

TCT Điện lực Dầu khí Việt Nam – HSX: POW

Bứt phá giới hạn

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá mục tiêu: 18,800

Upside: +26%

Ngành tiện ích công cộng | BSC Research

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu từ mức 17,700 VND/CP lên mức 18,800 VND/CP so với báo cáo trước chủ yếu do điều chỉnh tăng hiệu quả hoạt động của hai nhà máy điện NT3 và NT4.

Hiệu suất của cổ phiếu POW tính từ đầu năm 2025 đến nay chỉ đạt 25% YTD trong khi lợi nhuận cốt lõi 9 tháng vượt kế hoạch lần dự phóng và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi 2026 đến 23% YoY. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu POW với giá mục tiêu **18,800 VND/CP**, upside 26% (giá tham chiếu ngày 17/11/2025).

CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026

- Tỷ lệ Qc trung bình của các nhà máy POW dự kiến tăng từ 74% (2024) lên khoảng 93% (2025–2026), giúp biên gộp cải thiện từ 6,6% lên 11–12%.
- Tỷ lệ Qc của nhà máy NT3 và NT4 được điều chỉnh tăng từ 65% lên mức 75%, phù hợp với định hướng phát triển điện khí LNG của chính phủ.
- Giá nhiên liệu tiếp đà suy giảm giúp nhóm nhiệt điện tăng khả năng huy động.
- Tiêu thụ điện tăng tốc trở lại trong tháng 9 và tháng 10 và kỳ vọng duy trì xu hướng này trong năm 2026 với định hướng tăng trưởng GDP 10%/năm đến năm 2030 của chính phủ.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Doanh thu 2025 đạt 38,685 tỷ VND (+28% YoY): Sản lượng điện đạt 18.2 tỷ kwh, tăng 13% YoY nhờ có thêm nhà máy NT3 & 4 đóng góp 1.3 tỷ kwh từ Q4/2025 (hiệu suất hoạt động 64%) và các nhà máy nhiệt điện khác được huy động trở lại từ nền thấp.

Biên lợi nhuận gộp đạt 11.3%, tăng 4.7 điểm % so với cùng kỳ nhờ tỷ lệ Qc ở các nhà máy tăng từ 74% lên mức 93%. Bên cạnh đó, nhận thêm khoản bồi thường khoảng 510 tỷ VND do EVN không huy động đủ lượng Qc đã cam kết.

LNST-CĐTS 2025 đạt 1,991 tỷ VND (+79% YoY).

Thay đổi dự báo 2025 so với báo cáo trước

Dựa trên KQKD 9T2025, BSC điều chỉnh LNST-CĐTS năm 2025 tăng 27% từ 1,562 tỷ VND lên mức 1,991 tỷ VND (LNST-CĐTS cốt lõi điều chỉnh từ 1,382 tỷ VND lên mức 1,696 tỷ VND) chủ yếu do:

- Tăng tỷ lệ Qc ở các nhà máy nhiệt điện cũ từ mức 91% lên 93% giúp biên gộp tăng từ 9.4% lên mức 11.6%.
- Tăng khoản bồi thường Qc từ 310 tỷ VND lên 510 tỷ VND.
- Tăng tỷ lệ Qc ở nhà máy NT3 và NT4 từ mức 65% lên mức 75%, giúp giảm mức lỗ của hai nhà máy này từ 400 tỷ VND về 121 tỷ VND.

RỦI RO: 1) tỷ lệ Qc không đạt như kỳ vọng, 2) sự cố kỹ thuật ở nhà máy.

KQKD	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	28,329	30,306	38,685	62,691
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	4,367	6,940
NPATMI	1,038	1,112	1,991	2,169
EPS	443	475	850	926

Trung tâm phân tích BSC

Nguyễn Dân Trường

(Chuyên viên phân tích)

truongnd@bsc.com.vn

Thông tin doanh nghiệp

Giá hiện tại (VND):	14,900
Cổ phiếu LH (Triệu):	2,341.9
Vốn hoá (Tỷ VND):	34,893
Thanh khoản 30n (Triệu):	7.05
Sở hữu nước ngoài:	2.59%

Mở tài khoản



I. CẬP NHẬT KQKD Q3.2025

(Tỷ VND)	Q3.2024	Q3.2025	% YoY	9T2025	% YoY	2025F cũ	% 9T2025 / 2025F cũ
Sản lượng điện (triệu kwh)	3,059	3,905	28%	12,921	13%	19,681	66%
Cà Mau 1, 2	1,188	1,235	4%	4,097	-5%	5,735	71%
Vũng Áng 1	606	1,063	75%	4,759	14%	6,186	77%
NT2	743	787	6%	2,156	12%	3,134	69%
HNA	266	373	40%	665	57%	636	105%
Đakđrinh	145	162	12%	487	22%	566	86%
NT1	111	285	157%	757	249%	541	140%
NT3	-	-	-	-	-	1,922	0%
NT4	-	-	-	-	-	961	0%
Giá trung bình (VND/kwh)	1,981	2,012	2%	1,967	4%	2,126	
Doanh thu thuần	6,061	7,855	30%	25,420	17%	41,988	61%
Lãi gộp	296	1,291	336%	3,312	135%	4,110	81%
Doanh thu tài chính	411	223	-46%	636	3%	605	105%
Chi phí tài chính	(3)	295	-9075%	870	144%	1,398	62%
-Lãi vay	96	152	59%	409	55%	1,026	40%
Chi phí QLDN	169	212	26%	778	62%	1,216	64%
Lãi từ HĐKD	542	1,007	86%	2,301	94%	2,101	109%
LNTT	547	1,011	85%	2,305	82%	2,141	108%
LNST_CĐTS	396	809	104%	1,828	72%	1,563	117%
LNST_CĐTS cốt lõi	396	634	60%	1,508	42%	1,382	109%
			Thay đổi		Thay đổi		
Biên lợi nhuận gộp	4.9%	16.4%	11.5%	13.0%	6.5%	9.4%	
Tỷ lệ SGA/Doanh thu	2.8%	2.7%	-0.1%	3.1%	0.8%	2.9%	

Nguồn: BSC Research, POW

Tóm tắt KQKD Q3/2025: Tỷ lệ Qc cải thiện

Doanh thu đạt 7,855 tỷ VND (+30% YoY, -17% QoQ), LNST-CĐTS đạt 809 tỷ VND (+104% YoY, +41% QoQ). Nếu loại bỏ khoản bồi thường Qc của EVN, chúng tôi ước tính LNST-CĐTS cốt lõi ước đạt 634 tỷ VND (+60% YoY).

Lũy kế 9T2025: Doanh thu đạt 25,420 tỷ VND, +18% YoY, LNST-CĐTS đạt 1,828 tỷ VND (+146% YoY). LNST-CĐTS cốt lõi ước đạt tỷ 1,508 tỷ VND (+42% YoY).

Phân tích KQKD Q3/2025:

Xét theo nhà máy: sản lượng điện tiêu thụ đạt 3,9 tỷ kwh, tăng +28% YoY.

- Nhà máy thủy điện HNA, Đakđrinh tăng lần lượt +40% YoY và +12% YoY nhờ tình hình thủy văn thuận lợi (cùng kỳ có ảnh hưởng của El nino).
- Nhà máy Cà Mau 1&2, NT1 và NT2 tăng lần lượt +4% YoY, +157% YoY và 6% YoY. Đặc biệt, Vũng Áng 1 tăng 75% YoY do trong tháng 10/2024 nhà máy thực hiện trung tu.

Xét theo hợp đồng: tổng sản lượng hợp đồng (Qc) của các nhà máy đạt 3.75 tỷ kwh (+51% YoY), sản lượng phát trên thị trường điện cạnh tranh (Qm) đạt 147 triệu kwh (-69% YoY). Tương ứng tỷ lệ Qc trung bình các nhà máy đạt 96% (cùng kỳ đạt 81%).

Biên lợi nhuận gộp đạt 16.4% (cao nhất 20 quý), tăng 11.5 điểm % so cùng kỳ nhờ:

- Mức độ đóng góp của nhóm thủy điện (có biên lợi nhuận cao hơn nhiệt điện) cao hơn cùng kỳ.
- Các nhà máy nhiệt điện có sản lượng chung tăng +27% YoY và tỷ lệ Qc lên đến 98%, cùng kỳ chỉ đạt 83% (bán điện thông qua Qc sẽ có biên lợi nhuận cao hơn so với bán trên thị trường cạnh tranh đối với nhiệt điện).

Chúng tôi ước tính trong kỳ ghi nhận khoảng 265 tỷ VND doanh thu bồi thường do EVN không huy động đủ sản lượng Qc đã cam kết ở NT2, Cà Mau 1&2 và NT1.

Lỗ tài chính ròng đạt 72 tỷ VND chủ yếu do lỗ tỷ giá ở khoản vay nợ ngoại tệ đầu tư nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 (cùng kỳ ghi nhận lợi nhuận ròng tài chính 408 tỷ VND, phần lớn đến từ hoàn nhập lỗ tỷ giá của khoản nợ ngoại tệ trên).

Đánh giá của BSC

Tính chung 9T2025, doanh thu và LNST_CĐTTS lượt đạt 61% và 117% dự phóng. Nếu loại bỏ các khoản bồi thường hợp đồng Qc tại NT2 và NT1, LNST_CĐTTS cốt lõi đạt 109% dự phóng.

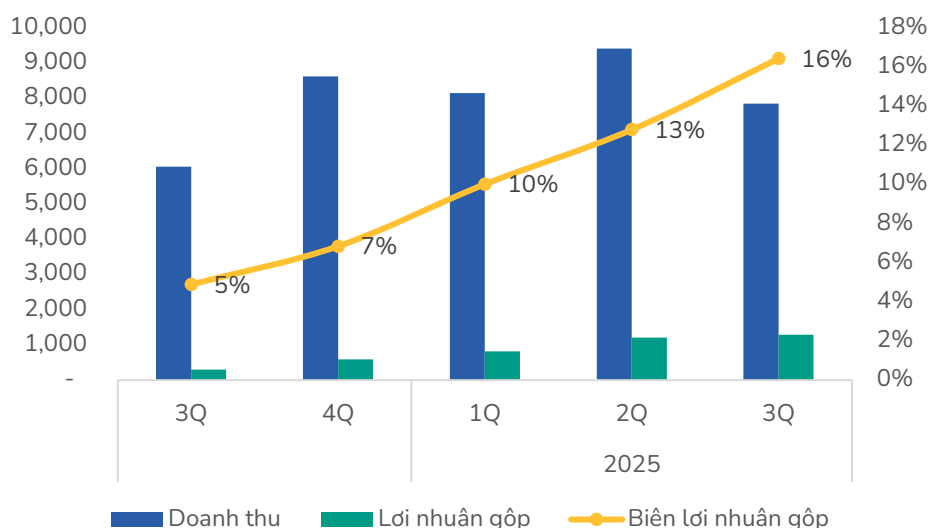
Công ty đạt kết quả Q3/2025 vượt xa kỳ vọng của BSC nhờ:

- Nhà máy nhiệt điện được bồi thường do không được huy động đủ Qc cam kết.
- Tỷ lệ Qc trung bình của nhà máy nhiệt điện đạt 96% (kỳ vọng ban đầu là 91%).
- Nhà máy NT1 vừa được huy động nhiều hơn và sản lượng Qc được giao cũng cao hơn dự báo.

Do đó, BSC sẽ điều chỉnh tăng LNST-CĐTTS năm 2025.

Tỷ lệ Qc của nhà máy nhiệt điện cải thiện từ 83% lên 98% và sản lượng thủy điện tăng đã giúp biên lợi nhuận gộp trong Q3 tăng lên mức cao 16%

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research, POW

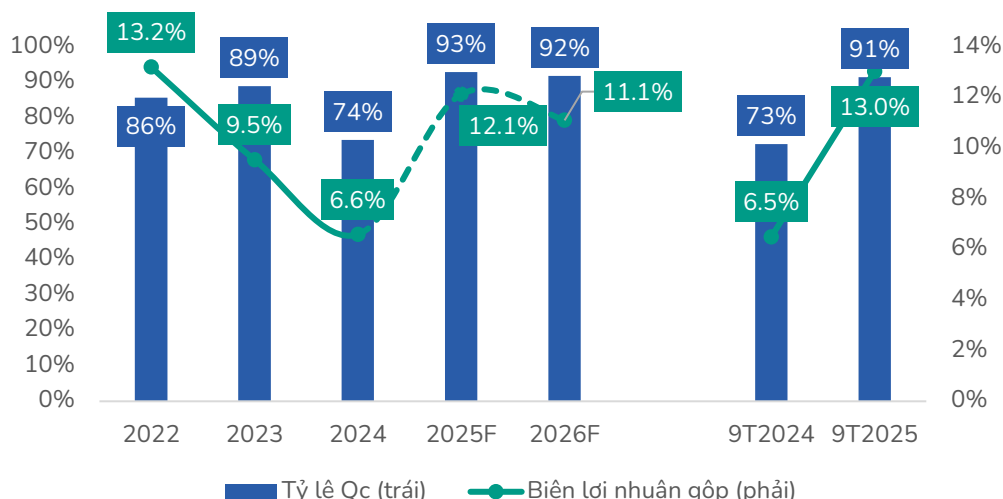
II. CẬP NHẬT TRIỂN VỌNG KINH DOANH 2026

- Tỷ lệ Qc trung bình của các nhà máy POW dự kiến tăng từ 74% (2024) lên khoảng 93% (2025–2026), giúp biên gộp cải thiện từ 6,6% lên 11–12%.**

Trong đầu năm 2025, Bộ công thương đã ban hành kế hoạch vận hành thị trường điện với tỷ lệ Qc trung bình ở các nhà máy nhiệt điện tăng từ 70% lên mức 80% cho năm 2025 ([link](#)). Diễn biến này tạo nền tảng thuận lợi cho các doanh nghiệp phát điện, đặc biệt là POW, vốn đã ghi nhận sự cải thiện mạnh mẽ trong 9 tháng đầu năm: tỷ lệ Qc tăng từ 73% lên 91%, còn biên lợi nhuận gộp mở rộng từ 6,5% lên 13% — liên tục cải thiện trong 4 quý gần nhất và đạt mức cao nhất trong 20 quý ở Q3/2025.

Chúng tôi kỳ vọng xu hướng tích cực này sẽ tiếp tục duy trì và giúp biên lợi nhuận gộp đạt mức 12% và 11% lần lượt trong năm 2025 và 2026 (so với mức 6.6% trong năm 2024). Cần lưu ý rằng đây chủ yếu là sự phục hồi về trạng thái lợi nhuận bình thường của doanh nghiệp, sau một năm 2024 bất thường khi tình hình tài chính của EVN suy giảm, làm co hẹp lợi nhuận của các đơn vị phát điện.

Năm 2025, tỷ lệ Qc của POW quay về mức 93% sẽ hỗ trợ biên lợi nhuận gộp



Nguồn: BSC Research, POW

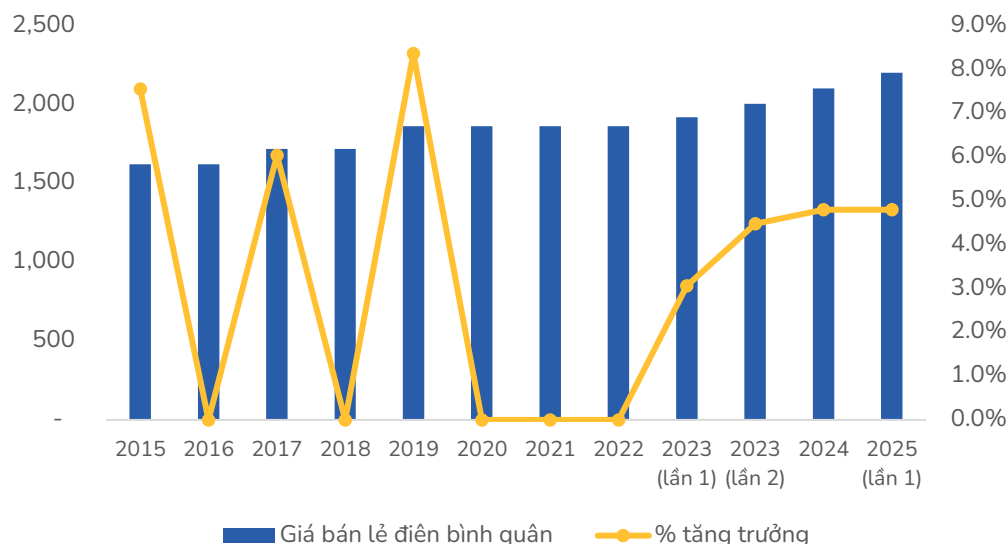
- Tỷ lệ Qc của nhà máy NT3 và NT4 được điều chỉnh tăng từ 65% lên mức 75%, phù hợp với định hướng phát triển điện khí LNG của chính phủ.**

Chúng tôi thay đổi giả định tỷ lệ Qc tối thiểu của nhà máy NT3 và NT4 từ 65% lên mức 75% cho giai đoạn 2026 - 2027 và từ 75% lên 80% sau năm 2028 nhờ:

- Điện khí LNG là loại hình năng lượng trụ cột trong QHĐ 8 điều chỉnh, cần có chính sách hợp lý để khuyến khích phát triển. Từ ngày 13/10/2025, Bộ công thương lấy ý kiến dự thảo tháo gỡ khó khăn năng lượng quốc gia ([link](#)), đề xuất nhà máy điện khí LNG có tỷ lệ Qc tối thiểu là 75% - tốt hơn kỳ vọng ban đầu của BSC là 65%.
- Nghị định 72/2025/NĐ-CP cho phép EVN tăng giá bán lẻ điện 3 tháng/lần và mức tăng giá đủ bù đắp các chi phí đầu vào, giúp EVN có khả năng huy động điện từ nguồn giá cao như LNG mà không làm gia tăng áp lực tài chính.

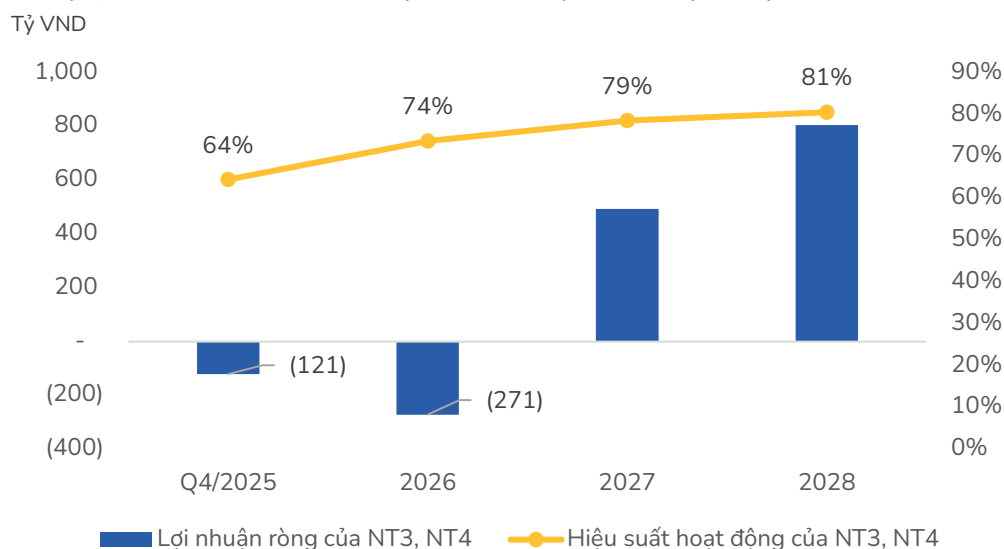
Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tổng lợi nhuận lũy kế của NT3 và NT4 giai đoạn 2025 – 2028 từ 450 tỷ VND lên mức 900 tỷ VND. Trong đó, mức lỗ của năm 2025 giảm từ 400 tỷ VND xuống 121 tỷ VND (NT3 và 4 dự kiến vận hành trong tháng 11/2025).

Từ năm 2023 đến nay, tốc độ tăng giá bán lẻ điện đã nhanh hơn so với trước đó
VND/Kwh



Nguồn: BSC Research tổng hợp, EVN

Kỳ vọng nhà máy NT3 và NT4 vận hành ổn định và có lợi nhuận từ năm 2027



Nguồn: BSC Research

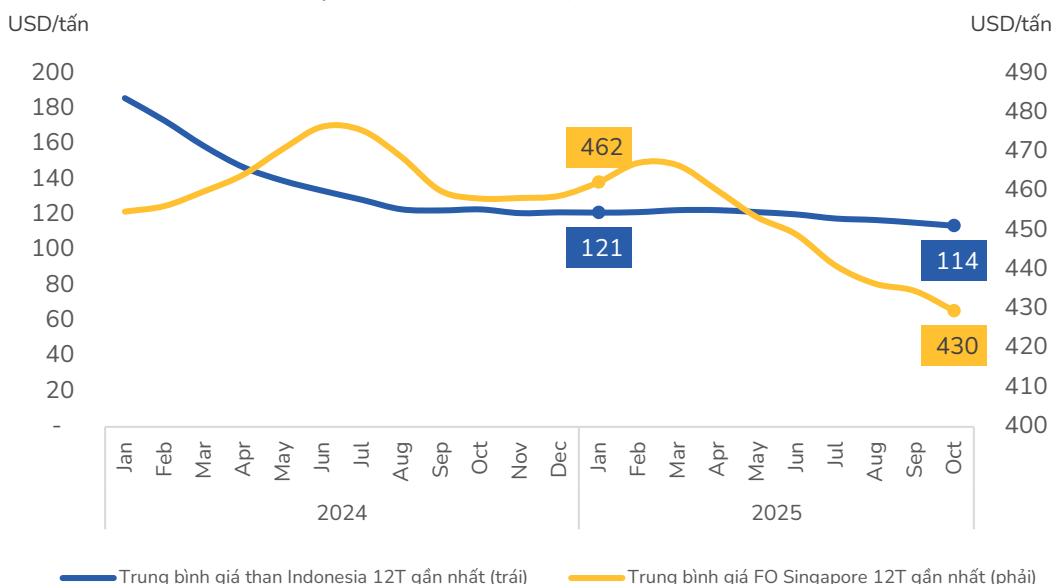
3. Giá nhiên liệu tiếp đà suy giảm giúp nhóm nhiệt điện tăng khả năng huy động.

Trong tháng 10/2025, giá than Indonesia và giá dầu FO Singapore bình quân 12 tháng lần lượt giảm 6% và 7% so với đầu năm, tiếp nối đà giảm kéo dài từ Q4/2022. Chúng tôi cho rằng xu hướng giá thấp của hai loại nhiên liệu này sẽ tiếp tục duy trì trong năm 2026 nhờ:

- Các quốc gia lớn trên thế giới gia tăng sử dụng năng lượng tái tạo, hướng đến mục tiêu Net Zero 2050, làm giảm nhu cầu sử dụng nhiên liệu hóa thạch.
- Nhóm OPEC+ tiếp tục tăng sản lượng khai thác khoảng 1.3 triệu thùng/ngày trong năm 2025, nằm trong kế hoạch khôi phục sản lượng 2.2 triệu thùng/ngày đã cắt giảm từ năm 2023, góp phần duy trì nguồn cung dầu dồi dào.

Với giá nhiên liệu đầu vào duy trì ở mức thấp, BSC kỳ vọng các nhà máy nhiệt điện Cà Mau 1 và 2, Vũng Áng 1, Nhơn Trạch 1, 2, 3 và 4 của POW sẽ tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường điện.

Giá than và dầu FO tiếp tục duy trì xu hướng giảm trong năm 2025



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

4. Tiêu thụ điện tăng tốc trở lại trong tháng 9 và tháng 10 và kỳ vọng duy trì xu hướng này trong năm 2026, phù hợp với định hướng tăng trưởng GDP 10%/năm đến năm 2030 của chính phủ.

- Sản lượng điện của hệ thống trong tháng 9 và tháng 10 ghi nhận đà tăng trưởng lần lượt 9.5% và 6% YoY, cải thiện đáng kể so với mức tăng trung bình 3.1% YoY trong 8 tháng đầu năm, phản ánh hoạt động sản xuất của nền kinh tế đang tăng tốc trở lại (chỉ số IIP tháng 9 tăng 12.7% YoY – mức tăng theo tháng cao nhất trong 10 năm). Kỳ vọng sản lượng điện các tháng cuối năm 2025 tiếp tục tăng trưởng tối thiểu 6% YoY.
- Theo Chỉ thị 31/CT-TTg ngày 18/10/2025 của Chính phủ yêu cầu xây dựng kế hoạch 5 năm 2026-2030, trong đó phần đầu “tốc độ tăng trưởng GDP bình quân giai đoạn 2026-2030 đạt từ 10%/năm trở lên”. Như vậy, sản lượng điện toàn hệ thống cần tăng trưởng từ 10-15%/năm trong giai đoạn 2026 – 2030, mở ra triển vọng tăng trưởng doanh thu cho POW trong các năm tới.

Sản lượng điện toàn hệ thống trong tháng 9 và tháng 10 bắt đầu tăng tốc trở lại



Nguồn: BSC Research, EVN

III. THÔNG TIN KHÁC

Hoạt động tăng vốn

Công ty dự kiến phát hành 281 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu với tỷ lệ thực hiện quyền là 100:12, giá chào bán là 10.000 đồng/cp. Số tiền thu được đợt chào bán khoảng 2.810 tỷ sẽ giải ngân cho dự án Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4.

PVN hiện đang nắm giữ 79.94% cổ phần và lần đầu tiên tăng vốn ở POW bằng phát hành hiện hữu kể từ khi lên sàn. PVN đã thể hiện sự thay đổi quan điểm từ vai trò nắm giữ và giám sát sang chủ động đồng hành, hỗ trợ POW mở rộng quy mô, củng cố năng lực tài chính và đảm bảo tiến độ các dự án trọng điểm quốc gia. Chúng tôi cần thêm thời gian để đánh giá yếu tố này trong mô hình định giá.

Nhà máy nhiệt điện than Vũng Áng 1: Hợp đồng PPA cũ dựa trên cơ sở tổng mức đầu tư là 28.000 tỷ VND và EVN cũng yêu cầu PV Power đàm phán lại rất nhiều lần PPA mới. Nhưng tới thời điểm hiện tại, hai bên chưa thể thống nhất được quyết toán dự án Vũng Áng 1, khi thống nhất được quan điểm, con số về quyết toán tổng mức đầu tư thì sẽ điều chỉnh lại giá, dự báo cao hơn một ít so với giá cũ.

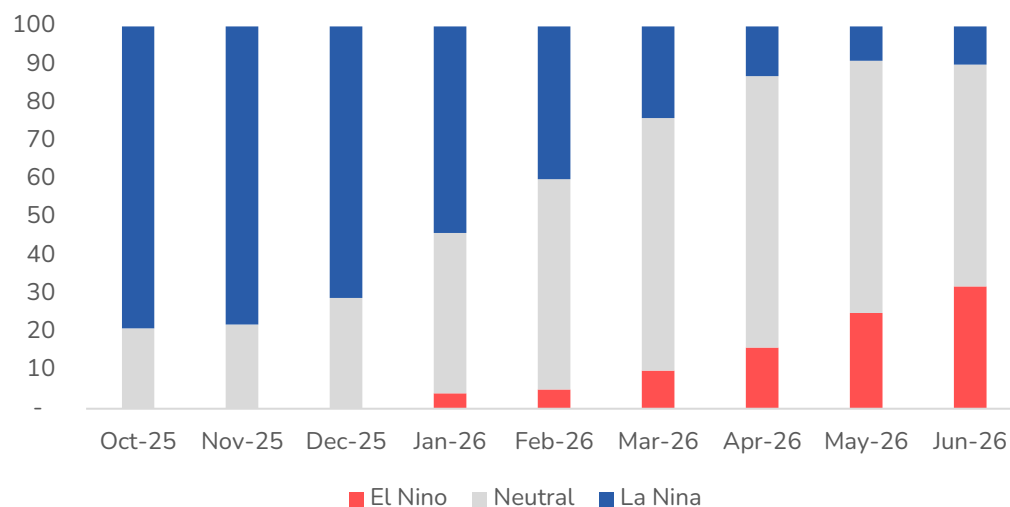
Cụm nhà máy điện khí Cà Mau 1&2

Mỏ khí PM3 dự kiến sẽ hết vào 2027, có thể kéo dài hơn. POW chia sẻ đã chủ động làm việc với các bộ, ngành để xin bổ sung, mở rộng thêm một nhà máy Cà Mau 3. Khi đó cả 3 nhà máy đặt mua LNG sẽ được chiết khấu tốt hơn và có giá thành phát điện cạnh tranh.

Ngoài PM3 kéo về thì Tập đoàn Dầu khí cũng đang nỗ lực đẩy nhanh một số mỏ nhỏ ở Tây Nam Bộ như Nam Du, U Minh, có thể cung cấp khí cho PV Power 5-7 năm.

Lịch ENSO

Xác suất xảy ra Lanina sẽ giảm dần và chuyển sang trung tính từ tháng 3/2026



Nguồn: BSC Research, NOAA

IV. DỰ PHÓNG KQKD 2025/2026

(Tỷ VND)	9T2025	% YoY	2025F mới	%YoY 2025	2026F mới	%YoY 2026
Sản lượng điện (triệu kwh)	12,921	13%	18,157	13%	27,443	51%
Cà Mau 1, 2	4,097	-5%	5,383	-10%	5,895	10%
Vũng Áng 1	4,759	14%	6,186	6%	6,186	0%
NT2	2,156	12%	3,006	11%	3,227	7%
HNA	665	57%	820	29%	710	-13%
Đakđrinh	487	22%	602	6%	548	-9%
NT1	757	249%	850	199%	396	-53%
NT3	-	-	873	N/A	5,241	500%
NT4	-	-	437	N/A	5,241	1100%
Giá trung bình (VND/kwh)	1,967	4%	2,123	13%	2,273	7%
Doanh thu thuần	25,420	17%	38,685	28%	62,691	62%
Lãi gộp	3,312	135%	4,367	119%	6,763	55%
Doanh thu tài chính	636	3%	614	8%	645	5%
Chi phí tài chính	870	144%	1,099	30%	2,948	168%
-Lãi vay	409	55%	615	61%	2,514	309%
Chi phí QLDN	778	62%	1,171	33%	1,687	44%
Lãi từ HĐKD	2,301	94%	2,711	223%	2,774	2%
LNTT	2,305	82%	2,751	99%	3,041	11%
LNST	2,152	94%	2,396	98%	2,551	6%
CĐTS	324	616%	405	306%	382	-6%
LNST_CĐTS	1,828	72%	1,991	79%	2,169	9%
LNST_CĐTS cốt lõi	1,508	90%	1,696	53%	2,084	23%
		Thay đổi		Thay đổi		Thay đổi
Biên gộp mảng điện	13.0%	6.5%	11.3%	4.7%	10.5%	-0.8%
Tỷ lệ SGA/Doanh thu	3.1%	0.8%	3.0%	0.1%	2.7%	-0.3%

Nguồn: POW, BSC Research ước tính

Dự báo năm 2025

Doanh thu đạt 40,178 tỷ VND (+33% YoY):

- Sản lượng điện đạt 18,812 triệu kwh, tăng 17% YoY nhờ có thêm nhà máy NT3&4 và các nhà máy nhiệt điện khác được huy động trở lại từ nền thấp. Bên cạnh đó, sản lượng của nhà máy thủy điện Hủa Na và Đắkđrinh tăng 29% và 6% YoY nhờ thời tiết thuận lợi.
- Giá bán tăng 13% YoY. Tỷ trọng sản lượng của nhà máy nhiệt điện gia tăng và giá điện của NT3 và NT4 cao hơn khoảng 20% so với nhiệt điện thông thường.
- BSC ước tính trong 9T đã ghi nhận khoảng 580 tỷ VND doanh thu bồi thường do EVN không huy động đủ lượng Qc đã cam kết.

Biên lợi nhuận gộp đạt 11.3%, tăng 4.7 điểm % so với cùng kỳ nhờ:

- Tỷ lệ Qc ở các nhà máy tăng từ 74% lên mức 93%. Bên cạnh đó, nhận thêm khoản bồi thường khoảng 510 tỷ VND do EVN không huy động đủ lượng Qc đã cam kết.
- Tỷ trọng đóng góp của nhóm thủy điện gia tăng (có biên lợi nhuận gộp cao hơn nhiệt điện).

Chi phí tài chính đạt 1,099 tỷ VND (+30% YoY), do ghi nhận chi phí lãi vay khi nhà máy NT3 và NT4 bắt đầu đi vào hoạt động trong Q4/2025.

LNST-CĐTS đạt 1,991 tỷ VND (+79% YoY).

Thay đổi dự báo 2025 so với báo cáo trước

Dựa trên KQKD 9T2025, BSC điều chỉnh LNST-CĐTS năm 2025 tăng 27% từ 1,562 tỷ VND lên mức 1,991 tỷ VND (LNST-CĐTS cốt lõi điều chỉnh từ 1,382 tỷ VND lên mức 1,696 tỷ VND) chủ yếu do:

- Tăng tỷ lệ Qc ở các nhà máy nhiệt điện cũ từ mức 91% lên 93% giúp biên gộp tăng từ 9.4% lên mức 11.6%.
- Tăng tỷ lệ Qc ở nhà máy NT3 và NT4 từ mức 65% lên mức 75%, giúp giảm mức lỗ của hai nhà máy này từ 400 tỷ VND về 121 tỷ VND.
- Tăng tiền bồi thường Qc ở nhà máy nhiệt điện từ 310 tỷ VND lên 510 tỷ VND.

Dự báo năm 2026

Doanh thu đạt 62,691 tỷ VND (+62% YoY):

- Sản lượng điện tăng 51% YoY nhờ NT3 và NT4 hoạt động tròn năm.
- NT2 ghi nhận doanh thu tỷ giá 177 tỷ VND.

Biên lợi nhuận gộp đạt 10.5%, giảm 0.8 điểm % so với cùng kỳ do:

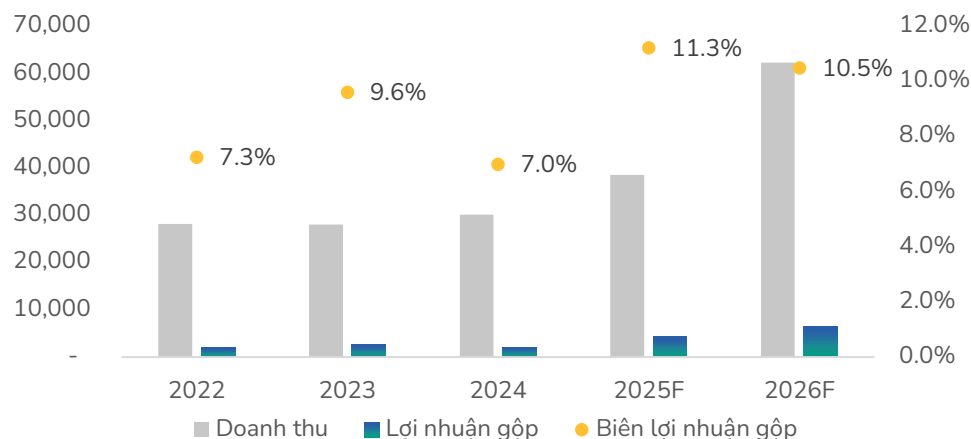
- Giả định không có khoản bồi thường Qc nào trong kỳ.
- Được bù đắp bởi hiệu suất hoạt động của NT3, NT4 cải thiện từ 64% lên 74%.

Chi phí tài chính đạt 2,948 tỷ VND (+168% YoY), do chi phí lãi vay liên quan đến NT3 và NT4 không còn vốn hóa mà ghi nhận trực tiếp vào KQKD.

LNST-CĐTS đạt 2,169 tỷ VND (+9% YoY), tăng 2% so với báo cáo trước chủ yếu điều chỉnh giảm mức lỗ của NT3 và NT4 sau khi tăng tỷ lệ Qc. LNST-CĐTS cốt lõi ước đạt 2,084 tỷ VND (+23% YoY).

Dự báo kết quả kinh doanh POW

Tỷ VND



Nguồn: BSC Research dự phóng, POW

V. ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi điều chỉnh tăng 6% giá mục tiêu từ mức 17,700 VND/CP lên mức 18,800 VND/CP so với báo cáo trước chủ yếu do điều chỉnh tăng hiệu quả hoạt động của hai nhà máy điện NT3 và NT4.

Hiệu suất của cổ phiếu POW tính từ đầu năm 2025 đến nay chỉ đạt 25% YTD trong khi KQKD cốt lõi 9T tích cực (vượt kế hoạch và dự phóng cũ của BSC) và tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi 2026 đến 23% YoY. Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** cổ phiếu POW với giá mục tiêu **18,800 VND/CP**, tương đương upside 26% (theo giá tham chiếu ngày 17/11/2025), dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF.

Định giá theo FCFF

Lãi suất phi rủi ro	3.9%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro	10.0%
Chi phí vốn chủ	13.9%
Chi phí lãi vay	7.0%
Tỷ lệ vốn chủ	57%
Tỷ lệ nợ vay	43%
Thuế suất	11%
WACC	10.6%
Terminal growth	1.0%

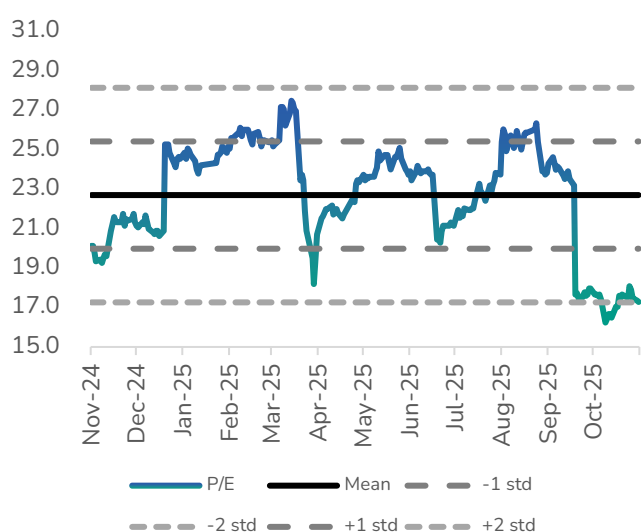
Giá trị doanh nghiệp	52,650
(+) tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	20,977
(-) nợ vay	27,735
Cổ phiếu ưu đãi	-
Lợi ích CĐ thiểu số	2,734
Giá trị vốn chủ (tỷ VND)	43,958
Số lượng cổ phiếu (triệu)	2,341.9
Giá mục tiêu (VND/CP)	18,800

Dòng tiền FCFF

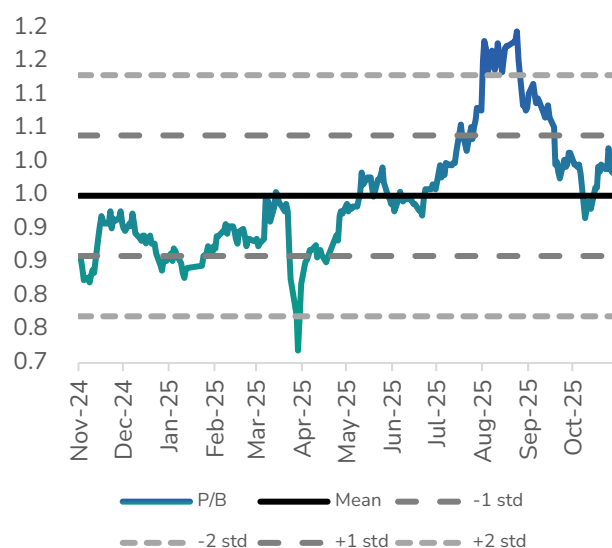
	2025F	2026F	2027F	...	2033F	2034F
EBIT	3,566	5,374	4,031	...	4,346	4,287
Thuế	4,459	4,342	4,229	...	3,715	3,616
Khấu hao	400	502	552	...	594	637
Capex	(11,008)	(187)	(192)	...	(225)	(231)
Thay đổi vốn lưu động	5,207	2,322	(104)	...	496	206
Dòng tiền dự đo	(8,590)	6,705	7,620	...	6,745	6,830
Giá trị hiện tại của dòng tiền	(7,764)	5,477	5,626	...	3,003	2,749

Nguồn: BSC Research

Hình 14: Stock PE



Hình 15: Stock PB



Nguồn: BSC Research, Bloomberg

PHỤ LỤC

KQKD (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	28,329	30,306	38,685	62,691
Giá vốn hàng bán	25,625	28,308	34,317	55,751
Lợi nhuận gộp	2,704	1,998	4,367	6,940
Chi phí bán hàng	0	0	0	0
Chi phí QLDN	1,268	878	1,171	1,687
Lãi/lỗ HDKD	1,436	1,120	3,196	5,253
Doanh thu tài chính	544	566	614	645
Chi phí tài chính	730	845	1,099	2,948
Chi phí lãi vay	565	382	615	2,514
Lợi nhuận từ CTLD/LK	40	42	40	40
Lãi/lỗ khác	152	500	0	50
LN trước thuế	1,442	1,383	2,751	3,041
Thuế thu nhập DN	159	172	355	490
LN sau thuế	1,283	1,211	2,396	2,551
CĐTS	245	100	405	382
LNST-CĐTS	1,038	1,112	1,991	2,169
EBITDA	4,245	3,938	7,653	9,593
EPS	443	475	850	926

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
(lỗ)/LNST	1,283	1,211	2,396	2,551
Khấu hao và phân bổ	2,809	2,818	4,457	4,340
Thay đổi vốn lưu động	2,713	1,157	(5,025)	(2,523)
Điều chỉnh khác	(3,453)	(842)	0	0
LCTT từ HĐ KD	3,352	4,344	1,828	4,368
Tiền chi mua TSCĐ	(6,312)	(9,793)	(10,972)	(188)
Đầu tư khác	443	542	(1,450)	0
LCTT từ HĐ đầu tư	(6,485)	(10,973)	(12,422)	(188)
Tiền chi trả cổ tức	(365)	(132)	0	0
Tiền từ vay ròng	3,604	9,866	9,771	(2,436)
Tiền thu khác	82	21	0	0
LCTT từ HĐ tài chính	3,321	9,754	9,771	(2,436)
Dòng tiền đầu kỳ	8,252	8,440	11,564	10,741
Tiền trong kỳ	188	3,125	(824)	1,744
Dòng tiền cuối kỳ	8,439	11,564	10,741	12,484

CĐKT (Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn	29,042	29,981	34,183	41,441
Tiền & Tương đương tiền	8,440	11,564	10,741	12,484
Đầu tư ngắn hạn	2,391	4,112	6,112	6,112
Phải thu ngắn hạn	14,560	11,873	14,292	18,306
Hàng tồn kho	2,167	1,795	2,402	3,903
TS ngắn hạn khác	1,484	636	636	636
Tài sản dài hạn	41,320	49,934	56,434	52,282
Tài sản hữu hình	26,402	24,321	50,167	46,015
Tài sản dở dang dài hạn	9,032	19,759	412	412
Đầu tư dài hạn	960	766	766	766
Tài sản dài hạn khác	4,927	5,088	5,088	5,088
Tổng Tài sản	70,362	79,915	90,616	93,722
Tổng nợ ngắn hạn	26,785	33,457	23,626	26,618
Nợ phải trả	15,947	15,726	13,727	16,719
Vay ngắn hạn	5,507	13,508	5,910	5,910
Nợ ngắn hạn khác	5,331	4,223	3,989	3,989
Tổng nợ dài hạn	9,458	11,777	29,933	27,497
Vay dài hạn	7,172	9,151	27,607	25,171
Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	2,285	2,626	2,326	2,326
Tổng nợ phải trả	36,243	45,234	53,559	54,114
Vốn góp	23,419	23,419	23,418	23,418
Thặng dư vốn cổ phần	(0)	(0)	(0)	(0)
LN chưa phân phối	3,923	4,130	5,881	8,049
Vốn chủ khác	4,074	4,460	4,461	4,461
Cổ đông thiểu số	2,705	2,671	3,106	3,488
Tổng vốn chủ sở hữu	34,119	34,681	36,866	39,416
Tổng nguồn vốn	70,362	79,915	90,424	93,530
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	2,342	2,342	2,342	2,342

Chỉ số (%)	2023	2024F	2025F	2026F
Khả năng thanh toán				
Hệ số TT ngắn hạn	1.1	0.9	1.4	1.6
Hệ số TT nhanh	0.9	0.8	1.3	1.4
Cơ cấu vốn				
Hệ số Nợ/TTS	52%	57%	59%	58%
Hệ số Nợ/Nguồn vốn	106%	130%	145%	137%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	0.1	0.1	0.1	0.1
Số ngày phải thu	0.4	0.4	0.4	0.3
Số ngày phải trả	0.6	0.6	0.4	0.3
CCC	(0.1)	(0.1)	0.0	0.1
Tỉ suất lợi nhuận				
Biên Lợi nhuận gộp	10%	7%	11%	11%
Biên Lợi nhuận ròng	5%	4%	6%	4%
ROE	3.81%	3.52%	6.70%	6.69%
ROA	2.02%	1.61%	2.81%	2.77%
Định giá				
PE	26.1	30.1	18.2	15.2
PB	1.0	1.0	1.0	0.9
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	0%	7%	28%	62%
Tăng trưởng EBIT	-38%	-12%	91%	65%
Tăng trưởng LNNT	-49%	-4%	99%	11%
Tăng trưởng EPS	-50%	7%	79%	9%

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Phường Hoàn Kiếm,
Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 4, Tầng 9 Tòa nhà President Place
Số 93 Đường Nguyễn Du, Phường Sài Gòn,
Thành phố Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510



<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nằm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng mức sinh lời kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và giá đóng cửa ngày khuyến nghị của chứng khoán cộng với tỷ suất cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA MẠNH	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 30% trở lên
MUA	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ 15% đến 30%
NĂM GIỮ	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm từ -10% đến 15%
BÁN	Tổng mức sinh lời kỳ vọng trong 1 năm thấp hơn -10%

Thông tin liên hệ - Trung tâm phân tích Nghiên cứu

Trần Thăng Long

Giám đốc Trung tâm Phân tích Nghiên cứu

Longtt@bsc.com.vn

Bùi Nguyên Khoa

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Vĩ mô - Thị trường

Khoabn@bsc.com.vn

Phan Quốc Bửu

P. Giám đốc Trung tâm PTNC

Ngành – Doanh nghiệp

Buupq@bsc.com.vn

Nhóm Ngân hàng, Tài chính

Dương Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhdq@bsc.com.vn

Đoàn Minh Trí

Chuyên viên phân tích

Tridm@bsc.com.vn

Nhóm Dầu khí, Điện, Phân bón – Hoá chất

Nguyễn Thị Cẩm Tú

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Tuntc@bsc.com.vn

Lưu Thuỳ Linh

Chuyên viên phân tích

Linhlt2@bsc.com.vn

Nguyễn Dân Trường

Chuyên viên phân tích

Truongnd@bsc.com.vn

Nhóm Bất động sản, VLXD

Phạm Quang Minh

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Minhpm@bsc.com.vn

Lâm Việt

Chuyên viên phân tích cao cấp

Vietl@bsc.com.vn

Nguyễn Công Hoàng Duy

Chuyên viên phân tích

Duyhch@bsc.com.vn

Nhóm Bán lẻ, Xuất khẩu, Logistics

Phạm Thị Minh Châu

Trưởng nhóm, Chuyên viên phân tích cao cấp

Chauptm@bsc.com.vn

Trần Lâm Tùng

Chuyên viên phân tích

Tungtl@bsc.com.vn

Trần Nguyễn Tường Huy

Chuyên viên phân tích

Huytnt@bsc.com.vn