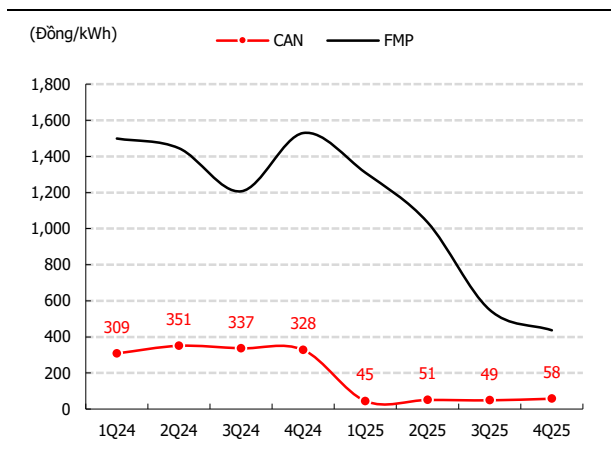
Nguồn: POW, KIS Research

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

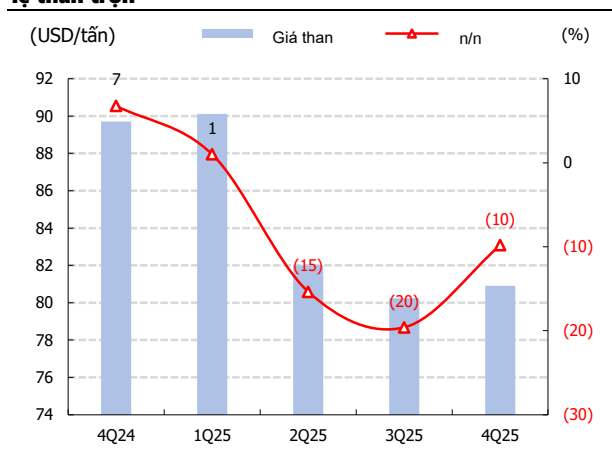
Nguồn: EVN, KIS Research

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.... Giảm 72% n/n giá FMP trong 4Q25

Nguồn: POW, KIS Research

Biểu đồ 8. Giá than vẫn duy trì mức cao do TKS gia tăng tỷ lệ than trộn

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	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	30,171	43,164	54,128	53,123	55,646
Tiền và tương đương tiền	11,720	23,794	29,396	28,443	30,014
Tài sản dài hạn (đ/c)	11,941	12,659	16,908	16,767	17,565
Tài sản cố định	1,795	1,896	2,719	2,819	2,918
Đầu tư tài chính	18,451	19,370	24,731	24,680	25,631
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	1,063	3,465	3,386	3,838
Doanh thu chưa thực hiện	81,281	99,396	108,545	103,244	102,001
Phải trả người bán	3	4	5	5	5
Khác	-	-	-	-	-
Nợ vay ngắn hạn	17,159	19,417	25,936	25,719	26,943
Nợ vay dài hạn	4,464	5,051	6,747	6,691	7,009
Tổng nợ và phải trả	13,508	12,839	15,144	13,662	12,960
VCSH	9,151	21,342	17,923	14,503	11,760
Vốn điều lệ	46,675	61,357	69,365	64,160	62,427
Thặng dư	31,911	35,343	36,485	36,388	36,877
Quý 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	7,464	8,606	8,509	8,998
Tiền và tương đương tiền	2,696	2,696	2,696	2,696	2,696
Tài sản dài hạn (đ/c)	34,607	38,039	39,181	39,083	39,573

Lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Dòng tiền hoạt động	4,398	7,375	5,394	2,511	3,571
LN ròng	1,517	3,881	1,525	(130)	654
KH và dự phòng	2,818	4,218	4,218	4,218	4,218
Tăng VLD ròng	4,231	8,102	6,147	4,212	4,755
Dòng tiền đầu tư	(22,280)	(6,823)	1,323	1,438	1,445
Tài sản cố định	(20,685)	(8,514)	(19)	0	(5)
Đầu tư tài chính	(1,594)	1,690	1,342	1,438	1,451
Dòng tiền tài chính	19,635	11,522	(1,115)	(4,902)	(3,445)
Tăng vốn chủ	9,770	-	-	-	-
Tăng nợ	27,050	(669)	2,305	(1,482)	(701)
Chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Dòng tiền khác	0	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	1,754	12,073	5,602	(953)	1,571

KQKD

(Tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	30,180	34,151	45,615	45,235	47,387
Giá vốn hàng bán	28,232	29,824	42,775	44,338	45,903
Lợi nhuận gộp	1,948	4,327	2,840	897	1,484
Chi phí BH & QLDN	874	683	912	905	948
LN hoạt động	1,073	3,644	1,928	(7)	536
Doanh thu tài chính	616	1,040	1,342	1,438	1,451
Thu nhập lãi	460	894	1,259	1,354	1,367
Chi phí tài chính	667	1,042	1,746	1,561	1,334
Chi phí lãi vay	382	1,692	1,746	1,561	1,334
LN khác	1,684	-	-	-	-
Lãi (ổ) từ LD&LK	1	1	1	1	1
LN TT	1,517	3,881	1,525	(130)	654
Thuế TNDN	171	215	305	(26)	131
LNST	1,346	3,667	1,220	(104)	523

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS					
BPS	500	1,466	488	(42)	209
DPS	13,626	15,092	15,579	15,538	15,747
Tăng trưởng (%)	-	-	-	-	-
Doanh thu					
LN hoạt động	8.0	13.2	33.6	(0.8)	4.8
LN ròng	(23.5)	239.5	(47.1)	(100.4)	(7,408.8)
EPS	1.2	172.4	(66.7)	(108.5)	(603.2)
EBITDA	16.5	192.9	(66.7)	(108.5)	(603.2)
Khả năng sinh lợi (%)	(23.5)	239.5	(47.1)	(100.4)	(7,408.8)
Biên LN hoạt động					
Biên LN ròng	3.6	10.7	4.2	(0.0)	1.1
Biên EBITDA	4.5	10.7	2.7	(0.2)	1.1
ROA	3.6	10.7	4.2	(0.0)	1.1
ROE	1.8	4.1	1.2	(0.1)	0.5
Suất sinh lợi cổ tức	4.0	10.9	3.4	(0.3)	1.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Đòn bẩy	-	-	-	-	-
Nợ ròng (Tỷ đồng)					
Nợ ròng/ VCSH (%)	10,939	10,387	3,671	(278)	(5,294)
Định giá (x)	32	27	9	(1)	(13)
PE					
PB	32.6	12.0	32.2	(377.8)	75.1
EV/EBITDA	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1

■ **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 3/02/2026.

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 3/02/2026.

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 chụp, 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 © 2026 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, 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.